



## 买入（维持）

所属行业：化工/化学制品  
当前价格(元)：25.30

### 证券分析师

李骥

资格编号：S0120521020005

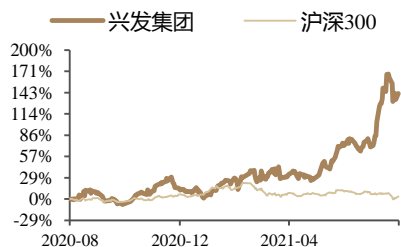
邮箱：lij3@tebon.com.cn

### 研究助理

沈颖洁

邮箱：shenyj@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	42.26	40.70	89.93
相对涨幅(%)	45.16	47.43	93.63

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《兴发集团(600141.SH)：磷化工巨头再次扬帆，电子化学品成长性凸显》，2021.7.22

# 兴发集团(600141.SH)：磷系产品多重共振显著增厚业绩，多项目投产在即打开盈利空间

## 投资要点

- **事件**：8月3日，公司发布2021年半年报，公司2021年上半年实现营收98.53亿元，同比增加5.48%；实现归属上市公司股东净利润11.41亿元，同比增长730.05%。
- **业绩大幅增长，磷系产品价格景气向上**。2021H1，实现营收98.53亿元，同比增加5.48%；实现归属上市公司股东净利润11.41亿元，同比增长730.05%，实现销售毛利率24.75%，同比增长12.88pct，销售净利率12.42%，同比增长10.91pct，业绩显著增厚。作为磷化工龙头，公司拥有集“矿电一体化”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”三位一体的产业链优势。上半年，云贵地区大面积限电导致黄磷企业开工率大幅下滑，进而推动黄磷涨价，至6月底，黄磷价格从年初1.7万元/吨，上涨至2.1万元/吨，涨幅约23.53%；此外，磷铵方面，受原材料价格上涨以及海外市场需求旺盛等多重因素影响，磷酸一铵、二铵价格至六月末已上涨至3500元/吨和3250元/吨。此外，公司目前拥有磷矿产能415万吨/年，在建后坪磷矿200万吨/年，预计2022年下半年建成投产，依托禀赋的磷矿资源，公司有望进一步夯实其龙头地位。
- **草甘膦需求动力强劲，有机硅扩产稳步推进**。受海外市场需求持续提升、原材料价格大幅上涨以及行业低库存因素影响，草甘膦步入景气大年。据卓创资讯，8月2日，草甘膦市场均价为51500元/吨，较年初20400元/吨上涨152.45%。公司现有草甘膦18万吨/年产能，内蒙兴发年产5万吨草甘膦项目在建，预计2022年二季度投产，届时公司产能将增至23万吨/年。上半年，海内外经济持续复苏，下游订单火爆，DMC价格持续上涨。公司目前拥有单体产能36万吨/年，孙公司内蒙兴发扩产稳步推进，计划于2023年6月建成投产40万吨/年有机硅单体装置。
- **湿电子化学品有望成为下一个高速增长赛道**。公司控股子公司兴福电子的电子级磷酸、硫酸凭借其优异的性能指标，已批量供应下游多家知名晶圆厂，例如中芯国际、SK海力士、华虹宏力等。上半年，公司IC级磷酸销量为5004吨，同比增长126.20%，国内市占率已达80%；IC级硫酸实现销售6179吨，同比增长1445.37%，业已成为该产品国内最大供应商。随着下游晶圆厂建设稳步推进，公司在建4万吨/年IC硫酸项目加速落地，有望为公司打开高成长空间。
- **投资建议**：预计公司2021-2023年每股收益分别为2.23、2.64和2.90元，对应PE分别为11、10和9倍。参考CS磷肥及磷化工板块当前平均49倍PE水平，维持“买入”评级。
- **风险提示**：项目投产不及预期，下游需求不及预期，产品价格波动风险。

### 股票数据

总股本(百万股):	1,118.89
流通A股(百万股):	937.54
52周内股价区间(元):	9.70-28.08
总市值(百万元):	28,307.98
总资产(百万元):	29,864.55
每股净资产(元):	9.37

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,039	18,317	21,861	23,391	24,793
(+/-)YOY(%)	1.0%	1.5%	19.3%	7.0%	6.0%
净利润(百万元)	302	624	2,493	2,952	3,239
(+/-)YOY(%)	-24.8%	106.3%	299.5%	18.4%	9.7%
全面摊薄EPS(元)	0.27	0.56	2.23	2.64	2.90
毛利率(%)	13.6%	16.2%	23.2%	23.2%	22.3%
净资产收益率(%)	3.7%	6.6%	17.6%	15.0%	12.6%

