

兴发集团 (600141.SH)

2023年净利润承压，成长板块多项目稳步推进

买入

核心观点

农化、有机硅板块市场景气度下行，公司2023年业绩承压。兴发集团发布2023年年报，2023年公司实现营业收入281.05亿元，同比下降7.28%；实现归母净利润13.79亿元（略低于我们此前预期的14.06亿元），同比下降76.44%。2023年，公司农化板块草甘膦产品以及联产的有机硅板块产品市场竞争加剧，草甘膦板块营业收入42.83亿元，同比下降50.60%，毛利率31.01%，同比减少27.08 pcts；有机硅板块营业收入21.44亿元，同比下降48.13%，毛利率4.33%，同比减少13.16 pcts。公司磷矿石业务盈利水平良好，营业收入16.03亿元，同比增长87.36%，毛利率73.74%，同比减少0.19 pcts，是公司2023年业绩的主要来源。公司特种化学品板块受宏观经济影响相对较小，总体保持了稳健发展态势，营业收入50.28亿元，同比下降19.26%，毛利率20.75%，同比减少17.50 pcts。

2024年公司主营业务展望：有机硅板块承压，磷矿石价格坚挺，农化产品需求旺季有望助推磷化工产业链景气度阶段性回暖。草甘膦方面，4月1日国内草甘膦市场价格报到2.6万元/吨，较上周上调400元/吨。2024年1-2月，我国其他非卤化有机磷衍生物累计出口量9.46万吨，同比提升26.70%，出口数据已大幅改善，我们预计草甘膦行业景气度有望出现阶段性回暖。有机硅方面，3月份有机硅价格短暂上涨后又快速回调，有机硅行业仍面临较大的产能过剩问题，我们预计有机硅价格将在盈亏平衡价格附近持续震荡一段时间。磷矿石方面，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，我们认为2024年磷矿石价格有望继续在高位运行。

成长板块多个项目稳步推进，看好公司长期成长性。2023年，公司电子级磷酸、电子级蚀刻液、光伏胶、电池级磷酸铁项目（一期）、电池级磷酸二氢锂及高品质磷酸锂项目（一期）、微胶囊、年气凝胶毡，磷化剂项目产能相继投产，为公司培育新的利润增长点。2024年，公司磷矿选矿及管道输送项目、湿法磷酸精制技术改造项目、液体胶（一期）项目、L-草铵膦原药及制剂项目、2,4-滴项目加快推进，看好公司长期稳健成长。

风险提示：产品价格大幅波动、下游需求不及预期；新项目进展不及预期等。

投资建议：维持“买入”评级。根据公司年报，我们小幅下调公司2024/2025年盈利预测并新增2026年盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为18.57/21.60/24.46亿元（原值为20.19/21.85亿元），同比增速+34.7%/16.3%/13.2%；摊薄EPS为1.67/1.94/2.20元，当前股价对应PE为11.4/9.8/8.6x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,311	28,105	28,867	30,044	31,778
(+/-%)	27.9%	-7.3%	2.7%	4.1%	5.8%
归母净利润(百万元)	5852	1379	1857	2160	2446
(+/-%)	38.1%	-76.4%	34.7%	16.3%	13.2%
每股收益(元)	5.26	1.24	1.67	1.94	2.20
EBIT Margin	28.0%	8.0%	10.3%	10.9%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	28.8%	6.7%	8.9%	10.2%	11.5%
市盈率 (PE)	3.6	15.3	11.4	9.8	8.6
EV/EBITDA	4.1	10.2	7.3	6.7	6.4
市净率 (PB)	1.04	1.02	1.01	1.00	0.99

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	19.72元
总市值/流通市值	21756/21738百万元
52周最高价/最低价	30.39/14.31元
近3个月日均成交额	287.51百万元

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)-有机硅价格上涨，公司盈利水平有望继续修复》——2024-03-04

