

2021年12月31日

农业服务方兴未艾，香料龙头腾飞在即

辉隆股份(002556)

分析判断:

► 农资需求向好，龙头深耕全产业链

公司专业从事农资流通业务，主营业务为各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务。目前，公司化肥业务遍及国内 17 个省区，农药业务覆盖 10 多个省，出口遍及 60 多个国家，拥有强大的分销网络。为适应现代农业发展，由单纯提供“产品”向提供“产品+服务+解决方案”套餐式的技术服务模式转变，进一步放大公司工贸一体化的全产业链优势。公司综合服务优势突出，1) 产品方面，公司先后投资建设五个新型肥药生产加工基地，目前拥有自主品牌复合肥产能 120 万吨，磷酸一铵产能 20 万吨，同时计划新增复合肥产能 50 万吨，预计 2022 年可以正式投产。2) 服务方面，公司独特的“配送中心+加盟店”销售模式使得销售和服务终端网络可以近距离满足农户生产消费需求。3) 解决方案方面，公司积极探索打造农业产业链服务闭环。在下游种植产业链景气度回暖背景下，公司作为我国农资龙头有望充分受益。

► 并购海华科技，多产品支撑业绩增长进入快车道

随着间甲酚反倾销诉讼的成功，进口间甲酚价格大幅抬升，进口量持续缩减，国内需求持续旺盛支撑间甲酚价格维持高位，公司间甲酚技术成熟，利润弹性值得期待。2022 年海华将有新增 1 万吨间甲酚投产，主要用于配套下游薄荷醇。在人工成本持续攀升背景下，合成薄荷醇占比持续提升，预计 2022 年一季度 3000 吨薄荷醇投产，公司将成为国内第一家完成从间甲酚—百里香酚—薄荷醇产业链布局的香精香料企业，进一步发挥产业链优势，提升综合竞争力和盈利能力。薄荷醇的投产对于海华而言是里程碑式的事件，将极大增厚公司的业绩弹性。

盈利预测与投资建议

种植产业链景气度回暖将带动公司农资业务需求向好，间甲酚和薄荷醇的陆续投产将逐步增厚公司利润。我们维持对公司 2021-2022 年营业收入为 182.08/200.49 亿元、归母净利润分别为 5.00/7.05 亿元的预期不变，并新增预计 2023 年，公司营业收入为 244.70 亿元，归母净利润为 10.09 亿元。综上，我们预计，2021-2023 年，公司 EPS 分别为 0.52/0.74/1.06 元，2021 年 12 月 30 日收盘价 11.70 元对应 PE 分别为 22/15/11X，考虑到公司业绩增长确定性较强，维持“买入”评级。

风险提示

产品价格波动风险，对外投资风险，化工需求不及预期风险。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	11.7
股票代码:	002556
52 周最高价/最低价:	12.39/7.69
总市值(亿)	111.62
自由流通市值(亿)	96.52
自由流通股数(百万)	824.99



分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话: 0755-23947349

分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话:

华西农业 & 化工联合覆盖

相关研究

1. 【华西农业】辉隆股份(002556): 业绩超预期, 静待公司利润释放

2021.04.15

2. 【华西农业】辉隆股份(002556): 海华科技利润高增, 静待百里香酚产能释放

2020.10.31

3. 【华西农业】辉隆股份(002556): 业绩符合预期, 静待产能陆续释放

2020.08.30

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,626	16,102	18,208	20,049	24,470
YoY (%)	6.8%	-13.5%	13.1%	10.1%	22.1%
归母净利润(百万元)	193	225	500	705	1,009
YoY (%)	-1.8%	16.1%	122.6%	41.0%	43.2%
毛利率 (%)	5.4%	5.7%	6.3%	7.2%	7.9%
每股收益 (元)	0.20	0.24	0.52	0.74	1.06
ROE	7.5%	7.1%	13.6%	16.1%	18.8%
市盈率	56.32	48.49	21.79	15.46	10.79

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 农资需求向好，综合服务优势凸显	4
1.1. 海南农资集团：自有品牌推进药肥一体化	6
1.2. 瑞美福农化集团：技术领先，全国市场布局已成型	8
2. 并购海华科技，新品陆续投产打开公司成长空间	10
2.1. 间甲酚：受益于反倾销，国产替代背景下市占率加速提升	12
2.2. 薄荷醇：投产在即，有望成长为公司新的利润增长点	14
3. 盈利预测与投资建议	17
4. 风险提示	17

图表目录

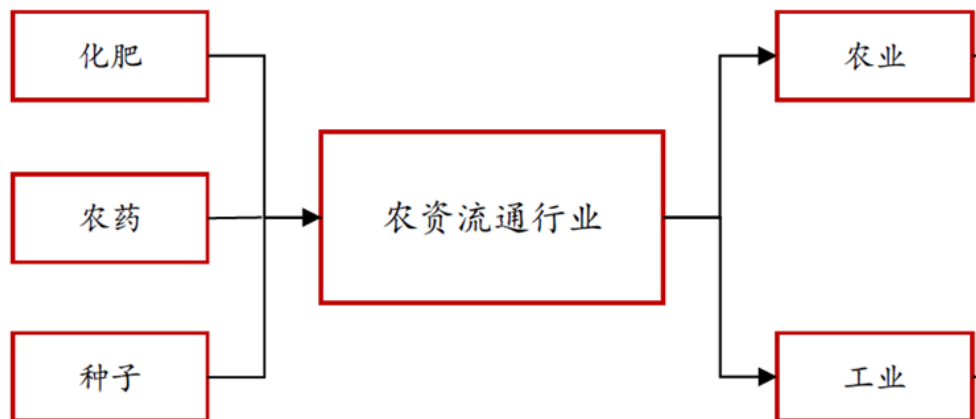
图 1 公司上下游产业示意图	4
图 2 公司“配送中心+加盟店”加盟连锁经营模式示意图	5
图 3 公司核心竞争力示意图	6
图 4 海南农资集团下属子公司关系图	7
图 5 2016-2020，海南农资集团营收情况	7
图 6 2016-2020，海南农资集团净利润情况	7
图 7 2016-2020，天禾股份营收情况	8
图 8 2016-2020，天禾股份净利润情况	8
图 9 2016-2020，瑞美福农化集团营收情况	8
图 10 2016-2020，瑞美福农化集团净利润情况	8
图 11 2016-2020，中农立华营收情况	9
图 12 2016-2020，中农立华净利润情况	9
图 13 瑞美福农化集团下属子公司关系图	10
图 14 海华科技主营业务示意图	11
图 15 甲醚车间工艺流程图	11
图 16 氯化甲苯工艺流程图	11
图 17 2017-2021H1，海华科技营收情况	12
图 18 2017-2021H1，海华科技净利润情况	12
图 19 间甲酚下游消费渠道占比情况	12
图 20 间甲酚全球产能分布情况	13
图 21 1998-2021 年，间甲酚进口平均单价（美元/吨）	14
图 22 公司薄荷醇应用领域示意图	15
图 23 薄荷醇生产渠道占比情况	16
图 24 海华科技薄荷醇产品生产流程示意图	17
表 1 银山药业产品系列	10
表 2 我国间甲酚对外依存度较高	13
表 3 可比公司盈利预测	17

1. 农资需求向好，综合服务优势凸显

公司专业从事农资流通业务，主营业务为各类化肥、农药及种子等重要农资的连锁经营业务。农资连锁经营，即在公司的统一管理下，通过在县及县以下地区采取直营或吸收加盟等方式设立连锁经营网络，统一采购、统一服务、统一品牌、统一配送，实行规模化、标准化和规范化农资经营的新型业态。连锁经营由于统一采购、统一配送、实现了经营规模化和渠道扁平化，能有效降低物流成本费用，提升服务水平。目前，公司化肥业务遍及国内 17 个省区，农药业务覆盖 10 多个省，出口遍及 60 多个国家，拥有强大的分销网络。