资料来源：公司年报(2019-2020)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.56	2.23	2.64	2.90
每股净资产	8.45	12.65	17.56	22.95
每股经营现金流	2.15	4.12	4.27	4.33
每股股利	0.10	0.25	0.10	0.10
价值评估(倍)				
P/E	19.78	11.36	9.59	8.74
P/B	1.30	2.00	1.44	1.10
P/S	1.55	1.30	1.21	1.14
EV/EBITDA	8.85	6.80	7.00	6.31
股息率%	0.9%	1.0%	0.4%	0.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.2%	23.2%	23.2%	22.3%
净利润率	3.4%	11.4%	12.6%	13.1%
净资产收益率	6.6%	17.6%	15.0%	12.6%
资产回报率	2.1%	7.6%	8.1%	8.1%
投资回报率	5.3%	11.1%	10.8%	9.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	1.5%	19.3%	7.0%	6.0%
EBIT 增长率	30.1%	138.0%	8.7%	0.6%
净利润增长率	106.3%	299.5%	18.4%	9.7%
偿债能力指标				
资产负债率	63.4%	53.3%	42.7%	33.3%
流动比率	0.5	0.6	0.8	1.0
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.7
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	17.3	18.3	17.8	18.1
存货周转天数	35.7	43.5	42.9	40.7
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6
固定资产周转率	1.2	1.3	1.1	1.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	624	2,493	2,952	3,239
少数股东损益	-23	-90	-107	-118
非现金支出	1,286	2,015	1,249	1,349
非经营收益	606	603	392	134
营运资金变动	-88	-411	287	241
经营活动现金流	2,405	4,609	4,773	4,845
资产	-851	-2,033	-1,961	-2,006
投资	-231	0	0	0
其他	73	107	114	121
投资活动现金流	-1,010	-1,926	-1,847	-1,886
债权募资	12,261	-1,592	-2,461	-2,530
股权募资	794	0	0	0
其他	-14,046	-994	-619	-369
融资活动现金流	-991	-2,586	-3,080	-2,900
现金净流量	381	96	-154	60

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 02 日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	18,317	21,861	23,391	24,793
营业成本	15,347	16,779	17,966	19,261
毛利率%	16.2%	23.2%	23.2%	22.3%
营业税金及附加	152	199	200	212
营业税金率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	739	839	847	875
营业费用率%	4.0%	3.8%	3.6%	3.5%
管理费用	298	319	338	357
管理费用率%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%
研发费用	374	375	400	424
研发费用率%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%
EBIT	1,408	3,351	3,641	3,663
财务费用	577	673	468	216
财务费用率%	3.2%	3.1%	2.0%	0.9%
资产减值损失	-159	-5	-6	-6
投资收益	88	107	114	121
营业利润	774	2,820	3,329	3,662
营业外收支	-67	0	0	0
利润总额	707	2,820	3,329	3,662
EBITDA	2,507	5,360	4,883	5,006
所得税	105	418	484	540
有效所得税率%	14.9%	14.8%	14.5%	14.8%
少数股东损益	-23	-90	-107	-118
归属母公司所有者净利润	624	2,493	2,952	3,239

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,179	2,275	2,121	2,181
应收账款及应收票据	868	1,249	1,195	1,303
存货	1,503	2,000	2,110	2,148
其它流动资产	1,990	2,023	2,048	2,073
流动资产合计	6,540	7,547	7,474	7,705
长期股权投资	1,650	1,650	1,650	1,650
固定资产	15,064	17,262	20,466	23,780
在建工程	2,719	3,098	3,322	3,623
无形资产	1,942	1,889	1,837	1,784
非流动资产合计	22,920	25,421	28,796	32,359
资产总计	29,460	32,968	36,271	40,064
短期借款	6,584	4,992	2,530	0
应付票据及应付账款	3,269	3,241	3,541	3,872
预收账款	36	418	374	307
其它流动负债	3,080	3,226	3,339	3,486
流动负债合计	12,969	11,877	9,785	7,665
长期借款	3,585	3,585	3,585	3,585
其它长期负债	2,111	2,111	2,111	2,111
非流动负债合计	5,695	5,695	5,695	5,695
负债总计	18,664	17,572	15,480	13,360
实收资本	1,119	1,119	1,119	1,119
普通股股东权益	9,459	14,151	19,652	25,682
少数股东权益	1,336	1,246	1,139	1,021
负债和所有者权益合计	29,460	32,968	36,271	40,064

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。