

广信股份 (603599.SH)

业绩同比大幅增长，一体化战略稳步推进

核心观点:

- 公司发布 2022 年三季报。报告期内实现营收 66.15 亿元，同比+60.27%，归母净利润 18.50 亿元，同比+79.14%。2022Q3 单季度实现营收 21.13 亿元，同比+30.54%，实现归母净利润 6.07 亿元，同比+50.81%。
- 农药原药产品量价齐升，支撑业绩增长。根据公司经营数据公告，2022Q3 单季度公司农药原药销量 1.83 万吨（去年同期 1.75 万吨），售价 3.97 万元/吨，同比+30.05%；农药中间体销量 4.31 万吨，售价 1.63 万元/吨，同比+2.83%。前三季度，公司毛利率同比提高 2.13 个百分点至 43.15%，为历史最佳水平。
- 持续增强一体化产业布局。公司完善光气上游离子膜烧碱布局，未来将解决光气原材料液氯的运输问题，进一步打通氯化苯上游原材料。对（邻）硝基氯化苯二期 10 万吨（累计 20 万吨）项目已正常生产，下游可延伸至对硝基苯酚、对氨基苯酚、3, 4-二氯苯胺（公司敌草隆产品的核心原材料），进一步延伸至下游的多菌灵、甲基硫菌灵等。
- 资金实力雄厚，后续发展值得期待。截至 2022Q3 公司货币资金与交易性金融资产合计 77.14 亿元，在建工程 7.55 亿元。公司目前拥有光气下游中间体，可向下布局农药产品，未来也可布局酰氯系列产品和异氰酸酯系列产品。邻苯二胺可往下游持续布局医药、染料中间体等。
- 盈利预测与投资建议。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 3.45/3.84/4.45 元/股，维持合理价值 44.01 元/股，对应公司 23 年业绩 11 倍 PE 估值，维持“买入”评级。
- 风险提示。汇率大幅波动、贸易争端不确定性、行业无序扩张、原材料价格大幅波动、需求不及预期等。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,402	5,550	8,754	10,318	12,168
增长率 (%)	9.4	63.1	57.7	17.9	17.9
EBITDA (百万元)	828	1,793	2,658	2,852	3,266
归母净利润 (百万元)	589	1,479	2,244	2,494	2,894
增长率 (%)	16.4	151.3	51.7	11.2	16.0
EPS (元/股)	1.27	3.18	3.45	3.84	4.45
市盈率 (x)	18.92	12.25	8.70	7.83	6.75
ROE (%)	10.4	21.3	23.0	19.4	17.2
EV/EBITDA (x)	11.35	8.81	5.70	4.55	3.32

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

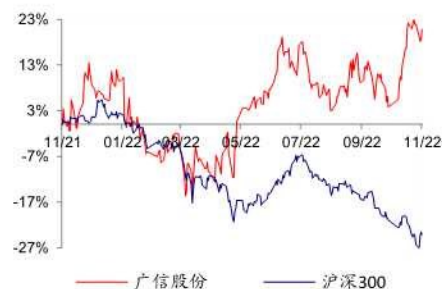
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	30.03 元
合理价值	44.01 元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-03

相对市场表现



分析师:

邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



021-38003672



dengxianhe@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-23942150

wuxr@gf.com.cn

请注意：邓先河并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

广信股份 (603599.SH) :主 2022-04-28

营产品量价齐升，业绩大幅增长

请务必阅读末页的免责声明

一、盈利预测及投资建议

广信股份的主要产品为农药、精细化工品。公司是以光气为原料的国内农药细分领域特色企业，拥有光气-中间体-原药-制剂各生产环节的完整产业链，且从关键生产工艺入手，不断提升产品质量水平和开发新产品，进一步布局精细化学品等业务，有利于其丰富产品结构、降本增效，为公司长期发展提供支撑。

(1) 农药业务：今年前三季度，公司整体营收同比增长60%，毛利率同比提高。考虑公司2022年农药业务仍然处于景气周期（量价齐升），2023年开始公司农药项目逐步放量，2022年为营收增速大年，2023-2024营收同比增速较2022年有所回落，我们预计2022-2024年收入同比增长50%/20%/20%，未来三年的毛利率预计分别为40%/35%/35%。