2016 年玉米临储政策取消，种植面积连年下降，2019 年玉米库存已下降至低位，而生猪产能触底回升，猪鸡替代效应下禽链高景气，饲料需求向好支撑玉米价格维持高位。小麦、水稻作为玉米的替代品，在玉米价格维持高位的背景下，替代需求逐步凸显，价格呈现温和上涨趋势。玉米、小麦、水稻等主要农产品价格普涨带动种植产业链景气度回暖。农资需求和下游种植产业链景气度高度相关，下游种植产业链景气度回暖将刺激农户种植积极性，带动农资需求向好。公司作为我国农资龙头，在全产业链布局、分销渠道以及农业产业链服务等方面优势明显，有望充分受益于下游种植产业链景气回暖。

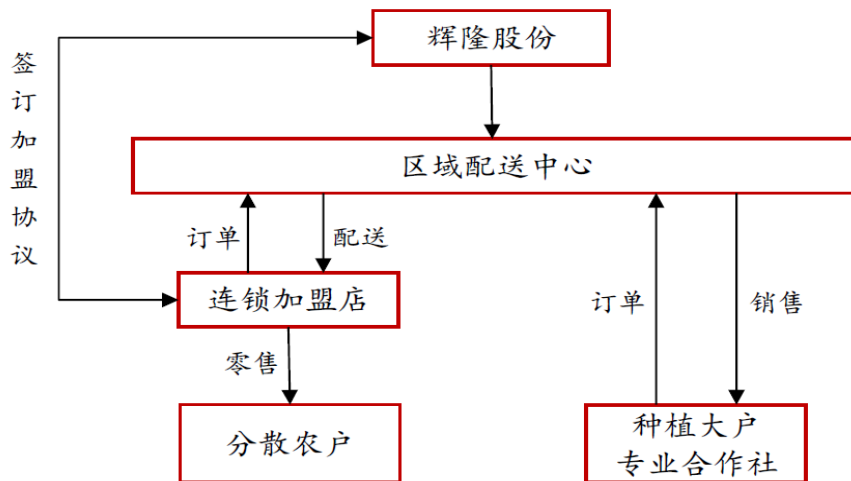
图 1 公司上下游产业示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司主要从事化肥等重要农资的连锁经营业务，包括配送中心直营连锁经营和以配送中心为核心发展加盟店开展加盟连锁经营，形成了独特的“配送中心+加盟店”连锁经营模式。1) 配送中心直营连锁经营。配送中心是公司开展连锁经营的核心模块，同时也是公司的直营示范店，除负责发展、管理区域内加盟店外，还承担着向区域内种植大户及企业等客户开展直接销售等业务。2) 公司以配送中心为依托，在一定辐射半径范围内，通过签署连锁加盟合同的方式发展加盟店开展连锁经营，使终端销售网络下沉至乡镇甚至村一级，方便农户购买。公司对加盟店实行统一标识、统一配送、统一管理和服务。

图 2 公司“配送中心+加盟店”加盟连锁经营模式示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我国下游种植户规模普遍偏小，导致农资消费较为分散，公司探索出的“配送中心+加盟店”非常符合我国市场需求，使得销售和服务终端网络下沉至乡镇及以下地区，近距离满足农户生产消费需求；对于部分种植大户等客户则采取直接销售。同时，鉴于农资消费季节性特征，公司综合采取了“网络配送和厂家直发相结合、自行物流和第三方物流相结合”的物流模式，使传统“批发分销”经营模式转为直接面向终端销售的现代连锁经营模式，使连锁经营网络商品流和信息流流转更加通畅、运营更加高效，并初步实现了“一网多用，双向流通”，大大提高了物流配送效率，降低了运营成本。

为适应现代农业发展，公司调整经营思路，持续推进由“经营服务型”向“服务经营型”转变，由“以服务客户为中心”向“以服务作物为中心”转变，由单纯提供“产品”向提供“产品+服务+解决方案”套餐式的技术服务模式转变，进一步放大公司农资连锁的全产业链优势。

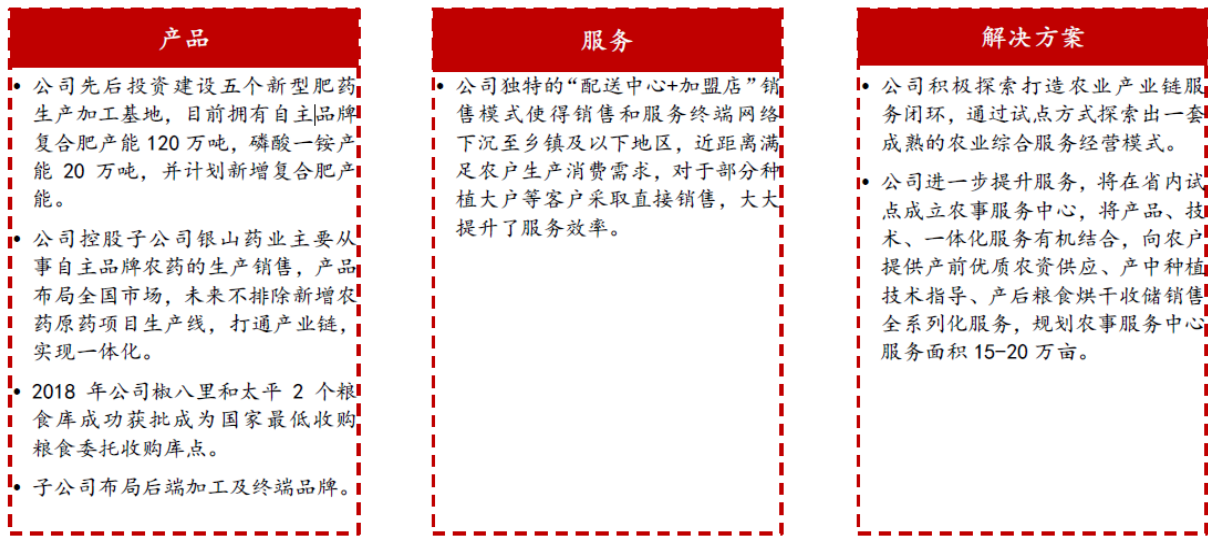
1) 产品方面，公司先后投资建设五个新型肥药生产加工基地，目前拥有自主品牌复合肥产能 120 万吨，磷酸一铵产能 20 万吨，同时计划新增复合肥产能 50 万吨明年可以正式投产。公司控股子公司银山药业主要从事自主品牌农药的生产销售，产品布局全国市场，目前拥有 2 万吨/年的农药制剂产能，未来不排除会新增农药原药项目生产线，打通“农药中间体—农药制剂—农资服务”产业链，实现农药板块工贸一体化。此外，2018 年，公司椒八里和太平 2 个粮食库成功获批成为国家最低收购价粮食委托收购库点，成为粮食收储的“国家队”；控股子公司安徽辉隆万乐米业有限公司布局后端加工及终端品牌。

2) 服务方面，公司独特的“配送中心+加盟店”销售模式使得销售和服务终端网络下沉至乡镇及以下地区，近距离满足农户生产消费需求，对于部分种植大户等客户则采取直接销售，大大提升了服务效率。

3) 解决方案方面，公司积极探索打造农业产业链服务闭环，通过在安徽全椒县、庐江县的试点，探索出一套成熟的农业综合服务经营模式，现已能够实现稳定地盈利。在此基础上，公司进一步升级服务，将在省内试点成立农事服务中心，把优良的产品、先进的技术、一体化的服务有机结合，向农业种植户提供产前优质农资供应、产中种植技术指导、产后粮食烘干收储销售全程系列化服务，公司规划每个农事服务中心服务面积 15-20 万亩，在省内粮食主产区将分批设立农事服务中心，推广农业综合服务。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 3 公司核心竞争力示意图



