

## 公司研究

## 农化板块逐步回暖 Q4 业绩改善，看好新材料业务发展

## ——兴发集团（600141.SH）2023 年业绩预告点评

## 要点

**事件：**公司发布 2023 年年度业绩预减公告，2023 年，公司预计实现归母净利润 13.60~14.60 亿元，同比下降 75.1%~76.8%；预计实现扣非归母净利润 12.80~13.80 亿元，同比下降 77.2%~78.9%。2023 年 Q4 单季预计实现归母净利润 4.26~5.26 亿元，同比下降 44.0%~54.7%，环比增加 31.0%~61.8%；实现扣非归母净利润 4.01~5.01 亿元，同比下降 52.6%~62.1%，环比增加 21.5%~51.8%。

**草甘膦、有机硅价量齐跌 23 年业绩承压，但 Q4 有所改善。**受宏观经济及市场供需变化影响，2023 年农化及有机硅板块市场景气度下降，草甘膦原药、有机硅 DMC 等产品量价齐降，公司业绩承压。但自三季度以来，农化板块市场行情逐步回暖，公司各类农化产品的盈利能力有所增强，带动公司经营业绩连续两个季度实现环比增长。价格方面，根据百川盈孚数据，2023 年国内草甘膦、有机硅 DMC、黄磷及磷酸一铵均价同比分别下跌 47.8%、37.1%、24.6%、12.3%，23Q4 四者的均价环比分别变动+17.5%、-7.8%、+12.0%、-0.3%。毛利润方面，根据百川盈孚数据，23Q4 四者的毛利润环比分别变动-57.9%、-3.6%、-60.5%、+8.1%。在特种化学品板块，2023 年该板块受宏观经济影响相对较小，总体保持了稳健发展态势，是公司业绩的重要来源。

**聚焦磷、硅、硫基和微电子材料等新材料业务，重点项目稳步推进。**湿电子化学品方面，公司子公司兴福电子目前已形成约 18.3 万吨/年湿电子化学品产能，2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气等项目正在稳步推进；同时已启动上海电子化学品专区建设，建成后将形成 4 万吨/年超高纯电子化学品规模。与此同时，公司规划建设有 2200 吨/年微胶囊项目，其中一期 550 吨/年已于 23 年 3 月建成投产，产品已实现规模销售；湖北瑞佳 20 万吨/年 RTV 项目（一期）于 7 月中旬建成后进入试运行阶段；公司磷化剂项目完成 800 吨/年中试，正在开展 5000 吨/年工业化装置设计；截至 23 年 11 月 10 日，公司 5000 立方/年气凝胶毡项目已进入建设收尾阶段；目前公司 1000 吨/年的磷酸铁锂中试线已稳定生产出合格产品；磷酸锰铁锂公斤级的小试线已实现稳定出料，小料产品已外送广汽、比亚迪等公司进行验证。

**盈利预测、估值与评级：**自三季度以来，农化板块市场行情逐步回暖，公司经营业绩连续两个季度实现环比增长，但考虑到当前相关周期性化工产品盈利能力仍处于偏底部位置，我们下调公司 23-25 年盈利预测，预计 23-25 年公司归母净利润分别为 14.08（下调 6.4%）/19.19（下调 12.6%）/21.69（下调 20.9%）亿元。公司是国内精细磷化工龙头企业，近年来进一步布局微电子新材料、有机硅新材料、新能源材料，开拓新的发展动能，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品及原材料价格波动，新增产能建设不及预期，研发风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	23,706	30,311	23,132	27,467	31,816
营业收入增长率	28.91%	27.86%	-23.68%	18.74%	15.84%
净利润（百万元）	4,237	5,852	1,408	1,919	2,169
净利润增长率	585.25%	38.11%	-75.94%	36.26%	13.05%
EPS（元）	3.81	5.26	1.28	1.74	1.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	30.19%	28.83%	6.84%	8.61%	8.99%
P/E	4	3	13	9	8
P/B	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-01-22，注：2021 年年末公司总股本为 11.1172 亿股；2022 年年末公司总股本为 11.1168 亿股，2023 年及以后公司总股本为 11.0325 亿股。

## 买入（维持）

当前价：16.43 元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

联系人：胡星月

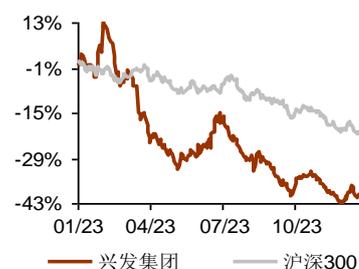
010-56513142

huxingyue@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	11.03
总市值(亿元):	181.26
一年最低/最高(元):	16.43/34.61
近 3 月换手率:	55.12%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.30	-0.66	-24.39
绝对	-5.85	-8.01	-45.41

资料来源：Wind

## 相关研报

草甘膦等量价齐跌业绩承压，湿电子化学品等新材料板块未来可期——兴发集团（600141.SH）2023 年半年度业绩预告点评（2023-07-11）  
22Q4 草甘膦跌价缩量致业绩暂时承压，股权激励计划激发内生动力——兴发集团（600141.SH）2022 年年报点评（2023-03-22）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23,706	30,311	23,132	27,467	31,816
营业成本	15,780	19,516	19,146	22,380	26,062
折旧和摊销	1,188	1,662	1,655	1,714	1,774
税金及附加	203	256	248	294	340
销售费用	264	341	260	309	358
管理费用	361	482	368	437	506
研发费用	862	1,232	940	1,117	1,293
财务费用	531	314	223	203	182
投资收益	289	316	100	110	120
营业利润	5,889	8,213	2,170	2,900	3,265
利润总额	5,377	7,871	1,863	2,513	2,919
所得税	685	1,074	255	344	400
净利润	4,693	6,796	1,608	2,169	2,519
少数股东损益	456	945	200	250	350
归属母公司净利润	4,237	5,852	1,408	1,919	2,169
EPS(元)	3.81	5.26	1.28	1.74	1.97

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,345	6,884	3,406	3,346	3,118
净利润	4,237	5,852	1,408	1,919	2,169
折旧摊销	1,188	1,662	1,655	1,714	1,774
净营运资金增加	1,315	-958	-1,097	1,279	1,890
其他	-1,396	328	1,441	-1,565	-2,715
投资活动产生现金流	-1,433	-2,132	-3,711	-1,486	-1,480
净资本支出	-1,355	-2,318	-1,617	-1,596	-1,600
长期投资变化	-305	18	0	0	0
其他资产变化	227	168	-2,094	110	120
融资活动现金流	-2,567	-3,080	-945	-1,210	-986
股本变化	-8	0	-8	0	0
债务净变化	-1,100	121	-83	-480	-192
无息负债变化	516	1,266	764	172	68
净现金流	1,329	1,694	-1,249	650	652

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	33.4%	35.6%	17.2%	18.5%	18.1%
EBITDA 率	32.2%	34.5%	16.4%	17.0%	15.9%
EBIT 率	27.1%	28.9%	9.3%	10.8%	10.4%
税前净利润率	22.7%	26.0%	8.1%	9.1%	9.2%
归母净利润率	17.9%	19.3%	6.1%	7.0%	6.8%
ROA	13.6%	16.3%	3.8%	4.9%	5.4%
ROE (摊薄)	30.2%	28.8%	6.8%	8.6%	9.0%
经营性 ROIC	22.3%	24.9%	6.0%	7.9%	8.3%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	55%	49%	49%	46%	44%
流动比率	0.65	0.87	0.76	0.93	1.12
速动比率	0.47	0.63	0.52	0.63	0.78
归母权益/有息债务	1.24	1.77	1.81	2.04	2.25
有形资产/有息债务	2.74	3.29	3.41	3.71	3.97

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	34,481	41,612	42,790	44,409	46,478
货币资金	3,198	4,719	3,470	4,120	4,772
交易性金融资产	0	72	72	72	72
应收账款	930	928	708	841	974
应收票据	1	1	1	1	1
其他应收款 (合计)	0	48	36	43	50
存货	2,394	2,521	2,685	3,175	3,731
其他流动资产	2,046	868	1,227	1,660	2,530
流动资产合计	8,697	9,272	8,333	10,070	12,314
其他权益工具	192	198	198	198	198
长期股权投资	1,955	1,937	1,937	1,937	1,937
固定资产	0	23,341	22,941	22,531	22,098
在建工程	0	2,357	2,556	2,704	2,816
无形资产	2,070	2,457	2,457	2,456	2,456
商誉	843	948	948	948	948
其他非流动资产	20,204	433	2,586	2,586	2,586
非流动资产合计	25,783	32,341	34,456	34,339	34,165
总负债	18,890	20,277	20,958	20,649	20,525
短期借款	4,052	1,937	1,855	1,374	1,182
应付账款	3,770	4,293	4,393	5,134	5,979
应付票据	129	268	210	246	286
预收账款	48	70	50	60	69
其他流动负债	558	62	602	276	-594
流动负债合计	13,412	10,654	10,903	10,880	11,042
长期借款	4,130	5,284	5,284	5,284	5,284
应付债券	0	2,656	2,656	2,656	2,656
其他非流动负债	1,137	702	1,174	889	603
非流动负债合计	5,477	9,623	10,055	9,770	9,483
股东权益	15,591	21,335	21,832	23,759	25,953
股本	1,112	1,112	1,103	1,103	1,103
公积金	6,994	8,027	8,035	8,035	8,035
未分配利润	5,994	11,019	11,315	12,993	14,837
归属母公司权益	14,036	20,300	20,596	22,274	24,118
少数股东权益	1,555	1,036	1,236	1,486	1,836

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.11%	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%
管理费用率	1.52%	1.59%	1.59%	1.59%	1.59%
财务费用率	2.24%	1.04%	0.96%	0.74%	0.57%
研发费用率	3.64%	4.07%	4.07%	4.07%	4.07%
所得税率	13%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.50	1.00	0.22	0.29	0.34
每股经营现金流	4.81	6.19	3.09	3.03	2.83
每股净资产	12.63	18.26	18.67	20.19	21.86
每股销售收入	21.32	27.27	20.97	24.90	28.84

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	4	3	13	9	8
PB	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.1	2.8	7.9	6.4	6.0
股息率	3.0%	6.1%	1.3%	1.8%	2.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP