

贝斯美(300796)

报告日期: 2022年09月14日

## 二甲戊灵高景气维持, 新材料有望打开新成长空间

### ——贝斯美深度报告

#### 报告导读

贝斯美是一家新型农药公司, 主营产品为二甲戊灵原药, 目前产能12000吨/年, 为国内第一, 并配有8000吨/年的4-硝中间体。我们认为公司未来有望凭借高质量产品承接巴斯夫产能, 提升盈利能力。同时二甲戊灵是高效低毒环保型农药, 具有市场优势, 可用来替代氟乐灵、乙草胺等产品, 未来需求有望不断增长, 价格有望保持高位, 带动公司业绩。公司新材料项目(包含3-戊酮、2-戊酮、正戊烯、醋酸甲酯等产品)有望在23年投产, 打开新材料业务成长空间。

#### 投资要点

##### □ 农药市场稳健发展, 二甲戊灵有望乘“绿色农药”政策东风

根据世界农化网预测 2025 年全球农药市场规模有望达到 679.77 亿美元, 2020-2025 年复合增速为 2.27%; 同时全球多个国家出台农药限制政策, “剧毒、高毒”逐渐开始退出历史舞台。截至 2022 年 3 月我国已经禁止或者限用的农药达 70 种, 并且后续还将不断更新, 未来的农药发展主旋律将会是“低毒化、无毒化”。公司主营的二甲戊灵农药符合发展大方向, 有望在未来的产品更迭浪潮中受益。

##### □ 二甲戊灵价格高景气维持, 公司具备规模优势

二甲戊灵目前市场占有率为 1-2%, 由于广谱高效、毒性低、不易光解挥发、残留低等特点逐渐取代氟乐灵、乙草胺等传统除草剂的市场份额, 市占率有望进一步提高。根据农药协会估算, 全球的二甲戊灵原药需求量超过 4 万吨/年, 目前产能约为 4 万吨/年, 供需紧平衡; 根据 IFIND 数据, 2021 年及之前二甲戊灵价格中枢为 5 万元/吨, 进入 2022 年后二甲戊灵价格提高到 6.5 万元/吨, 涨幅 30%; 考虑到二甲戊灵渗透率有望不断提升, 我们认为二甲戊灵产品价格有望长期保持高景气。公司目前拥有二甲戊灵产能 12000 吨/年, 通过测算, 二甲戊灵每涨 1 万元/吨, 公司盈利有望增加 0.5 亿元, 对应 EPS 变动 0.25。

##### □ 自备4-硝中间体, 有望承接巴斯夫订单

硝化生产由于危险不易控制等特点被各地区严格限制, 新增产能进入难度大。公司目前拥有 8000 吨/年 4-硝产能, 充分满足自身二甲戊灵生产需求的同时, 可以外售给 BASF、UPL、山东华阳等客户。根据公告, 公司产品得到行业巨头认可, 公司未来有望承接德国 BASF 公司二甲戊灵原药订单, 进一步强化公司的市场核心竞争力和影响力。

##### □ 扩建戊酮新材料项目打开成长空间

同时公司继续完善全产业链的打造, 在铜陵投资建设“年产 8500 吨戊酮系列绿色新材料项目”, 有望在 2023 年 6 月完工投产; 投产后预计公司二甲戊灵的生产原料 3-戊酮的成本有望降低, 目前对外采购价约为 2.5 万元/吨, 投产后成本有望下降到 2 万元/吨以下, 进一步提高公司产品毛利率; 同时项目联产 2-戊酮、正戊烯、环戊烯等产品, 可以用在医药中间体、农药中间体、不含氟制冷剂等领域, 打开新的成长空间。

##### □ 盈利预测及估值

预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 8.80/10.20/12.85 亿元, 同比增速分别为 66.03%/15.91%/25.99%; 公司归母净利润分别为 1.53/1.93/2.57 亿元, 同比增速分别为 170.52%/26.44%/33.34%; 对应 EPS 分别为 0.76/0.96/1.28 元/股, 对应 PE 分别为 23.50/18.59/13.94 倍, 给予“买入”评级。

##### □ 风险提示

公司产线建设不及预期; 安全环保风险; 政策变动等;

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

分析师: 张玉龙

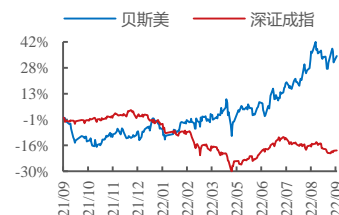
执业证书号: S1230521110003

zhangyulong@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 17.87
总市值(百万元)	3,585.35
总股本(百万股)	200.63

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	530.02	879.99	1019.99	1285.09
(+/-) (%)	31.02%	66.03%	15.91%	25.99%
归母净利润	56.39	152.55	192.89	257.20
(+/-) (%)	55.45%	170.52%	26.44%	33.34%
每股收益(元)	0.28	0.76	0.96	1.28
P/E	63.58	23.50	18.59	13.94

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 关键假设

- 1)公司未来几年陆续承接巴斯夫二甲戊灵原药产能
- 2)公司 C5 材料项目如期投产

### ● 风险提示

- 1、 公司产线建设不及预期；
- 2、 安全环保风险；
- 3、 政策变动等；

## 正文目录

<b>1 十九年辛勤耕耘，成就二甲戊灵行业国内第一</b>	<b>5</b>
1.1 核心产品盈利不断提升，公司业绩快速增长	6
<b>2 农药市场有序发展，二甲戊灵市占率有望提升</b>	<b>7</b>
2.1 全球农药整体市场规模有序扩大，除草剂占最大份额	7
2.2 除草剂细分种类较多，产品集中度较低	8
2.3 政府出台限制政策，无毒化更迭路径清晰	9
<b>3 公司自备硝化中间体，二甲戊灵有望承接巴斯夫产能</b>	<b>9</b>
3.1 二甲戊灵优势明显，价格有望保持高景气	9
3.2 二甲戊灵市占比提升，全球供给较为集中	11
3.3 自备关键中间体，夯实公司竞争优势	11
3.4 承接巴斯夫订单，产能有望继续扩充	12
<b>4 打造“1+3”产业布局，向外拓展新材料产品布局</b>	<b>13</b>
4.1 三硝副产甲氧虫酰肼等产品，丰富产品种类	13
4.2 铜陵一期有望明年落地，公司平台化建设逐步推进	13
4.3 新材料项目产品应用广泛，公司制备优势明显	14
4.3.1 二甲基丙酮（3-戊酮）	14
4.3.2 甲基丙基酮（2-戊酮）	14
4.3.3 正戊烯	15
4.3.4 醋酸甲酯	15
<b>5 估值和盈利预测</b>	<b>16</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