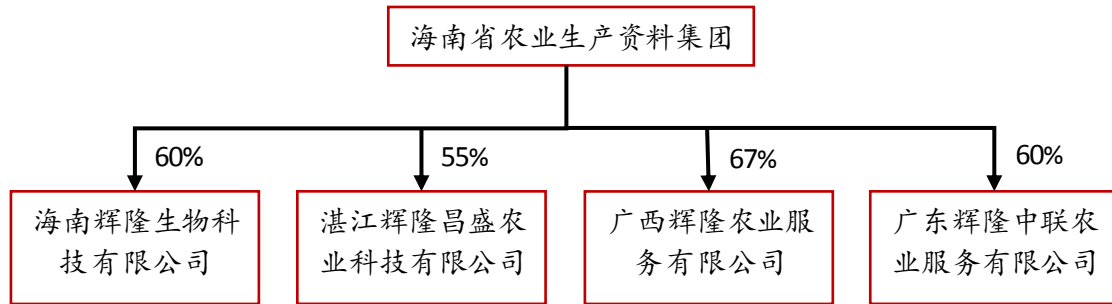
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.1. 海南农资集团：自有品牌推进药肥一体化

公司子公司海南省农业生产资料集团有限公司成立于 2008 年 8 月 28 日，海南省是我国重要的农产品生产基地，海南农资集团属于一家省级农资供应平台，在海南省农资领域占主导地位，并拥有成熟的渠道网络，是海南省农资流通的主渠道，是中国农业科学院国家测土施肥中心实验室海南工作站，也是农业部在海南省测土配方施肥农企对接唯一指定企业。2012 年 6 月，辉隆股份使用超募资金 78,298,802.45 元收购海南省供销合作联社所持的海南农资集团 16%股权和海南绿宝龙生物科技肥料有限公司所持的海南农资集团 44%股权。至此，辉隆股份正式参与到海南省现代农资流通新网络的建设之中，进一步拓展了市场，翻开了公司发展的新篇章。目前辉隆股份持有海南农资集团 65%的股份，为公司第一大股东。海南农资集团的经营范围包括农药销售、肥料生产与销售、储运、农资连锁经营和农业科技服务等多个领域。

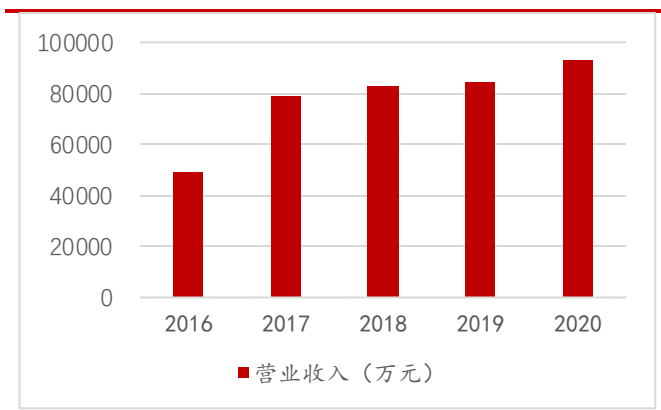
海南农资集团自 2012 年被辉隆股份控股后，经营持续向好，营业收入由 2012 年的 3887.86 万元扩大到 2013 年的 31938.34 万元，净利润由 2012 年的-339.64 万元增长至 2013 年的 318.30 万元，实现跨越式发展。2016-2020 年海南农资集团营业收入由 49234.94 万元增长至 92723.31 万元，稳步提升；净利润由 178.42 万元增长至 1219.59 万元，其中 2019 年净利润增长率为 118.12%。参考对标公司天禾股份，其在近年来不断提高公司竞争力，盈利能力持续增强。2016-2020 年营业收入由 526756.05 万元增长至 1003687.12 万元；净利润由 3793.61 万元增长至 10936.20 万元。

图 4 海南农资集团下属子公司关系图



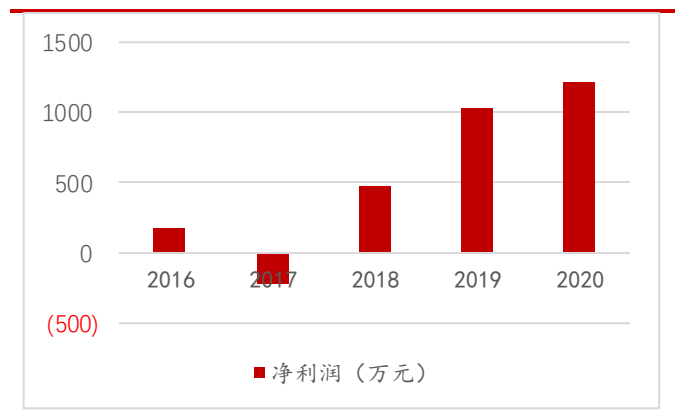
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 2016-2020, 海南农资集团营收情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 2016-2020, 海南农资集团净利润情况

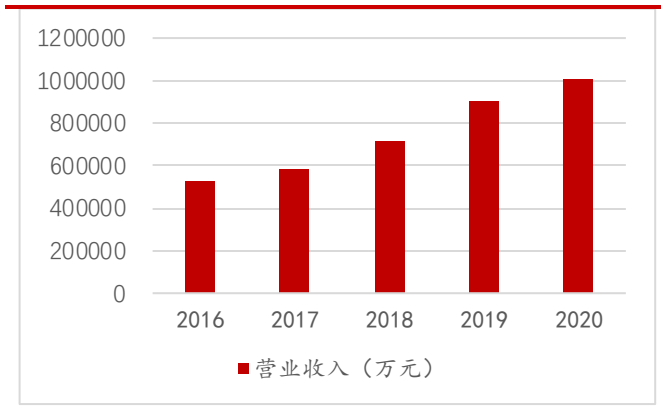


资料来源: Wind, 华西证券研究所

与海南农资集团相似, 天禾股份是国内规模较大的供销合作社系统农资流通企业之一, 于 2009 年 3 月成立, 2020 年 9 月成功登陆深圳证券交易所中小板, 公司以现代农技服务为先导、直达终端的配送体系为支撑, 主要从事化肥、农药等农资产品的销售并提供专业农技服务。海南农资集团与对标公司天禾股份有很多相似之处: 1) 业务经营范围相同, 均以农资产品的销售和服务为发展重点。2) 发展历程和商业模式相似, 均源自供销合作社系统, 拥有健全的销售网络, 直达终端的配送体系, 强调一体化概念。通过为种田大户提供配方施肥、种肥同播、统防统治、节水灌溉、机械作业等系列化服务, 以“技术服务+产品”、“组合套餐+营养植保”的模式, 推进肥药一体化, 提升服务品质和客户粘度。注重销售布局合理性、配送体系高效性及服务的深入性。3) 发展战略也均着重于华南市场, 后走向全国。海南农资集团目前拥有海南辉隆生物科技有限公司、湛江辉隆昌盛农业科技有限公司、广西辉隆农业服务有限公司、广东辉隆中联农业服务有限公司四家子公司, 在地理布局上以海南为中心谋划布局广东、广西市场。天禾股份则以广东为中心向全国泼洒重品牌效应, 海南农资集团作为辉隆股份子公司, 以辉隆自有产品为核心, 注重提升品牌的影响力。

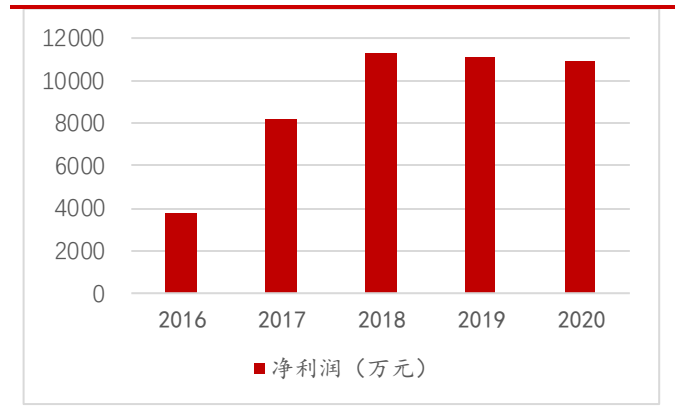
天禾股份则以产品品质为生命，不断强化农技服务意识，在市场上树立了良好品牌声誉。

图 7 2016-2020，天禾股份营收情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 2016-2020，天禾股份净利润情况

