

产业链一体化布局，新材料打开成长空间

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-09-06

主要观点：

● 事件描述

收盘价（元）	41.16
近 12 个月最高/最低（元）	57.88/27.65
总股本（百万股）	1112
流通股本（百万股）	1101
流通股比例（%）	99.01
总市值（亿元）	457.6
流通市值（亿元）	453.2

8 月 29 日，兴发集团发布 2022 年中报，2022H1 公司实现营业收入 172.99 亿元，同比+74.45%；实现归母净利润 36.5 亿元，同比+211.62%。

● 磷化工景气延续，上半年业绩大幅增长

2022 年上半年公司实现营业收入 172.99 亿元，同比增长 74.45%；实现归母净利润 36.5 亿元，同比增长 211.62%；实现扣非归母净利润 37.05 亿元，同比增长 232.57%，基本每股收益 3.28 元。单季度看，2022 年 Q2 公司实现归母净利润 19.30 亿元，环比增长 12.23%。化工行业延续景气周期，公司主要产品价格总体维持高位运行，公司“矿电化一体”、“磷硅盐协同”及“矿肥化结合”产业链优势得到较为充分发挥，有效控制了产品成本，提升了公司的盈利水平。

● 下游产业需求旺盛，主要产品价格维持高位

受益于农化、食品加工、碳纤维、集成电路等下游产业需求快速发展，主要产品价格维持高位。根据百川盈孚数据，2022 年二季度，草甘膦平均价格为 6.38 万元/吨，同比+58%；磷矿石平均价格为 0.83 万元/吨，同比+71%；黄磷平均价格 3.69 万元/吨，同比+99%；磷酸一铵平均价格为 0.41 万元/吨，同比+40%；磷酸二铵平均价格为 0.38 万元/吨，同比+29%；DMC 平均价格为 2.5 万元/吨，同比+41%。公司主营产品销售价格存在一定波动，总体维持高位震荡，公司资源和能源优势下有效控制了产品成本，提升了公司的盈利水平。

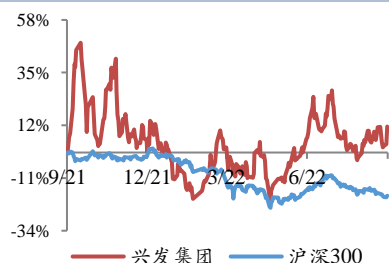
● 磷、硅、硫、锂融合发展，完善一体化产业链条

公司围绕资源优势和能源优势，不断拓展业务边界。长期聚焦精细化工产品开发，形成了规模大、种类全、附加值高的产品链，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。近年来公司布局了二甲基亚砷（DMSO）、二甲基二硫醚（DMDS）等精细化工产品，随着产品品类的不断拓展，形成了“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的一体化产业格局。

湿电子化学品高速发展，未来成长空间巨大。随着集成电路、光伏、平板显示行业的快速发展，湿电子化学品需求成长迅速。公司控股子公司兴福电子目前已有湿电子化学品产能 12 万吨/年，产品已获得多家知名半导体客户认证。目前公司正推进多个扩产和技改项目，项目建成投产后将为公司贡献新的成长动力。2022 年 8 月 13 日，公司发布公告，拟分拆子公司兴福电子至科创板上市，预计本次分拆，将强化兴福电子在电子化学品领域的竞争地位和竞争优势。

新能源材料蓄势待发，开拓新的成长曲线。随着新能源汽车行业的高速

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

扩张，磷酸铁锂电池装机量不断提高，2021 年已超过 79000 MWh，将带动磷酸铁及磷酸铁锂需求高速增长。2021 年 11 月，兴发集团和华友钴业的合作，双方优势互补，共同进军新能源产业链。目前，公司与华友钴业合资子公司兴友科技 10 万吨/年磷酸铁项目稳步推进，有望开启公司新的成长曲线。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 62.08、68.14、71.58 亿元，同比增速为 46.5%、9.8%、5.0%。当前股价对应 PE 分别为 7、7、6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

- （1）项目投产进度不及预期；
- （2）原材料价格大幅波动风险；
- （3）相关政策变动风险；
- （4）国际贸易风险；
- （5）环保政策风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23706	28304	30834	35481
收入同比 (%)	29.4%	19.4%	8.9%	15.1%
归属母公司净利润	4237	6208	6814	7158
净利润同比 (%)	582.0%	46.5%	9.8%	5.0%
毛利率 (%)	33.4%	34.4%	34.0%	31.5%
ROE (%)	30.2%	31.5%	25.7%	21.3%
每股收益 (元)	3.84	5.58	6.13	6.44
P/E	9.86	7.37	6.71	6.39
P/B	3.00	2.32	1.73	1.36
EV/EBITDA	6.72	5.97	5.12	4.50

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 磷化工优质龙头，布局磷化工一体化产业链.....	5
1.1 精细磷化工为主线，品类规模行业领先.....	5
1.2 公司财务和经营状态.....	6
2 多赛道持续发力，市场空间广阔.....	8
2.1 磷矿石：不可再生战略资源，公司产能保持增长.....	8
2.2 磷肥：耕地面积增长、食品安全战略激发需求空间.....	10
2.3 草甘膦：供给稳定，转基因作物种植为需求提供驱动力.....	12
2.4 有机硅：应用领域广阔，消费量将保持增长.....	14
2.5 湿电子化学品：半导体、光伏、显示面板共同驱动需求增长.....	15
3 “矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”凸显产业链优势.....	17
3.1 坐拥丰富磷矿及水电资源，成本优势凸显.....	17
3.2 布局多个赛道，一体化优势明显.....	18
4 投资建议：.....	19
5 风险提示：.....	19
财务报表与盈利预测.....	20

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	5
图表 2 公司股权结构.....	6
图表 3 公司营收高速增长.....	6
图表 4 公司归母净利润高速增长.....	6
图表 5 公司期间费用率逐步下降.....	7
图表 6 公司持续加大研发投入.....	7
图表 7 公司主营产品毛利率显著提高.....	7
图表 8 公司毛利率、净利率提高.....	7
图表 9 全球磷矿资源分布.....	8
图表 10 全球磷矿石产量分布.....	8
图表 11 磷化工监管力度加大.....	9
图表 12 磷矿石产量下滑.....	10
图表 13 磷矿石主要消费领域.....	10
图表 14 磷矿石价格持续高涨.....	10
图表 15 磷肥：磷酸一铵和磷酸二铵占比超过八成.....	11
图表 16 我国磷酸一铵产量下滑.....	11
图表 17 我国磷酸二铵产量下滑.....	11
图表 18 我国耕地面积稳中有增.....	12
图表 19 粮食价格高位震荡.....	12
图表 20 全球除草剂市场规模.....	12
图表 21 转基因作物种植面积稳步增长.....	13
图表 22 全球转基因作物品类占比.....	13
图表 23 中国草甘膦产能较为稳定.....	13
图表 24 草甘膦价格出现一定回落.....	13
图表 25 有机硅消费领域.....	14
图表 26 有机硅 DMC 表观消费量.....	14
图表 27 全球有机硅产能.....	14
图表 28 全球有机硅产量.....	14
图表 29 湿电子化学品分为通用化学品和功能性化学品.....	15
图表 30 全球湿电子化学品需求结构.....	16
图表 31 中国湿电子化学品需求结构.....	16
图表 32 全球半导体销售额.....	16
图表 33 全球湿电子化学品市场规模.....	16
图表 34 公司磷矿资源丰富.....	17
图表 35 国内主要企业磷矿石产能分布.....	17
图表 36 公司用电自给率高，用电成本低.....	18
图表 37 公司磷硅盐协同发展.....	18