(2) 精细化学品业务：公司精细化学品布局日趋完善，产品数量稳步增加，上游配套一体化程度不断抬升，考虑精细化学品新项目放量，（邻）硝基氯化苯二期10万吨项目已正常生产，2022年为营收增速大年，2023-2024增速有所下降，我们预计2022-2024年收入同比增长70%/15%/15%，未来三年的毛利率预计分别为45%/45%/45%。

(3) 其他：广信股份其他业务占整体营收比重较小，预计2022-2024年整体增长小于农药、精细化学品业务，营收同比增长10%/10%/10%，毛利率维持2021年水平附近，预计分别为60%/60%/60%。

表 1：广信股份营收拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
农药					
收入	2161	3361	5041	6049	7259
增长率	6%	56%	50%	20%	20%
成本	1456	2130	3024	3932	4718
毛利	704	1231	2016	2117	2541
毛利率(%)	33%	37%	40%	35%	35%
精细化工					
收入	1226	2175	3697	4252	4890
增长率	16%	77%	70%	15%	15%
成本	737	1042	2034	2339	2689
毛利	489	1133	1664	1913	2200
毛利率(%)	40%	52%	45%	45%	45%
其他					
收入	15	14	16	17	19
增长率	-20%	-6%	10%	10%	10%
成本	10	5	6	7	8
毛利	6	10	10	10	11
毛利率(%)	37%	68%	60%	60%	60%
合计					
收入	3402	5550	8754	10318	12168

增长率	9%	63%	58%	18%	18%
成本	2203	3177	5064	6277	7415
毛利	1199	2373	3690	4041	4753
毛利率	35%	43%	42%	39%	39%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

综上, 预计2022-2024年, 广信股份收入分别为87.54/102.18/121.68亿元, 同比增长58%/18%/18%。归母净利润22.44/24.94/28.94亿元, 同比增长52%/11%/16%; 按照11月3日市值对应22-24年PE分别为9X, 8X, 7X。

可比公司估值: 在农药上市公司中, 扬农化工、润丰股份、联化科技为所在农药行业细分领域龙头, 但上述公司的原药产品占业务比重、细分产品门类、终端市场地理分布等差异较大, 此外海利尔也为农药细分领域领先公司, 但与广信股份产业布局、具体细分产品不同。广信股份相较传统农药公司, 在精细化学品行业也有布局。因而估值水平有较大差异。预计广信股份新项目逐个落地, 产品结构不断优化, 我们预计公司22-24年EPS分别为3.45/3.84/4.45元/股, 维持合理价值44.01元/股, 对应公司23年业绩11倍PE估值, 维持“买入”评级。

表 2: 广信股份可比公司PE估值情况可比 (按照11月3号收盘价)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (倍)		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
扬农化工	600486.SH	农药	304.94	12.22	20.05	22.50	24.95	15.21	13.55
润丰股份	301035.SZ	农药	260.71	8.00	16.43	18.66	32.60	15.87	13.97
海利尔	603639.SH	农药	86.56	4.50	6.01	8.22	19.25	14.40	10.53
联化科技	002250.SZ	农药	173.39	3.15	4.79	7.06	54.97	36.19	24.55

