

兴发集团 (600141.SH)

一季度净利润承压，看好草甘膦在需求旺季量价齐升

买入

核心观点

农化、有机硅板块市场景气度下行，公司2024年一季度净利润承压。兴发集团发布《2024年第一季度报告》，一季度公司实现营业收入68.88亿元，同比增加4.82%；实现归母净利润3.82亿元，同比减少15.07%。公司一季度净利润同比减少主要受公司农化、有机硅板块市场景气度下行影响，2024年一季度公司草甘膦、有机硅系列产品销量分别为5.82万吨、5.16万吨，分别同比增加2.85、0.73万吨，销售价格却分别同比下降34.75%、15.30%。2024年一季度，公司销售毛利率为14.54%，同比下降1.58 pcts。

看好草甘膦在需求旺季量价齐升。4月以来，我们观察到草甘膦价格正窄幅上涨，截至4月27日，华东地区草甘膦市场价格为2.62万元/吨，较3月底的2.55万元/吨上涨700元/吨，涨幅2.75%。我国的草甘膦产品主要用于出口，我们认为当前全球农药行业正处于此轮去库周期尾声，去年四季度以来我国草甘膦出口数据持续改善，往年海外的季节性需求旺季有望在今年再次体现。我们判断5月后北美草甘膦需求会有所回落，同期南美进入春耕前的备货期，草甘膦采购需求有望持续回暖，考虑到南美是全球农作物主产区，也是草甘膦主要使用地区，我们看好5-7月国内草甘膦行业量价齐升。

发布2024年员工持股计划，彰显长期发展信心。公司发布2024年员工持股计划（草案），人员范围包括公司的董监高、核心技术（业务）骨干等不超过1500人，该员工持股计划设立时资金总额不超过36000万元。公司员工持股计划的推出将有助于公司吸引和留住人才，彰显公司长期发展信心。

成长板块多个项目稳步推进，看好公司长期成长性。2023年，公司在新能源材料、新材料板块多个项目顺利投产，今年产能逐渐爬坡后将开始贡献利润。在建产能方面，后坪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、湖北兴瑞液体胶（一期）项目加快推进，建成后将进一步增强公司发展后劲。在农化板块，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2,4-滴项目环评公告相继公示，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；新项目进展不及预期等。

投资建议：维持“买入”评级。根据公司一季报，我们维持公司2024-2026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，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12.8/11.0/9.7x，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)	4.1	17.3	12.8	11.0	9.7
EV/EBITDA	4.3	10.8	7.7	7.1	6.8
市净率(PB)	1.17	1.15	1.14	1.13	1.11

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	21.41元
总市值/流通市值	23621/23621百万元
52周最高价/最低价	26.05/14.31元
近3个月日均成交额	396.17百万元

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)-2023年净利润承压，成长板块多项目稳步推进》——2024-04-03
- 《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

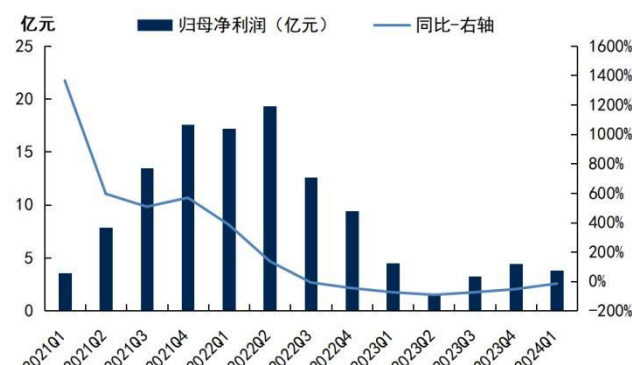
农化、有机硅板块市场景气度下行，公司 2024 年一季度净利润承压。兴发集团发布《2024 年第一季度报告》，一季度公司实现营业收入 68.88 亿元，同比增加 4.82%；实现归母净利润 3.82 亿元，同比减少 15.07%。公司一季度净利润同比减少主要受公司农化、有机硅板块市场景气度下行影响，2024 年一季度公司草甘膦、有机硅系列产品销量分别为 5.82 万吨、5.16 万吨，分别同比提升 2.85、0.73 万吨，销售价格却分别同比下降 34.75%、15.30%。2024 年一季度，公司销售毛利率为 14.54%，同比下降 1.58 pcts。

图1：兴发集团单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：兴发集团单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

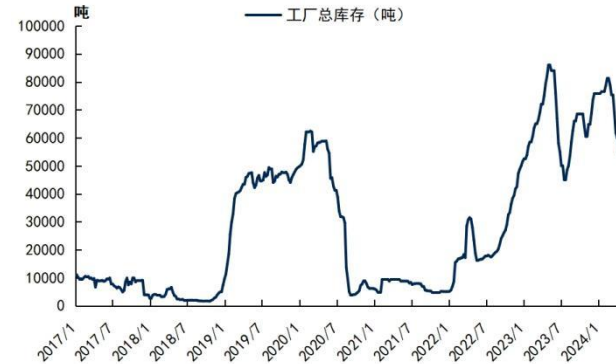
看好草甘膦在需求旺季量价齐升。4月以来，我们观察到草甘膦价格正窄幅上涨，截至4月27日，华东地区草甘膦市场价格为2.62万元/吨，较3月底的2.55万元/吨上涨700元/吨，涨幅2.75%。我国的草甘膦产能全球占比68.6%，产品主要用于出口，我们认为当前全球农药行业正处于此轮去库周期尾声，去年四季度以来我国草甘膦出口数据持续改善，全球草甘膦行业供需秩序正恢复正常，往年海外的季节性需求旺季有望在今年再次体现。开工率和库存方面，4月份行业开工率约81.04%，较去年12月提升12.67 pcts；4月26日，国内草甘膦工厂库存约5.32万吨，较今年2月中下旬8.13万吨的阶段性高点下降2.81万吨，降幅34.52%，工厂库存正快速消化。我们判断5月后北美草甘膦需求会有所回落，同期南美进入春耕前的备货期，草甘膦采购需求有望持续回暖，考虑到南美是全球农作物主产区，也是草甘膦主要使用地区，我们看好5-7月国内草甘膦行业量价齐升。

图3：中国草甘膦行业月度产量及开工率情况



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：中国草甘膦行业工厂库存情况



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图5: 中国其他非卤化有机磷衍生物出口数量



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图6: 甘氨酸法草甘膦价格、价差



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

发布 2024 年员工持股计划，彰显长期发展信心。公司发布 2024 年员工持股计划（草案），人员范围包括公司的董监高、核心技术（业务）骨干等不超过 1500 人，该员工持股计划设立时资金总额不超过 36000 万元。公司员工持股计划的推出将有助于公司吸引和留住人才，彰显公司长期发展信心。

成长板块多个项目稳步推进，看好公司长期成长性。2023 年，公司在新能源材料、新材料板块多个项目顺利投产，今年产能逐渐爬坡后将开始贡献利润。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。根据公司一季报，我们维持公司 2024-2026 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，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 12.8/11.0/9.7x，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。

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	20.49	376	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	63.87	260	3.85	4.35	4.94	5.38	13.4	11.9	10.4	9.6	17.19%	1.03	增持

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	4.5%	6.1%	7.0%	8.2%	9.3%	现金净变动	1521	(2480)	902	2624	2331
P/E	4.1	17.3	12.8	11.0	9.7	货币资金的期初余额	3198	4719	2239	3141	5764
P/B	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	货币资金的期末余额	4719	2239	3141	5764	8096
EV/EBITDA	4.3	10.8	7.7	7.1	6.8	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