

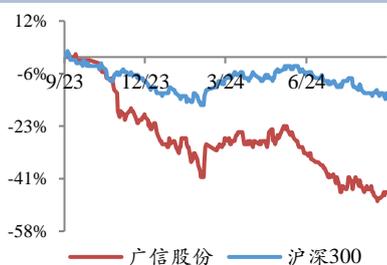
农药及精细化工盈利触底，产业链一体化持续布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-31

收盘价(元)	10.60
近12个月最高/最低(元)	20.78/9.98
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)	96
流通市值(亿元)	96

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

分析师：刘旭升

执业证书号：S0010524070003

电话：17610267257

邮箱：liuxs@hazq.com

相关报告

1.短期价格处于相对底部区间，长期产业链延伸多点布局 2024-06-25

2.三季度业绩承压下滑，产业链布局持续拓展 2023-11-03

主要观点：

● 事件描述

2024年8月27日，公司发布2024年半年度报告，1H24公司实现营业收入22.87亿元，同比-39.37%；实现归母净利润4.12亿元，同比-59.71%；实现扣非归母净利润3.72亿元，同比-61.38%。2Q24公司实现营业收入10.72亿元，同比-41.95%，环比-11.84%；实现归母净利润1.87亿元，同比-62.72%，环比-16.95%；实现扣非归母净利润1.57亿元，同比-67.62%，环比-26.97%。

● 公司二季度业绩承压下滑，静待农药市场底部回暖

2Q24公司实现营业收入10.72亿元，同比-41.95%，环比-11.84%；实现归母净利润1.87亿元，同比-62.72%，环比-16.95%。公司Q2业绩承压下滑，主要原因是在市场需求和采购价值双降的冲击下，公司主营产品农药量价齐跌。根据公司公告，2Q24公司农药原药销量1.79万吨，同比-5.1%；销售均价2.89万元/吨，同比-30.05%。分品种来看，据中农立华数据，截至2024年8月25日，草甘膦均价2.48万元/吨，较2024年年初下跌0.12万元/吨，跌幅为-4.62%，较2023年年初下跌2.52万元/吨，跌幅为-50.4%；敌草隆均价为3.88万元/吨，较2024年年初下跌0.32万元/吨，跌幅为-7.62%，较2023年年初下跌1.12万元/吨，跌幅为-22.4%；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。

● 打通“精细化工-农药-医药中间体”产业链，农药与精细化工多点开花

公司目前已围绕光气，打通了“精细化工-农药-医药中间体”产业链路，未来还将进一步细化下游医药中间体、染料中间体和新材料等业务布局。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30万吨离子膜烧碱项目解决了光气原材料液氯的运输问题，20万吨对邻硝基氯化苯也为公司农药和医药中间体提供了很大助力。未来公司将继续延伸光气和氯碱-对（邻）硝基氯化苯等上下游原材料应用，提升主业竞争力，公司甲基硫菌灵项目有序推进中。未来随着公司战略布局推进，公司产业链路将进一步完善，可以有效降低公司现有装置的生产成本和保障产品质量，也有利于公司布局新的产品，且布局出来的新产品与竞争对手相比具备显著成本优势。

● 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，我们下调公司盈利预期。预计公司2024-2026年归母净利润分别为8.97亿元、11.03亿元、14.12亿元(原预测值为11.14、14.21、18.96亿元)，同比增速为-37.7%、+23.0%、+28.0%。对应PE分别为11X、9X、7X。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	5563	6214	6915
收入同比 (%)	-35.3%	-5.2%	11.7%	11.3%
归属母公司净利润	1439	897	1103	1412
净利润同比 (%)	-37.9%	-37.7%	23.0%	28.0%
毛利率 (%)	37.8%	30.6%	32.3%	34.3%
ROE (%)	15.2%	9.1%	10.0%	11.3%
每股收益 (元)	1.58	0.99	1.21	1.55
P/E	9.18	10.76	8.74	6.83
P/B	1.39	0.98	0.87	0.77
EV/EBITDA	5.55	4.83	2.67	1.53

