

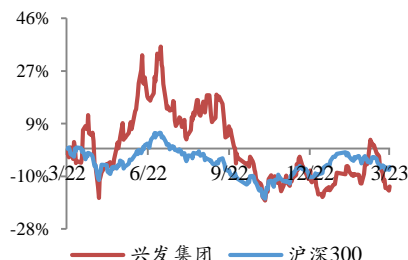
## 全年业绩创新高，磷硅新材料打开成长空间

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-21

收盘价（元）	29.99
近 12 个月最高/最低（元）	47.00/28.27
总股本（百万股）	1,112
流通股本（百万股）	1,105
流通股比例（%）	99.44
总市值（亿元）	333
流通市值（亿元）	332

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 联系人：刘天文

执业证书号：S0010122070031

电话：18811321533

邮箱：liutw@hazq.com

### 相关报告

1. 全年业绩同比高增，新材料打开盈利空间 2023-01-16

2. 持续加码湿电子化学品，成长板块蓄势待发 2022-12-28

3. Q3 业绩符合预期，新能源新材料蓄势待发 2022-11-01

### 主要观点：

#### ● 事件描述

3月20日晚间，公司发布2022年年报，2022年公司实现归母净利润58.52亿元，同比增长36.67%，实现扣非归母净利润60.53亿元，同比增长35.42%。

#### ● 全年业绩创历史新高，磷化工一体化优势明显

2022年，公司实现归母净利润58.52亿元，同比增长36.67%，实现扣非归母净利润60.53亿元，同比增长35.42%，全年盈利增速较快，主要是受农化行业周期性波动影响，公司草甘膦、磷矿石、黄磷等核心产品销售价格同比均实现不同程度增长，盈利能力明显增强。同时，公司“矿电磷一体化”、“磷硅盐协同”产业链一体化布局完善，资源、降本、协同优势显著，传统业务规模稳步增长，公司盈利能力进一步提升。单季度来看，2022Q4，公司实现归母净利润9.40亿元，同比降低46.25%，环比降低25.46%；实现扣非归母净利润10.57亿元，同比降低43.81%，环比降低18.13%。公司四季度归母净利润环比降低，主要是四季度大宗原材料产品价格下行，公司黄磷、草甘膦、有机硅等核心产品均有所下跌。短期来看，公司的整体盈利能力主要取决于上游原材料价格走势；中长期来看，公司凭借规模化和完善一体化的产业链优势、成本的优化以及湿电子化学品和锂电新材料等产品打开销量，有望提升公司护城河，逐步提升盈利能力。

#### ● 持续加码有机硅、湿电子化学品和锂电新能源，成长板块蓄势待发

**有机硅：**公司550吨/年有机硅微胶囊等项目于四季度陆续建成投产，在建内蒙兴发40万吨/年有机硅单体项目预计2023年底建成。同时，湖北兴瑞8万吨/年功能性硅橡胶项目在建、40万吨/年有机硅新材料项目启动建设，强化了公司有机硅上下游的一体化进程。**湿电子化学品：**2022年8月13日，公司公告拟分拆兴福电子上市，分拆后将作为独立电子化学品业务平台，加速公司湿电子化学品业务发展。2022年12月28日，公司公告以自筹资金投资8.8亿元建设上海兴福电子化学品专区项目，包括4万吨/年超高纯电子化学品项目5.7亿元（3万吨/年电子级硫酸装置及配套工程，1万吨/年电子级功能性化学品装置及配套工程，公用工程等），投产后有望打开成长第二曲线。**锂电新材料：**随着新能源汽车产量逐步提升，磷酸铁锂装机量比例提升，公司抓住机遇，开拓锂电新材料领域。公司在建20万吨/年磷酸铁及配套10万吨/年湿法磷酸精制技术改造项目，预计2023年6月建成投产，同时，湖北磷氟锂业10万吨/年磷酸二氢锂项目也在稳步推进中。

#### ● 投资建议

公司作为磷化工+硅化工行业的领先企业，凭借优异的成本管控能力和

一体化布局的原料自给优势，成功实现了多业务共同发展的业务模式，盈利能力稳步提升。同时，公司积极开拓新业务，湿电子化学品和新能源材料陆续放量，有望为公司带来新的业绩增量。考虑到近期公司磷化工和硅化工行业下调，相关产品价格均有所回落，公司盈利能力短期承压。因此，我们调整预计公司2023年-2025年分别实现营业收入268.55、338.80、381.91亿元，实现归母净利润45.02、55.70、64.99亿元（2023-2024年前值为：68.14、71.58亿元），对应PE分别为7、6、5倍。维持公司“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）下游需求不及预期；
- （6）行业竞争加剧。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30311	26855	33880	38191
收入同比（%）	26.8%	-11.4%	26.2%	12.7%
归属母公司净利润	5852	4502	5570	6499
净利润同比（%）	36.7%	-23.1%	23.7%	16.7%
毛利率（%）	35.6%	28.7%	28.3%	28.7%
ROE（%）	28.8%	18.2%	18.3%	17.6%
每股收益（元）	5.31	4.05	5.01	5.85
P/E	5.46	7.28	5.88	5.04
P/B	1.59	1.32	1.08	0.89
EV/EBITDA	3.88	5.43	3.94	3.13

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 全年业绩创新高，毛利率继续提升 .....	6
2 “磷+硅”产业链优势显著，一体化布局增厚公司业绩.....	7
2.1 磷化工板块：一体化布局优势显著，盈利水平提升 .....	7
2.1.1 磷矿石及黄磷板块.....	8
2.1.2 草甘膦板块 .....	10
2.1.3 磷肥板块 .....	12
2.2 有机硅板块：行业有望触底回升，公司扩产加快抢占市场 .....	14
2.3 湿电子化学品板块：公司加码布局，有望受益于国产替代浪潮 .....	16
3 增量业务丰富，未来增长可期.....	18
3.1 投建湿电子化学品项目，成长板块蓄势待发 .....	18
3.2 新产能有序投产，加速布局新能源锂电板块.....	19
4 注重研发投入，股权激励提振信心 .....	20
4.1 注重创新，研发投入持续加码 .....	20
4.2 推出股权激励计划，彰显公司发展决心 .....	21
5 投资建议 .....	22
风险提示： .....	22
财务报表与盈利预测 .....	23

## 图表目录

图表 1 公司营收变化情况 .....	6
图表 2 公司归母净利润变化情况 .....	6
图表 3 公司毛利率、净利率变化情况 .....	7
图表 4 公司期间费用率变化情况 .....	7
图表 5 公司现金流变化情况 .....	7
图表 6 公司资产负债率变化情况 .....	7
图表 7 磷化工产业链全景 .....	8
图表 8 公司磷矿石及黄磷业务营收情况 .....	9
图表 9 公司磷矿石及黄磷业务毛利率情况 .....	9
图表 10 公司磷矿石产销量 .....	9
图表 11 公司磷矿石库存情况 .....	9
图表 12 磷矿石价格 .....	9
图表 13 公司黄磷产销量 .....	9
图表 14 黄磷价格 .....	10
图表 15 公司黄磷库存量 .....	10
图表 16 黄磷行业开工率 .....	10
图表 17 公司草甘膦业务营收情况 .....	11
图表 18 公司草甘膦业务毛利率情况 .....	11
图表 19 公司草甘膦产销量 .....	11
图表 20 公司草甘膦库存情况 .....	11
图表 21 草甘膦价格 .....	11
图表 22 草甘膦企业开工率 .....	11
图表 23 草甘膦行业工厂库存情况 .....	12
图表 24 公司磷肥业务营收情况 .....	12
图表 25 公司磷肥业务毛利率情况 .....	12
图表 26 公司磷肥产销量 .....	13
图表 27 磷肥库存情况 .....	13
图表 28 磷肥价格 .....	13
图表 29 磷肥开工率 .....	13
图表 30 磷肥行业工厂库存情况 .....	13
图表 31 公司有机硅业务营收情况 .....	14
图表 32 公司有机硅业务毛利率情况 .....	14
图表 33 公司有机硅产销量 .....	15
图表 34 有机硅（DMC）价格 .....	15
图表 35 公司有机硅库存情况 .....	15
图表 36 有机硅开工率 .....	15
图表 37 有机硅中间体工厂库存情况 .....	16
图表 38 2021 年中国湿电子化学品下游应用结构 .....	17

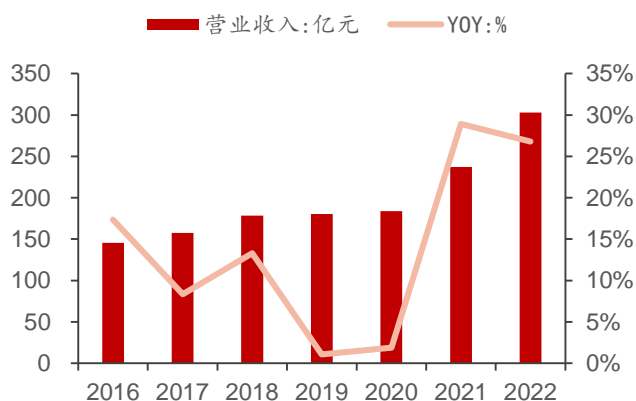
图表 39 电子湿化学品技术标准.....	17
图表 40 全球湿电子化学品市场规模 .....	17
图表 41 中国湿电子化学品市场规模.....	17
图表 42 公司电子化学品营收情况 .....	18
图表 43 公司电子化学品业务毛利率情况.....	18
图表 44 公司湿电子化学品产能规划表.....	18
图表 45 公司新材料新增产能规划表 .....	19
图表 46 公司研发费用 .....	20
图表 47 公司 2022 年新增专利.....	21
图表 48 激励对象拟获授的限制性股票分配情况 .....	22