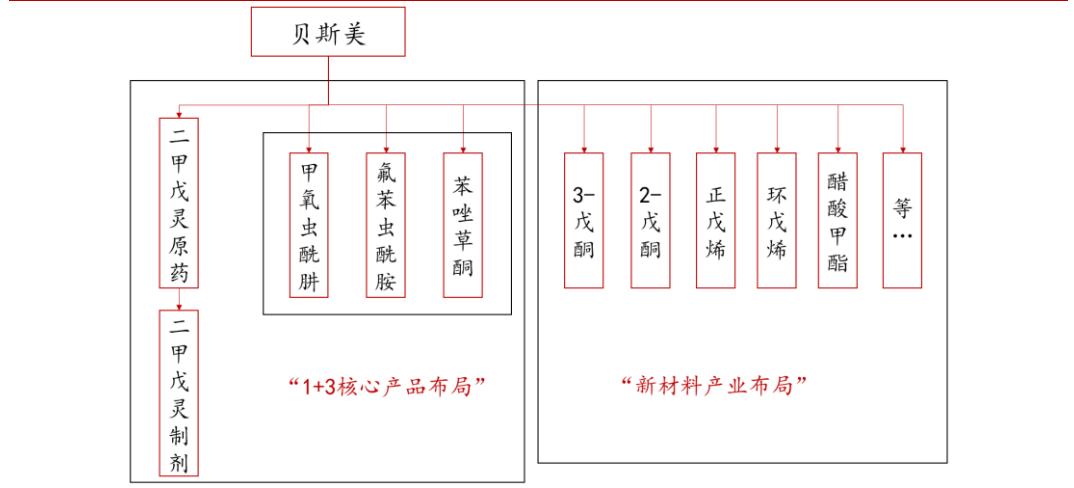
图 1: 公司产品布局.....	5
图 2: 贝斯美发展历史.....	5
图 3: 公司营收及增速 (亿元, %) .....	6
图 4: 公司归属净利润及增速 (亿元, %) .....	6
图 5: 公司分产品毛利 (亿元) .....	6
图 6: 2022H1 公司毛利结构 (%) .....	6
图 7: 公司经营性现金流情况 (亿元) .....	7
图 8: 公司在建工程情况 (亿元) .....	7
图 9: 全球农药市场规模 (亿美元) .....	7
图 10: 全球农药使用比例 (%) .....	8
图 11: 全球除草剂份额占比 (%) .....	9
图 12: 二甲戊灵结构式.....	10
图 13: 二甲戊灵产品.....	10
图 14: 二甲戊灵价格变化 (万元/吨) (2017-2022) .....	11
图 15: 二甲戊灵全球供给分布 (吨/年) .....	11
图 16: 贝斯美“1+3”产业布局.....	13
图 17: 贝斯美新材料生产工艺流程图.....	14
表 1: 全球除草剂按化学成分分类.....	8
表 2: 苗前选择性除草剂性能对比.....	10
表 3: 公司产品耗用量 (2016-2019H1) .....	12
表 4: 2021 年公司前五大销售客户 .....	12
表 5: 公司新材料总规划产能.....	13
表 6: 二甲基戊酮生产工艺对比.....	14
表 7: 公司新材料产品特点和用途.....	15
表 8: 公司细分业务盈利预测.....	16
表 9: 同行业估值对比.....	17
表附录: 三大报表预测值.....	18

## 1 十九年辛勤耕耘，成就二甲戊灵行业国内第一

贝斯美前身可以追溯到2003年成立的“绍兴贝斯美化工有限公司”；2004年公司生产二甲戊灵关键中间体4-硝基邻二甲苯，2005年涟水永安（江苏永安前身）成立，2009年江苏永安取得农药生产许可证，2014年公司开始研制副产品制备农药的工艺，2017年公司成功研制出甲氧虫酰胺并登记，拓展了新的产线，2019年公司上市。目前公司是国内二甲戊灵产业链完整度最高的公司，并且是国内唯一一家在二甲戊灵领域具备原药、中间体、制剂全产业链生产研发的农药公司，目前拥有二甲戊灵原药产能12000吨/年。

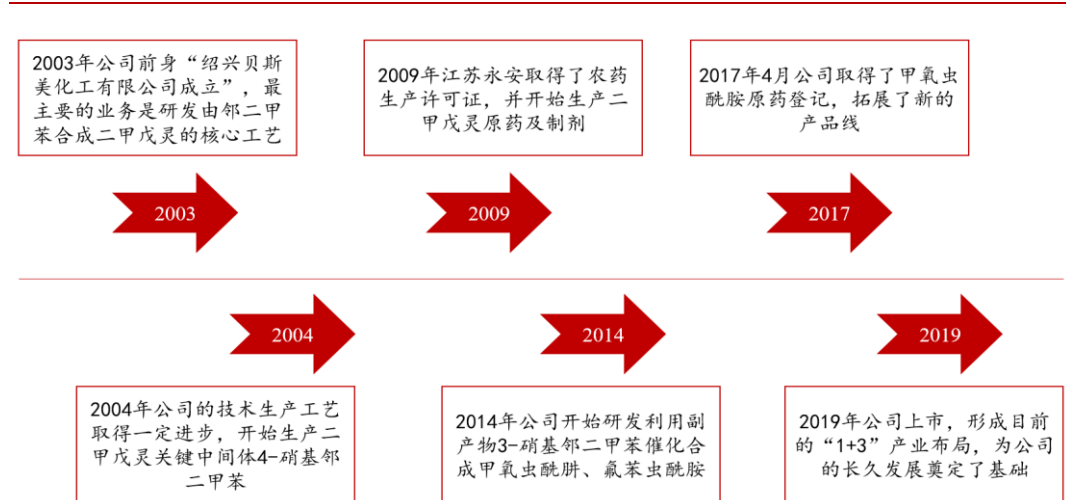
同时公司积极推进对二甲戊灵副产品的综合利用，研发创新甲氧虫酰胺、氟苯虫酰胺、苯唑草酮三种农药的合成工艺，公司未来有望形成“1（二甲戊灵）+3（甲氧虫酰胺、氟苯虫酰胺、苯唑草酮）”的产品核心布局。此外公司积极进行新材料产业的布局，打开新的成长空间。