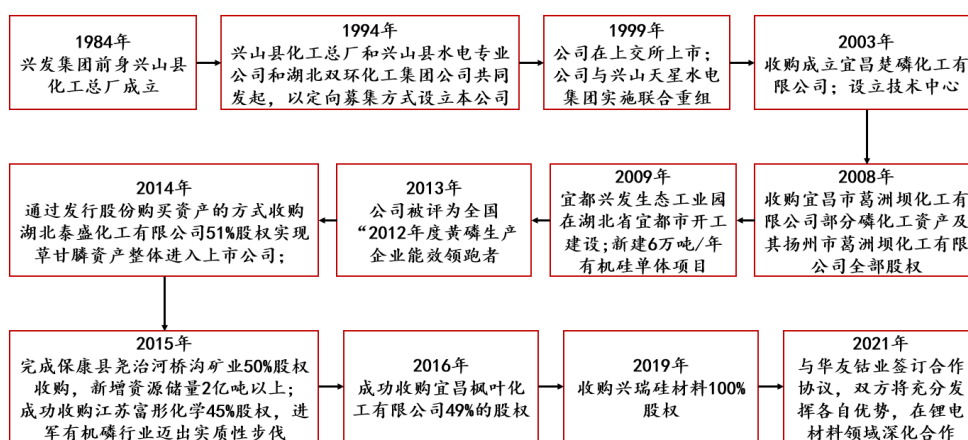
1 磷化工优质龙头，布局磷化工一体化产业链

1.1 精细磷化工为主线，品类规模行业领先

磷化工优质龙头，主营产品以精细磷化工产品为主。湖北兴发化工集团股份有限公司于1994年成立，公司座落于湖北省宜昌市兴山县境内，是一家以磷化工系列产品和精细化工产品开发、生产、销售为主营业务的企业。公司通过推进磷化工资源和企业重组整合，在国内率先建立起“矿电化”运营模式，实现了磷矿完全自给、电力部分自给。通过跨区重组扩张，公司在全国多个省市建立规模化生产基地，基本形成了在全国同行业的主导地位。

公司以精细磷化工为发展主线，不断完善上下游一体化产业链。1999年，公司于上交所上市，以磷化工系列产品的生产和销售为主业；2009年，公司新建6万吨/年有机硅单体项目，开拓有机硅系列产品；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；2021年，公司与华友钴业签订合作协议，双方将充分发挥各自优势，在锂电材料领域深化合作。经过近三十年的发展，公司以精细化工为核心，全面提高资源和能源自给率，推进磷化工、硅化工、硫化工、氟化工、盐化工融合发展。

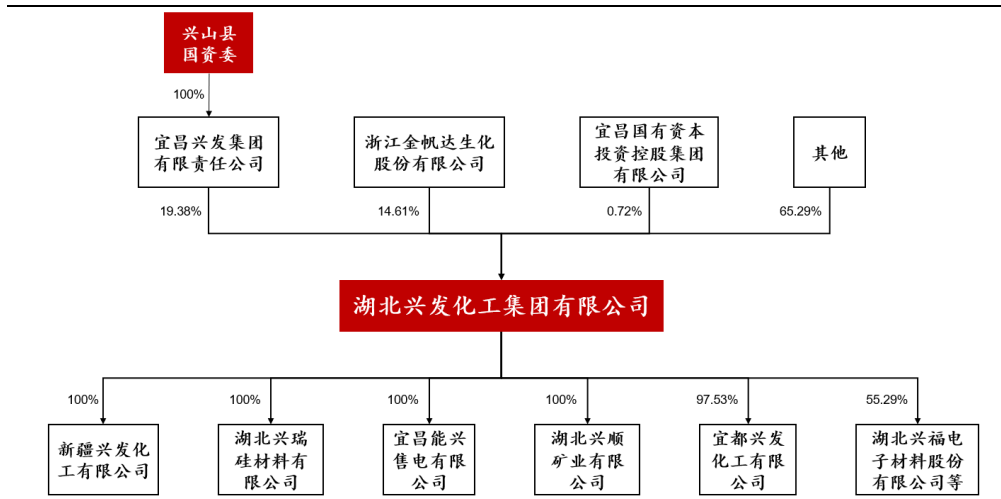
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、华安证券研究所

兴山县国资委为公司实际控制人。公司股权结构清晰，兴山县国资委为实际控制人，通过宜昌兴发集团有限责任公司持有公司19.38%的股权。公司目前拥有子公司47家，公司通过控股或参股公司，不断完善上下游一体化产业链条。

图表 2 公司股权结构

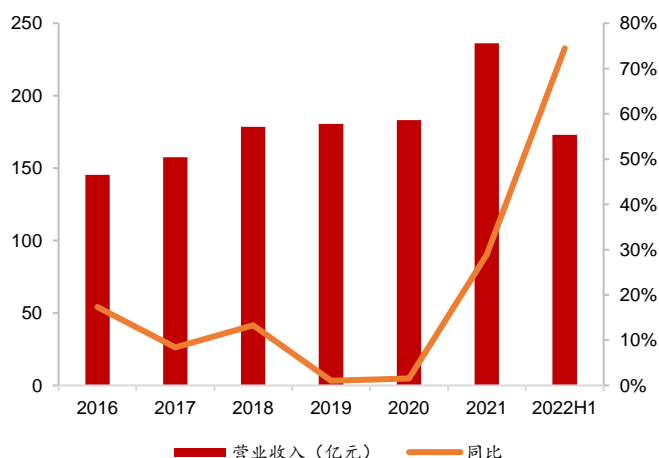


资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.2 公司财务和经营状态

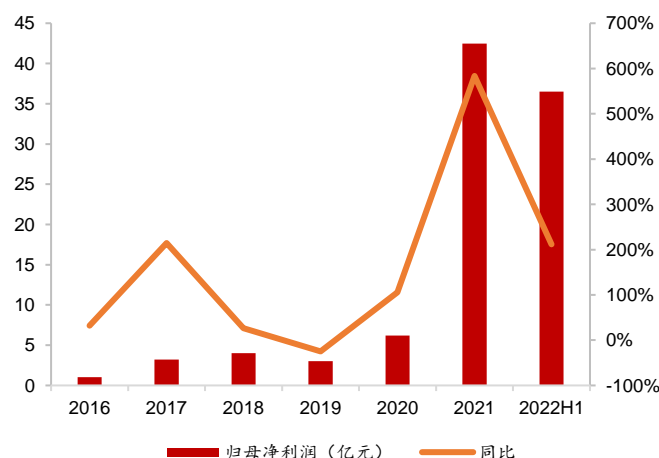
2022 年上半年，公司业绩高速增长。2022H1 公司实现营业收入 172.99 亿元，同比增长 74.45%；实现归母净利润 36.5 亿元，同比增长 211.62%。化工行业延续景气周期，公司主要产品价格总体维持高位运行，公司“矿电化一体”、“磷硅盐协同”及“矿肥化结合”产业链优势得到较为充分发挥，受益于食品加工、碳纤维、集成电路产业快速发展，公司精细磷硫化工产品以及湿电子化学品需求旺盛，盈利能力显著提高。

图表 3 公司营收高速增长



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 4 公司归母净利润高速增长

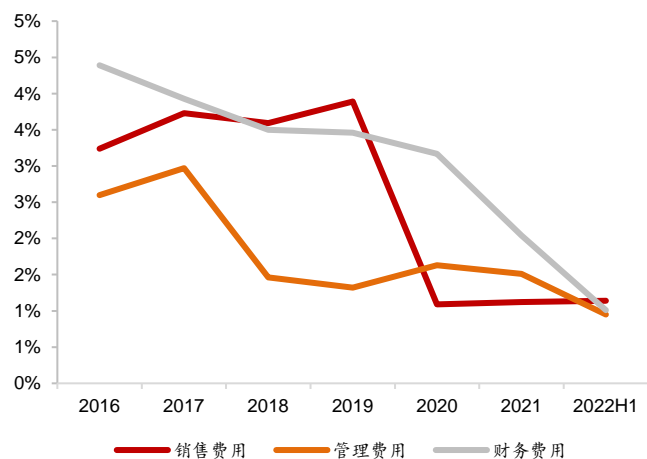


资料来源：iFinD、华安证券研究所

公司费用率降低，研发投入持续提高。2022H1 公司期间费用率为 3.10%，同比下降 3.54PCT；其中，销售费用率为 1.14%，同比下降 1.50PCT；管理费用率为 0.95%，同比下降 0.36PCT；财务费用率为 1.01%，同比下降 1.68PCT。公司期间

