

买入

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

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 农化制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn
联系人： 王新航 0755-81981222 wangxinhang@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002

事项：

有机硅、磷酸一铵价格上涨：2月28日晚，浙江某有机硅头部企业结束多日封盘不对外报价，开盘后强势拉涨，DMC报价16400元/吨，D4报价16700元/吨，107胶报价16300元/吨，生胶报价18300元/吨，整体上涨范围在800-1900元/吨，开盘后一些企业跟涨，多数企业封盘不报。此外，2月28日起，磷肥磷酸一铵价格也开始上涨，当前湖北地区55%颗粒磷酸一铵市场价格3125元/吨，较2月27日的3075元/吨上涨50元/吨，涨幅1.63%。

国信化工观点：1) 有机硅价格探涨，公司业绩有望继续改善。此次有机硅价格上涨主要得益于前期预售单还未交付完成，企业无库存方面的压力，加之“金三”传统需求旺季即将来临，行业在经历了近一年半的长期亏损后也有较强的挺价意愿。受此次有机硅价格上涨利好影响，我们预计公司有机硅业务盈利水平有望得到修复，公司业绩有望继续改善。2) 磷矿石价格依旧坚挺，农化产品需求旺季有望助推磷化工产业链景气度回暖。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，据百川盈孚，截至2024年3月2日，湖北地区30%品位磷矿石船板含税价为1030元/吨。公司的磷矿石主要用于自用，继续生产黄磷、磷肥、草甘膦、湿电子化学品等下游高附加值产品，在国内磷矿石价格维持高位的背景下，公司因自有矿山而带来的成本优势不断凸显，此外，当前是农化产品的需求旺季，公司主要农化产品的景气度有望提升。

评论：

◆ 主营产品景气度下行拖累公司全年业绩，2023Q4业绩环比继续改善

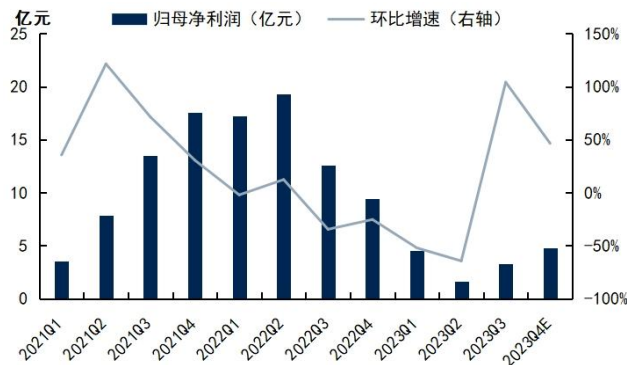
兴发集团发布2023年三季度报告，公司预计2023年度实现归属于上市公司股东的净利润为13.6亿元-14.6亿元，中值14.1亿元，同比下降75.05%-76.76%，公司业绩略超我们此前预期（12.37亿）。2023年，受宏观经济及市场供需变化影响，公司农化板块及有机硅板块市场景气度明显下行，草甘膦原药、有机硅DMC等产品销售价格、产销量同比亦出现不同程度下滑，导致板块盈利水平明显下降。但三季度以来，农化板块市场行情逐步回暖，产品盈利能力有所增强，带动公司经营业绩连续两个季度实现环比明显增长。2023年第4季度，公司预计实现归母净利润4.26亿元-5.26亿元，同比下降44.0%-54.7%，环比增加31.0%-61.8%。此外，公司特种化学品板块受宏观经济影响相对较小，总体保持了稳健发展态势，是公司年内业绩的重要来源。

图1：兴发集团归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：兴发集团单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 有机硅价格探涨，公司业绩有望继续改善

受阶段性产能供应过剩影响，2022年3月以来有机硅市场价格便长期处于回落之态，据百川盈孚，华东地区有机硅DMC价格从2022年3月上旬的最高3.9万元/吨一路回落至2024年2月中旬的1.53万元/吨。春节后有机硅价格不断探涨，2024年2月21日至2月28日，浙江某有机硅头部企业多日封盘不对外报价，而2月28日晚间该头部企业重新开盘后便强势拉涨，DMC每吨报价上调800元至1.64万元/吨，涨幅5.13%，3月1日DMC每吨报价再次上涨300元至1.67万元/吨。此外，D4报价1.67万元/吨，107胶报价1.63万元/吨，生胶报价1.83万元/吨，整体上涨范围在800-1900元/吨，开盘后一些企业跟涨，多数企业封盘不报。此次有机硅价格上涨主要得益于前期预售单还未交付完成，企业无库存方面的压力，加之“金三”传统需求旺季即将来临，行业长期亏损后也有较强的挺价意愿。受此次有机硅价格上涨利好影响，我们预计公司有机硅业务盈利水平有望得到修复，公司业绩有望继续改善。

