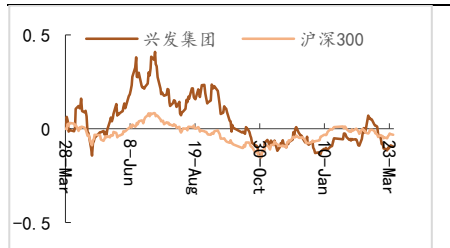


评级： 买入

 翟绪丽
 首席分析师
 SAC 执证编号：S0110522010001
 zhaixuli@sczq.com.cn
 电话：010-81152683

 甄理
 化工行业研究助理
 zhenli@sczq.com.cn
 电话：010-81152643

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	30.15
一年内最高/最低价（元）	47.51/27.65
市盈率（当前）	5.73
市净率（当前）	1.66
总股本（亿股）	11.12
总市值（亿元）	335.17

资料来源：聚源数据

相关研究：

- 兴发集团 2022 年半年报点评：主营产品高景气度，成长板块有望打开盈利空间
- 兴发集团 2022 年三季报点评：三季度业绩符合预期，成长板块营收占比提升
- 兴发集团深度报告：周期兼备成长，乘景气之风开新局

核心观点

- **事件：公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 303.11 亿元，同比增长 26.81%；实现归母净利润 58.52 亿元，同比增长 36.67%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 60.53 亿元，同比增长 35.42%。**
- **磷矿石价格居高不下，公司资源优势凸显。**粮食价格维持高位，农化产品需求强烈，叠加食品加工、碳纤维、集成电路产业快速发展，2022 年公司大多数产品价格有明显提升。根据公司经营数据披露，2022 年全年公司草甘膦系列产品、有机硅系列产品、特种化学品、肥料、食品添加剂、黄磷、湿电子化学品、磷矿石平均售价分别为 55938.43 元/吨、18636.15 元/吨、13810.73 元/吨、3408.80 元/吨、12893.20 元/吨、29303.16 元/吨、11160.46 元/吨、579.04 元/吨，分别同比+49.65%、-13.02%、+44.96%、+28.77%、+38.22%、+21.36%、+10.20%、+104.53%。2022 年底公司后坪磷矿成功投产，磷矿石产能增加到 585 万吨/年。近年磷矿石产量紧缩，市场流通货源少，叠加下游磷酸铁等新能源材料带来的新增需求，磷矿石仍将维持紧平衡，价格有望维持高位震荡。由于草甘膦库存高位以及地产端的需求不足，草甘膦、有机硅等产品价格已经跌至成本线附近，短期拖累业绩，随着春耕需求的回暖以及地产政策的发力，产品价格有望止跌回升。
- **公司研发费用亮眼，成长板块布局加速。**2022 年公司销售费率、管理费用率（扣除研发费率）、财务费率以及研发费率分别为 1.13%、1.59%、1.04%、4.07%，分别同比+0.02pct、+0.07pct、-1.2pct、+0.43pct。2022 年公司研发费用达到 12.36 亿元，大力加强科研平台搭建和科研人才奖励，得益于此公司成长板块能够顺利推进，公司有机硅新材料、湿电子化学品以及磷酸铁等项目有望在今年落地，并逐步贡献业绩。
- **分红方案公布，股权激励调动企业积极性。**公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元，共计 11.1 亿元，占归母净利润比例为 19%；此前公司公布股权激励方案，对象涉及董事、高管以及技术骨干，并对 EOE 指标进行考核，将有利于进一步提升企业的生产和经营积极性。
- **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 50.47/56.86/60.37 亿元，EPS 分别为 4.54/5.11/5.43 元，对应 PE 分别为 7/6/6 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：磷化工产品下跌，新项目投产不及预期。**

盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	303.11	329.75	369.82	417.12
同比增速（%）	26.81%	8.8%	12.2%	12.8%
归母净利润（亿元）	58.51	50.47	56.86	60.37
同比增速（%）	36.67%	-13.7%	12.6%	6.2%
EPS(元/股)	5.26	4.54	5.11	5.43
PE（倍）	5.60	6.64	5.90	5.55

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,272	19,598	26,249	33,445	经营活动现金流	9,448	6,467	8,329	8,685
现金	4,719	12,500	18,605	24,759	净利润	5,852	5,048	5,686	6,038
应收账款	928	1,480	1,587	1,734	折旧摊销	1,417	1,429	1,406	1,402
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	314	366	384	565
预付账款	114	268	271	268	投资损失	-220	-283	-359	-382
存货	2,521	3,146	3,519	4,301	营运资金变动	891	-940	275	59
其他	989	2,203	2,266	2,382	其它	249	32	19	29
非流动资产	32,340	29,519	29,570	29,612	投资活动现金流	-5,200	-1,286	-1,456	-1,443
长期投资	1,937	2,034	2,135	2,242	资本支出	-4,162	1,458	-1,370	-1,346
固定资产	16,456	16,243	16,148	16,059	长期投资	18	-97	-102	-107
无形资产	2,457	2,141	2,200	2,232	其他	-1,056	-2,647	16	10
其他	9,124	9,092	9,078	9,070	筹资活动现金流	1,438	-1,564	-768	-1,089
资产总计	41,612	49,117	55,819	63,057	短期借款	121	1,307	378	208
流动负债	10,653	14,373	15,522	16,877	长期借款	-419	1,154	1,154	1,154
短期借款	1,937	2,090	1,314	368	其他	4,123	21	1,858	2,156
应付账款	4,293	4,873	5,715	6,654	现金净增加额	5,686	3,616	6,105	6,153
其他	478	478	478	478					
非流动负债	9,623	10,777	11,931	13,085	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	5,284	6,438	7,592	8,746	成长能力				
其他	1,683	1,683	1,683	1,683	营业收入	27.9%	8.8%	12.2%	12.8%
负债合计	20,276	25,150	27,453	29,962	营业利润	39.5%	-14.9%	12.2%	6.6%
少数股东权益	1,036	3,315	4,232	5,207	归属母公司净利润	38.1%	-13.7%	12.6%	6.2%
归属母公司股东权益	20,300	20,652	24,134	27,888	获利能力				
负债和股东权益	41,612	49,117	55,819	63,057	毛利率	35.6%	28.5%	28.4%	27.6%
					净利率	22.4%	17.8%	17.9%	16.8%
					ROE	27.4%	21.1%	20.0%	18.2%
					ROIC	32.5%	23.0%	21.8%	20.4%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	30,311	32,975	36,982	41,712	资产负债率	48.7%	45.3%	42.2%	39.6%
营业成本	19,516	23,585	26,487	30,204	净负债比率	61.6%	60.3%	52.3%	45.5%
营业税金及附加	256	278	312	353	流动比率	0.9	1.4	1.7	2.0
营业费用	341	330	370	417	速动比率	0.6	1.1	1.5	1.7
研发费用	1,232	1,319	1,479	1,668	营运能力				
管理费用	482	330	370	417	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
财务费用	314	366	384	565	应收账款周转率	32.6	27.4	24.1	25.1
资产减值损失	-220	-103	-142	-155	应付账款周转率	4.8	5.1	5.0	4.9
公允价值变动收益	-97	-97	-97	-97	每股指标(元)				
投资净收益	316	380	456	478	每股收益	5.26	4.54	5.11	5.43
营业利润	8,213	6,992	7,841	8,357	每股经营现金	8.50	9.56	7.49	7.81
营业外收入	58	69	83	87	每股净资产	18.26	18.58	21.71	25.09
营业外支出	400	272	277	324	估值比率				
利润总额	7,871	6,789	7,647	8,120	P/E	5.73	6.64	5.90	5.55
所得税	1,075	927	1,043	1,108	P/B	1.65	1.62	1.39	1.20
净利润	6,796	5,862	6,604	7,012					
少数股东损益	945	815	918	975					
归属母公司净利润	5,851	5,047	5,686	6,037					
EBITDA	9,878	8,584	9,437	10,088					
EPS (元)	5.26	4.54	5.11	5.43					

分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 3 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

甄理，化工行业研究助理，清华大学有机化学博士，1 年化工实业工作经验，2022 年 6 月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现