## 1 全年业绩创新高，毛利率继续提升

3月20日,兴发集团发布2022年年报。据公告,2022年公司共实现营收303.11亿元,同比增加26.81%;实现毛利107.94亿元,同比增加34.85%;实现归母净利润58.52亿元,同比增加36.67%;整体毛利率35.61%,同比增加6.51个百分点;整体净利率为22.42%,同比增加13.27个百分点;三项费用率为7.82%(同比下降8.41个百分点),销售费用率、管理费用率(含研发费用)、财务费用率分别为1.13%、5.66%、1.04%,其中研发费用率为4.07%(同比上升0.43个百分点),公司一直注重研发投入,提高技术壁垒。经营活动现金流净额为68.84亿元,同比增加28.80%;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为23.64亿元,同比增长70.03%,投资强度显著增强;存货周转天数为45.33天,同比上升0.84天,经营效率保持较好。公司通过长期金融负债置换短期金融负债不断压缩负债规模,优化资产负债结构,提高资本运作能力,为公司高质量发展赋能,2022年末公司资产负债率已降至48.73%。

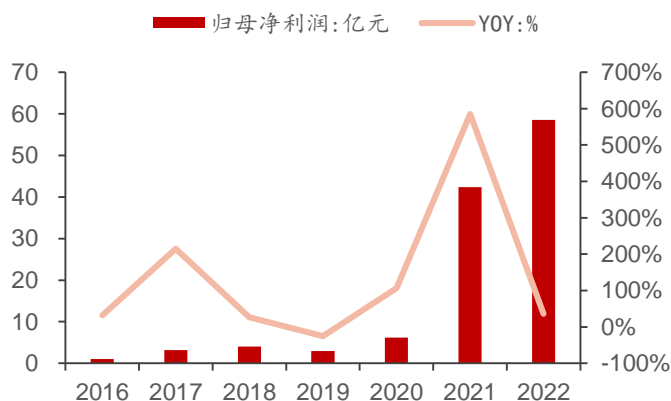
2022年Q1-Q4公司分别实现归母净利润17.2、19.30、12.61及9.40亿元,同比增长384.92%、145.56%、-6.36%及-46.07%,Q2-Q4分别环比增长12.26%、-34.68%、-26.46%。公司三、四季度业绩有所承压,主要受到行业供给增加的影响,黄磷、草甘膦、有机硅等核心产品价格回落所致。根据百川盈孚的数据,2022Q4草甘膦、磷矿石、有机硅市场均价分别为5.18万元/吨、1041.65元/吨、1.76万元/吨,环比-14.68%、-0.7%、-11.78%。全年来看,虽然农化行业周期性波动,但公司草甘膦、磷矿石、黄磷等核心产品销售价格较2021年仍实现不同程度增长,盈利水平显著升高。公司积极布局完善“矿电磷一体化”、“磷硅盐协同”产业链,有效控制了产品成本,还不断加码湿电子化学品、高端有机硅等领域,提升了公司的盈利水平。

图表1 公司营收变化情况



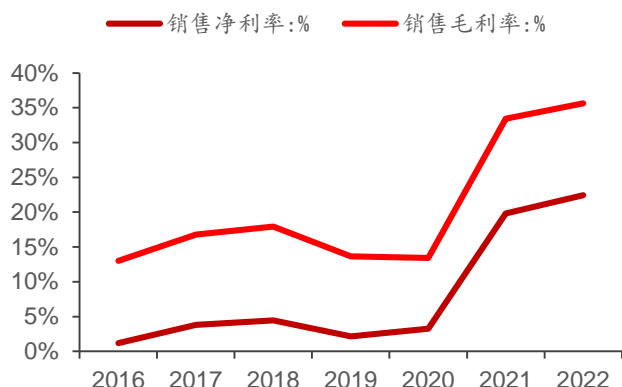
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表2 公司归母净利润变化情况



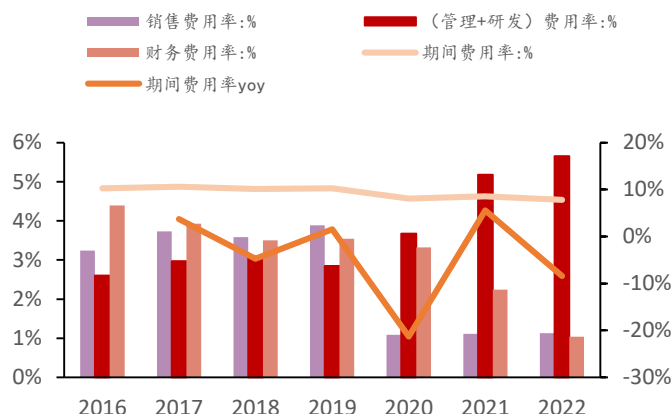
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利率、净利率变化情况



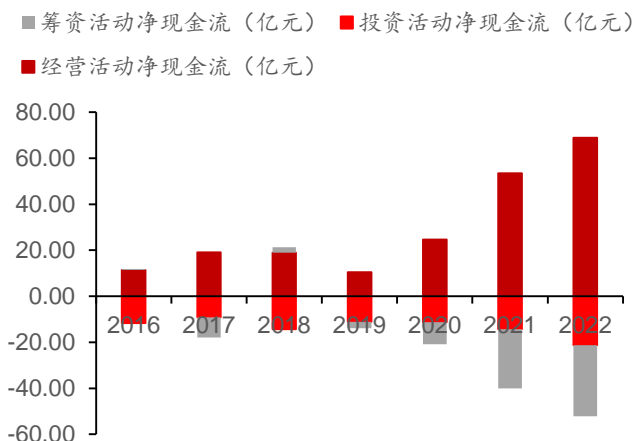
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 4 公司期间费用率变化情况



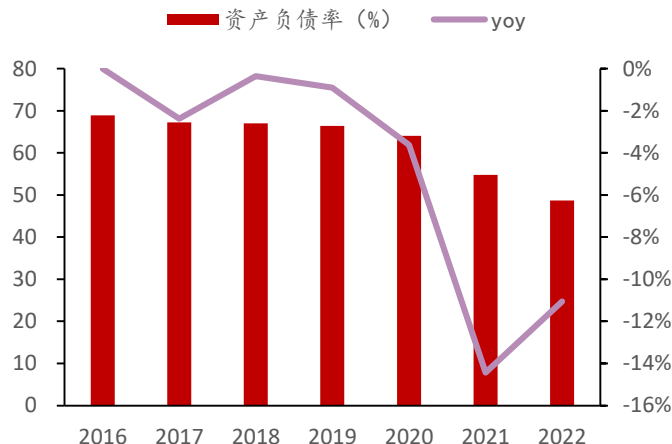
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 5 公司现金流变化情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 6 公司资产负债率变化情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

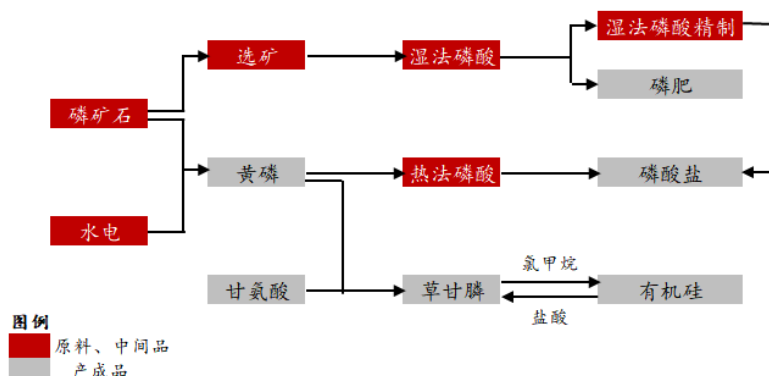
## 2 “磷+硅”产业链优势显著，一体化布局增厚公司业绩

### 2.1 磷化工板块：一体化布局优势显著，盈利水平提升

公司“矿电磷一体化”、“磷硅盐协同”产业链一体化布局完善，优势显著。公司以丰富的磷矿资源为基础，双向多元化延伸产业链结构，目前已经形成包括磷矿石、黄磷、草甘膦、精细磷酸盐以及磷肥等多产品在内的磷化工一体化平台。同时，公司自有 32 座水电站和 4 个分布式光伏电站，总装机容量分别达到 17.84 万千瓦和 1264 千瓦，丰富的低成本电力资源为公司带来显著的降本优势。丰富的产业链结构和较强的控本能力，为稳固公司盈利能力打下坚实基础。



图表 7 磷化工产业链全景



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 2.1.1 磷矿石及黄磷板块

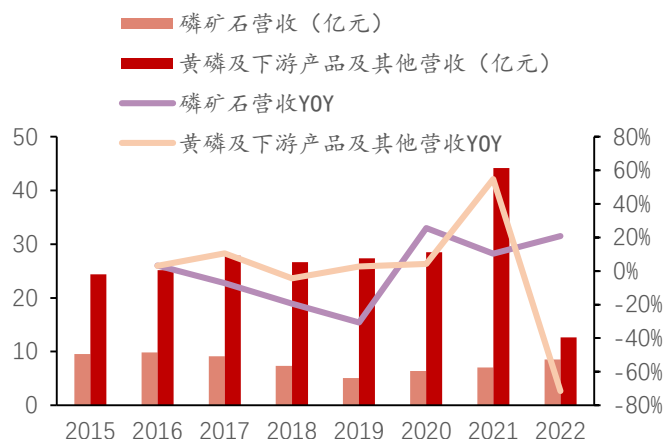
2022 全年公司磷矿石及黄磷板块分别实现营收 8.55 亿元、12.64 亿元，分别同比增长 20.99%和 158.27%；分别实现毛利率 73.93%和 35.47%，同比增加 18.91pct 和减少 2.02pct。全年公司磷矿石板块销量为 147.73 万吨，同比下降 40.84%，主要系报告期内磷矿石价格上涨，公司降低外部采购量，扩大了自用量；产量为 291.41 万吨，库存为 46.85 万吨。全年公司黄磷板块销量为 4.31 万吨，同比增长 112.82%；产量为 12.30 万吨，库存为 0.23 万吨。