图1：公司产品布局



资料来源：浙商证券研究所、公司公告

图2：贝斯美发展历史

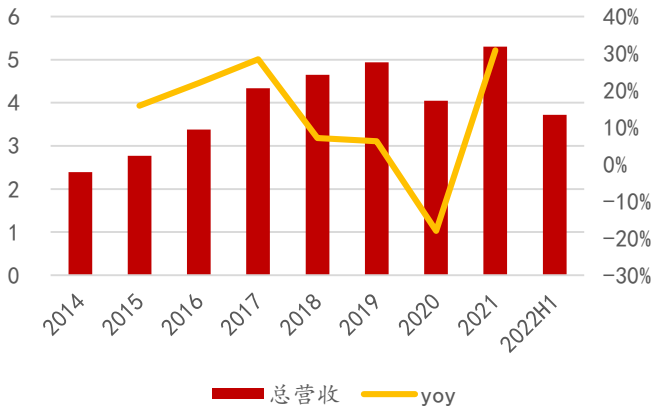


资料来源：浙商证券研究所、公司公告

### 1.1 核心产品盈利不断提升，公司业绩快速增长

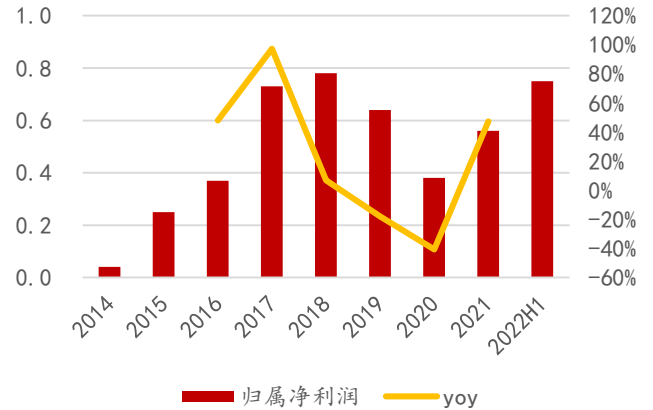
**二甲戊灵原药快速发展，推动公司业绩增长：**公司营收从2014年2.39亿元增加至2021年5.30亿元，年复合增速为12%。归属净利润由0.04亿元增加至2021年的0.56亿元，年复合增速为45.8%。进入2022年后，除草剂产品迅速迭代，二甲戊灵由于印度开工率不足导致供给紧张，价格水涨船高，公司业绩迎来高速增长，22年H1实现营收3.72亿元，同比增长34.90%，实现归母净利润0.75亿元，同比增长99.71%。

图3： 公司营收及增速（亿元，%）



资料来源：浙商证券研究所、wind

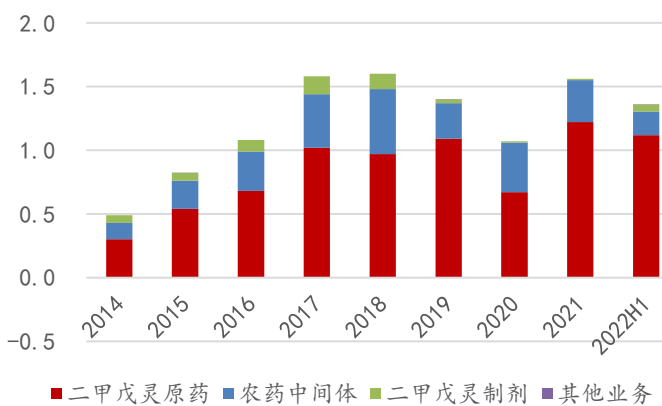
图4： 公司归属净利润及增速（亿元，%）



资料来源：浙商证券研究所、wind

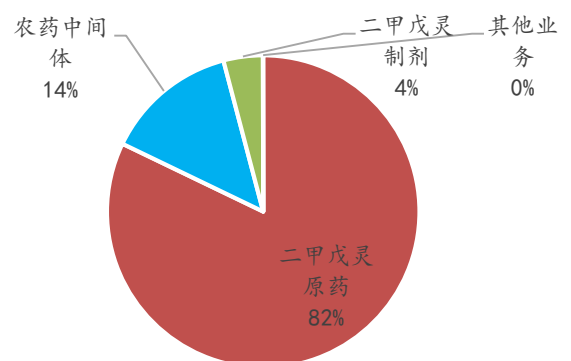
**二甲戊灵原药贡献主要业绩，占比逐年提高：**2014年公司二甲戊灵原药/二甲戊灵制剂/农药中间体营收占比为44.35%/8.79%/46.44%，毛利占比分别为61.22%/12.24%/26.53%；到2022年H1公司二甲戊灵原药/二甲戊灵制剂/农药中间体营收占比为77.96%/9.14%/12.90%，毛利占比分别为82.14%/4.07%/13.76%，二甲戊灵是公司贡献营收和毛利最多的单品。22年H1二甲戊灵原药营收/毛利占比相比14年提升33.61PCT/20.92PCT。

图5： 公司分产品毛利（亿元）



资料来源：浙商证券研究所、wind

图6： 2022H1公司毛利结构（%）



资料来源：浙商证券研究所、wind

**经营性现金流保持，在建工程稳步提高：**2022H1 公司经营性现金流 0.85 亿元，持平往年同期水平；同时公司在建 8500 吨戊酮新材料项目，2022H1 在建工程增加到 1.14 亿元。

图7： 公司经营性现金流情况（亿元）

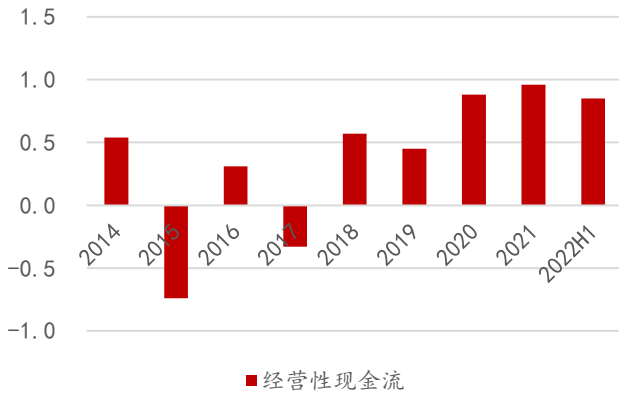
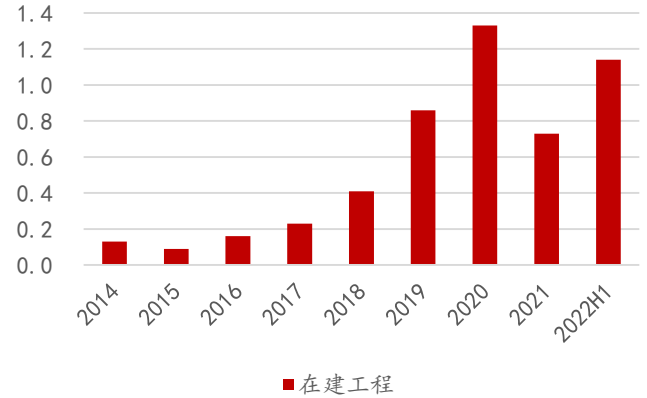


