

## 兴发集团 (600141.SH)

强烈推荐 (维持)

### 三季度业绩符合预期，成长板块业绩贡献显著增加

事件：公司发布 2022 年三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 49 亿~49.5 亿元，同比增长 96.98%-98.98%，扣非净利润 49.8 亿~50.3 亿元，同比增长 91.10%-93.02%；其中三季度单季实现归母净利润 12.5 亿~13 亿元，同比下降 3.5~7.2%，符合预期。

- 前三季度核心产品价格上涨明显，成长板块业绩显著增加。报告期内，受传统化工及农化行业周期性波动影响，公司草甘膦、磷矿石、黄磷等产品销售价格较去年同期大幅增长，盈利能力明显增强。公司积极把握市场机遇，科学组织生产经营，磷化工上下游一体化产业链优势得到较为充分的发挥。受益于食品加工、碳纤维、集成电路等新兴产业快速发展，公司食品添加剂、特种化学品、湿电子化学品等产品市场需求良好，盈利水平稳步提升，经营效益显著增加，业绩贡献占比已上升至接近三成。
- 三季度传统磷化工保持高景气度，有机硅价格下跌明显。三季度磷矿石、磷酸二铵市场均价环比分别上涨 25%、5%，草甘膦、磷酸一铵市场均价环比分别下跌 4.9%、15.2%，磷酸一铵产能规模较小，传统磷化工总体保持较高景气度，二甲基亚砷维持较高盈利水平。三季度有机硅 DMC 市场均价 2 万元/吨，环比下跌 19.6%，主要是行业新增供给较多，下游市场需求低迷。
- 加快推进重点项目建设，积极布局新能源新材料。公司 2 万吨/年二甲基亚砷、1 万吨/年二甲基二硫醚、5 万吨/年草甘膦、3.1 万吨/年功能性硅油等产品生产装置已于三季度建成，200 万吨/年后坪磷矿、2 万吨/年电子级双氧水、3 万吨/年电子级磷酸改造、550 吨/年有机硅微胶囊等项目将于四季度陆续建成投产，将为公司带来新的利润增长点。兴友科技新建 20 万吨/年磷酸铁及配套 10 万吨/年湿法精制磷酸项目一期预计 2023 年二季度建成，湖北兴瑞 8 万吨/年功能性硅橡胶项目、内蒙兴发 40 万吨/年有机硅单体等项目稳步推进。公司作为国内精细磷化工龙头企业，将不断完善上下游产业链一体化，加速推进自身磷基、硅基、微电子新材料和新能源产业发展。
- 维持“强烈推荐”投资评级。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 60.7 亿、68.4 亿、77.4 亿元，EPS 分别为 5.46、6.15、6.96 元，当前股价对应 PE 分别为 6.0、5.3、4.7 倍，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：产品价格下跌、原材料价格上涨、新项目投产不及预期。

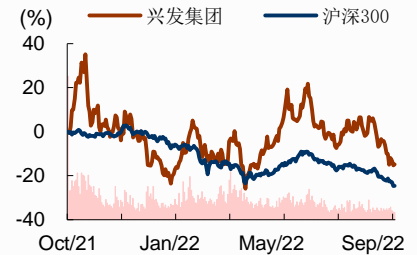
周期/化工  
目标估值：NA  
当前股价：32.84 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	111172
已上市流通股 (万股)	110097
总市值 (亿元)	365
流通市值 (亿元)	362
每股净资产 (MRQ)	15.1
ROE (TTM)	40.1
资产负债率	50.1%
主要股东	宜昌兴发集团有限责任公司
主要股东持股比例	19.38%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-19	-11	-18
相对表现	-10	-2	7



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《兴发集团 (600141) —磷化工高景气推动业绩高速增长，加快布局新能源新材料》2022-08-30
- 《兴发集团 (600141) —二季度业绩超预期，磷化工龙头价值凸显》2022-07-05
- 《兴发集团 (600141) —国内磷化工优质龙头，有望迎来价值重估》2022-05-05

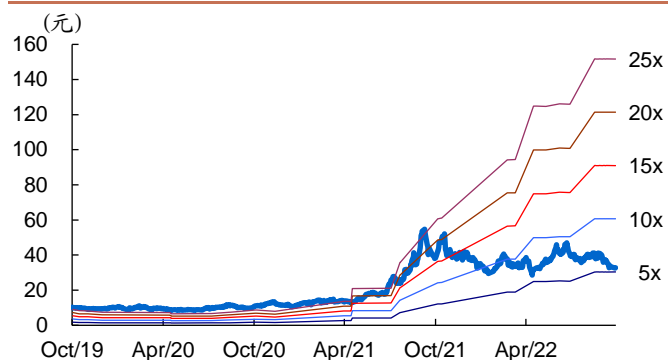
周铮 S1090515120001  
✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn  
曹承安 S1090520080002  
✉ caocheng'an@cmschina.com.cn

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	18390	23706	27559	30807	35312
同比增长	2%	29%	16%	12%	15%
营业利润(百万元)	766	5889	8232	9214	10375
同比增长	60%	669%	40%	12%	13%
归母净利润(百万元)	618	4237	6068	6835	7742
同比增长	107%	585%	43%	13%	13%
每股收益(元)	0.56	3.81	5.46	6.15	6.96
PE	59.0	8.6	6.0	5.3	4.7
PB	3.8	2.6	1.9	1.5	1.2