**磷矿石新增供给有限为磷化工产业链带来价格支撑，公司矿产资源丰富成本优势凸显。**随着磷化工行业供给侧改革不断深入，管控加强，环保和资源就地转换率逐渐受到重视，我国磷矿石新增产能受限，产量逐年收紧，价格维持高位。根据百川盈孚的数据，2022 年底磷矿石价格为 1041 元/吨，相比去年同期增长 61.40%，高位的磷矿石价格为整个磷化工产业链提供较好的价格支撑。公司作为国内磷化工龙头，磷矿石设计产能达 585 万吨/年，居于行业前列，其中后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程项目已经于 2022 年四季度建成投产。从磷矿石储备的角度，公司拥有采矿权的磷矿资源储量约 4.29 亿吨，同时，公司还持有荆州荆化（拥有磷矿探明储量 2.89 亿吨，目前处于探矿阶段）70%股权，持有桥沟矿业（拥有磷矿探明储量 1.88 亿吨，目前处于探矿阶段）50%股权，通过控股子公司远安吉星持有宜安实业（拥有磷矿探明储量 3.15 亿吨，已取得采矿许可证，目前处于采矿工程建设阶段）26%股权，丰富的矿石储备也为公司可持续发展提供了资源保障。

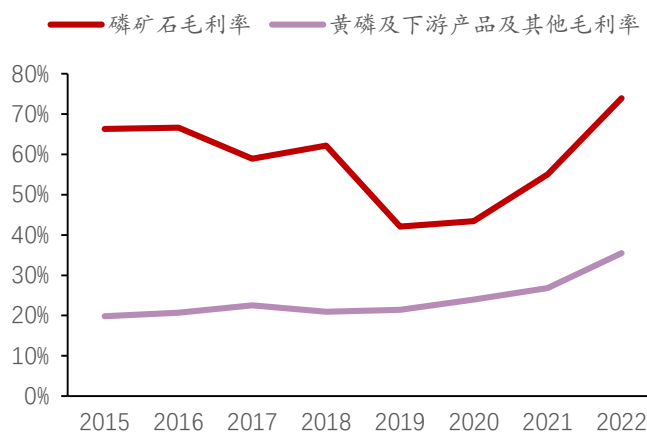
**上游磷矿石高景气叠加下游刚需，黄磷盈利能力较强。**黄磷是一种高耗能产品，在全国能耗双控背景下，产能释放有限，供需紧平衡。受上游磷矿石价格高企，以及下游磷酸、草甘膦以及精细磷酸盐产品刚需，黄磷价格有望维持较高位置。公司现有黄磷产能 16 万吨/年，位居国内第一，为公司磷化工产业链中下游盈利提供了坚实基础。



图表 8 公司磷矿石及黄磷业务营收情况



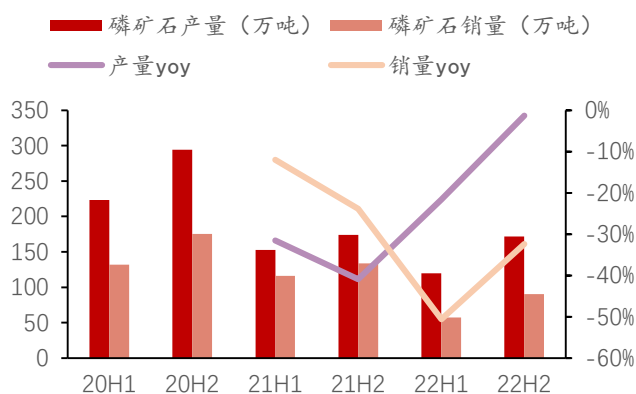
图表 9 公司磷矿石及黄磷业务毛利率情况



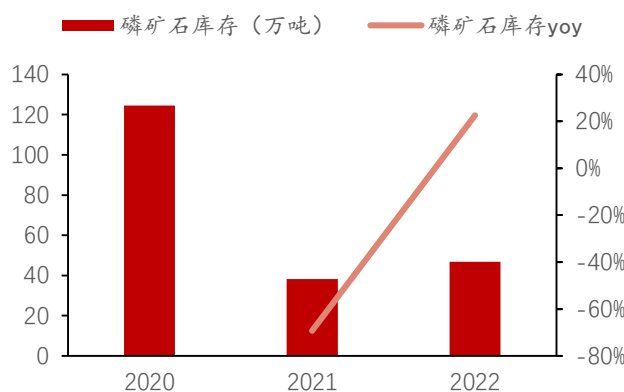
注：22 年黄磷板块数据为黄磷单独业务数据，不包括下游产品  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：22 年黄磷板块数据为黄磷单独业务数据，不包括下游产品  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 10 公司磷矿石产销量



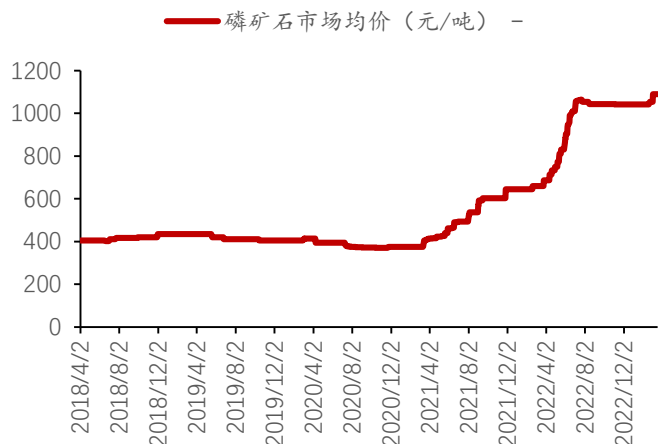
图表 11 公司磷矿石库存情况



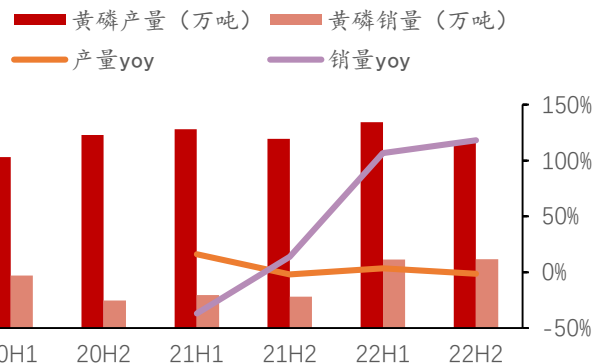
资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 12 磷矿石价格



图表 13 公司黄磷产销量



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

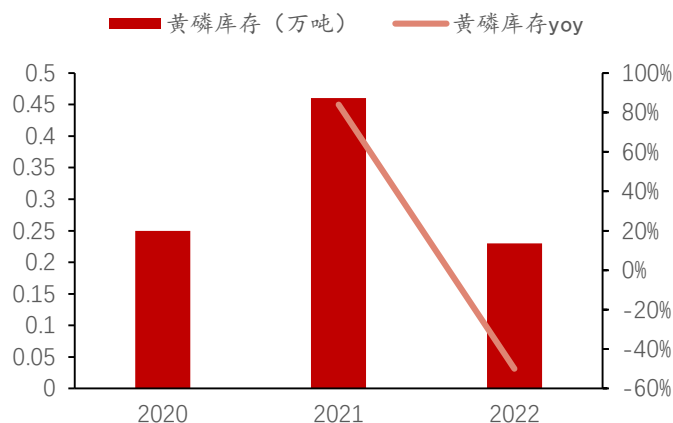
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 14 黄磷价格



资料来源:百川盈孚, 华安证券研究所

图表 15 公司黄磷库存量



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 16 黄磷行业开工率



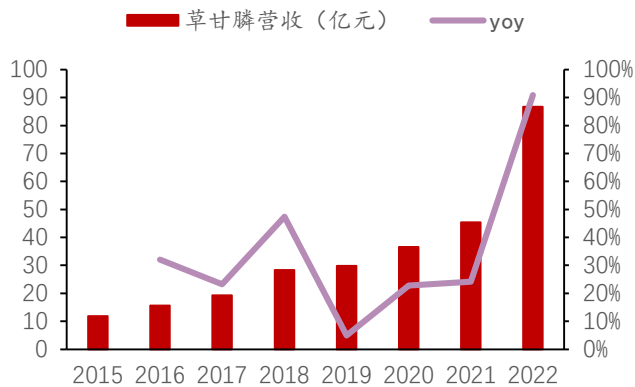
资料来源:百川盈孚, 华安证券研究所

## 2.1.2 草甘膦板块

2022 全年公司草甘膦板块实现营收 86.70 亿元, 同比增长 21.72%; 实现毛利率 58.09%, 毛利率同比增加 17.92 个百分点。全年公司草甘膦板块销量为 15.50 万吨, 同比减少 18.66%; 产量为 17.39 万吨, 库存为 2.98 万吨。由于 2021 年草甘膦价格持续升高, 下游厂商积极备货, 导致 2022 年草甘膦库存维持高位, 下游需要一定时间消化库存。因此, 草甘膦厂商开工率下降以降低产量, 稳定需求。随着春耕临近, 需求端预期好转。

