公司研究

产品价格上涨业绩超预期，新材料布局打开成长空间

——兴发集团（600141.SH）2021 年度业绩预增公告点评

买入（维持）

当前价：33.03 元

作者

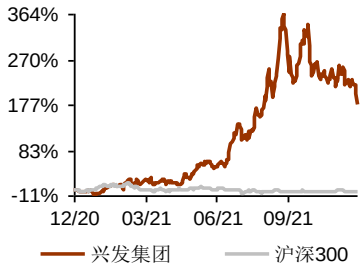
分析师：赵乃迪
执业证书编号：S0930517050005
010-57378026
zhaond@ebscn.com

联系人：周家诺
021-52523675
zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.12
总市值(亿元):	367.42
一年最低/最高(元):	10.87/58.38
近 3 月换手率:	280.08%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.68	-15.89	206.95
绝对	-16.20	-18.15	198.97

资料来源：Wind

相关研报

发挥“磷、锂”资源优势，携手华友进军磷酸铁锂——兴发集团（600141.SH）公告点评（2021-11-08）

磷化工高景气业绩大增，一体化优势叠加产能扩张发展持续向好——兴发集团（600141.SH）2021 年第三季度报告点评（2021-10-16）

产品量价齐升带动业绩增长，多产能布局深化磷矿电一体化——兴发集团（600141.SH）2021 年半年度报告点评（2021-08-03）

要点

事件：1 月 7 日，公司发布 2021 年度业绩预增公告，预计 2021 年度公司实现归母净利润 42-44 亿元，同比大增 573.14%-605.19%。其中 2021 年 Q4 预计实现归母净利润 17.12-19.12 亿元，同比增长 553.44%-629.77%，环比增长 27.10%-41.95%。

主营产品价格大涨，公司盈利能力大增。2021 年度化工行业迎来景气周期，公司主营产品有机硅、草甘膦、黄磷等产品销售价格同比大幅上涨，盈利能力显著增强。根据 iFinD 数据，2021 年，有机硅、草甘膦、黄磷的市场均价同比分别上涨 69.47%、102.90%、81.13%，其中 2021 年 Q4 的市场价格同比分别上涨了 65.70%、181.48%、179.52%，环比分别上涨了 13.71%、38.07%、41.81%。此外，公司“矿电化一体”、“磷硅盐协同”及“矿肥化结合”的产业链优势也使得公司能够有效控制生产成本，进一步提升公司的盈利水平。2021 年度，公司 300 万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目和 40 万吨/年合成氨项目相继投产，提升了公司的原料自给率。2022 年公司规划在内蒙新建 40 万吨/年有机硅产能，预计于 2023 年底前建成达产，达产之后公司将进一步做大做强磷、硅主业，行业龙头地位进一步巩固。此外，公司也在规划二甲基亚砜的新建产能，拟将产能从 4 万吨/年提升至 6 万吨/年，预计 2022 年 6 月投放市场。

扩大电子级化学品产能布局，引入“大基金二期”战略投资。公司子公司兴福电子目前拥有 3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级硫酸、3 万吨/年电子级蚀刻液和 5000 吨/年电子级磷酸回收综合利用产能，同时在建有 4 万吨/年电子级硫酸、2 万吨/年电子级双氧水、2 万吨/年电子级蚀刻液等产能。公司湿电子化学品产能规模居行业前列，产品质量总体处于国际先进水平，客户方面已批量供应给中芯国际、华虹集团、长江存储等国内知名半导体晶圆代工厂。受益于中国大陆半导体行业的高速发展，以及大陆晶圆代工厂产能的迅速扩增，公司的未来新增湿电子化学品产能有望被完全消化。2021 年 12 月，公司发布公告称子公司兴福电子拟以非公开协议方式引入以“大基金二期”作为领投方的 15 名战略投资者。15 名战略投资者将合计向兴福电子增资 7.68 亿元（其中“大基金二期”增资 2.4 亿元），增资完成后上述战略投资者将合计持有兴福电子 30.77%股权（其中“大基金二期”持有 9.62%股权）。战略投资者的引入将为公司快速发展提供充裕的资金。

携手华友钴业进军新能源材料行业，实现产业转型升级。2021 年 11 月公司宣布与华友钴业签署了合作框架协议，双方共同计划在湖北宜昌建设 50 万吨/年磷酸铁、50 万吨/年磷酸铁锂及相关配套项目。在磷源方面，截至 2021 年上半年公司拥有采矿权的磷矿资源储量为 4.29 亿吨，控制的磷矿资源储量为 3.78 亿吨（按权益折算）。现有磷矿产能 415 万吨/年，在建 200 万吨/年后坪磷矿采选项目预计于 2022 年下半年完成。此外，公司全资子公司宜都兴发拥有精制净化磷酸产能 10 万吨/年，液氨和双氧水配套产能也较为充裕，因此具有较强的磷酸铁生产协同效应。在锂源方面，合作方华友钴业则分别在阿根廷和刚果（金）拥有相关锂资源项目的股权。公司与华友钴业的合作有望实现共赢，共同进军新能源材料行业，实现产业转型升级。

盈利预测、估值与评级：基于主营产品价格的大幅上涨，公司业绩超预期。我们认为未来相关产品价格仍有望维持中高位水平，同时叠加相关产能的扩增，我们上调公司的盈利预测。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 42.44（上调 28.1%）/46.46（上调 21.2%）/51.13（上调 12.6%）亿元。我们持续看好兴发集团在充足优质磷矿资源和磷矿电一体化、磷硅盐协同的产业链优势下，产能的持续扩张以及向电子化学品和新能源材料市场的积极推进，维持公司“买入”评级。

风险提示：产能建设不及预期，产品价格波动风险，合作项目落地风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	18,039	18,317	23,542	27,158	32,288
营业收入增长率	1.03%	1.54%	28.52%	15.36%	18.89%
净利润（百万元）	302	624	4,244	4,646	5,113
净利润增长率	-24.81%	106.29%	580.26%	9.45%	10.06%
EPS（元）	0.29	0.56	3.82	4.18	4.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.71%	6.60%	31.64%	27.00%	24.45%
P/E	112	59	9	8	7
P/B	4.2	3.9	2.7	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-01-07，2019 年年末的总股本为 10.28 亿股，2020 年股权激励和增发后年末总股本为 11.19 亿股，2021 年回购后目前总股本为 11.12 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**18,039**	**18,317**	**23,542**	**27,158**	**32,288**
营业成本	15,593	15,347	16,133	19,108	23,339
折旧和摊销	946	1,075	1,144	1,196	1,247
税金及附加	150	152	252	291	345
销售费用	701	739	950	1,096	1,303
管理费用	237	298	383	441	525
研发费用	275	374	481	555	659
财务费用	625	577	301	216	112
投资收益	89	88	88	88	88
营业利润	**483**	**774**	**5,131**	**5,565**	**6,127**
利润总额	**457**	**707**	**5,027**	**5,499**	**6,048**
所得税	64	105	749	819	901
净利润	**393**	**601**	**4,278**	**4,680**	**5,147**
少数股东损益	90	-23	34	34	34
归属母公司净利润	**302**	**624**	**4,244**	**4,646**	**5,113**
EPS(元)	**0.29**	**0.56**	**3.82**	**4.18**	**4.60**

现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**1,036**	**2,405**	**4,662**	**5,835**	**6,343**
净利润	302	624	4,244	4,646	5,113
折旧摊销	946	1,075	1,144	1,196	1,247
净营运资金增加	993	-1,315	1,756	717	844
其他	-1,206	2,021	-2,482	-724	-860
投资活动产生现金流	**-1,230**	**-1,010**	**-1,007**	**-1,004**	**-1,012**
净资本支出	-1,054	-851	-1,097	-1,093	-1,100
长期投资变化	-192	-292	0	0	0
其他资产变化	15	134	89	88	88
融资活动现金流	**-188**	**-991**	**-2,303**	**-4,288**	**-4,092**
股本变化	301	91	-8	0	0
债务净变化	1,551	-942	-1,714	-3,216	-2,576
无息负债变化	-60	915	522	782	1,029
净现金流	**-376**	**381**	**1,352**	**542**	**1,239**

