

兴发集团（600141.SH）2024年三季度报点评

三季度归母净利润同环比增长，兴福电子 IPO 首发上会获通过

优于大市

核心观点

磷化工全产业链平稳运行，第三季度归母净利润同比增长 52.73%。兴发集团于 10 月 25 日晚间发布 2024 年三季度报告，前三季度，公司实现营业收入 220.5 亿元，同比增长 0.04%；归母净利润 13.14 亿元，同比增长 37.85%；其中第三季度公司实现营业收入 86.46 亿元，同比增长 3.54%；归母净利润 5.09 亿元，同比增长 52.73%，环比增长 20.26%。第三季度公司销售毛利率 18.86%，同比提升 6.25pcts；销售净利率 6.01%，同比提升 1.83pcts。前三季度公司的利润主要来自磷矿石、磷肥、部分特种化学品等业务，而草甘膦、有机硅、商贸物流等业务盈利水平依旧承压。

公司主营业务回顾与展望：磷矿石与磷肥价格平稳运行，草甘膦与有机硅板块承压，DMSO 表现亮眼。磷矿石价格在 900 元/吨左右的高价区间运行时间已超 2 年，考虑可开采磷矿品位下降以及下游新领域需求不断增长，我们认为 2024 年四季度磷矿石价格有望继续在高位运行。磷肥价格维稳为主，原料合成氨价格中枢下移，公司磷肥盈利水平得到修复。草甘膦、有机硅板块经营承压，建议关注四季度北美农药补库需求提升对草甘膦价格的提振。DMSO 市场价格较去年均价略有下降，但考虑公司产能以及技术优势，公司 DMSO 产品的盈利能力依然保持在良好水平。

分拆兴福电子 IPO 首发上会获通过。2024 年 9 月 27 日，公司分拆的兴福电子科创板 IPO 申请经上交所上市审核委员会审议通过，兴福电子是国内最早一批从事湿电子化学品业务的企业，已实现对国内外集成电路行业主流客户的批量供应。2023 年兴福电子实现营收 8.78 亿元，归母净利润 1.24 亿元。

成长板块多个项目稳步推进，看好公司长期成长性。今年以来，兴发公司 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。

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：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 13.9/11.9/10.5x，维持“优于大市”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)	4.4	18.7	13.9	11.9	10.5
EV/EBITDA	4.5	11.3	8.1	7.4	7.1
市净率 (PB)	1.27	1.25	1.23	1.22	1.21

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.20 元
总市值/流通市值	25792/25792 百万元
52 周最高价/最低价	24.83/14.31 元
近 3 个月日均成交额	293.19 百万元

市场走势



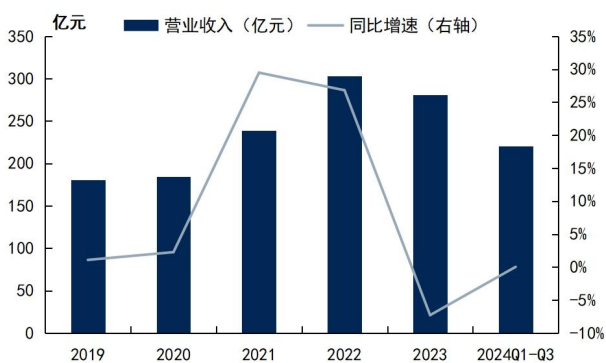
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《兴发集团（600141.SH）2024 年半年报点评-上半年归母净利润同比增长 29.85%，新项目稳步推进》——2024-08-20
- 《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》——2024-04-28
- 《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

