

兴发集团 (600141.SH)

磷矿石景气度维持高位，看好成长性新材料产品放量

买入

核心观点

2022 年业绩高速增长，业绩符合预期。公司发布 2022 年年度报告，公司 2022 年实现营收 303.1 亿元，同比增长 26.8%，归母净利润 58.5 亿元，同比增长 36.7%，实现扣非归母净利润 60.5 亿元，同比增长 35.4%。公司主营业务毛利率 34.9%，同比增长 2.0pcts，公司三费率为 3.7%，同比降低 1.1pcts，公司全年累计研发投入 12.4 亿元，研发费用率达到 4.1%，同比增长 0.4pcts，公司全年归母净利率为 19.3%，同比增长 1.4pcts，业绩符合预期。

全年磷化工、草甘膦景气增长，成长型产品加速放量。(1) 公司内蒙兴发 5 万吨/年草甘膦产能投产，回购农银投资持有泰盛公司 23.13% 少数股东股权，泰盛公司成为公司全资子公司。全年草甘膦营收 86.7 亿元，同比增长 21.7%，毛利率 58.1%，同比增加 17.9pcts。(2) 公司后坪磷矿 200 万吨/年采矿项目取得安全生产许可证，现磷矿产能 585 万吨/年，全年磷矿营收 8.6 亿元，同比增长 21.0%，毛利率达到 73.9%。(3) 食品添加剂、特种化学品、湿电子化学品等成长型产品需求良好，年内新疆兴发 2 万吨/年二甲基亚砜、兴福电子 4 万吨/年电子级硫酸、1 万吨/年电子级双氧水相继投运。全年食品添加剂、特种化学品、湿电子化学品分别营收 24.1、33.5、6.1 亿元，分别同比增长 57.1%、42.4%、68.5%，毛利率分别为 13.4%、53.4%、38.6%。

布局电子级化学品等成长性项目，有望贡献业绩增长。公司投资 8.9 亿元建设后坪 200 万吨/年磷矿选矿及管道输送项目，预计 2024 年 3 月投产，进一步提升磷矿自给比例；投资 8.8 亿元投建上海兴福电子化学品专区项目，包括 3 万吨/年电子级硫酸、1 万吨/年电子级功能性化学品、研发中心。此外，湖北兴友一期 10 万吨/年磷酸铁项目、湖北友兴一期 8 万吨/年磷酸铁锂项目、10 万吨/年磷酸二氢锂、5 万吨/年光伏胶、3 万吨/年液体胶、3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级蚀刻液等项目均在建，均有望于 2023 年投产。公司在黑磷、气凝胶、有机硅微胶囊等新材料产品均在从 0 到 1 产业化放大开发，未来 1-2 年将成为公司新的快速盈利增长点。

风险提示：产品价格大幅波动，新建产能投放进度不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。

我们预计 2023-2025 年归母净利润为 36.5/47.9/53.6 亿元，同比增速 -37.7/31.5/11.8%；摊薄 EPS 为 3.26/4.28/4.79 元，当前股价对应 PE 为 9.3/7.1/6.3x，维持“买入”评级。

公司研究 · 财报点评

基础化工 · 农化制品

证券分析师：杨林
010-88005379

证券分析师：薛聪
010-88005107
0755-81981378

yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

xuecong@guosen.com.cn
S0980520120001

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	30.36 元
总市值/流通市值	33750/33560 百万元
52 周最高价/最低价	47.51/28.08 元
近 3 个月日均成交额	577.92 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《兴发集团 (600141.SH) - 成长性产品快速放量，业绩符合预期》——2023-01-16
- 《兴发集团 (600141.SH) - 草甘膦、有机硅景气度有所回落，看好新材料业务放量》——2022-10-31
- 《兴发集团 (600141.SH) - 磷化工高景气业绩高增，新材料领域加速放量》——2022-07-06
- 《兴发集团 (600141.SH) - 磷硅高景气延续，新材料加速放量》——2022-03-22
- 《兴发集团-600141-2021 年业绩预告点评：草甘膦、有机硅高景气，布局新能源、新材料领域》——2022-01-07