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	**28,253**	**29,460**	**32,259**	**33,648**	**35,844**
货币资金	1,647	2,179	3,531	4,074	5,313
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	954	868	1,059	1,222	1,453
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款（合计）	56	60	165	190	226
存货	2,110	1,503	1,906	2,265	2,777
其他流动资产	1,500	1,682	2,466	2,827	3,084
流动资产合计	**6,514**	**6,540**	**9,386**	**10,884**	**13,226**
其他权益工具	195	192	192	192	192
长期股权投资	1,358	1,650	1,650	1,650	1,650
固定资产	13,993	15,064	15,050	14,947	14,766
在建工程	2,634	2,702	2,551	2,438	2,354
无形资产	1,995	1,942	1,962	1,977	1,996
商誉	951	807	807	807	807
其他非流动资产	191	142	142	142	142
非流动资产合计	**21,738**	**22,920**	**22,873**	**22,764**	**22,617**
总负债	**18,691**	**18,664**	**17,472**	**15,038**	**13,491**
短期借款	6,473	6,584	4,870	2,576	0
应付账款	2,647	3,033	2,904	3,440	4,201
应付票据	235	237	323	382	467
预收账款	485	36	471	543	646
其他流动负债	507	588	588	588	588
流动负债合计	**13,013**	**12,969**	**11,777**	**9,343**	**7,795**
长期借款	3,637	3,585	3,585	3,585	3,585
应付债券	920	923	923	923	923
其他非流动负债	536	541	541	541	541
非流动负债合计	**5,678**	**5,695**	**5,695**	**5,695**	**5,695**
股东权益	**9,562**	**10,795**	**14,786**	**18,610**	**22,353**
股本	1,028	1,119	1,112	1,112	1,112
公积金	5,443	6,205	6,424	6,424	6,424
未分配利润	1,742	2,235	5,980	9,770	13,479
归属母公司权益	8,143	9,459	13,416	17,206	20,915
少数股东权益	1,419	1,336	1,370	1,404	1,438

主要指标

盈利能力（%）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	13.6%	16.2%	31.5%	29.6%	27.7%
EBITDA 率	11.9%	14.7%	27.8%	25.5%	23.0%
EBIT 率	6.6%	8.7%	22.9%	21.1%	19.1%
税前净利润率	2.5%	3.9%	21.4%	20.2%	18.7%
归母净利润率	1.7%	3.4%	18.0%	17.1%	15.8%
ROA	1.4%	2.0%	13.3%	13.9%	14.4%
ROE（摊薄）	3.7%	6.6%	31.6%	27.0%	24.4%
经营性 ROIC	4.6%	6.3%	19.8%	20.4%	21.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	66%	63%	54%	45%	38%
流动比率	0.50	0.50	0.80	1.16	1.70
速动比率	0.34	0.39	0.64	0.92	1.34
归母权益/有息债务	0.63	0.79	1.30	2.43	4.64
有形资产/有息债务	1.92	2.19	2.83	4.30	7.25

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.89%	4.03%	4.03%	4.03%	4.03%
管理费用率	1.32%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%
财务费用率	3.46%	3.15%	1.28%	0.80%	0.35%
研发费用率	1.52%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.25	0.77	1.26	1.62
每股经营现金流	1.01	2.15	4.19	5.25	5.71
每股净资产	7.92	8.45	12.07	15.48	18.81
每股销售收入	17.54	16.36	21.18	24.43	29.04

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	112	59	9	8	7
PB	4.2	3.9	2.7	2.1	1.8
EV/EBITDA	23.2	18.9	7.4	6.5	5.7
股息率	0.3%	0.8%	2.3%	3.8%	4.9%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级		说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE