

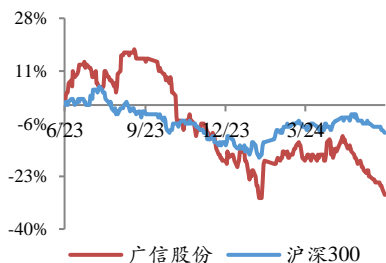
短期价格处于相对底部区间，长期产业链延伸多点布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-06-24

收盘价(元)	12.31
近12个月最高/最低(元)	20.78/11.35
总股本(百万股)	910
流通股本(百万股)	910
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	112
流通市值(亿元)	112

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

相关报告

1. 三季度业绩承压下滑，产业链布局持续拓展 2023-11-03

2. 二季度业绩稳健，产业链持续拓展 2023-08-25

主要观点：

● 事件描述

2024年6月16日，中农立华原药价格指数报76.99点，同比去年下跌11.4%，环比上月下跌1.09%。跟踪的上百个产品中，同比去年72%产品下跌；环比上月73%产品持平，6%产品上涨。

● 主营产品价格或已触底，静待农药市场底部回暖

受海外高库存影响，农药市场有效需求不足，叠加行业产能过剩，产品价格持续下行。截至2024年6月16日，中农立华原药价格指数报76.99点，同比去年下跌11.4%，环比上月下跌1.09%。跟踪的上百个产品中，同比去年72%产品下跌；环比上月73%产品持平，6%产品上涨。分品种来看，据中农立华数据，截至2024年6月16日，草甘膦均价2.57万元/吨，较2024年年初下跌0.03万元/吨，跌幅为-1.15%，较2023年年初下跌2.43万元/吨，跌幅为-48.6%；敌草隆均价为4.2万元/吨，较2024年年初持平，较2023年年初下跌0.8万元/吨，跌幅为-16.0%；多菌灵均价为3.45万元/吨，较2024年年初下跌0.1万元/吨，跌幅为-2.82%，较2023年年初下跌0.75万元/吨，跌幅为-17.9%；甲基硫菌灵均价为3.8万元/吨，较2024年年初下跌0.1万元/吨，跌幅为-2.56%，较2023年年初下跌0.5万元/吨，跌幅为-11.6%。农药需求具有刚性，进入2024年下半年，随着海外农药库存逐步出清，终端农药需求有望逐步恢复，我们预期公司主营产品价格已经进入底部区间。

● 多项目有序推进产业链持续完善，农药与精细化工有望多点开花

公司是光气法农药龙头企业，当前的主营产品为多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆、草甘膦等。同时，公司继续发挥光气资源优势，持续推进新项目建设，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，1000吨/年茚虫威、1500吨/年噁草酮、2000吨/年啞菌酯、2000吨/年环嗪酮等项目有序推进中。未来随着公司战略布局推进，竞争力将进一步提升。

● 光气准入门槛高应用范围广，围绕光气打造农药“农药+精细化工”双轮驱动平台

光气本身的高毒性及光气化生产潜在的危险性，致使光气准入门槛较高，同时光气在农药领域应用广泛，利用光气生产农药，具有生产消耗少、成本低、污染少等优势。公司拥有32万吨/年光气许可产能，位居农药类民营企业首位。公司坚持以光气在农药领域应用为业务核心，持续提

升工艺技术水平 and 产品质量，陆续规划了杀菌剂、除草剂、杀虫剂新增产能，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。硝基氯化苯作为重要的基础有机氯中间体，下游衍生的精细化学品、中间体及化工新材料品种众多，其中许多化合物具有良好的发展势头和较高的附加值，未来公司可以依托对（邻）硝基氯化苯资源，继续向下游医药、新材料领域拓展，丰富产品结构。截至 2023 年 12 月 31 日，公司合计使用产能 6.8 万吨/年，仅占许可产能 21%。充裕的光气许可产能和土地储备能够保证公司未来产业链扩张需求。

● 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。但考虑到农药市场景气度低迷，我们下调公司 2024 年-2025 年盈利预期。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.14 亿元、14.21 亿元、18.96 亿元（原 2024-2025 年预测值为 23.45、26.11 亿元），同比增速为 -22.6%、+27.6%、+33.4%。对应 PE 分别为 10X、8X、6X。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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5868	6460	7469	8549
收入同比 (%)	-35.3%	10.1%	15.6%	14.5%
归属母公司净利润	1439	1114	1421	1896
净利润同比 (%)	-37.9%	-22.6%	27.6%	33.4%
毛利率 (%)	37.8%	32.3%	33.7%	36.5%
ROE (%)	15.2%	10.5%	11.7%	13.5%
每股收益 (元)	1.58	1.22	1.56	2.08
P/E	9.18	10.06	7.88	5.91
P/B	1.39	1.05	0.92	0.80
EV/EBITDA	5.55	4.37	2.30	1.03

资料来源: wind, 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。