

2023年06月28日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

25

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/6/27)	22.50
上证指数(2023/6/27)	3189.38
股价 12 个月高/低	45.45/20.28
总发行股数(百万)	1111.67
A 股数(百万)	1106.33
A 市值(亿元)	248.92
主要股东	宜昌兴发集团 有限责任公司 (19.38%)
每股净值(元)	17.75
股价/账面净值	1.27
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.4 -22.8 -43.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.12. 30	29.00	买进
2022.03. 23	22.50	区间操作

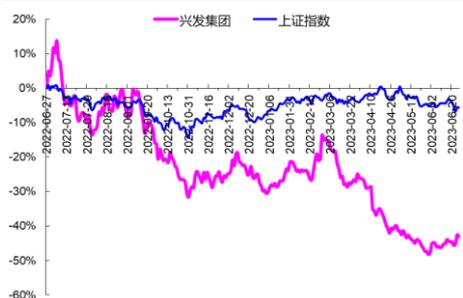
产品组合

草甘膦	37.9%
有机硅系列产品	18.1%
肥料	15.1%
特种化学品	14.6%
贸易产品	14.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.2%
一般法人	36.7%

股价相对大盘走势



兴发集团 (600141.SH)

Trading Buy 区间操作

草甘膦触底反弹，新材料助力成长

事件: 草甘膦自 2022 年 6 月以来库存不断增加，价格自高位下滑。端午节后，草甘膦库存拐点显现，价格止跌转涨。

结论与建议: 公司是国内磷化工龙头企业，具有 23 万吨草甘膦产能。2023Q1 受磷化工和有机硅价格下滑影响，公司业绩下滑。目前来看，草甘膦开工下降，库存降低，成本支撑下价格有触底回升趋势。有机硅价格仍在底部，静待需求复苏，春暖花开。公司在新能源新材料方面持续拓展，弥补周期带来的盈利波动。公司湿电子化学平台兴福电子计划分拆上市，强化电子化学品领域的竞争地位和竞争优势。公司“磷硅盐协同”、“矿肥化结合”产业链优势明显，在建项目丰富，长期成长动力充足，考虑到有机硅价格仍在磨底，给予“区间操作”评级。

■ **Q1 产品价格下行，拖累公司业绩:** 2023 年 Q1 公司业绩同比大幅下降，归母净利润为 4.49 亿元 (yoy-74.21%, QoQ-52.22%)，毛利率为 16.03%，同比下降 19.88pct,环比下降 16.26pct。主要是磷化工和有机硅版块产品价格处于下行通道，叠加 2022 年高基期，公司业绩明显下滑。百川盈孚数据显示，2023Q1 草甘膦市场均价为 4.26 万元/吨 (yoy-42%, qoq-18%)，下跌至行业成本线附近；DMC 价格也呈现下滑趋势，Q1 均价为 1.70 万元/吨，(yoy-49%, qoq-3%)，价格已跌破行业成本线,公司有机硅业务出现亏损。Q2 公司主营产品价格景气度仍在寻底，Q2 草甘膦均价为 2.75 万元/吨(yoy-57%, qoq-35%)，有机硅均价 1.48 万元/吨(yoy-41%,qoq-13%)，磷酸一铵均价为 2803 元/吨 (yoy-32%, qoq-16%)。受买涨不买跌心理影响，下游需求端观望心理较强。

■ **草甘膦库存快速下降，价格触底反弹:** 百川盈孚数据显示，目前行业整体开工低位，且 5 月下旬开始，草甘膦工厂周度库存连续三周下降，目前库存 5.8 万吨 (yoy+236%, qoq-13%)，库存压力逐渐消减。草甘膦价格在连续下调了一年后终于迎来触底回升,6 月 27 日草甘膦市场价为 2.51 万元/吨，周环比上涨 5pct。近期国内订单增多，下游贸易商、制剂商开始囤货，南美市场补货，市场成交有好转，看好草甘膦行业企稳回暖。

■ **聚焦新材料，加强成长性:** 2023Q1,公司湿电子化学品、特种化学品、食品添加剂等成长性产品盈利能力稳定，已成为公司业绩贡献的主要来源。公司持续聚焦新材料板块，布局湿电子化学品、新能源材料等精细化学品版块，加强公司成长性。湿电子化学品版块，公司一方面积极推动旗下电子化学品平台兴福电子科创板上市，另一方面规划了新的湿电子化学品产能，包括 3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气、2 万吨/年电子级蚀刻液和上海基地 4 万吨/年超高纯电子化学品。新能源板块，兴友科技的 10 万吨磷酸铁、宜都兴发 10 万吨湿法磷酸精制技术改造升级项目预计将于 2023 年中投产。有机硅新材料版块，公司规划建设 2200 吨/年微胶囊项目，其中一期 550 吨/年已于 3 月建成投产，是目前国内产量最大、规格最高的连续化微胶囊生产线；同时公司在建 5000 方气凝胶毡，3 万吨/年液体胶产能，在景气低谷积极拓展产业链，提升产品附加价值。

■ **盈利预测:** 考虑到主营产品价格仍在底部区间，我们下修盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年分别实现净利润 22.65/29.81/38.98 亿元，yoy-61%/+31%/+31%，(前值 44.48/47.65/52.57 亿元),折合 EPS 分别为 2.04/2.68/3.51 元，目前 A 股股价对应的 PE 分别为 11/8/6 倍，估值合理，给予“区间操作”评级。

■ **风险提示:** 1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4,282	5,852	2,265	2,981	3,898
同比增减	%	592.47%	36.67%	-61.29%	31.59%	30.76%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.85	5.26	2.04	2.68	3.51
同比增减	%	597.25%	36.68%	-61.29%	31.59%	30.76%
A 股市盈率(P/E)	X	5.84	4.27	11.04	8.39	6.42
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	1	0.5	0.6	0.8
股息率 (Yield)	%	2.22%	4.44%	2.22%	2.67%	3.56%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23902	30311	22815	26148	30394
经营成本	15898	19516	17770	19869	22378
研发费用	862	1232	927	1063	1236
营业税金及附加	206	256	193	221	257
销售费用	265	341	257	294	342
管理费用	376	482	381	568	627
财务费用	567	314	236	271	315
资产减值损失	-152	-220	-209	-198	-188
投资收益	311	316	253	203	162
营业利润	5935	8213	3601	4409	5797
营业外收入	43	58	61	64	67
营业外支出	554	400	554	400	554
利润总额	5423	7871	3047	4009	5242
所得税	690	1074	416	547	715
少数股东损益	452	945	366	481	629
归属于母公司股东权益	4282	5852	2265	2981	3898

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3198	4719	4755	5344	5957
应收账款	931	929	1021	1123	1235
存货	2394	2521	2773	3050	3356
流动资产合计	8697	9272	10693	11864	13117
长期股权投资	1955	1937	2034	2135	2242
固定资产	16989	23341	23808	24284	25984
在建工程	2939	2466	2342	2225	2114
非流动资产合计	25783	32341	32989	33733	35829
资产总计	34481	41612	43682	45596	48947
流动负债合计	13412	10654	13249	12255	11709
非流动负债合计	5477	9623	6717	6493	6292
负债合计	18890	20277	19966	18747	18001
少数股东权益	1555	1036	1151	1303	1502
股东权益合计	15591	21335	23716	26849	30945
负债及股东权益合计	34481	41612	43682	45596	48947

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	5345	6884	5507	6333	6649
投资活动产生的现金流量净额	-1433	-2132	-2175	-2218	-2263
筹资活动产生的现金流量净额	-2567	-3080	-3296	-3526	-3773
现金及现金等价物净增加额	1329	1694	36	588	614

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。