

兴发集团(600141)

报告日期: 2023年06月14日

新材料板块高速成长弥补周期低迷, 低估值凸显优异投资性价比

——兴发集团深度报告

报告导读

兴发集团是国内磷化工行业龙头, 公司历经 30 年的发展历程, 外延内生构筑磷化工一体化布局。公司主营包括草甘膦、磷肥、有机硅在内等产品, 当前板块周期下行, 产品景气度较低, 但随着下游行业需求复苏, 盈利能力有望恢复; 同时公司积极延展特种化学品、湿电子化学品、精细磷酸盐等成长性产品, 产品附加值高, 成长能力强, 有望成为公司新的利润增长点。当前公司估值历史低位, 安全边际高。

投资要点

国内磷化工行业龙头, 全产业链布局凸显协同优势

公司作为国内磷化工领域龙头不断提高副产物的综合利用, 形成磷和硅循环产业链, 降低产品的生产成本。据我们测算, 循环产业链以及自有磷矿预计能降低草甘膦 1850 元/吨的成本。同时, 公司磷矿资源储量充足, 当前自有采矿权的磷矿资源储量约 4.29 亿吨, 此外还持有荆州荆化 70% 股权, 桥沟矿业 50% 股权, 通过控股 55% 的子公司远安吉星持有宜安实业 26% 股权, 合计磷矿权益储量达 7.7 亿吨, 可以长周期满足公司生产所需; 此外公司自备水电站总装机容量约 17.84 万千瓦, 自有水电成本约为 0.33 元/千瓦时, 相较外购电价便宜 40%。公司通过不断完善上下游一体化产业链条, 打造行业独特的“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链, 成本控制能力优秀, 未来发展潜力大。

稳步推进新材料板块建设, 打造新的盈利增长点

公司结合自身优势条件, 积极发展高附加值精细化学品。现已形成包括 3 万吨电子级磷酸、6 万吨电子级硫酸、3 万吨电子级蚀刻液在内的湿电子化学品产能共计 13.3 万吨, 另有 15 万吨产能将于今明两年释放。随着我国显示面板、半导体、太阳能电池等新兴产业的快速发展, 湿电子化学品的国内需求大幅提高, 根据中商产业研究院数据, 2016 年我国湿电子化学品需求量为 44.02 万吨, 2025 年有望达到 179.12 万吨, 年复合增速 17%。同时未来随着碳纤维、集成电路、医药等领域的发展, 二甲基亚砜行业需求有望快速增长, 公司目前拥有二甲基亚砜产能 6 万吨, 约占总市场份额的 47%; 同时公司积极布局微胶囊、锂电池等领域, 液体封装胶以及双氟磺酰亚胺锂电解质已处于测试阶段; 我们看好公司在精细化学品领域的布局, 随着公司新材料板块的产能增加, 新材料板块盈利将持续增长。

周期性产品盈利短期承压, 磷化工行业景气度有望回暖

磷矿石: 2023 年 5 月磷矿石平均价格为每吨 1035.53 元, 相较 2018 年 7 月上涨 150.98%。未来磷矿限产政策延续, 落后产能持续出清, 供给难以大幅增长; 同时下游整体需求偏刚性, 价格有望维持高位。**磷肥:** 当前国内磷酸一铵和磷酸二铵的周均价分别为 2691/3502 元/吨, 处于近三年 42.54%/64.09% 百分位, 磷酸一铵及磷酸二铵的周库存量为 18.48 万吨和 21.66 万吨, 库存处于近三年 11.46%/11.46% 百分位; 但由于磷肥成本较高, 行业公司盈利较差, 叠加库存低位, 磷肥价格将延续高位。**草甘膦:** 当前草甘膦价格为 2.48 万元/吨, 处于历史 15.60% 百分位, 库存为 8.4 万吨, 处于历史 97.45% 百分位, 价格低位叠加库存高位行业整体景气度低迷; 公司拥有草甘膦产能 23 万吨, 盈利短期承压。**有机硅:** 由于下游需求弱, 有机硅行业整体盈利承压, 但公司积极扩产光伏胶、气凝胶等高附加值产品, 预期公司未来有机硅板块盈利水平有望得到改善。

盈利预测与估值

兴发集团当前市净率为 1.21, 低于可比公司 PB 平均值 1.77; 公司积极扩产新材料, 产业链持续延伸, 周期性减弱成长性增强。当前估值水平处于历史低位, 安全边际高。预计 23-25 年营业收入分别为 275.63/299.99/320.92 亿元, 归母净利润

投资评级: 买入(维持)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

研究助理: 李佳骏

lijiajun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 22.64
总市值(百万元)	25,168.31
总股本(百万股)	1,111.67

股票走势图



相关报告

- 《22H1 盈利创历史新高, 新材料、新能源业务布局打开成长空间——兴发集团点评报告》2022.08.30
- 《【浙商化工】兴发集团深度: 磷化工一体化布局, 传统+精细两翼齐飞》2022.04.01
- 《贵州兴发火灾或引起二甲基亚砜供应紧张》2020.01.20

分别为 20.70/30.35/40.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.86/2.73/3.62 元，对应 PE 分别为 12.20/8.32/6.28，维持“买入”评级。

□ **风险提示**

产品价格波动；客户开拓不及预期；产能投放不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,311	27,563	29,999	32,092
(+/-) (%)	26.81%	-9.06%	8.84%	6.98%
归母净利润	5,852	2,070	3,035	4,025
(+/-) (%)	36.67%	-64.63%	46.62%	32.64%
每股收益(元)	5.26	1.86	2.73	3.62
P/E	4.32	12.20	8.32	6.28

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 公司是磷化工行业龙头，具备一体化产业优势；近年来持续加码成长性板块，进一步提升公司盈利能力。预计 23-25 年营业收入分别为 275.63/299.99/320.92 亿元，归母净利润分别为 20.70/30.35/40.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.86/2.73/3.62 元，对应 PE 分别为 12.20/8.32/6.28。

2) 投资评级：买入

● 关键假设

1) 产品价格：随着库存的逐步消化，公司产品价格企稳回升

2) 投产进度：公司项目产品按计划时间有序投产

3) 下游客户认证：公司新产品下游客户认证及需求推广稳步进行

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：磷化工景气度下行，公司业绩持续下行。

我们认为：公司从 2021 年开始逐步布局成长性板块产品，2022 年成长性板块产品已经开始为公司贡献主要利润。随着成长性板块产能的投放，如二甲基亚砷、磷化剂、微胶囊、气凝胶等单品的利润会逐步释放，为公司创造新的盈利增长点。

● 股价上涨的催化因素

1) 产品价格上涨

2) 新材料的下游认证推广进度超预期

● 风险提示

1) 产品价格波动风险：公司产品较多，其中周期性板块的产品受价格波动影响较大，倘若下游需求持续走弱，将对公司盈利产生影响。

2) 客户开拓不及预期风险：公司电子化学品业务下游客户认证壁垒较高，倘若公司与客户的认证进程不及预期，将对该业务进展及收入增速产生影响。

3) 产能投放不及预期风险：未来几年，公司新增产能较多，倘若新增产能无法如期投放或释放，将对公司收入及业绩造成影响。

正文目录

1 磷化工龙头企业，一体化产业布局助力业绩高增长	7
1.1 磷化工行业龙头，全产业链布局凸显协同优势	7
1.2 公司业绩高速增长，精细化工打造新的盈利增长点	9
2 稳步推进成长性新材料板块建设，多领域布局打开成长空间	11
2.1 湿电子化学品前景广阔，国产替代空间大	11
2.2 “万能溶剂”二甲基亚砷，下游应用前景广阔	12
3 磷硅化工整体景气较低，关注高附加值新材料扩张	14
3.1 磷矿石：需求刚性叠加供给收紧，价格有望维持高位	14
3.2 草甘膦：库存高位导致价格回落，未来供需格局有望好转	16
3.3 磷肥：粮食安全问题强化磷肥重要性，成本支撑价格高位	18
3.4 磷酸铁：磷酸铁锂装机量高速增长，拉动磷酸铁需求	20
3.5 有机硅：产品价格下滑行业盈利承压，高附加值产品有望改善盈利	20
4 “资源+能效+技术”优势加持，估值低位凸显公司投资价值	23
4.1 “矿电化一体”打造资源及成本护城河	23
4.2 推进关键技术攻关，赋能助力企业转型	23
5 盈利预测	24
5.1 业务拆分与盈利预测	24
5.2 估值分析与投资建议	26
6 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	7
图 2: 公司股权结构 (截止 2023 年 6 月 14 日)	7
图 3: 宜昌新材料产业园循环经济产业链.....	8
图 4: 公司营业收入稳步提升.....	9
图 5: 公司归母净利润增长迅速.....	9
图 6: 周期性产品产销量出现回落.....	10
图 7: 成长性产品产销量显著增加.....	10
图 8: 成长性板块营收占比增加.....	10
图 9: 成长性产品毛利占比显著增大.....	10
图 10: 三费率呈下降趋势 (%)	10
图 11: 研发投入占比不断增加.....	10
图 12: 湿电子化学品产业链.....	11
图 13: 2020 年全球湿电子化学品市场区域份额占比.....	11
图 14: 2021 年中国湿电子化学品应用结构占比.....	11
图 15: 2016-2025E 年中国湿电子化学品供需缺口加大.....	12
图 16: 2022 年全球主要二甲基亚砷供应商市场份额以及产能.....	13
图 17: 2022 年二甲基亚砷下游应用.....	13
图 18: 我国碳纤维供需缺口较大 (万吨)	14
图 19: 国内碳纤维表观消费量逐年上升.....	14
图 20: 二甲基亚砷市场价格近期保持上涨趋势.....	14
图 21: 2022 年全球磷矿石储量分布.....	15
图 22: 2022 年中国磷矿储采比远低于各国水平 (储采比: 储量/产量)	15
图 23: 我国磷矿石产销量.....	16
图 24: 磷矿石价格维持高位.....	16
图 25: 全球草甘膦市场规模 (亿美元)	16
图 26: 2023 年国内草甘膦供给格局 (产能)	17
图 27: 草甘膦价格处于低位.....	18
图 28: 草甘膦开工率下降, 库存出现回落.....	18
图 29: 磷酸一铵月度出口量同比依然保持低位 (万吨)	18
图 30: 磷酸二铵月度出口量同比依然保持低位 (万吨)	18
图 31: 磷酸一铵年度出口量出现下降趋势.....	19
图 32: 磷酸二铵出口量降低.....	19
图 33: 磷酸一铵成本和价格走势.....	19
图 34: 磷酸二铵成本和价格走势.....	19
图 35: 磷酸一铵、磷酸二铵开工率.....	19
图 36: 磷酸一铵、磷酸二铵库存情况.....	19
图 37: 新能源汽车产量实现高增长.....	20
图 38: 磷酸铁锂电池装机量增长 (兆瓦时)	20
图 39: 有机硅产业链及下游应用.....	21
图 40: 有机硅中间体供需情况.....	21
图 41: 有机硅中间体价格、毛利走势.....	21
图 42: 全球新增光伏装机容量不断增加.....	22