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	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	12336	13358	16869	18679	
现金	7061	8066	11278	13718	
应收账款	146	295	196	351	
其他应收款	21	5	31	6	
预付账款	10	11	12	13	
存货	1316	936	1726	1035	
其他流动资产	3782	4045	3626	3557	
非流动资产	3180	3516	3724	3746	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	2071	2296	2494	2620	
无形资产	300	330	371	394	
其他非流动资产	809	890	859	732	
资产总计	15516	16874	20593	22425	
流动负债	5750	6692	9247	9601	
短期借款	2778	3987	5361	6652	
应付账款	1364	1213	1921	1286	
其他流动负债	1607	1492	1965	1663	
非流动负债	153	152	150	149	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	153	152	150	149	
负债合计	5902	6843	9397	9751	
少数股东权益	130	140	144	154	
股本	910	910	910	910	
资本公积	1723	1723	1723	1723	
留存收益	6851	7257	8419	9888	
归属母公司股东权益	9484	9890	11052	12521	
负债和股东权益	15516	16874	20593	22425	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	732	1308	2006	1550	
净利润	1433	907	1107	1422	
折旧摊销	301	340	381	414	
财务费用	-36	68	93	120	
投资损失	-113	-6	-6	-7	
营运资金变动	-905	-1	440	-387	
其他经营现金流	2390	907	659	1798	
投资活动现金流	1143	-952	-132	-337	
资本支出	-68	-525	-532	-325	
长期投资	1105	-432	394	-19	
其他投资现金流	106	6	6	7	
筹资活动现金流	864	594	1279	1170	
短期借款	1539	1209	1374	1291	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	260	0	0	0	
资本公积增加	-257	0	0	0	
其他筹资现金流	-678	-615	-95	-121	
现金净增加额	2800	1005	3212	2440	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	5868	5563	6214	6915	
营业成本	3647	3863	4205	4541	
营业税金及附加	48	19	22	24	
销售费用	64	56	62	69	
管理费用	467	556	621	691	
财务费用	-252	-215	-229	-331	
资产减值损失	-95	0	0	0	
公允价值变动收益	-7	0	0	0	
投资净收益	89	6	6	7	
营业利润	1711	1067	1311	1662	
营业外收入	4	4	4	4	
营业外支出	69	38	53	45	
利润总额	1647	1033	1262	1620	
所得税	214	127	155	199	
净利润	1433	907	1107	1422	
少数股东损益	-6	10	4	10	
归属母公司净利润	1439	897	1103	1412	
EBITDA	1606	1153	1399	1684	
EPS (元)	1.58	0.99	1.21	1.55	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-35.3%	-5.2%	11.7%	11.3%
营业利润	-37.0%	-37.6%	22.8%	26.8%
归属于母公司净利	-37.9%	-37.7%	23.0%	28.0%
获利能力				
毛利率 (%)	37.8%	30.6%	32.3%	34.3%
净利率 (%)	24.5%	16.1%	17.8%	20.4%
ROE (%)	15.2%	9.1%	10.0%	11.3%
ROIC (%)	9.2%	5.1%	5.4%	5.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	38.0%	40.6%	45.6%	43.5%
净负债比率 (%)	61.4%	68.2%	83.9%	76.9%
流动比率	2.15	2.00	1.82	1.95
速动比率	1.90	1.84	1.63	1.83
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.34	0.33	0.32
应收账款周转率	25.39	25.25	25.32	25.29
应付账款周转率	2.43	3.00	2.68	2.83
每股指标 (元)				
每股收益	1.58	0.99	1.21	1.55
每股经营现金流薄)	0.80	1.44	2.20	1.70
每股净资产	10.42	10.87	12.14	13.76
估值比率				
P/E	9.18	10.76	8.74	6.83
P/B	1.39	0.98	0.87	0.77
EV/EBITDA	5.55	4.83	2.67	1.53

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。