图8： 公司在建工程情况（亿元）



资料来源：浙商证券研究所、wind

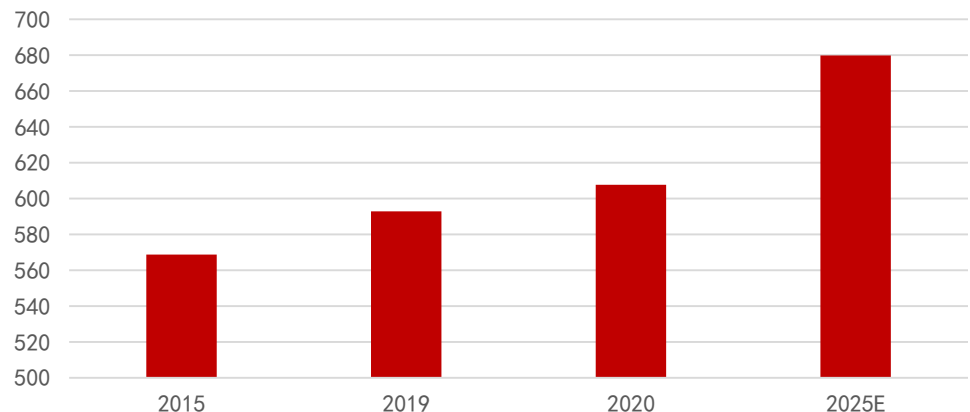
资料来源：浙商证券研究所、wind

## 2 农药市场有序发展，二甲戊灵市占率有望提升

### 2.1 全球农药整体市场规模有序扩大，除草剂占最大份额

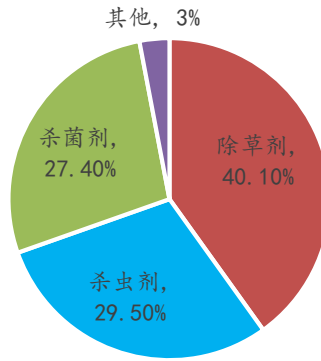
根据世界农化网预测，农药市场如果保持正常发展，到了 2025 年全球的农药市场规模有望达到 679.77 亿美元，2020-2025 年年复合增速为 2.27%。全球市场上农药又可以被分为四大种类，除草剂、杀虫剂、杀菌剂和其他。全球使用除草剂/杀虫剂/杀菌剂的平均比例为 40%/29%/27%。总体上来讲，除草剂用量在全球的农药用量占比中有着最大的比重，是最为重要的农药品种之一。

图9： 全球农药市场规模（亿美元）



资料来源：浙商证券研究所、世界农化网

图10： 全球农药使用比例（%）



资料来源：浙商证券研究所、世界农化网

### 2.2 除草剂细分种类较多，产品集中度较低

**全球除草剂细分品类非常复杂，产品集中度较低：**根据相关的化学类型进行分类可以分为苯氧羧酸类、芳氧苯氧丙酸酯类、二硝基苯胺类、三氮苯类、酰胺类、取代脲类、二苯醚类、杂环类、环状亚胺类、磺酰脲类、氨基甲酸酯类、有机磷类、腈类、苯甲酸类、联吡啶类、环乙烯酮类等；具体品种又可以分为草甘膦、草铵膦、二甲戊灵、百草枯等具体终端产品。

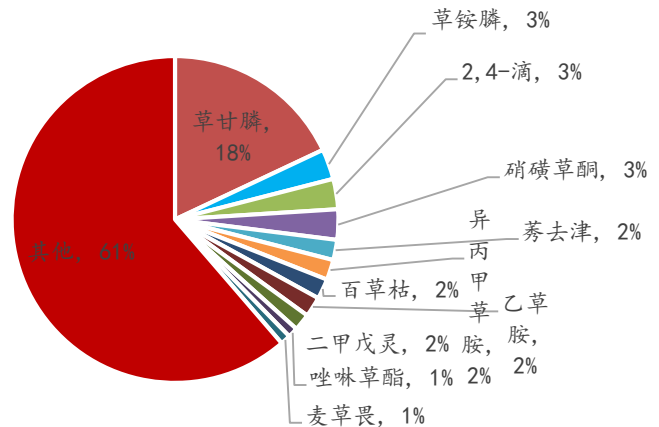
表1： 全球除草剂按化学成分分类

类型	品种	类型	品种
苯氧羧酸类	2,4-D	环状亚胺类	恶草灵
	2甲4氯		苯磺隆
芳氧苯氧丙酸酯类	盖草能		苄嘧磺隆
	吡氟禾草灵		氯嘧磺隆
二硝基苯胺类	二甲戊灵		烟嘧磺隆
三氮苯类	莠去津		吡嘧磺隆
	莠灭净		胺苯磺隆
酰胺类	异丙甲草胺		砒嘧磺隆
	丁草胺		三氟啶磺隆钠盐
	乙草胺		草达灭
	丙草胺	杀草丹	
取代脲类	苯噻草胺	有机磷类	草甘膦
	异丙隆	腈类	草铵膦
二苯醚类	敌草隆	苯甲酸类	溴苯腈
	乙氧氟草醚	联吡啶类	麦草畏
	氟磺胺草醚	环己烯酮类	百草枯
	乙羧氟草醚	其他	敌草快
杂环类	乳氟禾草灵		烯禾定
	苯达松		烯草酮
	二氯喹啉酸		...
	异恶草酮		
	氟草烟		
	草除灵		

资料来源：浙商证券研究所、世界农化网、《农药管理条例(2022 修订)》

同时由于农产品多，特点不一，很难有农药大单品可以解决所有问题。根据世界农化网数据，目前泛用性最大的除草剂为草甘膦，约占全球除草剂市场份额的 18%，第二的草铵膦就仅占全球市场的 3%，其余农药占比较小，由于草甘膦等农药其主要作用于转基因作物。其余一些非转基因作物生产需求的除草剂大部分占比不到 1%，所以除草剂市场的集中度较低。根据中国农药工业协会推算，目前全球二甲戊灵的市场需求量超过 4 万吨，平均价格预估在 5.5 万元/吨，市场销售额大约为 4 亿美金，约占全球除草剂市场规模的 1-2%，由于未来可以用作替换其他有害除草剂，成长空间大，市场规模有望翻倍。

图11： 全球除草剂份额占比（%）



资料来源：浙商证券研究所、世界农化网

### 2.3 政府出台限制政策，无毒化更迭路径清晰

根据《农药管理条例》规定，“剧毒、高毒农药不得用于防治卫生害虫，不得用于蔬菜、瓜果、茶叶、菌类、中草药材的生产，同时也不得用于水生植物的病虫害防治。”截止到 2022 年 3 月底，我国的已经禁止或者限用了 70 种农药，包括：六六六、滴滴涕、毒杀芬、二溴氯丙烷、杀虫脒等；在未来的时间里，一些新的农药也将被禁用，比较常见的 2,4 滴丁酯将自 2023 年 1 月 23 日起禁止使用；2022 年 9 月 1 日起撤销甲拌磷、甲基异柳磷、水胺硫磷、灭线磷原药及制剂产品的农药登记，禁止生产，并在 2024 年 9 月 1 日起禁止销售和使用。

从我国的《农药管理条例》中不难看出，未来农药发展的方向是朝着低毒无毒的方向发展，同时还要集合易使用、易挥发、易保存、高效率等特点。所以目前市场上虽然有大部分的农药还在流通和使用，但是未来随着政策的进一步收紧和完善，相关的产品将会逐步退出市场，会有一定的市场空缺。二甲戊灵作为绿色除草剂，具备高活性、高效率、毒性低、作用快等优点有望在后续的产品更迭中被逐渐放大，并且逐渐取代落后除草剂成为新的主流除草剂。

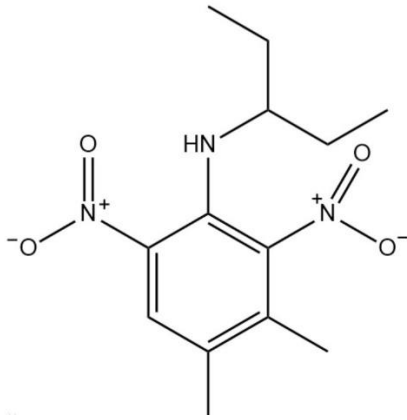
## 3 公司自备硝化中间体，二甲戊灵有望承接巴斯夫产能

### 3.1 二甲戊灵优势明显，价格有望保持高景气

二甲戊灵是一种有机化合物，分子式为  $C_{13}H_{19}N_3O_4$ ，属二硝基苯胺类除草剂，通过正在萌发的杂草幼芽吸收药剂，进入植物体内的药剂与微管蛋白结合，抑制植物细胞的有丝分裂，从而造成杂草死亡。具有活性高、杀草谱广、低毒低残留、对人畜安全性高等特点，

