

公司深度报告

2022年08月05日



東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

一体化布局优势显著，多赛道布局助力成长

——兴发集团（600141.SH）首次覆盖报告

核心观点

磷化工优质龙头，规模行业领先。公司成立以来专注于精细磷化工业发展主线，不断完善一体化产业链。目前公司拥有采矿权的磷矿资源储量约4.29亿吨，磷矿石产能规模415万吨/年，在建后坪磷矿产能达200万吨/年；黄磷产能约16万吨/年，精细磷酸盐产能约20万吨/年，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一；另外，控股子公司泰盛公司现有草甘膦产能18万吨/年，产能规模居国内第一。

磷化工行业景气延续，下游市场空间广阔。上游端磷矿石自给自足。2017-2021年我国磷矿石产量在0.8-1.3亿吨/年，自给率接近99%。下游端农业与新能源应用迎来双景气。**农业方面**，2021年全国总播种面积1.69亿公顷，同比增长0.7%。当前国内磷肥过剩产能逐步出清，同时耕地面积上涨带动磷肥需求提升。供需紧平衡下，磷肥行业持续景气。**新能源方面**，2021年国内磷酸铁锂累计装车量为7.98万兆瓦时，同比增长227.4%。2022年6月磷酸铁锂月装车量为1.54万兆瓦时，同比增长201.46%。磷酸铁锂的快速扩张为磷化工业链下游打开新的增长空间。

草甘膦供给集中度提高，转基因利好发展。我国草甘膦产能从2017年至今基本稳定在70万吨左右，企业数量从过去的30多家缩减至目前的10家，2022年CR5达66%。随着转基因作物在我国落地推广，未来国内草甘膦需求有望大幅提升。截至2022年8月4日，草甘膦市场价格报62109元/吨，同比上涨23.43%，仍处于高位运行。草甘膦价格高企有望带动公司草甘膦板块利润提升。

有机硅、湿电子化学品打开第二成长曲线。目前公司拥有有机硅中间体产能36万吨/年、硅橡胶15万吨/年、密封胶3万吨/年以及硅油2万吨/年；在建年产40万吨有机硅单体项目计划2023年底建成。同时公司湿电子化学品产能居于行业前列，已投产产能12万吨与在建产能4万吨，已批量供应多家知名半导体客户。随着产业链一体化布局进一步完善和新建产能投产，公司业绩有望打开第二增长曲线。

投资建议

公司新建产能逐步投产，结合行业景气上行，我们预计公司未来业绩有望持续增长，预期2022/2023/2024年公司的营业收入分别为296.18/323.89/378.25亿元，归母净利润分别为68.40/71.11/78.25亿元。对应EPS分别为6.15/6.40/7.04元，以2022年8月4日收盘价36.26元为基准，对应的PE为5.89/5.67/5.15。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示

产品价格异常波动、项目投产不及预期、安全环保政策升级等。

盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23705.79	29617.50	32389.02	37824.87
增长率 (%)	29.42	24.94	9.36	16.78
归母净利润	4237.04	6839.57	7111.11	7825.06
增长率 (%)	582.05	61.42	3.97	10.04
EPS (元/股)	3.84	6.15	6.40	7.04
市盈率 (P/E)	9.86	5.89	5.67	5.15
市净率 (P/B)	3.00	1.98	1.48	1.16

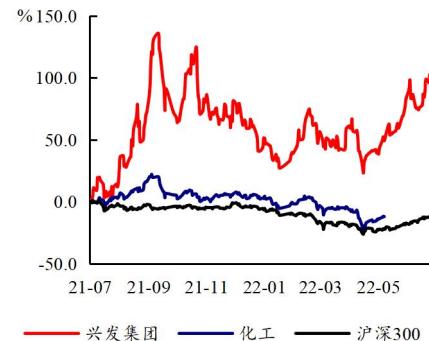
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价为2022年08月04日收盘价36.26元

评级 强烈推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 李子卓
资格证书 S1710521020003
电子邮箱 lizz@easec.com.cn
联系人 丁俊波
电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1118.89
流通A股/B股(百万股)	1118.89/0.00
资产负债率(%)	51.18
每股净资产(元)	9.37
市净率(倍)	4.53
净资产收益率(加权)	11.42
12个月内最高/最低价	55.36/23.72

相关研究

正文目录

1. 公司：磷化工龙头，打造一体化产业链	4
1.1. 专注于磷化工，规模行业领先	4
1.2. 国资委控股、股权结构清晰	5
1.3. 业务趋向多元，业绩大幅增长	6
2. 行业：从传统向精细驱动，多元发展值得期待	8
2.1. 磷化工：行业景气延续，下游市场空间广阔	8
2.1.1. 磷矿石：自给自足的战略性资源，产量总体下降	8
2.1.2. 磷肥：过剩产能逐步出清，耕地增加拉动需求	9
2.1.3. 新能源：磷酸铁锂需求快速扩张，磷化工迎来新增长空间	11
2.2. 草甘膦：供给集中度提高，转基因利好发展	12
2.3. 有机硅：供给稳步提升，应用前景广阔	15
2.4. 湿电子化学品：半导体强势发展，带动需求高增	18
3. 优势：自有资源丰富，多产品并行发展	20
3.1. 产能有序扩张，行业景气上行	20
3.2. 磷矿资源丰富，水电保障稳定	22
3.3. 有机硅、湿电子化学品打开第二增长曲线	23
3.3.1. 积极布局有机硅，打造一体化产业链	23
3.3.2. 发展湿电子产品、构筑新利润增长点	24
4. 盈利预测及估值	25
5. 风险提示	26

图表目录

图表 1. 公司发展历程	4
图表 2. 2021 年公司主营产品产能及产销量	5
图表 3. 公司股权结构（截至 2022 年一季报）	6
图表 4. 2017-2022Q1 公司营收及同比	6
图表 5. 2017-2022Q1 公司归母净利润及同比	6
图表 6. 2017-2022Q1 公司分产品营收	7
图表 7. 2017-2021 年公司分产品毛利润	7
图表 8. 2017-2021 年公司分产品毛利率	7
图表 9. 2017-2022Q1 公司三费率逐步下降	8
图表 10. 公司逐年加大研发投入	8
图表 11. 磷化工产业链	9
图表 12. 2017-2021 年磷矿石供需平衡表	9
图表 13. 2017-2021 年磷酸一铵产能情况	10
图表 14. 2017-2021 年磷酸二铵产能情况	10
图表 15. 2009-2021 年全国总播种面积及增速	10
图表 16. 2021-2022 年磷酸一铵价格大幅上涨	11
图表 17. 2021-2022 年磷酸二铵价格大幅上涨	11
图表 18. 2017-2021 年新能源汽车产量及增速	11
图表 19. 2016-2021 年新能源汽车销量及增速	11
图表 20. 2020-2022 年磷酸铁锂装车量	12
图表 21. 2020-2022 年磷酸铁锂电池产量	12
图表 22. 草甘膦生产工艺路线	12
图表 23. 甘氨酸法生产草甘膦原料成本占比	13

图表 24. IDA 法生产草甘膦原料成本占比	13
图表 25. 2017-2021 年全国草甘膦产能、产量和开工率	13
图表 26. 2022 年全国草甘膦产能分布情况	13
图表 27. 全球转基因农作物种植面积	14
图表 28. 中国转基因农作物种植面积	14
图表 29. 2020 年以来部分转基因相关支持政策	15
图表 30. 有机硅产业链	16
图表 31. 2021 年有机硅下游消费结构	16
图表 32. 2017-2021 年有机硅 DMC 供需情况	17
图表 33. 2017-2021 年初级形状聚硅氧烷进出口	17
图表 34. 2020-2022 年 8 月有机硅 DMC 价格走势	17
图表 35. 湿电子化学品两大类别	18
图表 36. 美国 SEMI 提出的工艺化学品的国际标准等级	19
图表 37. 湿电子化学品产业链	19
图表 38. 2016-2020 年我国三大应用市场对湿电子化学品需求量	19
图表 39. 2017-2021 年全球半导体市场规模	20
图表 40. 2021 年全球半导体地区分布	20
图表 41. 公司新建产能及完工时间	21
图表 42. 2017-2022 年国内草甘膦价格走势	21
图表 43. 2017-2021 年公司草甘膦毛利及毛利率	21
图表 44. 2017-2022 年国内磷矿石价格走势	22
图表 45. 公司磷矿石及水电资源为磷化工产业链最上游提供有利条件	22
图表 46. 公司 2016-2018 年自有电站情况	23
图表 47. 宜昌新材料产业园循环经济产业链	24
图表 48. 2017-2021 年公司有机硅成本拆分	24
图表 49. 公司湿电子产品产能规划	25

1. 公司：磷化工龙头，打造一体化产业链

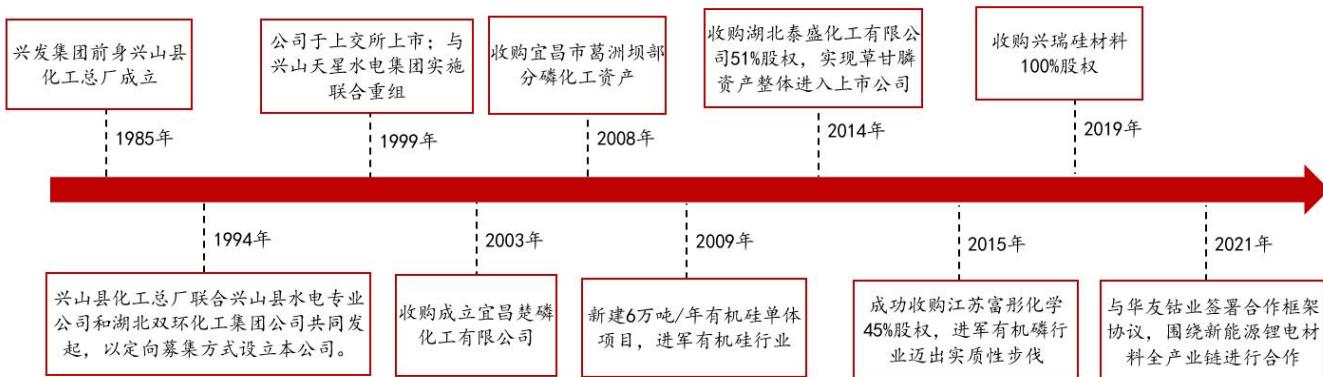
1.1. 专注于磷化工，规模行业领先

依托湖北宜昌磷矿资源，公司主营产品以精细磷化工产品为主。公司成立于1994年，坐落于湖北省宜昌市兴山县境内，宜昌为湖北磷矿主要生产地。依托宜昌丰富的磷矿资源，公司发展为以磷化工系列产品和精细化产品为主业的磷化工龙头企业。