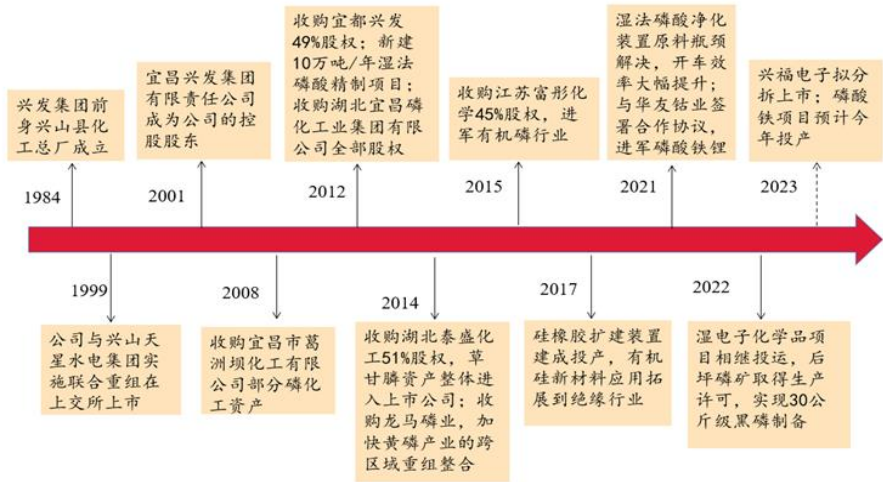
图 43: 历年中国气凝胶市场规模不断增加	22
图 44: 2022 年气凝胶下游需求结构以油气项目为主	22
图 45: 研发费率处于行业前列	24
表 1: 公司主要产品产能情况	8
表 2: 二甲基亚砜的应用	12
表 3: 全国性磷矿产业相关政策	15
表 4: 转基因作物政策总结	17
表 5: 近三年我国部分保障粮食安全政策内容	18
表 6: 磷酸铁供需表 (万吨)	20
表 7: 公司拥有的磷矿资源	23
表 8: 公司兴山县内电力成本	23
表 9: 部分关键技术研发情况	24
表 10: 收入拆分	25
表 11: 可比公司估值	26
表附录: 三大报表预测值	27

1 磷化工龙头企业，一体化产业布局助力业绩高增长

1.1 磷化工行业龙头，全产业链布局凸显协同优势

公司是国内磷化工行业龙头企业，专注精细磷化工发展主线，积极探索磷、硅、硫、锂、氟融合发展，一体化产业链条逐步完善。兴发集团前身为兴山县化工总厂，成立于1984年，于1999年与兴山天星水电集团重组，在上交所上市。上市以来，公司凭借自有磷矿和水电优势，在国内率先建立起“矿电化”运行模式，实现磷矿、电力高度自给。同时，公司通过自建以及收并购等多种方式拓宽自身经营范围，先后开发出食品级、牙膏级、医药级、电子级、电镀级、工业级、饲料级等各类产品15个系列591个品种，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。

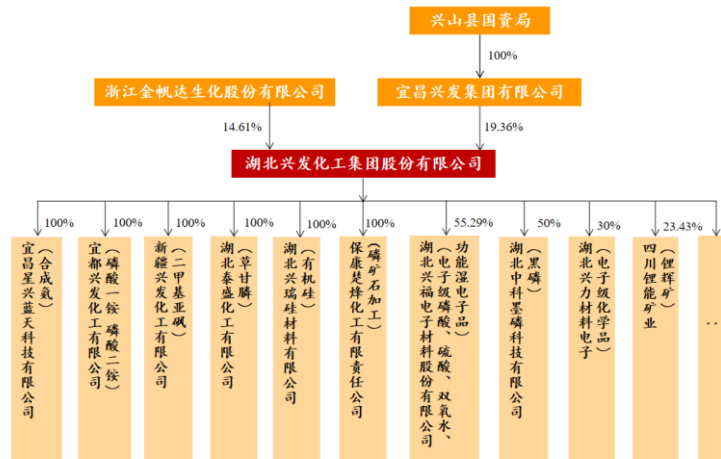
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

兴山县国资局100%控股的宜昌兴发集团有限公司是兴发化工集团股份有限公司的第一大股东，持有19.36%股份，公司第二大股东为浙江金帆达生化股份有限公司，持有14.61%。目前公司下设包括宜昌星兴蓝天科技有限公司、湖北兴瑞硅材料有限公司、湖北兴福电子材料股份有限公司在内的22家子公司。

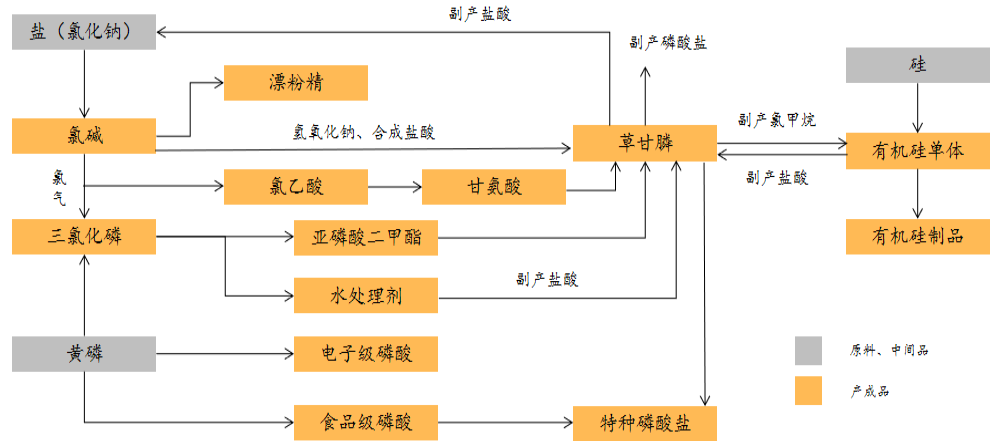
图2：公司股权结构（截止2023年6月14日）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

聚焦磷化工主业，积极探索磷、硅、硫、盐多种产业融合发展。公司为国内磷化工生产龙头企业，对副产物的综合利用，以及磷化工产业链的延伸是公司发展的核心；通过打通上下游产业链，提高原材料自给率，可以有效降低生产成本。在完善传统业务的同时，公司结合自身优势条件，积极发展微电子新材料、有机硅新材料和高附加值精细化学品行业，形成了“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的产业格局，打造了行业独特的“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势。

图3：宜昌新材料产业园循环经济产业链



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

积极布局新产能，不断完善一体化产业链：公司目前拥有磷矿石产能规模 585 万吨、草甘膦 23 万吨、甘氨酸 10 万吨、有机硅单体 36 万吨（80 万吨在建）、磷铵 100 万吨、湿电子化学品 13.3 万吨（15 万吨在建）、二甲基亚砜 6 万吨，是我国目前磷硅协同产业链最丰富的上市公司之一。

表1：公司主要产品产能情况

板块	产品	现有产能	预计新增	2023 新增	2024 新增	备注
磷矿石	磷矿石	585 万吨/年				
精细磷酸盐	三聚磷酸钠	16 万吨/年				
	六偏磷酸钠	4.8 万吨/年				
草甘膦	草甘膦	23 万吨/年				
	甘氨酸	10 万吨/年				
有机硅	有机硅单体	36 万吨/年	80 万吨/年			考虑市场需求情况有序推进项目
	硅橡胶	15 万吨/年	8 万吨/年	8 万吨/年		预计 2023 年三季度投产
	硅油	5.1 万吨/年				
	光伏胶		5 万吨/年	5 万吨/年		预计 2023 年 6 月底投产
	气凝胶		0.5 万立方米/年	0.5 万立方米/年		预计 2023 年三季度建成投产
	液体胶		3 万吨/年	1.5 万吨/年	1.5 万吨/年	一期建设 1.5 万吨/年预计 2023 年 12 月建成，二期建设 1.5 万吨/年预计 2024 年 12 月建成
	酸性交联剂	0.25 万吨/年				
	有机硅微胶囊		0.22 万吨/年	0.22 万吨/年		已于 3 月 31 日成功试车
化肥	磷酸一铵	20 万吨/年				
	磷酸二铵	80 万吨/年				
	湿法磷酸（折百）	68 万吨/年	5 万吨/年			

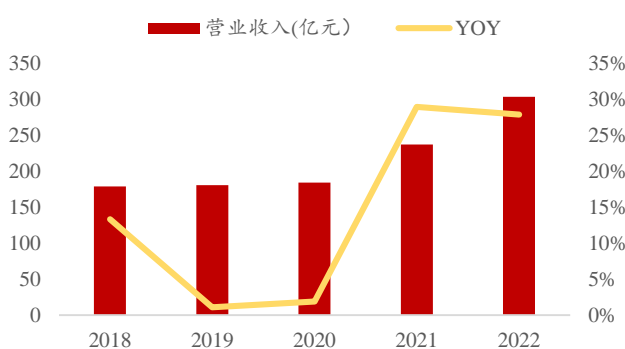
	精制净化磷酸(折百)	10万吨/年				
	硫酸	200万吨/年				
	合成氨	40万吨/年				
	复合肥	38万吨/年				
湿电子化学品	电子级磷酸	3万吨/年	3万吨/年			
	电子级硫酸	6万吨/年	3万吨/年			
	电子级氨水		2万吨/年			
	联产电子级氨气		1万吨/年			以上项目预计2023-2024年陆续投产
	电子级双氧水	1万吨/年				
	电子级清洗剂	0.3万吨/年				
	电子级蚀刻液	3万吨/年	2万吨/年			预计2023年二季度建成
新能源材料	超高纯电子化学品		4万吨/年			3万吨/年电子级硫酸、1万吨/年电子级功能化学品
	磷酸铁		10万吨/年	10万吨/年		预计2023年三季度投产
特种化学品	磷酸二氢锂		10万吨/年	10万吨/年		预计2023年三季度投产
	二甲基亚砜	6万吨/年				
	二甲基二硫醚	1万吨/年				
	次磷酸钠	5万吨/年				

资料来源：公司公告，百川盈孚，浙商证券研究所

1.2 公司业绩高速增长，精细化工打造新的盈利增长点

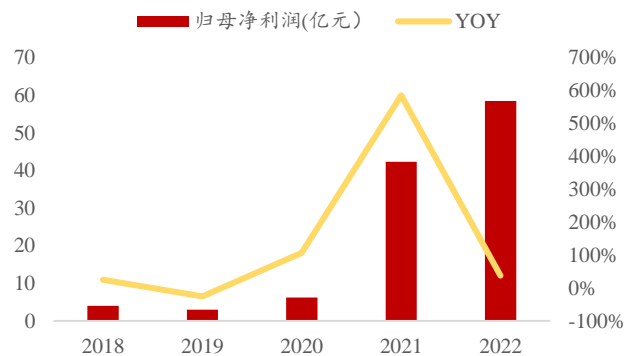
公司业绩实现稳步提升，公司成长板块贡献持续增强。2021年随着国内经济持续恢复，化工行业迎来强景气周期，公司主营产品草甘膦、有机硅、二甲基亚砜、磷铵等销售价格同比大幅上涨，盈利能力显著增强；2022年公司实现营业收入303.11亿元，同比增长27.86%，实现归母净利润58.52亿元，同比增长38.12%，2018-2022年归母净利润的年均复合增速达到95.33%。

图4：公司营业收入稳步提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

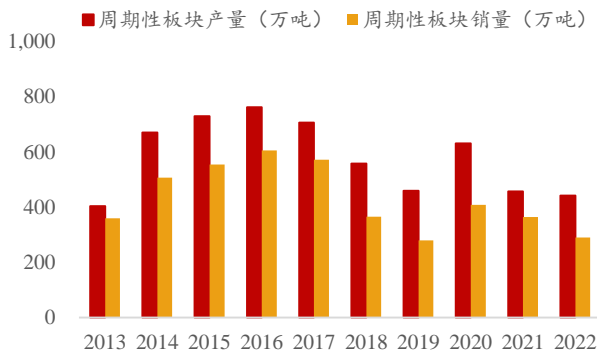
图5：公司归母净利润增长迅速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

