

兴发集团 (600141.SH)

强烈推荐 (维持)

全年业绩基本符合预期，成长板块效益显著增加

事件：公司发布 2022 年度业绩预告，预计全年实现归母净利润 58 亿~60 亿元，同比增长 36.58%-41.29%，扣非净利润 60.4 亿~62.4 亿元，同比增长 34.58%-39.04%；其中四季度单季实现归母净利润 8.9 亿~10.9 亿元，环比下降 29.4%~13.5%。

- 全年核心产品价格总体上涨，成长板块效益显著增加。报告期内，受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同比实现不同程度增长，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，“矿电磷一体化”、“磷硅盐协同”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、湿电子化学品等偏成长型产品市场需求良好，营收规模稳健增长，经营效益显著增加，业绩贡献占比达到三成。
- 四季度磷化工景气度有所下降，有机硅市场底部运行。四季度黄磷、六偏磷酸钠、三聚磷酸钠市场均价环比分别上涨 2.2%、3.8%、18.9%，草甘膦、磷矿石、磷酸一铵、磷酸二铵市场均价环比分别下跌 15.0%、0.7%、9.2%、10.7%，公司磷肥产能规模较小，传统磷化工核心产品景气度总体有所下降。四季度有机硅 DMC 市场均价 1.75 万元/吨，环比下跌 11.9%，主要是行业新增供给较多，下游市场需求低迷，目前有机硅市场基本进入底部区域。
- 持续推进重点项目建设，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四季度陆续建成投产。兴发科技新建 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 年上半年建成，内蒙兴发 40 万吨/年有机硅单体项目预计 2023 年底建成，湖北兴瑞公司 8 万吨/年功能性硅橡胶项目在建、40 万吨/年有机硅项目启动建设。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 59.1 亿、65.0 亿、72.1 元，EPS 分别为 5.31、5.85、6.48 元，当前股价对应 PE 分别为 5.6、5.1、4.6 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。

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	30230	32036	35609
同比增长	2%	29%	28%	6%	11%
营业利润(百万元)	766	5889	8027	8786	9689
同比增长	60%	669%	36%	9%	10%
归母净利润(百万元)	618	4237	5908	6500	7206
同比增长	107%	585%	39%	10%	11%
每股收益(元)	0.56	3.81	5.31	5.85	6.48
PE	53.3	7.8	5.6	5.1	4.6
PB	3.4	2.3	1.7	1.4	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

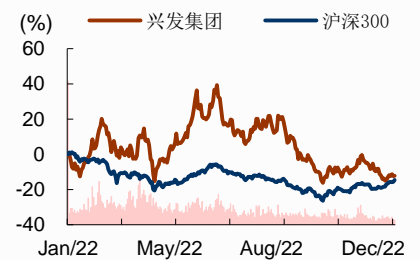
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：29.62 元

基础数据

总股本(万股)	111167
已上市流通股(万股)	110542
总市值(亿元)	329
流通市值(亿元)	327
每股净资产(MRQ)	17.3
ROE(TTM)	34.6
资产负债率	50.8%
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	-9	-25	-16
相对表现	-12	-19	-1



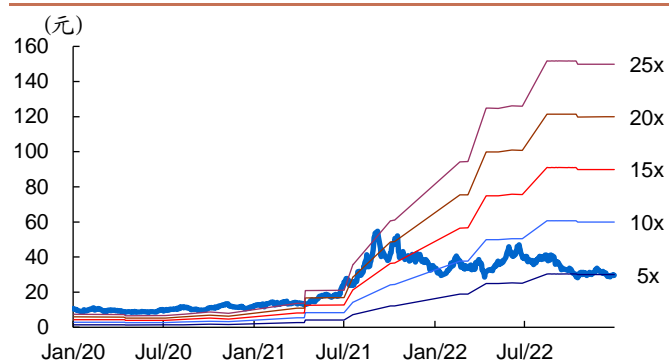
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《兴发集团 (600141) 一三季度业绩符合预期，成长板块业绩贡献显著增加》2022-10-12
- 《兴发集团 (600141) 一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) 一二季度业绩超预期，磷化工龙头价值凸显》2022-07-05

