

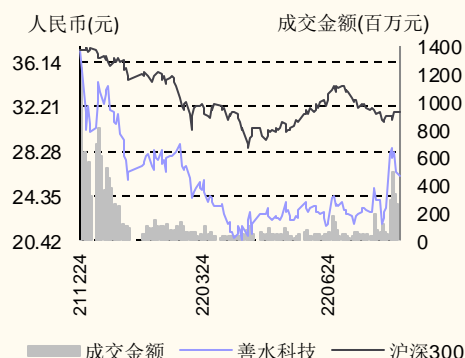
善水科技 (301190.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 26.02 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.15
已上市流通 A 股(亿股)	0.54
总市值(亿元)	55.85
年内股价最高最低(元)	37.23/20.42
沪深 300 指数	4186
创业板指	2719



相关报告

- 《产品定价权优势渐显，盈利能力显著提升-【国金化工】善水科技 2...》，2022.4.28
- 《业绩稳步增长，募投项目持续推进-【国金化工】善水科技年报点评》，2022.4.19
- 《成本优势显著的染料中间体细分龙头-【国金化工】善水科技深度报...》，2021.12.31

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

李含钰 联系人
lihanyu@gjzq.com.cn

疫情反复下收入承压，整体盈利能力仍然较强

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	384	552	750	1,268	2,228
营业收入增长率	-14.22%	43.94%	35.87%	68.98%	75.66%
归母净利润(百万元)	110	142	208	301	430
归母净利润增长率	-20.97%	29.50%	46.37%	44.34%	42.89%
摊薄每股收益(元)	0.683	0.663	0.971	1.401	2.003
每股经营性现金流净额	0.10	0.47	0.35	0.71	0.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.57%	7.21%	9.83%	12.90%	16.33%
P/E	0.00	45.53	26.80	18.57	12.99
P/B	0.00	3.28	2.63	2.40	2.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2022 年 8 月 16 日发布中报: 2022 年上半年公司实现营业总收入 2.46 亿元, 同比增长 4.86%, 归母净利润 0.69 亿元, 同比增长 39.42%。

经营分析

- 疫情反复导致 2 季度收入下滑, 但整体盈利能力仍维持高位。今年 2 季度以来, 全国各地疫情反复, 公司主营业务下游印染行业经济运行压力较大, 叠加运输和供应链的不稳定, 公司核心产品 6-硝体和 5-硝体的销量均有所下滑导致营业收入有所回落, 上半年 6-硝体营收同比下滑 5.35%至 1.4 亿元, 5-硝体营收同比下滑 30.82%至 1904 万元。公司产品自从去年 4 季度提价以来价格维持相对稳定状态, 大部分产品毛利率有所提升, 上半年 6-硝体毛利率同比提高 14%达到 56.4%, 氧体毛利率同比提高 15.6%至 62%, 仅有 5-硝体盈利能力有所降低, 毛利率同比下滑 5.4%至 42.4%。
- 农药中间体项目收入稳步向上, 募投项目建设如期推进。自新冠疫情暴发以来, 粮食安全战略地位被提高到前所未有的高度, 全球粮食价格从 2020 年三季度开始呈现出逐步上涨的态势, 俄乌冲突爆发后, 全球粮食价格更是加速上涨, 在粮价上涨的背景下农药行业迎来行业持续上升的发展趋势。今年以来公司的 2-氯吡啶收入利润改善明显, 上半年营业收入同比增长 42%达到 4508 万元, 毛利率同比提升 3.4%达到 1.9%。今年 8 月美国杜邦的专利药杀虫剂产品氯虫苯甲酰胺(康宽)专利保护到期, 国内众多农药厂家已经开始布局, 未来产品国产化后价格回落可推动产业链上下游需求充分释放, 公司募投项目中的 2,3-二氯吡啶作为核心中间体, 产品需求有望同步增长。

投资建议

- 公司为国内领先的染料中间体细分龙头, 切入农药中间体行业后有望迎来新成长, 但考虑到疫情对整体行业的影响, 公司产品产销和盈利均受到一定程度影响, 我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 2.08、3.01、4.3 亿元(其中 22-24 年分别下调 13.5%、11.8%、7.6%), 对应 PE 分别为 26.8、18.6、13 倍, 维持“增持”评级。

风险提示

- 疫情影响下游需求及运输、募投项目投产不及预期、工艺技术升级不及预期、原料价格大幅上涨、产品市场竞争格局恶化、限售股解禁

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	447	384	552	750	1,268	2,228	货币资金	118	12	1,518	931	640	373	
增长率		-14.2%	43.9%	35.9%	69.0%	75.7%	应收款项	147	208	264	325	538	924	
主营业务成本	-211	-220	-339	-424	-750	-1,411	存货	31	53	84	99	154	271	
%销售收入	47.2%	57.2%	61.5%	56.5%	59.1%	63.3%	其他流动资产	62	171	208	212	224	247	
毛利	236	164	213	326	518	817	流动资产	358	444	2,074	1,567	1,556	1,814	
%销售收入	52.8%	42.8%	38.5%	43.5%	40.9%	36.7%	%总资产	72.0%	74.9%	93.4%	68.8%	60.8%	60.7%	
营业税金及附加	-4	-3	-3	-6	-10	-18	长期投资	5	5	5	5	5	5	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	123	119	117	685	976	1,149	
销售费用	-6	-6	-1	-8	-13	-22	%总资产	24.7%	20.0%	5.3%	30.1%	38.2%	38.4%	
%销售收入	1.4%	1.5%	0.2%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	9	23	22	21	21	21	
管理费用	-47	-24	-31	-60	-101	-178	非流动资产	140	149	147	711	1,002	1,175	
%销售收入	10.4%	6.2%	5.7%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	28.0%	25.1%	6.6%	31.2%	39.2%	39.3%	
研发费用	-16	-13	-18	-30	-53	-100	资产总计	498	593	2,221	2,278	2,558	2,990	
%销售收入	3.6%	3.3%	3.3%	4.0%	4.2%	4.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	163	119	159	223	341	498	应付款项	15	18	25	60	103	189	
%销售收入	36.4%	30.9%	28.8%	29.7%	26.9%	22.4%	其他流动负债	143	121	167	45	71	116	
财务费用	-1	1	1	22	13	7	流动负债	158	139	193	105	174	305	
%销售收入	0.1%	-0.4%	-0.1%	-2.9%	-1.0%	-0.3%	长期贷款	0	0	47	47	47	47	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	7	6	6	6	6	
公允价值变动收益	0	1	3	0	0	0	负债	160	146	246	158	227	358	
投资收益	3	3	3	1	0	0	普通股股东权益	337	447	1,975	2,121	2,331	2,632	
%税前利润	2.0%	2.6%	2.0%	0.2%	0.0%	0.0%	其中：股本	161	161	215	215	215	215	
营业利润	167	126	168	245	354	506	未分配利润	109	208	335	481	691	992	
营业利润率	37.4%	32.7%	30.3%	32.7%	27.9%	22.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	0	4	0	0	0	0	负债股东权益合计	498	593	2,221	2,278	2,558	2,990	
税前利润	167	129	167	245	354	506	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	37.3%	33.7%	30.3%	32.7%	27.9%	22.7%	每股指标							
所得税	-28	-19	-25	-37	-53	-76	每股收益	0.864	0.683	0.663	0.971	1.401	2.003	
所得税率	16.5%	14.9%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	2.095	2.779	9.200	9.880	10.860	12.262	
净利润	139	110	142	208	301	430	每股经营现金净流	1.081	0.100	0.472	0.354	0.714	0.535	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.291	0.420	0.601	
归属于母公司的净利润	139	110	142	208	301	430	回报率							
净利率	31.1%	28.6%	25.8%	27.8%	23.7%	19.3%	净资产收益率	41.24%	24.57%	7.21%	9.83%	12.90%	16.33%	
							总资产收益率	27.95%	18.53%	6.41%	9.15%	11.76%	14.38%	
							投入资本收益率	40.29%	22.56%	6.71%	8.73%	12.18%	15.81%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-7.00%	-14.22%	43.94%	35.87%	68.98%	75.66%	
							EBIT增长率	-7.31%	-27.14%	34.12%	39.73%	53.16%	46.22%	
							净利润增长率	-4.72%	-20.97%	29.50%	46.37%	44.34%	42.89%	
							总资产增长率	11.75%	19.18%	274.38%	2.60%	12.28%	16.87%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	4.3	4.6	3.2	3.8	4.0	4.2	
							存货周转天数	54.1	69.9	73.3	85.0	75.0	70.0	
							应付账款周转天数	18.5	21.4	12.0	20.0	19.0	18.0	
							固定资产周转天数	78.9	106.5	75.5	186.0	136.4	89.6	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-50.64%	-38.16%	-84.46%	-50.95%	-33.89%	-19.86%	
							EBIT利息保障倍数	280.9	-84.0	-196.3	-10.1	-26.2	-68.9	
							资产负债率	32.22%	24.57%	11.08%	6.92%	8.88%	11.97%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

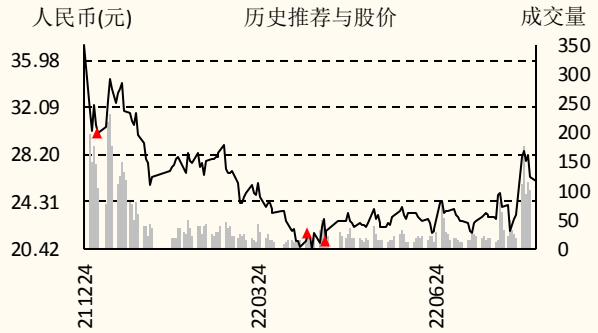
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-12-31	增持	30.85	38.07 ~ 38.07
2	2022-04-19	增持	21.17	N/A
3	2022-04-28	增持	23.04	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402