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 盈利预测来自 Wind 一致预测。

二、风险提示

(一) 汇率大幅波动风险

公司目前出口业务总量较大, 外汇结算面临一定的不确定性。

(二) 贸易争端不确定性的风险

一方面国际贸易摩擦持续, 公司产品价格、销量面临市场波动风险, 另一方面外销占比过大, 存在国外市场比重较高、依赖度较大的风险。

(三) 行业无序扩张风险

农药行业2016年后受供给侧改革等政策影响, 产能优化显著。若行业政策等发生变化, 存在行业产能无序扩张的风险。

(四) 原材料价格大幅波动风险

公司生产所需的化工原材料需外采, 受宏观经济等影响, 原材料价格可能出现大幅

波动，对产品毛利率产生影响。

（五）需求不及预期的风险

近年来全球恶劣天气情况频繁发生，对农作物的生长以及农药的需求产生不利影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,195	7,712	10,406	13,361	16,301	经营活动现金流	692	1,411	2,648	2,944	3,322
货币资金	1,731	2,692	4,683	6,952	9,202	净利润	589	1,479	2,244	2,494	2,894
应收及预付	250	424	749	884	1,042	折旧摊销	229	227	228	247	266
存货	764	1,405	1,546	1,916	2,263	营运资金变动	-125	-220	202	255	218
其他流动资产	2,449	3,192	3,428	3,609	3,793	其它	-1	-76	-26	-52	-56
非流动资产	2,172	2,441	3,249	4,282	6,182	投资活动现金流	427	-882	-764	-756	-1,148
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-231	-239	-706	-706	-1,106
固定资产	1,269	1,567	2,119	2,678	3,602	投资变动	501	-723	-150	-150	-150
在建工程	357	456	706	1,176	2,146	其他	157	80	92	100	108
无形资产	210	208	213	218	223	筹资活动现金流	-119	159	107	82	77
其他长期资产	337	210	210	210	210	银行借款	0	361	-61	100	100
资产总计	7,366	10,153	13,655	17,643	22,482	股权融资	32	0	186	0	0
流动负债	1,644	3,086	3,780	4,671	5,528	其他	-151	-203	-17	-18	-23
短期借款	0	361	300	400	500	现金净增加额	970	684	1,991	2,269	2,251
应付及预收	1,272	1,702	3,240	3,999	4,723	期初现金余额	605	1,575	2,692	4,683	6,952
其他流动负债	372	1,023	240	272	305	期末现金余额	1,575	2,259	4,683	6,952	9,202
非流动负债	80	108	108	108	108						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	80	108	108	108	108						
负债合计	1,724	3,194	3,887	4,778	5,635						
股本	465	465	650	650	650						
资本公积	2,132	2,155	2,155	2,155	2,155						
留存收益	2,947	4,227	6,849	9,946	13,928						
归属母公司股东权益	5,642	6,959	9,767	12,865	16,847						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	7,366	10,153	13,655	17,643	22,482						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,402	5,550	8,754	10,318	12,168
营业成本	2,203	3,177	5,064	6,277	7,415
营业税金及附加	16	18	26	35	39
销售费用	37	54	95	111	131
管理费用	367	457	700	774	973
研发费用	181	279	438	516	608
财务费用	-4	-26	-53	-95	-134
资产减值损失	-50	-8	-53	-33	-33
公允价值变动收益	73	83	50	50	50
投资净收益	16	4	42	50	58
营业利润	661	1,683	2,553	2,839	3,295
营业外收支	9	5	4	4	4
利润总额	670	1,688	2,557	2,843	3,299
所得税	81	208	313	349	405
净利润	589	1,479	2,244	2,494	2,894
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	589	1,479	2,244	2,494	2,894
EBITDA	828	1,793	2,658	2,852	3,266
EPS (元)	1.27	3.18	3.45	3.84	4.45

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	9.4%	63.1%	57.7%	17.9%	17.9%
营业利润增长	15.8%	154.4%	51.8%	11.2%	16.1%
归母净利润增长	16.4%	151.3%	51.7%	11.2%	16.0%
获利能力					
毛利率	35.2%	42.8%	42.1%	39.2%	39.1%
净利率	17.3%	26.7%	25.6%	24.2%	23.8%
ROE	10.4%	21.3%	23.0%	19.4%	17.2%
ROIC	9.3%	18.7%	21.2%	17.2%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	23.4%	31.5%	28.5%	27.1%	25.1%
净负债比率	30.6%	45.9%	39.8%	37.1%	33.5%
流动比率	3.16	2.50	2.75	2.86	2.95
速动比率	2.69	2.04	2.34	2.45	2.54
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.55	0.64	0.58	0.54
应收账款周转率	14.33	13.69	11.93	11.93	11.93
存货周转率	4.45	3.95	5.66	5.39	5.38
每股指标 (元)					
每股收益	1.27	3.18	3.45	3.84	4.45
每股经营现金流	1.49	3.04	4.07	4.53	5.11
每股净资产	12.14	14.98	15.02	19.78	25.90
估值比率					
P/E	18.92	12.25	8.70	7.83	6.75
P/B	1.97	2.60	2.00	1.52	1.16
EV/EBITDA	11.35	8.81	5.70	4.55	3.32

广发基础化工行业研究小组

- 邓先河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭齐坤：高级分析师，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁续：高级研究员，同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 李凌芳：研究员，华东理工大学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。