

兴发集团 (600141.SH)

三季度业绩环比改善，成长板块多项目稳步推进

买入

核心观点

三季度草甘膦价格回暖，公司业绩有所修复。10月27日晚间，兴发集团发布2023年三季度报告，2023年前三季度，公司实现营业收入219.28亿元，同比下降11.78%；实现归母净利润9.34亿元，同比下降80.98%。其中单三季度公司实现营业收入83.18亿元，同比增加10.07%，环比增加18.18%；实现归母净利润3.25亿元，同比下降74.21%，环比增加104.14%。公司三季度业绩环比改善主要系主营产品草甘膦价格上涨，盈利水平有所修复。Q3公司整体销售毛利率回升至12.61%，同比-19.84pcts，环比+1.53pcts。

磷矿石价格上涨，公司资源优势凸显。受可开采磷矿品位下降以及下游新领域需求不断增长等因素影响，近两年国内磷矿石价格维持高位，磷矿的资源稀缺属性日益凸显。从产销情况看，第三季度公司磷矿石产量130.56万吨，销量63.42万吨，销量连续三个季度实现增长，平均销售价格628.96元/吨，环比提升8.8%。公司目前拥有采矿权的磷矿资源储量约4.29亿吨，设计产能585万吨/年，此外公司还持有多个磷矿的股权公司的磷矿石主要用于自用，继续生产磷肥、草甘膦、湿电子化学品等下游高附加值产品，在国内磷矿石价格维持高位的背景下，公司因自有矿山而带来的成本优势不断凸显。

成长板块多个项目稳步推进，看好公司长期成长性。在新材料、新能源板块，今年以来公司稳步推进磷酸铁、磷酸铁锂、磷酸二氢锂、光伏胶和、液体胶、电子级磷酸、电子级蚀刻液、超高纯电子化学品等一系列高成长型项目目前湖北兴发一期10万吨/年磷酸铁生产线已正式全面投产，且已发往下游厂家进行小批量产品验证测试。此外，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年有望成为公司新的快速盈利增长点。在农化板块，近期公司子公司湖北泰盛化工L-草铵膦原药及制剂项目、兴晨科技有限公司年产5万吨2,4-滴项目的环评公告相继公示，公司有望凭借在草甘膦领域的积累逐步扩大农化板块的产品布局，持续扩大在农化行业的影响力。

风险提示：产品价格大幅波动、下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司主要产品价格下行等因素影响，我们预计2023-2025年公司归母净利润为12.37/20.19/21.85亿元，同比增速-78.9%/63.2%/8.2%；摊薄EPS为1.11/1.80/1.95元，当前股价对应PE为17.2/10.5/9.7x，维持“买入”评级。

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	28,658	29,826	31,290
(+/-%)	28.9%	27.9%	-5.5%	4.1%	4.9%
净利润(百万元)	4237	5852	1237	2019	2185
(+/-%)	585.2%	38.1%	-78.9%	63.2%	8.2%
每股收益(元)	3.81	5.26	1.11	1.80	1.95
EBIT Margin	29.9%	32.1%	11.5%	10.2%	10.2%
净资产收益率(ROE)	30.2%	28.8%	5.9%	9.1%	9.3%
市盈率(PE)	5.0	3.6	17.2	10.5	9.7
EV/EBITDA	4.8	3.6	8.1	8.3	8.1
市净率(PB)	1.51	1.04	1.01	0.96	0.90

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

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

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	19.03元
总市值/流通市值	21155/21053百万元
52周最高价/最低价	36.18/17.78元
近3个月日均成交额	215.37百万元

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)-磷矿石景气度维持高位，看好成长性新材料产品放量》——2023-03-27
- 《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

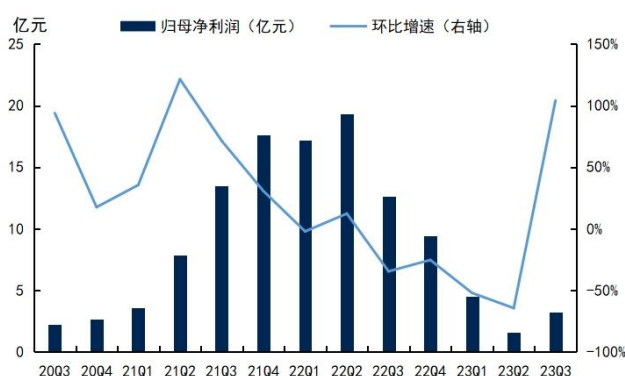
三季度草甘膦价格回暖，公司业绩有所修复。10月27日晚间，兴发集团发布2023年三季度报告，2023年前三季度，公司实现营业收入219.28亿元，同比下降11.78%；实现归母净利润9.34亿元，同比下降80.98%。其中单三季度公司实现营业收入83.18亿元，同比增加10.07%，环比增加18.18%；实现归母净利润3.25亿元，同比下降74.21%，环比增加104.14%。公司三季度业绩环比改善主要系主营产品草甘膦价格上涨，盈利水平有所修复。据百川盈孚，三季度华东地区草甘膦市场均价为3.24万元/吨，较二季度均价2.78万元/吨上涨0.46万元/吨，涨幅16.55%。三季度公司整体销售毛利率回升至12.61%，同比-19.84pcts，环比+1.53pcts。