**国内草甘膦龙头, 综合优势明显。**草甘膦是世界上使用量最大的除草剂品种, 约占全球除草剂市场 30% 份额。公司草甘膦产能规模居国内第一, 现有产能 23 万吨/年, 并配套甘氨酸产能 10 万吨/年。公司拥有规模化黄磷产能, 能够保证就近供应。宜昌园区有机硅装置副产盐酸可用于草甘膦的生产。同时, 该装置可有效消耗草甘膦副产的氯甲烷, 既降低了环保风险, 又降低了成本, 综合经济效益显著提升。

图表 17 公司草甘膦业务营收情况



注：2022 年草甘膦业务营收包含甘氨酸

资料来源：iFinD，华安证券研究所

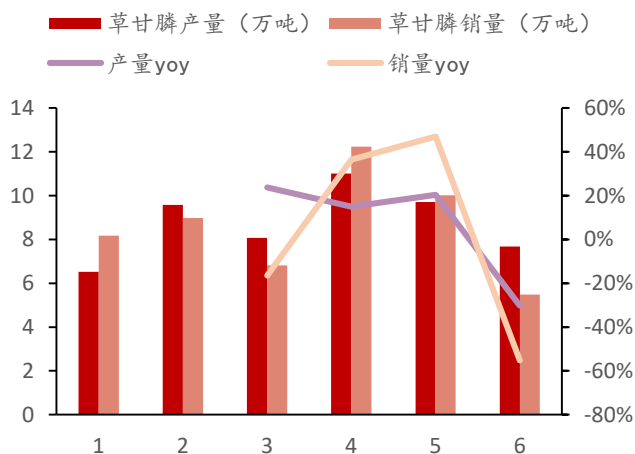
图表 18 公司草甘膦业务毛利率情况



注：2022 年草甘膦业务毛利率包含甘氨酸

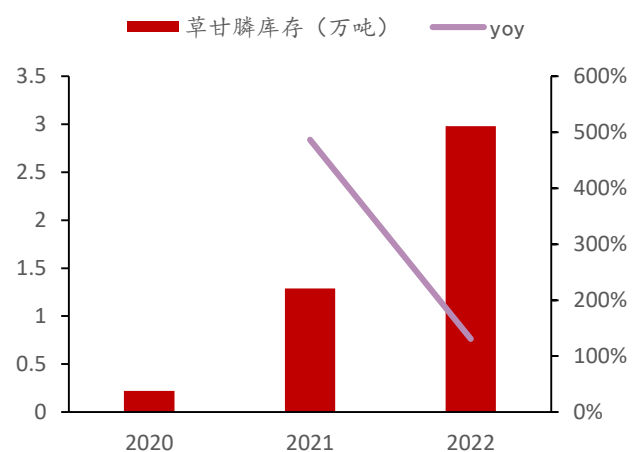
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 19 公司草甘膦产销量



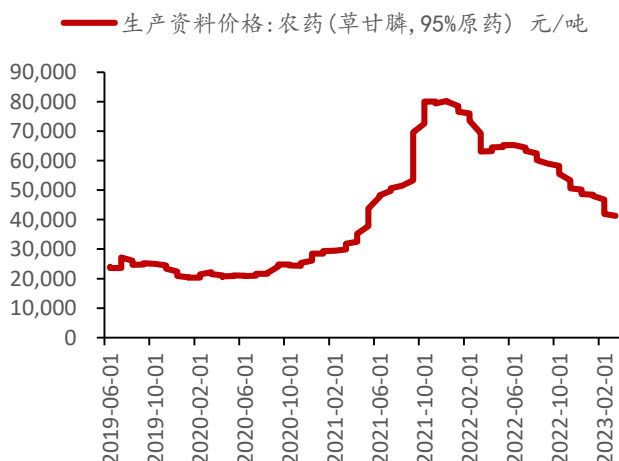
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 20 公司草甘膦库存情况

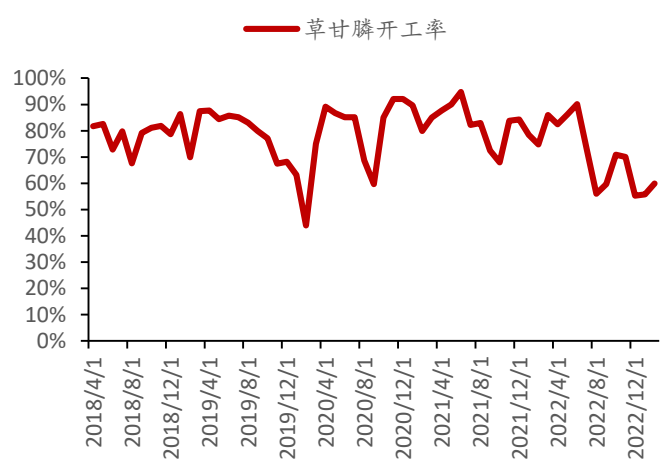


资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 21 草甘膦价格



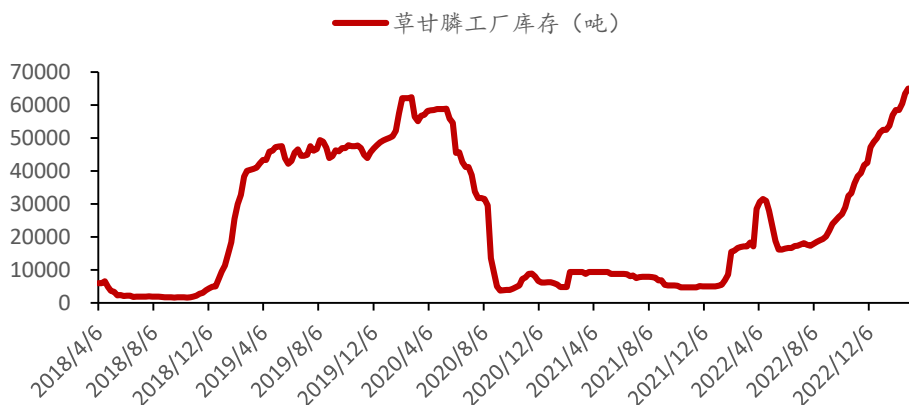
图表 22 草甘膦企业开工率



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 23 草甘膦行业工厂库存情况



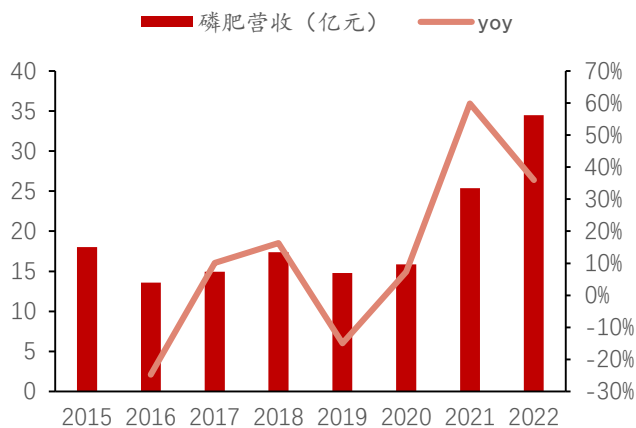
资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

### 2.1.3 磷肥板块

2022 全年公司磷肥板块实现营收 34.48 亿元, 同比增长 35.21%; 实现毛利率 19.09%, 毛利率同比增加 2.98 个百分点。全年公司磷肥板块销量为 101.16 万吨, 同比增长 5.00%; 产量为 98.87 万吨, 库存为 7.01 万吨。2021 年 10 月, 我国对 29 类化肥产品实行出口商品检验, 磷肥出口量锐减。今年春耕保供的前提下, 若出口有所放开, 国内磷肥企业营收将有望进一步提升。

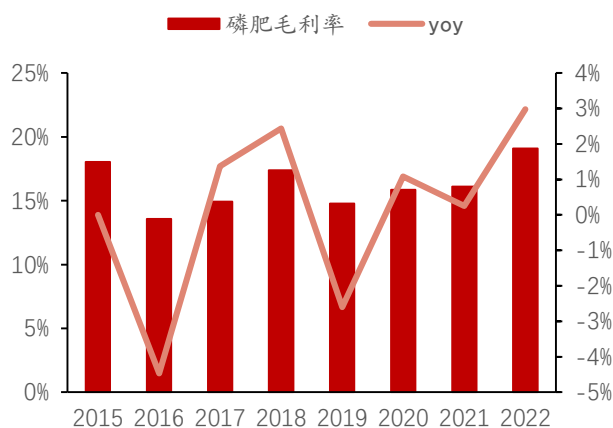
公司现有磷酸一铵产能 20 万吨/年、磷酸二铵产能 80 万吨/年、湿法磷酸(折百)产能 68 万吨/年、精制净化磷酸(折百)产能 10 万吨/年、合成氨产能 40 万吨/年、复合肥产能 38 万吨/年。目前磷铵库存均处于较低水平, 随着春耕临近, 下游客户有望提前补库。

图表 24 公司磷肥业务营收情况



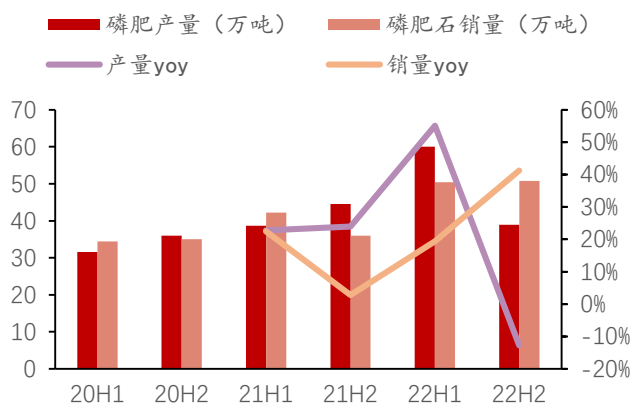
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 25 公司磷肥业务毛利率情况