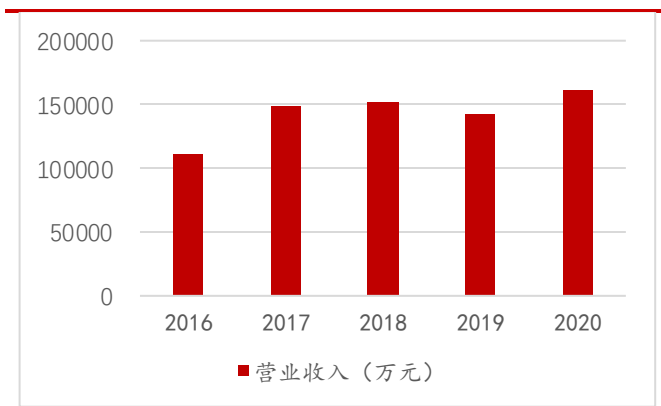


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 瑞美福农化集团：技术领先，全国市场布局已成型

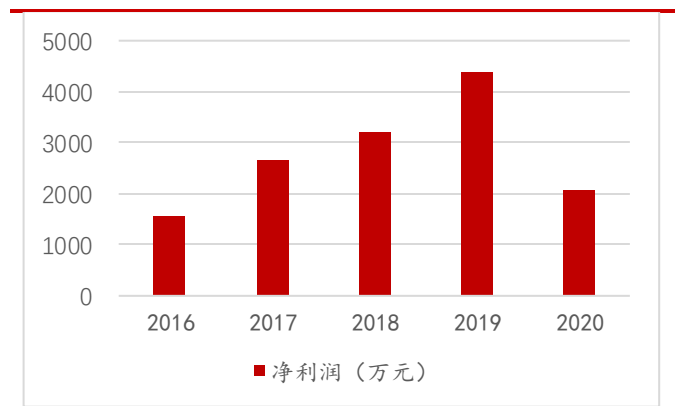
公司子公司安徽辉隆瑞美福农化集团有限公司成立于 2003 年 11 月 03 日，由安徽省农资公司原农药一部和农药二部改制后合并组建，2020 年 9 月，基于公司发展战略和经营需要，公司通过协议转让的方式，以自有资金 3,591 万元收购瑞美福农化集团 16 名自然人股东共计持有瑞美福农化集团 20% 股权。其中，公司以 664.335 万元收购关联自然人汪本法先生所持瑞美福农化集团 3.7% 股权，以 2,926.665 万元收购其余 15 名自然人股东所持瑞美福农化集团 16.3% 股权。本次股权收购完成后，瑞美福农化集团成为公司全资子公司。瑞美福农化集团是专业从事农药商品销售、技术培训、技术推广和技术服务的集团化公司，商品多以技术领先和前景长远的除草剂、杀虫剂和杀菌剂为主，辅以针对特种病、虫、草害的特色产品。

图 9 2016-2020，瑞美福农化集团营收情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 2016-2020，瑞美福农化集团净利润情况

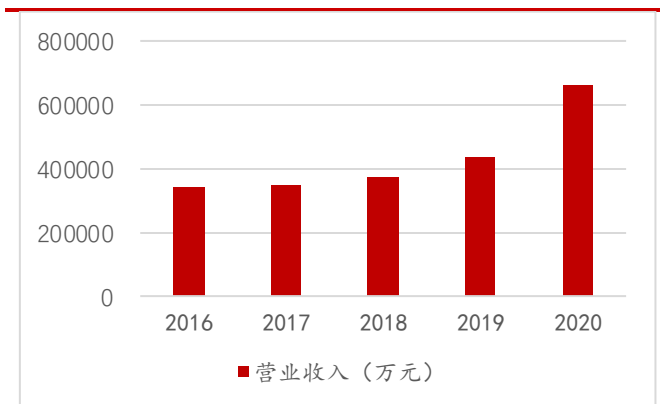


资料来源：Wind，华西证券研究所

中农立华是以中农集团为控股股东，是瑞美福农化集团强有力的竞争对手。中农立华在完整承继中农集团农药（含原药和制剂）流通平台资源的基础上，于2009年发起设立的专业从事农药流通及植保技术服务的股份公司，是国内农化物流服务领域的龙头企业，于2017年11月公司首次公开发行A股上市。从财务指标对比分析，多年来，瑞美福农化集团持续稳定发展，2019年，瑞美福农化集团面对市场与极端气候的双重压力，着重实现内部互联互通，营业收入有所下降，其余年份营业收入均稳定增长。2020年，瑞美福农化集团内部架构调整，将子公司和美科创转让给海华科技，导致投资收益的下降，其余年份净利润均显著增长。中农立华自上市后实现快速发展，营业收入由2016年的339842.48万元增长至2020年的664099.43万元；净利润由2016年的8431.61万元增长至2020年的15505.09万元。

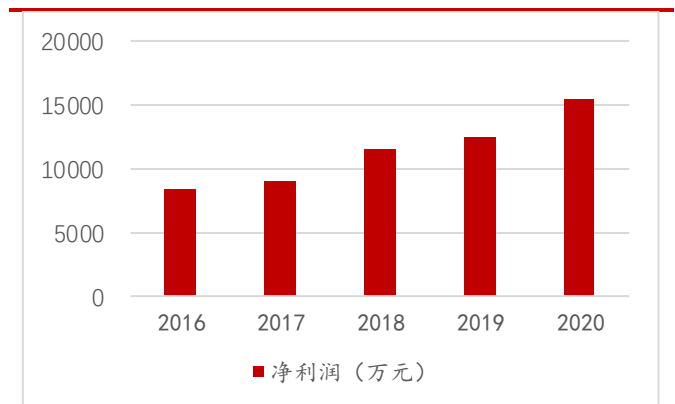
瑞美福农化集团与对标公司中农立华在发展有很多相似之处：1) 均与国内外供货商开展了广泛合作，瑞美福农化集团与美国陶氏益农、瑞士先正达、德国拜耳、德国巴斯夫等多家供货商建立了持续健康的合作关系，中农立华与爱利思达、三井化学AGRO株式会社、日本农药株式会社、日本曹达株式会社和日本住友等著名跨国农药企业以及永农生物、科赛基农等国内知名农药厂商建立了长期稳定的合作伙伴关系。2) 两公司均着重于农化产品的销售和推广，布局全国粮食产区。瑞美福农化集团以安徽省为发展中心，逐步拓展销售网络深度及广度，在安徽省内各县拥有稳固的分销网络，同时在省内开拓直销业务，成立安徽瑞美福植物保护有限公司和砀山瑞美福植物保护有限公司。随后公司开拓省外业务，部署八大粮食主产区，2019年4月，成立四川瑞美福，完成长江流域市场布局；10月，成立甘肃瑞美福，布局黄河流域，挺进西北市场。2020年瑞美福农化集团新成立山东瑞美福、黑龙江瑞美福，全国市场布局业已成型。中农立华则在2017年拥有19个仓储配送中心，建立了覆盖全国主要粮食产区的仓储配送和销售服务网络。3) 公司注重上下游资源整合。瑞美福农化集团与中农立华致力于通过市场化运作手段，整合行业上下游资源，连接上游供应商和下游客户。此外，银山药业是瑞美福旗下子公司，是国内首屈一指的农药加工生产基地，年生产能力10000吨以上。目前已获批农业部自主品牌登记证62个，注册商标104个，产品有高效除草剂、杀菌剂、杀虫剂、微肥等众多品种，为瑞美福农化集团农资供应提供了保障。近年来，瑞美福农化集团也向服务作物定向化发展，瑞美福以直营店为平台，设立长丰草莓服务中心，为种植大户提供绿色草莓生产全程技术解决方案，打造“三绿一改良”（绿色通道、绿色产品、绿色食品，改良土壤）合作模式，成立一年多已服务2000多亩草莓、600多农户。

