

## 行业景气持续，新材料新能源构筑第二成长曲线

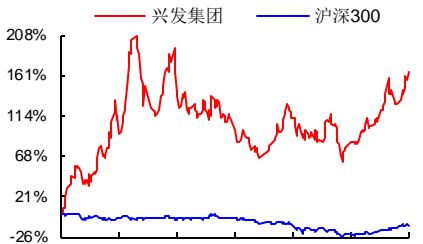
### 投资要点

- 事件：**公司发布业绩预告，2022年上半年实现扣非归母净利润36.7-37.7亿元，同比增长228.5%-237.4%。Q2单季度实现扣非归母净利润19.5-20.5亿元，同比增长449.3%-477.5%，环比增长13.4%-19.2%。
- 草甘膦景气高位维持，新材料贡献可观增量。**草甘膦需求旺盛，行业格局优化初显成效，景气度高位维持，我们测算Q2草甘膦平均价差3.3万元/吨，环比减少0.6万元/吨，公司黄磷、甘氨酸等中间体配套齐全，利润优于行业，稳定贡献利润。下游需求旺盛，精细磷酸盐高景气持续，公司自备黄磷，充分受益，黄磷、食品级三聚磷酸钠Q2含税均价为3.7、0.8万元/吨，环比增长11.1%、8.4%。公司电子级化学品已通过下游客户认证，下游半导体旺盛需求，电子级化学品迅速放量（2021年产能利用率仅45.7%），为公司带来可观业绩增量。在电子化学品及精细磷酸盐业务带动下，公司二季度业绩超出市场预期。
- 新项目投产在即，传统业务稳步增长。**公司拟收购星兴蓝天余下51%股权，其拥有40万吨合成氨产能，在合成氨价格高企的背景下，将进一步提升公司磷铵、草甘膦等板块盈利能力。后坪磷矿200万吨产能将于2022年下半年投产，目前华中区域30%磷矿石已达1060元/吨，较3月底增长400元/吨，新产能将为公司磷化工长期发展提供原材料保障。此外内蒙兴发5万吨草甘膦、40万吨有机硅单体将分别于2022年三季度、2023年底投产，带动传统业务增长。
- 新能源新材料持续成长。**新材料方面，公司在建8万吨电子化学品将于2022年底投产；新疆兴发2万吨DMSO将于三季度投产；公司依托有机硅产业链规划5万吨光伏胶、3万吨液体胶等高附加值产品，目前该项目已获环评批复，在光伏装机提速的背景下，传统有机硅产业链将焕发新活力。新能源方面，20万吨磷酸铁项目，一期5万吨在建中；与华友钴业合资的30万吨/年磷酸铁项目稳步推进，目前已完成环评等手续，土地也已落实；30万吨/年磷酸铁锂项目处于环评流程中，在新能源下游需求旺盛的背景下，公司新能源板块成长即将加速。
- 盈利预测与投资建议。**考虑到下游旺盛的需求，以及较高的行业景气度，我们上调对公司的盈利预测，预计公司2022-2024年EPS为6.71、7.73、8.29元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原料价格或大幅波动、在建产能投产或不及预期、需求或不及预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：程磊  
执业证号：S1250521090001  
电话：021-58351912  
邮箱：chlei@swsc.com.cn  
联系人：黄志凌  
电话：15807734106  
邮箱：hzhl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	11.12
流通A股(亿股)	9.81
52周内股价区间(元)	18.18-55.36
总市值(亿元)	522.51
总资产(亿元)	334.88
每股净资产(元)	12.44

### 相关研究

- 兴发集团（600141）：全年业绩超预期，新能源新材料驶入成长快车道（2022-03-23）

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	23606.68	31478.25	35631.30	40913.59
增长率	28.88%	33.34%	13.19%	14.82%
归属母公司净利润(百万元)	4246.59	7464.52	8595.69	9216.87
增长率	580.61%	75.78%	15.15%	7.23%
每股收益EPS(元)	3.82	6.71	7.73	8.29
净资产收益率ROE	30.57%	36.92%	30.55%	25.67%
PE	12	7	6	6
PB	3.78	2.56	1.90	1.49