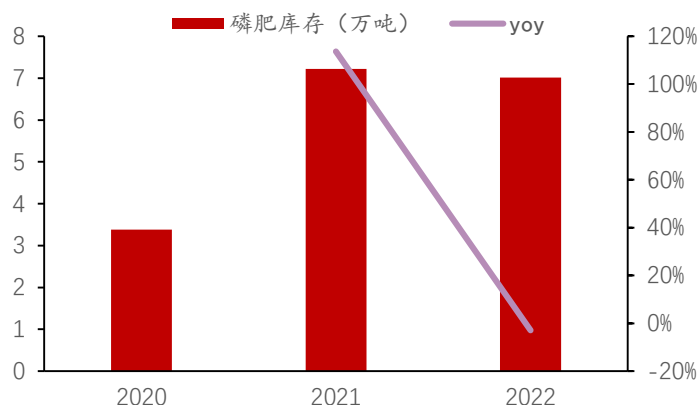
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 26 公司磷肥产销量



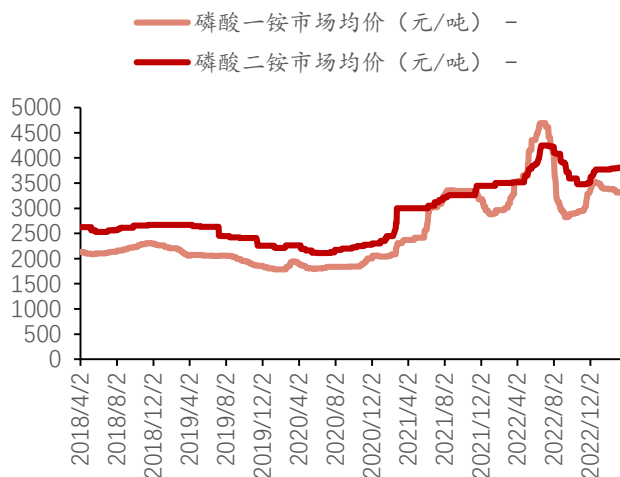
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 27 磷肥库存情况



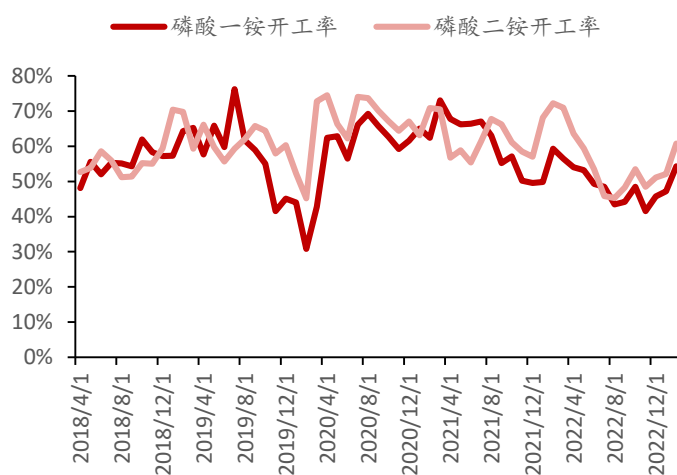
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 28 磷肥价格



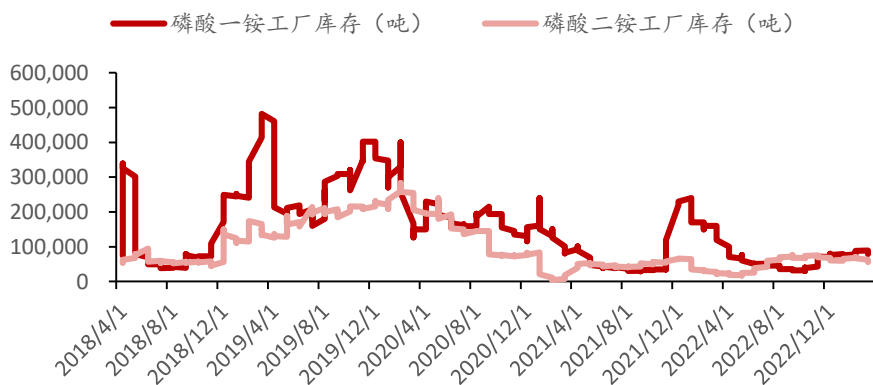
资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 29 磷肥开工率



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 30 磷肥行业工厂库存情况



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

## 2.2 有机硅板块：行业有望触底回升，公司扩产加快抢占市场

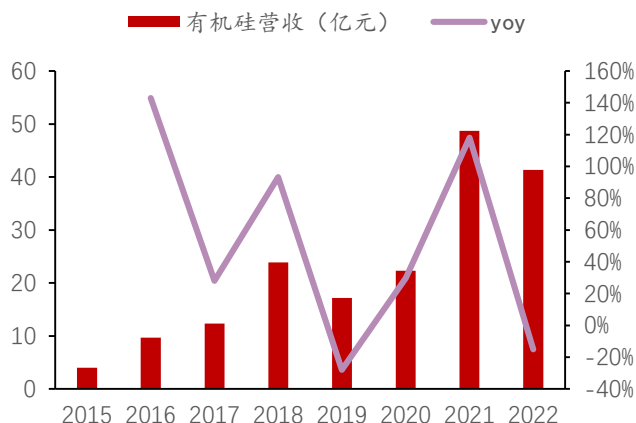
2022 年，公司有机硅板块实现营收 41.33 亿元，同比下降 19.12%；实现毛利率 17.50%，毛利率同比减少 16.94 个百分点。全年公司有机硅板块销量为 22.18 万吨，同比下降 7.01%；产量为 22.10 万吨，库存为 0.42 万吨。

有机硅，是指含有 Si-C 键、且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的一大门类化合物，包括各类小分子化合物和高分子聚合物。在有机硅产品的结构中既含有“有机基团”，又含有“无机结构”，这种特殊的分子结构赋予了有机硅材料优越的性能。近年来，随着国内建筑、汽车、电力、医疗、新能源、通信电子等行业对有机硅材料的旺盛需求，我国有机硅产业发展十分迅速，

有机硅行业基本触底，需求端回暖有望拉动价格回升。2022 年，受到房地产不景气以及下游部分企业生产受限的影响，有机硅需求萎靡，全年价格持续下滑，2022 年底价格为 16540 元/吨。目前有机硅基本跌到成本线附近，价格基本触底。需求层面，近期地产政策频出，随全国疫情形势大幅好转，经济回暖，预计今年下游开工将有所反弹，叠加下游新能源、汽车等需求的持续上行，需求端有望回暖，价格有望触底回升。

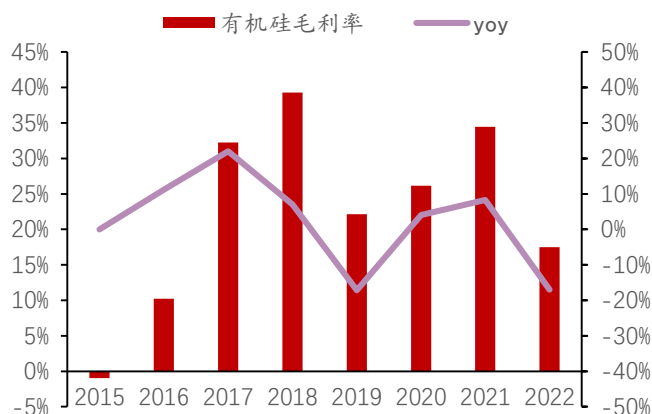
公司有机硅产能不断扩大。公司目前拥有硅橡胶产能 15 万吨/年、密封胶产能 3 万吨/年、硅油产能 5.1 万吨/年，配套有机硅单体产能 36 万吨/年，在建 40 万吨/年有机硅单体、8 万吨/年功能性硅橡胶（包括 3 万吨/年液体硅橡胶和 5 万吨/年光伏胶）和 550 吨/年有机硅微胶囊。2022 年 5 月 16 日，公司在谷城投资 53 亿元建设“年产 20 万吨 RTV 及配套矿山项目”，项目预计 2023 年 6 月投产，达能后将新增产值 100 亿元，利税 15 亿元，并将有力支撑有机硅产业链做大做强。随在建产能建成投产以及公司不断向气凝胶和有机硅微胶囊等高端有机硅领域进军，公司有机硅产业综合竞争力与市场影响力将进一步提升。

图表 31 公司有机硅业务营收情况



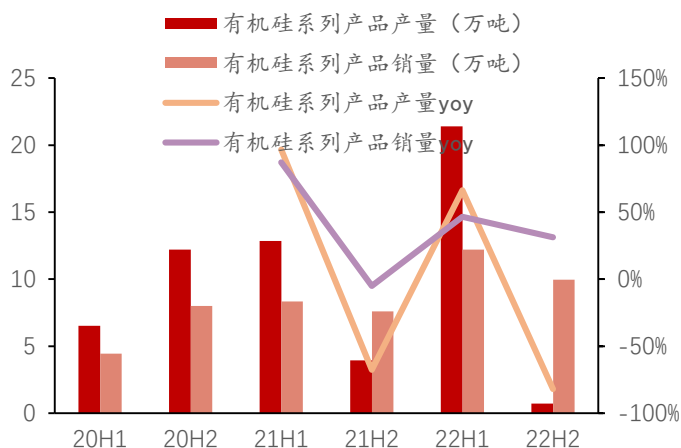
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 32 公司有机硅业务毛利率情况



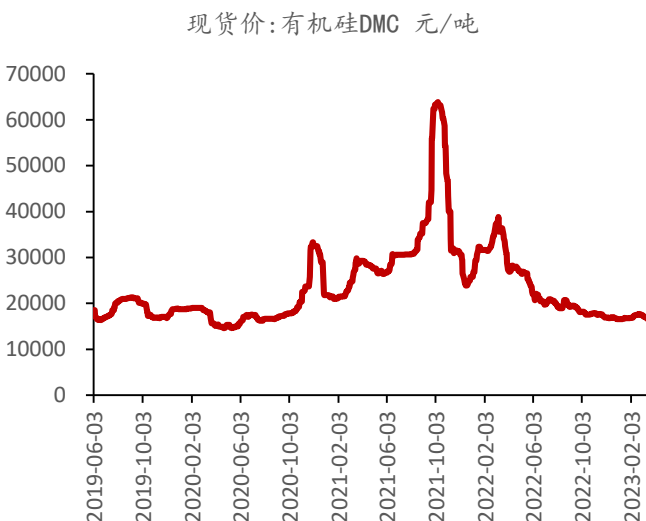
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 33 公司有机硅产销量



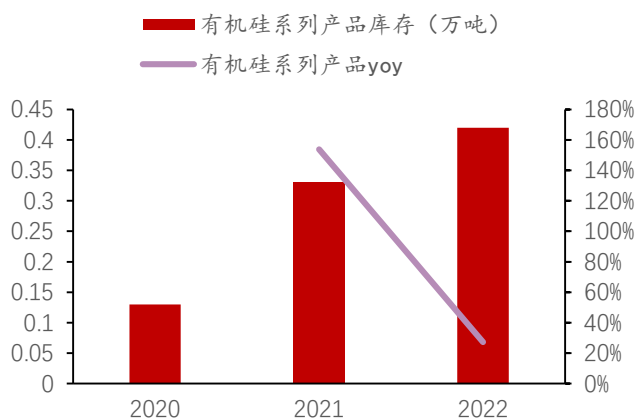
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 34 有机硅（DMC）价格



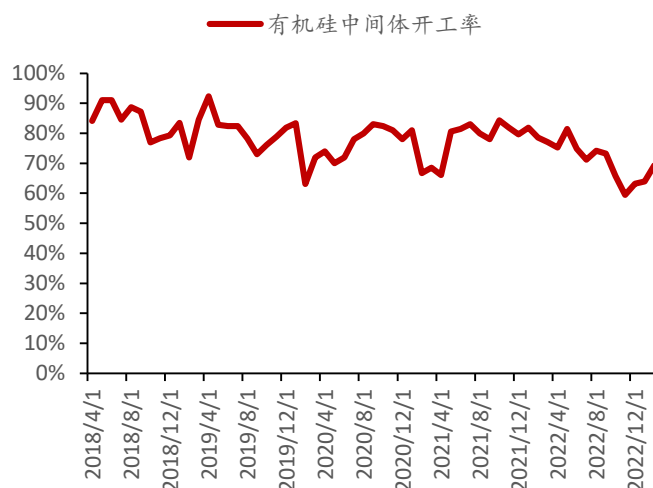
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 35 公司有机硅库存情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 36 有机硅开工率



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所



图表 37 有机硅中间体工厂库存情况



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

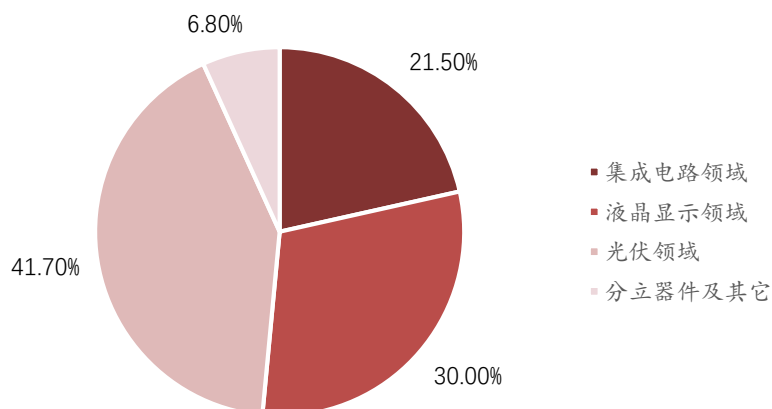
## 2.3 湿电子化学品板块: 公司加码布局, 有望受益于国产替代浪潮

湿电子化学品是指在微电子、光电子湿法工艺制程中使用的电子化学品。主要包括电子级磷酸、电子级硫酸、电子级氢氟酸、电子级双氧水、电子级氨水、电子级蚀刻液等, 这些产品广泛应用于半导体芯片制造、液晶显示、LED 芯片、太阳能光伏等行业, 是不可或缺的关键材料, 具有技术门槛高、资金投入大、产品更新换代快等特点。

2021 年全球湿电子化学品市场规模达 54.28 亿美元, 2018-2021 年均复合增速为 2.21%。2021 年我国湿电子化学品市场规模达到了 130.94 亿元, 2018-2021 年均复合增速为 14.69%, 远超同期全球湿电子化学品市场增速。随着我国集成电路、显示面板和光伏行业的快速扩张和持续的产能转移, 我国湿电子化学品需求量将维持快速增长态势, 未来发展空间广阔。

公司持续加码湿电子化学品板块, 需求拉动下增速可观。2022 年, 公司湿电子化学品板块实现营收 6.15 亿元, 同比增长 68.46%; 实现毛利率 38.59%, 毛利率同比增加 2.56 个百分点。公司湿电子化学品产量 6.13 万吨, 销量 5.51 万吨。随着半导体国产化进程加快, 就近供应和服务配套的需求决定了湿电子化学品生产本土化是大势所趋, 国内湿电子化学品行业迎来发展良机。公司充分把握湿电子化学品国产化浪潮和需求高增期, 持续加码研发投入, 丰富产品矩阵, 打造出宽广的技术和产品护城河。

图表 38 2021 年中国湿电子化学品下游应用结构



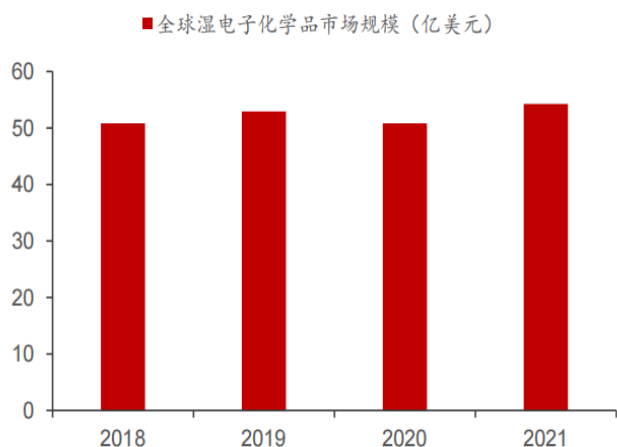
资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 39 电子湿化学品技术标准

SEMI 等级	G1	G2	G3	G4	G5
金属杂质 ( $\mu\text{g/L}$ )	不超过 1000.00 (1ppm)	不超过 10.00 (10ppb)	不超过 10.00 (10ppb)	不超过 0.10 (0.1ppb)	不超过 0.01 (10ppt)
控制粒径 ( $\mu\text{m}$ )	不超过 1.00	不超过 0.50	不超过 0.50	不超过 0.20	-
颗粒个数 (个/ML)	不超过 25.00	不超过 25.00 (10ppb)	不超过 5.00	-	-
适应 IC 制程范围 ( $\mu\text{m}$ )	大于 1.20	0.80~1.20	0.20~0.60	0.09~0.20	小于 0.09
主要下游应用	光伏	分立器件、显示面板、LED	显示面板、LED、集成电路	集成电路	集成电路