图1：兴发集团单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：兴发集团单季度归母净利润及增速



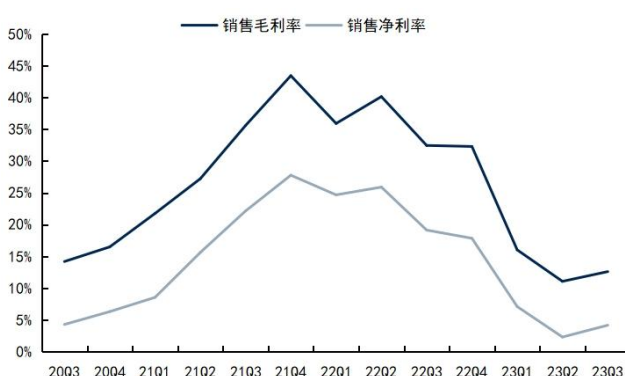
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：甘氨酸法草甘膦价格、价差



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

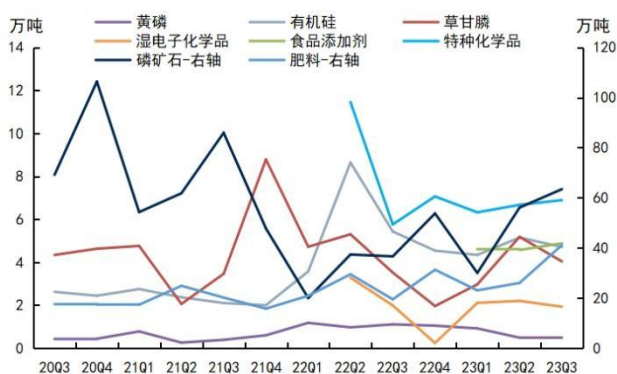
图4：兴发集团单季度销售毛利率、净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

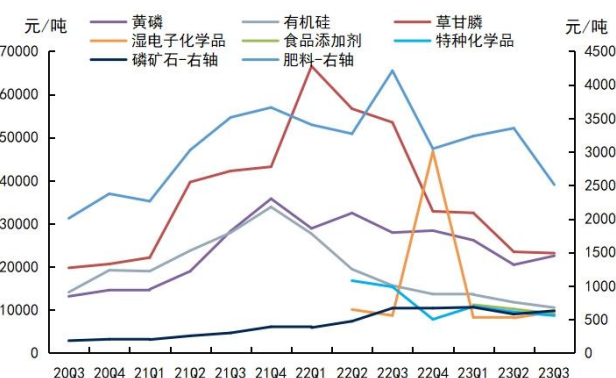
磷矿石价格上涨，公司资源优势凸显。受可开采磷矿品位下降以及下游新领域需求不断增长等因素影响，近两年国内磷矿石价格维持高位，磷矿的资源稀缺属性日益凸显。从产销情况看，第三季度公司磷矿石产量 130.56 万吨，销量 63.42 万吨，销量连续三个季度实现增长，平均销售价格 628.96 元/吨，环比提升 8.8%。公司目前拥有采矿权的磷矿资源储量约 4.29 亿吨，设计产能 585 万吨/年，此外公司还持有 70%荆州荆化（储量 2.89 亿吨）、50%桥沟矿业（储量 1.88 亿吨）、26%宜安实业（储量 3.15 亿吨）的股权，中长期产能将逐渐释放。公司的磷矿石主要用于自用，继续生产黄磷、磷肥、草甘膦、湿电子化学品等下游高附加值产品，在国内磷矿石价格维持高位的背景下，公司因自有矿山而带来的成本优势不断凸显。

图5：兴发集团主要产品季度销量（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图6：兴发集团主要产品季度销售均价



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成长板块多个项目稳步推进，看好公司长期成长性。在新材料、新能源板块，今年以来公司稳步推进湖北兴友 30 万吨/年磷酸铁一期及湖北友兴 30 万吨/年磷酸铁锂一期、湖北磷氟锂业 10 万吨/年磷酸二氢锂、湖北瑞佳 5 万吨/年光伏胶和湖北兴瑞 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。据公司公告，9 月 3 日湖北兴友一期 10 万吨/年磷酸铁生产线已正式全面投产，据中化新网 10 月 20 日报道，湖北兴友首批 30 吨磷酸铁产品发往下游磷酸铁锂厂家，进行小批量产品验证测试。此外，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 年有望成为公司新的快速盈利增长点。在农化板块，近期公司子公司湖北泰盛化工 L-草铵膦原药及制剂项目、兴晨科技有限公司年产 5 万吨 2,4-滴项目的环评公告相继公示，公司有望凭借在草甘膦领域的积累逐步扩大农化板块的产品布局，持续扩大在农化行业的影响力。

投资建议：维持“买入”评级。考虑到今年公司主要产品价格下行等因素影响，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 12.37/20.19/21.85 亿元，同比增速 -78.9%/63.2%/8.2%；摊薄 EPS 为 1.11/1.80/1.95 元，当前股价对应 PE 为 17.2/10.5/9.7x，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

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	13467	17025	20851	营业收入	23706	30311	28658	29826	31290
应收款项	931	977	1413	1634	1715	营业成本	15780	19516	24410	25801	27066
存货净额	2394	2521	2432	2572	2707	营业税金及附加	203	256	229	239	250
其他流动资产	2174	983	929	967	1014	销售费用	264	341	344	358	375
流动资产合计	8697	9272	18257	22208	26292	管理费用	361	482	385	397	411
固定资产	0	25806	23660	21560	19415	财务费用	531	314	483	467	411
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	48363	50127	51976	营业利润	5889	8213	2572	2436	2636
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	5472	5788	6091	利润总额	5377	7871	2572	2436	2636
其他流动负债	2295	2563	3090	3267	3437	所得税费用	685	1074	334	317	343
流动负债合计	13412	10654	16062	16555	17028	少数股东损益	456	945	1000	100	108
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	1237	2019	2185
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	25685	26178	26651	净利润	4237	5852	1237	2019	2185
少数股东权益	1555	1036	1636	1696	1761	资产减值准备	(10)	70	0	(16)	(19)
股东权益	14036	20300	21042	22253	23564	折旧摊销	1188	1662	2544	2664	2713
负债和股东权益总计	34481	41612	48363	50127	51976	公允价值变动损失	(152)	(123)	200	50	50
						财务费用	531	314	483	467	411
关键财务与估值指标						营运资本变动	(2167)	21973	1144	77	192
每股收益	3.81	5.26	1.11	1.80	1.95	其它	376	701	600	76	84
每股红利	0.74	0.97	0.44	0.72	0.78	经营活动现金流	3473	30135	5726	4870	5205
每股净资产	12.63	18.26	18.80	19.89	21.06	资本开支	0	(27567)	(500)	(500)	(500)
ROIC	27%	30%	11%	12%	15%	其它投资现金流	0	(72)	57	5	5
ROE	30%	29%	6%	9%	9%	投资活动现金流	(305)	(27621)	(453)	(505)	(505)
毛利率	33%	36%	15%	13%	14%	权益性融资	(16)	50	0	0	0
EBIT Margin	30%	32%	11%	10%	10%	负债净变化	231	1154	0	0	0
EBITDA Margin	35%	38%	20%	19%	19%	支付股利、利息	(826)	(1076)	(495)	(808)	(874)
收入增长	29%	28%	-5%	4%	5%	其它融资现金流	(947)	(1199)	3970	0	0
净利润增长率	585%	38%	-79%	63%	8%	融资活动现金流	(2152)	(993)	3475	(808)	(874)
资产负债率	59%	51%	56%	56%	55%	现金净变动	1017	1521	8748	3558	3826
息率	3.9%	5.1%	2.3%	3.8%	4.1%	货币资金的期初余额	2182	3198	4719	13467	17025
P/E	5.0	3.6	17.2	10.5	9.7	货币资金的期末余额	3198	4719	13467	17025	20851
P/B	1.5	1.0	1.0	1.0	0.9	企业自由现金流	0	4457	6051	4879	5178
EV/EBITDA	4.8	3.6	8.1	8.3	8.1	权益自由现金流	0	4411	9600	4473	4820

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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