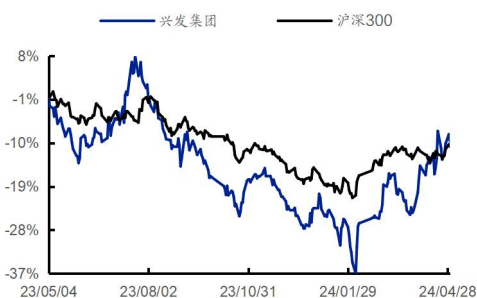


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：李娟廷 S0350122090037
 lijt03@ghzq.com.cn

一季度业绩承压，完善硅石矿资源配套能力

——兴发集团（600141）2024 年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/30		
表现	1M	3M	12M	
兴发集团	17.6%	26.9%	-8.9%	
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%	

市场数据		2024/04/30
当前价格(元)		21.52
52 周价格区间(元)		14.31-26.05
总市值(百万)		23,742.03
流通市值(百万)		23,742.03
总股本(万股)		110,325.43
流通股本(万股)		110,325.43
日均成交额(百万)		388.17
近一月换手(%)		2.58

相关报告

《兴发集团（600141）2023 年报点评：2023 年业绩承压，新材料项目带来利润增长点（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2024-04-03

《兴发集团（600141）2023 年三季报点评：Q3 盈利环比大增，新材料项目打开成长空间（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2023-11-01

《兴发集团(600141.SH)2022 年报点评：Q4 业绩短期承压，新材料新能源布局逐渐打开（买入）*农化制品*董伯骏，李永磊》——2023-03-24

《兴发集团（600141）点评报告：三季度业绩承

事件：

2024 年 4 月 27 日，兴发集团发布 2024 年第一季度报告：公司 2024Q1 实现营收 68.88 亿元，同比+4.82%，环比+11.50%；实现归母净利润 3.82 亿元，同比-15.07%，环比-14.27%；ROE 为 1.82%，同比减少 0.36 个百分点，环比减少 0.36 个百分点。销售毛利率 14.45%，同比减少 1.58 个百分点，环比减少 12.44 个百分点；销售净利率 5.54%，同比减少 1.57 个百分点，环比减少 1.07 个百分点。

投资要点：

■ 一季度业绩承压，黄磷等价差修复看好二季度业绩修复

2024Q1，公司实现营业收入 68.88 亿元，同比+3.17 亿元，环比+7.10 亿元；实现毛利润 9.95 亿元，同比-0.58 亿元，环比-6.67 亿元；实现归母净利润 3.82 亿元，同比-0.67 亿元，环比-0.63 亿元。受到主要产品草甘膦等价格下降影响，公司一季度利润下降。公司 2024Q1 特种化学品销售均价为 10518 元/吨，同比-17.39%；草甘膦系列产品销售均价为 21194 元/吨，同比-34.75%；肥料销售均价为 3105 元/吨，同比-4.01%；有机硅系列产品销售均价为 11383 元/吨，同比-15.30%。原材料方面，一季度白煤采购均价为 1153 元/吨，同比-33.30%；金属硅采购均价为 13461 元/吨，同比-18.48%；甲醇（生产有机硅）采购均价为 2356 元/吨，同比-5.81%；甲醇（生产草甘膦）采购均价为 2167 元/吨，同比-6.90%；冰醋酸（生产甘氨酸）采购均价为 2683 元/吨，同比-4.65%。

期间费用方面，2024Q1 公司销售费用为 0.76 亿元，同比+0.44 亿元，环比-0.23 亿元；管理费用为 0.84 亿元，同比+0.15 亿元，环比-1.40 亿元；研发费用为 2.12 亿元，同比-0.38 亿元，环比-1.49 亿元；财务费用为 0.89 亿元，同比+0.07 亿元，环比+0.05 亿元。2023Q4 公司资产减值损失为-3.41 亿元，主要是计提存货跌价及固定资产减值损失所致，一季度资产减值损失为 0.16 亿元，环比+3.57 亿元。

据 Wind，2024Q2（截至 2024/4/28）磷矿石均价为 1015 元/吨，同比-1%，环比+1%；黄磷均价为 22802 元/吨，同比+4%，环比-2%，价差为 9253 元/吨，同比+25%，环比+5%；草甘膦均价为 25651

压,多个项目有序推进(买入)*农化制品*李永磊,董伯骏》——2022-11-02

元/吨,同比-13%,环比-1%,价差为11066元/吨,同比-28%,环比-2%;有机硅均价为14036元/吨,同比-5%,环比-10%,价差为2920元/吨,同比+45%,环比-23%;磷酸一铵均价为2900元/吨,同比+7%,环比-6%,价差为552元/吨,同比+18%,环比-24%。公司主要产品黄磷、有机硅、肥料等价差同比有所修复,同时湿电子化学品、光伏胶、微胶囊、气凝胶毡、磷化剂等新材料产品在2023年陆续投产为公司培育了新的利润增长点,公司业绩有望修复。

■ 收购谷城兴发 100%股权,完善硅石矿资源配套能力

公司全资子公司湖北兴瑞拟以现金方式收购公司控股股东宜昌兴发的全资子公司古镇公司、兴和公司合计持有的谷城兴发 100%的股权,交易对价为 32,896.10 万元,资金来源于自有资金。本次交易完成后,谷城兴发将成为公司的全资孙公司。谷城兴发旗下柳榆沟矿区范围内硅石矿保有资源量 899.37 万吨。2023 年 12 月,谷城兴发柳榆沟硅石矿取得 100 万吨/年安全生产许可证,硅石矿开采能力由 30 万吨/年提升至 100 万吨/年,成品矿加工能力由 18 万吨/年提升至 55 万吨/年。公司当前拥有工业硅产能 6 万吨/年,工业硅生产所需硅石矿全部外购。本次收购谷城兴发,将有效填补公司硅石矿资源缺口,同时为公司后续提升工业硅产能配套提供了良好的资源保障,有利于提增有机硅上下游一体化产业运营效益,增强有机硅新材料产业综合竞争力。

■ 发布 2024 年员工持股计划,提高职工的凝聚力和公司竞争力

为配合公司中长期发展战略规划,建立和完善员工、股东的利益共享机制,公司推出员工持股计划。参加员工持股计划的对象范围包括上市公司(含下属子公司)的董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)骨干,以及对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工,初始设立时总人数不超过 1,500 人。员工持股计划拟筹集资金总额上限为 36,000 万元,以“份”作为认购单位,每份份额为 1.00 元,合计认购份额不超过 36,000 万份。根据员工持股计划拟筹集资金总额上限和员工持股计划草案公告前一日(2024/4/26)收盘价 21.41 元/股测算,本员工持股计划所能购买和持有的标的股票总数量约为 1,681.46 万股,占本员工持股计划草案公告时公司总股本的 1.52%。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 315、343、362 亿元;归母净利润分别为 20.23、24.11、28.18 亿元,对应 PE 分别 12、10、8 倍。公司磷矿石资源优势突出,新材料项目带来新的利润增长点,维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	28105	31501	34259	36245
增长率(%)	-7	12	9	6
归母净利润（百万元）	1379	2023	2411	2818
增长率(%)	-76	47	19	17
摊薄每股收益（元）	1.25	1.83	2.19	2.55
ROE(%)	7	9	10	11
P/E	14.60	11.74	9.85	8.42
P/B	0.98	1.08	1.00	0.91
P/S	0.72	0.75	0.69	0.66
EV/EBITDA	7.27	6.33	5.50	4.85

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 兴发集团主要产品季度经营数据

	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
磷矿石产量 (万吨)	85.28	116.56	55.07	74.62	131.91	130.56		
磷矿石销量 (万吨)	37.37	36.62	53.74	30.01	56.08	63.42		
磷矿石营收 (万元)	17653.87	24456.77	35883.11	20443.47	32420.35	39888.86		
磷矿石均价 (元/吨)	472.41	667.85	667.72	681.22	578.11	628.96		
黄磷产量 (万吨)	3.15	2.96	2.89	2.55	2.56	3.10		
黄磷销量 (万吨)	0.97	1.11	1.05	0.92	0.49	0.52		
黄磷营收 (万元)	31481.39	30991.14	29797.75	24054.24	10023.77	11713.58		
黄磷均价 (元/吨)	32455.04	27919.95	28378.81	26145.91	20456.67	22526.12		
草甘膦产量 (万吨)	4.84	4.09	3.59	2.88	3.20	4.63	5.33	6.15
草甘膦销量 (万吨)	5.30	3.52	1.96	2.97	5.18	4.04	4.95	5.82
草甘膦营收 (万元)	300321.25	188287.22	64393.93	96484.06	121479.84	93532.87	116843.52	123268.73
草甘膦均价 (元/吨)	56664.39	53490.69	32854.05	32486.22	23451.71	23151.70	23604.75	21180.19
有机硅产量 (万吨)	17.80	9.32		3.51	4.00	3.89	8.17	5.63
有机硅销量 (万吨)	8.64	5.43	4.54	4.34	5.15	4.71	4.53	5.16
有机硅营收 (万元)	167789.63	84862.01	61969.62	58656.83	60522.56	49504.48	45706.49	58776.30
有机硅均价 (元/吨)	19420.10	15628.36	13649.70	13515.40	11751.95	10510.51	10089.73	11390.76
肥料产量 (万吨)	36.52	13.43	25.46	26.49	28.53	32.95	33.60	34.50
肥料销量 (万吨)	29.48	19.49	31.29	23.06	26.01	41.10	33.80	28.70
肥料营收 (万元)	96369.47	82035.58	95292.23	74585.62	87194.17	103118.10	95751.98	89096.61
肥料均价 (元/吨)	3268.98	4209.11	3045.45	3234.42	3352.33	2508.96	2832.90	3104.41
特种化学品产量 (万吨)	19.87	12.93	13.24	26.49	16.24	16.73	3.23	13.40
特种化学品销量 (万吨)	20.20	12.74	10.31	23.06	13.44	13.70	4.76	11.77
特种化学品营收 (万元)	294749.29	165766.44	116374.55	74585.62	127653.61	122453.10	115721.64	123794.23
特种化学品均价 (元/吨)	14591.55	13011.49	11287.54	3234.42	9498.04	8938.18	24311.27	10517.78

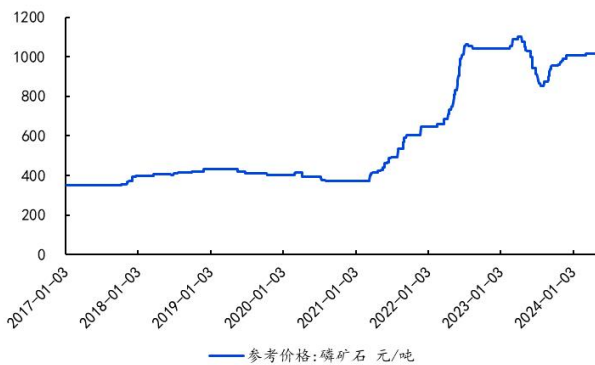
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 2: 主要产品市场价格变化情况 (元/吨)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
磷矿石	价格	654	828	1048	1042	1058	1030	895	984	1009	1015
	价差										
黄磷	价格	33000	36809	30878	31938	29279	21848	24266	24781	23153	22802
	价差	20396	21625	15126	16314	13488	7429	11332	10460	8841	9253
草甘膦	价格	74488	64556	62118	53866	44861	29510	32761	28974	25822	25651
	价差	47594	41114	44171	35113	27520	15369	17423	13532	11245	11066
有机硅	价格	32742	25012	19909	17642	17003	14834	13650	14403	15544	14036
	价差	15670	9151	4509	1596	1914	2019	2024	2655	3774	2920
磷酸一铵	价格	3089	4151	3338	3166	3281	2718	2792	3292	3074	2900
	价差	388	708	779	507	674	466	604	832	724	552
磷酸二铵	价格	3793	4295	4142	3766	4042	3852	3697	3923	3895	3920
	价差	586	303	1036	534	843	1081	1004	902	1030	1041

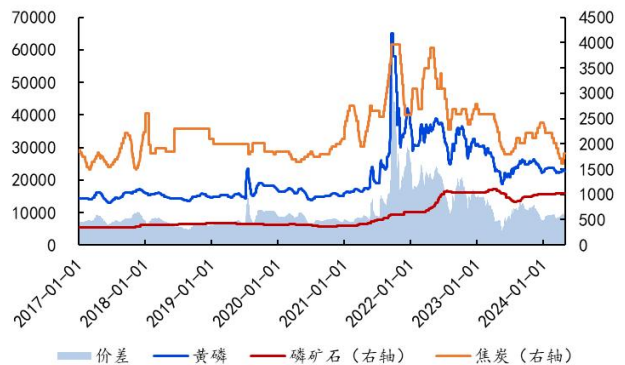
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 1: 磷矿石价格情况



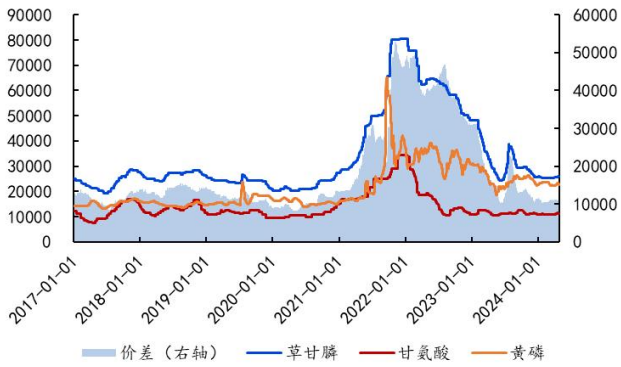
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 黄磷价格价差情况 (元/吨)



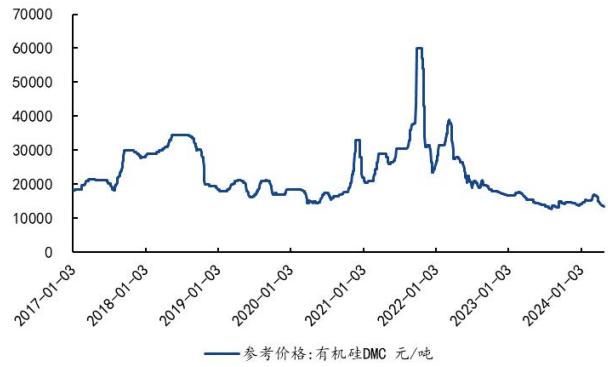
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 草甘膦价格情况 (元/吨)



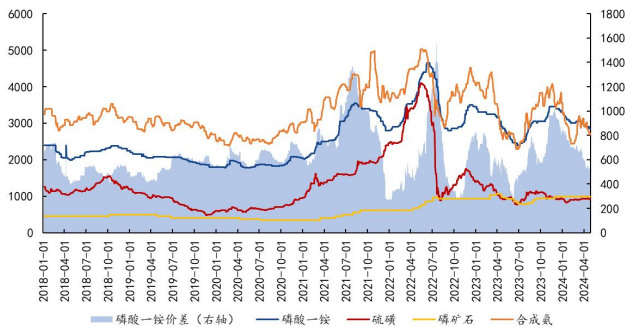
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 有机硅价格情况



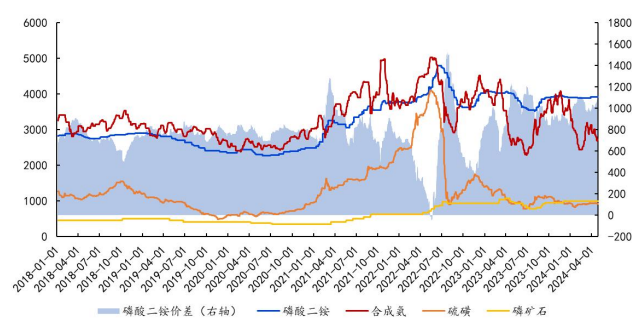
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 磷酸一铵价格价差情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 磷酸二铵价格情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

附表：兴发集团盈利预测表

证券代码:	600141				股价:	21.52				投资评级:	买入				日期:	2024/04/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	7%	9%	10%	11%	EPS	1.25	1.83	2.19	2.55										
毛利率	16%	18%	18%	19%	BVPS	18.63	19.99	21.58	23.53										
期间费率	4%	4%	4%	4%	估值														
销售净利率	5%	6%	7%	8%	P/E	14.60	11.74	9.85	8.42										
成长能力					P/B	0.98	1.08	1.00	0.91										
收入增长率	-7%	12%	9%	6%	P/S	0.72	0.75	0.69	0.66										
利润增长率	-76%	47%	19%	17%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.63	0.67	0.69	0.70	营业收入	28105	31501	34259	36245										
应收账款周转率	22.59	25.18	24.25	24.55	营业成本	23562	25971	27960	29233										
存货周转率	12.58	11.41	11.96	11.95	营业税金及附加	345	387	421	445										
偿债能力					销售费用	361	410	445	471										
资产负债率	51%	50%	49%	48%	管理费用	468	536	582	616										
流动比	0.65	0.67	0.68	0.70	财务费用	316	441	439	437										
速动比	0.43	0.43	0.44	0.45	其他费用/(-收入)	1117	1260	1370	1450										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	1747	2685	3236	3802										
现金及现金等价物	2320	2617	2822	3068	营业外净收支	-31	-31	-31	-31										
应收款项	1249	1255	1418	1481	利润总额	1716	2654	3204	3771										
存货净额	2234	2760	2865	3033	所得税费用	329	610	769	924										
其他流动资产	1815	1735	1945	2002	净利润	1387	2043	2435	2847										
流动资产合计	7619	8367	9049	9583	少数股东损益	8	20	24	28										
固定资产	26230	26819	27691	28931	归属于母公司净利润	1379	2023	2411	2818										
在建工程	4023	4322	4824	5198	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	4851	5443	6050	6652	经营活动现金流	1453	5005	5615	6128										
长期股权投资	1839	1838	1804	1782	净利润	1379	2023	2411	2818										
资产总计	44561	46788	49418	52145	少数股东损益	8	20	24	28										
短期借款	1714	1700	1700	1700	折旧摊销	2077	2351	2589	2824										
应付款项	5920	6374	6916	7212	公允价值变动	-9	0	0	0										
合同负债	852	876	965	1001	营运资金变动	-2823	316	295	169										
其他流动负债	3318	3608	3748	3873	投资活动现金流	-2588	-3736	-4442	-4911										
流动负债合计	11804	12558	13329	13787	资本支出	-2414	-3784	-4520	-4991										
长期借款及应付债券	9071	9171	9256	9341	长期投资	-208	-78	-59	-65										
其他长期负债	1716	1716	1716	1716	其他	34	126	137	145										
长期负债合计	10787	10887	10972	11057	筹资活动现金流	-1497	-973	-969	-972										
负债合计	22591	23445	24302	24844	债务融资	95	86	85	85										
股本	1112	1103	1103	1103	权益融资	138	0	0	0										
股东权益	21970	23343	25116	27301	其它	-1729	-1059	-1054	-1057										
负债和股东权益总计	44561	46788	49418	52145	现金净增加额	-2614	296	205	246										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。