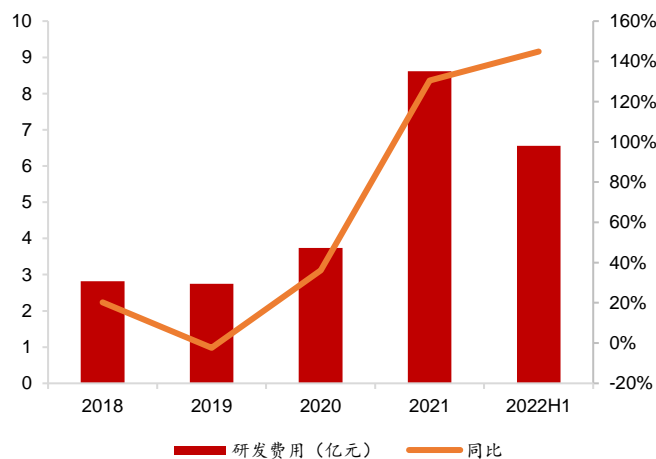
费用率管控合理, 盈利空间有望继续扩大。在期间费用率降低的同时, 公司也在持续提高研发投入强度。2022H1, 公司研发费用为 6.56 亿元, 同比增长 144.87%; 研发费用率为 3.25%, 同比提高 0.53PCT。

图表 5 公司期间费用率逐步下降



资料来源: iFinD、华安证券研究所

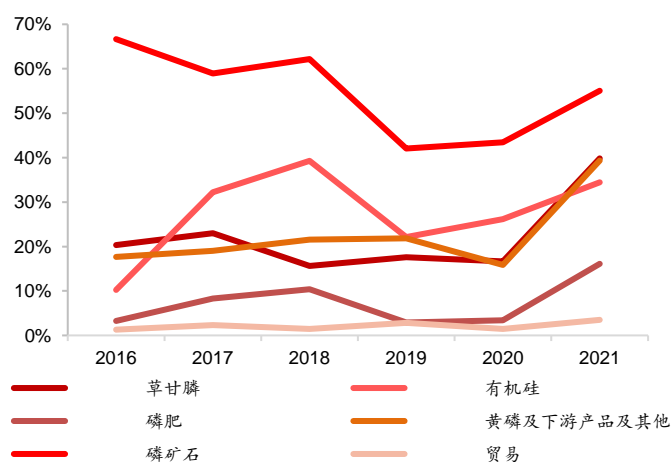
图表 6 公司持续加大研发投入



资料来源: iFinD、华安证券研究所

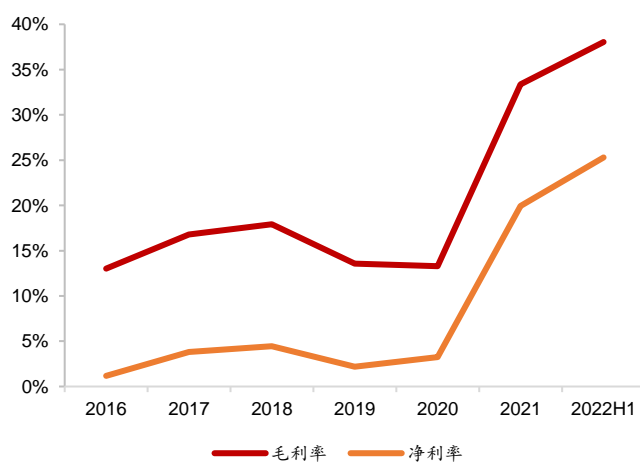
主要产品毛利率增幅明显, 公司盈利水平显著提升。2021 年, 公司主营产品毛利率均实现较高增幅, 其中, 草甘膦毛利率为 39.83%, 同比提高 23.2PCT; 有机硅毛利率 34.44%, 同比提高 8.29PCT; 磷肥毛利率为 16.11%, 同比提高 12.68PCT; 磷矿石毛利率为 55.02%, 同比提高 11.57PCT; 黄磷及下游产品及其他毛利率为 39.34%, 同比提高 23.48PCT; 贸易毛利率为 3.50%, 同比 2.05PCT。受益于 2021 年开始的化工行业高景气周期延续, 公司 2022 年 H1 毛利率和净利率分别为 38.04% 和 25.30%, 同比分别提高 13.29PCT 和 12.87PCT。

图表 7 公司主营产品毛利率显著提高



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率提高



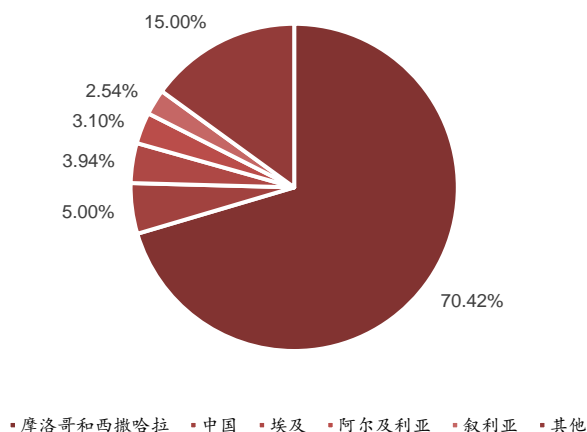
资料来源: iFinD、华安证券研究所

2 多赛道持续发力，市场空间广阔

2.1 磷矿石：不可再生战略资源，公司产能保持增长

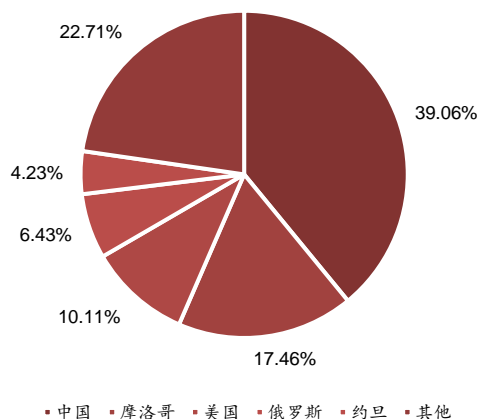
磷矿石是不可再生资源，全球磷矿石分布集中度较高。根据美国地质调查局统计，2021 年全球磷矿石总储量为 710 亿吨，主要集中在摩洛哥及其他北非地区，磷矿石储量集中度高，CR10 高达 91.9%。我国磷矿石储量排名世界第二位，总储量为 35.5 亿吨，占比为 5%，但是我国磷矿资源平均品位相对较低。全球磷矿石产量分布也较为集中，摩洛哥、中国和美国三个国家共占全球磷矿石总产量的 76.8%，2021 年全球磷矿石产量共 2.2 亿吨，我国产量占总产量的 39.06%。

图表 9 全球磷矿资源分布



资料来源：美国地质调查局、华安证券研究所

图表 10 全球磷矿石产量分布



资料来源：美国地质调查局、华安证券研究所

供给侧改革及环保监管力度加大，磷矿石供给受限。长期以来，我国磷矿开采后遗弃了大量贫矿，被遗弃的贫矿以后也难以加以利用，资源利用率低下，对环境破坏较严重。2016 年起，随着供给侧改革的推进，以及环保政策趋严，我国磷矿资源的供给出现了转折。过去磷矿石资源的开发长期处于增长状态，2016 年后磷矿石产量开始下滑，2021 年磷矿石产能相比 2016 年下滑了近 40%。

图表 11 磷化工监管力度加大

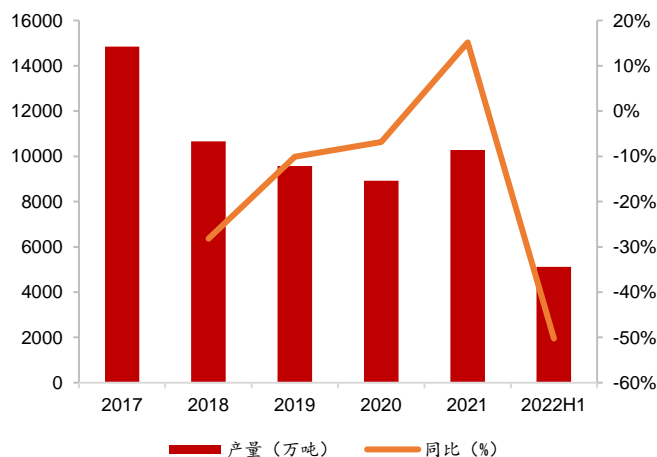
时间	文件名	发布部门	主要内容
2016	《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》	国土资源部、国家发改委、工信部、财政部、环境保护部、商务部	首次将磷列为“战略性非金属矿产”，磷矿开采总量保持 1.5 亿吨/年左右；加强中低品位矿利用；强化绿色开发。
2018	2019 年货物出口配额管理有关事项	商务部	自 2019 年 1 月 1 日起暂停磷矿石出口配额管理，调整为实行许可证管理。
2019	《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》	生态环境部	磷化工整治重点实现雨污分流、初期雨水有效收集处理、污染防治设施建成并正常运行、外排废水达标排放，其中磷肥企业重点落实污水处理设施建设及废水的有效回用；含磷农药企业重点强化母液的回收处理；黄磷企业重点落实含元素磷废水“零排放”和黄磷防流失措施。
2021	《国务院关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	国务院	继续打好长江保护修复攻坚战。推动长江全流域按单元细化分区管控；狠抓突出生态环境问题整改，扎实推进城镇无生活垃圾处理和工业、农业面源、船舶、尾矿库等污染治理工程；持续开展工业园区污染治理、“三磷”行业整治等专项行动。
2022	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	工信部、国家发改委、科学技术部、生态环境部、应急管理部、国家能源局	提升磷矿利用率，增强炼化行业轻质低碳原料、化肥行业磷钾矿产资源保障，稳妥推进磷化工“以渣定产”，确保化肥稳定供应；加快绿色低碳、高端化、精细化、产业一体化方向发展。

