



买入（维持）

所属行业：化工/化学制品
当前价格(元)：24.70

证券分析师

李骥

资格编号：S0120521020005

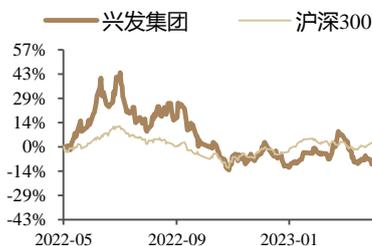
邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

沈颖洁

邮箱：shenyj@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.88	-29.39	-23.60
相对涨幅(%)	-18.34	-27.24	-19.96

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《兴发集团(600141.SH)：22年业绩创新高，高成长新材料业务持续推进中》，2023.3.23
- 《兴发集团(600141.SH)：Q1业绩持续高增，行业高景气延续+新材料业务赋能》，2022.5.5

兴发集团(600141.SH)：Q1业绩同比下滑74.2%，成长业务稳步开展

投资要点

- 事件**：4月29日，公司发布2023年一季度报告，公司实现营收65.71亿元，同比减少25.02%；实现归母净利润4.49亿元，同比减少74.21%；实现扣非后归母净利润4.12亿元，同比减少75.67%。
- 受行业景气影响，Q1业绩同比下滑74.2%**。2023Q1公司实现营收65.71亿元，同比减少25.02%；实现归母净利润4.49亿元，同比减少74.21%；实现扣非后归母净利润4.12亿元，同比减少75.67%；实现销售毛利率16.03%，同比减少19.88pct，环比减少16.26pct；实现销售净利率7.11%，同比减少17.57pct，环比减少10.74pct。
- 草甘膦和有机硅价格大幅下滑，磷矿石和磷肥价格依旧坚挺**。公司主营产品草甘膦、有机硅、特种化学品、食品添加剂、黄磷、湿电子化学品价格受行业景气影响大幅下滑，Q1均价同比下滑51.22%、42.63%、34.57%、13.83%、9.85%、16.44%，分别实现营收9.6亿、5.9亿、6.8亿、5.1亿、2.4亿和1.7亿，其中草甘膦和有机硅营收分别同比下滑69.3%和40.6%。受益于磷矿石景气，公司磷矿石和磷肥业务一季度实现营收2.0亿和7.5亿，同比增长170.9和4.8%，产品价格同比增长80.55%、14.80%。
- 扩产项目稳步推进，高成长业务持续赋能**。2022年，公司后坪磷矿成功取得安全生产许可证，公司磷矿资源保障能力显著增强；内蒙兴发5万吨/年草甘膦及15万吨/年废盐综合利用项目正常投运。新材料方面，5万吨/年二甲基亚砜二期（2万吨/年）、4万吨/年电子级硫酸、1万吨/年电子级双氧水相继落地。扩产项目中，30万吨/年磷酸铁、30万吨/年磷酸铁锂一期、10万吨/年磷酸二氢锂、5万吨/年光伏胶和3万吨/年液体胶、兴福电子3万吨/年电子级磷酸、2万吨/年电子级蚀刻液、4万吨/年超高纯电子化学品等一系列高成长型项目稳步推进，公司新材料、新能源产业布局逐步打开，项目投产后将成为公司新的利润增长点。
- 投资建议**：考虑有机硅行业竞争加剧，产品价格有所下滑，我们调整了公司整体业绩，预计公司2023-2025年每股收益分别为3.12、3.74和3.85元，对应PE分别为8、7和6倍，维持“买入”评级。
- 风险提示**：项目投产不及预期，下游需求不及预期，产品价格波动风险。

股票数据

总股本(百万股)：	1,111.67
流通A股(百万股)：	1,106.32
52周内股价区间(元)：	23.93-47.00
总市值(百万元)：	27,458.31
总资产(百万元)：	42,541.86
每股净资产(元)：	18.86

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,902	30,311	27,979	30,985	35,633
(+/-)YOY(%)	30.5%	26.8%	-7.7%	10.7%	15.0%
净利润(百万元)	4,282	5,852	3,465	4,153	4,284
(+/-)YOY(%)	589.2%	36.7%	-40.8%	19.8%	3.2%
全面摊薄EPS(元)	3.85	5.26	3.12	3.74	3.85
毛利率(%)	33.5%	35.6%	23.1%	23.9%	21.9%
净资产收益率(%)	30.0%	28.8%	14.2%	14.3%	12.8%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	5.26	3.12	3.74	3.85
每股净资产	18.26	22.00	26.10	30.11
每股经营现金流	6.19	5.98	6.00	6.30
每股股利	1.00	1.00	1.00	1.00
价值评估(倍)				
P/E	5.51	7.92	6.61	6.41
P/B	1.59	1.12	0.95	0.82
P/S	0.91	0.98	0.89	0.77
EV/EBITDA	3.83	4.87	5.29	4.98
股息率%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.6%	23.1%	23.9%	21.9%
净利润率	19.3%	12.4%	13.4%	12.0%
净资产收益率	28.8%	14.2%	14.3%	12.8%
资产回报率	14.1%	7.5%	8.0%	7.4%
投资回报率	22.3%	10.7%	11.1%	10.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	26.8%	-7.7%	10.7%	15.0%
EBIT 增长率	34.7%	-46.1%	16.2%	0.6%
净利润增长率	36.7%	-40.8%	19.8%	3.2%
偿债能力指标				
资产负债率	48.7%	43.5%	39.7%	36.9%
流动比率	0.9	0.9	0.7	0.7
速动比率	0.6	0.6	0.4	0.4
现金比率	0.4	0.4	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	11.2	12.7	11.9	12.3
存货周转天数	47.1	45.9	49.8	47.6
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	1.3	1.0	0.9	0.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,852	3,465	4,153	4,284
少数股东损益	945	559	670	691
非现金支出	1,938	2,414	1,257	1,628
非经营收益	660	60	-21	-143
营运资金变动	-2,511	148	613	537
经营活动现金流	6,884	6,646	6,672	6,998
资产	-2,318	-5,117	-6,553	-5,836
投资	-333	0	0	0
其他	519	328	343	406
投资活动现金流	-2,132	-4,789	-6,210	-5,430
债权募资	8,737	-775	-581	-581
股权募资	50	0	0	0
其他	-11,867	-1,505	-1,437	-1,379
融资活动现金流	-3,080	-2,280	-2,018	-1,960
现金净流量	1,694	-423	-1,556	-392

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,311	27,979	30,985	35,633
营业成本	19,516	21,517	23,590	27,836
毛利率%	35.6%	23.1%	23.9%	21.9%
营业税金及附加	256	236	263	302
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%
营业费用	341	310	252	362
营业费用率%	1.1%	1.1%	0.8%	1.0%
管理费用	482	440	459	541
管理费用率%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
研发费用	1,232	906	1,111	1,254
研发费用率%	4.1%	3.2%	3.6%	3.5%
EBIT	8,482	4,570	5,310	5,339
财务费用	314	258	168	124
财务费用率%	1.0%	0.9%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-220	-25	21	-2
投资收益	316	328	343	406
营业利润	8,213	4,667	5,568	5,758
营业外收支	-342	0	0	0
利润总额	7,871	4,667	5,568	5,758
EBITDA	10,191	6,958	6,587	6,965
所得税	1,074	643	745	783
有效所得税率%	13.6%	13.8%	13.4%	13.6%
少数股东损益	945	559	670	691
归属母公司所有者净利润	5,852	3,465	4,153	4,284

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,719	4,297	2,740	2,349
应收账款及应收票据	929	975	1,015	1,205
存货	2,521	2,709	3,216	3,632
其它流动资产	1,103	1,301	1,233	1,341
流动资产合计	9,272	9,281	8,204	8,526
长期股权投资	1,937	1,937	1,937	1,937
固定资产	23,341	27,614	34,335	39,671
在建工程	2,466	2,251	1,899	1,615
无形资产	2,457	2,908	3,358	3,809
非流动资产合计	32,341	36,851	43,669	49,172
资产总计	41,612	46,132	51,873	57,699
短期借款	1,937	1,162	581	0
应付票据及应付账款	4,561	5,117	5,924	6,686
预收账款	70	59	67	78
其它流动负债	4,085	4,121	4,399	4,877
流动负债合计	10,654	10,460	10,971	11,641
长期借款	5,284	5,284	5,284	5,284
其它长期负债	4,339	4,339	4,339	4,339
非流动负债合计	9,623	9,623	9,623	9,623
负债总计	20,277	20,083	20,594	21,264
实收资本	1,112	1,112	1,112	1,112
普通股股东权益	20,300	24,454	29,014	33,478
少数股东权益	1,036	1,595	2,265	2,957
负债和所有者权益合计	41,612	46,132	51,873	57,699

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。