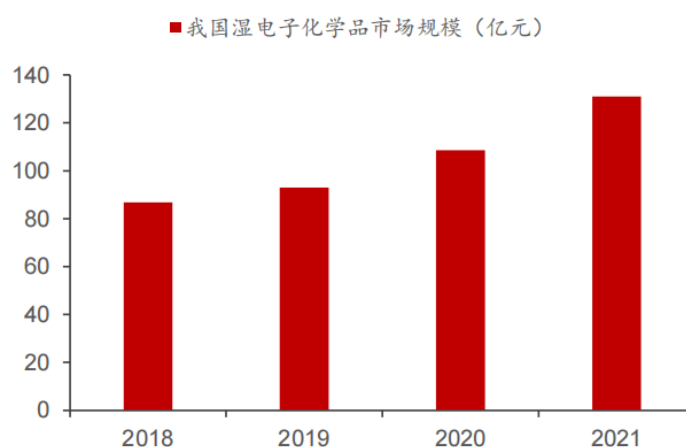
资料来源：SEMI，中巨芯招股书，华安证券研究所

图表 40 全球湿电子化学品市场规模



资料来源：华经产业研究院，安集科技公告，华安证券研究所

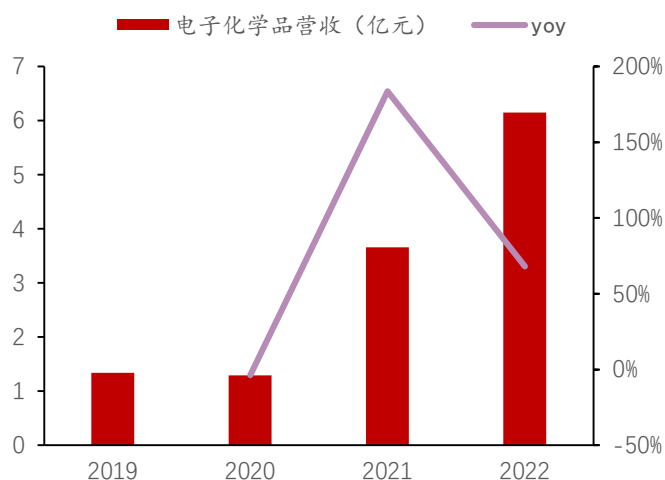
图表 41 中国湿电子化学品市场规模



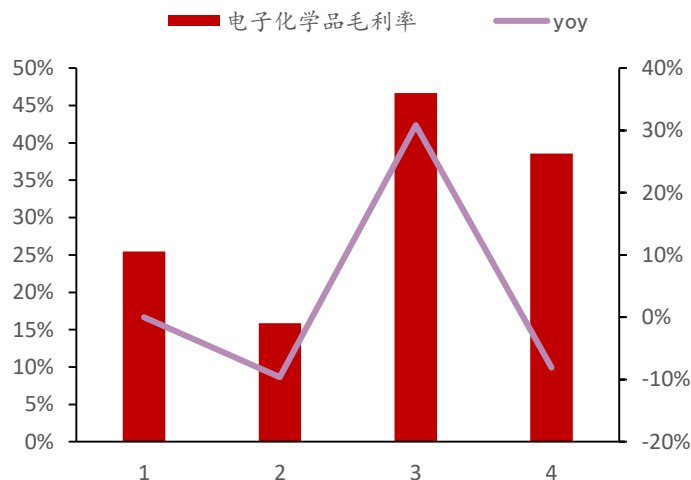
资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 42 公司电子化学品营收情况

图表 43 公司电子化学品业务毛利率情况



注：2022 年数据为湿电子化学品营收  
资料来源：iFinD，华安证券研究所



注：2022 年数据为湿电子化学品毛利率  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

### 3 增量业务丰富，未来增长可期

#### 3.1 投建湿电子化学品项目，成长板块蓄势待发

湿电子化学品产能持续加码，成长板块蓄势待发。2022 年 12 月 28 日，公司公告以自筹资金投资 8.8 亿元建设上海兴福电子化学品专区项目，包括 4 万吨/年超高纯电子化学品项目 5.7 亿元（3 万吨/年电子级硫酸装置及配套工程，1 万吨/年电子级功能性化学品装置及配套工程，公用工程等），电子化学品研发中心项目 3.1 亿元，项目建设周期 24 个月。半导体集成电路、平板显示和太阳能电池三大产业发展空间上行，将推动湿电子化学品市场需求持续增长。根据公司公告，预计到 2025 年，全球湿电子化学品市场需求将达到 624 万吨。

兴福电子拟分拆上市，为公司带来更大的市值弹性。公司 3 月 20 日晚发布关于分拆子公司湖北兴福电子至科创板上市的预案（修订稿），本次分拆上市有利于进一步增强兴福电子核心人员的凝聚力，提升兴福电子的品牌知名度及社会影响力，强化兴福电子在电子化学品领域的竞争地位和竞争优势，提升兴福电子在核心及前沿技术、产品的研发投入，保持业务创新活力，提升市场开拓能力，促进其健康、可持续发展。

图表 44 公司湿电子化学品产能规划表

公司	项目	规划产能 (万吨/年)	备注
兴福电子	6 万吨/年电子级硫酸项目	6	已建成
	3000 吨/年电子级清洗剂项目	0.3	已建成
	3 万吨/年电子级混配液项目	3	已建成

	1 万吨/年电子级双氧水项目	1	已建成
	3 万吨/年电子级磷酸项目	3	已建成
	3 万吨/年电子级磷酸技术改造项目	3	在建
	2 万吨/年电子级蚀刻液项目	2	在建
	4 万吨/年超高纯电子化学品项目	4	在建：项目包括 3 万吨/年电子级硫酸装置及配套工程，1 万吨/年电子级功能性化学品装置及配套工程，公用工程等。
	2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气项目	3	在建
兴力电子	1.5 万吨/年电子级氢氟酸项目	1.5	已建成：产品品质达到 G5 等级，目前已通过国内外部分高端市场客户的测试，实现批量供应。
合计	-	26.8	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.2 新产能有序投产，加速布局新能源锂电板块

**公司新产能投产进程顺利。**公司后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程预计于 2023 年建成投产；贵州兴发 1 万吨/年二甲基二硫醚（DMDS）项目、内蒙兴发有机硅新材料一体化循环项目配套的 15 万吨/年度盐综合利用制烧碱装置、新疆兴发 5 万吨/年二甲基亚砷二期（2 万吨/年）项目、内蒙兴发有机硅新材料一体化循环项目配套的 5 万吨/年草甘膦装置于 2022 年 7 月底进入试运行并有序投产。同时，湖北兴瑞 40 万吨/年有机硅新材料项目一期 20 万吨/年有机硅新材料及配套装置计划 2023 年三季度建成投产，强化公司有机硅上下游产业链一体化。

**公司携手华友钴业，积极布局新能源锂电板块。**2022 年 9 月 19 日，公司发布可转债公告，拟投资新建 20 万吨/年磷酸铁及配套 10 万吨/年湿法磷酸精制技术改造项目及 8 万吨/年功能性硅橡胶项目。其中“新建 20 万吨/年磷酸铁项目”合作方为华友钴业，产品主要配套华友钴业磷酸铁锂项目。湖北磷氟锂业 10 万吨/年磷酸二氢锂项目也在稳步推进中。凭借兴发集团在磷化工成熟的产业链、控股公司丰富的锂矿资源以及华友钴业在新能源领域的先发优势，项目达产后，公司将依托自身成熟精制磷酸制备工艺和现有双氧水等原材料进行磷酸铁锂正极材料前驱体的规模化生产，切入新能源市场。

图表 45 公司新材料新增产能规划表

公司	项目	规划产能 (万吨/年)	备注
兴发集团&华友钴业	50 万吨/年磷酸铁项目	50	在建
兴发集团&华友钴业	50 万吨/年磷酸铁锂项目	50	在建
兴友科技	10 万吨/年磷酸铁项目	10	项目稳步推进中
磷氟锂业	10 万吨/年磷酸二氢锂项目	10	在建

兴发集团	40 万吨/年有机硅项目	40	项目配套 5 万吨/年草甘膦装置含草甘膦及中间体生产配套装置和 30 万吨/年离子膜烧碱装置。项目分两期建设，其中一期 20 万吨/年有机硅新材料及配套装置计划 2023 年三季度建成投产。二期将根据一期情况推进。
兴发集团	8 万吨/年功能性硅橡胶项目	8	项目包括新建 5 万吨/年光伏胶（配套 2 万吨/年 107 硅橡胶）项目和新建 3 万吨/年液体硅橡胶（配套 2 万吨/年乙烯基硅油）项目。
兴发集团	新疆兴发 5 万吨/年二甲基亚砜二期（2 万吨/年）项目	2	22 年 7 月底已试运行

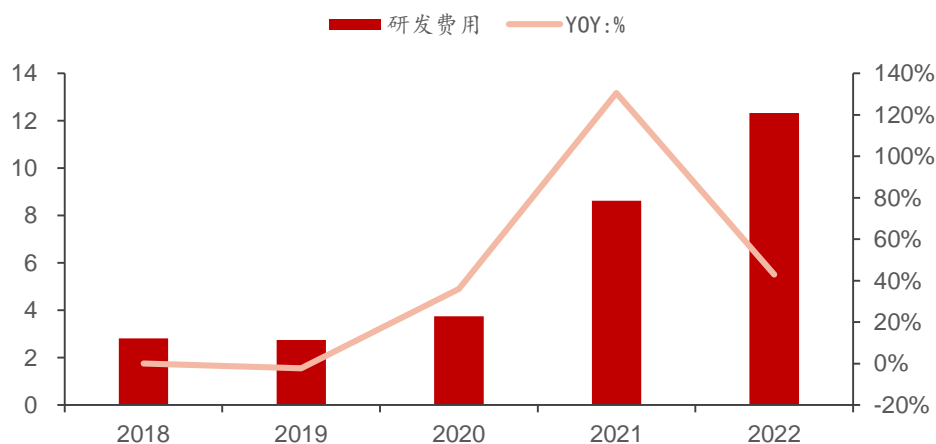
资料来源：公司公告，乌达区政府官网，华安证券研究所

## 4 注重研发投入，股权激励提振信心

### 4.1 注重创新，研发投入持续加码

公司注重研发创新，积极与研究院、高校加强合作，研发投入持续增加。2022 年公司研发费用为 12.32 亿元，同比增长 42.92%。截止 2022 年年底，公司现拥有专利授权 864 项，其中发明专利 277 项。公司与中科院深圳研究院联合搭建了有机硅新材料国家地方联合工程研究中心，研究和开发高性能硅橡胶、硅树脂、高端有机硅电子材料等硅基材料。公司还与中科院深圳研究院合作设立了湖北中科墨磷，目前已稳定实现黑磷晶体 30 公斤级制备，并已建成 100 公斤级黑磷放大试验装置，其产品主要被用于抗肿瘤药物、电池负极材料、生物医药、催化剂改性、电解水制氢等领域的研究。同时，公司也正在积极研究基于黑磷的磷碳复合材料用于锂电池负极的探索性实验和抗肿瘤靶向治疗应用。