图 11 2016-2020，中农立华营收情况



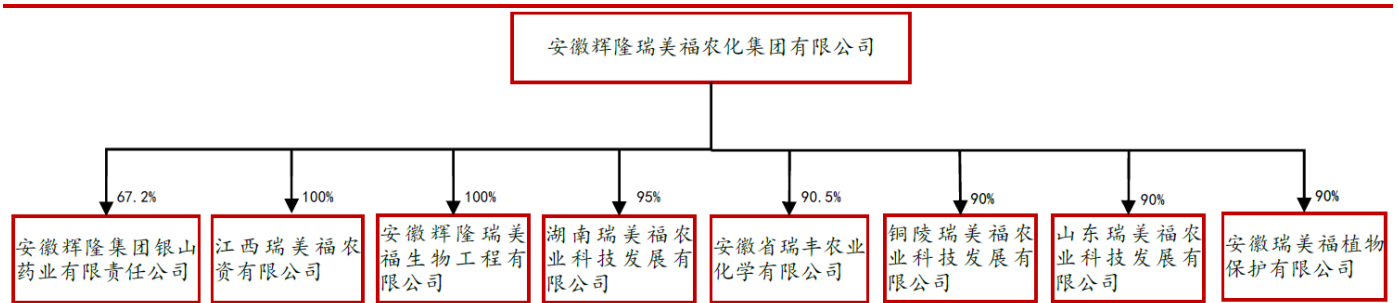
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 2016-2020，中农立华净利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 瑞美福农化集团下属子公司关系图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 1 银山药业产品系列

分类	系列
自主产品	选择性除草剂、杀虫剂、种衣剂、灭生性除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂、植物营养
出口产品	除草剂、杀虫剂、杀菌剂
原药	除草剂、杀虫剂、杀菌剂

资料来源：商务部，华西证券研究所

2. 并购海华科技，新品陆续投产打开公司成长空间

2019 年，公司向辉隆投资、蚌埠隆海以及解凤贤、解凤苗、解凤祥等 40 名自然人发行股份、可转换公司债券及支付现金购买其持有的海华科技 100% 股权，海华科技已于 2019 年 12 月 31 日正式并表。公司收购海华科技股权后，将进一步促进旗下农药和化工板块协同发展，打通从“化工原料—农药中间体—农药制剂—农资服务”的全产业链，将资金、管理、技术、网络等各种先发优势充分发挥，进而更加深入地推动公司工贸一体化进程，夯实工业板块作为辉隆股份第二大主业的定位，助力辉隆股份加快打造具有高科技集群、高质量发展的企业集团，更好地实现一二三产紧密融合发展的良好局面。

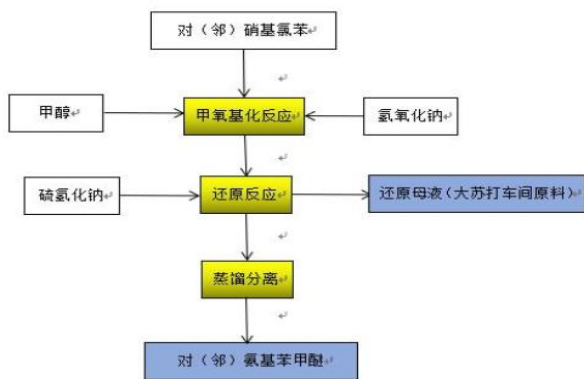
海华科技为国内精细化工细分领域龙头，海华科技的产品广泛应用于医药、农药、食品添加剂、日用化学品等行业。公司以“甲苯—氯化甲苯—间甲酚—L 薄荷醇”为核心产业链，向下游及分支延伸、拓展，做精、做细、做全产业结构，实现原料多元化、可替代化，产品多元化、组合化、可变换化，企业抗击风险能力得到进一步加强和夯实，形成以甲醚系列、甲基苯酚系列、氯甲苯系列、香精香料系列为四大核心主打产品系列的精细化工生产龙头企业。

图 14 海华科技主营业务示意图



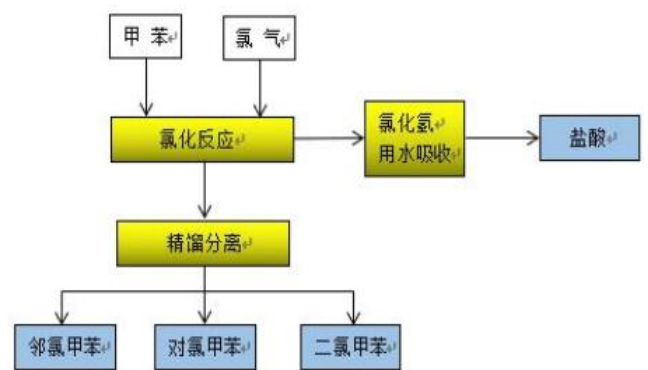
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 甲醚车间工艺流程图



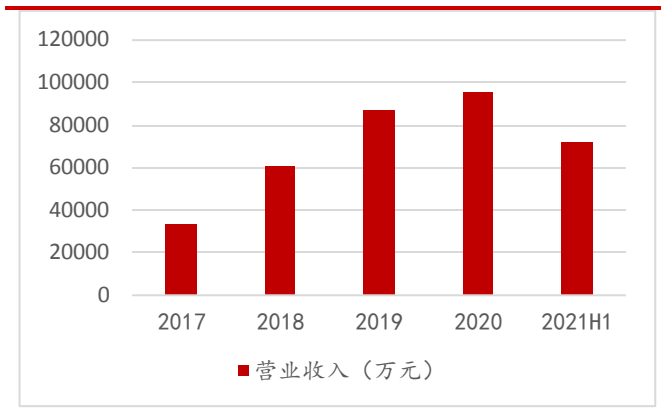
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 16 氯化甲苯工艺流程图



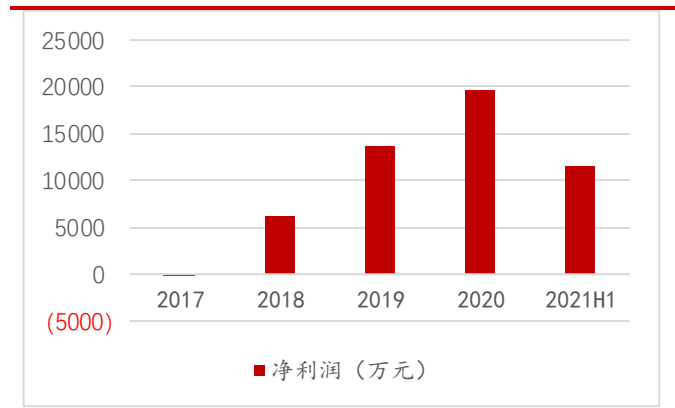
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 2017-2021H1，海华科技营收情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18 2017-2021H1，海华科技净利润情况

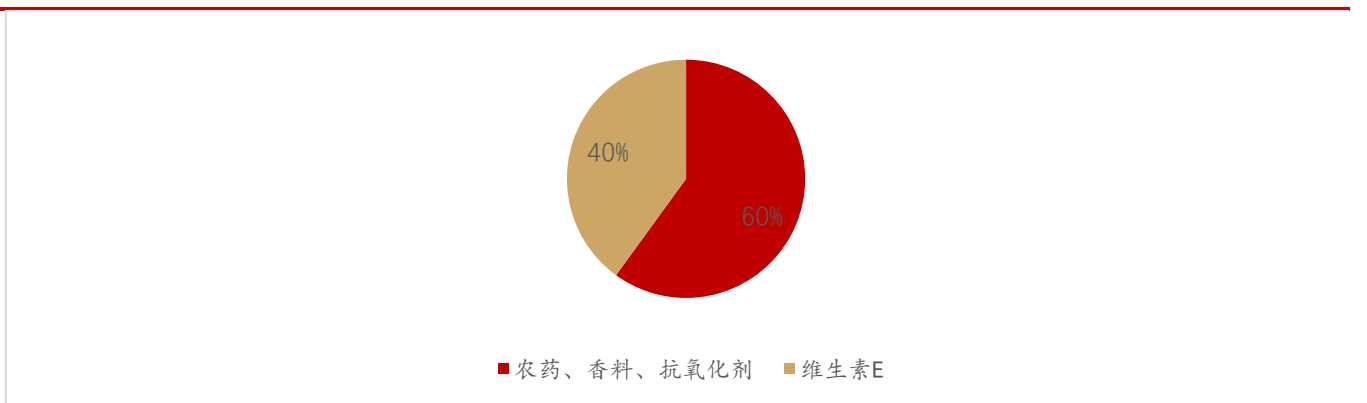


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.1. 间甲酚：受益于反倾销，国产替代背景下市占率加速提升