有机硅行业基本面数据更新：需求端，“金三”传统需求旺季即将来临，行业库存快速消化，据百川盈孚，有机硅中间体工厂库存从年初的4.77万吨下降到3月1日的3.6万吨；出口方面，据百川盈孚及海关数据统计，2023年12月国内初级形状的聚硅氧烷出口量达到3.16万吨，同比增长11.59%，环比下降12.64%，2023年12月国内有机硅表观消费量在14.31万吨，同比上涨20.36%，环比上涨5.71%，出口量有所下降而进口量有所增加，反映出国内终端消费整体呈上升趋势。**供给端**，3月第1周国内有机硅产量预计在4.05万吨，环比上升2.53%，较1月初提升3500吨；3月第1周行业平均开工率为77.64%，较上周提升1.92pcts。新增产能方面，预计2024年国内将有57.5万吨有机硅新建产能投产，若年内全部投产则国内有机硅产能将从目前的272万吨提升至329.5万吨，产能增幅21.14%，新增产能主要来自兴发集团（20万吨）、三友化工（10万吨）、江西江西蓝星星火（10万吨）、内蒙古恒星化学（10万吨）等企业。**成本利润方面**，2024年以来有机硅中间体生产成本变动幅度不大，基本维持在1.6万元/吨左右，3月第1周生产成本约1.62万元/吨。受价格上涨影响，本周部分生产企业出现盈利，周内行业整体毛利润约153元/吨，3月1日单体合成水解法有机硅理论日度毛利润约1354.4元/吨，有机硅行业自2022年四季度陷入普遍亏损以来开始扭亏为盈。

图3: 有机硅 DMC 价格走势



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图4: 国内有机硅中间体月度产量及开工率变化趋势



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图5: 国内有机硅中间体库存变化趋势



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图6: 国内有机硅中间体成本、毛利变化趋势



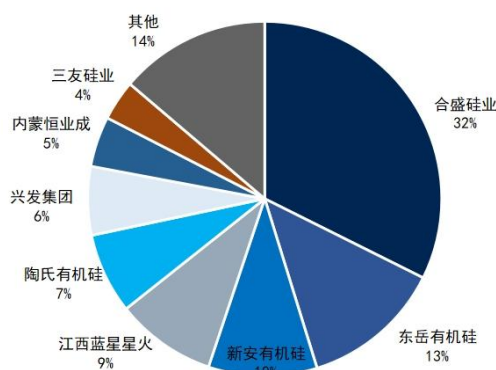
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图7: 国内有机硅中间体产能变化趋势 (截至 2024 年 3 月)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图8: 国内有机硅中间体产能分布 (截至 2024 年 3 月)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

◆ 磷矿石价格依旧坚挺，农化产品需求旺季有望助推磷化工产业链景气度回暖

磷矿石方面，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 3 月 2 日，湖北地区 30%品位磷矿石船板含税价为 1030 元/吨。

草甘膦方面，据百川盈孚，当前草甘膦市场价稳量升，需求表现稳好，截至 3 月 3 日，华东地区 95%草甘膦原粉市场均价为 2.55 万元/吨；一般来讲，3/4 月份是我国农药产品的出口旺季，而当前全球农药产品的去库周期渐进尾声，出口到南美、东南亚等地的数量已恢复至正常区间，因此我们预计草甘膦行业景气度有望出现阶段性回暖。

磷肥方面，2、3 月份是国内春耕备肥旺季，国内化肥企业的首要工作是保供稳价，此后国内需求回落，5/6 月份是磷肥传统出口旺季，近期国内磷肥出口政策落地，磷肥出口额度与去年相比基本持平，而磷肥国际价格受印度采购策略、红海运输等不确定性因素影响。据百川盈孚，截至 3 月 1 日，国内磷酸一铵市场价格 3050 元/吨，磷酸二铵市场价格 3668 元/吨，2 月下旬以来磷肥毛利润水平明显改善。

总的来说，公司的磷矿石主要用于自用，继续生产黄磷、磷肥、草甘膦、湿电子化学品等下游高附加值产品，在国内磷矿石价格维持高位的背景下，公司因自有矿山而带来的成本优势不断凸显，此外，当前是农化产品的需求旺季，公司主要农化产品的景气度有望提升。

图9：湖北地区磷矿石价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图10：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11：其他非卤化有机磷衍生物出口量、价趋势



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图12：磷酸一铵、磷酸二铵价格走势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 成长板块多个项目稳步推进，看好公司长期成长性

在新材料、新能源板块，公司稳步推进湖北兴友 30 万吨/年磷酸铁一期及湖北友兴 30 万吨/年磷酸铁锂一期、湖北磷氟锂业 10 万吨/年磷酸二氢锂、湖北瑞佳 5 万吨/年光伏胶和湖北兴瑞 3 万吨/年液体胶、兴福电子 3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级蚀刻液、4 万吨/年超高纯电子化学品等一系列高成长型项目。据公司公告，2023 年 9 月 3 日湖北兴友一期 10 万吨/年磷酸铁生产线已正式全面投产，湖北兴友首批 30 吨磷酸铁产品也已发往下游磷酸铁锂厂家进行小批量产品验证测试。此外，公司在黑磷、气凝胶、有机硅微胶囊等新材料产品均在做从 0 到 1 产业化放大开发，未来 1-2 年有望成为公司新的快速盈利增长点。在农化板块，公司子公司湖北泰盛化工 L-草铵膦原药及制剂项目、兴晨科技有限公司年产 5 万吨 2,4-滴项目的环评公告相继公示，公司有望凭借在草甘膦领域的积累逐步扩大农化板块的产品布局，持续扩大在农化行业的影响力。