资料来源：政府公告、华安证券研究所

磷矿石供给受限，叠加下游需求旺盛，价值中枢有望持续上涨。根据百川盈孚数据，2021 年我国磷矿石产量为 10271.76 万吨，同比增长 15.16%，虽然相比 2020 年有所提升，但是比 2017 年下降了 30.8%；2022 年 H1 我国磷矿石产量为 5110.73 万吨，同比下降了 50.24%。磷矿石下游主要应用领域为磷复肥、黄磷、磷酸盐等，其中磷肥等农产品需求稳定，消费占比在七成以上。新能源产业的扩张也带动了磷矿石的需求增长，随着磷酸铁锂电池装车量的不断提高，新能源材料对于磷矿石的需求将进一步增长。供给受限叠加需求增长，磷矿石价格不断上涨，截至 2022 年 8

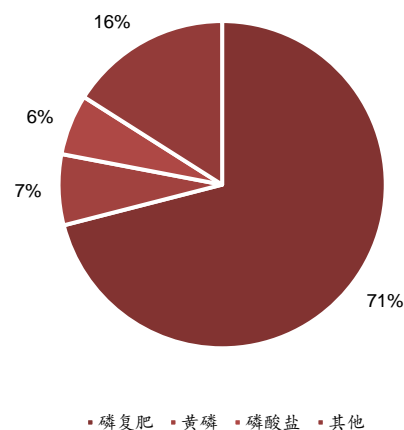
月 23 日，磷矿石价格为 1043 元/吨，同比上涨 94.23%，未来磷矿石价格中枢有望维持高位。

图表 12 磷矿石产量下滑



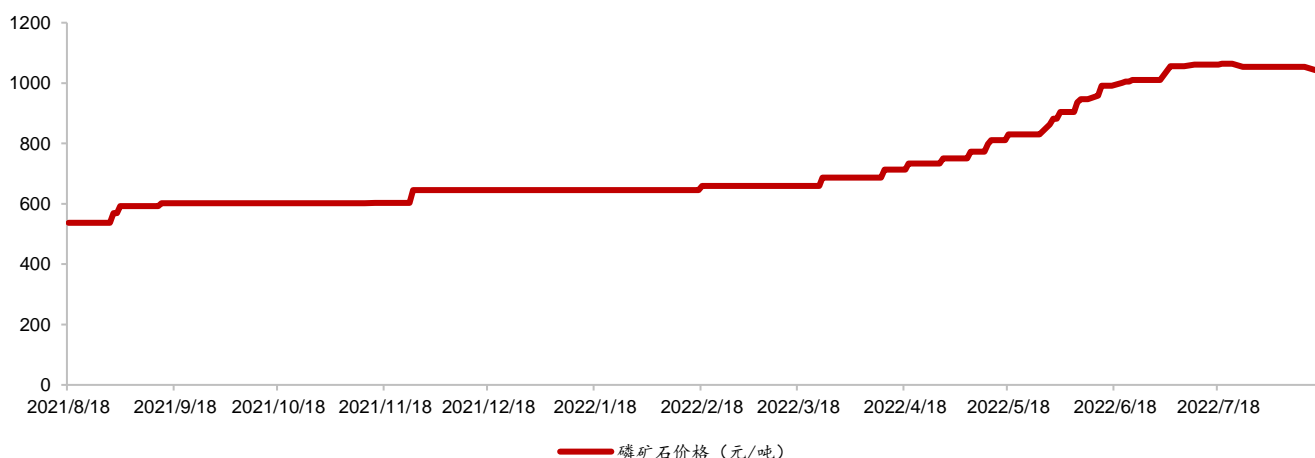
资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表 13 磷矿石主要消费领域



资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表 14 磷矿石价格持续高涨

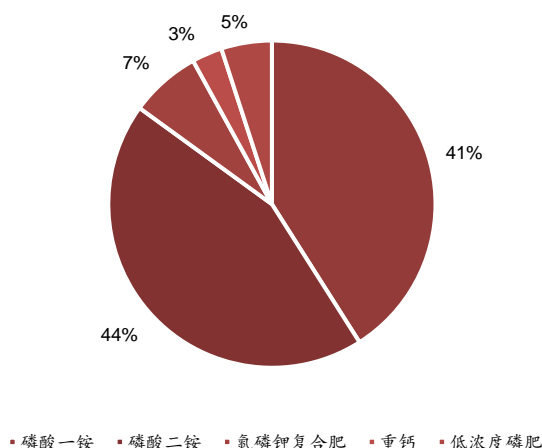


资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

2.2 磷肥：耕地面积增长、食品安全战略激发需求空间

磷肥是作物所需必要肥料之一，我国磷肥主要为磷酸一铵和磷酸二铵。磷肥是以磷元素为主要养分的肥料。磷肥肥效的强度和效率主要与磷肥的有效五氧化二磷的含量、土壤性质、作物种类等有关。磷肥的主要品类有过磷酸钙、重过磷酸钙、磷酸一铵和磷酸二铵等。根据中国磷复肥工业协会数据，目前我国磷肥主要为磷酸一铵和磷酸二铵，其中磷酸一铵占比 41%，磷酸二铵占比 44%。

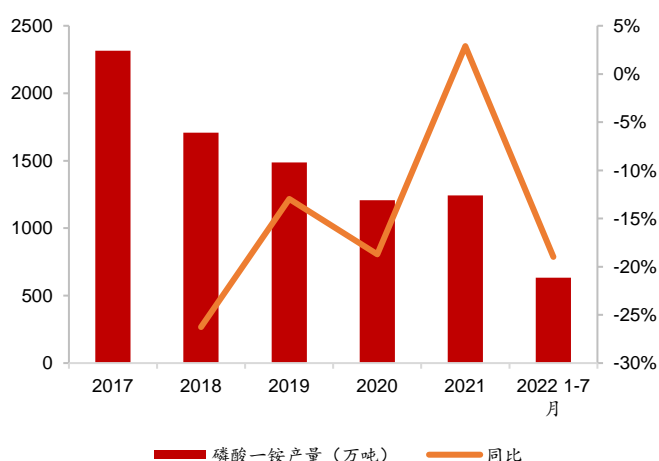
图表 15 磷肥：磷酸一铵和磷酸二铵占比超过八成



资料来源：中国磷复肥工业协会、华安证券研究所

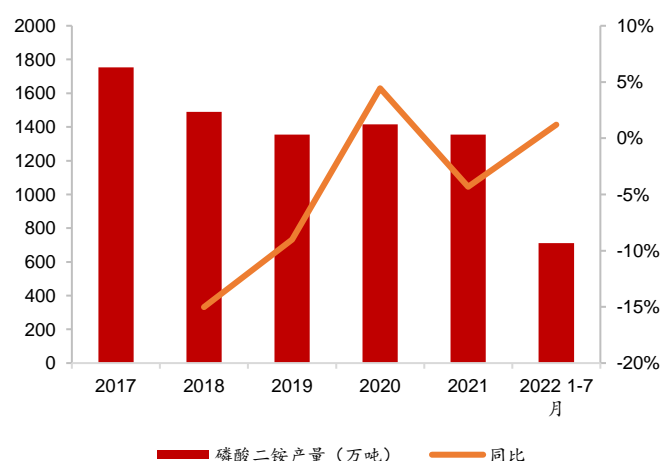
“三磷”整治政策及环保监管趋严，磷肥供给趋紧。磷铵的生产资源消耗量和“三废”排放量较大，对环境污染较为严重。2019 年，生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，重点要求磷肥企业的污水处理设施建设及废水的有效回用。在环保政策因素的影响下，国内磷酸一铵和磷酸二铵的开工受限，产量下降，根据百川盈孚数据，2021 年磷酸一铵和磷酸二铵的产量分别为 1242.65 万吨和 1354.37 万吨，相比 2017 年分别下降了 46.33%和 22.73%。此外，由于 2016 年《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》首次将磷列为“战略性非金属矿产”，限制了原料磷矿石的开采，亦限制了磷酸一铵和磷酸二铵的供给。

