

## 植保医药业务稳定增长，静待新能源产品新动力

### 核心观点

- **22 年业绩稳步增长，短期转固因素影响利润：**公司近日发布 22 年年报及 23 年一季报，22 年实现营收 78.65 亿，同比+19.41%，实现归母净利润 6.97 亿，同比+120.93%；23 年 Q1 实现营收 19.57 亿，同比+15.61%，环比-0.32%，实现归母净利润 4459 万元，同比-39.85%，环比-87.42%。公司 23Q1 毛利率 22.13%，同比下滑 4.22pct，环比下滑 2.53pct，毛利率下滑主要是因为英国子公司工厂及 22 年年底其他基地在建工程转固计提的折旧费用增加，比 22Q1 增加折旧 4000 万左右。
- **植保医药业务稳定增长，创新研发不断：**2022 年公司植保及医药业务继续稳定增长，植保业务收入和毛利分别同比增长 21.6%和 29.9%，毛利率较同期增加 1.6pct 至 24.91%；医药业务收入同比增长 20.6%，毛利同比减少 2.0%，毛利率较同期减少 7.61pct。2022 年植保及医药业务成本端都受到原材料及能源价格上涨的推升，而在地缘冲突及粮食供应危机催化下，植保产品景气大幅提升，因而植保业务毛利率表现更加坚挺。未来公司将继续依托创新研发优势，不断增加新产品种类，在持续增收创利的同时降低单一原材料依赖程度，平抑成本波动。2022 年公司整体研发投入 3.95 亿元，同比增长 24.47%，并建立了医药板块新的研发服务基地，医药业务板块已经完成或正在执行共计 15 个验证项目，其中 2 个为 API 项目，持续加大研发力度，助力长期成长。
- **积极开拓新能源相关的电子化学品业务，建设进度稳步向前：**公司自 2015 年就确定了电子化学品作为公司未来业务发展方向之一。目前，公司德州联化年产 3 万吨电子新材料项目一期已建设完成，正在按计划进行调试工作，产品包括年产 2 万吨六氟磷酸锂和 1 万吨双氟磺酰亚胺锂；临海联化的年产 20 万吨电解液、2 万吨 LT612、1411 吨氢氧化锂溶液、500 吨三(三甲基硅基)磷酸酯等项目已于 2023 年 3 月获得批复。静待新能源化学品业务成为公司增长新动力。

### 盈利预测与投资建议

- 公司 23 年 Q1 末固定资产较去年年末增加 9.76 亿，考虑到短期在建工程转固较多导致折旧费用有所增加，且新产能爬坡需要时间，故适当调整盈利预测，我们预计 23-25 年公司每股 EPS 为 0.66、0.88 和 1.07 元（原 23-24 年预测为 0.71 和 0.89 元），采用分部估值，加权后 23 年 PE 为 19 倍，给予目标价 12.54 元并维持增持评级。

**风险提示：**原材料价格波动，下游需求不及预期，新项目建设和投产进度不及预期。

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,587	7,865	9,191	10,843	12,801
同比增长(%)	37.7%	19.4%	16.9%	18.0%	18.1%
营业利润(百万元)	450	649	698	885	1,167
同比增长(%)	102.2%	44.4%	7.5%	26.8%	31.9%
归属母公司净利润(百万元)	315	697	612	810	988
同比增长(%)	186.6%	120.9%	-12.2%	32.5%	21.9%
每股收益(元)	0.34	0.75	0.66	0.88	1.07
毛利率(%)	26.9%	26.1%	24.8%	24.9%	25.0%
净利率(%)	4.8%	8.9%	6.7%	7.5%	7.7%
净资产收益率(%)	5.1%	10.5%	8.5%	10.3%	11.5%
市盈率	33.2	15.0	17.1	12.9	10.6
市净率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2

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申明。

### 投资评级

增持（维持）

股价（2023年05月11日）	11.3元
目标价格	12.54元
52周最高价/最低价	23.8/11.23元
总股本/流通A股（万股）	92,325/91,913
A股市值（百万元）	10,433
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2023年05月12日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.74	-18.06	-34.23	-23.01
相对表现	-2.76	-15.39	-31.41	-23.37
沪深300	-0.98	-2.67	-2.82	0.36



### 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

顾雪莺 guxueying@orientsec.com.cn

### 相关报告

复产助产销量增长，业绩持续向好 2022-05-10

**表 1：可比公司估值（截至 2023/5/11）**

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
贝斯美	0.42	0.69	1.13	1.52	28.25	17.37	10.55	7.86
润丰股份	5.10	5.78	6.69	7.39	14.59	12.87	11.13	10.07
扬农化工	5.79	6.06	6.86	7.90	15.90	15.20	13.41	11.66
安道麦 A	0.26	0.35	0.45	0.56	33.83	24.95	19.88	15.94
<b>农药直接平均</b>						<b>17.60</b>	<b>13.74</b>	<b>11.38</b>
药明康德	2.97	3.31	4.17	5.24	22.82	20.50	16.28	12.93
康龙化成	1.15	1.81	2.45	3.21	41.28	26.29	19.47	14.84
博腾股份	3.67	1.84	1.95	2.37	9.00	17.95	17.00	13.95
凯莱英	8.93	6.90	7.36	9.38	14.76	19.10	17.90	14.05
药明生物	1.05	1.28	1.67	2.17	38.35	31.34	24.01	18.45
<b>医药调整后平均</b>						<b>21.97</b>	<b>18.12</b>	<b>14.28</b>

数据来源：WIND，东方证券研究所

**表 2：分部估值测算示意（截至 2023/5/11）**

项目	毛利占比（2023E）	2023E	2024E	2025E
农药（直接平均）	75%	18	14	11
医药（调整后平均）	25%	22	18	14
<b>加权平均 PE</b>		<b>19</b>	<b>15</b>	<b>12</b>