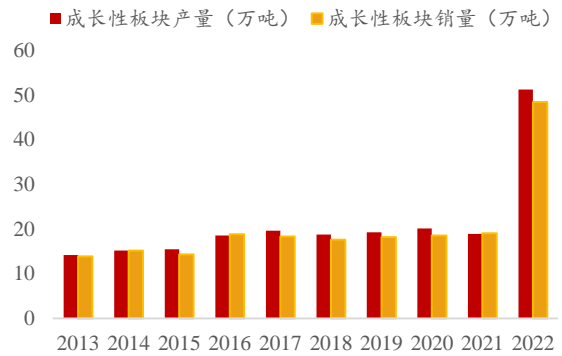
成长性板块逐步发力，毛利占比显著上升。2022年，高端食品添加剂、特种化学品、湿电子化学品等偏成长型产品市场需求良好，实现产销双增，成长性板块产销量从2021年的18.91万吨/19.1万吨增长到2022年的51.21万吨/48.45万吨。营收占比为从2021年1.55%提高到2022年的21.03%，毛利占比从2021年的2.17%提高到2022年的21.76%，经营效益显著增加。

图6: 周期性产品产销量出现回落



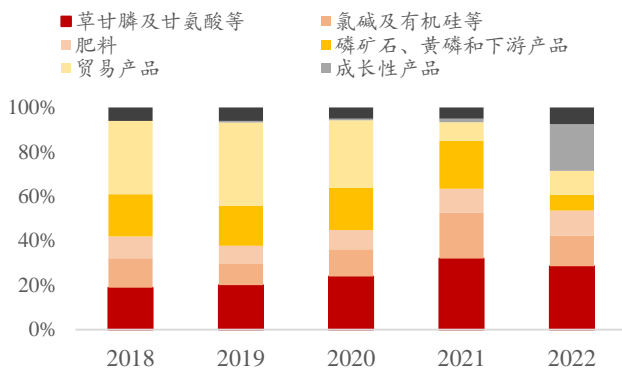
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 成长性产品产销量显著增加



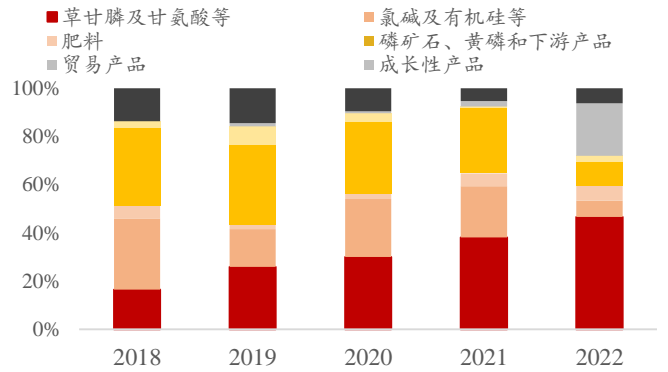
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图8: 成长性板块营收占比增加



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

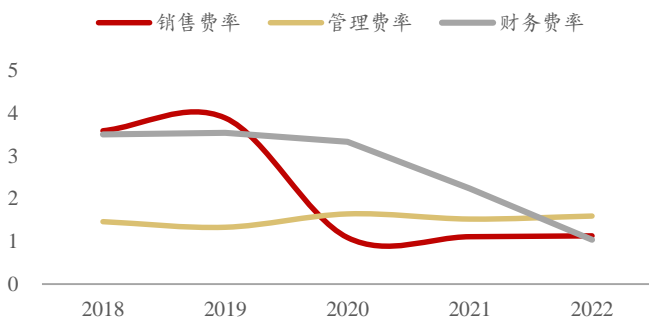
图9: 成长性产品毛利占比显著增大



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

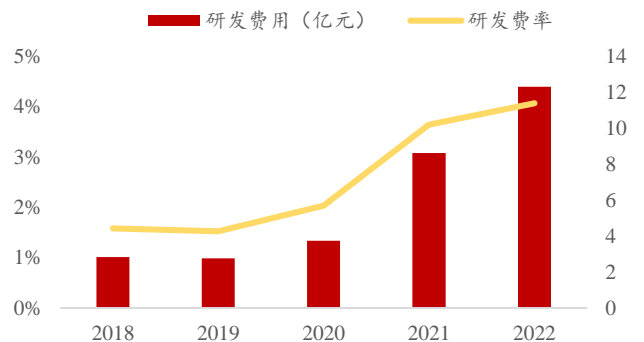
公司总三费率不断下降, 大力支持研发投入。2018 年公司三费率为 8.55%, 截止到 2022 年下降到 3.76%。同时公司不断加大研发投入, 2022 年公司研发费用为 12.32 亿元, 同比增长 42.92%, 研发费率 4.07%, 相较于 2021 年增加 0.43PCT, 积极的研发投入有望推动创新成果转化以及前沿技术攻关, 助力公司打造技术高壁垒。

图10: 三费率呈下降趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图11: 研发投入占比不断增加



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

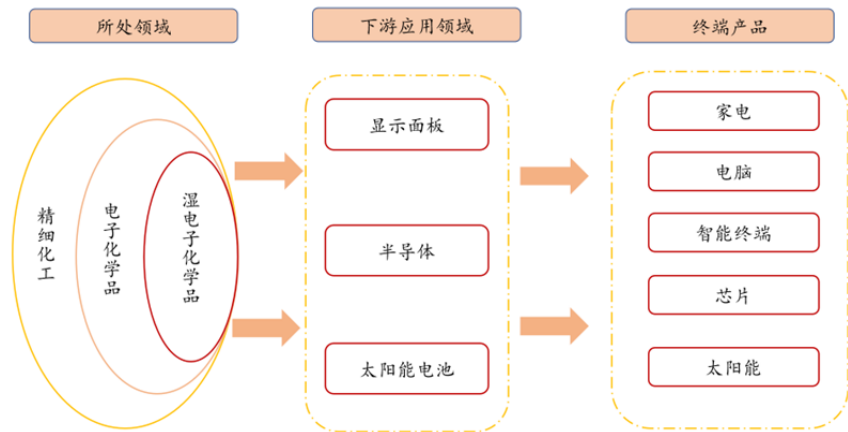
我们认为, 公司作为全国磷化工龙头企业, 在自有磷矿资源的优势下, 通过打造“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势, 降低公司周期类产品的成本; 以及持续加码成长性板块布局, 拓展公司第二成长曲线, 未来公司整体有望快速发展。

2 稳步推进成长性新材料板块建设，多领域布局打开成长空间

2.1 湿电子化学品前景广阔，国产替代空间大

湿电子化学品是微电子、光电子湿法工艺制程中使用的各种液体化工材料，一般可划分为通用湿电子化学品和功能湿电子化学品。通用湿电子化学品指在半导体、显示面板、太阳能电池等制造工艺中被大量使用的液体化学品，一般为单成份、单功能化学品，例如氢氟酸、硫酸、氢氧化钠、氢氧化钾等。功能湿电子化学品指通过复配手段达到特殊功能、满足制造中特殊工艺需求的复配类化学品，例如显影液、剥离液、蚀刻液、稀释液、清洗液等。

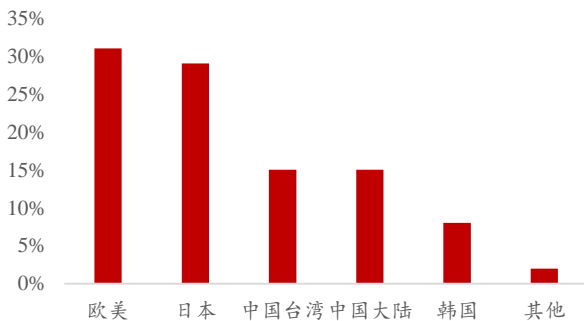
图12：湿电子化学品产业链



资料来源：格林达招股说明书，浙商证券研究所

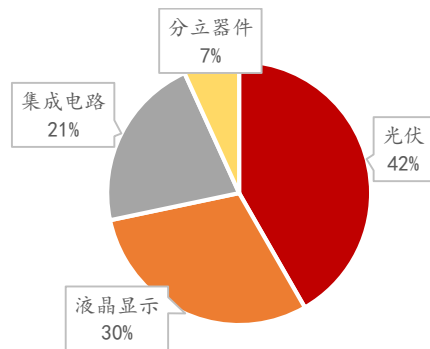
国产湿电子化学品市场份额占比低，国产替代空间大。根据华经产业研究院，我国湿电子化学品下游应用领域中，光伏占据了42%，占比最高。根据华经产业研究院统计，2020年中国大陆企业仅占全球湿电子化学品全球市场份额的15%，相较于欧美和日本的市场份额仍有较大差距，进口替代空间大。

图13：2020年全球湿电子化学品市场区域份额占比



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

图14：2021年中国湿电子化学品应用结构占比

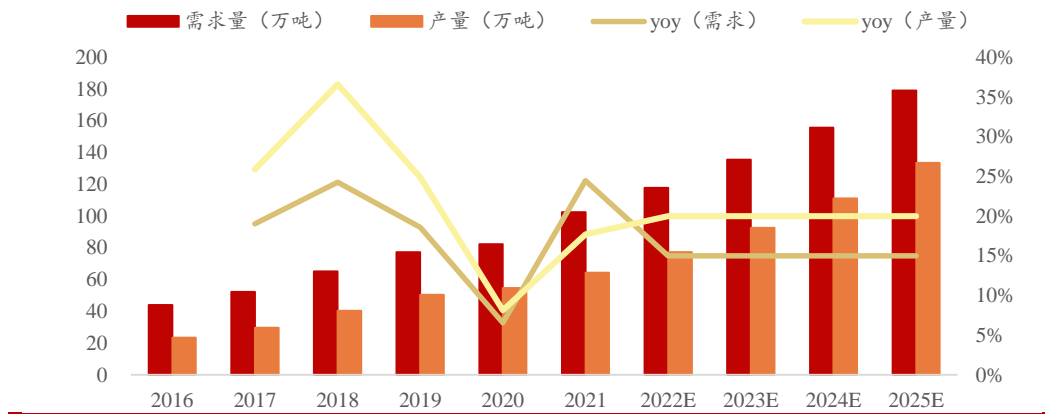


资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

下游产业的快速发展，湿电子化学品供需缺口有所增大。数字经济的发展引领新型显示产业和集成电路拉动湿电子化学品的需求。根据中商产业研究院的数据统计，我国对于湿电子的化学品的需求量从2016年的44.02万吨增长至2021年的102.41万吨，需求的年均复合增速为18.40%。随着国内湿电子化学品生产企业的技术进步和规模扩张，我国的湿

电子化学品产量也实现了较快的增长，从 2016 年的 23.55 万吨增长至 2021 年的 64.35 万吨，年复合增速为 22.27%。当前阶段，国内产量的增加仍然未能满足需求的快速扩张，产需缺口呈现出扩大的态势，从 2016 年的 20.47 万吨增长至 2021 年的 38.06 万吨。未来随着 5G、人工智能、工业物联网、互联网等行业的发展，湿电子化学品呈现出较好的发展前景。我们预计，未来湿电子化学品产量有望维持 20%的增速，需求量有望维持 15%的增速，到 2025 年产需量分别达到 133.44/179.12 万吨，产需缺口将达到约 45 万吨。

图15： 2016-2025E 年中国湿电子化学品产需缺口加大



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

随着我国显示面板、半导体、太阳能电池等新兴产业的快速发展国内湿电子化学品需求量大幅增长，以兴发集团为代表的公司重点突破技术难关，打通国产湿电子化学品产业链，未来有望加速进行国产替代。

