

兴发集团 (600141.SH)

三季度业绩环比继续向好，草甘膦有机硅市场底部盘整

事件：公司发布 2024 年三季报，报告期内实现营业收入 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%，扣非净利润 12.69 亿元，同比增长 44.35%；其中三季度单季度实现收入 86.46 亿元，同比增长 3.54%，环比增长 32.69%，归母净利润 5.09 亿元，同比增长 52.73%，环比增长 20.26%。

□ 前三季度主要产品价格下跌，草甘膦和有机硅处于底部。报告期内，公司主要产品特种化学品、农药、有机硅系列产品销售均价同比分别下跌 8.34%、16.84%、9.43%，肥料销售均价同比上涨 6.07%。前三季度黄磷、有机硅、草甘膦、六偏磷酸钠、三聚磷酸钠市场均价同比分别下跌 9.4%、5.5%、25.9%、7.7%、16.8%；磷矿石、磷酸一铵、磷酸二铵市场均价同比分别上涨 1.9%、5.3%、1.5%。2024 年以来，磷矿石价格继续维持在较高水平，草甘膦价格在 2.5 万~2.6 万元/吨的区域波动。有机硅行业总体较为低迷，一季度价格快速反弹后持续下跌，目前维持在 1.3 万~1.4 万元/吨的底部位置。磷肥市场自 5 月开始，受北方夏季肥市场需求端有力支撑，叠加磷矿石、液氨及硫酸价格上涨等因素影响，磷酸一铵市场价格有所上涨，磷酸二铵市场整体平稳。

□ 三季度公司产品价格小幅波动，近期主要产品价格平稳。2024Q3 公司产品磷矿石、黄磷、磷酸一铵、磷酸二铵市场均价环比分别上涨 0.8%、2.6%、8.5%、0.4%，草甘膦、有机硅、六偏磷酸钠、三聚磷酸钠市场均价环比分别下跌 3.3%、0.6%、0.9%、4.0%。进入四季度以来，公司主要产品价格环比总体保持平稳。当前磷矿石市场继续保持高景气度，磷肥行业进入传统淡季，将逐步迎来冬储，草甘膦和有机硅市场底部盘整，存在一定的反弹预期。

□ 公司重点项目稳步推进，未来成长属性不断增强。报告期内，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，有助于提升磷矿资源综合利用效益；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。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 18.1 亿、23.6 亿、27.1 亿元，EPS 分别为 1.64、2.14、2.45 元，当前股价对应 PE 分别为 14、11、9 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：下游需求不及预期、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	30311	28105	29514	32009	34244
同比增长	28%	-7%	5%	8%	7%
营业利润(百万元)	8213	1747	2297	2984	3427
同比增长	39%	-79%	31%	30%	15%
归母净利润(百万元)	5852	1379	1813	2356	2705
同比增长	38%	-76%	31%	30%	15%
每股收益(元)	5.30	1.25	1.64	2.14	2.45

增持（维持）

周期/化工

目标估值：NA

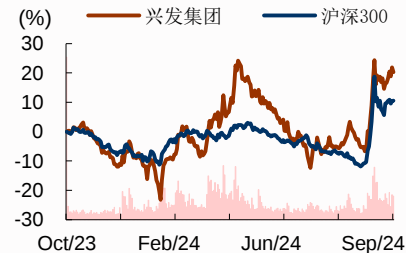
当前股价：22.9 元

基础数据

总股本（百万股）	1103
已上市流通股（百万股）	1103
总市值（十亿元）	25.3
流通市值（十亿元）	25.3
每股净资产（MRQ）	19.2
ROE（TTM）	8.3
资产负债率	52.1%
主要股东	宜昌兴发集团有限责任公司
主要股东持股比例	20.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	13	27
相对表现	8	2	16



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《兴发集团（600141）一、二季度业绩环比有所改善，重点项目稳步推进》2024-08-20
- 《兴发集团（600141）一、二季度业绩基本符合预期，草甘膦价格触底反弹》2024-04-29
- 《兴发集团（600141）一、二季度行业景气度下降致业绩大幅下滑，成长属性持续增强》2024-04-22

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

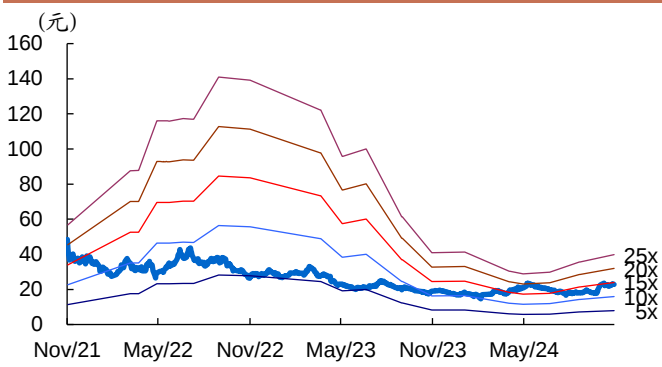
曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

PE	4.3	18.3	13.9	10.7	9.3
PB	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0