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23606.68	31478.25	35631.30	40913.59	净利润	4702.45	8510.55	9484.75	10128.31
营业成本	15729.78	19106.07	21918.99	26081.75	折旧与摊销	1215.76	1904.81	2072.05	2272.19
营业税金及附加	201.81	265.21	300.84	450.05	财务费用	481.14	582.85	537.61	526.69
销售费用	263.33	348.41	395.40	453.63	资产减值损失	-149.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	356.71	881.39	997.68	1145.58	经营营运资本变动	-181.23	-700.84	318.06	259.57
财务费用	481.14	582.85	537.61	526.69	其他	-731.36	-7.25	-14.91	15.52
资产减值损失	-149.75	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	5337.00	10290.12	12397.56	13202.28
投资收益	288.75	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1938.84	-4000.00	-4500.00	-3500.00
公允价值变动损益	0.41	0.49	0.54	0.50	其他	559.66	0.49	0.54	0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1379.18	-3999.51	-4499.46	-3499.50
<b>营业利润</b>	<b>5900.78</b>	<b>10294.81</b>	<b>11481.31</b>	<b>12256.38</b>	短期借款	-2600.56	-1983.41	0.00	0.00
其他非经营损益	-511.24	-282.40	-322.77	-340.73	长期借款	259.90	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>5389.54</b>	<b>10012.42</b>	<b>11158.53</b>	<b>11915.66</b>	股权融资	368.59	0.00	0.00	0.00
所得税	687.09	1501.86	1673.78	1787.35	支付股利	-279.72	-849.32	-1492.90	-1719.14
<b>净利润</b>	<b>4702.45</b>	<b>8510.55</b>	<b>9484.75</b>	<b>10128.31</b>	其他	-362.85	-626.72	-815.61	-1026.69
少数股东损益	455.86	1046.04	889.06	911.44	筹资活动现金流净额	-2614.66	-3459.45	-2308.52	-2745.83
归属母公司股东净利润	4246.59	7464.52	8595.69	9216.87	<b>现金流量净额</b>	<b>1327.42</b>	<b>2831.16</b>	<b>5589.58</b>	<b>6956.95</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
货币资金	3193.82	6024.98	11614.56	18571.52	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1093.66	1669.72	1830.42	2104.31	销售收入增长率	28.88%	33.34%	13.19%	14.82%
存货	2392.51	2910.79	3362.89	3991.80	营业利润增长率	662.81%	74.47%	11.53%	6.75%
其他流动资产	1675.03	957.16	1083.44	1244.06	净利润增长率	682.05%	80.98%	11.45%	6.79%
长期股权投资	1954.89	1954.89	1954.89	1954.89	EBITDA 增长率	210.13%	68.24%	10.24%	6.84%
投资性房地产	9.00	9.00	9.00	9.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	19280.95	21663.59	24379.00	25894.26	毛利率	33.37%	39.30%	38.48%	36.25%
无形资产和开发支出	2863.61	2600.77	2337.93	2075.09	三费率	4.66%	5.76%	5.42%	5.20%
其他非流动资产	1024.44	999.83	975.22	950.61	净利润率	19.92%	27.04%	26.62%	24.76%
<b>资产总计</b>	<b>33487.91</b>	<b>38790.73</b>	<b>47547.35</b>	<b>56795.52</b>	ROE	30.57%	36.92%	30.55%	25.67%
短期借款	3983.41	2000.00	2000.00	2000.00	ROA	14.04%	21.94%	19.95%	17.83%
应付和预收款项	4862.84	5118.77	6065.43	7262.22	ROIC	26.02%	38.09%	37.34%	36.96%
长期借款	3844.49	3844.49	3844.49	3844.49	EBITDA/销售收入	32.18%	40.61%	39.55%	36.80%
其他负债	5414.31	4775.95	4594.05	4236.27	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>18105.05</b>	<b>15739.21</b>	<b>16503.97</b>	<b>17342.98</b>	总资产周转率	0.75	0.87	0.83	0.78
股本	1111.72	1111.72	1111.72	1111.72	固定资产周转率	1.50	1.89	2.05	2.22
资本公积	6244.80	6244.80	6244.80	6244.80	应收账款周转率	26.32	27.16	24.34	24.89
留存收益	6535.91	13151.11	20253.90	27751.63	存货周转率	8.00	7.15	6.96	7.08
归属母公司股东权益	13827.74	20450.37	27553.16	35050.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	60.09%	—	—	—
少数股东权益	1555.12	2601.16	3490.22	4401.66	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>15382.86</b>	<b>23051.52</b>	<b>31043.37</b>	<b>39452.54</b>	资产负债率	54.06%	40.57%	34.71%	30.54%
负债和股东权益合计	33487.91	38790.73	47547.35	56795.52	带息债务/总负债	43.24%	37.13%	35.41%	33.70%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	流动比率	0.65	1.10	1.58	2.13
EBITDA	7597.67	12782.47	14090.97	15055.26	速动比率	0.46	0.82	1.28	1.80
PE	12.30	7.00	6.08	5.67	股利支付率	6.59%	11.38%	17.37%	18.65%
PB	3.78	2.56	1.90	1.49	<b>每股指标</b>				
PS	2.21	1.66	1.47	1.28	每股收益	3.82	6.71	7.73	8.29
EV/EBITDA	7.75	4.23	3.42	2.70	每股净资产	12.44	18.40	24.78	31.53
股息率	0.54%	1.63%	2.86%	3.29%	每股经营现金	4.80	9.26	11.15	11.88
					每股股利	0.25	0.76	1.34	1.55

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

### 行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn