

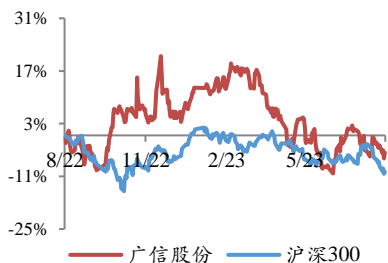
二季度业绩稳健，产业链持续拓展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-25

收盘价（元）	18.47
近12个月最高/最低（元）	23.41/18.17
总股本（百万股）	910
流通股本（百万股）	909
流通股比例（%）	99.81
总市值（亿元）	168
流通市值（亿元）	168

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

8月24日晚间，公司发布2023年中期报告，公司2023H1实现营业收入37.72亿元，同比-16.23%，实现归母净利润10.23亿元，同比-17.73%。2023年Q2实现营收18.46亿元，同比-24.52%，环比-4.15%，实现归母净利润5.02亿元，同比-25.58%，环比-3.75%。

● 主营产品销量环比增长，公司二季度业绩相对稳健

2023年Q2实现营收18.46亿元，同比-24.52%，环比-4.15%，实现归母净利润5.02亿元，同比-25.58%，环比-3.75%，业绩保持稳健。主要原因是：①农药原药业务方面，2023年年初至今，受海外高库存影响及宏观因素影响，农药原药价格大幅下滑，2023Q2公司主要原药产品销量环比+17.5%，平均销售价格环比-11.6%。农药原药业务业绩承压大幅下滑；②农药中间体业务方面，2023年2月，公司离子膜烧碱项目投产，在贡献了销量的同时也在一定程度上摊薄了价格。2023Q2公司农药中间体产品销量环比+5.2%，平均销售价格环比-21.1%。分产品来看，根据中农立华数据，2023Q2，草甘膦、敌草隆、多菌灵、甲基硫菌灵平均价格分别为2.77万元/吨、4.25万元/吨、4.01万元/吨、4.08万元/吨，同比分别下降36%、13%、4%、5%。

图表1 公司2023年Q2主营产品销量（吨）及同比环比

	2022Q2	2023Q1	2023Q2	同比（%）	环比（%）
主要农药原药	20918.7	16039.6	18846.4	-9.9%	17.5%
主要农药中间体	39886.4	160328.1	168639.0	322.8%	5.2%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表2 公司2023年Q2主营产品平均销售价格（万元/吨）及同比环比

	2022Q2	2023Q1	2023Q2	同比（%）	环比（%）
主要农药原药	55881.5	46763.9	41339.1	-26.0%	-11.6%
主要农药中间体	17411.8	4560.8	3597.5	-79.3%	-21.1%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

相关报告

1. 公司业绩符合预期，多项目稳步推进成长空间广阔 2023-04-27

2. 全年业绩同比大幅增长，新产能逐步进入落地期 2023-01-08

3. Q3业绩同比大幅增长，新产能打开成长空间 2022-11-0

图表3 公司主营产品价格（万元/吨）

	草甘膦	敌草隆	多菌灵	甲基硫菌灵
2023Q1	4.31	4.88	4.20	4.30
2023Q2	2.77	4.25	4.01	4.08
环比	-36%	-13%	-4%	-5%

资料来源：中农立华，华安证券研究所

● **多项目有序推进产业链持续完善，公司远期成长空间广阔**

公司是光气法农药龙头企业，同时布局公司农药产品上游中间体对（邻）硝基氯化苯和邻苯二胺等，形成农药原药和精细化工品双轮驱动格局。在此基础上公司不断完善产业链，2023年2月，公司公告“年产30万吨离子膜烧碱项目”全面投产。该项目建成后公司主要原料液碱、液氯和氢气全部实现自供，进而可以通过降低运营成本、提升成本控制能力、增强公司产品市场竞争力和盈利能力，同时对公司未来经营业绩产生积极的影响，进一步巩固公司行业优势地位。2023年8月，公司公告“年产4万吨对氨基苯酚项目”全面投产。该项目进一步夯实公司产业链条，延伸了氯碱-对（邻）硝基氯化苯等上下游原材料的应用，提升主业竞争力，正式打通了从“光气-精细化工品-医药中间体”的链条板块，构筑产业链共生生态，实现价值升级。同时公司向下游继续丰富农药产品类型，拟开拓茚虫威、噻嗪酮、噁唑菌酮、啞菌酯、噁草酮等高价值或高应用产品，3000吨环嗪酮扩产项目、2500吨的啞菌酯项目预计会在2023年年底陆续完工，年产1500吨噁草酮、5000吨噻嗪酮、1000吨茚虫威预计于2023年开始逐步贡献业绩。未来随着公司战略布局推进，竞争力将进一步提升。