间甲酚是一种无色或淡黄色可燃液体，有苯酚气味，主要用作农药中间体，生产杀虫剂杀螟硫磷、倍硫磷、速灭威和拟除虫菊酯醇部分间苯氧基苯甲醛等。此外，间甲酚还可用于医药、香料、染料、抗氧化剂等领域，如 VE、染料 DPA、百里香酚等。根据公司公告，下游农药、香料、抗氧化剂等渠道消费间甲酚的比例在 60%左右，维生素 E 消费间甲酚的比例在 40%左右。

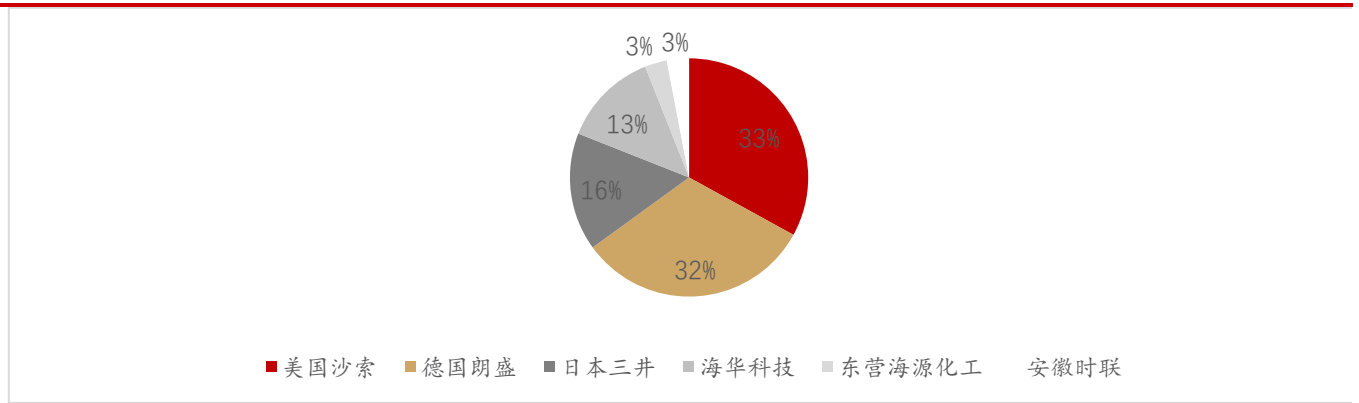
图 19 间甲酚下游消费渠道占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

全球间甲酚产能约 6 万吨，国内占比仅 20%左右。产能分布方面，国外产能占比约 80%，国内产能占比仅为 20%左右，美国沙索、德国朗盛以及日本三井是全球间甲酚龙头，其中美国沙索、德国朗盛产能各在 2 万吨左右。国内方面，海华科技间甲酚产能最大，达到 8000 吨，其次是东营海源化工、安徽时联。

图 20 间甲酚全球产能分布情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

间甲酚生产壁垒高，我国间甲酚对外依存度较高。目前，间甲酚生产主要有两条生产路线，提取法和合成法。提取法是从煤焦油副产品中回收混甲酚，再从中进一步分离可得到间甲酚。合成法主要是通过甲苯氯化水解法、异丙基甲苯法和间甲苯胺重氮法进行合成。由于国内在间甲酚产品生产过程中的过程控制和国外存在较大差距，长期以来，我国间甲酚以进口为主。此外，无论采取哪种生产工艺，间甲酚生产过程中会产生大量废水、废气，以及联苯醚、二甲苯基醚等固体废弃物，环保门槛较高，也进一步限制了国内间甲酚产品的发展。双重因素限制下，我国间甲酚产品对外依存度长期处于较高水平。2018年，国内间甲酚产量7200吨，进口量6641吨，进口依存度高达47.98%。

海华科技采取的间甲酚生产工艺是氯甲苯水解法和粗粉精制提取法，原材料根据国内煤焦油副产粗粉及自产原料氯化甲苯提供保障。主要技术特点有四个：1) 高技术：高温高压高碱反应条件，采用管道反应器，解决此条件的腐蚀性问题，连续工业化问题，在同行业中全国首创。2) 高效率：高温水解反应的连续性、精馏连续性、烷基化反应连续性，产能大，效率高。3) 高品质：公司生产的品质，满足高端客户需要。4) 有核心自主知识产权：已授权发明专利《一种甲酚的合成方法》、《一种间、对甲酚烷基化连续反应的方法》。

表 2 我国间甲酚对外依存度较高

	中国总产量 (吨)	总进口量 (吨)	对外依存度
2016 年	6100	5962.17	49.43%
2017 年	7300	4878.72	40.06%
2018 年	7200	6641.00	47.98%

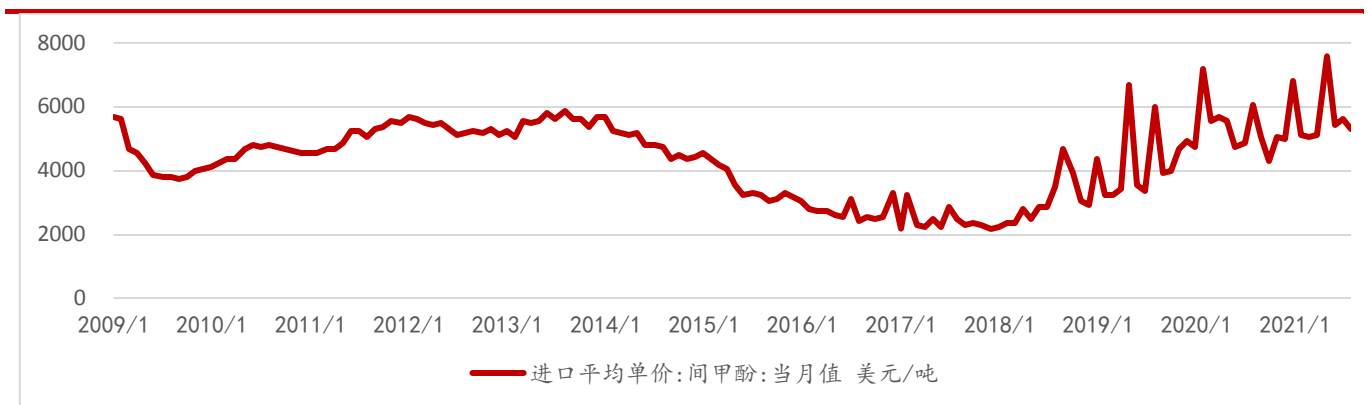
资料来源：商务部，华西证券研究所

为了改变间甲酚行业长期以来进口的发展局面，安徽海华科技股份有限公司代表国内间甲酚产业于2019年6月20日正式向商务部提交反倾销调查申请，申请人请求对原产于美国、欧盟、日本的进口间甲酚进行反倾销调查。商务部依据《中华人民共和国反倾销条例》有关规定，对申请人的资格、申请调查产品的有关情况、中国同类

产品的有关情况、申请调查产品对国内产业的影响、申请调查国家(地区)的有关情况等进行了审查。本次调查确定的倾销调查期为 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日, 产业损害调查期为 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。2020 年 11 月 3 日, 调查机关发布初裁公告, 初步认定原产于美国、欧盟和日本的进口间甲酚存在倾销, 国内间甲酚产业受到实质损害, 而且倾销与实质损害之间存在因果关系。2021 年 1 月 14 日, 调查机关最终认定, 原产于美国、欧盟及英国、日本的进口间甲酚存在倾销, 国内间甲酚产业受到实质损害, 而且倾销与实质损害之间存在因果关系。自 2021 年 1 月 15 日起, 对原产于美国、欧盟及英国、日本的进口间甲酚征收反倾销税。

受益于商务部间甲酚反倾销调查, 国内间甲酚市场供给严重不足, 价格呈现快速上涨态势。根据 Wind 数据, 国际间甲酚价格从 2019 年 7 月不到 3364 美元/吨快速上涨到 12 月的 4893 美元/吨。截止 2021 年 8 月, 国际间甲酚价格维持在 5303 美元/吨的高位水平。

图 21 1998-2021 年, 间甲酚进口平均单价 (美元/吨)



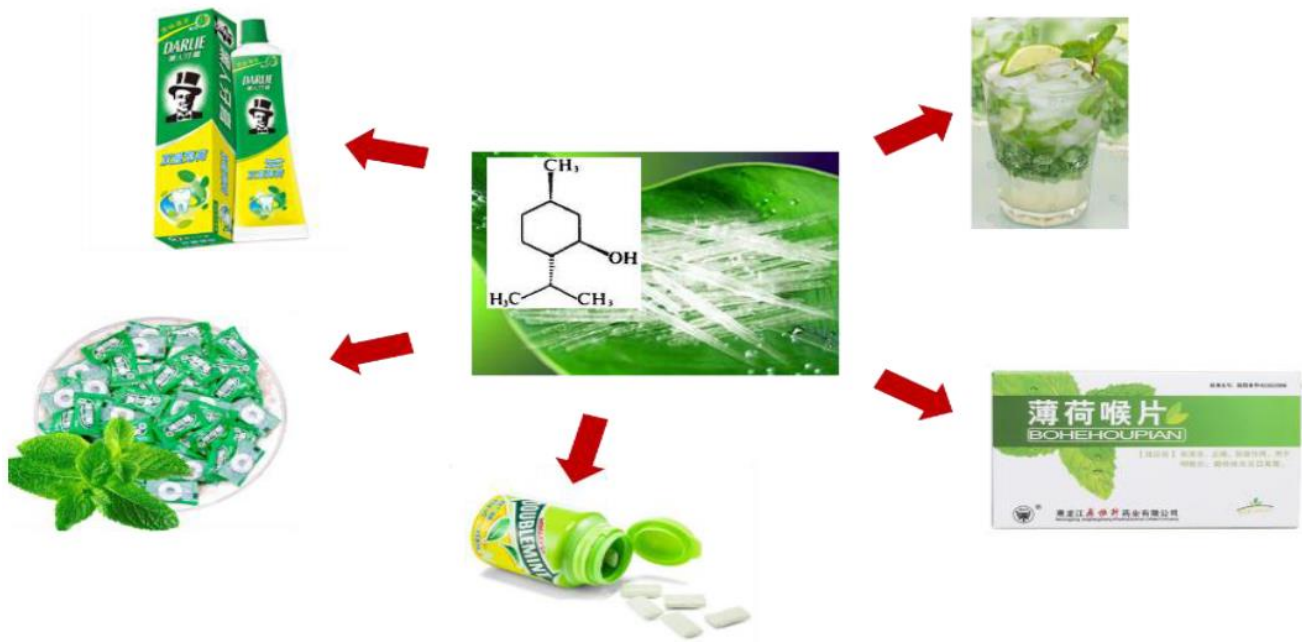
资料来源: Wind, 华西证券研究所

我们认为, 随着间甲酚反倾销案件的落地, 国外进口间甲酚价格中枢将显著抬升, 进口量将呈现持续缩减态势, 国内需求持续旺盛, 支撑间甲酚价格维持高位。海华科技间甲酚技术成熟, 同时掌握提取法和合成法两条生产路线, 并可以根据原材料的价格对比择优选择合成方法, 有效控制成本, 公司间甲酚利润弹性值得期待。

2.2. 薄荷醇: 投产在即, 有望成长为公司新的利润增长点

薄荷醇主要是用于下游的日化行业, 如作为牙膏、香水、饮料和糖果等的赋香剂。同时在医药上可用作刺激药, 作用于皮肤或粘膜, 有清凉止痒作用; 内服可作为驱风药, 用于头痛及鼻、咽、喉炎症等, 也可以用于香料和药物。

图 22 公司薄荷醇应用领域示意图



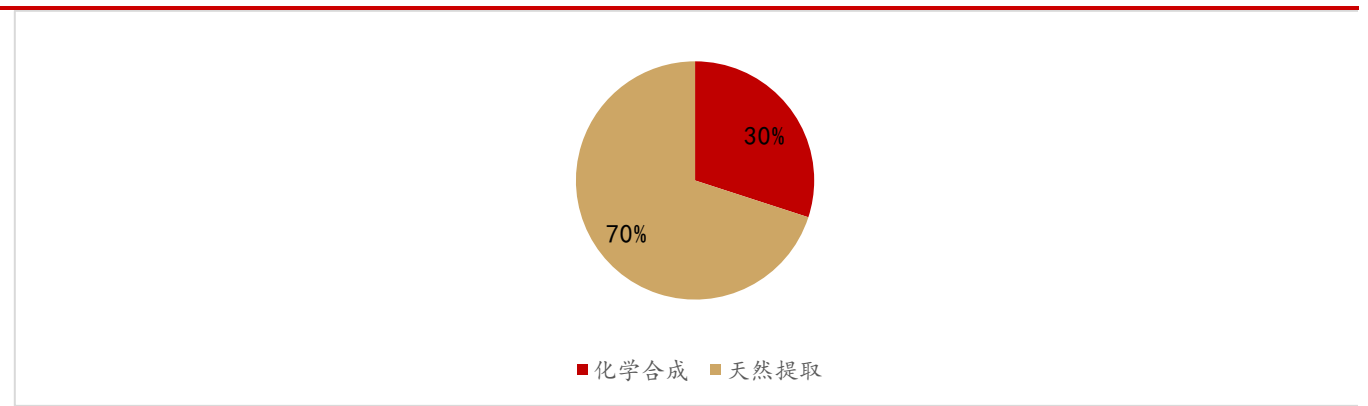
资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

人工合成薄荷醇占比有望持续提升。目前，全球薄荷醇消费量在 4 万吨左右，其中天然提取占比 70%左右，人工合成占比 30%左右。天然薄荷醇主要在巴西和印度等地种植，受当地人工成本不断攀升影响，天然薄荷醇占比呈现萎缩趋势，人工合成方法凭借产量稳定以及成本更低的优势，消费占比稳步提升。

天然薄荷醇都是从植物中提取，其产量受季节、种植面积等影响较大，导致其价格波动幅度非常大，目前天然提取薄荷醇的产量已无法满足日益增长的工业需要。与此同时，合成薄荷醇的产量则相对稳定，价格也相对便宜，因此化学合成的薄荷醇显得越来越重要。

合成的薄荷醇技术目前为巴斯夫、德之馨、日本高砂，虽然国内有一些企业一直试图开发相关产品，但并未取得实质进展，国内合成薄荷醇均从国外公司进口。同时，国内现已无大规模天然薄荷的种植活动，因此合成薄荷醇技术的研发就显得更加重要，国内合成薄荷醇产业拥有巨大市场。

