

## 公司研究

## 磷化工高景气业绩大增，一体化优势叠加产能扩张发展持续向好

## ——兴发集团（600141.SH）2021年第三季度报告点评

## 要点

**事件：**10月15日晚，公司发布2021年第三季度报告。2021年前三季度，公司实现营业收入165.80亿元，同比增长8.93%；归母净利润24.88亿元，同比增长592.24%。

**磷化工行业迈入景气周期，主营产品上涨助力业绩上行。**公司2021Q3业绩的大幅提升，主要归因于磷矿石、黄磷、磷铵、草甘膦等主营产品价格上涨推动销售额提升。2021Q3，公司主要产品磷矿石、磷铵、有机硅（DMC）及107胶、草甘膦的价格分别同比上涨63.6%、75.0%、98.1%和113.9%，分别环比上涨17.2%、16.1%、17.5%和6.5%。虽然磷铵和有机硅等产品的销量环比有所下降，但是在全线产品价格上涨的带动下，公司2021Q3单季度营收同比+14.4%，环比+24.9%；Q3单季度归母净利润同比+506.9%，环比+71.3%。

**磷矿电一体化优势明显，资源成本控制得到良好回报。**作为磷矿电一体化产业龙头，公司目前已经构建从上游磷矿水电到中游黄磷再到下游磷肥、草甘膦及有机硅的磷矿电一体化产业链。公司前阶段规划的300万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目（包括100万吨/年选矿、120万吨/年硫磺制酸、40万吨/年磷酸、40万吨/年磷铵项目），已在充分试运行后于第二季度陆续投产转固。此外，公司参股40万吨/年合成氨项目于二季度末开车成功，运行情况良好，原材料合成氨自给率明显提高，一定程度降低公司生产成本。公司下游硅产品生产装置实现稳产高产，2021前三季度有机硅开工率维持在80%。

**产能稳步增长保障业绩提升，积极拓展电子级化学品市场。**公司目前仍在持续推进多个产能扩张项目：后坪磷矿200万吨/年采矿工程项目计划于2022年下半年建成投产，届时公司磷矿石产能将达615万吨/年；内蒙兴发在建5万吨草甘膦产能及40万吨有机硅单体生产装置，分别计划于2022年Q2及2023年6月投产。公司旗下兴福电子正在兴建的4万吨电子级硫酸项目预计于2022年上半年前分期投产。新启动的6万吨/年芯片用超高纯电子化学品和3万吨/年电子级磷酸技术改造项目预计将于2021和2022年分期投产。

**盈利预测、估值与评级：**基于主营产品价格的大幅上涨，公司业绩超预期。我们上调公司的盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为33.13（上调41.2%）/38.34（上调42.8%）/45.41（上调55.5%）亿元。我们持续看好兴发集团在拥有充足优质磷矿资源和完整磷矿电一体产业链的优势下，产能的持续扩张及向电子级化学品市场的积极推进，我们仍维持公司“买入”评级。

**风险提示：**产能建设不及预期，产品价格波动风险，合作项目落地风险

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	18,039	18,317	22,682	24,716	27,229
营业收入增长率	1.03%	1.54%	23.83%	8.97%	10.17%
净利润（百万元）	302	624	3,313	3,834	4,541
净利润增长率	-24.81%	106.29%	430.93%	15.74%	18.43%
EPS（元）	0.29	0.56	2.96	3.43	4.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.71%	6.60%	26.52%	24.49%	23.85%
P/E	136	72	13	12	10
P/B	5.0	4.7	3.6	2.8	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-15，2019年年末的总股本为10.282亿股，2020年股权激励和增发后年末总股本为11.194亿股，2021年回购后目前总股本为11.189亿股。

## 买入（维持）

当前价：39.87元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	11.19
总市值(亿元)	446.10
一年最低/最高(元)	10.53/58.38
近3月换手率	326.06%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-25.02	56.13	250.21
绝对	-22.43	52.93	256.84

资料来源：Wind

## 相关研报

产品量价齐升带动业绩增长，多产能布局深化磷矿电一体化——兴发集团（600141.SH）2021年半年度报告点评（2021-08-03）  
产品价格回升业绩大幅增长，产能建设拓宽未来成长空间——兴发集团（600141.SH）2020年年报及2021年一季报点评（2021-04-29）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,039	18,317	22,682	24,716	27,229
营业成本	15,593	15,347	16,432	17,804	19,368
折旧和摊销	946	1,075	1,144	1,196	1,247
税金及附加	150	152	243	264	291
销售费用	701	739	915	997	1,098
管理费用	237	298	369	402	443
研发费用	275	374	463	505	556
财务费用	625	577	315	251	145
投资收益	89	88	88	88	88
营业利润	483	774	4,036	4,611	5,454
利润总额	457	707	3,933	4,545	5,376
所得税	64	105	586	677	801
净利润	393	601	3,347	3,868	4,575
少数股东损益	90	-23	34	34	34
归属母公司净利润	302	624	3,313	3,834	4,541
EPS(元)	0.29	0.56	2.96	3.43	4.06