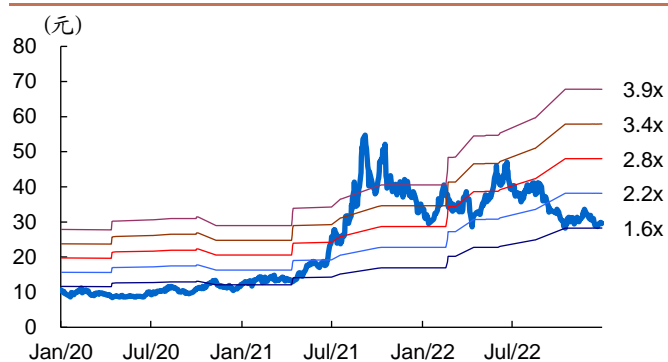
周铮 S1090515120001
 zhousheng3@cmschina.com.cn
 曹承安 S1090520080002
 caochengan@cmschina.com.cn

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
流动资产	6689	8697	8875	12336	18013
现金	2182	3198	1955	5007	9840
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	1162	1231	1368
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	1506	2394	2988	3162	3540
其他	2111	2174	2769	2934	3263
非流动资产	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
资产总计	30417	34481	35685	40211	46987
流动负债	13346	13412	8629	7728	8472
短期借款	6619	4052	1246	0	0
应付账款	3383	3899	4883	5169	5785
预收账款	870	751	940	995	1114
其他	2474	4710	1559	1563	1573
长期负债	6127	5477	5477	5477	5477
长期借款	3898	4130	4130	4130	4130
其他	2229	1348	1348	1348	1348
负债合计	19473	18890	14106	13205	13950
股本	1119	1112	1112	1112	1112
资本公积金	5906	6410	6410	6410	6410
留存收益	2567	6514	11866	16594	21850
少数股东权益	1351	1555	2191	2890	3665
归属于母公司所有者权益	9593	14036	19388	24116	29372
负债及权益合计	30417	34481	35685	40211	46987

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2459	5345	6810	7370	8015
净利润	595	4693	6543	7200	7981
折旧摊销	0	0	343	304	270
财务费用	0	0	481	257	188
投资收益	0	0	(327)	(327)	(327)
营运资金变动	1864	652	(239)	(67)	(103)
其它	0	0	8	3	6
投资活动现金流	(1133)	(1433)	(1043)	(1043)	(1043)
资本支出	(1039)	(1390)	(1371)	(1371)	(1371)
其他投资	(93)	(43)	327	327	327
筹资活动现金流	(954)	(2567)	(7010)	(3276)	(2138)
借款变动	(1146)	(1335)	(5973)	(1246)	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)	(1772)	(1950)
其他	(516)	(1447)	(481)	(257)	(188)
现金净增加额	372	1345	(1243)	3052	4833

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	18390	23706	30230	32036	35609
营业成本	15924	15780	19764	20919	23415
营业税金及附加	153	203	259	275	306
营业费用	200	264	337	357	397
管理费用	302	361	461	488	543
研发费用	374	862	1099	1165	1295
财务费用	612	531	481	257	188
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
营业利润	766	5889	8027	8786	9689
营业外收入	50	43	43	43	43
营业外支出	117	554	554	554	554
利润总额	699	5377	7515	8274	9177
所得税	105	685	972	1074	1196
少数股东损益	(24)	456	636	699	775
归属于母公司净利润	618	4237	5908	6500	7206

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	2%	29%	28%	6%	11%
营业利润	60%	669%	36%	9%	10%
归母净利润	107%	585%	39%	10%	11%
获利能力					
毛利率	13.4%	33.4%	34.6%	34.7%	34.2%
净利率	3.4%	17.9%	19.5%	20.3%	20.2%
ROE	6.9%	35.9%	35.3%	29.9%	26.9%
ROIC	5.1%	22.5%	27.3%	26.9%	25.0%
偿债能力					
资产负债率	64.0%	54.8%	39.5%	32.8%	29.7%
净负债比率	37.9%	32.9%	15.1%	10.3%	8.8%
流动比率	0.5	0.6	1.0	1.6	2.1
速动比率	0.4	0.5	0.7	1.2	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.9	0.8	0.8
存货周转率	8.8	8.1	7.3	6.8	7.0
应收账款周转率	19.9	26.0	28.9	26.7	27.4
应付账款周转率	5.1	4.3	4.5	4.2	4.3
每股资料(元)					
EPS	0.56	3.81	5.31	5.85	6.48
每股经营净现金	2.21	4.81	6.13	6.63	7.21
每股净资产	8.63	12.63	17.44	21.69	26.42
每股股利	0.25	0.50	1.59	1.75	1.94
估值比率					
PE	53.3	7.8	5.6	5.1	4.6
PB	3.4	2.3	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	34.3	7.4	5.3	5.1	4.7

资料来源：公司数据、招商证券

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。