公司成立以来专注于精细磷化工发展主线，不断完善一体化产业链。

1999年公司在上海证券交易所上市，长期专注于精细磷化工产品开发；2009年，公司新建6万吨/年有机硅单体项目，进军有机硅行业；2014年，公司收购湖北泰盛化工实现草甘膦资产整体进入上市公司；2015年，成功收购江苏富彤化学45%股权，向有机磷行业迈出实质性步伐。经过近三十年的发展，公司形成了品种多、规模大、门类齐全的产品链，其精细化程度、产品附加值和技术含量较高，现拥有工业级、食品级、医药级、电子级、肥料级产品多个磷化工系列品种。

图表1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

公司磷矿储量丰富，产能、产量居行业前列。截至2021年，公司拥有采矿权的磷矿资源储量约4.29亿吨，磷矿石产能规模415万吨/年，另有后坪磷矿200万吨/年采矿工程项目在建，计划2022年下半年建成投产。2021年公司磷矿产量为326.8万吨，产能、产量均位于行业前列。

公司在精细磷酸盐行业具有较强市场影响力。公司现拥有黄磷产能超16万吨/年，精细磷酸盐产能约20万吨/年，2021年公司黄磷产量为12.16万吨、精细磷酸盐产量为18.9万吨。通过多年发展，公司在精细磷酸盐领域积累了较强的研发能力，多项技术荣获中国石化联合会、湖北省科技进步

步一等奖，并参与了食品级三聚磷酸钠、焦磷酸二氢二钠等多项国家标准的制订工作。

公司草甘膦产能规模居国内第一。公司控股子公司湖北泰盛化工有限公司现有18万吨/年草甘膦产能(含其全资子公司内蒙兴发5万吨/年产能)，产能规模居国内第一。2021年公司草甘膦产量为19.08万吨。内蒙兴发目前在建5万吨/年草甘膦产能，计划2022年三季度建成投产，届时公司草甘膦产能将扩大到23万吨/年。

图表2. 2021年公司主营产品产能及产销量

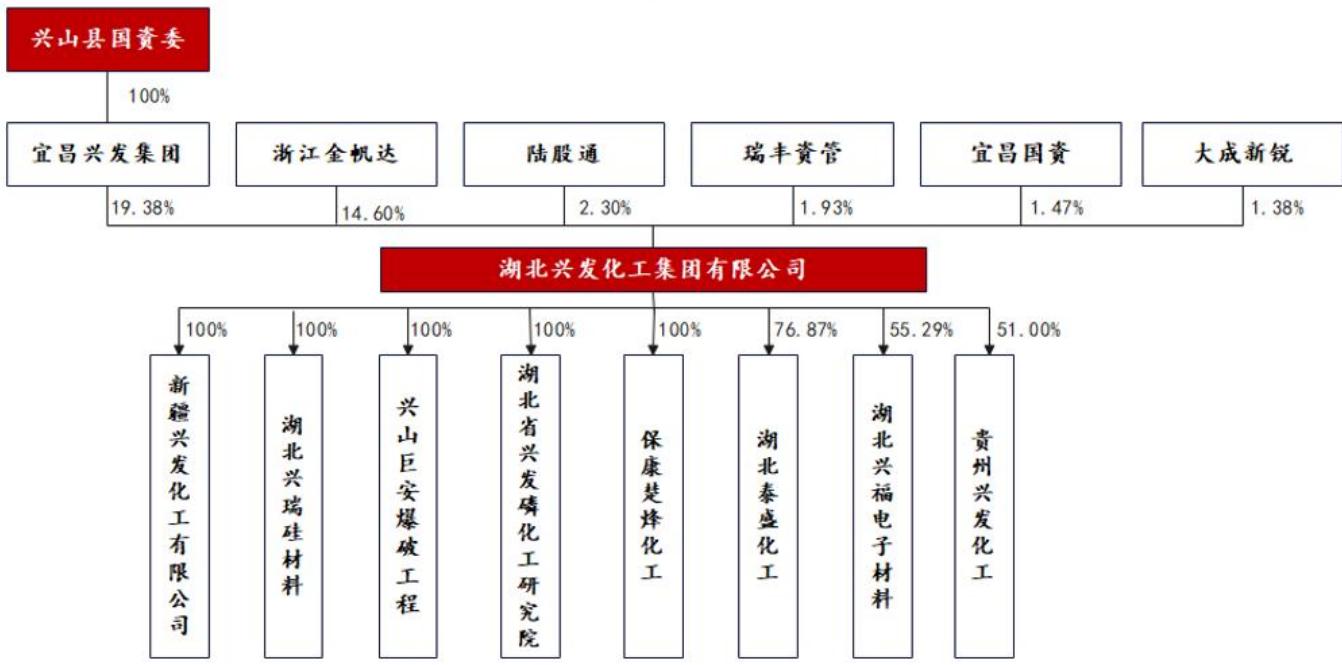
主要产品	现有产能(万吨)	产量(万吨)	销量(万吨)
磷矿石	415	326.8	249.7
黄磷	16	12.2	2.0
精细磷酸盐	20	18.9	19.1
磷铵	100	83.2	78.2
有机硅	36	16.8	15.9
草甘膦	18	19.1	19.1

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 国资委控股、股权结构清晰

公司实际控制人为兴山县国资委，股权结构清晰。公司控股股东为宜昌兴发集团有限责任公司，持股比例约19.38%，实际控制人为兴山县国资委。第二大股东为金帆达，持有公司14.60%的股权。公司现有48家控股或参股公司，主要包括湖北兴瑞、湖北泰盛、兴福电子、宜都兴发、新疆兴发、贵州兴发等。

图表 3. 公司股权结构（截至 2022 年一季报）

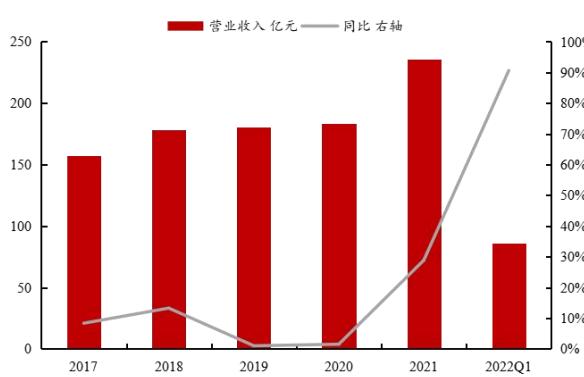


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 业务趋向多元，业绩大幅增长

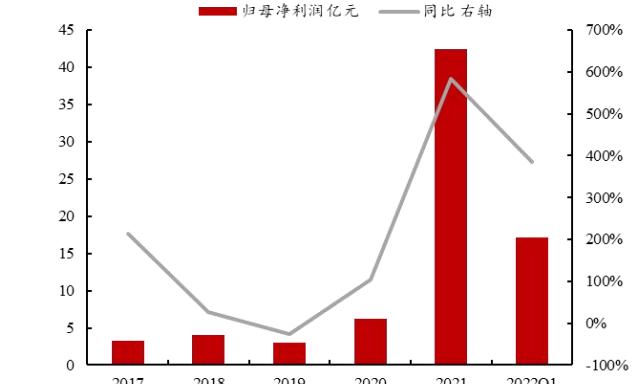
2022年上半年，公司业绩迎来大幅增长。2022Q1公司实现营业收入85.75亿元，同比增长90.65%；归属于上市公司股东的净利润17.20亿元，同比增长384.64%。2022年7月5日，公司发布2022年半年度业绩预增公告：预计2022年半年度实现归母净利润36.2-37.2亿元，同比增长217.31%-226.08%；实现扣非归母净利润36.7亿元-37.7亿元，同比增长228.46%-237.41%。2022年以来化工行业整体延续了2021年以来的景气周期，公司在严守安全环保底线的前提下，积极抓住有利市场行情，科学组织生产经营，取得了良好的经营业绩。

图表 4. 2017-2022Q1 公司营收及同比



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

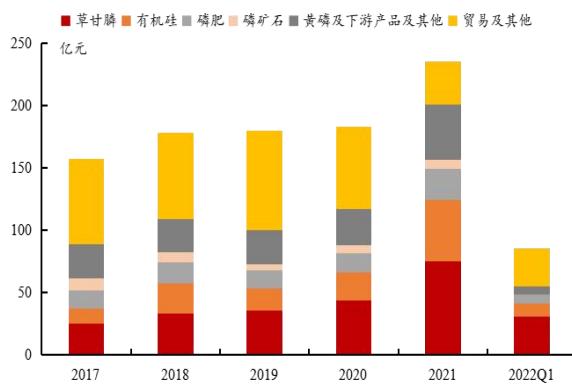
图表 5. 2017-2022Q1 公司归母净利润及同比



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

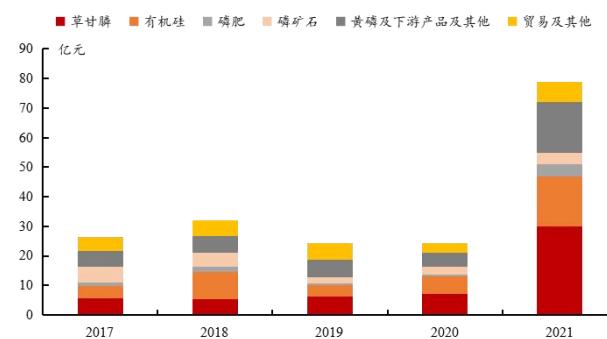
公司主营产品盈利能力持续增强。公司主营产品草甘膦、黄磷、磷肥、有机硅等盈利能力持续增强。2021年草甘膦实现营收75.48亿元，同比增长72.05%，实现毛利润30.06亿元，同比增长312.35%；有机硅实现营收48.68亿元，同比增长118.10%，实现毛利润16.77亿元，同比增长187.16%；磷肥实现营收25.36亿元，同比增长59.90%，实现毛利润4.09亿元，同比增长657.41%。其中，草甘膦、有机硅毛利润占比分别为38.16%、21.29%，为公司利润的主要贡献板块。

图表6. 2017-2022Q1公司分产品营收



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

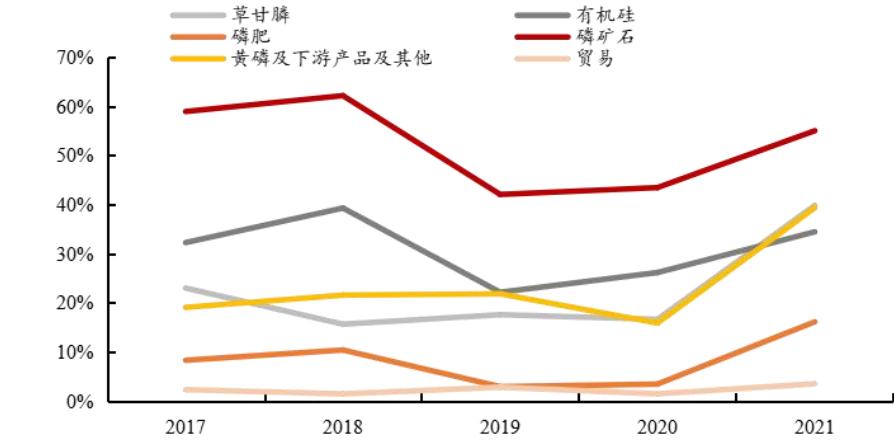
图表7. 2017-2021年公司分产品毛利润



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

主营产品毛利率增幅明显。2021年公司主营产品中草甘膦、黄磷及下游产品及其他、磷矿石、磷肥以及有机硅产品毛利率均实现较大增长，分别达到39.83%、39.34%、55.02%、16.11%、34.44%，分别同比增长23.20pct、23.48pct、11.57pct、12.68pct、8.29pct。此前公司主营结构中贸易板块占比较高但毛利率偏低，为优化业务结构，2021年贸易板块收入占比明显下降，毛利率为3.50%，同比增长2.05pct。

图表8. 2017-2021年公司分产品毛利率

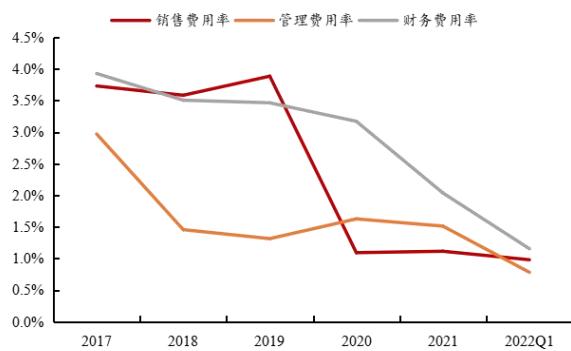


资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

公司期间费用率整体下降，持续加大研发投入。2022年一季度公司销

售费用率为 0.98%，同比下降 3.03pct；管理费用率为 0.78%，同比下降 0.56pct；财务费用率为 1.15%，同比下降 1.67pct。在期间费用率稳中有降的同时，公司研发投入力度也在持续加大，2021 年公司研发费用为 8.62 亿元，同比增长 130.49%；研发费用率为 3.65%，同比提升 1.61pct。

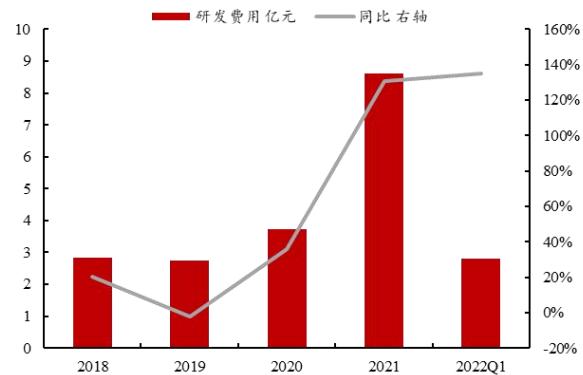
图表 9. 2017-2022Q1 公司三费率逐步下降



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

注：2021 年将销售费用中的运输、装卸等费用更正至营业成本中列示，并追溯 2020 年数据

图表 10. 公司逐年加大研发投入



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

2. 行业：从传统向精细驱动，多元发展值得期待

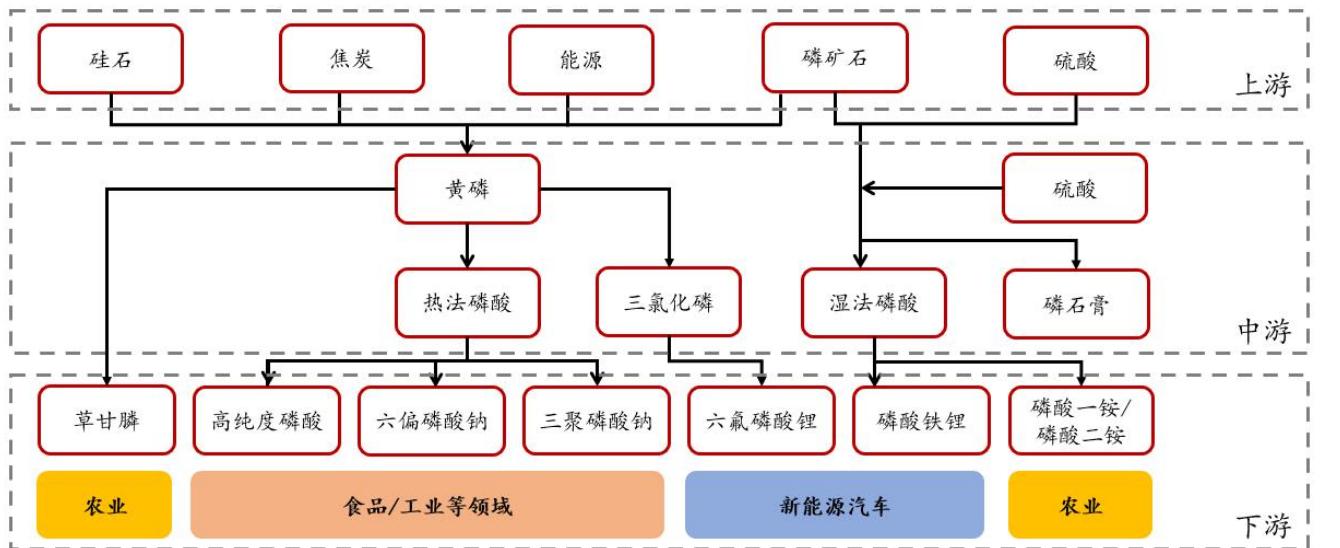
2.1. 磷化工：行业景气延续，下游市场空间广阔

2.1.1. 磷矿石：自给自足的战略性资源，产量总体下降

磷矿为我国战略性资源之一。工业和农业产品中的磷主要从磷矿石中提取，它既是制取磷肥、饲料等的重要化工矿物原料，也是精细磷化工产品的磷源，因此在国民经济和社会发展中具有重要的地位和作用。

磷元素与日常生活密切相关，传统磷化工产品主要用于农业领域。从产业链来看，磷化工产业链的上游起始于磷矿石，通过硫酸浸泡、加热等方式可制得中游产品磷酸以及黄磷等。这些产品最终被制成磷酸一铵、磷酸二铵、草甘膦、磷酸铁锂等下游产品，分别应用于农业、工业等领域，其中磷化工产业链最大的下游领域为农业。

图表 11. 磷化工产业链



资料来源：百川盈孚，中商产业研究院，东亚前海证券研究所

上游磷矿石自给自足，进出口比例低。磷矿石是磷化工行业的起点，是所有下游磷化工产品的最初原料。2017-2021 年我国磷矿石产量在 8000-13000 万吨/年，进出口量均不超过 100 万吨，自给率接近 99%。磷化工产业链各下游产品中所包含的磷元素主要来自于磷矿石。因此我国具有较为完整的磷化工产业链。

磷矿石开采受政策严格控制，产量总体下降。由于我国磷矿石长期以来存在着过度开采以及环境污染等问题，近年来政策对磷矿石的管制逐渐趋严，磷矿石产量总体呈下降趋势。根据百川盈孚数据，磷矿石在 2021 年的产量约为 10271.8 万吨，虽然较 2020 年有所增长，但相比 2017 年水平下降 16.6%。

图表 12. 2017-2021 年磷矿石供需平衡表

	产量 万吨	进口 万吨	出口 万吨	表观消费量 万吨
2017	12313.2	0.0	48.7	12264.5
2018	10656.0	60.5	43.4	10618.6
2019	9578.4	13.0	34.1	9557.3
2020	8917.2	0.0	42.1	8875.2
2021	10271.8	0.0	31.6	10240.1

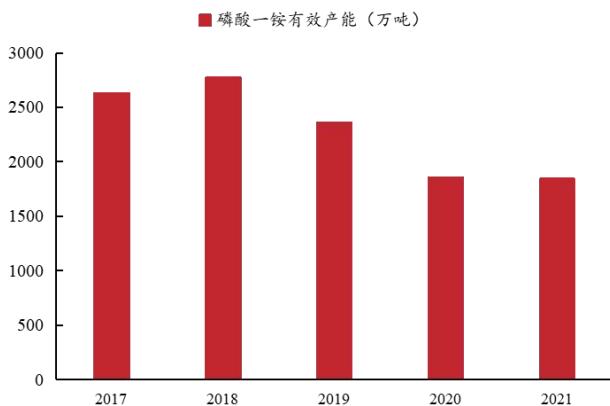
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.1.2. 磷肥：过剩产能逐步出清，耕地增加拉动需求

过去几年，我国下游磷肥产能逐步出清。2017 年，国内磷酸一铵年产能为 2536 万吨，随着行业供给侧改革的推行，中小企业的退出力度加大。根据百川盈孚数据，2021 年国内磷酸一铵有效产能为 1846 万吨，较 2017 年下降 29.9%，产量也由 2017 年的 2315 万吨下降至 2021 年的 1243 万吨，

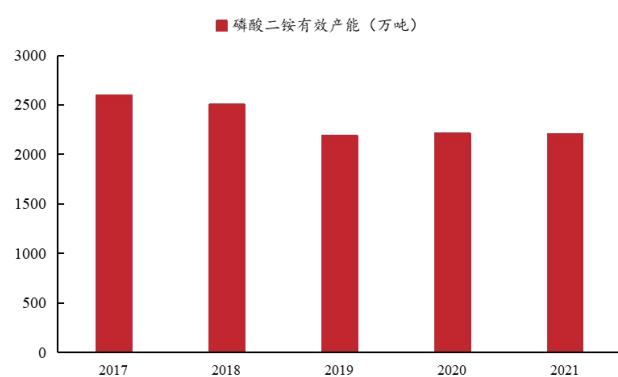
降幅达 46.3%，2021 年国内磷酸二铵有效产能为 2205 万吨，较 2017 年下降 15.2%，产能陆续出清。