2.2 “万能溶剂”二甲基亚砜，下游应用前景广阔

二甲基亚砜(DMSO)是一种非质子极性溶剂。由于它对化学反应具有特殊的溶媒效应对许多物质的溶解特性，被称为“万能溶剂”。其对于某些化学反应具有加速、催化作用，提高收率，改变产品性能。目前在石油、化工、医药、电子、合成纤维、塑料、印染等行业中应用广泛,开发出许多用途。

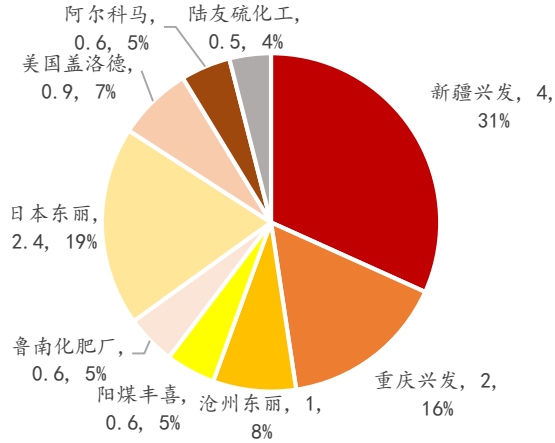
表2： 二甲基亚砜的应用

应用领域	具体应用体现
在石油加工中的应用	DMSO 对乙炔、有机硫化物、芳烃、炔烃易溶,因此用于石油气乙炔回收和溶解乙炔、生产润滑油、柴油精制中
在合成纤维中的应用	丙烯腈可在 DMSO 中聚合,不用分离,直接在水浴中喷丝,得到膨胀松、柔软、容易染色的人造羊毛。其优点是工艺简化、溶解度高、溶剂沸点高、无毒、容易回收、产品性能好
在医药生产中的应用	DMSO 作为反应溶剂作用医药中间体合成中,例如氟化钾与 3,4-二氯硝基苯在 DMSO 中反应制得氟氯苯胺,被广泛用于氟脲酸生产以及三氟硝基甲苯、氧氟沙星等含氟药物
在涂料中的应用	DMSO 在涂料中用做溶剂、助溶剂、防冻剂,在水乳漆中使用较多。由于 DMSO 对各种树脂溶解性好,因而在某些漆中作为增溶剂。更重要的用途是做去漆剂。DMSO 中加入碱或硝酸,可以除掉包括环氧树脂在内的各种漆
在稀有金属湿法冶炼中的应用	用 DMSO 做金、铂、铌、钽、铯和放射性元素的萃取添加剂,提高选择性、溶解性和低温晶析的防冻性

资料来源：CNKI,《二甲基亚砜的性质和应用》，浙商证券研究所

行业格局较稳定，兴发占据主导地位。兴发集团是二甲基亚砷头部厂家占据 47% 市场份额，因而具有一定的定价权。同时，二甲基亚砷的生产门槛较高，其原材料硫化氢气体是一种剧毒、易燃易爆物品，对生产的安全性具有极高要求，导致市场新建产能困难。

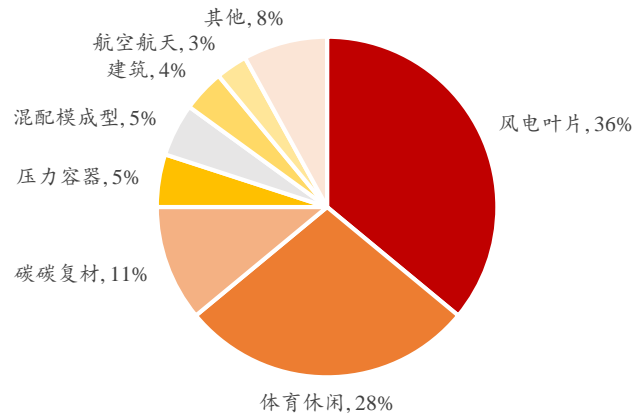
图16： 2022 年全球主要二甲基亚砷供应商市场份额以及产能



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

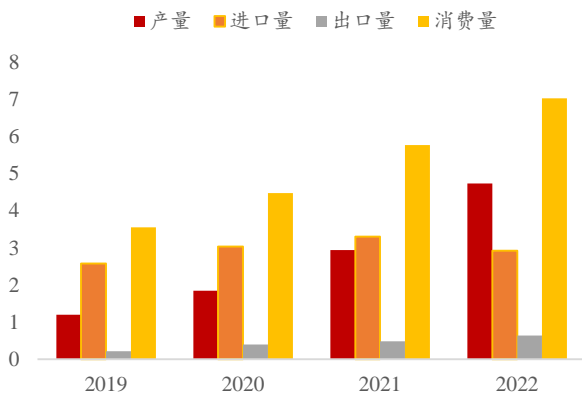
下游产品需求不断扩大，二甲基亚砷价格持续上行。二甲基亚砷下游行业包括医药、碳纤维、集成电路等。二甲基亚砷是制作碳纤维产品的重要原料，近两年得益于碳纤维产品市场的快速发展，对上游二甲基亚砷的需求扩大，二甲基亚砷价格明显上涨，盈利能力显著增强。碳纤维行业属于国家战略性新兴产业，在轻量化市场具有广阔的发展前景，在国防安全、航空航天等板块具有不可替代的优势。2019-2022 年我国碳纤维表观消费量年均复合增速达到 25.46%，假设未来我国碳纤维需求增速以每年约 15% 的速度增长，2025 年我国碳纤维需求量有望超过 10 万吨。同时我国的碳纤维的供需缺口较大，存在着一定程度的进口依赖，2022 年碳纤维进口量为 2.93 万吨，进口依赖度达到 42%。未来随着我国风力发电、航空航天领域的不断发展以及国内碳纤维企业技术的提升，我国碳纤维市场有望维持快速增长，将大幅拉动二甲基亚砷的需求。

图17： 2022 年二甲基亚砷下游应用



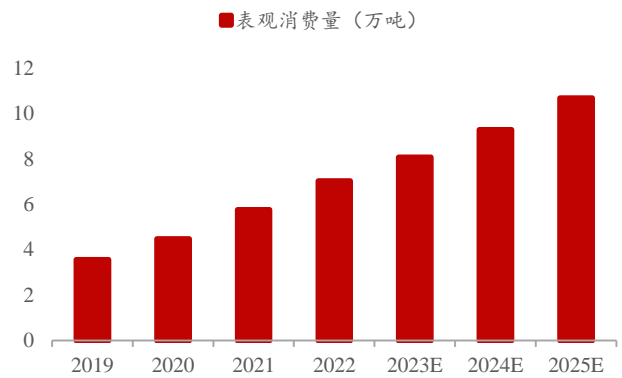
资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

图18: 我国碳纤维供需缺口较大(万吨)



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图19: 国内碳纤维表观消费量逐年上升



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所预测

根据生意社数据, 2023年5月26日二甲基亚砜(225kg/桶, 原装)市场价格41892元/吨, 较2023年2月上涨392元。未来随着风电、航空航天、体育休闲等领域的发展, 碳纤维产品产量增长有望带动二甲基亚砜需求量上涨, 为公司持续贡献高盈利。

图20: 二甲基亚砜市场价格近期保持上涨趋势



资料来源: 生意社, 浙商证券研究所

公司是国内湿电子化学品和二甲基亚砜生产龙头企业, 我们预计未来随着公司湿电子化学品产能的不断增长, 二甲基亚砜保持高景气, 产品有望量价齐升, 公司新材料板块业绩有望高速上涨。

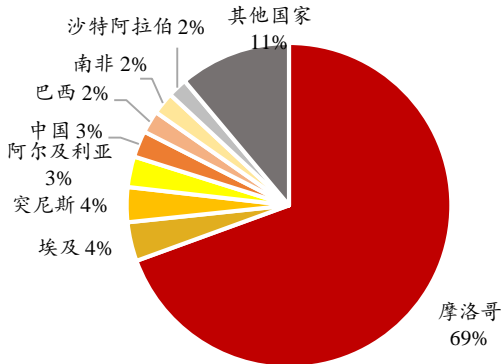
3 磷硅化工整体景气较低, 关注高附加值新材料扩张

3.1 磷矿石:需求刚性叠加供给收紧, 价格有望维持高位

磷矿石是一种重要的不可再生资源。磷矿形成的时间极其漫长, 成矿条件复杂, 几乎不能重新产生; 磷元素伴随下游产品的使用后分散在自然界, 很难回收利用。磷矿石既是磷复肥、饲料的重要原料, 也是精细磷化工产品、新能源电池的磷源, 在国民经济和社会发展中具有重要作用, 关系到国家的粮食安全、经济安全。

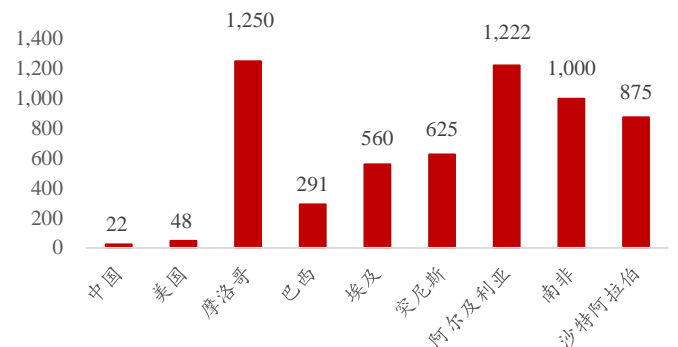
我国磷矿储采比远低于他国水平。从全球范围看，磷矿资源主要分布在非洲、美洲及亚洲，其中 80%以上的磷矿资源集中分布在摩洛哥和西撒哈拉、南非、美国、中国、约旦和俄罗斯。我国磷矿开采量大，但储量不丰厚，储采比仅 22.35，远低于各国水平。根据 USGS 统计，2022 年全球磷矿石探明储量约为 720 亿吨，我国磷矿石储量约为 19 亿吨，占比 2.6%。全球 2022 年磷矿石产量 2.2 亿吨，中国为 8500 万吨，远高于美国、摩洛哥和西撒哈拉等国家或地区的产量。由于我国磷矿资源不丰富，储采比低，磷矿被我国列为战略性矿产资源，充分凸现未来磷矿资源的重要性。

图21： 2022 年全球磷矿石储量分布



资料来源：USGS，浙商证券研究所

图22： 2022 年中国磷矿储采比远低于各国水平（储采比：储量/产量）



资料来源：USGS，浙商证券研究所

磷矿石开采限制政策频出，未来供给新增难。一方面由于我国磷矿资源不丰富，长期以来储采比远高于其他国家，为了保护国内磷矿资源，国家出台一系列限产政策；另一方面，磷化工行业属于高污染行业，随着供给侧改革推进，各地环保政策趋严，一些资源利用水平较低，不符合生产标准的磷矿被关停，未来磷矿石供给新增较为困难。

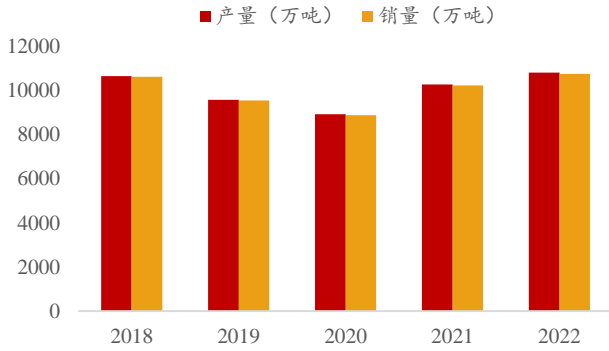
表3： 全国性磷矿产业相关政策

政策文件	时间	发布部门	具体内容
《化工矿业“十二五”发展规划》	2011	中国化学矿业协会	建立磷矿产地资源储备机制，提高磷矿开采准入门槛
资源税改革	2016	国家税务总局	包括磷矿在内全面推开资源税从价计征改革,对资源赋存条件好、价格高的矿产多征税,对条件差、价格低的矿产少征税,遏制磷矿生产经营中“采富弃贫”的现象,同时通过税收优惠政策,鼓励企业高效利用资源,保护矿区生态环境
《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	2016	国务院	严格控制磷铵、黄磷等过剩行业新增产能，充分利用安全、环保、节能、价格等措施推动落后和低效产能退出
《全国矿产资源规划(2016-2020年)》	2016	国土资源部、国家发改委、工信部等	磷列入 24 种战略性矿产之一；要加强中低品位矿利用,并保持开采总量不超过 1.5 亿吨/年
商务部公告 2018 年第 87 号	2018	商务部	2019 年 1 月 1 日起暂停磷矿石出口配额管理，调整为实行许可证管理
《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》	2019	生态环境部	重点围绕磷矿、磷化工以及磷石膏库三个领域展开，加速出清产业规模小、污染不达标等落后产能
《国务院关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	2021	国务院	持续打好长江保护修复攻坚战,狠抓突出生态环境问题整改,持续开展工业园区污染治理、“三磷”行业整治等专项行动
《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	2022	工信部、国家发改委等六部委	积极推进中低品位磷矿高效采选技术，稳妥推进磷化工“以渣定产”、严控磷铵、黄磷等行业新增产能，加快低效落后产能退出

资料来源：政府部门公告，浙商证券研究所

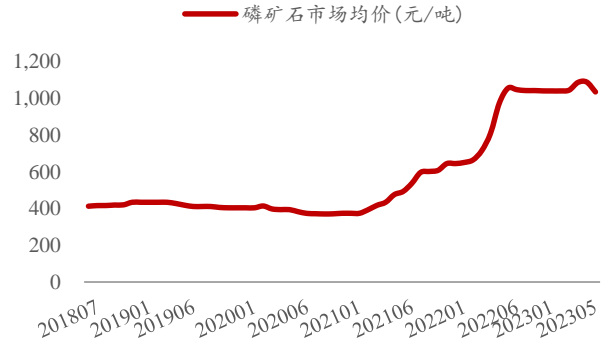
供给新增困难，磷矿石高景气度有望维持。2023年5月磷矿石平均价格为每吨1035.53元，相较2018年7月上涨150.98%。考虑到国内磷矿资源并不丰富，以及磷矿的不可再生性，未来磷矿限产政策将延续，落后产能持续出清，供给端产量增长有限；磷矿石下游肥料、农药、食品添加剂等行业对磷矿需求偏刚性，并且随着磷酸铁锂电池需求量不断提高，新能源行业对于磷矿石的需求进一步增长，我们预测未来磷矿石价格有望维持高位。

图23：我国磷矿石产销量



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

图24：磷矿石价格维持高位

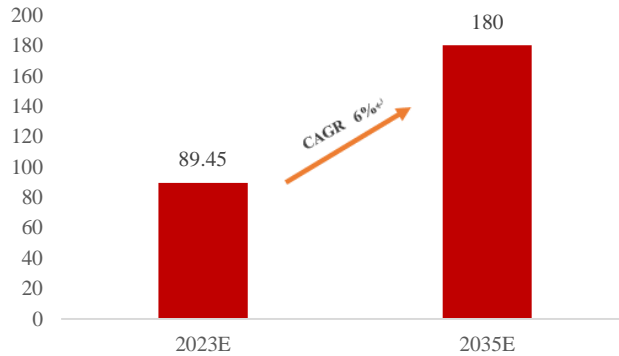


资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

3.2 草甘膦：库存高位导致价格回落，未来供需格局有望好转

我国转基因作物渗透率较低，政策支持有望打开增量空间。草甘膦是全球施用量最大的除草剂品种，约占全球除草剂市场份额的30%。中国从1998年开始种植转基因棉花，种植面积仅占全球转基因作物种植面积的2%~4%，相比于国外种植大国较高的转基因种植渗透率，我国的转基因作物的渗透进程相对较慢。根据市场公司ResearchNester的调查数据，全球草甘膦市场预计在2023-2035年间将以最高6%的年均复合增长率增长，到2035年底最高可达180亿美元。未来随着2022年转基因作物监管政策的明朗化和转基因玉米大豆品种审定标准的具体落实，我国的转基因作物产业化将迎来跨越式的发展。

图25：全球草甘膦市场规模（亿美元）



资料来源：ResearchNester，浙商证券研究所

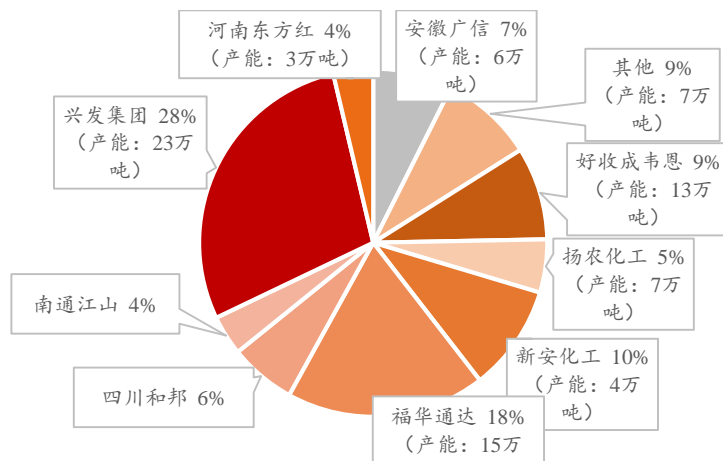
表4：转基因作物政策总结

发布时间	政策文件	发布部门	主要内容
2021.1	《2021年农业转基因生物监督工作方案》	农业农村部	明确提出推动农业转基因监管纳入政府议事日程，将支持农业转基因生物安全事业发展的相关支出列入政府预算
2021.11	《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》	农业农村部	《农作物种子生产经营许可管理办法》、《主要农作物品种审定办法》等增加了转基因相关内容的修订
2022.1	《农业农村部关于修改农业转基因生物安全评价管理办法等规章的决定》	农业农村部	增加“鼓励从事农业转基因生物试验的单位建立或共享专用的试验基地”
2022.6	《国家农作物品种审定委员会关于印发国家级转基因大豆玉米品种审定标准的通知》	国家农作物品种审定委员会	制定了《国际级转基因大豆品种审定标准（试行）》和《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》

资料来源：农业农村部，国家农作物品种审定委员会，浙商证券研究所

草甘膦供给格局稳定，开工率持续下降消化行业库存。2022年全球草甘膦产能约为118万吨，生产企业总计在10家左右，其中拜耳（原美国孟山都）拥有产能约37万吨/年，剩余产能主要集中在中国。国内企业产能投放基本稳定，短期内各生产企业无明显扩产计划。在草甘膦价格迅速上升期间，下游厂商积极备货，一定程度上提前消耗了需求，根据百川盈孚数据，截至目前，草甘膦价格2.48万元/吨，较去年同期下降61.67%。

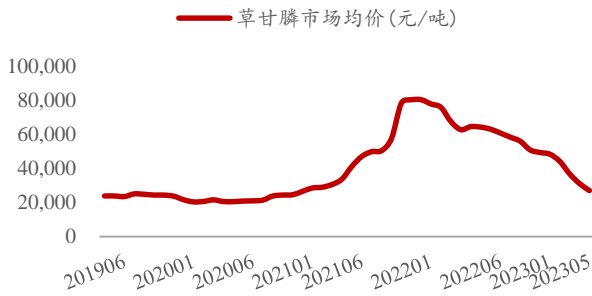
图26：2023年国内草甘膦供给格局（产能）



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

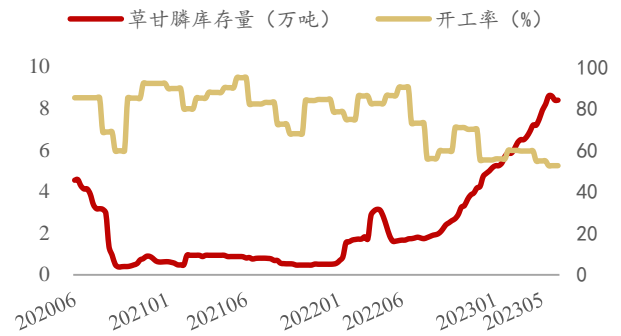
目前草甘膦周度库存接近8.4万吨，处于历史高位，但近周已经出现下滑趋势。同时行业的开工率已经降至50%；我们认为，随着开工率下降，草甘膦库存开始缓慢消化，价格有望见底回升。

图27: 草甘膦价格处于低位



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图28: 草甘膦开工率下降, 库存出现回落



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

3.3 磷肥: 粮食安全问题强化磷肥重要性, 成本支撑价格高位

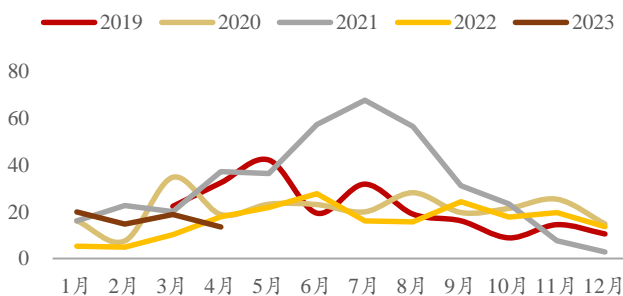
粮食安全问题愈发受到国家重视, 肥料出口受到影响。自公共卫生事件发生以来, 各国愈发重视粮食安全, 带动磷肥需求不断上升, 但 2021 年 10 月, 中国对 29 类化肥产品实施出口商品检验, 磷肥出口显著下降。2022 年磷酸一铵和磷酸二铵出口量分别为 194.67 万吨和 357.91 万吨, 占国内产量的 19.11% 和 28.44%, 较 2021 年分别下降 11.36PCT/17.76PCT。

表5: 近三年我国部分保障粮食安全政策内容

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2020 年 1 月	国务院	《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》	稳定粮食生产, 粮食生产要稳字当头, 稳政策、稳面积、稳产量; 各省(自治区、直辖市)2020 年粮食播种面积和产量要保持基本稳定, 进一步完善农业补贴政策稳定农民基本收益
2020 年 4 月	发改委、财政部等 11 个部门	《关于 2020 年度认真落实粮食安全省长责任制的通知》	增强粮食综合生产能力; 严守耕地红线和永久基本农田控制线, 支持耕地质量保护和提升, 保持粮食播种面积和产量基本稳定; 粮食生产要稳字当头, 稳政策、稳面积、稳产量
2021 年 1 月	国务院	《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	2021 年要深入推进农业供给侧结构性改革, 粮食播种面积保持稳定、产量达到 1.3 万亿斤以上; 要稳定粮食播种面积、提高单产水平; 加强粮食生产功能区和重要农产品生产保护区建设
2022 年 3 月	国务院	《政府工作报告》	加强粮食等重要农产品稳产保供; 稳定粮食播种面积, 优化粮食结构, 保障化肥等农资供应和价格稳定, 加大对主产区支持力度; 坚决守住 18 亿亩耕地红线, 划足划实永久基本农田
2023 年 1 月	国务院	《关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动; 统筹做好粮食和重要农产品调控。加强粮食应急保障能力建设

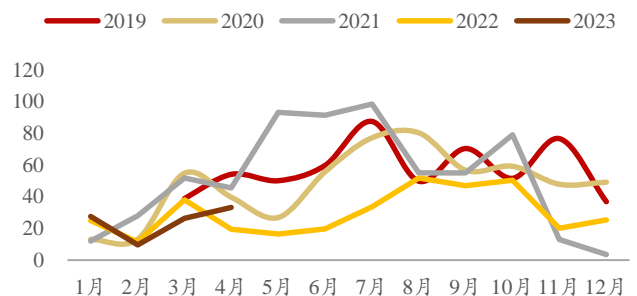
资料来源: 政府公告, 浙商证券研究所

图29: 磷酸一铵月度出口量同比依然保持低位 (万吨)