数据来源：WIND，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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	561	583	681	804	949	营业收入	6,587	7,865	9,191	10,843	12,801
应收票据、账款及款项融资	1,788	1,879	2,195	2,590	3,058	营业成本	4,814	5,809	6,909	8,141	9,600
预付账款	123	130	152	180	212	营业税金及附加	63	52	75	80	99
存货	2,253	2,911	3,462	4,079	4,810	销售费用	15	12	15	17	21
其他	426	886	948	1,024	1,115	管理费用及研发费用	1,089	1,180	1,307	1,455	1,618
<b>流动资产合计</b>	<b>5,151</b>	<b>6,389</b>	<b>7,438</b>	<b>8,677</b>	<b>10,144</b>	财务费用	101	48	160	200	237
长期股权投资	71	84	81	81	81	资产、信用减值损失	128	71	43	51	59
固定资产	4,193	4,645	5,544	6,431	7,307	公允价值变动收益	6	(6)	(0)	(3)	(1)
在建工程	2,464	3,076	3,368	3,693	4,055	投资净收益	37	(71)	(17)	(44)	(30)
无形资产	512	509	493	477	461	其他	30	32	31	32	32
其他	251	307	306	306	306	<b>营业利润</b>	<b>450</b>	<b>649</b>	<b>698</b>	<b>885</b>	<b>1,167</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,491</b>	<b>8,620</b>	<b>9,791</b>	<b>10,988</b>	<b>12,210</b>	营业外收入	15	327	171	249	210
<b>资产总计</b>	<b>12,642</b>	<b>15,009</b>	<b>17,229</b>	<b>19,665</b>	<b>22,354</b>	营业外支出	48	32	40	36	38
短期借款	1,660	1,702	2,793	3,812	4,806	<b>利润总额</b>	<b>417</b>	<b>944</b>	<b>829</b>	<b>1,098</b>	<b>1,339</b>
应付票据及应付账款	2,677	2,916	3,468	4,087	4,819	所得税	94	208	183	242	295
其他	689	1,008	1,032	1,065	1,105	<b>净利润</b>	<b>323</b>	<b>736</b>	<b>646</b>	<b>856</b>	<b>1,044</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,026</b>	<b>5,626</b>	<b>7,292</b>	<b>8,964</b>	<b>10,730</b>	少数股东损益	8	39	35	46	56
长期借款	679	1,516	1,516	1,516	1,516	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>315</b>	<b>697</b>	<b>612</b>	<b>810</b>	<b>988</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.34	0.75	0.66	0.88	1.07
其他	608	649	649	649	649						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,287</b>	<b>2,165</b>	<b>2,165</b>	<b>2,165</b>	<b>2,165</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,313</b>	<b>7,791</b>	<b>9,457</b>	<b>11,129</b>	<b>12,895</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	28	267	301	347	403	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	923	923	923	923	923	营业收入	37.7%	19.4%	16.9%	18.0%	18.1%
资本公积	2,215	2,215	2,215	2,215	2,215	营业利润	102.2%	44.4%	7.5%	26.8%	31.9%
留存收益	3,158	3,809	4,328	5,047	5,914	归属于母公司净利润	186.6%	120.9%	-12.2%	32.5%	21.9%
其他	5	5	5	5	5	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,329</b>	<b>7,218</b>	<b>7,772</b>	<b>8,536</b>	<b>9,459</b>	毛利率	26.9%	26.1%	24.8%	24.9%	25.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,642</b>	<b>15,009</b>	<b>17,229</b>	<b>19,665</b>	<b>22,354</b>	净利率	4.8%	8.9%	6.7%	7.5%	7.7%
						ROE	5.1%	10.5%	8.5%	10.3%	11.5%
						ROIC	5.2%	5.6%	5.8%	6.4%	7.2%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	49.9%	51.9%	54.9%	56.6%	57.7%
净利润	323	736	646	856	1,044	净负债率	29.7%	40.4%	50.3%	56.3%	59.8%
折旧摊销	464	516	556	707	873	流动比率	1.02	1.14	1.02	0.97	0.95
财务费用	101	48	160	200	237	速动比率	0.57	0.61	0.54	0.50	0.49
投资损失	(37)	71	17	44	30	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(22)	(1,035)	(413)	(510)	(604)	应收账款周转率	5.7	5.2	5.4	5.4	5.4
其它	(91)	303	43	53	60	存货周转率	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>738</b>	<b>639</b>	<b>1,009</b>	<b>1,350</b>	<b>1,640</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(1,790)	(1,554)	(1,735)	(1,909)	(2,099)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	11	(9)	3	0	0	每股收益	0.34	0.75	0.66	0.88	1.07
其他	243	(166)	(17)	(46)	(32)	每股经营现金流	0.80	0.69	1.09	1.46	1.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,536)</b>	<b>(1,729)</b>	<b>(1,749)</b>	<b>(1,955)</b>	<b>(2,131)</b>	每股净资产	6.83	7.53	8.09	8.87	9.81
债权融资	(154)	982	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	6	(0)	0	0	0	市盈率	33.2	15.0	17.1	12.9	10.6
其他	941	70	839	728	635	市净率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>792</b>	<b>1,051</b>	<b>839</b>	<b>728</b>	<b>635</b>	EV/EBITDA	13.2	11.0	9.5	7.5	5.9
汇率变动影响	(18)	37	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.3	19.2	15.6	12.3	9.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(24)</b>	<b>(2)</b>	<b>98</b>	<b>123</b>	<b>145</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。