图表 13. 2017-2021 年磷酸一铵产能情况



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

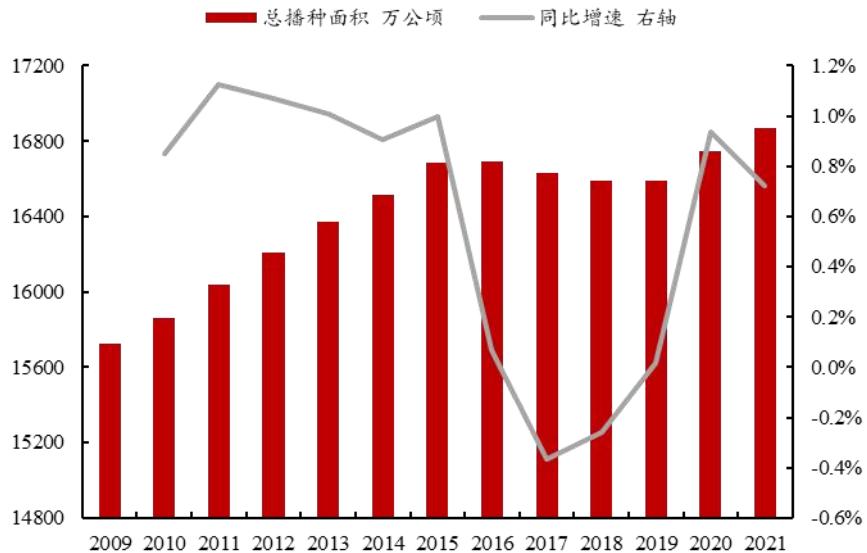
图表 14. 2017-2021 年磷酸二铵产能情况



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

耕地面积上涨，带动磷肥需求增加。2021 年全国粮总播种面积 1.69 亿公顷，同比增长 120.8 万公顷，涨幅为 0.7%；其中玉米播种面积为 4332 万公顷，同比增长 5%，小麦播种面积为 2357 万公顷，同比增长 0.8%。国内农作物种植面积的提升有望促使磷肥需求量的提高。

图表 15. 2009-2021 年全国总播种面积及增速



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

行业景气上行，磷肥价格高涨。供需格局紧平衡下，2021 年以来，磷酸一铵和磷酸二铵价格快速上涨。截至 2022 年 8 月 4 日，磷酸一铵价格从 2021 年年初的 2043 元/吨上涨至 3626 元/吨，涨幅达 77.5%，磷酸二铵价格从 2021 年年初的 2350 上涨至 4101 元/吨，涨幅达 74.5%。



图表 16. 2021-2022 年磷酸一铵价格大幅上涨



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 17. 2021-2022 年磷酸二铵价格大幅上涨



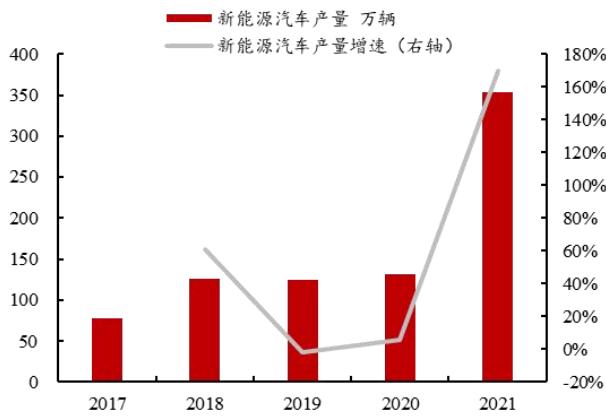
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.1.3. 新能源：磷酸铁锂需求快速扩张，磷化工迎来新增长空间

新能源电池正极和电解液中含有丰富的磷元素。正极材料方面，近年来磷酸铁锂得到市场认可和广泛应用，它具有原料丰富、价格相比其他材料来比较低廉、环境友好，循环性能优异和高安全性等优势。电解液方面，六氟磷酸锂在锂离子电池电解质中也占有绝对的市场优势。

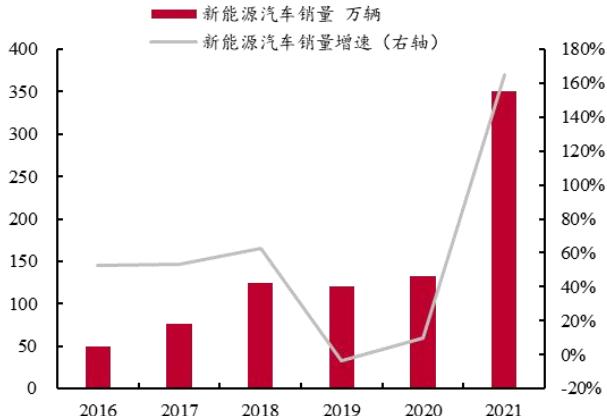
新能源汽车产销量增长带动磷酸铁锂电池需求的提升。新能源汽车为磷化工下游新兴的应用领域。产量方面，2021年国内新能源汽车产量为353.3万辆，同比增长169.7%。2022年第一季度，国内新能源汽车产量为128.6万辆，超过2019年全年产量水平。销量方面，2021年国内新能源汽车销量为350.7万辆，同比增长165.1%。新能源汽车产销量的增长带动了磷酸铁锂电池需求的提升。

图表 18. 2017-2021 年新能源汽车产量及增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 19. 2016-2021 年新能源汽车销量及增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

磷酸铁锂装车量和产量的提高，带动上游需求提升。装车量方面，2021年磷酸铁锂月装车量呈上升趋势，月同比增速维持在110%以上。2021年全年磷酸铁锂累计装车量为7.98万兆瓦时，同比增长227.4%。2022年以来，磷酸铁锂装车量继续上涨，2022年6月磷酸铁锂月装车量为1.54万兆瓦时，

同比增长 201.5%。产量方面，2021 年磷酸铁锂电池产量大幅增长，累计产量为 12.54 万兆瓦时，同比增长 267.3%。2022 年以来磷酸铁锂电池产量继续保持增长，2022 年 6 月磷酸铁锂电池产量为 2.29 万兆瓦时，同比增长 194.8%。磷酸铁锂装车量和产量的不断提高，打开磷化工上游需求增长空间。

图表 20. 2020-2022 年磷酸铁锂装车量



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 21. 2020-2022 年磷酸铁锂电池产量



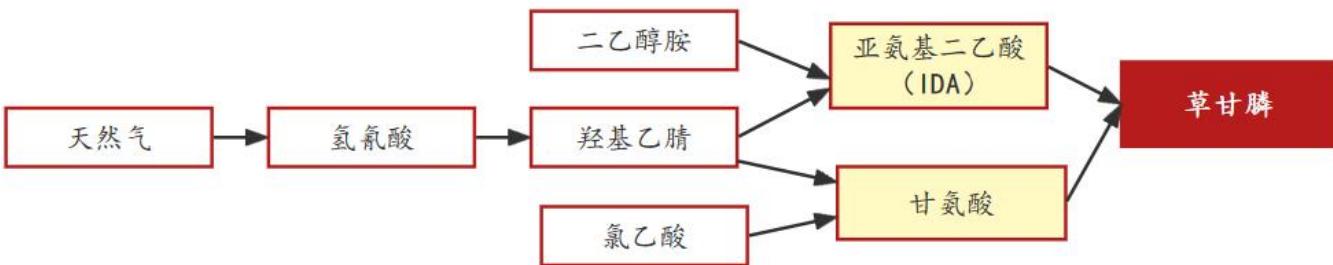
资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

2.2. 草甘膦：供给集中度提高，转基因利好发展

草甘膦是应用广泛的除草剂之一。草甘膦可防除一年生和多年生杂草，因其杀草谱广、低毒、低残留的优异特性，在世界范围内备受欢迎。我国也是草甘膦应用大国，1973 年我国开始进行草甘膦药效试验，起初主要应用于果园，后来随着少耕、免耕等耕作方式的发展，草甘膦更多地被应用到前茬作物收获后田间植株的催枯或者除草，伴随着作物行间定向除草技术的发展，草甘膦的需求量和使用量与日俱增。

草甘膦生产工艺分为甘氨酸法和 IDA 法。目前草甘膦在工业生产中的合成路线主要有两种，即以甘氨酸为原料的甘氨酸法和以亚氨基二乙酸(简称 IDA)为起始原料的 IDA 法。

图表 22. 草甘膦生产工艺路线



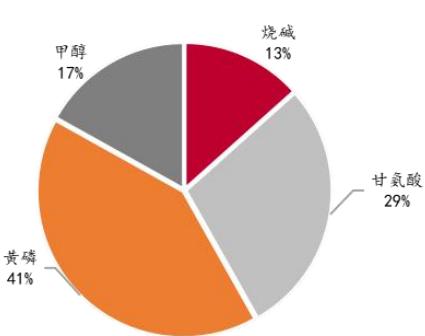
资料来源：《草甘膦生产工艺路线比较》胡志鹏，东亚前海证券研究所

甘氨酸路线合成草甘膦是我国的传统工艺。甘氨酸法生产草甘膦，主要原料成本包括黄磷(占比 41%)、甘氨酸(占比 29%)、甲醇(占比 17%)、

烧碱（占比 13%）等。以氯乙酸或氢氟酸等原料合成甘氨酸，然后甘氨酸再与其它原料反应合成草甘膦。经过多年的发展，甘氨酸路线不仅工艺操作条件成熟，产品收率和质量也得到很大的发展。

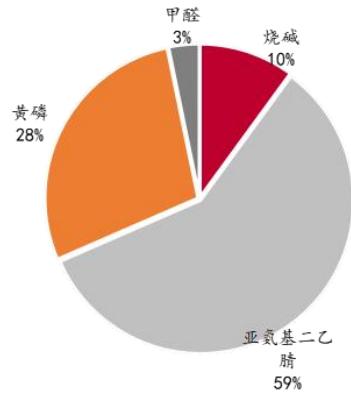
IDA 路线在我国起步较晚，但近几年发展飞速。IDA 路线生产草甘膦，主要原料成本包括 IDAN（亚氨基二乙腈）（占比 59%）、黄磷（占比 28%）、烧碱（占比 10%）、甲醛（占比 3%）等。与甘氨酸路线相比，该路线具有工艺路线简单、产品质量好、三废低、副产物少等优点。但是我国合成 IDA 的氢氟酸由天然气和氨合成而得，其浓度较低，需要提高浓度才能满足合成的需求。加之该技术还未实现工业化大生产，使得 IDA 的价格偏高，从而草甘膦的生产成本偏高，最终导致该工艺的优势得不到充分发挥。

图表 23. 甘氨酸法生产草甘膦原料成本占比



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

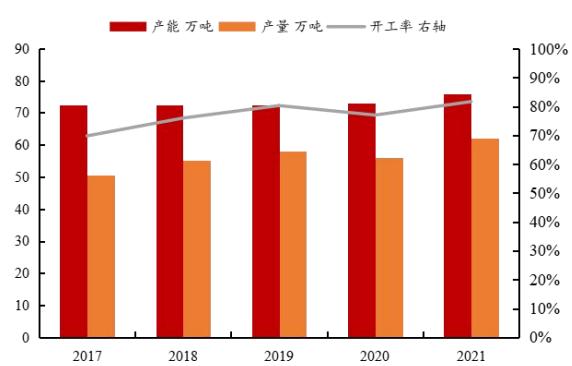
图表 24. IDA 法生产草甘膦原料成本占比



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

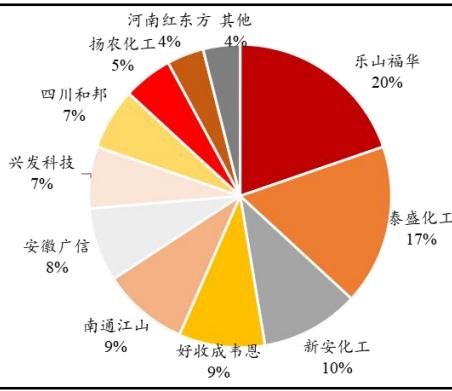
草甘膦产能较为稳定，行业集中度有所提升。产能方面，2013 年草甘膦环保核查，逐步淘汰约 20 万吨草甘膦小产能，从 2017 年至今年产能基本稳定在 70 万吨左右。行业集中度方面，我国草甘膦企业数从过去的 30 多家逐渐缩减至现在的 10 家企业，2022 年 CR5 达 66%，且未来少有新增产能，行业供给格局基本稳定。

图表 25. 2017-2021 年全国草甘膦产能、产量和开工率



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

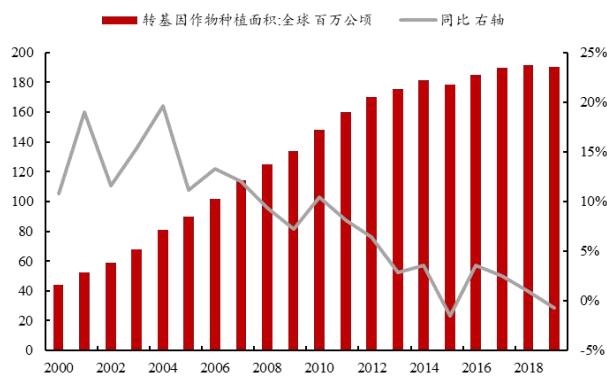
图表 26. 2022 年全国草甘膦产能分布情况



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

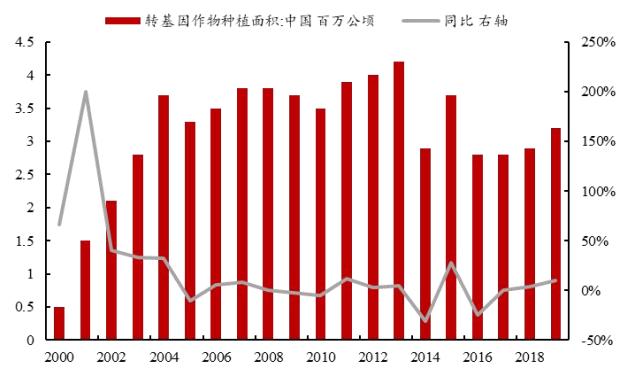
转基因作物是草甘膦最大需求领域之一。草甘膦可以应用于传统作物、转基因作物、果蔬等防除各种常见杂草，其中转基因作物是其最大需求领域之一。根据 ISAAA 数据，2019 年全球转基因作物种植面积为 1.90 亿公顷，相比 2000 年的 0.44 亿公顷年均复合增长率达 7.99%；2019 年中国转基因作物种植面积为 320 万公顷，相比 2000 年的 50 万公顷年均复合增长率达 10.26%。

图表 27. 全球转基因农作物种植面积



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 28. 中国转基因农作物种植面积



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

政策利好基因作物商业化，助力草甘膦远期需求。2021 年 11 月 12 日，农业农村部发布了关于《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》，增加了转基因相关内容的修订，推进转基因种子的商业化进程。2022 年 2 月，农村农业部印发 2022 年农业转基因生物监管工作方案，指出将农业转基因生物监管工作纳入政府重要议事日程，为事业发展相关支出争取政府专项预算；指导从业主体办理农业转基因生物加工许可证，加大科普宣传和普法工作力度。2022 年 6 月，农业农村部印发《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》和《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》，标志着转基因大豆、转基因玉米产业化迈出关键的一步。随着转基因作物在我国落地推广，未来国内草甘膦需求有望大幅提升。

图表 29. 2020 年以来部分转基因相关支持政策

时间	相关文件	主要内容
2020 年 1 月	2020 年农业转基因生物监管工作方案	切实做好农业转基因生物安全监管工作，保障我国农业转基因生物研究和应用领域健康发展
2020 年 2 月	2020 年推进现代种业发展工作要点	加强种质资源保护、深入推进科企合作、加快规范品种管理、加快推进基地建设、确保种业市场稳定、切实强化规划引领
2020 年 2 月	2020 年农业农村科教环能工作要点	组织实施转基因生物新品种培育重大专项，进一步强化生物育种技术研究和产品熟化
2021 年 1 月	2021 年农业转基因生物监管工作方案	明确提出推动农业转基因监管纳入政府议事日程，将支持农业转基因生物安全事业发展的相关支出列入政府预算
2021 年 3 月	第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	有序推进生物育种产业化应用，培育具有国际竞争力种业龙头企业
2021 年 11 月	农业农村部关于修改部分规章的决定（征求意见稿）	增加了转基因相关内容的修订
2022 年 2 月	2022 年农业转基因生物监管工作方案	积极推动将农业转基因生物监管工作纳入政府重要议事日程，为事业发展相关支出争取政府专项预算；指导从业主体办理农业转基因生物加工许可证
2022 年 6 月	《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》	申请审定的转基因大豆品种应达到《国家级大豆品种审定标准（2017 年）》和本标准的要求。
2022 年 6 月	《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》	申请审定的转基因玉米品种应达到《国家级玉米品种审定标准（2021 年修订）》和本标准的要求。

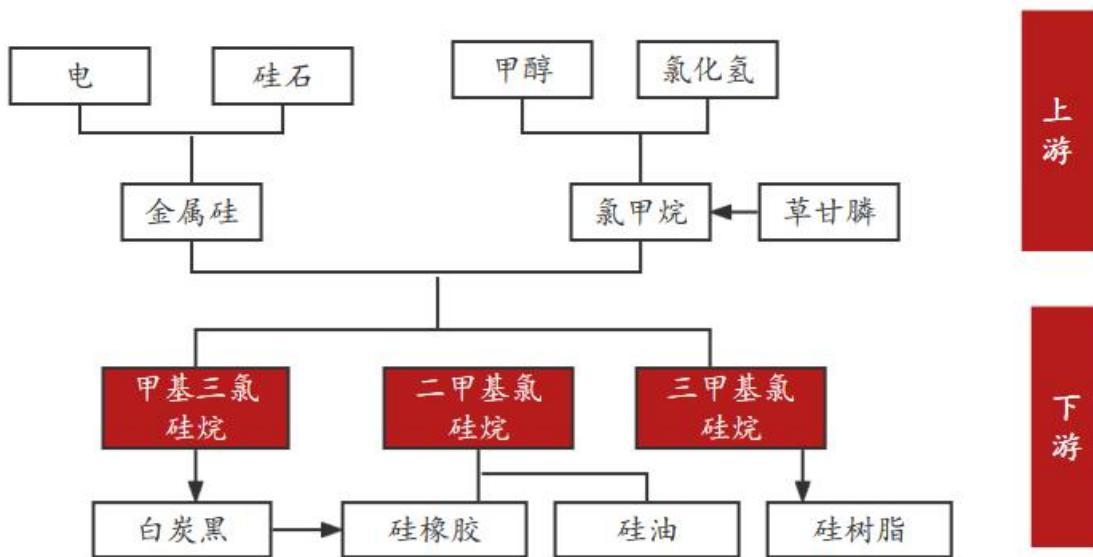
资料来源：农村农业部，东亚前海证券研究所

2.3. 有机硅：供给稳步提升，应用前景广阔

草甘膦企业布局有机硅可实现副产物的回收利用。草甘膦在生产过程中会产生副产物氯甲烷，而氯甲烷可以和金属硅发生反应，然后经过水解、裂解等工序得到环状聚硅氧烷 DMC 或 D3、D4 等有机硅中间体进行出售，目前国内外均采用该工艺。

有机硅领域是一项重要的新兴产业，发展潜力巨大。有机硅产品通常是指含有硅氧键-Si(CH₃)O-为骨架组成的一类化合物，在耐低温、耐老化、耐化学腐蚀性、绝缘、不燃等方面性能突出，是现代工业及日常生活不可或缺的高性能材料，被认为是 21 世纪最具发展潜力并对未来发展有着巨大影响的高技术产业。中间体通过聚合，并添加无机填料或改性助剂得到终端产品，包括硅橡胶、硅油、硅烷偶联剂和硅树脂四个大类。

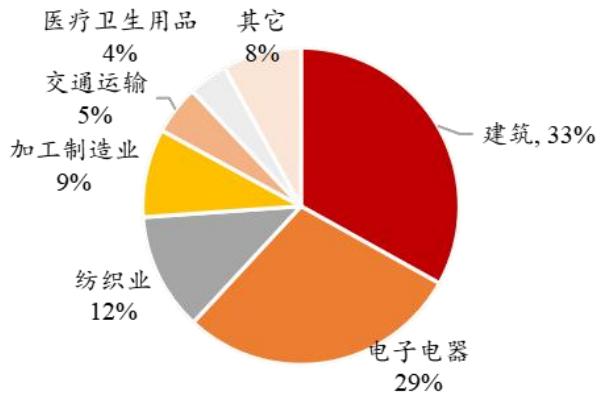
图表 30. 有机硅产业链



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

有机硅应用广泛，主要应用领域为建筑和电子电器。有机硅不仅作为航空、尖端技术、军事技术部门的特种材料使用，而且也用于国民经济各部门，其应用范围已扩大到：建筑、电子电器、纺织、汽车、机械、皮革造纸、化工轻工、金属和油漆、医药医疗等，其中以建筑和电子电器占主导地位，占比分别为 33% 和 29%。

图表 31. 2021 年有机硅下游消费结构



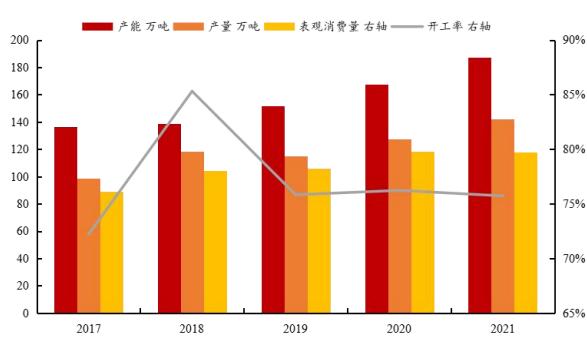
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

近年我国有机硅产能产量显著增长、供给能力提升。根据兴发集团年报，2021 年全球有机硅单体产能约 620 万吨，其中我国产能约占全球有机硅单体总产能的 60%。据百川盈孚数据显示，截至 2021 年底，我国有机硅中间体 DMC 产能为 187.5 万吨，同比增长了 11.94%；产量为 141.97 万吨，同比增长 11.19%，开工率达 75.72%。

有机硅出口量增长明显。疫情下海外有机硅产能增长有限，叠加能源

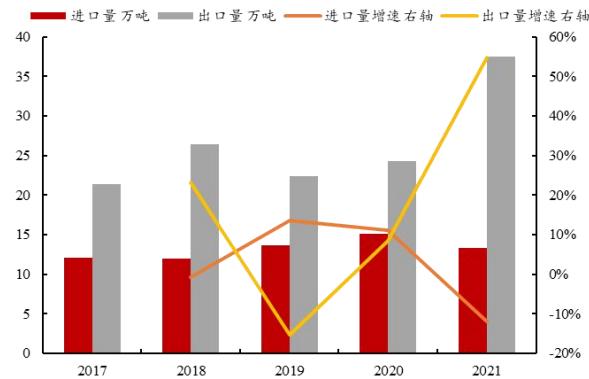
价格高涨扰动下，供应紧张，有机硅出口明显增长。2021 年国内初级形状聚硅氧烷出口量达到 37.56 万吨，同比增长 54.76%。2022 年 1-6 月，国内初级形状聚硅氧烷出口量达 26.54 万吨，同比增长 59.49%。

图表 32. 2017-2021 年有机硅 DMC 供需情况



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

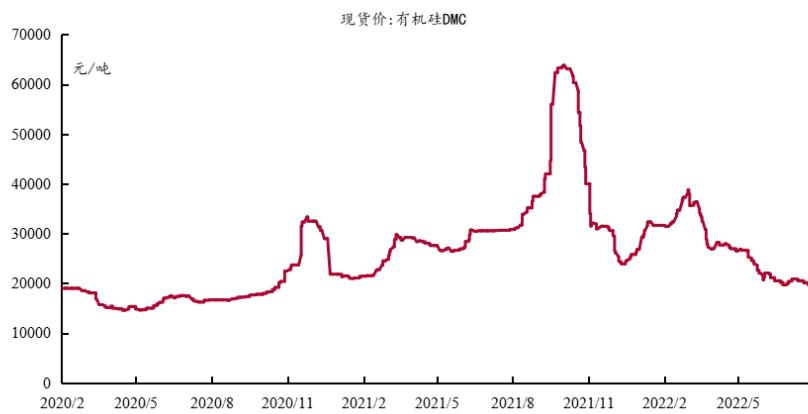
图表 33. 2017-2021 年初级形状聚硅氧烷进出口



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

有机硅价格逐步回归合理区间。2021 年 3 月份后，全球经济持续复苏，国内经济快速恢复，有机硅下游企业订单倍增，国内单体厂家库存低位，DMC 现货供应呈现紧张局面。另外，受到国家能耗双控政策及上游原料涨价且下游需求旺盛等因素影响，DMC 价格大幅上涨，9 月末涨至 6.3 万元/吨；随后，受 DMC 价格高位以及行业开工逐步恢复影响，市场供给增加，下游接单较为谨慎，叠加原材料金属硅价格回落影响，DMC 价格持续下降，当前回归至合理区间。截至 2022 年 8 月 4 日，有机硅中间体 DMC 国内现货价格为 1.92 万元/吨。

图表 34. 2020-2022 年 8 月有机硅 DMC 价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

2.4. 湿电子化学品：半导体强势发展，带动需求高增

磷化工企业可通过布局湿电子化学品实现向高端化、精细化转型。目前我国磷化工行业以低端传统大宗商品为主，有待向精细化、高端化转型。其中一条转型路径为布局湿电子化学品，例如电子级磷酸。电子级磷酸是一种高纯磷酸，主要用于芯片的清洗和蚀刻，是磷化工产品中技术含量最高的产品之一，产品技术壁垒和附加值较高。此外湿电子化学品还包括电子级硫酸、电子级刻蚀液等。

湿电子化学品是集成电路、显示面板、太阳能电池等生产过程中不可缺少的耗材。湿电子化学品按用途主要分为通用化学品和功能性化学品两类。其中通用化学品以高纯溶剂为主，例如氧化氢、氢氟酸、硫酸、磷酸、盐酸、硝酸等；功能性化学品指通过复配手段达到特殊功能、满足制造中特殊工艺需求的配方类或复配类化学品，主要包括显影液、剥离液、清洗液、刻蚀液等。

图表 35. 湿电子化学品两大类别

类别	试剂类别	品名
通用湿电子化学品	酸类	氢氟酸、硝酸、盐酸、磷酸、硫酸、乙酸等
	碱类	氨水、氢氧化钠、氢氧化钾等
	醇类	甲醇、乙醇、异丙醇等
	酮类	丙酮、丁酮、甲基异丁基酮等
	脂类	乙酸乙酯、乙酸丁酯、乙酸异戊酯等
	烃类	甲苯、二甲苯、环己烷等
	卤代烃类	三氯乙烯、三氯乙烷、氯甲烷、四氯化碳等
功能湿电子化学品	其他类	双氧水等
	/	显影液（液晶面板用）
	/	显影液（半导体用）、刻蚀液（半导体用）
	/	剥离液（半导体用）、缓冲刻蚀液（BOE）
	/	MEA 等级性溶液

资料来源：新材料在线，东亚前海证券研究所

湿电子化学品质量要求高，纯度是其最重要的产品指标。其制造的关键主要在于控制金属离子的含量和尘埃颗粒的数目，湿电子化学品纯度的高低直接影响到电子产品的成品率、电性能以及可靠性。目前，在全球范围内较为通用的执行标准为国际半导体设备和材料协会制定的 SEMI 标准。光伏太阳能领域对湿电子化学品的纯度要求相对较低，一般达到 G1 水平即可，平板显示和 LED 领域一般需达到 G2、G3 水平，半导体领域对湿电子化学品的纯度要求最高，中低端领域应用一般要求达到 G3、G4 级水平，

而部分高端领域应用要求达到 G5 级水平。

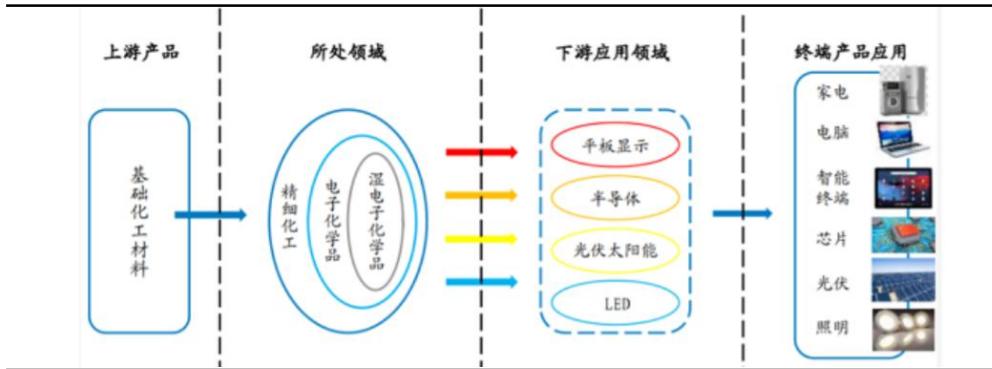
图表 36. 美国 SEMI 提出的工艺化学品的国际标准等级

SEMI 标准	G1	G2	G3	G4	G5
金属杂质/ (μg/L)	≤100	≤10	≤1	≤0.1	≤0.01
控制粒径/μm	≥1.0	≥0.5	≥0.5	≥0.2	-
颗粒个数/ (个/mL)	≤25	≤25	≤5	供需双方协定	-
适应 IC 线宽*范围/μm	>1.2	0.8-1.2	0.2-0.6	0.09-0.2	<0.09

资料来源：中为咨询，东亚前海证券研究所

湿电子化学品位于电子信息产业偏中上游的材料领域。湿电子化学品上游是基础化工产品，下游是电子信息产业包括信息通讯、消费电子、家用电器、汽车电子、LED、平板显示、太阳能电池、军工等领域。

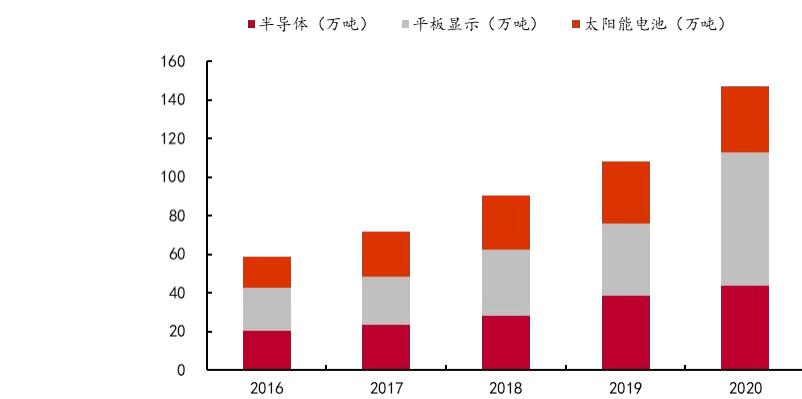
图表 37. 湿电子化学品产业链



资料来源：江化微招股说明书，东亚前海证券研究所

湿电子化学品市场需求快速增长。伴随着半导体国产化进程加速、显示面板产能向大陆地区转移以及光伏需求处在持续上升通道的影响，近年我国电子湿化学市场需求快速增长。据中国电子材料行业协会数据显示，2018 年，我国电子湿化学品需求量约 90.51 万吨，2020 年，我国电子湿化学品需求量达到 147.04 万吨，年均复合增长率达到 27.46%。