图表 16 我国磷酸一铵产量下滑



资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表 17 我国磷酸二铵产量下滑

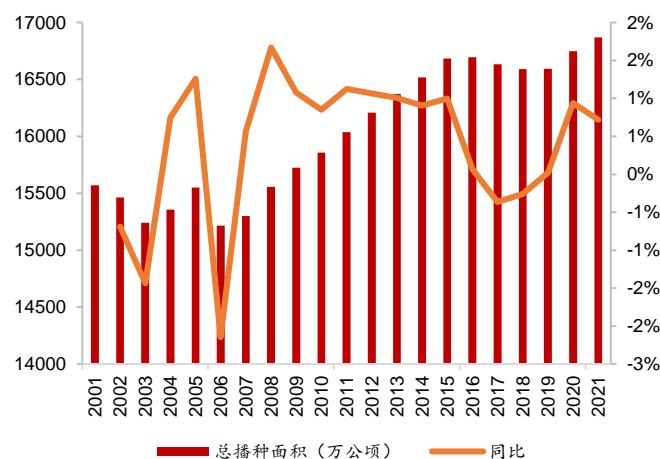


资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

耕地面积稳中有增，粮食价格高位震荡，对下游磷肥需求存在支撑。我国播种面积稳步提高，根据 iFinD 数据，截至 2021 年我国总播种面积达 16869.51 万公顷。在疫情和地缘政治的影响下，粮食安全被前所未有的重视，当前粮食价格高位震荡，

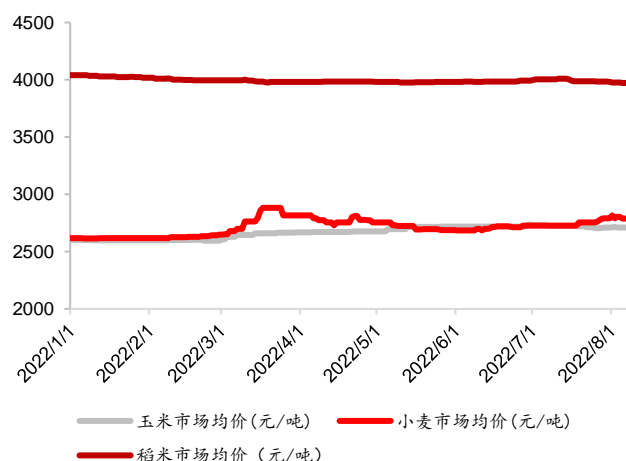
其中玉米市场均价 2692 元/吨、小麦 2754 元/吨、稻米 3980 元/吨，粮食价格持续高位将维持农民种植热情，支撑磷肥需求稳定增长。

图表 18 我国耕地面积稳中有增



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 19 粮食价格高位震荡

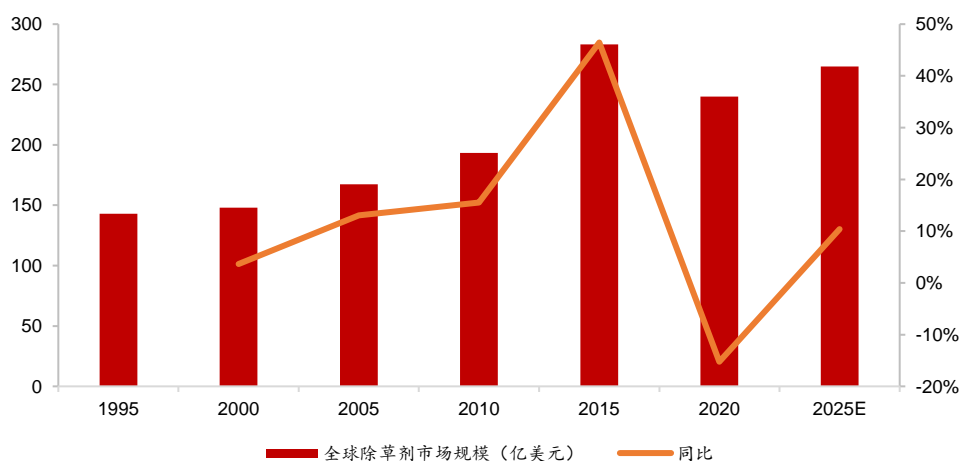


资料来源：iFinD、华安证券研究所

2.3 草甘膦：供给稳定，转基因作物种植为需求提供驱动力

草甘膦是一种有机磷除草剂，也是全球市场规模最大的除草剂品种。它是一种非选择性除草剂，上世纪 70 年代初由孟山都公司开发。草甘膦具有高效、广谱、低毒、安全等特点，所以被广泛用于橡胶、桑、茶、果园及甘蔗地。2020 年全球除草剂市场规模为 240 亿美元，1995—2015 年期间除草剂市场规模 CAGR 达到 3.5%。其中，草甘膦 2020 年市场规模 56 亿美元。

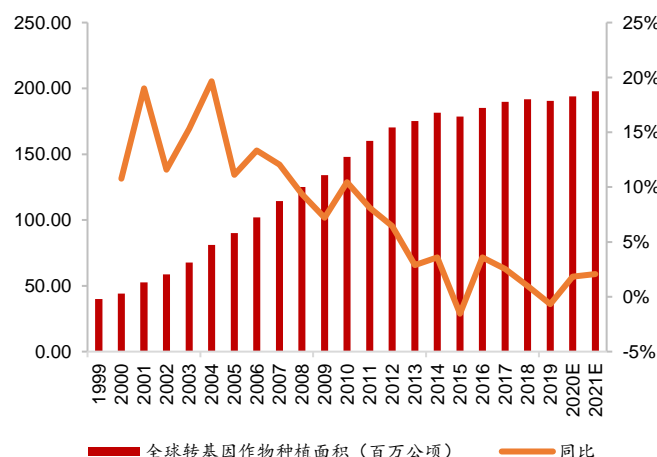
图表 20 全球除草剂市场规模



资料来源：Phillips McDougall、华安证券研究所

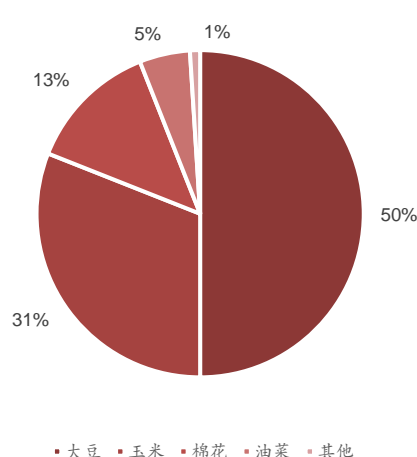
转基因作物种植面积增长，驱动草甘膦需求成长。转基因作物的大量推广和种植是草甘膦需求重要的成长动力。根据 iFinD 数据，2019 年全球转基因作物种植面积为 19000 万公顷，1999 年到 2019 年 CAGR 为 8.13%。转基因玉米自商业化后，其种植面积总体上呈稳步增长的趋势，2019 年全球转基因玉米的种植已达 6090 万公顷，占全球转基因作物种植面积的 31%。受疫情和地缘政治影响，全球各国提高了对粮食安全的重视，玉米作为全球第一大粮食作物，其种植面积将有所提升，从而带动草甘膦的需求量增加。

