

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

兴发集团(600141)

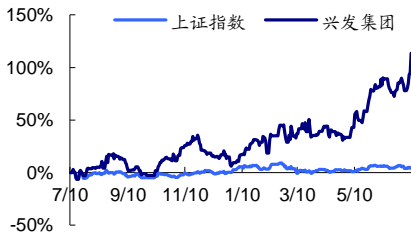
买入

2021年三季报点评

(维持评级)

2021年10月18日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,119/976
总市值/流通(百万元)	44,610/38,897
上证综指/深圳成指	3,572/14,416
12个月最高/最低(元)	58.38/10.64

相关研究报告:

《兴发集团-600141-2021中报预告点评:业绩处于预告上限,持续看好草甘膦、有机硅景气度》——2021-08-03
 《兴发集团-600141-2021中报预告点评:受益草甘膦、有机硅高景气,业绩超预期》——2021-07-12
 《兴发集团-600141-重大事件快评:拟投建有机硅新材料一体化项目,增强内蒙战略生产基地功能》——2021-05-19
 《兴发集团-600141-2020年年报及2021年一季报点评:业绩高速增长,磷化工龙头再腾飞》——2021-05-01
 《兴发集团-600141-深度报告:磷化工龙头拐点已至,电子化学品业务有望爆发》——2021-04-11

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379
 E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041
 E-MAIL: zhangwei@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

草甘膦、有机硅高景气,业绩超预期

● 公司业绩同比环比大幅增长

公司发布2021年三季报,实现营收165.80亿元(YoY+8.93%),实现归母净利润24.88亿元(YoY+592.24%),扣非后归母净利润26.06亿元(YoY+634.66%)。公司21Q3实现营收67.28亿元(YoY+14.42%,QoQ+24.91%),实现归母净利润13.47亿元(YoY+506.88%,QoQ+77.41%),业绩处于预告上限。

● 主营产品磷化工、有机硅持续高景气,盈利能力显著增强

公司业绩高增得益于(1)主营产品草甘膦高景气,前三季度草甘膦收入33.31亿元,产销量分别为12.40万吨、10.28万吨,均价为32404元/吨(YoY+61.87%),其中Q1/Q2/Q3均价分别为22123/39642/42220元/吨;(2)20Q3公司36万吨/年有机硅板块营收单体技改扩能项目建成投产,前三季度有机硅DMC、107胶、110胶合计营收29.37亿元(YoY+270.30%),产销量分别为19.42万吨、12.22万吨,DMC和107胶前三季度均价为27897元/吨(YoY+98.06%),其中Q1/Q2/Q3均价分别为18968/23738/27897元/吨;(3)公司300万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目(主要包括100万吨/年选矿、120万吨/年硫磺制酸、40万吨/年磷酸、40万吨/年磷酸铵)三季度陆续投产转固,星兴蓝天40万吨/年合成氨项目二季度末一次性开车成功。

● 持续看好草甘膦、电子化学品四季度景气度

草甘膦从年初28500元/吨大幅上涨至目前70000-75000元/吨,根据卓创资讯数据,国内企业订单已经排至12月份,行业几乎没有新增产能,在成本推动、海外下游需求旺盛到来背景下,草甘膦价格有望继续上涨,公司的磷矿-黄磷-草甘膦一体化布局充分受益。公司电子级化学品市场开拓良好,其中对接半导体客户的电子级磷酸、硫酸、混配液等高附加值产品销量明显增长,看好四季度经营业绩继续大幅提升。

● 风险提示:产品价格大幅波动,新建产能投放进度不及预期。

● 投资建议:上调盈利预测,维持“买入”评级。

上调盈利预测,预计2021-2023年归母净利润39.72/43.51/46.51亿元,摊薄EPS=3.55/3.89/4.16元,当前股价对应PE=11.2/10.3/9.6x,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,039	18,317	22,980	24,285	25,412
(+/-%)	1.0%	1.5%	25.5%	5.7%	4.6%
净利润(百万元)	302	624	3972	4351	4651
(+/-%)	-24.8%	106.3%	536.6%	9.5%	6.9%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.56	3.55	3.89	4.16
EBIT Margin	7.5%	9.7%	24.1%	24.1%	24.3%
净资产收益率(ROE)	3.7%	6.6%	33.5%	31.0%	28.5%
市盈率(PE)	135.5	71.5	11.2	10.3	9.6
EV/EBITDA	25.9	22.2	8.7	8.3	7.9
市净率(PB)	5.03	4.72	3.77	3.18	2.73

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司业绩同比环比大幅增长。公司发布 2021 年三季报，实现营收 165.80 亿元 (YoY+8.93%)，实现归母净利润 24.88 亿元 (YoY+592.24%)，扣非后归母净利润 26.06 亿元 (YoY+634.66%)。公司 21Q3 实现营收 67.28 亿元 (YoY+14.42%，QoQ+24.91%)，实现归母净利润 13.47 亿元 (YoY+506.88%，QoQ+77.41%)，业绩处于预告上限。

毛利率、净利率同比大幅提升，公司三费率小幅下降。公司前三季度毛利率为 29.15% (YoY+16.38pp)，净利率为 16.37% (YoY+13.78pp)，公司毛利率大幅提高受益于磷化工高景气、有机硅量价齐升，净利率水平大幅提高受益于贸易占比下降。三费方面，公司前三季度三费率为 5.15% (YoY-2.39pp)，财务费用率、销售费用率、管理费用率分别为 2.19% (YoY-0.73pp)、1.67% (YoY-1.82pp)、1.30% (YoY+0.16pp)。

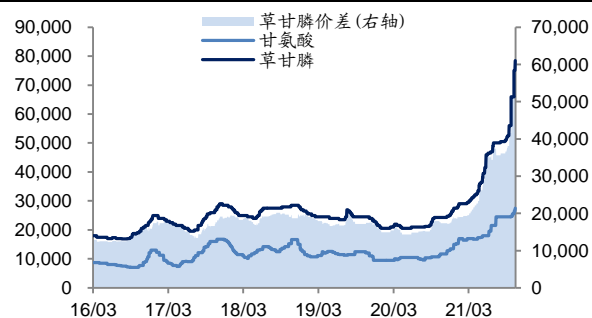
磷化工高景气、有机硅量价齐升，贸易收入大幅减少。公司业绩高增得益于：

(1) 主营产品草甘膦高景气，前三季度草甘膦收入 33.31 亿元，产销量分别为 12.40 万吨、10.28 万吨，均价为 32404 元/吨 (YoY+61.87%)，其中 Q1/Q2/Q3 均价分别为 22123/39642/42220 元/吨；

(2) 20Q3 公司 36 万吨/年有机硅板块营收单体技改扩能项目建成投产，前三季度有机硅 DMC、107 胶、110 胶合计营收 29.37 亿元 (YoY+270.30%)，产销量分别为 19.42 万吨、12.22 万吨，DMC 和 107 胶前三季度均价为 27897 元/吨 (YoY+98.06%)，其中 Q1/Q2/Q3 均价分别为 18968/23738/27897 元/吨；

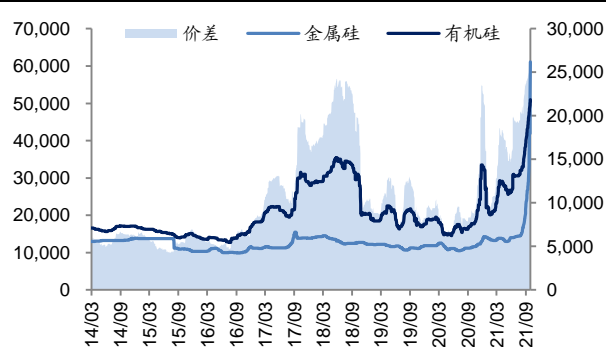
(3) 公司 300 万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目 (主要包括 100 万吨/年选矿、120 万吨/年硫磺制酸、40 万吨/年磷酸、40 万吨/年磷铵) 三季度陆续投产转固，星兴蓝天 40 万吨/年合成氨项目二季度末一次性开车成功。

图 1: 草甘膦价格与价差 (单位: 元/吨)



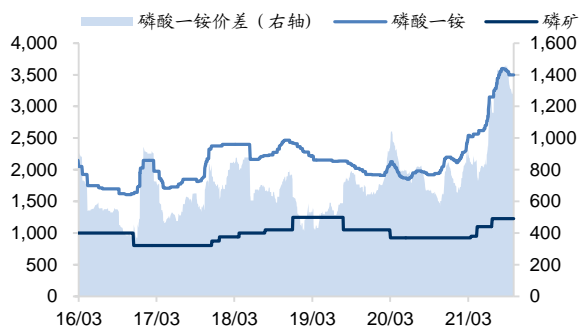
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 有机硅 DMC 价格与价差 (单位: 元/吨)



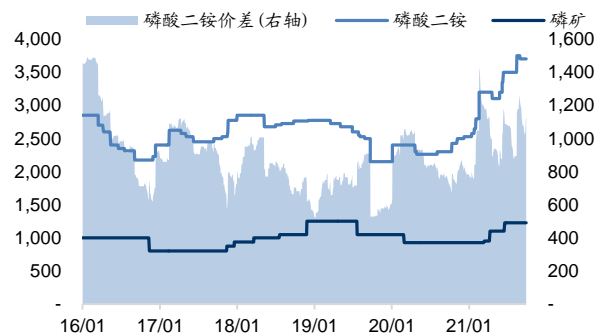
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 磷酸一铵价格与价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 磷酸二铵价格与价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

草甘膦环比价格暴涨, 鉴定看好草甘膦四季度景气度。今年以来, 在醋酸-甘氨酸、黄磷等原材料成本推动、行业供需格局持续优化的背景下, 草甘膦价格持续上涨, 产品从年初的约 28500 元/吨大幅上涨至目前的约 70000-75000 元/吨, 国内企业订单已经排至 12 月份, 下游需求旺盛。目前全球草甘膦产能约为 110 万吨, 除了拜尔的 38 万吨海外产能, 其余约 70 万吨产能全部集中在国内, 未来行业几乎没有新增产能, 但随着转基因作物的推广应用, 草甘膦需求还持续稳步增长, 我们持续看好草甘膦行业未来持续的高景气度。

投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级。上调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 39.72/43.51/46.51 亿元, 摊薄 EPS=3.55/3.89/4.16 元, 当前股价对应 PE=11.2/10.3/9.6x, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2179	5285	8795	12632	营业收入	18317	22980	24285	25412
应收款项	928	1133	1331	1392	营业成本	15347	16026	16948	17688
存货净额	1503	1599	1688	1765	营业税金及附加	152	184	194	203
其他流动资产	1930	2421	2559	2677	销售费用	739	919	971	1016
流动资产合计	6540	10454	14382	18472	管理费用	298	307	321	332
固定资产	17783	16455	15174	13848	财务费用	577	459	409	354
无形资产及其他	1942	1864	1786	1709	投资收益	88	(35)	(60)	(60)
投资性房地产	1545	1545	1545	1545	资产减值及公允价值变动	160	(200)	(50)	(50)
长期股权投资	1650	1660	1670	1680	其他收入	(680)	0	(20)	(30)
资产总计	29460	31978	34558	37254	营业利润	774	4849	5312	5678
短期借款及交易性金融负债	7506	7500	7500	7500	营业外净收支	(67)	0	0	0
应付款项	3269	3281	3463	3620	利润总额	707	4849	5312	5678
其他流动负债	2194	2234	2358	2465	所得税费用	105	727	797	852
流动负债合计	12969	13015	13320	13585	少数股东损益	(23)	150	164	176
长期借款及应付债券	4507	4507	4507	4507	归属于母公司净利润	624	3972	4351	4651
其他长期负债	1188	1188	1188	1188					
长期负债合计	5695	5695	5695	5695	现金流量表 (百万元)				
负债合计	18664	18710	19015	19281	净利润	624	3972	4351	4651
少数股东权益	1336	1426	1525	1630	资产减值准备	65	11	(10)	(13)
股东权益	9459	11842	14018	16343	折旧摊销	1075	1695	1818	1867
负债和股东权益总计	29460	31978	34558	37254	公允价值变动损失	(160)	200	50	50
					财务费用	577	459	409	354
关键财务与估值指标					营运资本变动	1683	(730)	(128)	(5)
每股收益	0.56	3.55	3.89	4.16	其它	(62)	79	108	118
每股红利	0.63	1.42	1.94	2.08	经营活动现金流	3224	5226	6190	6668
每股净资产	8.45	10.58	12.53	14.61	资本开支	(2322)	(500)	(500)	(500)
ROIC	8%	24%	28%	31%	其它投资现金流	0	(15)	5	5
ROE	7%	34%	31%	28%	投资活动现金流	(2614)	(525)	(505)	(505)
毛利率	16%	30%	30%	30%	权益性融资	794	0	0	0
EBIT Margin	10%	24%	24%	24%	负债净变化	(52)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	31%	32%	32%	支付股利、利息	(702)	(1589)	(2175)	(2326)
收入增长	2%	25%	6%	5%	其它融资现金流	637	(6)	0	0
净利润增长率	106%	537%	10%	7%	融资活动现金流	(78)	(1595)	(2175)	(2326)
资产负债率	68%	63%	59%	56%	现金净变动	532	3106	3510	3837
息率	1.6%	3.6%	4.9%	5.2%	货币资金的期初余额	1647	2179	5285	8795
P/E	71.5	11.2	10.3	9.6	货币资金的期末余额	2179	5285	8795	12632
P/B	4.7	3.8	3.2	2.7	企业自由现金流	1952	5176	6164	6608
EV/EBITDA	22.2	8.7	8.3	7.9	权益自由现金流	2537	4780	5816	6307

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032