盈利预测和财务指标

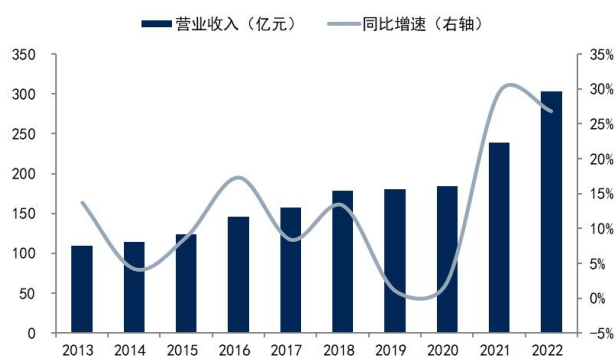
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	23,706	30,311	28,970	31,157	32,502
(+/-%)	28.9%	27.9%	-4.4%	7.6%	4.3%
净利润 (百万元)	4237	5852	3646	4793	5357
(+/-%)	585.2%	38.1%	-37.7%	31.5%	11.8%
每股收益 (元)	3.81	5.26	3.26	4.28	4.79
EBIT Margin	29.9%	32.1%	20.9%	19.9%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	30.2%	28.8%	16.2%	19.3%	19.4%
市盈率 (PE)	8.0	5.8	9.3	7.1	6.3
EV/EBITDA	6.4	4.7	6.8	6.7	6.3
市净率 (PB)	2.40	1.66	1.51	1.37	1.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

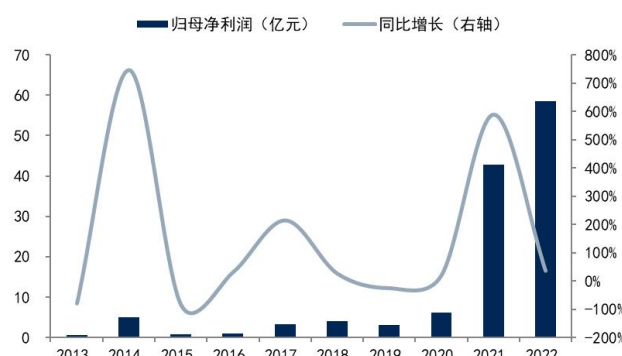
2022 年业绩高速增长，业绩符合预期。公司发布 2022 年年度报告，公司 2022 年实现营收 303.1 亿元，同比增长 26.8%，归母净利润 58.5 亿元，同比增长 36.7%，实现扣非归母净利润 60.5 亿元，同比增长 35.4%。公司主营业务毛利率 34.9%，同比增长 2.0pcts，公司三费率为 3.7%，同比降低 1.1pcts，公司全年累计研发投入 12.4 亿元，研发费用率达到 4.1%，同比增长 0.4pcts，公司全年归母净利率为 19.3%，同比增长 1.4pcts，业绩符合预期。

图1：兴发集团营业收入及增速



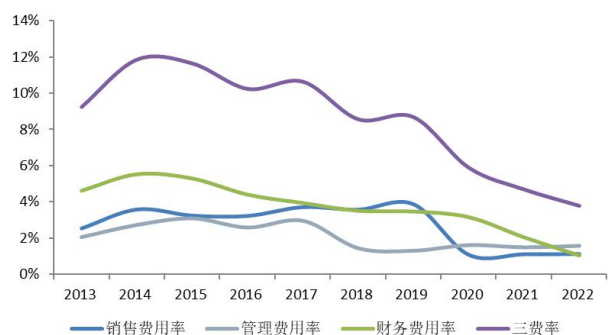
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：兴发集团归母净利润及增速



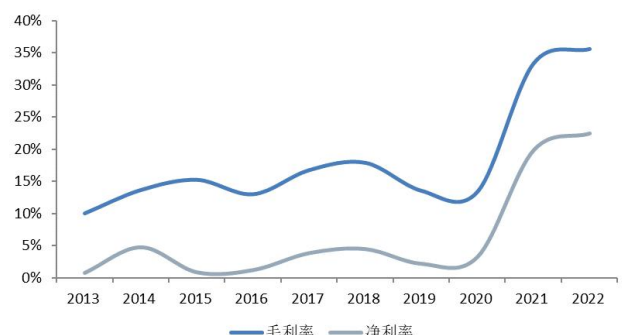
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：兴发集团三费率