图表 21 转基因作物种植面积稳步增长



资料来源：iFinD、百川盈孚、华安证券研究所

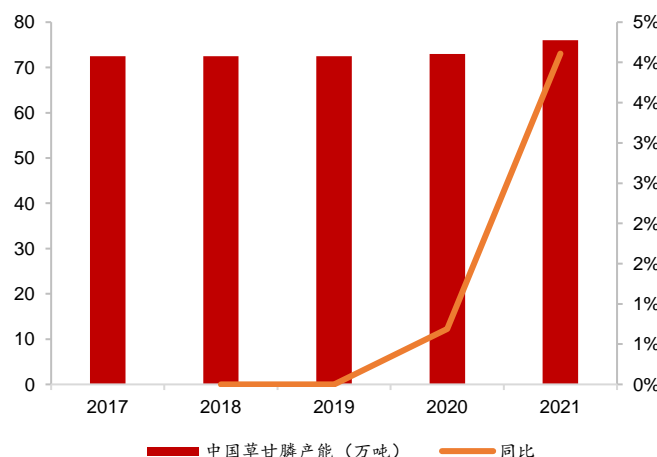
图表 22 全球转基因作物品类占比



资料来源：Phillips McDougall, 华安证券研究所

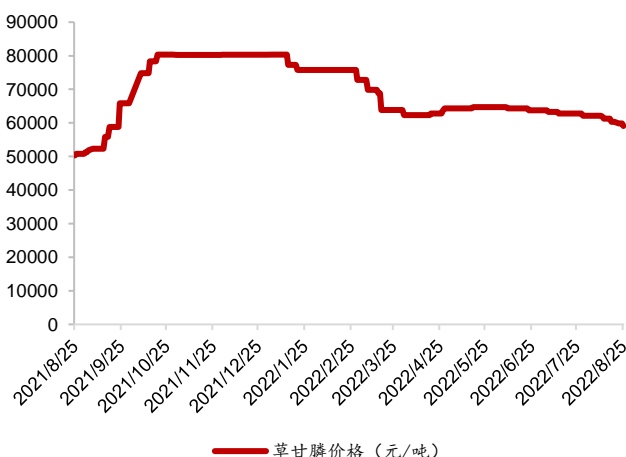
草甘膦产能稳定，价格有望维持可观水平。根据公司年报数据，2020 年全球草甘膦产能约为 110 万吨，其中美国孟山都拥有约 37 万吨，剩余产能主要集中在美国。根据百川盈孚数据，2021 年，我国草甘膦产能 76 万吨，同比增长 4.11%。2021 年，受下游需求旺盛、国家能耗双控政策、原材料价格上涨影响，草甘膦价格一度涨超 80000 元/吨；2022 年，草甘膦价格出现一定回落，但是在供给稳定、需求旺盛的格局下草甘膦价格有望维持较高水平。

图表 23 中国草甘膦产能较为稳定



资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表 24 草甘膦价格出现一定回落

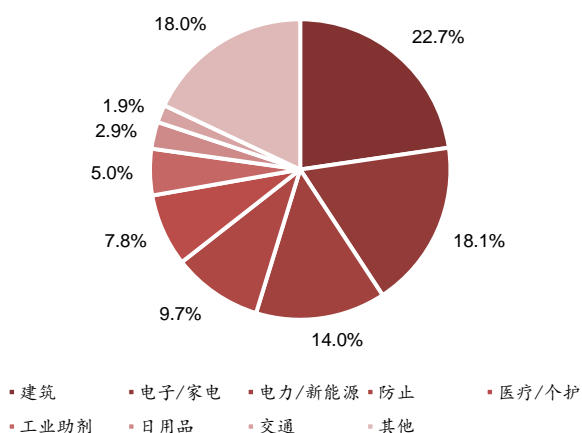


资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

2.4 有机硅：应用领域广阔，消费量将保持增长

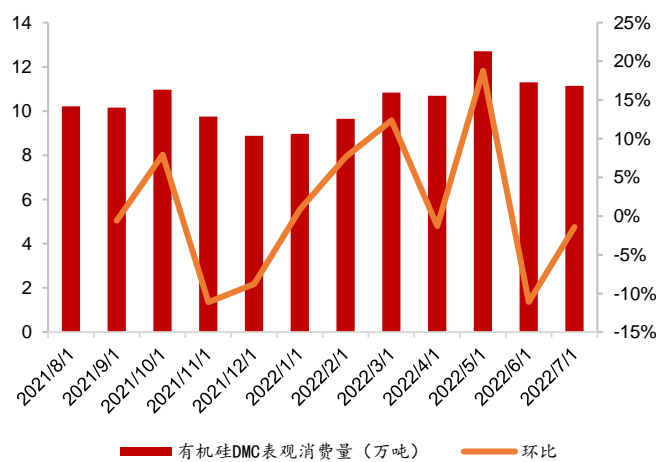
有机硅材料下游应用领域广泛，需求存在较大增长潜力。具有耐温性、耐候性、电气绝缘性等优异的性能，目前广泛应用在建筑、汽车、电力、医疗、新能源、通信电子等领域。有机硅材料以金属硅等为原料，先合成单体，再由水解工序制备 DMC、D4、110 生胶、107 胶等有机硅中间体，再进而制得各种各样的终端下游产品。根据百川盈孚数据，2022 年七月 DMC 表观消费量达 10.2 万吨。随着中国经济转型加快推进，有机硅下游应用领域逐步拓宽，预计未来几年我国有机硅消费量将继续保持快速增长态势。

图表 25 有机硅消费领域



资料来源：前瞻产业研究院、华安证券研究所

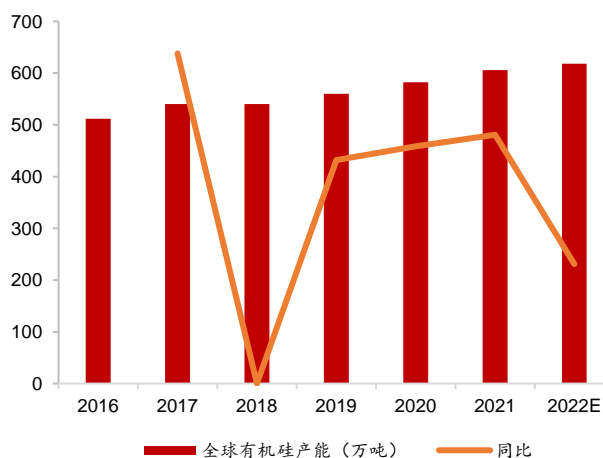
图表 26 有机硅 DMC 表观消费量



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

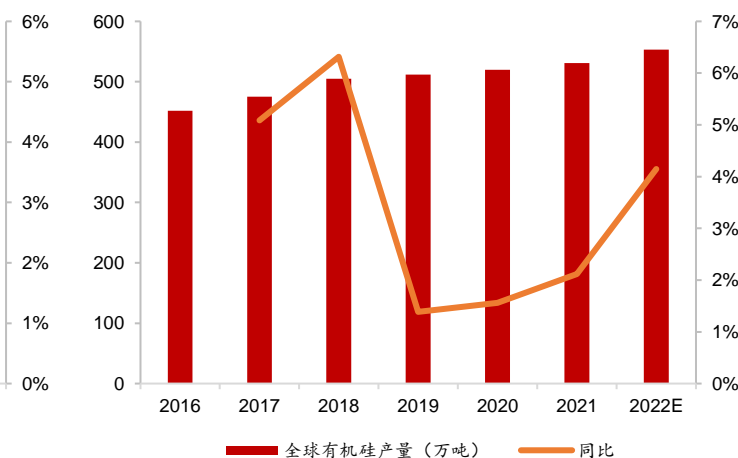
有机硅供给端持续增长。2016 年，全球有机硅产能为 512 万吨，产量为 452 万吨；2021 年，全球有机硅产能为 606 万吨，产量为 531 万吨；2016 年至 2021 年，全球有机硅产能和产量 CAGR 分别为 3.43% 和 3.27%。

图表 27 全球有机硅产能



资料来源：中商产业研究院、华安证券研究所

图表 28 全球有机硅产量



资料来源：中商产业研究院、华安证券研究所

2.5 湿电子化学品：半导体、光伏、显示面板共同驱动需求增长

湿电子化学品是超大规模集成电路、显示面板、太阳能电池等生产过程中不可缺少的、关键性基础化工材料之一。湿电子化学品质量要求高、产品更换快、附加值高、工艺环境清洁度高。湿电子化学品可分为通用性和功能性两种品类。通用湿电子化学品一般为单组分液体化学品，如酸、碱、有机溶剂等，可直接广泛使用。功能性湿电子是在一种或多种高纯试剂的基础上，加入有机溶剂、螯合剂、表面活性剂等化学品，包括蚀刻液、清洗液、显影液等。

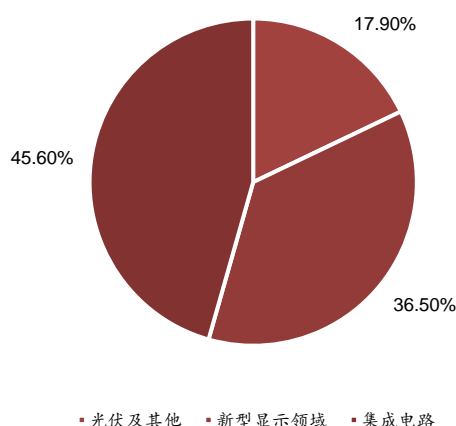
图表 29 湿电子化学品分为通用化学品和功能性化学品

湿电子化学品分类	类别	产品
通用化学品	酸类	氢氟酸
		硫酸
		磷酸
		硝酸
		乙酸
		乙二酸
	碱类	氢氧化铵
		氢氧化钾
		氢氧化钠
	有机溶剂	甲醇
		乙醇
		丙酮
		丁酮
		甲苯
	其他	过氧化氢
功能性化学品	复配类化学品	显影液
		蚀刻液
		清洗液
		剥离液

资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

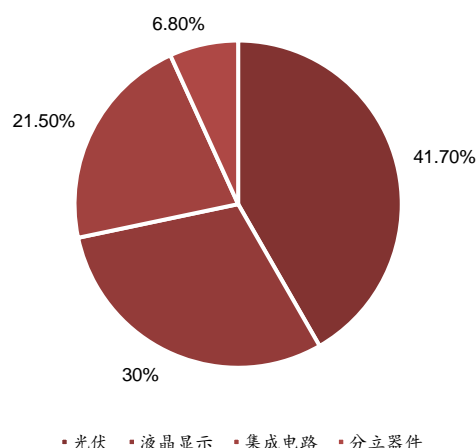
湿电子化学品下游主要用于集成电路、平板显示和光伏领域。在集成电路领域中，湿电子化学品主要用于半导体制造过程中的晶圆清洗、光刻、刻蚀等过程。平板显示领域中主要应用于薄膜制备过程中的清洗、光刻、刻蚀等环节；光伏领域主要应用于清洗制碱、清洗、刻蚀等。

图表 30 全球湿电子化学品需求结构



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

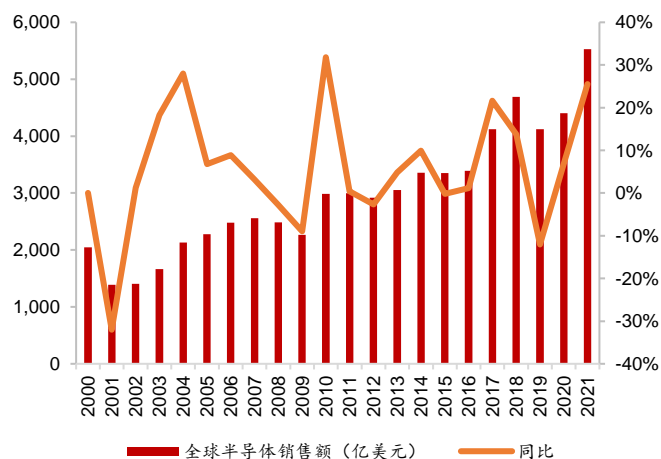
图表 31 中国湿电子化学品需求结构



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

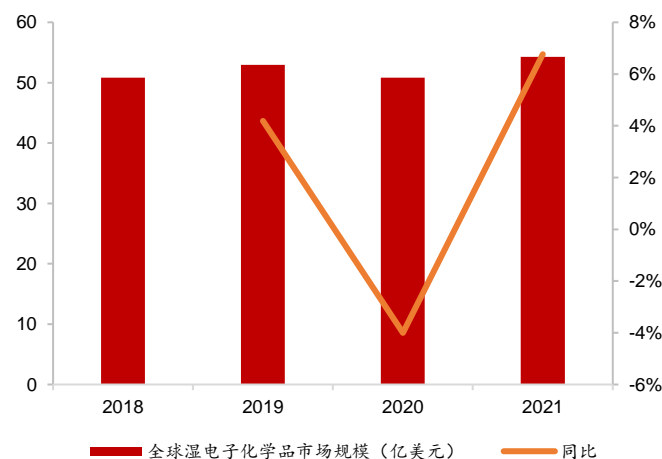
半导体、平板显示、光伏扩产，中国湿电子化学品下游需求强劲。半导体产业的快速发展，推动了湿电子化学品需求，根据 iFinD 数据，2021 年全球半导体销售额高达 5529.61 亿美元，同比增长 26%。2018 年，全球湿电子化学品市场规模为 50.83 亿美元，2021 年为 54.28 亿美元，CAGR 为 2.21%。

图表 32 全球半导体销售额



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 33 全球湿电子化学品市场规模



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

3 “矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”凸显产业链优势

3.1 坐拥丰富磷矿及水电资源，成本优势凸显

公司位于湖北省宜昌市，坐拥丰富磷矿资源。根据公司公告，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，荆州荆化磷矿探明储量为 2.89 亿吨；持有桥沟矿业 50% 股权，桥沟矿业磷矿探明储量为 1.88 亿吨；通过控股子公司远安吉星持有宜安实业 26% 股权，宜安实业磷矿探明储量 3.15 亿吨，公司权益储量达 7.7 亿吨。公司拥有磷矿石产能规模 415 万吨/年，在建后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程项目，计划 2022 年四季度建成投产。丰富的磷矿资源为公司发展磷化工产业提供了产业链一体化优势。

图表 34 公司磷矿资源丰富

公司	储量（亿吨）	持股比例	备注
兴发集团	4.29	-	-
荆州荆化	2.89	70%	处于探矿阶段
桥沟矿业	1.88	50%	处于探矿阶段
宜安实业	3.15	14%	已取得采矿许可证，目前处于采矿工程建设剪短
权益合计	7.694	-	-

资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表 35 国内主要企业磷矿石产能分布

企业	产能（万吨）	占比
贵州磷化集团	1750	26.25%
云天化	1450	21.75%
宜昌西部化工	500	7.50%
兴发集团	415	6.23%
湖北大峪口	300	4.50%
湖北宜化集团	193	2.90%
黄麦岭	120	1.80%
川发龙蟒	115	1.73%
鑫新实业	110	1.65%
马边中益	100	1.50%

资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

公司水电和光照资源构筑成本优势。根据公司公告，截至 2021 年底，公司建成水电站 32 座，总装机容量达到 17.84 万千瓦；建成分布式光伏电站 4 座，总装机容量 1264 千瓦。丰富的绿电资源能够为兴山区域化工生产提供成本低廉、供应稳定的电力保障，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 36 公司用电自给率高，用电成本低

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
自有水电站数量	25	31	32	32	32	32	32
总装机容量（万千瓦）	16.15	16.87	17.43	17.75	17.75	17.84	17.84
发电量（亿千瓦时）	5.43	6.34	3.92	3.92	6.94	6.98	6.98
总用电量（亿千瓦时）	7.17	7.72	6.69	7.48	7.92	8.42	8.31
用电自给率	75.73%	82.12%	58.59%	52.41%	87.63%	82.86%	83.96%
公司发电成本（元/千瓦时）	0.18	0.16	0.2	0.21	0.17	0.3	0.3
外购电均价（元/千瓦时）	0.4387	0.45	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42