图表 46 公司研发费用



资料来源：iFinD，华安证券研究所



**图表 47 公司 2022 年新增专利**

名称	时间	具体描述
用于黑磷晶体制备后的晶体处理提纯装置	2022.10.24	能够有效解决现有技术中的问题，实现降低产品损耗，稳定高效的实现黑磷提纯处理目的
三偏磷酸钠燃烧机收风防腐装置	2022.10.11	本实用新型产生了提高产品的质量、保证物料系统畅通和延长设备使用寿命的效果。
黄磷电炉料仓防磨损结构	2022.10.10	本实用新型产生了延长仓体的使用寿命和提高仓体强度的效果。
用于黑磷放大制备的反应系统	2022.09.30	本新型采用上述结构，在保证制备出高纯黑磷的前提下，实现工业化百公斤级黑磷放大制备，并具有成本低、简单易操作、安全系数高的特点。
一种黄磷电炉煤气水封排污装置	2022.09.20	本实用新型通过刮板装置、第一阀门与第二阀门之间的配合，可以预先将大部分磷泥杂质压入到排污管道内，提高了排污效率，同时在水洗塔和水封排污时不会有含磷烟气溢出，可以彻底改善现场环境，消除操作时的安全隐患。
黑磷改性铜基催化剂及在有机物加氢还原反应上的新用途	2022.09.16	发明通过黑磷与铜之间的协同作用，在降低铜基催化剂用量的同时，大大提升了催化剂的催化性能，有利于提高工业生产经济效益。最终实现节能环保高效的有机加氢催化过程。
一种黑磷改性氧化铝载体的制备方法及其应用	2022.09.14	提高催化剂氢效，抑制副产物生成，浸渍+添加有机物方法效果最佳。氢效的提高即可增加双氧水产量。
黑磷晶体的制备方法	2022.09.01	该方法能够有效降低反应所需温度及压强，缩短反应所需时间，减少反应所需能耗，提升原料转化效率及黑磷产率，更有利于实现黑磷晶体的工业化规模制备
用于冲砂和生态水及漂流水量泄放调节控制的设备装置	2022.08.31	能够解决现有技术中的问题，实现降低劳动强度，降低锥型阀维修成本，高效利用夏季雨水较多时、提高下游梯级电站发电的综合利用率，增加发电量的目的。
一种电站大坝发电取水自动调节冲沙进水量装置	2022.08.31	本发明改造简易，投资小，见效快，适合现场环境恶劣、野外工况差成本费用高，以达到降低劳动强度，安全风险。使用快速高效，生态环保、保生产快速高效运行的目的。
黄磷生产中的烟气防堵导气结构	2022.06.23	本新型采用上述结构，降低了停车处理时间，最大限度减少了导气管堵塞对工艺黄磷生产造成的不利影响。
一种源于黑磷的碳-磷复合材料的制备方法	2022.05.26	本发明采用的方法简单，耗时短，磷元素可均匀分布在碳骨架中，所得复合材料质量高。另外，鉴于黑磷材料稳定，在空气中不自燃，因此在大规模生产中更加安全
一种氧化物表面处理方法及其在己内酰胺制 6-氨基己腈反应的应用	2022.02.09	本发明所提供的氧化物表面处理方法具有简单易于操作，生产周期短及有利于大规模生产的优点。此外，采用本发明提供的方法可以提高己内酰胺单程转化率和 6-氨基己腈选择性。

资料来源：国家专利局，华安证券研究所

## 4.2 推出股权激励计划，彰显公司发展决心

公司于3月13日发布2023年限制性股票激励计划（草案）。本次激励计划以业绩为考核目标，拟向公司副董事、副总经理、董事会秘书和核心骨干员工授予A股限制性股票不超过5,000万股，占本计划草案公告时公司股本总额111,167.07万股的4.50%。其中，首次拟授予不超过4,000万股限制性股票，占本次授予总量的80%、占本计划草案公告时公司总股本的3.60%；预留拟授予不超过1,000万股限制性股票，占本次授予总量的20%、占本计划草案公告时公司总股本的0.90%。股权激励计划的出台，有助于进一步激发公司员工活力，推动公司高速发展。

图表 48 激励对象拟获授的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票 份额（万股）	占授予总量比例（%）	占目前总股本比例（%）
胡坤裔	副董事长	8	0.16%	0.01%
杨铁军	副总经理	8	0.16%	0.01%
刘畅	副总经理	8	0.16%	0.01%
赵勇	副总经理	8	0.16%	0.01%
路明清	副总经理	8	0.16%	0.01%
鲍伯颖	董事会秘书	8	0.16%	0.01%
张桥	副总经理	8	0.16%	0.01%
其他核心骨干 （不超过 1193 人）		3944	78.88%	3.55%
预留		1000	20.00%	0.90%
合计		5000	100.00%	4.50%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5 投资建议

公司作为磷化工+硅化工行业的领先企业，凭借优异的成本管控能力和一体化布局的原料自给优势，成功实现了多业务共同发展的业务模式，盈利能力稳步提升。同时，公司积极开拓新业务，湿电子化学品和新能源材料陆续放量，有望为公司带来新的业绩增量。考虑到近期公司磷化工和硅化工行业下调，相关产品价格均有所回落，公司盈利能力短期承压。因此，我们调整预计公司2023年-2025年分别实现营业收入268.55、338.80、381.91亿元，实现归母净利润45.02、55.70、64.99亿元（2023-2024年前值为：68.14、71.58亿元），对应PE分别为7、6、5倍。维持公司“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）下游需求不及预期；
- （6）行业竞争加剧。



## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9272	11533	15945	16239	<b>营业收入</b>	30311	26855	33880	38191
现金	4719	6585	8997	9899	营业成本	19516	19143	24278	27233
应收账款	928	1017	1329	1306	营业税金及附加	256	228	288	324
其他应收款	48	306	170	352	销售费用	341	299	378	427
预付账款	114	216	254	271	管理费用	482	427	538	607
存货	2521	2226	3849	2964	财务费用	314	359	323	209
其他流动资产	941	1184	1345	1446	资产减值损失	-220	-13	-7	2
<b>非流动资产</b>	32341	35472	38782	42514	公允价值变动收益	-97	0	0	0
长期投资	1937	2113	2282	2457	投资净收益	316	278	367	405
固定资产	23341	23505	24510	26338	<b>营业利润</b>	8213	5753	7228	8439
无形资产	2457	2695	2975	3269	营业外收入	58	0	0	0
其他非流动资产	4607	7159	9015	10450	营业外支出	400	0	0	0
<b>资产总计</b>	41612	47005	54727	58753	<b>利润总额</b>	7871	5753	7228	8439
<b>流动负债</b>	10654	8274	9740	6468	所得税	1074	780	972	1141
短期借款	1937	28	-2063	-4105	<b>净利润</b>	6796	4973	6256	7298
应付账款	4293	3995	6681	5231	少数股东损益	945	471	686	799
其他流动负债	4424	4252	5121	5341	<b>归属母公司净利润</b>	5852	4502	5570	6499
<b>非流动负债</b>	9623	12423	12423	12423	EBITDA	10067	7109	8641	9956
长期借款	5284	5284	5284	5284	EPS（元）	5.31	4.05	5.01	5.85
其他非流动负债	4339	7139	7139	7139	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	20277	20697	22163	18891	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	1036	1507	2192	2991	<b>成长能力</b>				
股本	1112	1112	1112	1112	营业收入	26.8%	-11.4%	26.2%	12.7%
资本公积	7179	7179	7179	7179	营业利润	38.4%	-29.9%	25.6%	16.8%
留存收益	12009	16511	22081	28580	归属于母公司净利	36.7%	-23.1%	23.7%	16.7%
归属母公司股东权	20300	24802	30372	36871	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	41612	47005	54727	58753	毛利率（%）	35.6%	28.7%	28.3%	28.7%
<b>现金流量表</b>					净利率（%）	19.3%	16.8%	16.4%	17.0%
单位:百万元					ROE（%）	28.8%	18.2%	18.3%	17.6%
<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROIC（%）	22.0%	13.1%	14.5%	14.8%
<b>经营活动现金流</b>	6884	5510	9291	8284	<b>偿债能力</b>				
净利润	6796	4973	6256	7298	资产负债率（%）	48.7%	44.0%	40.5%	32.2%
折旧摊销	1708	1265	1452	1718	净负债比率（%）	95.0%	78.7%	68.1%	47.4%
财务费用	407	406	389	299	流动比率	0.87	1.39	1.64	2.51
投资损失	-316	-278	-367	-405	速动比率	0.60	1.07	1.19	1.98
营运资金变动	-2511	-866	1556	-621	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	10107	5849	4704	7915	总资产周转率	0.77	0.61	0.67	0.67
<b>投资活动现金流</b>	-2132	-4129	-4399	-5040	应收账款周转率	32.56	27.62	28.88	28.98
资本支出	-2318	-4215	-4582	-5255	应付账款周转率	4.55	4.62	4.55	4.57
长期投资	-333	-192	-184	-191	<b>每股指标（元）</b>				
其他投资现金流	519	278	367	405	每股收益	5.31	4.05	5.01	5.85
<b>筹资活动现金流</b>	-3080	484	-2479	-2342	每股经营现金流薄)	6.19	4.96	8.36	7.45
短期借款	-2165	-1910	-2090	-2043	每股净资产	18.26	22.31	27.32	33.17
长期借款	-63	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	5.46	7.28	5.88	5.04
资本公积增加	517	0	0	0	P/B	1.59	1.32	1.08	0.89
其他筹资现金流	-1369	2394	-389	-299	EV/EBITDA	3.88	5.43	3.94	3.13
<b>现金净增加额</b>	1694	1866	2412	902					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 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。