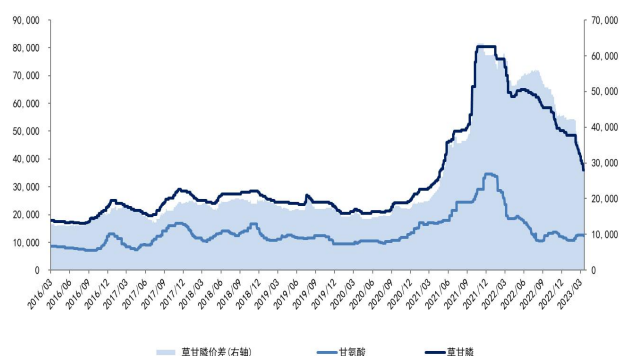
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：兴发集团毛利率与净利率

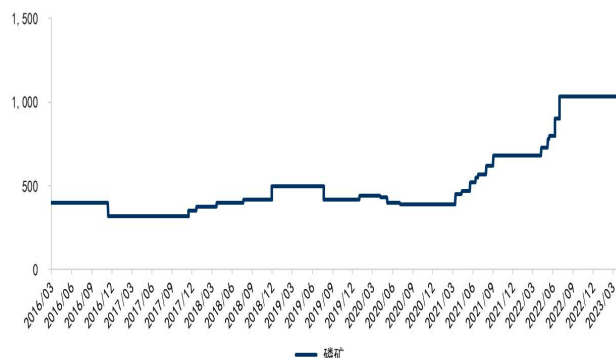


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全年磷化工、草甘膦景气增长，成长型产品加速放量。（1）公司内蒙兴发 5 万吨/年草甘膦产能投产，回购农银投资持有泰盛公司 23.13% 少数股东股权，泰盛公司成为公司全资子公司。全年草甘膦营收 86.7 亿元，同比增长 21.7%，毛利率 58.1%，同比增加 17.9pcts。（2）公司后坪磷矿 200 万吨/年采矿项目取得安全生产许可证，现磷矿产能 585 万吨/年，全年磷矿营收 8.6 亿元，同比增长 21.0%，毛利率达到 73.9%。（3）食品添加剂、特种化学品、湿电子化学品等成长型产品需求良好，年内新疆兴发 2 万吨/年二甲基亚砜、兴福电子 4 万吨/年电子级硫酸、1 万吨/年电子级双氧水相继投运。全年食品添加剂、特种化学品、湿电子化学品分别营收 24.1、33.5、6.1 亿元，分别同比增长 57.1%、42.4%、68.5%，毛利率分别为 13.4%、53.4%、38.6%。

图5: 草甘膦价格与价差（元/吨）


资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图6: 30%品位磷矿石价格（元/吨）


资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

布局电子级化学品等成长性项目，有望贡献业绩增长。公司投资 8.9 亿元建设后坪 200 万吨/年磷矿选矿及管道输送项目，预计 2024 年 3 月投产，进一步提升磷矿自给比例；投资 8.8 亿元投建上海兴福电子化学品专区项目，包括 3 万吨/年电子级硫酸、1 万吨/年电子级功能性化学品、研发中心。此外，湖北兴友一期 10 万吨/年磷酸铁项目、湖北友兴一期 8 万吨/年磷酸铁锂项目、10 万吨/年磷酸二氢锂、5 万吨/年光伏胶、3 万吨/年液体胶、3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级蚀刻液等项目均在建，均有望于 2023 年投产。公司在黑磷、气凝胶、有机硅微胶囊等新材料产品均在做从 0 到 1 产业化放大开发，未来 1-2 年将成为公司新的快速盈利增长点。