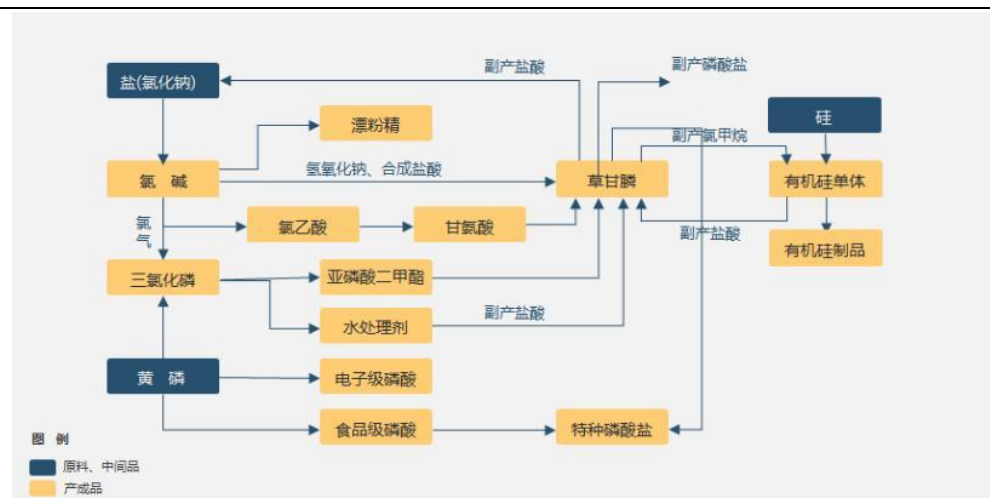
资料来源：公司公告、华安证券研究所

3.2 布局多个赛道，一体化优势明显

公司在黄磷和磷酸盐行业布局深厚。公司现有黄磷产能超过 16 万吨/年，公司黄磷产能主要自用，其中 80%左右用于生产精细磷酸盐，公司具有精细磷酸盐产能 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。

有机硅和草甘膦协同发展构筑一体化产业链优势。公司现有 23 万吨/年草甘膦产能，产能规模居全国第一。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。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，并形成下游 15 万吨/年硅橡胶、3 万吨/年密封胶、2 万吨/年硅油以及 5000 吨/年乙烯基硅油产能；公司控股孙公司内蒙兴发目前在建 40 万吨/年有机硅单体生产装置，计划 2023 年底建成。公司积极发展下游产品，光伏胶、气凝胶、硅胶囊等产品的开发和测试也取得进展。公司有机硅草甘膦协同发展，具体表现在：公司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，同时，有机硅装置可以有效消耗生产草甘膦副产品氯甲烷，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 37 公司磷硅盐协同发展



资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司与华友钴业签订合作框架，打造磷酸铁锂一体化产业链。2021 年 11 月，兴发集团与华友钴业签订合作框架协议，计划建设 50 万吨磷酸铁、50 万吨磷酸铁锂及相关配套项目。兴发集团磷矿石资源储备丰富，精细磷化工产业链成熟，生产磷酸铁所需精制磷酸、双氧水、液氮等原材料均已自身配套。合作方华友钴业参股澳大利亚公司 AVZ 公司 7.55% 的股权，AVZ 公司锂资源储备丰富，且品位较高。华友钴业也于 2021 年 12 月 23 日发布公告称收购津巴布韦前景锂矿公司 100% 股权的公告，该目标收购公司截至 2021 年 10 月碳酸锂当量资源量 190 万吨，氧化锂品位 1.06%，能够有效强化华友钴业的锂矿资源布局。兴发集团和华友钴业的合作，将双方优势互补，共同进军新能源产业链，对公司精细磷化工的转型升级和提升盈利水平有积极影响。

拟分拆控股子公司兴福电子至科创板上市，提升公司湿电子化学品竞争力。公司湿电子化学品高速发展，根据公告，兴福电子 4 万吨/年 IC 级硫酸项目相继投运；2 万吨/年电子级双氧水、2 万吨/年电子级蚀刻液、3000 吨/年电子级清洗剂等项目稳步推进，项目投产后将为公司贡献新的成长动力。产能规模居行业前列，产品质量总体处于国际先进水平，并得到大量下游半导体客户的认证，如台联电、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。2022 年 8 月 13 日，公司发布公告，拟分拆子公司湖北兴福电子材料股份有限公司至科创板上市，根据公司半年报披露，该事宜已于 8 月 26 日获得中国证监会核准批复。通过本次分拆，兴发集团将进一步实现业务聚焦，更加专注于磷矿石、磷酸盐等精细磷化工产品、草甘膦、有机硅产品及氯碱、二甲基亚砷、肥料产品等的生产、销售及相关化工产品的贸易业务；兴福电子将成为兴发集团旗下独立的电子化学品业务上市平台，强化兴福电子在电子化学品领域的竞争地位和竞争优势。

4 投资建议：

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 62.08、68.14、71.58 亿元，同比增速为 46.5%、9.8%、5.0%。当前股价对应 PE 分别为 7、7、6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示：

- （1）项目投产进度不及预期；
- （2）原材料价格大幅波动风险；
- （3）相关政策变动风险；
- （4）国际贸易风险；
- （5）环保政策风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022	2023	2024	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8697	12878	16233	19350	营业收入	23706	28304	30834	35481
现金	3198	7087	9704	11764	营业成本	15780	18560	20345	24296
应收账款	930	1537	1098	1898	营业税金及附加	203	239	261	301
其他应收款	362	-17	421	61	销售费用	264	444	412	489
预付账款	128	221	229	266	管理费用	361	431	475	544
存货	2394	2085	2815	3064	财务费用	531	314	287	196
其他流动资产	1685	1965	1966	2297	资产减值损失	-151	-68	-78	-82
非流动资产	25783	29312	33063	37366	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1955	2237	2528	2819	投资净收益	289	241	281	335
固定资产	16989	17626	19224	21765	营业利润	5889	7763	8412	8914
无形资产	2070	2184	2254	2337	营业外收入	43	0	0	0
其他非流动资产	4769	7265	9057	10446	营业外支出	554	0	0	0
资产总计	34481	42190	49296	56717	利润总额	5377	7763	8412	8914
流动负债	13412	12176	12013	11720	所得税	685	1062	1142	1201
短期借款	4052	2824	1384	-167	净利润	4693	6701	7269	7713
应付账款	3770	3456	4643	5092	少数股东损益	456	494	455	556
其他流动负债	5590	5897	5985	6795	归属母公司净利润	4237	6208	6814	7158
非流动负债	5477	8277	8277	8277	EBITDA	7486	8647	9290	9777
长期借款	4130	4130	4130	4130	EPS（元）	3.84	5.58	6.13	6.44
其他非流动负债	1348	4148	4148	4148					
负债合计	18890	20454	20290	19998					
少数股东权益	1555	2049	2503	3059					
股本	1112	1112	1112	1112					
资本公积	6467	6467	6467	6467					
留存收益	6457	12109	18923	26081					
归属母公司股东权	14036	19688	26502	33660					
负债和股东权益	34481	42190	49296	56717					

现金流量表				
会计年度	2021	2022	2023	2024
经营活动现金流	5337	7318	8756	8874
净利润	4702	6701	7269	7713
折旧摊销	1228	749	801	927
财务费用	456	346	358	293
投资损失	-289	-241	-281	-335
营运资金变动	-1360	-299	538	201
其他经营现金流	6662	7062	6802	7587
投资活动现金流	-1433	-4098	-4341	-4970
资本支出	-1355	-4043	-4317	-5000
长期投资	-123	-297	-306	-306
其他投资现金流	46	241	281	335
筹资活动现金流	-2567	670	-1798	-1844
短期借款	-2531	-1229	-1440	-1551
长期借款	529	0	0	0
普通股增加	-8	0	0	0
资本公积增加	559	0	0	0
其他筹资现金流	-1115	1898	-358	-293
现金净增加额	1329	3889	2617	2060

资料来源：公司公告，华安证券研究所

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	29.4%	19.4%	8.9%	15.1%
营业利润	665.2%	31.8%	8.4%	6.0%
归属于母公司净利	582.0%	46.5%	9.8%	5.0%
获利能力				
毛利率（%）	33.4%	34.4%	34.0%	31.5%
净利率（%）	17.9%	21.9%	22.1%	20.2%
ROE（%）	30.2%	31.5%	25.7%	21.3%
ROIC（%）	20.2%	19.6%	18.1%	16.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	54.8%	48.5%	41.2%	35.3%
净负债比率（%）	121.2%	94.1%	70.0%	54.5%
流动比率	0.65	1.06	1.35	1.65
速动比率	0.41	0.81	1.04	1.31
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.74	0.67	0.67
应收账款周转率	26.36	22.94	23.40	23.69
应付账款周转率	4.64	5.14	5.02	4.99
每股指标（元）				
每股收益	3.84	5.58	6.13	6.44
每股经营现金流	4.80	6.58	7.88	7.98
每股净资产	12.63	17.71	23.84	30.28
估值比率				
P/E	9.86	7.37	6.71	6.39
P/B	3.00	2.32	1.73	1.36
EV/EBITDA	6.72	5.97	5.12	4.50

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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。