

积极布局上游原药产能，未来抗成本波动能力提升

核心观点

- **营收稳定增长，利润增长相对承压：**公司前期发布 21 年年报及 22 年一季报，21 年实现营收 13.58 亿，同比+17.11%，实现归母净利润 2.06 亿，同比+20.68%，扣非归母净利润 1.99 亿元，同比-10.72%；22 年 Q1 实现营收 2.39 亿，同比+22.57%，实现归母净利润 0.41 亿元，同比+2.19%，扣非归母净利润 0.32 亿元，同比-17.98%，公司营收保持稳定增长，而原料价格上涨使得利润增长相对承压。
- **上游原药价格回落后有所企稳：**21 年下半年，国内原药价格大幅上涨，中农立华原药综合价格指数半年涨幅达 61%，公司作为原药外采型制剂企业，其毛利率水平受到影响而逐季下滑，22Q1 毛利率 36.84%，环比下滑 2.98pct。进入 22 年，一季度原药价格指数下滑 19%，二季度原药价格则较为稳定，我们认为这一定程度上将有利于公司逐步恢复毛利率水平。
- **积极向上游布局原药产能，加强抗波动能力，丰富产品布局：**21 年公司农药销量同比增长 18.74%，其中生物生长调节剂和杀菌剂销量分别同比增长 24%和 13%，21 年底正式进入生产阶段的 IPO 项目也将在 22 年持续放量，其中 2100 吨植物生长调节剂原药的投产加强了公司的上游原药供给。此外，公司收购并表的鹤壁全丰也主要以植物生长调节剂原药生产为主，是公司重要的原药供应商，远期还有重庆万盛年产 1.5 万吨原药及中间体合成项目正在进行前期工作，公司为平抑原料价格波动而积极向上游原料进行布局，提升板块整体盈利水平。截止 2021 年 12 月 31 日，公司拥有 18 个调节剂原药、3 个杀菌剂原药、5 个除草剂原药登记证。另外，新收购的鹤壁全丰拥有原药和制剂登记证约 80 余件，其中包含 19 个调节剂制剂、14 个杀菌剂制剂、21 个杀虫剂制剂、13 个卫生杀虫剂和杀鼠剂登记证，在配套原药产能的同时也丰富了公司的产品布局。

盈利预测与投资建议

- 目前上游原药产品价格有所回落且基本企稳，但整体价格水平仍在高位，公司也正逐步通过自建和收购原药产能来提升应对原料价格波动的能力，同时丰富产品结构，未来盈利可期。由于原药成本端压力尚存，我们下调了毛利率预测，我们预测 22-24 年公司每股 EPS 为 0.60、0.71 和 0.82 元（原 22-23 年预测为 0.72 和 0.87 元），按照可比公司 22 年 21 倍市盈率，给予目标价 12.60 元并维持买入评级。

风险提示：原材料价格及生产开工波动风险；项目推进不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,160	1,358	1,686	1,886	2,044
同比增长(%)	14.4%	17.1%	24.1%	11.8%	8.4%
营业利润(百万元)	207	241	326	383	440
同比增长(%)	-11.1%	16.5%	35.4%	17.4%	14.8%
归属母公司净利润(百万元)	171	206	260	308	356
同比增长(%)	-15.1%	20.7%	25.9%	18.5%	15.6%
每股收益(元)	0.39	0.47	0.60	0.71	0.82
毛利率(%)	47.3%	44.6%	39.4%	40.5%	40.8%
净利率(%)	14.7%	15.2%	15.4%	16.3%	17.4%
净资产收益率(%)	14.3%	15.4%	17.3%	18.1%	18.7%
市盈率	26.7	22.1	17.6	14.8	12.8
市净率	3.6	3.2	2.8	2.5	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

投资评级	买入 (维持)
股价 (2022年06月28日)	10.48 元
目标价格	12.60 元
52 周最高价/最低价	11.71/7.73 元
总股本/流通 A 股 (万股)	43,564/23,826
A 股市值 (百万元)	4,565
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2022 年 06 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	7.81	11.6	18.15	16.1
相对表现	3.82	3.28	14.77	39.5
沪深 300	3.99	8.32	3.38	-23.4



证券分析师

万里扬 021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

联系人

顾雪莹 guxueying@orientsec.com.cn

相关报告

成本上涨拖累业绩，改造项目与上游布局将改善盈利 2021-11-05
克服疫情不利影响，业绩稳健维持增长 2020-11-01

表 1：可比公司估值（截至 2022/6/28）

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
扬农化工	3.94	6.47	7.36	34.69	21.13	18.59
安道麦 A	0.07	0.41	0.52	184.47	30.24	24.20
联化科技	0.34	0.58	0.79	48.10	28.19	20.87
润丰股份	2.90	3.50	4.23	26.35	21.78	18.04
新洋丰	0.93	1.23	1.57	18.44	13.87	10.87
辉隆股份	0.53	0.80	1.08	21.78	14.50	10.73
调整后平均				32.73	21.40	17.09

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	947	1,155	1,404	1,587	1,711	营业收入	1,160	1,358	1,686	1,886	2,044
应收票据、账款及款项融资	70	67	96	100	112	营业成本	612	753	1,022	1,122	1,209
预付账款	18	21	25	28	31	营业税金及附加	4	5	6	7	8
存货	242	261	379	402	441	销售费用	165	203	183	195	208
其他	11	23	19	25	25	管理费用及研发费用	127	144	158	166	178
流动资产合计	1,286	1,525	1,924	2,143	2,320	财务费用	(7)	(4)	9	17	17
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	4	26	0	9	1
固定资产	329	318	371	430	492	公允价值变动收益	(75)	0	0	0	0
在建工程	15	14	100	119	130	投资净收益	22	1	11	6	9
无形资产	77	64	60	56	53	其他	5	8	8	8	8
其他	40	55	212	212	212	营业利润	207	241	326	383	440
非流动资产合计	460	450	744	817	887	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	1,746	1,975	2,668	2,960	3,206	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	10	13	473	536	541	利润总额	207	241	326	383	440
应付票据及应付账款	51	45	74	74	83	所得税	37	37	50	59	67
其他	136	198	186	209	209	净利润	170	204	276	324	372
流动负债合计	198	256	733	819	834	少数股东损益	(0)	(2)	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	171	206	260	308	356
应付债券	255	271	276	276	276	每股收益(元)	0.39	0.47	0.60	0.71	0.82
其他	12	32	32	32	32						
非流动负债合计	267	303	308	308	308	主要财务比率					
负债合计	465	559	1,041	1,127	1,142		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	8	8	25	42	59	成长能力					
实收资本(或股本)	431	436	436	436	436	营业收入	14.4%	17.1%	24.1%	11.8%	8.4%
资本公积	10	25	55	55	55	营业利润	-11.1%	16.5%	35.4%	17.4%	14.8%
留存收益	768	882	1,046	1,234	1,449	归属于母公司净利润	-15.1%	20.7%	25.9%	18.5%	15.6%
其他	65	65	65	65	65	获利能力					
股东权益合计	1,282	1,416	1,627	1,833	2,064	毛利率	47.3%	44.6%	39.4%	40.5%	40.8%
负债和股东权益总计	1,746	1,975	2,668	2,960	3,206	净利率	14.7%	15.2%	15.4%	16.3%	17.4%
						ROE	14.3%	15.4%	17.3%	18.1%	18.7%
						ROIC	12.3%	12.3%	13.9%	13.5%	14.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	26.6%	28.3%	39.0%	38.1%	35.6%
净利润	170	204	276	324	372	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	41	45	21	24	28	流动比率	6.50	5.97	2.63	2.62	2.78
财务费用	(7)	(4)	9	17	17	速动比率	5.26	4.93	2.10	2.12	2.25
投资损失	(22)	(1)	(11)	(6)	(9)	营运能力					
营运资金变动	(61)	8	(135)	(20)	(45)	应收账款周转率	43.5	32.3	30.3	29.5	28.7
其它	88	77	3	9	1	存货周转率	2.8	3.0	3.2	2.8	2.8
经营活动现金流	209	328	164	349	365	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(67)	(6)	(157)	(98)	(98)	每股指标(元)					
长期投资	25	0	0	0	0	每股收益	0.39	0.47	0.60	0.71	0.82
其他	54	(63)	(150)	6	9	每股经营现金流	0.49	0.75	0.38	0.80	0.84
投资活动现金流	12	(69)	(306)	(92)	(89)	每股净资产	2.92	3.23	3.68	4.11	4.60
债权融资	259	13	7	(1)	1	估值比率					
股权融资	10	20	30	0	0	市盈率	26.7	22.1	17.6	14.8	12.8
其他	(49)	(92)	355	(74)	(153)	市净率	3.6	3.2	2.8	2.5	2.3
筹资活动现金流	220	(60)	392	(75)	(152)	EV/EBITDA	16.3	14.0	11.0	9.3	8.1
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.7	16.6	11.7	9.8	8.6
现金净增加额	441	200	250	182	124						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn