

兴发集团 (600141.SH)

磷硅高景气延续，新材料加速放量

买入

核心观点

2021 年业绩符合预期，利润爆发增长。2021 全年营收 236.07 亿元 (+28.9%)，归母净利润 42.47 亿元 (+583.6%)，扣非归母净利润 44.87 亿元 (+609.9%)。其中四季度单季营收 70.27 亿元 (同比+126.9%，环比+4.5%)，归母净利润 17.59 亿元 (同比+571.7%，环比+30.6%)，扣非归母净利润 18.81 亿元 (同比+617.9%，环比+26.3%)，公司全年收入、归母净利润均呈现逐季提升，全年毛利率提升 17.2pp 至 33.4%，净利率提升 14.6pp 至 18.0%，业绩符合预期。

受益主营产品高景气、重点项目建成投产，业绩爆发增长。公司业绩爆发增长得益于 (1) 草甘膦产品高景气，全年板块营收 75.5 亿元 (+71.1%)，毛利率 39.8% (+20.9pp)，产量 16.6 万吨 (+3.1%)，均价 37380 元/吨 (+95.9%，均价包含制剂)；子公司泰盛化工全年营收 64.4 亿元 (+41.3%)，净利润 13.3 亿元 (+2664.6%)。(2) 有机硅产品高景气，全年板块营收 52.2 亿元 (+98.1%)，毛利率 33.7% (+7.6pp)，产量 16.8 万吨 (+24.1%)，均价 26326 元/吨 (+50.6%)。子公司兴瑞硅材料全年营收 69.7 亿元 (+82.1%)，净利润 16.3 亿元 (+311.1%)。(3) 年内宜都兴发二期项目 (40 万吨/年磷铵、120 万吨/年硫酸、40 万吨/年磷酸装置) 建成投产；参股公司星兴蓝天 40 万吨/年合成氨项目在二季度末一次性开车成功；兴福电子 1 万吨/年电子级硫酸、参股企业兴力电子 1.5 万吨/年电子级氢氟酸项目上半年提前投产。

公司布局磷酸铁产能，新项目投产有望贡献业绩增长。公司参股 51% 与华友钴业成立合资公司，在宜都市投建 30 万吨/年磷酸铁项目，一期 10 万吨/年磷酸铁项目有望于 2022 年底投产。内蒙兴发有机硅新材料一体化循环项目 (40 万吨/年有机硅单体配套 5 万吨/年草甘膦、30 万吨/年烧碱)、后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程项目、新疆兴发 5 万吨/年二甲基亚砜二期工程项目以及兴福电子 7 万吨/年电子级硫酸、1 万吨/年电子级双氧水项目稳步推进，项目投产后将成为公司新的利润增长点。

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 2022-2024 年归母净利润 60/64/66 亿元 (原值为 49/52 亿元，新增 2024 年盈利预测)，同比增速 41/6/3%；摊薄 EPS=5.39/5.72/5.88 元，当前股价对应 PE=6.1/6.1/6.0x。公司是国内磷化工、有机硅龙头企业，布局湿电子化学品、磷酸铁等新材料，看好公司长期成长空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	18,317	23,607	28,134	31,168	31,427
(+/-%)	1.5%	28.9%	19.2%	10.8%	0.8%
净利润 (百万元)	624	4247	6033	6403	6581
(+/-%)	106.3%	580.6%	42.1%	6.1%	2.8%
每股收益 (元)	0.56	3.82	5.39	5.72	5.88
EBIT Margin	9.7%	29.9%	28.0%	26.1%	26.4%
净资产收益率 (ROE)	6.6%	30.7%	34.6%	31.0%	27.5%
市盈率 (PE)	62.8	9.2	6.5	6.1	6.0
EV/EBITDA	20.3	6.9	6.1	6.0	5.8
市净率 (PB)	4.14	2.81	2.25	1.90	1.64

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

公司研究 · 财报点评

基础化工 · 农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107/

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	不适用
收盘价	35.01 元
总市值/流通市值	38931/34170 百万元
52 周最高价/最低价	58.38/13.11 元
近 3 个月日均成交额	1357.47 百万元

市场走势



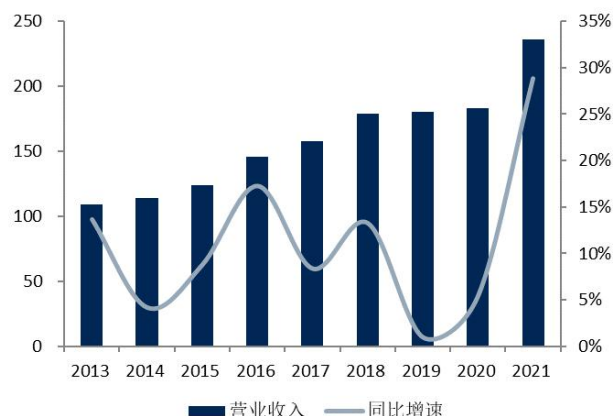
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《兴发集团-600141-2021 年业绩预告点评：草甘膦、有机硅高景气，布局新能源、新材料领域》——2022-01-07
- 《兴发集团-600141-2021 年三季报点评：草甘膦、有机硅高景气，业绩超预期》——2021-10-19
- 《兴发集团-600141-2021 中报业绩预告点评：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 中报业绩预告点评：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

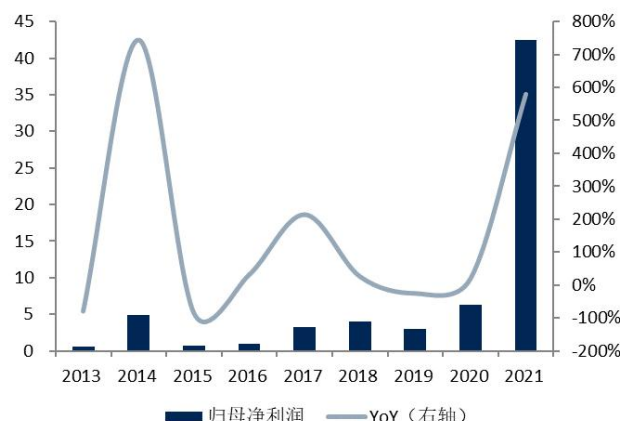
2021 年业绩符合预期，利润爆发增长。2021 全年营收 236.07 亿元（+28.9%），归母净利润 42.47 亿元（+583.6），扣非归母净利润 44.87 亿元（+609.9%）。其中四季度单季营收 70.27 亿元（同比+126.9%，环比+4.5%），归母净利润 17.59 亿元（同比+571.7%，环比+30.6%），扣非归母净利润 18.81 亿元（同比+617.9%，环比+26.3%），公司全年收入、归母净利润均逐季提升，业绩符合预期。

图1：兴发集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

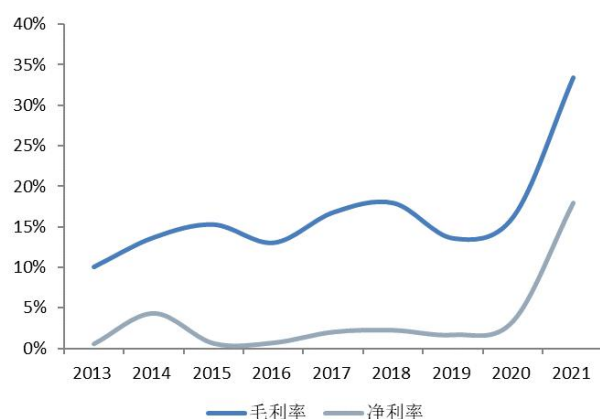
图2：兴发集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

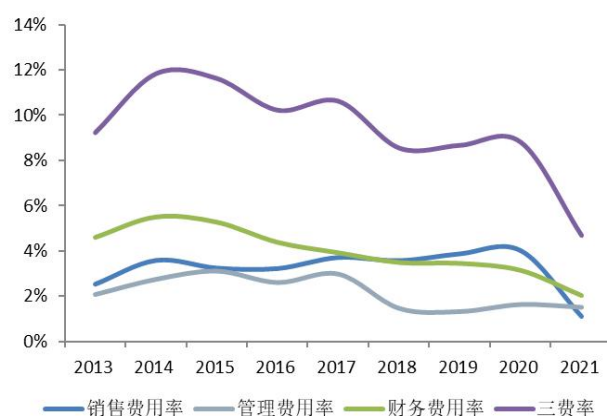
公司毛利率、净利率暴增，三费率快速下降，研发费用率大幅提升。2021 年销售毛利率 33.（+17.2pp）。销售费用率 1.1%（-2.9pp），主要由于运输费用调整至营业成本所致；管理费用率 1.5%（-0.1pp），主要由于营业收入大幅增长；财务费用率 2.0%（-1.1pp），主要由于公司经营性现金流大幅增长，短期债务大幅减少所致；公司大幅提高研发投入，研发费用率 3.6%（+1.6pp）。公司销售净利率为 18.0%，大幅提升 14.6pp。

图3：兴发集团毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：兴发集团三项费用率变化情况

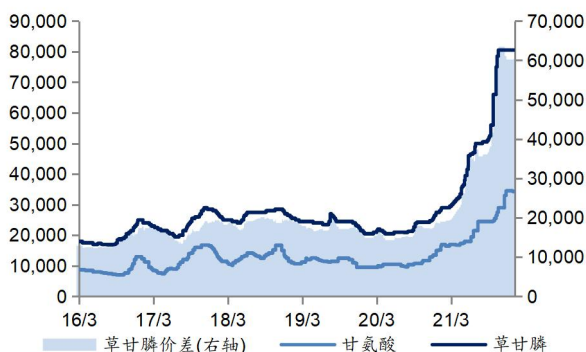


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受益主营产品高景气、重点项目建成投产，业绩爆发增长。公司业绩爆发增长得益于（1）草甘膦产品高景气，全年板块营收 75.5 亿元（+71.1%），毛利率 39.8%（+20.9pp），产量 16.6 万吨（+3.1%），均价 37380 元/吨（+95.9%，均价包含制剂）。泰盛化工全年营收 64.4 亿元（+41.3%），净利润 13.3 亿元（+2664.6%）。

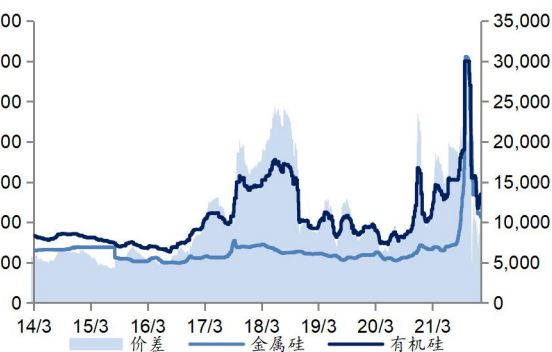
(2)有机硅产品高景气,全年板块营收 52.2 亿元(+98.1%),毛利率 33.7%(+7.6pp),产量 16.8 万吨(+24.1%),均价 26326 元/吨(+50.6%)。兴瑞硅材料全年营收 69.7 亿元(+82.1%),净利润 16.3 亿元(+311.1%)。(3)年内宜都兴发二期项目(40 万吨/年磷铵、120 万吨/年硫酸、40 万吨/年磷酸装置)建成投产;参股公司星兴蓝天 40 万吨/年合成氨项目在二季度末一次性开车成功;兴福电子 1 万吨/年电子级硫酸、参股企业兴力电子 1.5 万吨/年电子级氢氟酸项目上半年提前投产。

图5: 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6: 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

公司布局电子化学品, 打造国际一流的电子化学品生产基地。兴福电子经过 10 多年发展, 目前已建成 3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级硫酸、3 万吨/年电子级蚀刻液产能, 产能规模居行业前列, 产品质量总体处于国际先进水平, 其中 IC 级磷酸金属离子已控制在 10ppb 级别以内, IC 级硫酸金属离子已控制在 5ppt 级别 (G5 等级) 以内, 产品已批量供应台联电、中芯国际、华虹宏力、SK 海力士、格罗方德、长江存储、台积电、长鑫存储等多家国内外知名半导体客户。2020 年 1 月, 公司主持完成的“芯片用超高纯电子级磷酸及高选择性蚀刻液生产关键技术”项目获得 2019 年度国家科学技术进步二等奖。

目前兴福电子正在新建 7 万吨/年 IC 级硫酸、1 万吨/年电子级双氧水等项目, 计划年内分期投产。另外, 公司参股企业兴力电子 1.5 万吨/年 IC 级氢氟酸装置已建成投产, 产品品质达到 G5 等级, 目前部分产品已销往海外市场, 正在加快推进国内高端市场客户导入测试。

公司布局磷酸铁产能, 新项目投产有望贡献业绩增长。公司参股 51%与华友钴业成立合资公司, 在宜都市投建 30 万吨/年磷酸铁项目, 一期 10 万吨/年磷酸铁项目有望于 2022 年底投产。内蒙兴发有机硅新材料一体化循环项目(40 万吨/年有机硅单体配套 5 万吨/年草甘膦、30 万吨/年烧碱)、后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程项目、新疆兴发 5 万吨/年二甲基亚砷二期工程项目以及兴福电子 7 万吨/年电子级硫酸、1 万吨/年电子级双氧水项目稳步推进, 项目投产后将成为公司新的利润增长点。

投资建议:上调盈利预测, 维持“买入”评级。预计 2022-2024 年归母净利润 60/64/66 亿元(原值为 49/52 亿元, 新增 2024 年盈利预测), 同比增速 41/6/3%; 摊薄 EPS=5.39/5.72/5.88 元, 当前股价对应 PE=6.1/6.1/6.0x。公司是国内磷化工、有机硅龙头企业, 布局湿电子化学品、磷酸铁等新材料, 看好公司长期成长空间, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2179	3194	10012	15036	19961	营业收入	18317	23607	28134	31168	31427
应收款项	928	966	1387	1708	1722	营业成本	15347	15730	19336	22012	22114
存货净额	1503	2393	1951	2232	2238	营业税金及附加	152	202	225	249	251
其他流动资产	1930	1803	2149	2381	2400	销售费用	739	263	338	374	377
流动资产合计	6540	8355	15514	21367	26327	管理费用	298	357	362	392	395
固定资产	17783	19356	17885	16454	14976	财务费用	577	481	365	289	215
无形资产及其他	1942	2006	1926	1846	1765	投资收益	88	289	(35)	(60)	(60)
投资性房地产	1545	1816	1816	1816	1816	资产减值及公允价值变动	160	150	(200)	(50)	(50)
长期股权投资	1650	1955	1965	1975	1985	其他收入	(680)	(1112)	0	(20)	(30)
资产总计	29460	33488	39106	43458	46869	营业利润	774	5901	7274	7721	7935
短期借款及交易性金融负债	7506	6813	7500	7500	7500	营业外净收支	(67)	(511)	0	0	0
应付款项	3269	3835	4606	5271	5285	利润总额	707	5390	7274	7721	7935
其他流动负债	2194	2267	2718	3108	3116	所得税费用	105	687	1091	1158	1190
流动负债合计	12969	12915	14824	15878	15901	少数股东损益	(23)	456	150	159	164
长期借款及应付债券	4507	3844	3844	3844	3844	归属于母公司净利润	624	4247	6033	6403	6581
其他长期负债	1188	1345	1345	1345	1345						
长期负债合计	5695	5190	5190	5190	5190	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	18664	18105	20014	21068	21091	净利润	624	4247	6033	6403	6581
少数股东权益	1336	1555	1645	1741	1839	资产减值准备	65	(10)	10	(10)	(13)
股东权益	9459	13828	17447	20649	23940	折旧摊销	1075	1188	1841	1971	2021
负债和股东权益总计	29460	33488	39106	43458	46869	公允价值变动损失	(160)	(150)	200	50	50
						财务费用	577	481	365	289	215
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1683	(284)	905	211	(30)
每股收益	0.56	3.82	5.39	5.72	5.88	其它	(62)	380	80	105	111
每股红利	0.63	0.72	2.16	2.86	2.94	经营活动现金流	3224	5371	9069	8731	8720
每股净资产	8.45	12.44	15.59	18.45	21.39	资本开支	0	(2822)	(500)	(500)	(500)
ROIC	8%	28%	31%	39%	43%	其它投资现金流	0	0	(15)	5	5
ROE	7%	31%	35%	31%	27%	投资活动现金流	(292)	(3127)	(525)	(505)	(505)
毛利率	16%	33%	31%	29%	30%	权益性融资	(23)	839	0	0	0
EBIT Margin	10%	30%	28%	26%	26%	负债净变化	(52)	260	0	0	0
EBITDA Margin	16%	35%	35%	32%	33%	支付股利、利息	(702)	(796)	(2413)	(3202)	(3291)
收入增长	2%	29%	19%	11%	1%	其它融资现金流	(867)	(997)	687	0	0
净利润增长率	106%	581%	42%	6%	3%	融资活动现金流	(2399)	(1230)	(1726)	(3202)	(3291)
资产负债率	68%	59%	55%	52%	49%	现金净变动	532	1015	6818	5024	4925
息率	1.8%	2.0%	6.2%	8.2%	8.5%	货币资金的期初余额	1647	2179	3194	10012	15036
P/E	62.8	9.2	6.5	6.1	6.0	货币资金的期末余额	2179	3194	10012	15036	19961
P/B	4.1	2.8	2.2	1.9	1.6	企业自由现金流	0	4238	8939	8601	8537
EV/EBITDA	20.3	6.9	6.1	6.0	5.8	权益自由现金流	0	3501	9316	8355	8355

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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