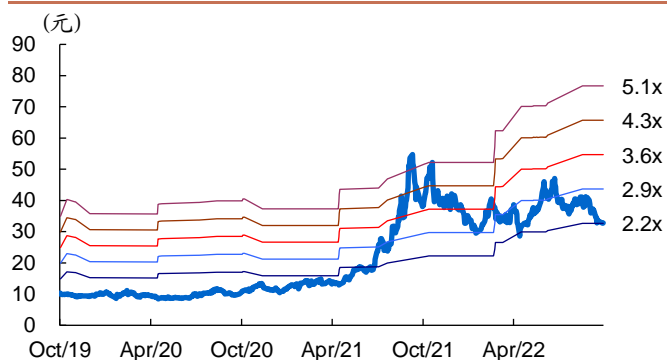
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 兴发集团历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 兴发集团历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6689	8697	7978	12371	18721
现金	2182	3198	1817	5443	10737
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	0	1	1	1	2
应收款项	889	930	1059	1184	1357
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	1506	2394	2583	2927	3395
其他	2111	2174	2517	2816	3229
<b>非流动资产</b>	23729	25783	26809	27875	28974
长期股权投资	1650	1955	1955	1955	1955
固定资产	15619	16989	18359	19728	21097
无形资产商誉	2846	2939	2645	2381	2143
其他	3614	3900	3851	3811	3780
<b>资产总计</b>	<b>30417</b>	<b>34481</b>	<b>34787</b>	<b>40245</b>	<b>47695</b>
<b>流动负债</b>	13346	13412	7554	7262	8187
短期借款	6619	4052	970	0	0
应付账款	3383	3899	4222	4783	5549
预收账款	870	751	813	921	1068
其他	2474	4710	1549	1558	1569
<b>长期负债</b>	6127	5477	5477	5477	5477
长期借款	3898	4130	4130	4130	4130
其他	2229	1348	1348	1348	1348
<b>负债合计</b>	<b>19473</b>	<b>18890</b>	<b>13031</b>	<b>12739</b>	<b>13664</b>
股本	1119	1112	1112	1112	1112
资本公积金	5906	6410	6410	6410	6410
留存收益	2567	6514	12026	17041	22733
少数股东权益	1351	1555	2208	2943	3776
归属于母公司所有者权益	9593	14036	19548	24563	30254
<b>负债及权益合计</b>	<b>30417</b>	<b>34481</b>	<b>34787</b>	<b>40245</b>	<b>47695</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2459	5345	6940	7707	8571
净利润	595	4693	6720	7571	8575
折旧摊销	0	0	343	304	270
财务费用	0	0	473	248	183
投资收益	0	0	(327)	(327)	(327)
营运资金变动	1864	652	(275)	(93)	(136)
其它	0	0	5	5	7
<b>投资活动现金流</b>	(1133)	(1433)	(1043)	(1043)	(1043)
资本支出	(1039)	(1390)	(1371)	(1371)	(1371)
其他投资	(93)	(43)	327	327	327
<b>筹资活动现金流</b>	(954)	(2567)	(7278)	(3038)	(2234)
借款变动	(1146)	(1335)	(6248)	(970)	0
普通股增加	91	(8)	0	0	0
资本公积增加	720	503	0	0	0
股利分配	(103)	(280)	(556)	(1820)	(2051)
其他	(516)	(1447)	(473)	(248)	(183)
<b>现金净增加额</b>	<b>372</b>	<b>1345</b>	<b>(1381)</b>	<b>3626</b>	<b>5294</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	18390	23706	27559	30807	35312
营业成本	15924	15780	17087	19359	22458
营业税金及附加	153	203	237	264	303
营业费用	200	264	307	343	394
管理费用	302	361	420	470	538
研发费用	374	862	1002	1120	1284
财务费用	612	531	473	248	183
资产减值损失	(181)	(142)	(128)	(115)	(104)
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	31	38	38	38	38
投资收益	88	289	289	289	289
<b>营业利润</b>	766	5889	8232	9214	10375
营业外收入	50	43	43	43	43
营业外支出	117	554	554	554	554
<b>利润总额</b>	699	5377	7720	8703	9863
所得税	105	685	1000	1132	1288
少数股东损益	(24)	456	653	735	833
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>618</b>	<b>4237</b>	<b>6068</b>	<b>6835</b>	<b>7742</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	2%	29%	16%	12%	15%
营业利润	60%	669%	40%	12%	13%
归母净利润	107%	585%	43%	13%	13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.4%	33.4%	38.0%	37.2%	36.4%
净利率	3.4%	17.9%	22.0%	22.2%	21.9%
ROE	6.9%	35.9%	36.1%	31.0%	28.2%
ROIC	5.1%	22.5%	28.0%	28.0%	26.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.0%	54.8%	37.5%	31.7%	28.6%
净负债比率	37.9%	32.9%	14.7%	10.3%	8.7%
流动比率	0.5	0.6	1.1	1.7	2.3
速动比率	0.4	0.5	0.7	1.3	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	8.8	8.1	6.9	7.0	7.1
应收账款周转率	19.9	26.0	27.7	27.4	27.8
应付账款周转率	5.1	4.3	4.2	4.3	4.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.56	3.81	5.46	6.15	6.96
每股经营净现金	2.21	4.81	6.24	6.93	7.71
每股净资产	8.63	12.63	17.58	22.09	27.21
每股股利	0.25	0.50	1.64	1.84	2.09
<b>估值比率</b>					
PE	59.0	8.6	6.0	5.3	4.7
PB	3.8	2.6	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	36.2	7.8	5.5	5.1	4.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周铮：**招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**曹承安：**招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

**赵晨曦：**招商证券化工行业研究员。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

**连莹：**招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

**姚姿宇：**招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。