

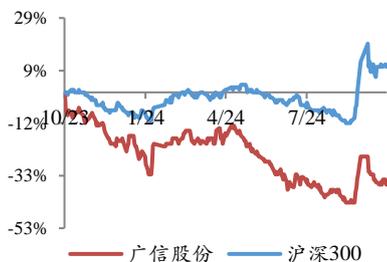
短期业绩承压下滑，长期产业链布局持续完善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-29

收盘价(元)	10.89
近12个月最高/最低(元)	18.26/9.56
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)	99
流通市值(亿元)	99

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. 农药及精细化工盈利触底，产业链一体化持续布局 2024-09-01

2. 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

3. 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10月28日，公司发布2024年三季度报告，公司前三季度实现营业总收入34.90亿元，同比-31.46%；实现归母净利润5.74亿元，同比-56.61%；实现扣非归母净利润5.40亿元，同比-56.44%。3Q24公司实现营业总收入12.03亿元，同比-8.83%，环比+12.23%；实现归母净利润1.62亿元，同比-46.09%，环比-13.37%；实现扣非归母净利润1.68亿元，同比-39.15%，环比+6.72%。

● 主要原药产品价格同比大幅下滑，公司Q3业绩承压下跌

3Q24公司实现营业总收入12.03亿元，同比-8.83%，环比+12.23%；实现归母净利润1.62亿元，同比-46.09%，环比-13.37%。公司Q3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，公司主营产品农药价格大幅下跌。根据公司公告，3Q24公司主要农药原药销售均价为3.04万元/吨，同比-41.2%。分品种来看，据中农立华数据，截至2024年10月27日，草甘膦均价2.50万元/吨，较2024年年初下跌0.10万元/吨，跌幅为-3.85%，较2023年年初下跌2.50万元/吨，跌幅为-50.0%；敌草隆均价为3.86万元/吨，较2024年年初下跌0.35万元/吨，跌幅为-8.21%，较2023年年初下跌1.15万元/吨，跌幅为-22.9%；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，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8.03亿元、10.48亿元、13.99亿元(原预测值为8.97亿元、11.03亿元、14.12亿元)，对应PE分别为12X、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	803	1048	1399
净利润同比 (%)	-37.9%	-44.2%	30.6%	33.5%
毛利率 (%)	37.8%	28.6%	31.3%	34.2%
ROE (%)	15.2%	8.2%	9.6%	11.3%
每股收益 (元)	1.58	0.88	1.15	1.54
P/E	9.18	12.35	9.46	7.08
P/B	1.39	1.01	0.91	0.80
EV/EBITDA	5.55	5.61	3.11	1.78

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12336	13391	16685	18568	营业收入	5868	5563	6214	6915
现金	7061	8036	11118	13578	营业成本	3647	3972	4266	4549
应收账款	146	295	196	351	营业税金及附加	48	19	22	24
其他应收款	21	5	31	6	销售费用	64	56	62	69
预付账款	10	11	12	13	管理费用	467	556	621	691
存货	1316	999	1702	1064	财务费用	-252	-215	-228	-325
其他流动资产	3782	4045	3626	3557	资产减值损失	-95	0	0	0
非流动资产	3180	3516	3724	3746	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	89	6	6	7
固定资产	2071	2296	2494	2620	营业利润	1711	959	1248	1648
无形资产	300	330	371	394	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	809	890	859	732	营业外支出	69	38	53	45
资产总计	15516	16908	20408	22314	利润总额	1647	925	1199	1606
流动负债	5750	6821	9213	9653	所得税	214	113	147	197
短期借款	2778	3987	5361	6652	净利润	1433	812	1052	1410
应付账款	1364	1285	1894	1318	少数股东损益	-6	9	4	10
其他流动负债	1607	1549	1957	1683	归属母公司净利润	1439	803	1048	1399
非流动负债	153	152	150	149	EBITDA	1606	1044	1337	1677
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.58	0.88	1.15	1.54
其他非流动负债	153	152	150	149					
负债合计	5902	6972	9363	9802					
少数股东权益	130	139	142	152					
股本	910	910	910	910					
资本公积	1723	1723	1723	1723					
留存收益	6851	7163	8270	9727					
归属母公司股东权益	9484	9796	10903	12360					
负债和股东权益	15516	16908	20408	22314					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	732	1278	1876	1570	成长能力				
净利润	1433	812	1052	1410	营业收入	-35.3%	-5.2%	11.7%	11.3%
折旧摊销	301	340	381	414	营业利润	-37.0%	-44.0%	30.2%	32.0%
财务费用	-36	68	93	120	归属于母公司净利	-37.9%	-44.2%	30.6%	33.5%
投资损失	-113	-6	-6	-7	获利能力				
营运资金变动	-905	64	364	-354	毛利率 (%)	37.8%	28.6%	31.3%	34.2%
其他经营现金流	2390	747	680	1752	净利率 (%)	24.5%	14.4%	16.9%	20.2%
投资活动现金流	1143	-952	-132	-337	ROE (%)	15.2%	8.2%	9.6%	11.3%
资本支出	-68	-525	-532	-325	ROIC (%)	9.2%	4.4%	5.1%	5.8%
长期投资	1105	-432	394	-19	偿债能力				
其他投资现金流	106	6	6	7	资产负债率 (%)	38.0%	41.2%	45.9%	43.9%
筹资活动现金流	864	594	1279	1170	净负债比率 (%)	61.4%	70.2%	84.8%	78.3%
短期借款	1539	1209	1374	1291	流动比率	2.15	1.96	1.81	1.92
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.90	1.80	1.62	1.80
普通股增加	260	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-257	0	0	0	总资产周转率	0.40	0.34	0.33	0.32
其他筹资现金流	-678	-615	-95	-121	应收账款周转率	25.39	25.25	25.32	25.29
现金净增加额	2800	976	3082	2460	应付账款周转率	2.43	3.00	2.68	2.83

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。