● **投资建议**

我们看好公司完善的产业链带来的成本优势。同时公司加速布局医药中间体和新材料领域，高附加值产品有望改善公司的整体盈利水平。预计公司2023-2025年归母净利润分别为23.34亿元、26.00亿元、29.64亿元（原2023-2025年预测值为20.97、25.84、29.44亿元），同比增速为0.8%、11.4%、14.0%。对应PE分别为7.2、6.5、5.7倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 下游需求不及预期；
- (2) 新产能投产进度不及预期；
- (3) 市场竞争风险；
- (4) 安全生产风险；
- (5) 环境保护风险；
- (6) 宏观政策风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9062	10410	12311	13335
收入同比 (%)	63.3%	14.9%	18.3%	8.3%
归属母公司净利润	2316	2334	2600	2964
净利润同比 (%)	56.5%	0.8%	11.4%	14.0%
毛利率 (%)	41.0%	40.6%	39.6%	40.0%
ROE (%)	26.7%	22.4%	20.0%	18.5%
每股收益 (元)	3.56	2.56	2.86	3.26
P/E	8.26	7.20	6.47	5.67

P/B	2.20	1.62	1.29	1.05
EV/EBITDA	5.85	4.96	3.60	3.42

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10376	13050	16772	20111	营业收入	9062	10410	12311	13335
现金	3895	3620	7002	7082	营业成本	5347	6184	7435	8006
应收账款	316	701	391	852	营业税金及附加	28	36	43	47
其他应收款	20	3	26	5	销售费用	97	104	123	133
预付账款	15	26	26	31	管理费用	626	1041	1231	1334
存货	1176	2428	1532	2932	财务费用	-92	-125	-100	-221
其他流动资产	4954	6272	7794	9209	资产减值损失	-53	-7	-2	-3
非流动资产	3476	3795	4323	4796	公允价值变动收益	-14	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	108	10	12	13
固定资产	1838	1831	1857	1826	营业利润	2716	2694	3023	3434
无形资产	301	329	369	422	营业外收入	4	5	4	5
其他非流动资产	1337	1635	2098	2547	营业外支出	7	4	5	5
资产总计	13852	16845	21095	24907	利润总额	2713	2695	3022	3434
流动负债	4901	6143	7716	8483	所得税	336	330	370	421
短期借款	1239	1859	2607	3291	净利润	2378	2365	2652	3013
应付账款	1639	2015	2079	2491	少数股东损益	62	31	52	49
其他流动负债	2023	2269	3030	2701	归属母公司净利润	2316	2334	2600	2964
非流动负债	135	136	136	136	EBITDA	2815	3033	3447	3805
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.56	2.56	2.86	3.26
其他非流动负债	135	136	136	136					
负债合计	5037	6279	7852	8619					
少数股东权益	137	167	219	268					
股本	650	910	910	910					
资本公积	1979	1719	1719	1719					
留存收益	6049	7769	10394	13390					
归属母公司股东权益	8678	10399	13024	16020					
负债和股东权益	13852	16845	21095	24907					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2928	1767	5189	1847	成长能力				
净利润	2378	2365	2652	3013	营业收入	63.3%	14.9%	18.3%	8.3%
折旧摊销	285	468	535	603	营业利润	61.4%	-0.8%	12.2%	13.6%
财务费用	-10	31	45	59	归属于母公司净利	56.5%	0.8%	11.4%	14.0%
投资损失	-108	-10	-12	-13	获利能力				
营运资金变动	341	-1092	1967	-1818	毛利率 (%)	41.0%	40.6%	39.6%	40.0%
其他经营现金流	2080	3462	687	4834	净利率 (%)	25.6%	22.4%	21.1%	22.2%
投资活动现金流	-2403	-2018	-2536	-2423	ROE (%)	26.7%	22.4%	20.0%	18.5%
资本支出	-524	-616	-799	-856	ROIC (%)	22.0%	18.1%	16.1%	14.4%
长期投资	-1997	-1413	-1749	-1581	偿债能力				
其他投资现金流	118	11	12	14	资产负债率 (%)	36.4%	37.3%	37.2%	34.6%
筹资活动现金流	95	-61	704	625	净负债比率 (%)	57.1%	59.4%	59.3%	52.9%
短期借款	878	620	749	684	流动比率	2.12	2.12	2.17	2.37
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.86	1.71	1.95	2.00
普通股增加	186	260	0	0	营运能力				
资本公积增加	-175	-260	0	0	总资产周转率	0.76	0.68	0.65	0.58
其他筹资现金流	-793	-681	-45	-59	应收账款周转率	25.12	20.47	22.55	21.46
现金净增加额	634	-275	3382	80	应付账款周转率	3.92	3.38	3.63	3.50

每股指标 (元)				
每股收益	3.56	2.56	2.86	3.26
每股经营现金流薄)	3.22	1.94	5.70	2.03
每股净资产	13.35	11.42	14.31	17.60

估值比率				
P/E	8.26	7.20	6.47	5.67
P/B	2.20	1.62	1.29	1.05
EV/EBITDA	5.85	4.96	3.60	3.42

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。