《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》——2023-10-29

《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

农化、有机硅板块市场景气度下行，公司 2023 年业绩承压。2023 年公司实现营业收入约 281.05 亿元，同比下降 7.28%；实现归母净利润 13.79 亿元（略低于我们此前预期的 14.06 亿元），同比下降 76.44%；基本每股收益 1.25 元，同比下降 76.46%。2023 年，公司农化板块草甘膦产品处于农化行业去库周期叠加市场竞争加剧，联产的有机硅板块产品行业产能快速扩张，市场竞争也在加剧，受此影响公司草甘膦原药、有机硅 DMC 等产品销售价格、产销量同比亦出现不同程度下滑，草甘膦板块营业收入 42.83 亿元，同比下降 50.60%，毛利率 31.01%，同比减少 27.08 pcts，有机硅板块营业收入 21.44 亿元，同比下降 48.13%，毛利率 4.33%，同比减少 13.16 pcts。磷矿石方面，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，公司磷矿石业务盈利水平良好，营业收入 16.03 亿元，同比增长 87.36%，毛利率 73.74%，同比减少 0.19 pcts，是公司 2023 年业绩的主要来源。公司特种化学品板块受宏观经济影响相对较小，总体保持了稳健发展态势，营业收入 50.28 亿元，同比下降 19.26%，毛利率 20.75%，同比减少 17.50 pcts。

毛利率方面，2023 年公司整体销售毛利率为 16.17%，同比减少 19.44 pcts，净利率 4.93%，同比减少 17.49 pcts；费用率方面，2023 年公司整体期间费用率为 8.05%，同比提升 0.23 pcts，2020 年以来公司期间费用率一直维持在 8%左右的水平。分红方面，公司拟每 10 股派发现金红利 6 元（含税），预计分配现金红利 6.62 亿元（含税），占当年归属于上市公司股东的净利润比率为 48.01%。

图1：兴发集团营业收入及增速



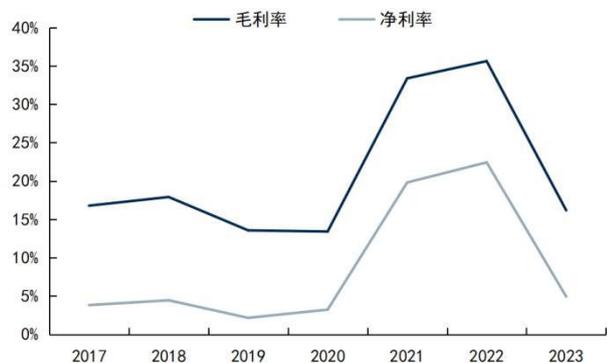
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：兴发集团归母净利润及增速



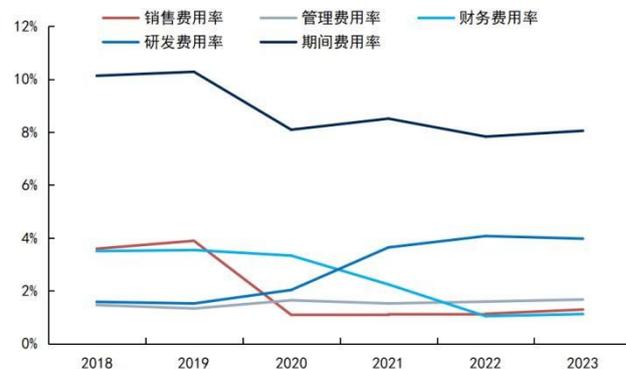
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：兴发集团营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：兴发集团归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年公司主营业务展望：有机硅板块承压，磷矿石价格坚挺，农化产品需求旺季有望助推磷化工产业链景气度阶段性回暖。

草甘膦方面，据中农立华原药，截至 4 月 1 日，草甘膦内贸市场刚需带动成交增量，外贸市场询单增多，原药成交重心上移，价格报到 2.6 万元/吨，较上周上调 400 元/吨。一般来说，3/4 月份是我国农药产品的出口旺季，而当前全球农药产品的去库周期渐进尾声，出口到南美、东南亚等地的数量已恢复至正常区间。2024 年 1-2 月，我国其他非卤化有机磷衍生物累计出口量 9.46 万吨，同比提升 26.70%，出口数据已大幅改善，我们预计草甘膦行业景气度有望出现阶段性回暖。

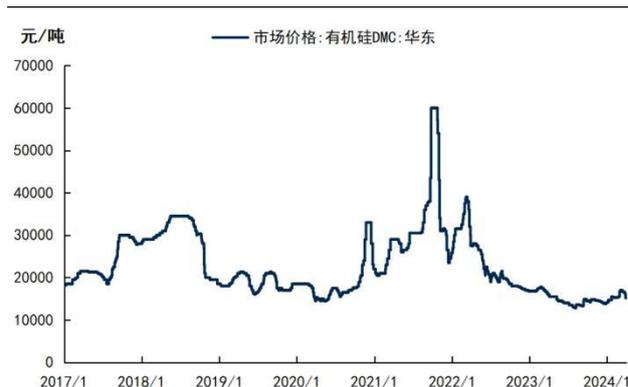
有机硅方面，3 月份有机硅价格短暂上涨后又快速回调，华东地区有机硅 DMC 价格由 2 月底的 1.54 万元上涨至 3 月上旬的 1.7 万元/吨，截至 4 月 2 日，有机硅 DMC 价格已经回落至 1.52 万元/吨。此次有机硅价格上涨主要得益于前期预售单还未交付完成，企业无库存方面的压力，加之“金三”传统需求旺季即将来临，行业长期亏损后也有较强的挺价意愿，但需要指出的是，2024 年有机硅行业仍有新产能即将投产，有机硅行业仍面临较大的产能过剩问题，当前开工率约 74.42%，尚有一定的提升空间，我们预计有机硅价格将在盈亏平衡价格附近持续震荡一段时间。公司以草甘膦副产的一氯甲烷作为有机硅生产的原材料，以产业链综合成本进行核算具备一定的成本优势。

图5：甘氨酸法草甘膦价格、价差



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图6：华东地区有机硅 DMC 价格走势



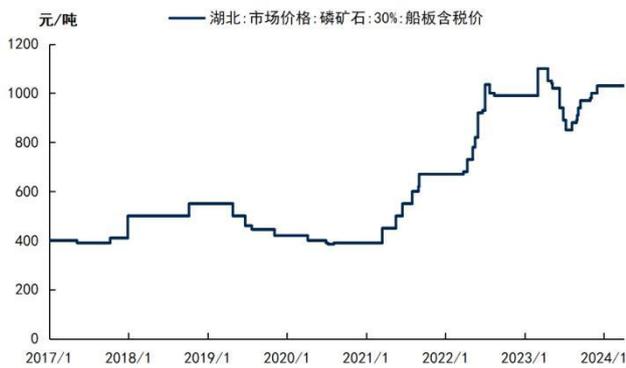
资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

磷矿石方面，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。据百川盈孚，截至 2024 年 4 月 2 日，湖北地区 30%品位磷矿石船板含税价为 1030 元/吨，2022 年 7 月以来磷矿石价格一直在 1000 元/吨左右的价格区间高位震荡，我们认为 2024 年磷矿石价格有望继续在高位运行。

磷肥方面，2、3 月份是国内春耕备肥旺季，国内化肥企业的首要工作是保供稳价，此后国内需求回落，5/6 月份是磷肥传统出口旺季，近期国内磷肥出口政策落地，磷肥出口额度与去年相比基本持平，而磷肥国际价格受印度采购策略、红海运输等不确定性因素影响。据百川盈孚，截至 4 月 2 日，国内磷酸一铵市场价格 2950 元/吨，磷酸二铵市场价格 3664 元/吨，价格维稳为主。

总的来说，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，此外，当前是农化产品的需求旺季，公司主要农化产品的景气度有望出现阶段性回暖。

图7：磷矿石价格走势



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图8：磷酸一铵、磷酸二铵价格走势



资料来源：Wind、百川盈孚，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。2023年，在新能源材料、新材料板块，兴福电子 3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级蚀刻液项目建成投产，公司微电子新材料产业综合实力持续增强；湖北瑞佳 5 万吨/年光伏胶、湖北兴友 30 万吨/年电池级磷酸铁项目（一期）、参股企业湖北磷氟锂业 20 万吨/年电池级磷酸二氢锂及 1 万吨/年高品质磷酸锂项目（一期）顺利投产，公司新能源产业布局全面推进；湖北兴瑞 550 吨/年微胶囊、5000m³/年气凝胶毡，湖北吉星 800 吨/年磷化剂产能相继投产，为公司培育了新的利润增长点。在建产能方面，后坪 200 万吨/年磷矿选矿及管道输送项目、宜都兴发湿法磷酸精制技术改造项目、湖北兴瑞 3 万吨/年液体胶（一期）项目加快推进，建成后将进一步巩固公司产业基础，增强公司发展后劲。在农化板块，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。维持“买入”评级。根据公司年报，我们小幅下调公司 2024/2025 年盈利预测并新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 18.57/21.60/24.46 亿元（原值为 20.19/21.85 亿元），同比增速+34.7%/16.3%/13.2%；摊薄 EPS 为 1.67/1.94/2.20 元，当前股价对应 PE 为 11.4/9.8/8.6x，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。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600096.SH	云天化	19.46	356.96	2.47	2.48	2.52	2.59	7.5	7.5	7.3	7.1	25.76%	1.23	买入
600486.SH	扬农化工	56.02	227.65	3.85	4.35	4.94	5.38	13.4	11.9	10.4	9.6	17.19%	1.03	增持
600141.SH	兴发集团	19.72	217.56	1.24	1.80	1.95	2.15	15.9	10.8	9.9	9.2	6.73%	0.25	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4719	2239	3141	5764	8096	营业收入	30311	28105	28867	30044	31778
应收款项	977	1370	1157	1212	1368	营业成本	19516	23562	23580	24358	25732
存货净额	2521	2234	2196	2134	2197	营业税金及附加	256	345	346	361	381
其他流动资产	983	1694	1774	1544	1834	销售费用	341	361	346	361	381
流动资产合计	9272	7619	8348	10734	13575	管理费用	482	468	480	494	500
固定资产	25806	30253	29176	27362	25483	研发费用	1232	1117	1155	1202	1271
无形资产及其他	2457	2969	2851	2732	2613	财务费用	314	316	501	455	393
投资性房地产	2141	1881	1881	1881	1881	投资收益	316	118	150	150	150
长期股权投资	1937	1839	1839	1839	1839	资产减值及公允价值变动	(317)	(346)	(271)	(250)	(200)
资产总计	41612	44561	44095	44548	45390	其他收入	(1188)	(1078)	(1155)	(1202)	(1271)
短期借款及交易性金融负债	3530	3093	3000	3000	3000	营业利润	8213	1747	2337	2714	3069
应付款项	4561	5920	5497	5628	6033	营业外净收支	(342)	(31)	(31)	(31)	(31)
其他流动负债	2563	2790	2619	2689	2845	利润总额	7871	1716	2306	2682	3037
流动负债合计	10654	11804	11116	11317	11878	所得税费用	1074	329	438	510	577
长期借款及应付债券	7939	9071	9071	9071	9071	少数股东损益	945	8	11	12	14
其他长期负债	1683	1716	1751	1786	1821	归属于母公司净利润	5852	1379	1857	2160	2446
长期负债合计	9623	10787	10822	10857	10892	现金流量表 (百万元)					
负债合计	20277	22591	21938	22174	22770	净利润	5852	1379	1857	2160	2446
少数股东权益	1036	1265	1266	1267	1269	资产减值准备	70	135	30	(18)	(24)
股东权益	20300	20705	20891	21107	21351	折旧摊销	1662	2028	2956	3201	3322
负债和股东权益总计	41612	44561	44095	44548	45390	公允价值变动损失	317	346	271	250	200
关键财务与估值指标						财务费用	314	316	501	455	393
每股收益	5.26	1.24	1.67	1.94	2.20	营运资本变动	21973	1195	(358)	455	64
每股红利	0.97	1.32	1.50	1.75	1.98	其它	701	(135)	(29)	19	25
每股净资产	18.26	18.63	18.79	18.99	19.21	经营活动现金流	30574	4948	4727	6068	6033
ROIC	25.58%	5.25%	7%	8%	9%	资本开支	0	(6154)	(2062)	(1500)	(1500)
ROE	28.83%	6.66%	9%	10%	11%	其它投资现金流	(72)	(9)	2	0	0
毛利率	36%	16%	18%	19%	19%	投资活动现金流	(54)	(6065)	(2061)	(1500)	(1500)
EBIT Margin	28%	8%	10%	11%	11%	权益性融资	23	138	0	0	0
EBITDA Margin	33%	15%	20%	22%	22%	负债净变化	1154	1045	0	0	0
收入增长	28%	-7%	3%	4%	6%	支付股利、利息	(1076)	(1463)	(1671)	(1944)	(2202)
净利润增长率	38%	-76%	35%	16%	13%	其它融资现金流	(29179)	(666)	(93)	0	0
资产负债率	51%	54%	53%	53%	53%	融资活动现金流	(28999)	(1363)	(1765)	(1944)	(2202)
股息率	5.1%	6.9%	7.9%	9.2%	10.4%	现金净变动	1521	(2480)	902	2624	2331
P/E	3.6	15.3	11.4	9.8	8.6	货币资金的期初余额	3198	4719	2239	3141	5764
P/B	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	货币资金的期末余额	4719	2239	3141	5764	8096
EV/EBITDA	4.1	10.2	7.3	6.7	6.4	企业自由现金流	0	(1110)	2933	4804	4730
						权益自由现金流	0	(731)	2434	4436	4412

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提及的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