

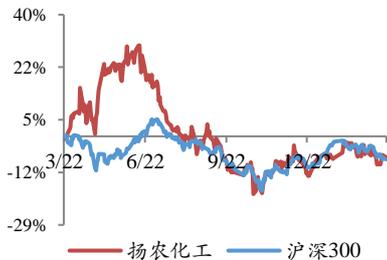
全年业绩续创新高，葫芦岛项目开启成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-20

收盘价（元）	105.70
近12个月最高/最低（元）	146.8/92.06
总股本（百万股）	310
流通股本（百万股）	310
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	328
流通市值（亿元）	328

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

3月19日，公司发布2022年年度报告。公司2022年度实现营业收入158.11亿元，同比增长34%；实现归母净利润17.94亿元，同比增长47%；实现扣非归母净利润19.32亿元，同比增长70%。2022Q4实现营业收入27.08亿元，同比增长4%；实现归母净利润为1.56亿元，同比下降25%；实现扣非归母净利润1.32亿元，同比下降11%。

● 公司原药产品量价齐升，全年营收突破150亿大关

公司2022年度实现营业收入158.11亿元，同比增长34%；实现归母净利润17.94亿元，同比增长47%。从价格端来看，2022年公司主营产品草甘膦、联苯菊酯、功夫菊酯、丙环唑、吡唑醚菌酯、烯草酮价格分别是6.3万元/吨、29.4万元/吨、21.3万元/吨、19.4万元/吨、26.3万元/吨、17.2万元/吨，同比分别增长24%、15%、-2%、21%、46%、37%。从销量端来看，公司2022年度加快优嘉四期项目有序投产，以多产支持多销，有力保障了市场需求，2022年原药产量达9.26万吨，同比增长9.46%；销量达8.74万吨，同比增长1.42%。从贸易端来看，公司通过巩固与战略供应商的合作，持续强化内部协同，加快推进全球登记布局，美洲、亚太等四大核心市场保持强劲增长，2022年贸易业务销售额首次突破40亿元，同比增长62%，贸易业务继续快速攀升。多因素作用下公司报告期经营业绩再创新高。

图表1：公司部分主营产品价格（万元/吨）

	2021	2022	同比（%）
草甘膦	5.0	6.3	24%
联苯菊酯	25.6	29.4	15%
功夫菊酯	21.8	21.3	-2%
丙环唑	16.1	19.4	21%
吡唑醚菌酯	18.0	26.3	46%
烯草酮	12.5	17.2	37%

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

相关报告

1. 全年业绩大幅增长，优创项目引领成长 2023-01-29

2. 股权激励彰显龙头信心，优创项目打开成长空间 2023-01-04

3. 三季度业绩暂时性承压，看好优创项目成长性 2022-10-2

图表2：公司原药产销情况（吨）

	2022 产量	同比（%）	2022 销量	同比（%）
原药	92593.63	9.46%	87383.07	1.42%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 股权激励获批复彰显龙头信心，22年分红比例提升体现投资价值

2023年3月13日，公司2022年限制性股票激励计划获得国务院国

资委批复，本激励计划拟授予激励对象限制性股票 350.88 万股，首次授予股票期权的激励对象包括公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、管理、技术关键岗位人员及董事会认为需要激励的其他业务骨干人员。激励计划以 ROE 指标、业绩增长率指标及负债率指标为考核条件。有助于充分调动其积极性和创造性，使其利益与公司长远发展更紧密地结合，防止人才流失，实现企业可持续发展。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 13.0 元（含税），以未分配利润向全体股东按每 10 股送红股 3 股，分配的现金红利占 2022 年度归属于上市公司股东的净利润的比例为 22.45%，分红比例较上年同期提升 5.97pct，彰显公司投资价值。

图表 3：激励计划考核指标

	净资产收益率 (ROE)	扣非归母净利润复 合增长率(A)	资产负债率 (B)	解除限 售比例
2023 年	ROE≥16.3%， 且 ROE≥对标企 业 75 分位值水 平	A≥15%，且 A≥ 对标企业 75 分 位值水平	B≤46.62%	1/3
2024 年	ROE≥16.3%， 且 ROE≥对标企 业 75 分位值水 平	A≥15%，且 A≥ 对标企业 75 分 位值水平	B≤46.61%	1/3
2025 年	ROE≥17.75%， 且 ROE≥对标企 业 75 分位值水 平	A≥15%，且 A≥ 对标企业 75 分 位值水平	B≤46.60%	1/3

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● **优嘉、优创项目有序推进，综合性农药龙头蓄势待发**

目前优嘉四期二阶段项目已经完成设备安装，具备试生产条件，新增 7310 吨拟除虫菊酯产能，并逐步为公司贡献业绩增量。同时公司优创项目有序推进，2022 年 5 月，公司决定在葫芦岛经济开发区设立辽宁优创植物保护有限公司（暂定名），开始逐步推进葫芦岛精细化工项目。2022 年 9 月，公司公告优创项目已完成选址、公司注册等工作，现在一期项目正在报批。2022 年 12 月初，公司对葫芦岛项目进行第一次信息公示，总投资 42.14 亿元，将由辽宁优创植物保护有限公司建设年产 15,650 吨农药原药及 7,000 吨农药中间体项目，产品涉及功夫菊酯、氟唑菌酰羟胺、啶菌噁唑等。其中氟唑菌酰羟胺是先正达最具市场潜力的 SDHI 类杀菌剂，啶菌噁唑是沈阳化工研究院与科迪华共同开发的一种新型异噁唑烷类杀菌剂。优创项目的推进有助于解决子公司沈阳科创目前面临的瓶颈问题，优化公司的生产布局，形成南北均衡布局，打开远期成长空间，巩固公司龙头地位。此外，优士青山技改等多个项目同步在按计划推进。

● 投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 19.68、22.08、25.03 亿元（2023-2024 年原预测值为 23.18 亿元、25.05 亿元），同比增速为 9.7%、12.2%、13.4%。对应 PE 分别为 16.64、14.84、13.08 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● 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	15811	17865	19512	22202
收入同比 (%)	33.5%	13.0%	9.2%	13.8%
归属母公司净利润	1794	1968	2208	2503
净利润同比 (%)	46.8%	9.7%	12.2%	13.4%
毛利率 (%)	25.7%	23.3%	23.5%	23.0%
ROE (%)	21.0%	18.5%	17.1%	16.1%
每股收益 (元)	5.79	6.35	7.12	8.08
P/E	17.94	16.64	14.84	13.08
P/B	3.77	3.08	2.53	2.11
EV/EBITDA	10.28	10.30	8.76	6.85

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		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	9302	13543	15095	20895	
现金	3358	6346	8386	11986	
应收账款	2665	2540	3206	3296	
其他应收款	70	64	82	85	
预付账款	357	604	556	696	
存货	2084	2847	2352	3705	
其他流动资产	768	1141	511	1128	
非流动资产	5491	5121	4762	4397	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	4073	3724	3376	3028	
无形资产	613	613	613	613	
其他非流动资产	806	784	773	756	
资产总计	14793	18664	19857	25292	
流动负债	5761	7691	6640	9568	
短期借款	300	225	199	149	
应付账款	1573	2504	1683	3260	
其他流动负债	3888	4962	4758	6158	
非流动负债	493	346	267	154	
长期借款	253	103	28	-85	
其他非流动负债	240	243	239	239	
负债合计	6254	8037	6908	9722	
少数股东权益	4	6	8	10	
股本	310	310	310	310	
资本公积	592	592	592	592	
留存收益	7634	9720	12040	14658	
归属母公司股东权益	8535	10621	12941	15560	
负债和股东权益	14793	18664	19857	25292	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2124	3096	2103	3684	
净利润	1796	1970	2210	2505	
折旧摊销	642	348	348	348	
财务费用	-41	41	33	27	
投资损失	106	30	82	66	
营运资金变动	-479	700	-578	731	
其他经营现金流	2376	1276	2795	1781	
投资活动现金流	-1469	36	-40	-11	
资本支出	-1167	-6	-8	-7	
长期投资	-145	71	48	60	
其他投资现金流	-158	-29	-81	-64	
筹资活动现金流	-507	-262	-135	-188	
短期借款	24	-75	-26	-50	
长期借款	0	-150	-75	-113	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-531	-36	-35	-25	
现金净增加额	256	2989	2040	3599	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	15811	17865	19512	22202	
营业成本	11750	13695	14934	17103	
营业税金及附加	44	46	52	59	
销售费用	346	399	431	493	
管理费用	841	917	1020	1150	
财务费用	-246	-93	-221	-308	
资产减值损失	-168	0	0	0	
公允价值变动收益	-81	0	0	0	
投资净收益	-106	-30	-82	-66	
营业利润	2147	2339	2631	2977	
营业外收入	6	6	6	6	
营业外支出	18	13	15	14	
利润总额	2135	2331	2621	2968	
所得税	340	361	412	463	
净利润	1796	1970	2210	2505	
少数股东损益	1	2	2	2	
归属母公司净利润	1794	1968	2208	2503	
EBITDA	2885	2623	2838	3081	
EPS (元)	5.79	6.35	7.12	8.08	

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营业收入	33.5%	13.0%	9.2%	13.8%	
营业利润	48.7%	8.9%	12.5%	13.2%	
归属于母公司净利润	46.8%	9.7%	12.2%	13.4%	
获利能力					
毛利率 (%)	25.7%	23.3%	23.5%	23.0%	
净利率 (%)	11.3%	11.0%	11.3%	11.3%	
ROE (%)	21.0%	18.5%	17.1%	16.1%	
ROIC (%)	20.2%	17.1%	15.6%	14.5%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.3%	43.1%	34.8%	38.4%	
净负债比率 (%)	73.2%	75.6%	53.3%	62.4%	
流动比率	1.61	1.76	2.27	2.18	
速动比率	1.17	1.31	1.86	1.75	
营运能力					
总资产周转率	1.13	1.07	1.01	0.98	
应收账款周转率	6.72	6.87	6.79	6.83	
应付账款周转率	7.60	6.72	7.13	6.92	
每股指标 (元)					
每股收益	5.79	6.35	7.12	8.08	
每股经营现金流薄)	6.85	9.99	6.79	11.89	
每股净资产	27.54	34.27	41.76	50.21	
估值比率					
P/E	17.94	16.64	14.84	13.08	
P/B	3.77	3.08	2.53	2.11	
EV/EBITDA	10.28	10.30	8.76	6.85	

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。