图表 38. 2016-2020 年我国三大应用市场对湿电子化学品需求量

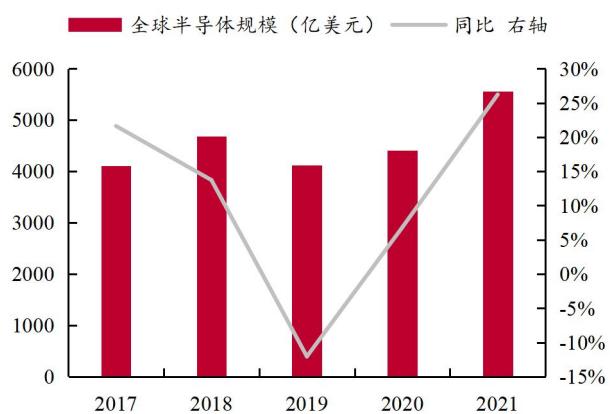


资料来源：中国电子材料行业协会，中巨芯招股说明书，东亚前海证券研究所

下游半导体行业发展迅猛。2021年，新冠疫情和地缘政治等因素对半导体行业的影响依旧显著，“缺芯”现象从汽车、消费电子等重点行业，扩大至半导体行业上下游产业链和全球消费者。但是得益于以云计算、大数据、人工智能为代表的数字化技术的快速发展，全球半导体行业总体上依然保持着高速发展的态势，根据WSTS，2021年全球半导体市场规模较2020年增长26.2%，达到5,559亿美元，增长迅猛。

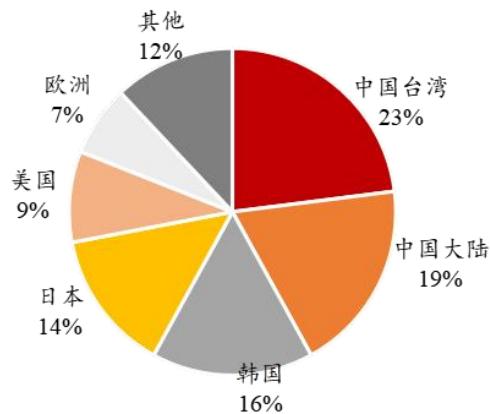
中国是全球半导体市场主要地区。根据SEMI，2021年全球半导体材料市场达到643亿美元，较2020年的555亿美元增长了15.9%，创历史新高。中国台湾是全球最大的半导体材料市场，2021年市场规模为147.1亿美元，同比增长15.7%，中国大陆作为全球第二大半导体材料市场成为2021年增长最快的地区，同比增长21.9%，规模达到119.3亿美元。

图表 39. 2017-2021 年全球半导体市场规模



资料来源：WSTS，东亚前海证券研究所

图表 40. 2021 年全球半导体地区分布



资料来源：SEMI，东亚前海证券研究所

3. 优势：自有资源丰富，多产品并行发展

3.1. 产能有序扩张，行业景气上行

公司产能有序扩张，陆续贡献利润增量。公司后坪磷矿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新材料板块4万吨/年湿电子化学品预计于2022年下半年陆续投产，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吨/年草甘膦、30万吨/年烧碱）预计于2023年投产。随着公司多个项目陆续建成投产，将持续为公司带来收益增量。

图表 41. 公司新建产能及完工时间

项目	设计产能(万吨/年)	在建产能(万吨/年)	在建产能预计完工时间
磷矿	415	200	2022 年四季度
草甘膦	18	5	2022 年三季度
有机硅	36	40	2023 年底
湿电子化学品	12	4	2022 年下半年
二甲基亚砜	/	5	2022 年

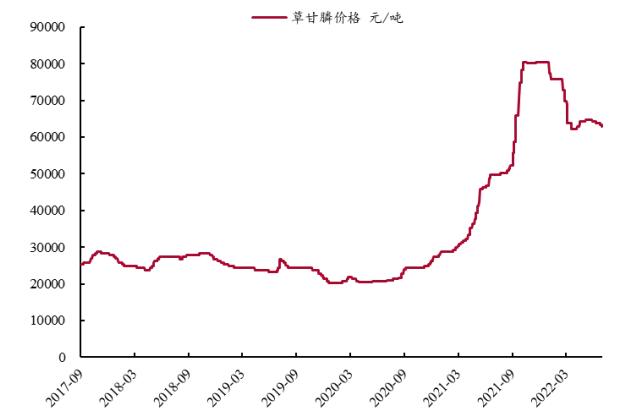
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所。

注：1.精细磷酸盐包括三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、食品级复配磷酸盐、酸式及碱式焦磷酸钠等产品；

2.湿电子化学品包括电子级磷酸、电子级硫酸、电子级混配等产品

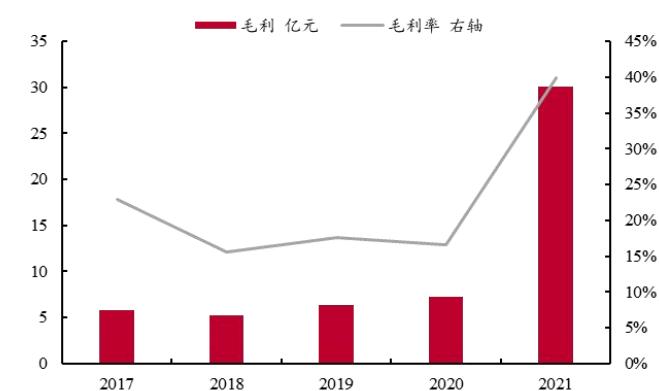
草甘膦行业景气度显著提升，价格高涨支撑公司业绩。2021年上半年，受原材料价格持续大幅上涨以及行业低库存等因素叠加影响，行业景气度显著提升，下半年受国家能耗双控政策及原材料价格持续上调影响，草甘膦市场价格持续上涨，至12月底草甘膦价格小幅下调。截至2022年8月4日，草甘膦价格为62109元/吨，较2021年同比上涨23.43%，较2020年同比上涨191.76%，仍处于高位运行。草甘膦价格高企带动公司草甘膦板块利润提升，2021年公司草甘膦板块实现毛利润30.06亿元，同比增长312.35%，毛利率为39.83%，同比提升23.20pct。

图表 42. 2017-2022 年国内草甘膦价格走势



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 43. 2017-2021 年公司草甘膦毛利及毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

供需错配下，国内磷矿石价格持续上涨，行业持续景气。2021年3月中旬，受春耕播种需求旺盛、下游新能源汽车需求爆发等影响，磷矿石价格迎来大幅上涨。2021年下半年，部分磷矿石主流产区拉闸限电，下游黄磷、磷酸一铵等产品价格高涨，继续支撑上游磷矿石价格上涨。2022年3月以来，部分企业磷矿石改为自用为主，出货较少。供需紧平衡下，磷矿石价格持续上涨。截至2022年8月4日，国内磷矿石市场参考价格为1054元/吨，同比上涨96.28%。

图表 44. 2017-2022 年国内磷矿石价格走势

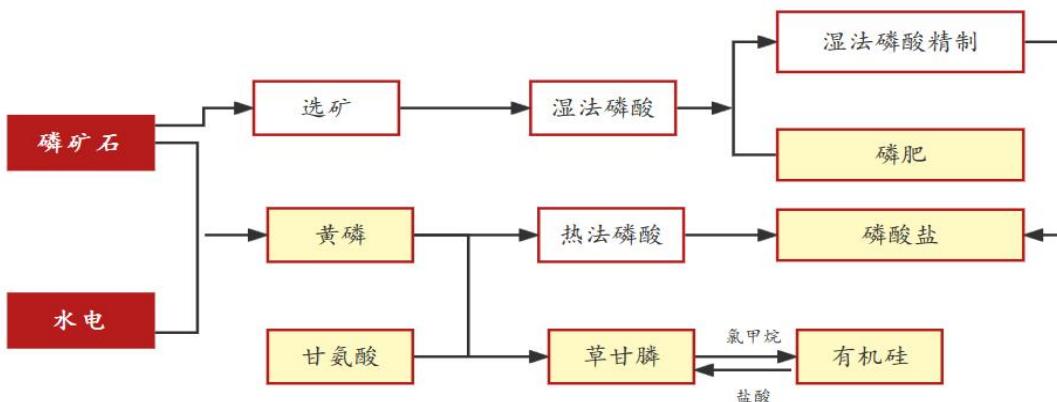


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

3.2. 磷矿资源丰富，水电保障稳定

公司丰富的磷矿资源为发展磷化工产业提供有利条件。公司总部地处湖北省宜昌市，是全国五大磷矿基地之一，磷矿资源丰富，主要分布在夷陵、兴山、远安三县（区）交界处。公司拥有采矿权的磷矿石储量约 4.29 亿吨，此外，公司还持有荆州荆化 70% 股权和桥沟矿业 50% 股权，并通过控股子公司远安吉星持有宜安实业 26% 股权。三家公司磷矿探明储量分别为 2.89 亿吨、1.88 亿吨和 3.15 亿吨，荆州荆化和桥沟矿业处于探矿阶段，宜安实业处于采矿工程建设阶段。丰富的磷矿资源为公司发展磷化工产业提供了有利条件。

图表 45. 公司磷矿石及水电资源为磷化工产业链最上游提供有利条件



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司充分利用兴山区域丰富的水电资源和良好的光照资源。根据公司 2021 年年报，公司共建成水电站 32 座，总装机容量达到 17.84 万千瓦；建成分布式光伏发电站四个，总装机容量 1264 千瓦。公司能够利用兴山、神

农架地区的丰富水电资源为自身的化工生产提供成本相对低廉、供应稳定的电力，成本优势较为明显，也为公司未来在“双碳”背景下参加碳交易争取更大有利空间。

图表 46. 公司 2016-2018 年自有电站情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
自有水电站数量 (座)	32	31	25
总装机容量 (万千瓦)	17.43	16.87	16.15
发电量 (亿千瓦时)	3.92	6.34	5.43
总用电量 (亿千瓦时)	6.69	7.72	7.17
外购用电量 (亿千瓦时)	2.77	1.38	1.9
用电自给率= (总用电量-外购用电量) / 总用电量*100%	58.59%	82.12%	73.50%
公司发电成本 (元/千瓦时)	0.2	0.16	0.18
外购电均价 (元/千瓦时)	0.42	0.45	0.44