图 23 薄荷醇生产渠道占比情况



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

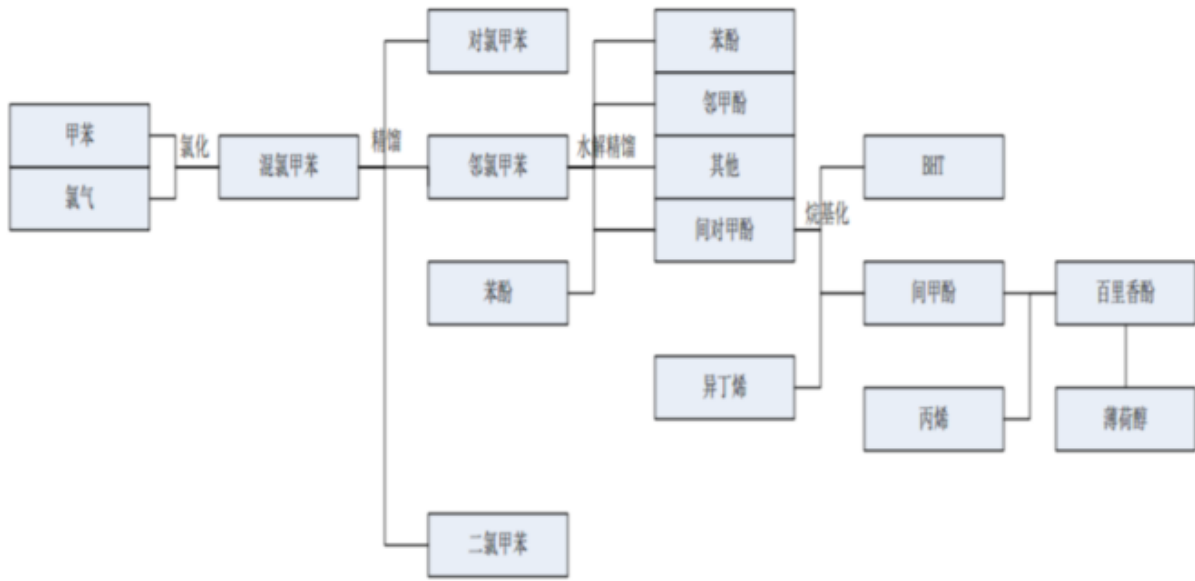
薄荷醇全球供应格局非常紧张，各大巨头基本处于满产状态，受环保的限制以及工艺路径和技术门槛的限制，供给长期处于短缺状态。过去几年中国的薄荷醇几乎百分之百依赖进口，海华科技也是唯一一家在薄荷醇领域取得技术突破的企业。

根据公司 2021 年 10 月 30 日披露的投资者关系活动记录表，预计 2022 年一季度 3000 吨薄荷醇投产，公司将成为全球第一家完成从间甲酚—百里香酚—薄荷醇产业链布局的香精香料企业，将进一步发挥产业链优势，提升综合竞争力和盈利能力。

2021 年 6 月 9 日，公司拟出资 6600 万元与公司管理层及核心骨干成员共同出资设立“安徽韶美生物科技有限公司”，注册资本 1.2 亿元，拟以透明质酸和弹性蛋白为作为研发起点，通过生物提取、微生物发酵、交联等多种活性生物材料技术，研制相关多糖类和生物蛋白类的生物制品。韶美生物主要负责公司未来医美产品的推广、销售以及技术研发。

我们认为，公司延伸产业链进入薄荷醇产业有利于提升产品附加值，进一步提高企业抗市场风险的能力，未来薄荷醇会进一步向下游香精香料领域延伸，和公司其他产品形成协同，同时还可以参与国际竞争，进入国际高端市场，实现企业的规模效益，薄荷醇产品的正式推出有望成为公司新的利润增长点。

图 24 海华科技薄荷醇产品生产流程示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

种植产业链景气度回暖将带动公司农资业务需求向好，间甲酚和薄荷醇的陆续投产将逐步增厚公司利润。我们维持对公司 2021-2022 年营业收入为 182.08/200.49 亿元、归母净利润分别为 5.00/7.05 亿元的预期不变，并新增预计 2023 年，公司营业收入为 244.70 亿元，归母净利润为 10.09 亿元。综上，我们预计，2021-2023 年，公司 EPS 分别为 0.52/0.74/1.06 元，2021 年 12 月 30 日收盘价 11.70 元对应 PE 分别为 22/15/11X，考虑到公司业绩增长确定性较强，维持“买入”评级。

表 3 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价(元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300856.SZ	科思股份	54.76	1.45	1.43	2.20	2.68	37.77	38.29	24.89	20.43

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2021 年 12 月 30 日收盘价

4. 风险提示

产品价格波动风险。受宏观经济影响，公司主要产品的原材料煤炭、天然气、石油等原材料价格波动会对公司产品的价格发生波动，从而对公司经营业绩产生影响。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

对外投资风险。公司先后参股了小额贷款、典当以及融资租赁等类金融业务，并参与发起设立产业并购基金，投资风险可能会对公司业绩产生影响。

化工需求不及预期风险。化工需求受到多种因素的共同作用，需求不及预期可能会影响公司业绩。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	16,102	18,208	20,049	24,470	净利润	185	474	652	923
YoY (%)	-13.5%	13.1%	10.1%	22.1%	折旧和摊销	157	342	352	360
营业成本	15,181	17,055	18,605	22,538	营运资金变动	31	-401	87	-126
营业税金及附加	29	28	32	39	经营活动现金流	501	337	1,006	1,048
销售费用	160	270	279	332	资本开支	-315	-902	-933	-913
管理费用	315	297	338	419	投资	13	0	0	0
财务费用	86	0	0	0	投资活动现金流	-442	-818	-842	-800
资产减值损失	-51	-19	-21	-22	股权募资	155	0	0	0
投资收益	78	84	91	113	债务募资	2,446	700	300	200
营业利润	298	602	842	1,203	筹资活动现金流	357	700	300	200
营业外收支	-36	0	0	0	现金净流量	403	218	464	448
利润总额	263	602	842	1,203	主要财务指标				
所得税	78	128	189	280	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	185	474	652	923	成长能力				
归属于母公司净利润	225	500	705	1,009	营业收入增长率	-13.5%	13.1%	10.1%	22.1%
YoY (%)	16.1%	122.6%	41.0%	43.2%	净利润增长率	16.1%	122.6%	41.0%	43.2%
每股收益	0.24	0.52	0.74	1.06	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	5.7%	6.3%	7.2%	7.9%
货币资金	2,015	2,233	2,697	3,145	净利率	1.1%	2.6%	3.3%	3.8%
预付款项	1,219	1,435	1,488	1,835	总资产收益率 ROA	2.5%	4.8%	6.0%	7.4%
存货	1,699	1,962	2,112	2,564	净资产收益率 ROE	7.1%	13.6%	16.1%	18.8%
其他流动资产	632	671	704	808	偿债能力				
流动资产合计	5,565	6,301	7,001	8,352	流动比率	1.07	1.05	1.05	1.10
长期股权投资	812	812	812	812	速动比率	0.51	0.48	0.51	0.52
固定资产	1,396	1,816	2,266	2,690	现金比率	0.39	0.37	0.41	0.41
无形资产	400	509	606	700	资产负债率	63.3%	63.3%	61.7%	60.3%
非流动资产合计	3,548	4,103	4,679	5,228	经营效率				
资产合计	9,113	10,404	11,680	13,580	总资产周转率	1.77	1.75	1.72	1.80
短期借款	1,988	2,688	2,988	3,188	每股指标 (元)				
应付账款及票据	1,905	2,074	2,258	2,753	每股收益	0.24	0.52	0.74	1.06
其他流动负债	1,312	1,260	1,399	1,682	每股净资产	3.32	3.85	4.58	5.64
流动负债合计	5,205	6,022	6,645	7,622	每股经营现金流	0.52	0.35	1.05	1.10
长期借款	200	200	200	200	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	361	361	361	361	估值分析				
非流动负债合计	562	562	562	562	PE	48.49	21.79	15.46	10.79
负债合计	5,767	6,584	7,207	8,184	PB	2.41	2.97	2.49	2.02
股本	903	903	903	903					
少数股东权益	177	151	99	12					
股东权益合计	3,346	3,821	4,473	5,396					
负债和股东权益合计	9,113	10,404	11,680	13,580					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。