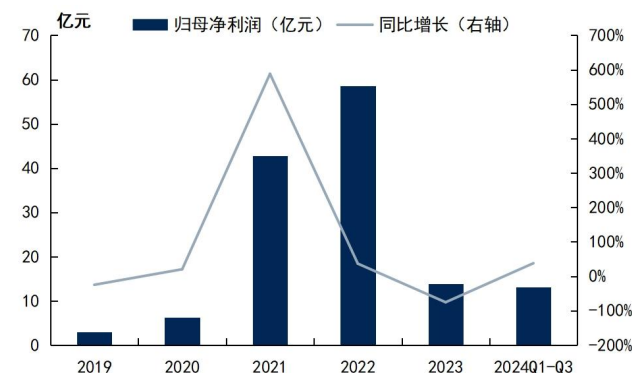
磷化工全产业链平稳运行，第三季度归母净利润同比增长 52.73%。兴发集团于 10 月 25 日晚间发布 2024 年三季度报告，前三季度，公司实现营业收入 220.5 亿元，同比增长 0.04%；归母净利润 13.14 亿元，同比增长 37.85%；其中第三季度公司实现营业收入 86.46 亿元，同比增长 3.54%；归母净利润 5.09 亿元，同比增长 52.73%，环比增长 20.26%。第三季度公司销售毛利率 18.86%，同比提升 6.25pcts；销售净利率 6.01%，同比提升 1.83pcts。前三季度公司的利润主要来自磷矿石、磷肥、部分特种化学品等业务，而草甘膦、有机硅、商贸物流等业务盈利水平依旧承压。

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



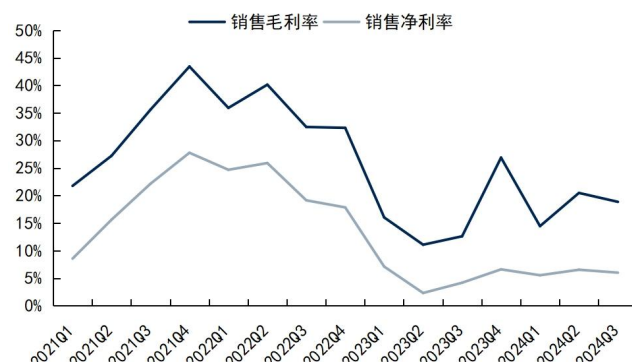
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

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，国信证券经济研究所整理

公司主营业务回顾与展望：磷矿石与磷肥价格表现平稳，草甘膦与有机硅板块承压，DMSO 表现亮眼。

磷矿石价格有望继续在高位区间运行，公司资源优势显著。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 10 月 25 日，湖北 30% 品位磷矿石船板含税价为 1040 元/吨，价格在 900 元/吨左右的高价区间运行时间已超 2 年，我们认为 2024 年第四季度磷矿石价格有望继续在高位运行。目前，兴发集团拥有采矿权的磷矿资源储量约 4.03 亿吨，磷矿石设计产能为 585 万吨/年。2024 年以来，公司后坪 200 万吨/年磷矿选矿及管道输送项目、瓦屋 100 万吨/年磷矿光电选矿项目建成投运，磷矿资源综合利用效益得到进一步提升。

一铵价格下滑，二铵价格平稳运行。据百川盈孚，受下游复合肥行业开工下滑及相关产品尿素价格下降影响，8月中旬以来一铵价格进入下行通道，截至10月25日，国内磷酸一铵市场价格3092元/吨；三季度二铵价格维稳为主，10月25日磷酸二铵市场价格3651元/吨，考虑原料合成氨价格中枢下移，公司二铵盈利水平持续修复。近年来磷化工企业战略部署新能源发展加速，导致高品位磷矿石生产高含量磷肥出现减量，叠加出口行情尚可，未来磷肥供应将长期处于供需紧平衡状态，价格及盈利水平有望继续保持平稳运行。此外，我们预计未来国家对种植的支持力度将有增无减，对化肥产品的把控力度也将有所保证，“保供稳价”政策、法检以及配额政策仍将继续指导磷肥市场运行。

图5: 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6: 磷酸二铵价格、价差走势



资料来源: WInd、百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

草甘膦、有机硅板块经营承压，关注四季度北美农药补库需求提升。据百川盈孚，截至10月25日，华东地区95%草甘膦原粉市场价为2.52万元/吨，国内有机硅DMC市场均价1.33万元/吨，受产能过剩以及需求低迷影响，今年以来公司草甘膦与有机硅产品价格运行在较低价格区间，产品盈利水平承压。展望四季度，我们认为北美草甘膦去库周期渐入尾声，采购节奏恢复，我们看好今年四季度北美补库需求提升，有望对草甘膦市场价格起到提振作用。有机硅新增产能不断投放，行业供给过剩矛盾日益凸显，四季度产品价格仍将承压，而公司有机硅以草甘膦副产的一氯甲烷为原料，同时有机硅副产的盐酸也是草甘膦生产所需原料，产业链协同优势显著，有望在激烈的市场竞争中长期保持成本优势。

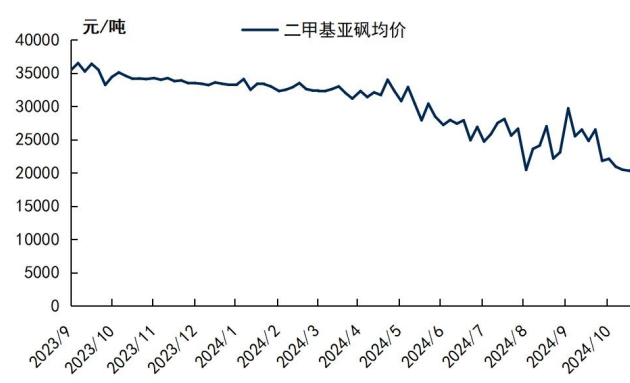
二甲基亚砜产品盈利能力表现亮眼。二甲基亚砜除了医药、农药、半导体及碳纤维行业的刚需外，肥料、皮革、钙钛矿电池等新兴市场不断出现，同时对产品质量提出了新的要求。据兴发集团半年报披露，公司攻克了二甲基亚砜绿色高效合成技术，“二甲基亚砜绿色高效合成关键技术及产业化”荣获中国石油和化学工业科技进步一等奖。目前公司二甲基亚砜产能规模已经达到6万吨/年，是全球最大的亚砜生产商，规模超过全球总产能的50%。据chemicalbook网，二甲基亚砜市场价格较去年均价略有下降，但考虑公司产能以及技术优势，公司亚砜产品的盈利能力依然保持在良好水平。2024年上半年，兴发集团拥有5万吨/年二甲基亚砜产能的子公司新疆兴发化工实现营业收入3.80亿元，净利润1.69亿元，净利润率44.37%。

图7: 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8: 二甲基亚砜 DMSO 价格走势



资料来源: chemicalbook 网, 国信证券经济研究所整理

分拆兴福电子 IPO 首发上会获通过。2024 年 9 月 27 日, 兴福电子科创板 IPO 申请经上交所上市审核委员会审议通过。兴福电子是兴发集团的控股子公司, 持股比例 55.29%, 是国内最早一批从事湿电子化学品业务的企业。经过十余年的持续投入、技术积累和市场开拓, 兴福电子成功开发和量产了 SEMI C36-1121 最高等级 G3 等级的电子级磷酸, SEMI 通用标准最高等级 G5 等级的电子级硫酸以及蚀刻液、清洗剂、再生剂、显影液、剥膜液等 5 大类共计 37 种功能湿电子化学品, 并实现了对国内外集成电路行业主流客户的批量供应。2023 年, 兴福电子实现营业收入 8.78 亿元, 归母净利润 1.24 亿元。

成长板块多个项目稳步推进, 看好公司长期成长性。今年以来, 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。

投资建议: 维持“优于大市”评级。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 10.8/9.3/8.2x, 维持“优于大市”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				PB	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(24/10/25)	
600096.SH	云天化	24.00	440.24	2.47	2.85	2.96	3.07	6.33	8.41	8.10	7.83	2.05	优于大市
600486.SH	扬农化工	61.10	248.50	3.85	3.41	4.24	5.03	16.39	17.94	14.40	12.14	2.55	优于大市
600141.SH	兴发集团	23.20	255.96	1.24	1.67	1.94	2.20	18.7	13.9	11.9	10.5	1.24	优于大市

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	4.2%	5.7%	6.5%	7.5%	8.5%	现金净变动	1521	(2480)	902	2624	2331
P/E	4.4	18.7	13.9	11.9	10.5	货币资金的期初余额	3198	4719	2239	3141	5764
P/B	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	货币资金的期末余额	4719	2239	3141	5764	8096
EV/EBITDA	4.5	11.3	8.1	7.4	7.1	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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