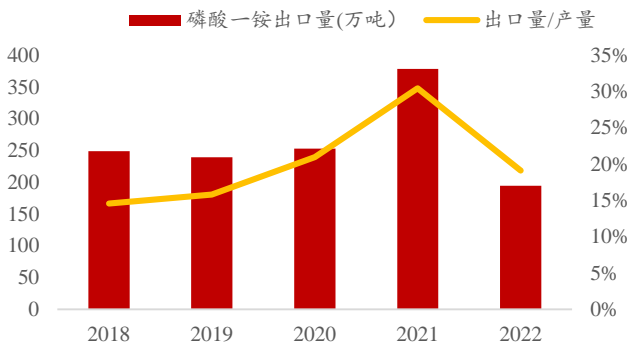
资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图30: 磷酸二铵月度出口量同比依然保持低位 (万吨)



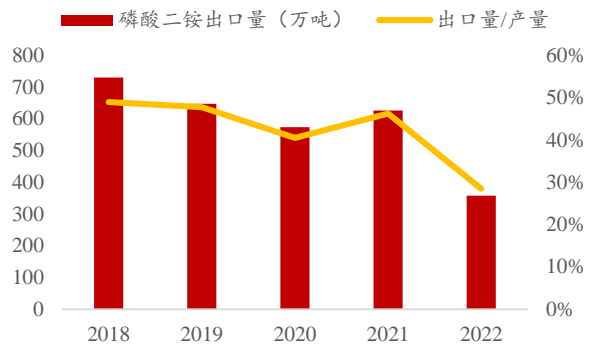
资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图31: 磷酸一铵年度出口量出现下降趋势



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

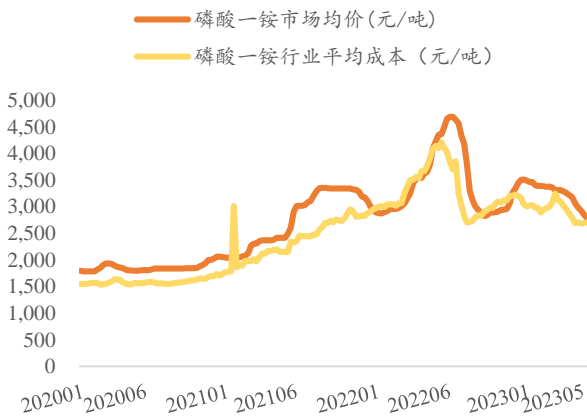
图32: 磷酸二铵出口量降低



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

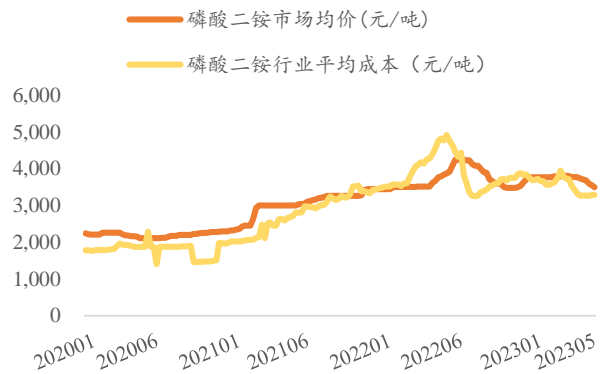
低库存叠加高成本, 磷铵价格短期保持高位。根据百川盈孚数据, 截至目前, 国内磷酸一铵和磷酸二铵的周均价分别为 2691 元/吨和 3502 元/吨, 42.54%/64.09%; 周成本分别为 2707 元/吨和 3290 元/吨, 单吨成本较高, 行业内公司盈利能力较差; 同时磷酸一铵及磷酸二铵的周库存量为 18.48 万吨和 21.66 万吨, 库存处于较低位置。低库存叠加高成本, 我们认为在当前磷肥价格将会继续维持高位。

图33: 磷酸一铵成本和价格走势



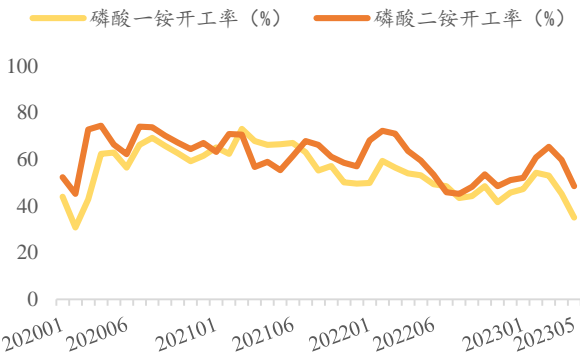
资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图34: 磷酸二铵成本和价格走势



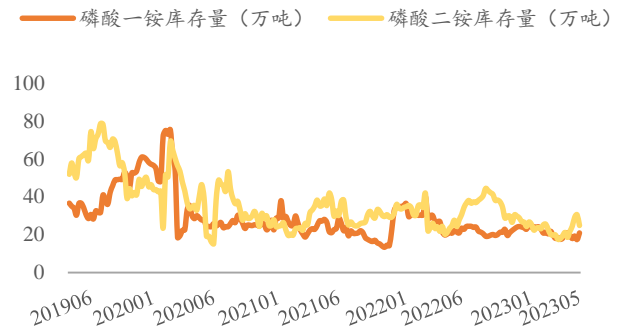
资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图35: 磷酸一铵、磷酸二铵开工率



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图36: 磷酸一铵、磷酸二铵库存情况

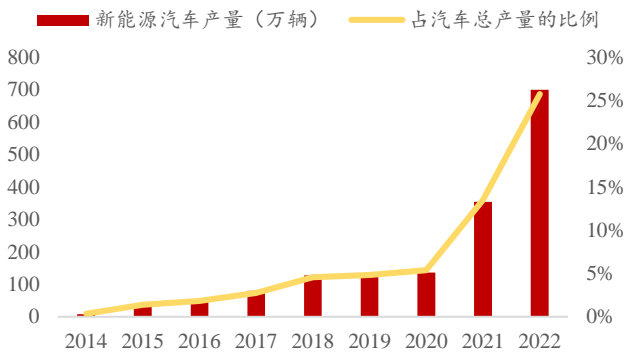


资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

3.4 磷酸铁：磷酸铁锂装机量高速增长，拉动磷酸铁需求

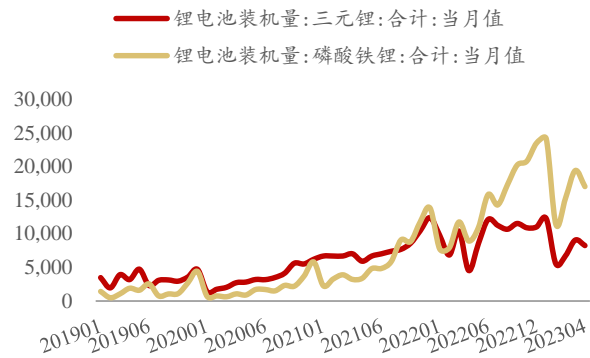
磷酸铁锂电池装机量高速增长，拉动磷酸铁需求上升。2020 年以来，在双碳背景下，新能源汽车的产量实现了高速增长，从 2020 年的 136.6 万辆增长至 2022 年的 700.3 万辆，年均复合增速高达 126.42%。新能源车的渗透率从 2020 年的 5.39% 迅速上升至 2022 年的 25.77%，未来随着技术的进步及政策的不断加码，新能源汽车的渗透率有望得到进一步提升。相较于三元锂电池，磷酸铁锂电池具有寿命长、成本低及安全性能高等优势，2022 年磷酸铁锂电池的装车量为 183753.30 兆瓦时，同比增长 130.16%，已经超过了三元锂电池的装车量，随着磷酸铁锂装机量的高速增长，也将拉动上游磷酸铁的需求。

图37： 新能源汽车产量实现高增长



资料来源：国家统计局，智研咨询，浙商证券研究所

图38： 磷酸铁锂电池装机量增长（兆瓦时）



资料来源：iFind，浙商证券研究所

磷酸铁 95%的用于生产磷酸铁锂。随着磷酸铁锂在新能源电池中的占比不断提升。企业纷纷布局磷酸铁领域，加大磷酸铁项目产能投放，根据百川盈孚披露的企业新增产能数据及行业开工率水平，预计未来磷酸铁将会出现供大于求的情况，在这种背景下制造成本将是磷酸铁生产厂家竞争的关键。

表6： 磷酸铁供需表（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产能	25.6	29.4	62.6	124.1	464.6	644.6	654.6
产量	10.48	13.3	34.85	68.47	111.07	269.07	363.76
需求量	10.13	13.25	41.37	101.02	105.52	255.62	345.57
国内供需缺口	0.35	0.05	(6.52)	(32.55)	5.55	13.45	18.19

资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所测算

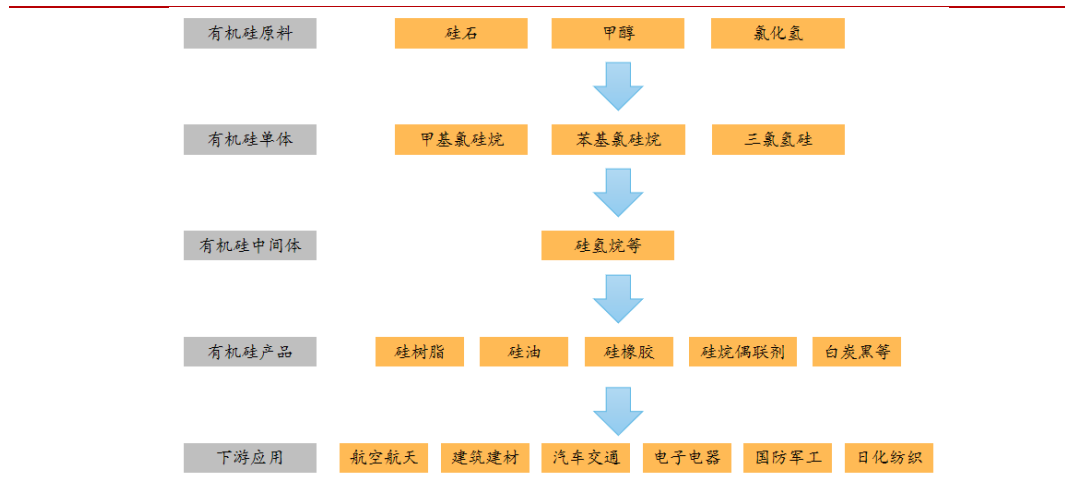
兴发集团是我国磷化工产业链最完整的公司之一，同时自有磷矿资源，可以在磷酸铁生产过程中提供磷源，降低磷酸铁制造成本，相比于外购磷源生产磷酸铁的企业有着较大的成本优势，在未来行业竞争加剧的情况下，依然能保持充足竞争力。

3.5 有机硅：产品价格下滑行业盈利承压，高附加值产品有望改善盈利

有机硅指含有 Si-C 键、且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的化合物，习惯上也把通过氧、硫、氮等使有机基与硅原子相连接的化合物当作有机硅化合物。有机硅性能优异，被广泛应用于航空航天、建筑建材、汽车交通、电子电器、国防军工、日化纺织等领

域，是社会经济发展不可缺少的材料。同时，在半导体、新能源、5G 等产业快速发展的带动之下，有机硅产量和需求量进一步增长。

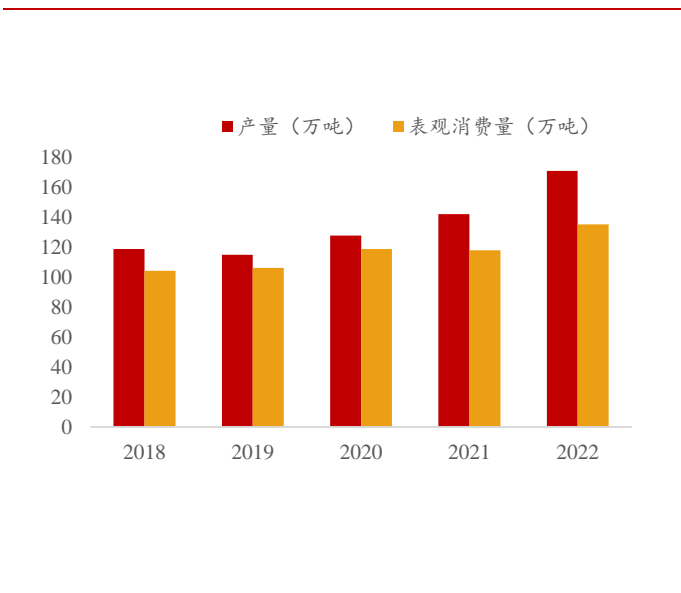
图39：有机硅产业链及下游应用



资料来源：中商情报网，浙商证券研究所

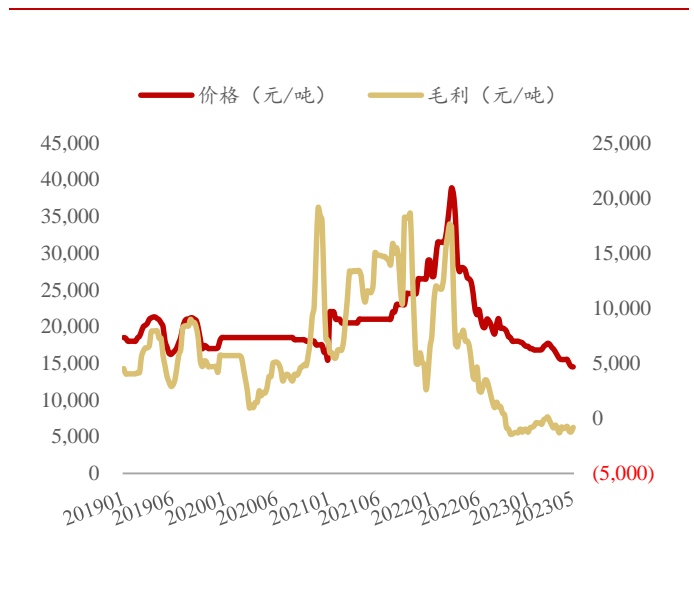
有机硅价格回落，企业盈利受到挤压。有机硅单体通过聚合可以得到有机硅中间体，有机硅单体中甲基氯硅烷最重要，其用量占整个单体总量的 90%以上。近年来，有机硅中间体产量保持稳定增长，2022 年有机硅中间体产量达到 170 万吨，同比增长 20.2%。受下游需求疲软以及生产厂商大量扩产等影响，有机硅中间体价格从 2021 年 9 月高点 6.36 万元/吨，回落至当前约 1.45 万元/吨，当前有机硅中间体库存上升，价格下行企业盈利受到挤压，目前单吨毛利已降至-331.25 元，处于历史底部。

图40：有机硅中间体供需情况



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

图41：有机硅中间体价格、毛利走势

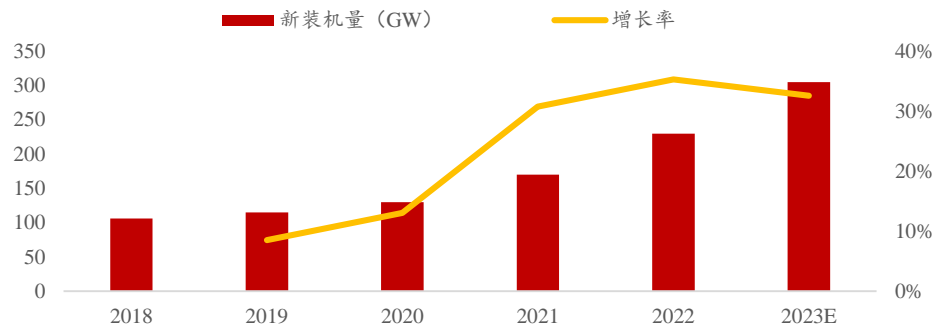


资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

光伏行业高速发展带动光伏胶需求快速增长。光伏作为一种清洁、安全、高利用率、标准化、可控化的能源，成为各国可再生能源中的一个重点发展方向。根据 CPIA 数据，在主要经济体的带动下，2020-2022 年全球光伏新增装机分别为 130GW、170GW 和 230GW，

复合增长率为 33.01%。CPIA 预计 2023 年全球光伏新增装机可能达到 280-330GW，其中国内新增光伏装机 95-120GW。由于光伏组件工作年限长，且工作环境较为恶劣，要求光伏胶具备优异的力学性能、良好的粘接能力以及能够耐黄变、耐湿热、耐紫外线等。光伏行业的高速发展将显著增加高端光伏有机硅密封胶的市场需求。目前光伏装机用胶量 1GW 在 1000-1500 吨，以平均 1250 吨测算，预计 2023 年全球、国内光伏胶用量分别为 38.13、13.44 万吨，较上一年增长 32.61%和 24.93%。

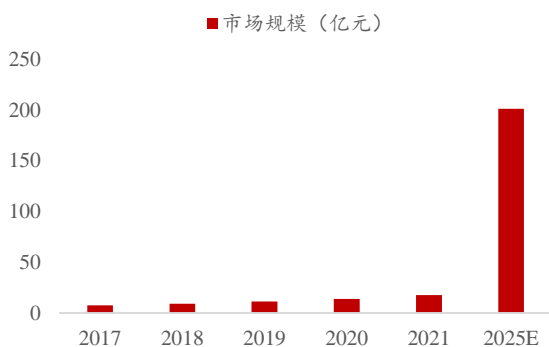
图42：全球新增光伏装机容量不断增加



资料来源：CPIA，浙商证券研究所

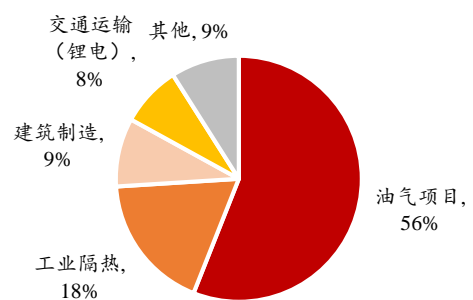
气凝胶与传统保温隔热材料相比具有优异物理特性，需求增长空间大。气凝胶导热系数约为传统保温隔热材料的 1/5-1/3，保温效率为 3-8 倍，厚度为 20%-30%，使用寿命为 3-5 倍。在双碳经济背景下，气凝胶在工业管道、新能源、纺织等行业具有巨大的应用潜能。根据公司披露资料显示，预计到 2025 年，全球需求量将达到 160 万方/年，市场规模达到 46 亿美元；国内气凝胶需求将达到 100 万方/年，市场规模预计达到 43.125 亿美元，年化增长率为 25.18%；其中工业管道领域占比达到 80%，新能源领域超过 15%。

图43：历年中国气凝胶市场规模不断增加



资料来源：中商情报网，浙商证券研究所

图44：2022 年气凝胶下游需求结构以油气项目为主



资料来源：IDTechEX，中商产业研究院，浙商证券研究所

由于房地产等下游行业不景气叠加产能持续增长，有机硅产品价格短期承压；但部分高附加值产品需求有望伴随电子电器、汽车交通等新兴行业扩张而增长；公司未来主要发展高附加值的有机硅产品，当前盈利历史底部，有机硅板块盈利能力有望改善。

4 “资源+能效+技术”优势加持，估值低位凸显公司投资价值

4.1 “矿电化一体”打造资源及成本护城河

公司磷矿资源储量丰厚，矿产分布广泛。根据 2022 年年报，公司自有采矿权的磷矿资源储量约 4.29 亿吨，此外还持有荆州荆化 70% 股权，桥沟矿业 50% 股权，通过控股 55% 的子公司远安吉星持有宜安实业 26% 股权，合计磷矿权益储量达 7.7 亿吨，位居全国前列。

表7：公司拥有的磷矿资源

主体	储量(亿吨)	控股比例	备注
兴发集团	4.29		
荆州荆化	2.89	70%	处于探矿阶段
桥沟矿业	1.88	50%	处于探矿阶段
宜安实业	3.15	14%	处于采矿工程建设阶段
权益合计	7.69		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

自备电厂投入经营，能源成本优势明显。公司利用兴山、神农架地区的丰富水电资源自产电力，全部用于自身生产经营。根据 2022 年年报，公司建成水电站 32 座，总装机容量达到 17.84 万千瓦；建成分布式光伏发电站 13 个，总装机容量 1828 千瓦。根据公司信用评级报告，2022 年公司兴山县内自有发电成本为 0.33 元/度，低于外购电价的 0.55 元/度。丰富的水电资源能够为公司生产经营提供低廉、稳定的电力，也为公司未来在“双碳”背景下参加碳交易争取更大有利空间。

表8：公司兴山县内电力成本

	2020	2021	2022
用电自给率	0.8763	0.7153	0.502
公司发电成本(元/千瓦时)	0.17	0.31	0.33
外购电均价(元/千瓦时)	0.42	0.48	0.55

资料来源：公司信用评级报告，浙商证券研究所

4.2 推进关键技术攻关，赋能助力企业转型

公司注重成长性板块的发展，加大投入力度研发高附加值产品。在磷石膏综合利用、微电子关键化学品、硅系基础化学品等关键领域成功完成技术攻关，为公司转型赋能提供动力。截止目前公司拥有专利授权 864 件，其中发明专利 277 件，获得国家科技进步二等奖 1 项，省部级科技奖励 21 项。公司联合中科院深圳先进技术研究院开展关键技术攻关：开发无醛光变、温变微胶囊，同时积极布局电子级微胶囊；在锂电池领域共同研发碳碳负极，完成双氟磷酸亚胺锂电解质生产工艺小试试验，已送往某头部新能源车企验证。在有机硅橡胶系列创新产品中，医用领域液体胶生产装置已经开始建设，液体封装胶以及电子灌封胶分别处于研发和测试阶段。

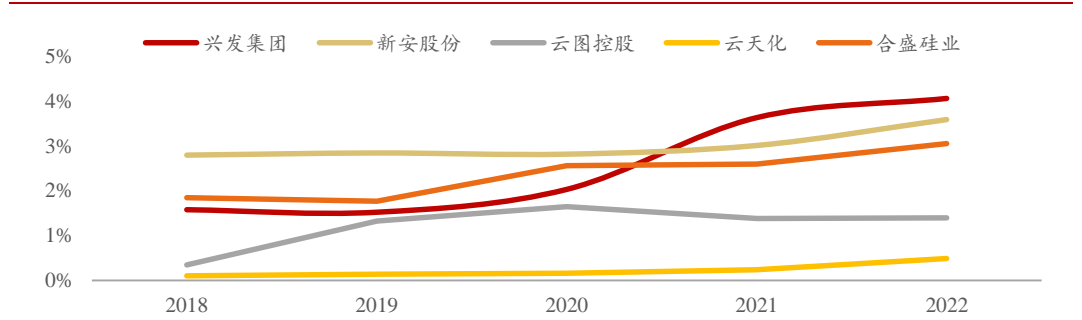
表9：部分关键技术研发情况

产品	技术研发情况
黑磷	已稳定实现黑磷晶体 30 公斤级制备，并已建成 100 公斤级黑磷放大实验装置，同时积极研究黑磷在新能源、医药行业应用
磷化剂	以公司自有次磷酸钠产品副产磷化氢尾气为原料，具有明显的成本优势和技术优势，公司于 2023 年 3 月底完成 800 吨/年磷化剂工业化试验装置建设，计划于 2024 年上半年将磷化剂产能扩大至 5000 吨/年
微电子新材料	自主攻关高性能蚀刻液核心技术，实现集成电路主流客户批量供应
微胶囊、气凝胶	微胶囊、气凝胶核心工艺已打通，正进行产业化放大开发
草甘膦	草甘膦及甘氨酸废液实现全量化利用，解决危废处理难题

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

研发费率持续上升，高于同行业公司。2022 年公司研发费用投入为 12.32 亿元，研发费用占营业收入 4.06%。预计公司将持续加码研发投入，拓展新产品及新技术，未来有望为公司带来更高利润。

图45：研发费率处于行业前列



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

根据 iFind 数据，兴发集团当前市净率为 1.18，为近十年 10.39% 百分位，低于可比公司 PB 平均值 1.8；公司近十年的平均 ROE 为 10.91%，高于可比公司 ROE 平均值 7.29%。同时公司积极扩增新材料行产品，有望带动估值水平提高，当前估值水平处于历史低位，公司投资性价比优异。

兴发集团磷矿资源储量丰富，循环产业链打造一体化成本优势，技术研发投入高，具有“资源+能效+技术”三重优势；我们认为，公司未来成长能力强，当前估值水平历史低位，安全边际高。

5 盈利预测

5.1 业务拆分与盈利预测

综合历史数据以及未来经营情况预测，我们做出以下假设：

- 磷化工板块：**公司具备丰富的磷矿资源，由与磷矿开采政策的限制，预计未来磷矿价格有望维持高位；同时磷矿石下游产品草甘膦、精细磷酸盐等需求偏刚性，随着行业库存的逐步消化，未来价格有望回升；基于以上原因，我们假设公司磷

化工板块 2023-2025 年的产量、销量分别为 582 万吨/613 万吨/614 万吨，227 万吨/239 万吨/241 万吨。

- 2、**有机硅板块：**由于房地产等下游行业不景气叠加行业产能持续增长，有机硅产品价格短期承压；假设公司有机硅业务 2023-2025 年的产销量均为 18 万吨/18 万吨/18 万吨。
- 3、**磷肥：**全球磷肥下游需求刚性，磷矿石价格支撑磷肥价格维持高位。我们假设 2023-2025 年公司磷肥销量及均价分别为：100 万吨/100 万吨/100 万吨，3200 元/3270 元/3400 元。
- 4、**特种化学品：**随着公司磷化剂、二甲基亚砷等高附加值产品的投产，特种化学品板块将带来公司营收的进一步增加。由于特种化学品技术壁垒较高，市场竞争较小，我们假设 2023-2025 年公司特种化学品的销量及均价分别为：19 万吨/19 万吨/20 万吨，2.05 万元/2.20 万元/2.34 万元。
- 5、**湿电子化学品：**随着我国显示面板、半导体、太阳能电池等新兴产业的快速发展带动国内湿电子化学品需求量大幅增长，行业发展形势良好，公司盈利有所保障。随着未来下游客户认证完成，售价有望提升，我们假设 2023-2025 年公司湿电子化学品的销量及均价分别为：9 万吨/12 万吨/12 万吨，2.19 万元/1.86 万元/1.86 万元。

表10：收入拆分

总表-收入拆分					
		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入 (亿元)	303	276	300	321
	YOY	27%	-9%	9%	7%
	营业成本 (亿元)	195	219	228	232
	毛利率	35.6%	20.5%	24.0%	27.6%
收入拆分-分业务					
磷化工板块	营业收入 (亿元)	132	101	115	128
	YOY	4%	-23%	14%	11%
	营业成本 (亿元)	68	81	86	89
	毛利率	48.8%	20.0%	25.5%	30.5%
有机硅板块	营业收入 (亿元)	41	29	31	33
	YOY	-19%	-30%	6%	6%
	营业成本 (亿元)	34	30	30	30
	毛利率	17.5%	-1.0%	4.0%	10.0%
肥料	营业收入 (亿元)	34	32	33	34
	YOY	35%-	-7%-	1%	4%
	营业成本 (亿元)	28	29	29	29
	毛利率	19.0%	9.7%	10.8%	14.1%
特种化学品	营业收入 (亿元)	34	38	42	48
	YOY	42%	-13%	11%	13%
	营业成本 (亿元)	16	23	24	25
	毛利率	53.4%	40.9%	44.3%	47.0%
贸易	营业收入 (亿元)	33	40	40	40
	YOY	68%-	22%-	0%	0%

	营业成本 (亿元)	30.07	38	38	38
	毛利率	8.3%	6.0%	6.0%	6.0%
湿电子化学品	营业收入 (亿元)	6	20	23	23
	YOY	68%-	225%-	18%	0%
	营业成本 (亿元)	4	10	13	13
	毛利率	38.6%	47.5%	46.0%	46.0%
其他业务	营业收入 (亿元)	7	15	15	15
	YOY	37%	109%	0%	0%
	营业成本 (亿元)	3	9	9	9
	毛利率	13.2%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所预测

5.2 估值分析与投资建议

公司是国内磷化工行业龙头企业，随着下游需求回暖及高附加值产品的投产，公司盈利有望实现增长。选取新安股份、湖北宜化、川恒股份、云天化作为可比公司估值，其中新安股份是国内除草剂草甘膦和有机硅单体生产龙头，湖北宜化国内氯碱、尿素、磷酸二铵行业龙头，川恒股份是磷资源精深加工企业，云天化是国内磷矿采选和磷肥生产的龙头企业。根据 Wind 数据，当前可比公司平均 PE 为 7.48，兴发集团为 5.54，低于行业平均水平。预计 2023 年-2025 年公司对应 EPS 分别为 1.86/2.73/3.62 元，对应 PE 分别为 12.20/8.32/6.28，维持“买入”评级。

表11：可比公司估值

证券代码	可比公司	2023/6/14 总市值 (亿元)	PE			PB	EPS		
			2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E
300596.SZ	新安股份	128.4	8.66	6.91	9.46	1.1	1.34	1.69	1.23
000422.SZ	湖北宜化	99.5	6.3	5.5	4.22	2.03	1.86	2.13	2.78
002895.SZ	川恒股份	97.9	9.48	7.25	5.82	2.24	2.13	2.79	3.48
002895.SZ	云天化	308.4	5.58	5.23	4.79	1.72	3.13	3.34	3.65
平均值		158.5	7.51	6.22	6.07	1.77			
688625.SH	兴发集团	252.6	12.20	8.32	6.28	1.21	1.86	2.73	3.62

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

产品价格波动风险：公司产品较多，其中周期性板块的产品受价格波动影响较大，倘若下游需求持续走弱，将对公司盈利产生影响。

客户开拓不及预期风险：公司电子化学品业务下游客户认证壁垒较高，倘若公司与客户的认证进程不及预期，将对业务进展及收入增速产生影响。

产能投放不及预期风险：未来几年，公司新增产能较多，倘若新增产能无法如期投放或释放，将对公司收入及业绩造成影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,272	10,026	11,882	16,648
现金	4,719	4,273	6,516	10,596
交易性金融资产	72	72	72	72
应收账款	929	1,991	1,948	2,181
其它应收款	48	315	106	332
预付账款	114	247	238	231
存货	2,521	2,915	2,788	3,022
其他	868	213	213	213
非流动资产	32,341	34,005	34,926	34,986
金额资产类	198	198	198	198
长期投资	1,937	2,063	2,182	2,307
固定资产	23,341	25,418	26,385	26,292
无形资产	2,457	2,715	3,079	3,541
在建工程	2,466	2,016	1,616	1,266
其他	1,943	1,596	1,467	1,383
资产总计	41,612	44,031	46,808	51,634
流动负债	10,654	10,917	10,244	10,498
短期借款	1,937	1,137	637	337
应付款项	4,561	5,428	5,094	5,574
预收账款	70	60	66	71
其他	4,085	4,292	4,447	4,516
非流动负债	9,623	9,653	9,693	9,743
长期借款	5,284	5,314	5,354	5,404
其他	4,339	4,339	4,339	4,339
负债合计	20,277	20,570	19,937	20,241
少数股东权益	1,036	1,291	1,667	2,164
归属母公司股东权益	20,300	22,169	25,204	29,229
负债和股东权益	41,612	44,031	46,808	51,634

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,884	4,616	6,106	6,897
净利润	6,796	2,325	3,410	4,522
折旧摊销	1,708	1,966	2,066	2,123
财务费用	407	220	196	181
投资损失	(316)	(276)	(300)	(321)
营运资金变动	(2,511)	(137)	215	(133)
其它	799	516	520	524
投资活动现金流	(2,132)	(3,871)	(3,207)	(2,386)
资本支出	(2,318)	(4,305)	(3,473)	(2,616)
长期投资	(193)	158	(34)	(91)
其他	379	276	300	321
筹资活动现金流	(3,080)	(1,191)	(656)	(431)
短期借款	(2,165)	(800)	(500)	(300)
长期借款	(63)	30	40	50
其他	(852)	(421)	(196)	(181)
现金净增加额	1,694	(446)	2,243	4,080

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,311	27,563	29,999	32,092
营业成本	19,516	21,920	22,788	23,221
营业税金及附加	256	234	255	272
营业费用	341	307	335	359
管理费用	482	439	476	510
研发费用	1,232	1,240	1,425	1,605
财务费用	314	526	610	751
资产减值损失	(220)	(276)	(281)	(286)
公允价值变动损益	(97)	0	0	0
投资净收益	316	276	300	321
其他经营收益	55	48	52	56
营业利润	8,213	2,944	4,181	5,466
营业外收支	(342)	(240)	(239)	(238)
利润总额	7,871	2,704	3,942	5,228
所得税	1,074	379	532	706
净利润	6,796	2,325	3,410	4,522
少数股东损益	945	256	375	497
归属母公司净利润	5,852	2,070	3,035	4,025
EBITDA	10,067	5,437	6,838	8,305
EPS (最新摊薄)	5.26	1.86	2.73	3.62

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	26.81%	-9.06%	8.84%	6.98%
营业利润	38.38%	-64.15%	42.01%	30.75%
归属母公司净利润	36.67%	-64.63%	46.62%	32.64%
获利能力				
毛利率	35.61%	20.47%	24.04%	27.64%
净利率	19.31%	7.51%	10.12%	12.54%
ROE	28.83%	9.34%	12.04%	13.77%
ROIC	21.98%	8.73%	11.11%	12.91%
偿债能力				
资产负债率	48.73%	46.72%	42.59%	39.20%
净负债比率	95.04%	87.68%	74.20%	64.48%
流动比率	0.87	0.92	1.16	1.59
速动比率	0.60	0.61	0.84	1.26
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.64	0.66	0.65
应收账款周转率	32.56	27.62	28.88	28.98
应付账款周转率	4.55	4.62	4.55	4.57
每股指标(元)				
每股收益	5.26	1.86	2.73	3.62
每股经营现金	6.19	4.15	5.49	6.20
每股净资产	18.26	19.94	22.67	26.29
估值比率				
P/E	4.32	12.20	8.32	6.28
P/B	1.24	1.14	1.00	0.86
EV/EBITDA	3.88	5.83	4.24	2.97

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>