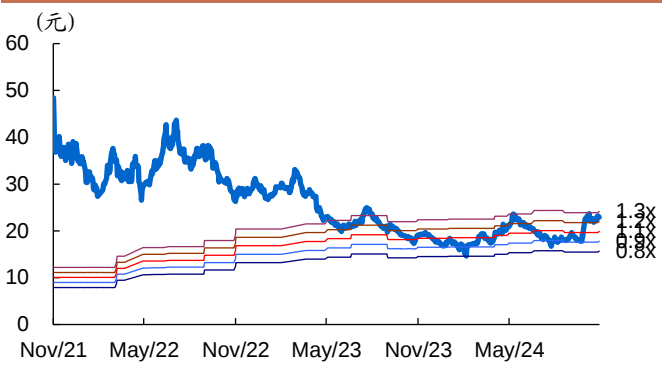
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：兴发集团历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：兴发集团历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9272	7619	7845	9167	11302
现金	4719	2239	2265	3165	4903
交易性投资	72	82	82	82	82
应收票据	1	5	5	6	6
应收款项	928	1244	1286	1395	1492
其它应收款	48	121	127	137	147
存货	2521	2234	2305	2463	2619
其他	982	1693	1774	1920	2052
非流动资产	32341	36942	37350	37742	38116
长期股权投资	1937	1839	1839	1839	1839
固定资产	23341	26230	27084	27872	28599
无形资产商誉	3405	3969	3572	3215	2893
其他	3658	4905	4856	4817	4785
资产总计	41612	44561	45195	46909	49418
流动负债	10654	11804	11282	11170	11665
短期借款	1937	1714	2323	1714	1714
应付账款	4561	5920	6130	6548	6965
预收账款	633	1011	1047	1118	1190
其他	3522	3158	1783	1789	1796
长期负债	9623	10787	10787	10787	10787
长期借款	5284	6329	6329	6329	6329
其他	4339	4458	4458	4458	4458
负债合计	20277	22591	22069	21957	22452
股本	1112	1112	1112	1112	1112
资本公积金	7278	7177	7177	7177	7177
留存收益	11910	12416	13562	15374	17372
少数股东权益	1036	1265	1275	1289	1305
归属于母公司所有者权益	20300	20705	21851	23663	25661
负债及权益合计	41612	44561	45195	46909	49418

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6884	1453	4449	5005	5376
净利润	6796	1387	1823	2369	2721
折旧摊销	1693	2063	2476	2492	2510
财务费用	407	369	371	340	317
投资收益	(316)	(118)	(270)	(270)	(270)
营运资金变动	(1872)	(2320)	48	71	96
其它	175	73	1	3	3
投资活动现金流	(2132)	(2588)	(2614)	(2614)	(2614)
资本支出	(2364)	(2432)	(2884)	(2884)	(2884)
其他投资	232	(156)	270	270	270
筹资活动现金流	(3080)	(1497)	(1808)	(1492)	(1024)
借款变动	(5800)	52	(771)	(608)	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	868	(101)	0	0	0
股利分配	(556)	(1112)	(667)	(544)	(707)
其他	2407	(336)	(371)	(340)	(317)
现金净增加额	1671	(2632)	26	899	1738

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30311	28105	29514	32009	34244
营业成本	19516	23562	24397	26061	27720
营业税金及附加	256	345	363	393	421
营业费用	341	361	379	411	440
管理费用	482	468	502	544	582
研发费用	1232	1117	1173	1272	1361
财务费用	314	316	371	340	317
资产减值损失	(230)	(405)	(304)	(274)	(246)
公允价值变动收益	(97)	9	9	9	9
其他收益	55	90	144	144	144
投资收益	316	118	118	118	118
营业利润	8213	1747	2297	2984	3427
营业外收入	58	91	91	91	91
营业外支出	400	123	123	123	123
利润总额	7871	1716	2265	2953	3395
所得税	1074	329	442	584	675
少数股东损益	945	8	10	14	16
归属于母公司净利润	5852	1379	1813	2356	2705

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	28%	-7%	5%	8%	7%
营业利润	39%	-79%	31%	30%	15%
归母净利润	38%	-76%	31%	30%	15%
获利能力					
毛利率	35.6%	16.2%	17.3%	18.6%	19.0%
净利率	19.3%	4.9%	6.1%	7.4%	7.9%
ROE	34.1%	6.7%	8.5%	10.4%	11.0%
ROIC	25.6%	5.3%	6.7%	8.2%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	48.7%	50.7%	48.8%	46.8%	45.4%
净负债比率	21.2%	21.1%	19.1%	17.1%	16.3%
流动比率	0.9	0.6	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	7.9	9.9	10.7	10.9	10.9
应收账款周转率	32.6	25.8	23.2	23.8	23.6
应付账款周转率	4.6	4.5	4.0	4.1	4.1
每股资料(元)					
EPS	5.30	1.25	1.64	2.14	2.45
每股经营净现金	6.24	1.32	4.03	4.54	4.87
每股净资产	18.40	18.77	19.81	21.45	23.26
每股股利	1.01	0.60	0.49	0.64	0.74
估值比率					
PE	4.3	18.3	13.9	10.7	9.3
PB	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.6	11.7	9.0	8.0	7.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。