又因土壤吸附性强，不易淋溶，对环境友好；芽前芽后及移栽前均可使用，持效期长达 45-60 天，一次施药可解决作物整个生长期的杂草危害。

图12：二甲戊灵结构式



资料来源：浙商证券研究所

图13：二甲戊灵产品



资料来源：浙商证券研究所、惠农网

二甲戊灵属于苗前选择性除草剂，相比于同类型的其他除草剂例如氟乐灵、乙草胺，二甲戊灵在安全性、挥发性等表现更优异，对于环境的影响方面更加轻微。

表2：苗前选择性除草剂性能对比

项目	二甲戊灵	乙草胺	氟乐灵
杀草谱	苗前选择性除草剂，杀草谱较广	苗前选择性除草剂，杀草谱较广	苗前选择性除草剂，杀草谱较广
水溶性	水溶性较低、淋溶少	水溶性高，易淋溶	水溶性较低
安全性	安全性高	安全性差	安全性差
挥发性	蒸气压低，不易挥发	蒸气压低，不易挥发	蒸气压高，易挥发
使用便利性	不易光解，不需要魂土	不易光解，不需要混土	易光解，需要混土
土壤质量	残留低	残留较高	残留较低但是时间长
地下水	影响极低	影响较大	影响较小

资料来源：浙商证券研究所、贝斯美招股说明书

**二甲戊灵价格稳中有升，未来有望继续保持高景气：**根据 IFIND 数据，2017 年-2021 年 9 月，整体价格在 4.5-5.5 万元/吨区间波动。目前印度二甲戊灵产能约占全球产能 15%，由于印度在 2020 年 3 月 24 日发布封城 21 天，导致了全球的二甲戊灵原药供给受限，产品价格应声上涨。2021 年印度疫情导致开工不足，价格再次上涨。2022 年初价格上涨一方面是因为全球需求旺盛，巴斯夫及印度开工不足，导致供给失衡，另一方面是因为原材料价格出现小幅上涨，提高了成本。预计在未来随着二甲戊灵替代氟乐灵、乙草胺等农药，需求进一步增长，但供给端没有新增，所以其价格有望继续保持高位。

图14: 二甲戊灵价格变化(万元/吨)(2017-2022)

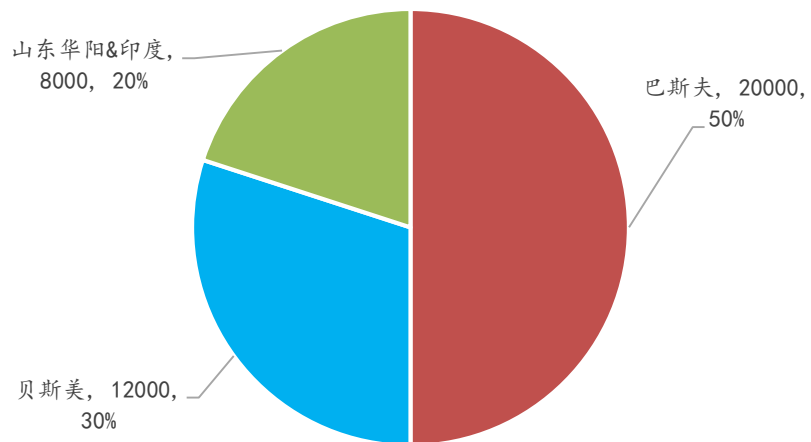


资料来源: 浙商证券研究所、IFIND

### 3.2 二甲戊灵市占比提升, 全球供给较为集中

全球二甲戊灵的生产供给高度集中, 目前全球二甲戊灵总产能大约为 40000 吨/年, 其中国际上最大的生产企业为巴斯夫, 产能为 20000 吨/年; 国内最大的生产企业为贝斯美, 产能为 12000 吨/年; 其余印度 UPL/山东华阳等公司合计产能为 8000 吨/年。

图15: 二甲戊灵全球供给分布(吨/年)



资料来源: 浙商证券研究所、世界农化网、公司公告

### 3.3 自备关键中间体, 夯实公司竞争优势

硝化生产是一种危险的生产反应过程, 其反应热量大温度不易控制; 反应组分接触不均匀容易导致局部过热; 易发生副反应和过反应, 且产物多具有易爆性。近年来国内外也有发生多起硝化生产爆炸事件, 引起了各国政府的高度重视。我国江苏省在 2020 年发布《关于进一步提升硝化企业本质安全水平的指导意见》对硝化企业提出了指导意见、陕西省在 2021 年发布了《陕西省化工项目安全准入条件(试行)》和《陕西省禁止危险化学品目录(第一批)》严格限制了硝化生产的准入条件。

**公司掌握大批量 4-硝生产技术，工艺不断优化：**公司使用大宗化工原材料邻二甲苯通过低温连续硝化工艺合成 4-硝，通过创新的安全控制系统使得工艺更加安全，产品品质更加稳定，并且高度自动化；同时公司还完成了催化剂筛选及工艺流程优化等重大技术攻关，可以提高 4-硝的产出比例，减少副产物 3-硝占比；

**公司 4-硝产能充足，可满足自身生产需求：**根据公司招股说明书，我们计算出戊胺的 4-硝平均单耗约为 0.8，二甲戊灵的戊胺平均单耗约为 0.71。目前公司拥有 4-硝产能 8000 吨，对应最多可生产戊胺 10000 吨、二甲戊灵约 14000 吨，可以充分满足公司的二甲戊灵原药 12000 吨产能制备需求。

表3：公司产品耗用量（2016-2019H1）

产品	项目	2016	2017	2018	2019H1
戊胺	产量	3065.82	5598.12	5731.08	4257.13
	4-硝耗用量	2452.66	4478.50	4584.86	3405.70
	4-硝单耗	0.80	0.80	0.80	0.80
二甲戊灵原药	产量	3977.40	7466.30	7204.77	5666.89
	戊胺耗用量	2795.13	5275.09	5189.67	4043.77
	戊胺单耗	0.70	0.71	0.72	0.71
二甲戊灵制剂	产量	1552.47	2705.16	2401.99	766.51
	原药耗用量	535.95	952.48	857.21	271.80
	原药单耗	0.35	0.35	0.36	0.35

资料来源：浙商证券研究所、公司公告

**公司 4-硝国内外认可度高，客户分布广泛：**公司 4-硝基邻二甲苯在满足自身二甲戊灵原药生产的同时，约有 1000-2000 吨可以对外销售，目前国内客户包含中农立华、山东华阳、山东滨农、台州新农等，国外客户包含 BASF、UPL、FINCHIMICA S.P.A、ADAMA AGAN LTD 等，其中 BASF、UPL、山东华阳同为二甲戊灵原药生产厂家，充分说明公司 4-硝产品在行业内有一定的竞争优势。