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

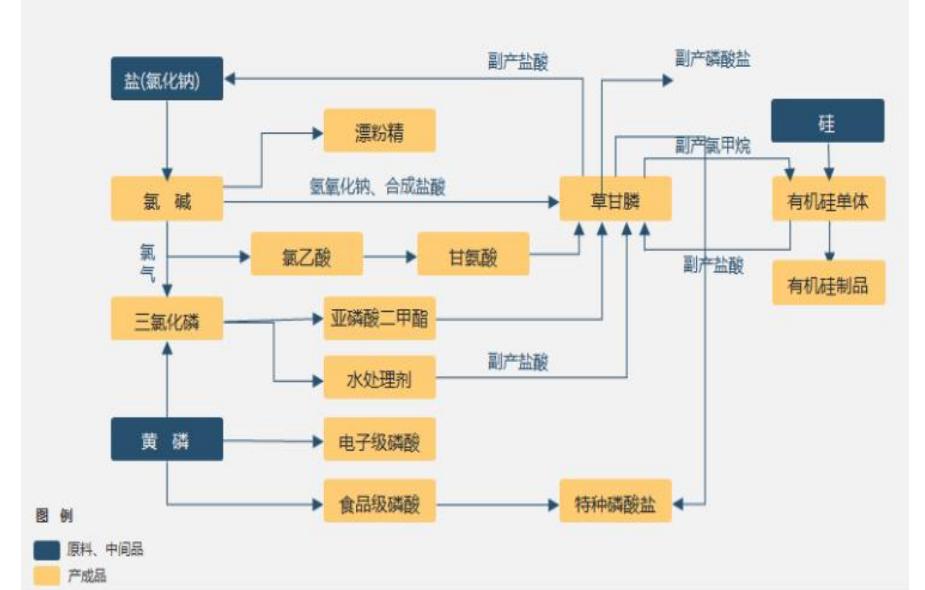
3.3. 有机硅、湿电子化学品打开第二增长曲线

3.3.1. 积极布局有机硅，打造一体化产业链

公司积极布局有机硅，未来成长性增强。公司全资子公司湖北兴瑞目前拥有有机硅单体设计产能 36 万吨/年，硅橡胶 15 万吨/年、密封胶 3 万吨/年以及硅油 2 万吨/年；公司控股孙公司内蒙兴发目前在建的 40 万吨/年有机硅单体生产装置计划 2023 年底建成。待内蒙兴发有机硅单体产能投产后，公司有机硅产业综合竞争力与市场影响力将进一步提升。

有机硅草甘膦协同，打造一体化产业链。公司利用不同产品间的协同效应，将产业链上游的废物或副产品转变为下游的原材料。并且原料通过加强技术创新和工艺改进，形成了宜昌新材料产业园“磷硅盐协同”绿色循环经济。宜昌园区内有机硅装置副产的盐酸，也是草甘膦生产所需原料。此外，有机硅装置可以有效消耗草甘膦副产的氯甲烷，既降低了草甘膦环保风险，又提升了草甘膦综合经济效益。

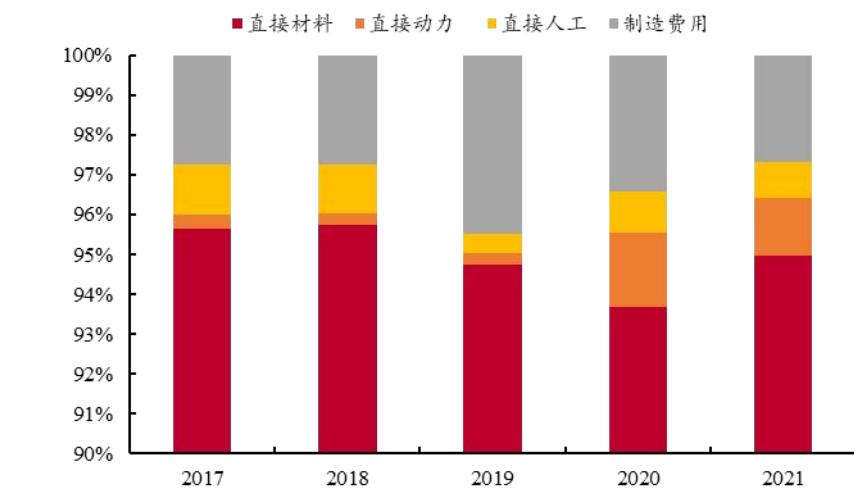
图表 47. 宜昌新材料产业园循环经济产业链



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司有机硅成本优势显著。从公司有机硅成本结构来看，直接材料为
核心成本，占比长期在90%以上。基于掌握的先进生产工艺以及宜昌园区
草甘膦装置的有效协同，公司有机硅生产成本控制能力居国内前列，综合
实力跃居行业第一梯队。

图表 48. 2017-2021 年公司有机硅成本拆分



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3.2. 发展湿电子产品、构筑新利润增长点

公司湿电子化学品产能规模居行业前列。公司控股子公司兴福电子经
过10多年发展，目前已建成3万吨/年电子级磷酸、6万吨/年电子级硫酸、
3万吨/年电子级蚀刻液产能。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。目前兴福电子正在新

建 3 万吨/年 IC 级硫酸、1 万吨/年电子级双氧水项目、3 万吨/年电子级磷酸技改以及 3000 吨/年电子级清洗剂项目，预计年内可建成投产。

图表 49. 公司湿电子产品产能规划

产品	现有产能	在建产能	投产时间
电子级磷酸	3 万吨	/	/
IC 级硫酸	6 万吨	3 万吨	预计 2022-2023 年投产
IC 级氢氟酸	1.5 万吨	1.5 万吨	/
电子级双氧水	/	1 万吨	预计 2022 年内投产
电子级刻蚀液	3 万吨	/	/

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

注：电子级氢氟酸为公司参股企业兴力电子产能

公司湿电子产品已批量供应多家知名半导体客户。公司湿电子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 5ppb 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、长鑫存储等国内外多家知名半导体客户。

随着有机硅和湿电子化学品产业链一体化布局进一步完善和新建产能投产，公司业绩有望打开第二增长曲线。

4. 盈利预测及估值

2022 年以来，兴发集团的主营产品行业周期景气上行，公司业绩全面提升。我们假设：（1）价格方面，预计下半年多数磷化工产品价格仍维持高位。（2）产量方面，2022Q4 公司 5 万吨草甘膦投产，2023-2024 产能逐步释放；2023 年磷矿石 200 万吨产能投产，产能逐步释放。另外，电子化学品、有机硅产能陆续释放，逐步贡献业绩。（3）2022-2023 年原材料价格上涨会导致成本增长，预计 2024 年将有所好转。

基于公司主营业务景气上行、公司新建产能逐步投产，带来新的增长空间。我们预计公司未来业绩有望持续增长，预期 2022/2023/2024 年公司的营业收入分别为 296.18/323.89/378.25 亿元，归母净利润分别为 68.40/71.11/78.25 亿元。对应 EPS 分别为 6.15/6.40/7.04 元，以 2022 年 8 月 4 日收盘价 36.26 元为基准，对应的 PE 为 5.89/5.67/5.15。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

产品价格异常波动、项目投产不及预期、安全环保政策升级。

1、产品价格异常波动：目前公司主营业务产品价格均处于上涨通道中，不排除有不法厂商扰乱市场、哄抬价格、囤积货物，从而导致产品价格异常波动。

2、项目投产不及预期：公司在建项目较多，容易受审批、政策、调试等多方面因素影响，存在项目投产不及预期的不确定性。

3、安全环保政策升级：公司所处磷化工行业受政策影响明显，近年来，安全环保政策日趋严格。随着未来安全环保政策持续升级，或将对公司业绩产生不确定性的影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23705.79	29617.50	32389.02	37824.87
%同比增速	29.42%	24.94%	9.36%	16.78%
营业成本	15779.61	18824.21	21153.13	25338.64
毛利	7926.18	10793.29	11235.88	12486.23
%营业收入	33.44%	36.44%	34.69%	33.01%
税金及附加	203.44	250.02	274.09	320.58
%营业收入	0.86%	0.84%	0.85%	0.85%
销售费用	264.28	322.23	366.54	428.14
%营业收入	1.11%	1.09%	1.13%	1.13%
管理费用	361.39	407.60	464.75	524.23
%营业收入	1.52%	1.38%	1.43%	1.39%
研发费用	862.18	1061.19	1198.46	1423.75
%营业收入	3.64%	3.58%	3.70%	3.76%
财务费用	530.83	422.36	416.66	372.77
%营业收入	2.24%	1.43%	1.29%	0.99%
资产减值损失	-151.27	-68.12	-77.75	-82.16
信用减值损失	6.22	0.00	0.00	0.00
其他收益	38.31	49.19	53.56	62.40
投资收益	288.75	252.42	295.59	356.85
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.41	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	2.77	6.55	7.31	7.80
营业利润	5889.28	8569.94	8794.11	9761.65
%营业收入	24.84%	28.94%	27.15%	25.81%
营业外收支	-511.78	-16.24	-16.24	-16.24
利润总额	5377.50	8553.70	8777.87	9745.41
%营业收入	22.68%	28.88%	27.10%	25.76%
所得税费用	684.59	1170.33	1192.18	1313.03
净利润	4692.90	7383.38	7585.70	8432.38
%营业收入	19.80%	24.93%	23.42%	22.29%
归属于母公司的净利润	4237.04	6839.57	7111.11	7825.06
%同比增速	582.05%	61.42%	3.97%	10.04%
少数股东损益	455.86	543.81	474.59	607.32
EPS (元/股)	3.84	6.15	6.40	7.04

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	3.84	6.15	6.40	7.04
BVPS	12.63	18.28	24.49	31.35
PE	9.86	5.89	5.67	5.15
PEG	0.02	0.10	1.43	0.51
PB	3.00	1.98	1.48	1.16
EV/EBITDA	6.72	4.53	3.83	2.93
ROE	30%	34%	26%	22%
ROIC	20%	21%	18%	16%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3198	9256	15531	22496
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	931	1317	1141	1730
存货	2394	2149	2946	3186
预付账款	128	224	238	277
其他流动资产	2046	2086	2486	2540
流动资产合计	8697	15032	22342	30229
长期股权投资	1955	2237	2528	2819
投资性房地产	9	9	8	8
固定资产合计	16989	19693	22462	24393
无形资产	2070	2184	2254	2337
商誉	843	843	843	843
递延所得税资产	175	175	175	175
其他非流动资产	3743	3776	2642	2437
资产总计	34481	43948	53253	63242
短期借款	4052	3247	3247	3247
应付票据及应付账款	3899	3942	5035	5779
预收账款	48	183	133	168
应付职工薪酬	308	311	357	436
应交税费	675	498	614	750
其他流动负债	4429	4601	4844	5133
流动负债合计	13412	12781	14228	15513
长期借款	4130	4601	5073	5544
应付债券	0	2800	2800	2800
递延所得税负债	161	161	161	161
其他非流动负债	1187	1187	1187	1187
负债合计	18890	21530	23449	25205
归属于母公司的所有者权益	14036	20320	27231	34856
少数股东权益	1555	2099	2574	3181
股东权益	15591	22419	29804	38037
负债及股东权益	34481	43948	53253	63242

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	5337	8672	9545	10349
投资	-123	-297	-306	-306
资本性支出	-1355	-4023	-3015	-3167
其他	46	252	296	357
投资活动现金流净额	-1433	-4067	-3025	-3116
债权融资	-10375	2800	0	0
股权融资	839	0	0	0
银行贷款增加(减少)	8514	-334	472	472
筹资成本	-826	-1013	-716	-740
其他	-718	0	0	0
筹资活动现金流净额	-2567	1453	-245	-268
现金净流量	1329	6058	6275	6965

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>