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,036	2,405	3,915	5,127	5,787
净利润	302	624	3,313	3,834	4,541
折旧摊销	946	1,075	1,144	1,196	1,247
净营运资金增加	993	-1,315	1,456	410	468
其他	-1,206	2,021	-1,997	-314	-468
投资活动产生现金流	-1,230	-1,010	-1,007	-1,004	-1,012
净资本支出	-1,054	-851	-1,097	-1,093	-1,100
长期投资变化	-192	-292	0	0	0
其他资产变化	15	134	89	88	88
融资活动现金流	-188	-991	-1,685	-3,817	-4,399
股本变化	301	91	-1	0	0
债务净变化	1,551	-942	-1,090	-2,897	-3,093
无息负债变化	-60	915	560	393	382
净现金流	-376	381	1,223	305	377

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	13.6%	16.2%	27.6%	28.0%	28.9%
EBITDA 率	11.9%	14.7%	24.1%	24.2%	24.8%
EBIT 率	6.6%	8.7%	19.0%	19.4%	20.3%
税前净利润率	2.5%	3.9%	17.3%	18.4%	19.7%
归母净利润率	1.7%	3.4%	14.6%	15.5%	16.7%
ROA	1.4%	2.0%	10.5%	11.8%	13.7%
ROE (摊薄)	3.7%	6.6%	26.5%	24.5%	23.9%
经营性 ROIC	4.6%	6.3%	16.0%	17.5%	19.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	66%	63%	57%	48%	39%
流动比率	0.50	0.50	0.73	1.00	1.49
速动比率	0.34	0.39	0.58	0.79	1.17
归母权益/有息债务	0.63	0.79	1.14	1.95	3.86
有形资产/有息债务	1.92	2.19	2.64	3.68	6.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	28,253	29,460	31,996	32,691	33,394
货币资金	1,647	2,179	3,402	3,707	4,084
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	954	868	1,021	1,112	1,225
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	56	60	159	173	191
存货	2,110	1,503	1,942	2,109	2,301
其他流动资产	1,500	1,682	2,337	2,540	2,666
流动资产合计	6,514	6,540	9,123	9,926	10,776
其他权益工具	195	192	192	192	192
长期股权投资	1,358	1,650	1,650	1,650	1,650
固定资产	13,993	15,064	15,050	14,947	14,766
在建工程	2,634	2,702	2,551	2,438	2,354
无形资产	1,995	1,942	1,962	1,977	1,996
商誉	951	807	807	807	807
其他非流动资产	191	142	142	142	142
非流动资产合计	21,738	22,920	22,873	22,764	22,617
总负债	18,691	18,664	18,135	15,630	12,919
短期借款	6,473	6,584	5,494	3,519	426
应付账款	2,647	3,033	2,958	3,205	3,486
应付票据	235	237	329	356	387
预收账款	485	36	454	494	545
其他流动负债	507	588	588	588	588
流动负债合计	13,013	12,969	12,439	9,935	7,224
长期借款	3,637	3,585	3,585	3,585	3,585
应付债券	920	923	923	923	923
其他非流动负债	536	541	541	541	541
非流动负债合计	5,678	5,695	5,695	5,695	5,695
股东权益	9,562	10,795	13,862	17,060	20,475
股本	1,028	1,119	1,119	1,119	1,119
公积金	5,443	6,205	6,428	6,428	6,428
未分配利润	1,742	2,235	5,044	8,209	11,590
归属母公司权益	8,143	9,459	12,491	15,656	19,037
少数股东权益	1,419	1,336	1,370	1,404	1,438

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.89%	4.03%	4.03%	4.03%	4.03%
管理费用率	1.32%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%
财务费用率	3.46%	3.15%	1.39%	1.01%	0.53%
研发费用率	1.52%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.25	0.60	1.04	1.43
每股经营现金流	1.01	2.15	3.50	4.58	5.17
每股净资产	7.92	8.45	11.16	13.99	17.01
每股销售收入	17.54	16.36	20.27	22.09	24.34

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	136	72	13	12	10
PB	5.0	4.7	3.6	2.8	2.3
EV/EBITDA	26.5	21.8	10.4	9.0	7.5
股息率	0.3%	0.6%	1.5%	2.6%	3.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE