

2024年08月22日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

19.9

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/8/22)	17.95
上证指数(2024/8/22)	2848.77
股价 12 个月高/低	24.11/13.9
总发行股数(百万)	1103.25
A 股数(百万)	1103.25
A 市值(亿元)	198.03
主要股东	宜昌兴发集团 有限责任公司 (20.05%)
每股净值(元)	18.68
股价/账面净值	0.96
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.5 -14.5 -14.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.06.28	22.50	区间操作
2024.01.19	17.28	区间操作

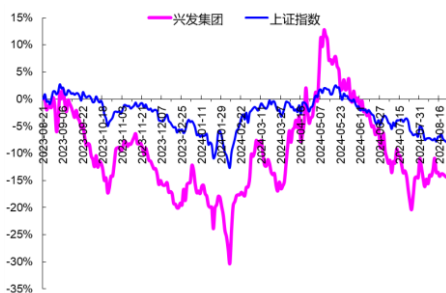
产品组合

农化系列	38.2%
特种化学品	21.3%
商贸物流	17.4%
其他	12.5%
矿山采选	10.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.0%
一般法人	40.0%

股价相对大盘走势



兴发集团 (600141.SH)

Trading Buy 区间操作

业绩持续修复，农化韧性明显

事件 1: 公司发布 2024 年半年报, 2024H1 实现营收 134.04 亿元, yoy+2.09%; 实现归母净利润 8.05 亿元, yoy+29.85%, 业绩略超预期。2024Q2 实现营收 65.16 亿元, yoy+8.48%, qoq+5.41%; 实现归母净利润 4.23 亿元, yoy+148.13%, qoq+10.97%。

事件 2: 公司同时公告将募投项目“20 万吨/年磷酸铁项目”、“3 万吨/年液体硅橡胶项目及 5 万吨/年光伏胶项目中的 107 硅橡胶装置部分”的整体建成时间均由 2024 年 9 月延长至 2026 年 9 月。

结论与建议:

公司上半年业绩同比大幅提升, 主要是磷矿石、特种化学品维持较好盈利能力, 叠加成本下降, 公司盈利增厚。此外, 去年 Q2 是公司盈利低点, 同期基期较低。公司根据募投项目的实际建设及产品市场行情变化情况, 对募投项目进行调整, 将精力进一步集中在源头磷矿资源和高附加值的特种化学品方面, 抵御周期波动, 保障公司和股东利益。公司作为国内磷化工龙头企业, 长期基本面稳健, 考虑到当前草甘膦和有机硅产品价格仍在底部, 维持“区间操作”评级。

■ **净利同比增长, 成本压力缓解:** 2024 年 H1 公司业绩同比大幅修复, 主要是磷矿石、特种化学品维持较好的盈利能力, 支撑业绩; 成本端原料价格降幅大于主营周期产品价格降幅, 公司毛利率同比得到修复。24 年 H1 公司毛利率同比提高 3.89pct 到 17.38%。分版块来看, 24H1 公司矿山采选版块实现营收 12.96 亿元, 版块上半年实现毛利 9.29 亿元, 磷矿石价格维持高位, 也支撑了下游磷酸盐、草甘膦产品的价格。特种化学品版块实现营收 26.1 亿元, 实现毛利 6.64 亿元, 版块均价同比下降 12% 至 1.0 万元/吨。磷矿石和特种化学品盈利能力较强, 支撑公司业绩。农药版块实现营收 26.7 亿元, 版块均价同比下降 20% 至 2.1 万元/吨; 肥料版块实现营收 20.0 亿元, 版块均价同比下降 8% 至 0.3 万元/吨。农药和化肥版块整体实现盈利 6.41 亿元, 同比得到修复。有机硅版块实现营收 11.7 亿元, 版块亏损 0.52 亿元, 版块均价同比下降 11% 至 1.1 万元/吨, 有机硅价格依然维持弱势。原材料端, 上半年白煤均价同比下降 24%, 纯碱均价同比下降 23%, 硫磺均价同比下降 16%, 烟煤均价同比下降 27%, 金属硅均价同比下降 17%。原材料成本降幅大于产品价格降幅, 公司利润得到修复。公司营收同比略有下降, 主要是商贸物流业务营收由去年同期的 41.25 亿元下降至 21.22 亿元, 但此版块利润率较低, 因此对公司净利润影响较小。

■ **Q2 单季毛利率提升, 农化版块修复明显:** 分季度来看, Q2 公司毛利率达 20.48%, 同比提高 9.35%, 环比提高 6.03pct, 业绩同比大增。主要是去年 Q2 农化、有机硅等版块亏损, 公司盈利触底, 而今年磷铵、草甘膦等农化产品价格企稳, 价差增大, 销量也同比增长, 公司盈利得到修复。据百川盈孚, Q2 单季草甘膦均价 2.56 万元/吨, yoy+7%, qoq+1%; 磷酸一铵均价 3026 元/吨, yoy+9%, qoq+2%; 磷酸二铵均价 3633 元/吨, yoy+2%, qoq+1%。目前磷矿石价格仍在高位支撑, 预计随着 Q3 秋肥旺季的来临, 草甘膦和磷铵价格有小幅上行空间, 未来我们持续看好农化板块的业绩韧性。有机硅价格预计仍在底部区间震荡, 但随着原材料价格下降, 亏损情况预计好转。

- **资源为本，提升产业链附加价值：**公司后续发展更聚焦于上游资源端和下游高技术含量高附加值的精细化学品，重点项目有序推进。目前公司直接和间接持有的拥有采矿权的磷矿资源储量约 7.8 亿吨，磷矿石设计产能为 585 万吨/年。报告期内公司后坪矿和瓦屋选矿项目建成投运，有助于提升磷矿资源综合利用效益。后续公司参股的宜安实业和桥沟矿业开采后，将进一步提高公司磷矿石的产量。高附加值产品方面，报告期子公司兴晨公司 2 万吨/年 2,4-D 项目、湖北兴瑞 40 万吨/年有机硅新材料项目（一期）、宜都兴发湿法磷酸精制技术改造以及湖北友兴 30 万吨/年磷酸铁锂（一期）等项目陆续建成，公司绿色农药、硅基材料、新能源产业综合竞争力进一步增强；湖北吉星 5.3 万吨/年黄磷技术升级改造、磷化氢尾气综合利用，兴福电子 2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气、电子级硫酸及双氧水扩建等项目加快推进，建成后将为公司带来新的利润增长点。
- **盈利预测：**考虑到上半年业绩略超预期但磷酸铁、有机硅等募投项目延迟，我们上修 2024 年盈利预测并下修 2025、2026 盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年分别实现净利润 16.9/22.6/26.9 亿元（前值 16.1/24.1/28.9 亿元），yoy+23%/+34%/+19%，折合 EPS 分别为 1.53/2.05/2.44 元，目前 A 股股价对应的 PE 分别为 12/9/7 倍，估值合理，当前草甘膦、有机硅等价格仍在底部区间，维持“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		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5,852	1,379	1,693	2,260	2,689
同比增减	%	36.67%	-76.44%	22.75%	33.55%	18.95%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	5.26	1.24	1.53	2.05	2.44
同比增减	%	36.67%	-76.43%	23.68%	33.55%	18.95%
A 股市盈率(P/E)	X	3.41	14.47	11.70	8.76	7.37
股利 (DPS)	RMB 元	1	0.6	0.8	0.8	1.0
股息率 (Yield)	%	5.57%	3.34%	4.46%	4.46%	5.57%

【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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	30311	28105	27027	29551	32808
经营成本	19516	23562	21790	23659	25835
研发费用	1232	1117	1074	1174	1304
营业税金及附加	256	345	332	363	403
销售费用	341	361	347	380	422
管理费用	482	468	585	608	641
财务费用	314	316	304	332	369
资产减值损失	-220	-355	-319	-319	-303
投资收益	316	118	94	75	60
营业利润	8213	1747	2506	2935	3745
营业外收入	58	91	96	101	106
营业外支出	400	123	400	123	400
利润总额	7871	1716	2106	2813	3346
所得税	1074	329	404	539	641
少数股东损益	945	8	10	13	16
归属于母公司股东权益	5852	1379	1693	2260	2689

附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4719	2239	1083	768	1327
应收账款	929	1249	1369	1506	1656
存货	2521	2234	2458	2704	2974
流动资产合计	9272	7619	8256	8640	9967
长期股权投资	1937	1839	1931	2027	2128
固定资产	23341	26230	26755	28627	30631
在建工程	2466	4023	3822	3631	3449
非流动资产合计	32341	36942	37433	39352	41449
资产总计	41612	44561	45688	47993	51416
流动负债合计	10654	11804	14185	14373	15201
非流动负债合计	9623	10787	7738	7455	7198
负债合计	20277	22591	21923	21828	22399
少数股东权益	1036	1265	1368	1506	1671
股东权益合计	21335	21970	23766	26164	29017
负债及股东权益合计	41612	44561	45688	47993	51416

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	6884	1453	1744	2006	2307
投资活动产生的现金流量净额	-2132	-2588	-1553	-1242	-994
筹资活动产生的现金流量净额	-3080	-1497	-1347	-1078	-754
现金及现金等价物净增加额	1694	-2614	-1156	-314	558

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)有限公司不在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;@持意见或立场，或买入，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;@。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。