投资建议：我们预计 2023-2025 年归母净利润为 36.5/47.9/53.6 亿元，同比增速 -37.7/31.5/11.8%；摊薄 EPS 为 3.26/4.28/4.79 元，当前股价对应 PE 为 9.3/7.1/6.3x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3198	4719	14297	19121	24176	营业收入	23706	30311	28970	31157	32502
应收款项	931	977	1429	1707	1781	营业成本	15780	19516	21951	23925	24632
存货净额	2394	2521	2163	2368	2441	营业税金及附加	203	256	232	249	260
其他流动资产	2174	983	939	1010	1054	销售费用	264	341	348	374	390
流动资产合计	8697	9272	18842	24216	29457	管理费用	361	482	388	410	423
固定资产	0	25806	23660	21560	19415	财务费用	531	314	477	445	371
无形资产及其他	2070	2457	2359	2260	2162	投资收益	289	316	(35)	(60)	(60)
投资性房地产	21759	2141	2141	2141	2141	资产减值及公允价值变动	152	123	(200)	(50)	(50)
长期股权投资	1955	1937	1947	1957	1967	其他收入	(1117)	(1627)	0	(20)	(30)
资产总计	34481	41612	48949	52134	55142	营业利润	5889	8213	5340	5625	6286
短期借款及交易性金融负债	7219	3530	7500	7500	7500	营业外净收支	(512)	(342)	0	0	0
应付款项	3899	4561	4945	5414	5581	利润总额	5377	7871	5340	5625	6286
其他流动负债	2295	2563	2758	3018	3113	所得税费用	685	1074	694	731	817
流动负债合计	13412	10654	15203	15932	16194	少数股东损益	456	945	1000	100	112
长期借款及应付债券	4130	7939	7939	7939	7939	归属于母公司净利润	4237	5852	3646	4793	5357
其他长期负债	1348	1683	1683	1683	1683						
长期负债合计	5477	9623	9623	9623	9623	现金流量表（百万元）					
负债合计	18890	20277	24826	25555	25817	净利润	4237	5852	3646	4793	5357
少数股东权益	1555	1036	1636	1696	1763	资产减值准备	(10)	70	0	(16)	(19)
股东权益	14036	20300	22487	24884	27562	折旧摊销	1188	1662	2544	2664	2713
负债和股东权益总计	34481	41612	48949	52134	55142	公允价值变动损失	(152)	(123)	200	50	50
						财务费用	531	314	477	445	371
关键财务与估值指标						营运资本变动	(2167)	21973	529	158	52
每股收益	3.81	5.26	3.26	4.28	4.79	其它	376	701	600	76	86
每股红利	0.74	0.97	1.30	2.14	2.39	经营活动现金流	3473	30135	7519	7726	8239
每股净资产	12.63	18.26	20.10	22.24	24.63	资本开支	0	(27567)	(500)	(500)	(500)
ROIC	27%	30%	20%	24%	30%	其它投资现金流	0	(72)	57	5	5
ROE	30%	29%	16%	19%	19%	投资活动现金流	(305)	(27621)	(453)	(505)	(505)
毛利率	33%	36%	24%	23%	24%	权益性融资	(16)	50	0	0	0
EBIT Margin	30%	32%	21%	20%	21%	负债净变化	231	1154	0	0	0
EBITDA Margin	35%	38%	30%	28%	29%	支付股利、利息	(826)	(1076)	(1458)	(2397)	(2678)
收入增长	29%	28%	-4%	8%	4%	其它融资现金流	(947)	(1199)	3970	0	0
净利润增长率	585%	38%	-38%	31%	12%	融资活动现金流	(2152)	(993)	2512	(2397)	(2678)
资产负债率	59%	51%	54%	52%	50%	现金净变动	1017	1521	9578	4824	5056
息率	2.4%	3.2%	4.3%	7.1%	7.9%	货币资金的期初余额	2182	3198	4719	14297	19121
P/E	8.0	5.8	9.3	7.1	6.3	货币资金的期末余额	3198	4719	14297	19121	24176
P/B	2.4	1.7	1.5	1.4	1.2	企业自由现金流	0	4457	7838	7715	8178
EV/EBITDA	6.4	4.7	6.8	6.7	6.3	权益自由现金流	0	4411	11393	7329	7856

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032