◆ 投资建议：维持 2024/2025 年盈利预测，维持“买入”评级

根据公司业绩快报，我们维持公司 2024/2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.06/20.19/21.85 亿元，同比增速-76.0%/43.6%/8.2%；摊薄 EPS 为 1.26/1.80/1.95 元，当前股价对应 PE 为 15.4/10.8/9.9x，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

产品价格大幅波动；安全环保风险；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

相关研究报告：

《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

《兴发集团（600141.SH）-磷矿石景气度维持高位，看好成长性新材料产品放量》——2023-03-27

《兴发集团（600141.SH）-成长性产品快速放量，业绩符合预期》——2023-01-16

《兴发集团（600141.SH）-草甘膦、有机硅景气度有所回落，看好新材料业务放量》——2022-10-31

《兴发集团（600141.SH）-磷化工高景气业绩高增，新材料领域加速放量》——2022-07-06

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3198	4719	13520	17126	20952	营业收入	23706	30311	28658	29826	31290
应收款项	931	977	1413	1634	1715	营业成本	15780	19516	24246	25801	27066
存货净额	2394	2521	2414	2572	2707	营业税金及附加	203	256	229	239	250
其他流动资产	2174	983	929	967	1014	销售费用	264	341	315	359	377
流动资产合计	8697	9272	18291	22310	26393	管理费用	361	482	385	397	411
固定资产	0	25806	23660	21560	19415	财务费用	531	314	483	465	410
无形资产及其他	2070	2457	2359	2260	2162	投资收益	289	316	(35)	(60)	(60)
投资性房地产	21759	2141	2141	2141	2141	资产减值及公允价值变动	152	123	(200)	(50)	(50)
长期股权投资	1955	1937	1947	1957	1967	其他收入	(1117)	(1627)	0	(20)	(30)
资产总计	34481	41612	48397	50228	52078	营业利润	5889	8213	2765	2436	2636
短期借款及交易性金融负债	7219	3530	7500	7500	7500	营业外净收支	(512)	(342)	0	0	0
应付款项	3899	4561	5432	5788	6091	利润总额	5377	7871	2765	2436	2636
其他流动负债	2295	2563	3064	3267	3437	所得税费用	685	1074	359	317	343
流动负债合计	13412	10654	15996	16555	17028	少数股东损益	456	945	1000	100	108
长期借款及应付债券	4130	7939	7939	7939	7939	归属于母公司净利润	4237	5852	1406	2019	2185
其他长期负债	1348	1683	1683	1683	1683						
长期负债合计	5477	9623	9623	9623	9623	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	18890	20277	25619	26178	26651	净利润	4237	5852	1406	2019	2185
少数股东权益	1555	1036	1636	1696	1761	资产减值准备	(10)	70	0	(16)	(19)
股东权益	14036	20300	21143	22355	23666	折旧摊销	1188	1662	2544	2664	2713
负债和股东权益总计	34481	41612	48397	50228	52078	公允价值变动损失	(152)	(123)	200	50	50
						财务费用	531	314	483	465	410
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(2167)	21973	1096	126	192
每股收益	3.81	5.26	1.26	1.80	1.95	其它	376	701	600	76	84
每股红利	0.74	0.97	0.50	0.72	0.78	经营活动现金流	3473	30135	5846	4919	5205
每股净资产	12.63	18.26	18.89	19.98	21.15	资本开支	0	(27567)	(500)	(500)	(500)
ROIC	27%	30%	12%	12%	15%	其它投资现金流	0	(72)	57	5	5
ROE	30%	29%	7%	9%	9%	投资活动现金流	(305)	(27621)	(453)	(505)	(505)
毛利率	33%	36%	15%	13%	14%	权益性融资	(16)	50	0	0	0
EBIT Margin	30%	32%	12%	10%	10%	负债净变化	231	1154	0	0	0
EBITDA Margin	35%	38%	21%	19%	19%	支付股利、利息	(826)	(1076)	(562)	(808)	(874)
收入增长	29%	28%	-5%	4%	5%	其它融资现金流	(947)	(1199)	3970	0	0
净利润增长率	585%	38%	-76%	44%	8%	融资活动现金流	(2152)	(993)	3408	(808)	(874)
资产负债率	59%	51%	56%	55%	55%	现金净变动	1017	1521	8801	3607	3826
息率	3.8%	5.0%	2.6%	3.7%	4.1%	货币资金的期初余额	2182	3198	4719	13520	17126
P/E	5.1	3.7	15.4	10.8	9.9	货币资金的期末余额	3198	4719	13520	17126	20952
P/B	1.5	1.1	1.0	1.0	0.9	企业自由现金流	0	4457	6170	4927	5177
EV/EBITDA	4.9	3.7	7.9	8.4	8.2	权益自由现金流	0	4411	9720	4522	4820

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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