表4：2021 年公司前五大销售客户

客户名称	年销售额占比
FINCHIMICA S.P.A	17.41%
ADAMAAGAN LTD	13.97%
BASF CORPORATION	7.18%
山东滨农科技有限公司	4.66%
台州新农科技有限公司	4.62%

资料来源：浙商证券研究所、公司公告

### 3.4 承接巴斯夫订单，产能有望继续扩充

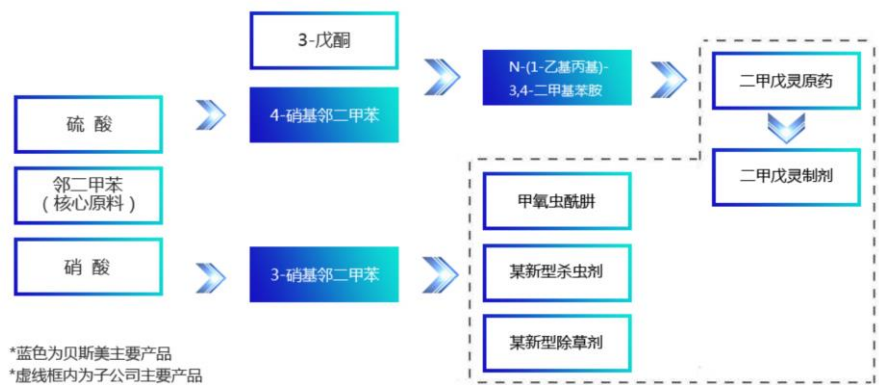
根据公司 2022 中报，公司在 2022H1 对巴斯夫实现销售额 8747 万元，比 2021 年全年的销售额 3805 万元提高了 129.88%，公司积极和巴斯夫商谈二甲戊灵原药制造承接事宜，有望在未来承接巴斯夫的二甲戊灵原药产能，并且成为巴斯夫二甲戊灵制剂的专用原药供应商，既扩充了产能，也保证了原药的销量。公司产能有望在未来几年稳步提高。

## 4 打造“1+3”产业布局，向外拓展新材料产品布局

### 4.1 三硝副产甲氧虫酰肼等产品，丰富产品种类

三硝副产物再利用工艺开发成功，扩增公司新产品线：公司依托创新研发，利用制备二甲戊灵时所生成的副产物“3-硝基邻二甲苯”（简称三硝）成功开发了优秀杀虫剂甲氧虫酰肼的低成本全套合成工艺，并且目前也已经取得了甲氧虫酰肼的原药登记。除此之外公司还利用三硝有效开展了氟苯虫酰胺、苯唑草酮等新型优质农药的全新低成本合成工艺的研发。最终有望与二甲戊灵产品形成独有的“1+3”核心产业布局。

图16： 贝斯美“1+3”产业布局



资料来源：浙商证券研究所、公司官网

### 4.2 铜陵一期有望明年落地，公司平台化建设逐步推进

公司依托定向增发募资努力打造新材料平台化公司：根据公司公告，公司募资项目总产品分布为二甲基丙酮（3-戊酮）5500吨/年，甲基丙基酮（2-戊酮）3000吨/年，醋酸甲酯12700吨/年，正戊烯（1-戊烯）4000吨/年，环戊烯13000吨/年，溶剂油3000吨/年，醋酸戊酯3000吨/年；合计规划产能44200吨/年。

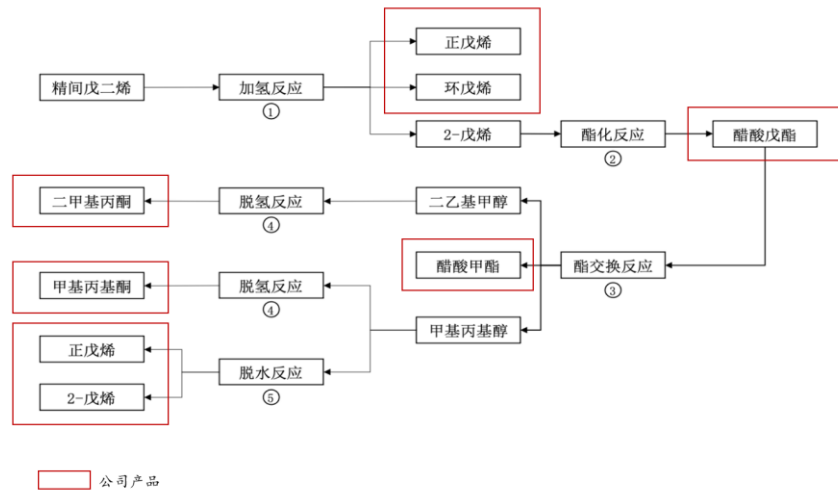
公司2021年披露了在铜陵建设“年产8500吨戊酮系列绿色新材料项目”，根据公司与铜陵经济开发区签署的《年产2.6万吨戊酮系列绿色新材料项目投资协议书》，本次募投的8500吨新材料新项目为该项目的一期建设工程，目前一期项目已经进入了建设阶段，预计有望在2023年6月30日达使用状态。根据公司公告，新材料一期项目最主要的产品为二甲基丙酮（3-戊酮）、甲基丙基酮（2-戊酮）、醋酸甲酯、正戊烯。

表5： 公司新材料总规划产能

产品	产能（吨/年）
二甲基丙酮	5500
甲基丙基酮	3000
粗醋酸甲酯	3900
精醋酸甲酯	8800
正戊烯	4000
环戊烯	13000
醋酸戊酯	3000
溶剂油	3000

资料来源：浙商证券研究所、公司公告

图17: 贝斯美新材料生产工艺流程图



资料来源: 浙商证券研究所、公司公告

### 4.3 新材料项目产品应用广泛, 公司制备优势明显

#### 4.3.1 二甲基丙酮 (3-戊酮)

二甲基丙酮是重要的精细化工原料和高端溶剂, 大部分被用于生产二甲戊灵原药, 其余部分可用作奥司他韦的原料。传统二甲基丙酮的生产工艺分为异戊二烯法、酸酐法、酸酐和成法; 公司自主研发出以 C5 为原材料生产二甲基丙酮, 相比于其他工艺具有品质高、成本低、副产物价值高等特点, 具有生产工艺优势。

表6: 二甲基戊酮生产工艺对比

生产工艺	工艺路线	工艺特点
异戊二烯法	将原料异戊二烯和水在特定温压条件下, 用改性分子筛作催化剂进行反应, 经精馏分离得到成品。	工艺简单, 但存在反应压力高、产品纯度低、经济效益差等缺点。
酸酐法	将原料酸、酐、水按一定比例混合后预热到一定温度, 然后通入反应段, 在 400-500°C 下反应, 反应器冷凝后, 得到混合酮, 再经分离得纯品。	工艺简单, 可采用连续法生产, 但转化率低, 催化剂制作比较繁杂。
酸酐合成法	将两种或一种不同的酸在适当的温度和催化剂作用下, 以较高的转化率和选择性获得脂肪族酮, 再经分离得到纯品。	采用连续化反应方式, 具有转化率较高、污染小、能耗低等特点, 但原材料成本相对较高。
C5 合成法	以碳五馏分中主要成分之间戊二烯为原材料, 经过选择性加氢、酯化、酯交换、脱氢等工序, 生成精制成品。	具有成本低、品质高、副产品价值高等特点。但工艺路线较长、对工艺流程管理要求较高。

资料来源: 浙商证券研究所、公司公告

公司目前规划 5500 吨的 3-戊酮产能, 其中 4000 吨自用生产二甲戊灵原药, 其余 1500 吨外售, 巴斯夫、山东华阳为公司的外销主要客户。根据公告, 公司 2018/2019/2020/2021 对外采购二甲基戊酮均价为 25076.36/24634.09/21805.74/22964.73 元/吨; 我们预计随着公司新材料项目一期投产, 公司生产二甲基戊酮的成本价格有望控制在 20000 元/吨以下, 预计有望减少公司的二甲戊灵约 10% 的制造成本;

#### 4.3.2 甲基丙基酮 (2-戊酮)

甲基丙基酮主要的工业用途是生产脲型交联剂 2-戊酮脲, 以及用于合成树脂的活性溶剂和涂料添加剂。2-戊酮脲可以替代有环境毒性的丁酮脲应用在建筑材料和涂料中, 以及作为交联剂使用在橡胶、热固性树脂中, 提高产品强度和弹性。甲基丙基酮还可以用于制造高端电子新材料光刻胶; 在医药领域作为西地那非的原材料; 在香料应用领域, 甲基丙基酮可以用来合成 2,3-戊二酮, 在食用香精和日化香精中有广泛应用。

我国是全球最大的丁酮肟生产国，根据新思界产业研究中心发布的《2018-2023年中国丁酮肟市场专题及投资分析研究报告》显示，2017年我国丁酮肟的产能为3.50万吨，占全球总产能的61.4%。预计未来2-戊酮肟有望对丁酮肟市场进行广泛替代。甲基丙基酮国内目前处于市场起步阶段，国内对于甲基丙基酮的需求仅能通过进口满足，市场前景较好。

在生产方面公司可以通过脱水工艺，将甲基丙基醇转化为正戊烯和可以再次投入生产的2-戊烯，再通过2-戊烯反应生成二甲基丙酮实现产品的互相转化，最大化程度利用公司的产线。

#### 4.3.3 正戊烯

正戊烯是一种重要的精细化工产品中间体和原材料，主要用于合成杀菌剂丙环唑及高端化妆品添加剂。其中丙环唑一种具有保护和治疗双重作用的三唑类广谱杀菌剂，具有杀菌谱广泛、活性高、杀菌速度快、持效期长、内吸传导性强等特点；主要生产厂家为扬农化工、山东亿、先正达等；此外其相关产品还可以作为化妆品、护肤品、抗菌剂使用，国内的生产厂家包括联盛化学、伽玛化学。

公司本次投产4000吨/年正戊烯，有望对国外南非沙索化学的正戊烯产品进行国产替代，满足国内市场需求。

#### 4.3.4 醋酸甲酯

醋酸甲酯是一种重要的有机化工原料和化工产品，具有诸多优良的品质，如低沸点、强溶解力等特点；作为一种绿色环保有机溶剂用于替代丙酮、丁酮、乙酸乙酯、环戊烷等，主要应用在树脂、涂料、油墨、油漆、胶粘剂、皮革生产过程所需的溶剂，聚氨酯泡沫发泡剂，天那水等

根据隆众资讯，醋酸甲酯目前全国产能约为70万吨/年，华东、华南占比最大，公司本次投产醋酸甲酯产能12700吨/年，有望凭借副产成本优势在国内占据一部分市场。

表7：公司新材料产品特点 and 用途

产品	主要特点和用途
二甲基丙酮	二甲基丙酮作为重要的精细化工原料和高端溶剂，是除草剂二甲戊灵和抗病毒药物达菲（奥司他韦）的关键中间体，其用量逐年增长，广泛应用于合成染料、医药、农业等领域 公司自用大概4000吨，其余对外销售
甲基丙基酮	甲基丙基酮主要的工业用途是生产脲型交联剂2-戊酮肟，以及用于合成树脂的活性溶剂和涂料添加剂 2-戊酮肟可以替代有环境毒性的丁酮肟应用在建筑材料和涂料中，以及作为交联剂使用在橡胶、热固性树脂中，提高产品强度和弹性 甲基丙基酮还可以用于制造高端电子新材料光刻胶 在医药领域作为西地那非的原材料
粗醋酸甲酯	在香料应用领域，甲基丙基酮可以用来合成2,3-戊二酮，在食用香精和日化香精中有广泛应用
精醋酸甲酯	作为一种绿色环保有机溶剂用于替代丙酮、丁酮、乙酸乙酯、环戊烷等，主要应用在树脂、涂料、油墨、油漆、胶粘剂、皮革生产过程所需的溶剂，聚氨酯泡沫发泡剂，天那水等，已经逐步发展成为一种重要的基础有机化工原料
正戊烯	正戊烯是一种重要的精细化工产品中间体和原材料，主要用于合成杀菌剂丙环唑及高端化妆品添加剂 丙环唑是一种具有保护和治疗双重作用的三唑类广谱杀菌剂，具有杀菌谱广泛、活性高、杀菌速度快、持效期长、内吸传导性强等特点 以正戊烯为原材料合成的相关产品还可作为化妆品、护肤品保湿剂及抗菌剂使用，在各品牌护肤品、化妆品中应用广泛
环戊烯	环戊烯主要用于生产聚环戊烯橡胶，以及环戊基苯酚（消毒剂）、环醛、环戊二醇、环戊酮等精细化工产品
醋酸戊酯	醋酸戊酯主要作为溶剂、稀释剂等

资料来源：浙商证券研究所、公司公告

我们预计公司的新项目完全投产后，有望凭借一体化和成本优势逐步打破相关产品长期被国外公司垄断的局面，有望成为一家 C5 新材料平台型企业，在国内的市场中占据一席之地。

## 5 估值和盈利预测

关键假设：

1、**二甲戊灵原药**：考虑到承接巴斯夫订单问题，我们预计 2022-2024 年二甲戊灵销量为 12000/13000/14000 吨，单价保持为 6.5/6.5/6.5 万元/吨；同时由于公司自建未来新建三戊酮产线，可以部分自给原料，我们预计二甲戊灵原药 2022-2024 年的毛利率为 38%/40%/42%；

2、**C5 新材料项目**：考虑到明年项目投产存在产能爬坡问题，所以对应 3-戊酮 2022-2024 销量为 0/0/2000 吨，2-戊酮 2022-2024 销量为 0/1000/3000 吨，正戊烯 2022-2024 销量为 0/1000/4000 吨，醋酸甲酯销量为 0/5000/12700 吨，环戊烯销量为 0/5000/13000 吨；根据产品的市场平均价格，我们保守预测 3-戊酮 2022-2024 销售均价为 25000 元/吨，2-戊酮 2022-2024 销售均价为 25000 元/吨，正戊烯 2022-2024 销售均价为 15000 元/吨，醋酸甲酯销售均价为 3000 元/吨，环戊烯销售均价为 4000 元/吨，毛利率统一预测为 35%；

3、**其他营收**：根据公司近几年的其他项目平均营收数据，我们假设 2022-2024 年公司的其他营收为 100/100/100 亿元，毛利率为 20%；

表8：公司细分业务盈利预测

	2022E	2023E	2024E
<b>二甲戊灵</b>			
营业收入（百万元）	780	845	910
增长率（%）	95.49%	8.33%	7.69%
毛利率（%）	38%	40%	42%
<b>3-戊酮</b>			
营业收入（百万元）		0	50
增长率（%）		0%	100%
毛利率（%）		35%	35%
<b>2-戊酮</b>			
营业收入（百万元）		25	75
增长率（%）		100%	200.00%
毛利率（%）		35%	35%
<b>正戊烯</b>			
营业收入（百万元）		15	60
增长率（%）		100%	300%
毛利率（%）		35%	35%
<b>醋酸甲酯</b>			
营业收入（百万元）		15	38.1
增长率（%）		100%	154%
毛利率（%）		35%	35%
<b>环戊烯</b>			
营业收入（百万元）		20	52
增长率（%）		100%	160%
毛利率（%）		35%	35%
<b>其他</b>			
营业收入（百万元）	100	100	100
增长率（%）	-24%	0%	0%
毛利率（%）	20%	20%	20%

资料来源：浙商证券研究所

预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 8.80/10.20/12.85 亿元，同比增速分别为 66.03%/15.91%/25.99%；公司归母净利润分别为 1.53/1.93/2.57 亿元，同比增速分别为 170.52%/26.44%/33.34%；EPS 为 0.76/0.96/1.28，对应 PE 为 23.50/18.59/13.94 倍，给予“买入”评级。

**估值分析：**公司的主营业务为农药，我们选取与公司同处农药行业的扬农化工、中农立华、安道麦 A、润丰股份进行对比，根据 wind 数据，行业 2022E 对应 EPS 为 3.25，PE 为 22.42。公司 2022E 估值为 23.50，略高于行业平均值，主要是因为公司新材料项目即将投产，项目有利于提升公司估值。

表9： 同行业估值对比

股票代码	简称	20220914 收盘价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600486.SH	扬农化工	109.79	3.94	6.91	7.59	8.44	10.19	13.74	13.06	12.47
603970.SH	中农立华	30.00	0.89	1.10	1.35	1.79	29.37	27.28	22.29	16.80
000553.SZ	安道麦 A	10.17	0.07	0.40	0.48	0.53	124.93	25.66	21.23	19.06
301035.SZ	润丰股份	105	2.90	4.57	5.18	6.08	20.03	22.99	20.28	17.26
	平均	63.74	1.95	3.25	3.65	4.21	46.13	22.42	19.22	16.40
300796.SZ	贝斯美	17.37	0.28	0.76	0.96	1.28	63.58	23.50	18.59	13.94

资料来源：浙商证券研究所

## 6 风险提示

- 项目建设不及预期：**如果公司 C5 新材料项目产线建设无法在 2023 年及时投产，将影响公司整体业绩。
- 生产安全风险：**由于硝化生产具备不稳定性，具有生产爆炸风险，将会影响公司开工从而影响整体业绩。
- 政策变动：**全球各个国家地区对于农药的准入政策标准不一，如果有国家地区禁止公司产品销售，将会给公司的业绩造成一定的影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	637	874	1001	1205
现金	333	432	522	659
交易性金融资产	1	0	1	1
应收账款	84	160	169	215
其它应收款	5	7	8	11
预付账款	9	29	32	33
存货	63	110	122	146
其他	142	135	146	141
<b>非流动资产</b>	761	802	912	1007
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	73	39	53	55
固定资产	395	433	472	511
无形资产	177	226	287	370
在建工程	73	67	53	29
其他	43	37	47	42
<b>资产总计</b>	1398	1676	1913	2212
<b>流动负债</b>	283	326	367	405
短期借款	105	83	96	95
应付款项	86	172	184	216
预收账款	0	1	0	0
其他	91	71	86	94
<b>非流动负债</b>	26	26	26	26
长期借款	26	26	26	26
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	309	352	393	431
少数股东权益	20	23	26	30
归属母公司股东权益	1069	1301	1494	1751
<b>负债和股东权益</b>	1398	1676	1913	2212

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	96	152	207	273
净利润	57	155	196	261
折旧摊销	43	29	33	37
财务费用	2	5	5	2
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	(18)	4	(5)	(11)
其它	9	(41)	(22)	(17)
<b>投资活动现金流</b>	(241)	(75)	(133)	(138)
资本支出	(35)	(59)	(56)	(50)
长期投资	(28)	34	(13)	(3)
其他	(177)	(50)	(64)	(85)
<b>筹资活动现金流</b>	58	22	16	2
短期借款	5	(23)	14	(1)
长期借款	26	0	0	0
其他	27	45	2	3
<b>现金净增加额</b>	(88)	99	90	137

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	530	880	1020	1285
营业成本	374	564	636	787
营业税金及附加	4	7	9	11
营业费用	11	23	24	30
管理费用	36	55	68	85
研发费用	33	52	61	77
财务费用	2	5	5	2
资产减值损失	2	1	1	2
公允价值变动损益	1	0	1	1
投资净收益	(2)	(0)	(0)	(0)
其他经营收益	2	4	4	3
<b>营业利润</b>	68	176	222	296
营业外收支	(4)	(0)	(1)	(1)
<b>利润总额</b>	65	176	221	295
所得税	8	21	25	33
<b>净利润</b>	57	155	196	261
少数股东损益	1	2	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	56	153	193	257
EBITDA	109	208	256	332
EPS (最新摊薄)	0.28	0.76	0.96	1.28

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	31.02%	66.03%	15.91%	25.99%
营业利润	48.24%	157.02%	26.09%	33.29%
归属母公司净利润	55.45%	170.52%	26.44%	33.34%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.38%	35.95%	37.67%	38.79%
净利率	10.81%	17.61%	19.21%	20.33%
ROE	5.30%	12.65%	13.57%	15.59%
ROIC	4.71%	11.05%	12.03%	13.74%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.11%	21.02%	20.56%	19.51%
净负债比率	58.57%	36.48%	37.81%	35.40%
流动比率	2.25	2.68	2.73	2.97
速动比率	2.03	2.34	2.39	2.61
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.39	0.57	0.57	0.62
应收账款周转率	7.11	7.20	6.16	6.62
应付账款周转率	6.86	7.52	6.33	6.79
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.28	0.76	0.96	1.28
每股经营现金	0.48	0.76	1.03	1.36
每股净资产	8.82	6.48	7.45	8.73
<b>估值比率</b>				
P/E	63.58	23.50	18.59	13.94
P/B	2.03	2.76	2.40	2.05
EV/EBITDA	18.09	15.91	12.65	9.35

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>