

2023 年 04 月 25 日
广信股份 (603599. SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

农药

一体化平台持续完善，多品种等待落地

事件：

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 全年实现营收 90.6 亿元（同比+63.3%），归母净利润 23.2 亿元（同比+56.5%）。2022Q4 实现营收 24.5 亿元（同比+72.1%，环比+15.8%），归母净利润 4.65 亿元（同比+4.22%，环比-23.4%）。2023Q1 实现营收 19.3 亿元（同比-6.35%，环比-21.3%），归母净利润 5.21 亿元（同比-8.43%，环比+12.0%）。

一体化经营模式稳健，业务规模持续扩大：

公司 2022 年业绩提升主要受益于行业景气度提升，公司业务规模不断扩大，并完成并购辽宁世星药化拓展第三基地。据公告，2022 年公司 20 万吨/年对（邻）硝基氯化苯第二条生产线（10 万吨/年）顺利投产，主要农药产品价格虽较 2021 年最高点有所回调，但 2022 全年均价依然实现同比增长。2022 年公司主要农药原药、主要农药中间体销量分别为 7.53 万吨、20.1 万吨，同比上涨 14.3%、81.7%；销售均价分别为 5.37 万元/吨、1.51 万元/吨，同比变动+45.0%、-9.63%；毛利率分别为 42.3%、38.5%，同比变动+5.67 pct、-13.5 pct。2022 年公司邻对硝产品因行业产能过剩导致价格下滑幅度较大形成拖累，但公司积极转变经营策略，逐步将邻对硝内部消化整合，并将离子膜烧碱产能投放市场。据公告，2023Q1 公司主要农药中间体销量同比增加近 12 万吨，环比增加约 8.5 万吨，销售收入同比微增，离子膜烧碱形成的收入有效对冲了部分原药及中间体价格下滑影响。2023Q1 公司主要农药产品除敌草隆以外价格均环比有所下滑，整体均价环比下滑 12.4%，但 Q1 毛利率达到 38.4%，环比+3.21 pct，净利率 27.7%，环比+7.67 pct，公司产业链一体化带来的成本优势显著。同时，公司在手现金超 85 亿，为后续运营与收购等活动提供有力支持。

离子膜烧碱项目全面投产，后续多项农药新品种值得期待：

据公告，公司已从产业链源头打通光气上游离子膜烧碱技术，“年产 30 万吨离子膜烧碱项目”已于 2023 年初正式全面投产，项目建成后公司主要原料液碱、液氯和氢气全部实现自供，进一步增强了公司全产业链的一体化产业优势，丰富了精细化工产业的产品结构，更为企业盈利提供了新的利润增长点。公司世星药化基地 4 万吨/年对氨基苯酚产能在建，预计 2023 年内投产。公司规划建设噁草酮、噻嗪酮、茚虫威、环嗪酮、噁菌酯等项目将陆续建成投产，将为公司未来发展持续贡献增长点。

投资建议：预计公司 2023-2025 年净利润分别为 21.5 亿、24.6 亿、28 亿元，对应 PE 9.1、7.9、6.9 倍，维持买入-A 评级。给予 23 年 11 倍 PE，对应目标价 36.38 元。

风险提示：项目进度不及预期、原料及产品价格波动等。

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	36.38 元
股价 (2023-04-24)	30.01 元

交易数据

总市值(百万元)	19,514.16
流通市值(百万元)	19,477.63
总股本(百万股)	650.26
流通股本(百万股)	649.04
12 个月价格区间	25.58/42.5 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.9	-0.5	-8.2
绝对收益	-5.0	-5.2	-9.0

张汪强 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

乔璐 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100001

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

行业维持较高景气，多项产品等待落地 2022-10-26

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,549.9	9,062.4	9,424.9	11,309.8	12,780.1
净利润	1,479.4	2,315.7	2,151.6	2,464.1	2,809.6
每股收益(元)	2.28	3.56	3.31	3.79	4.32
每股净资产(元)	10.70	13.35	16.40	20.19	24.51

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	13.2	8.4	9.1	7.9	6.9
市净率(倍)	2.8	2.2	1.8	1.5	1.2
净利润率	26.7%	25.6%	22.8%	21.8%	22.0%
净资产收益率	21.3%	26.7%	20.2%	18.8%	17.6%
股息收益率	2.4%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	28.5%	32.2%	22.9%	25.2%	21.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,549.9	9,062.4	9,424.9	11,309.8	12,780.1	成长性					
减:营业成本	3,176.5	5,347.4	5,843.4	6,899.0	7,795.9	营业收入增长率	63.1%	63.3%	4.0%	20.0%	13.0%
营业税费	18.1	27.5	31.1	37.3	42.2	营业利润增长率	154.4%	61.4%	-8.9%	14.9%	14.5%
销售费用	53.5	96.8	113.1	135.7	153.4	净利润增长率	151.3%	56.5%	-7.1%	14.5%	14.0%
管理费用	457.4	626.2	883.1	1,017.9	1,150.2	EBITDA 增长率	95.3%	58.4%	-9.9%	15.0%	13.7%
研发费用	278.5	406.2	480.7	565.5	639.0	EBIT 增长率	125.0%	63.0%	-12.1%	13.7%	12.4%
财务费用	-26.0	-91.7	-95.7	-139.5	-217.2	NOPLAT 增长率	151.3%	58.4%	-9.4%	13.7%	12.4%
资产减值损失	-7.5	-52.6	50.0	50.0	60.0	投资资本增长率	40.2%	27.6%	3.1%	34.3%	24.5%
加:公允价值变动收益	82.7	-13.9	255.0	-	-	净资产增长率	23.3%	26.7%	22.7%	23.0%	21.4%
投资和汇兑收益	3.9	108.4	100.0	100.0	100.0						
营业利润	1,682.7	2,716.3	2,474.1	2,843.9	3,256.7	利润率					
加:营业外净收支	4.9	-2.9	3.5	1.8	0.8	毛利率	42.8%	41.0%	38.0%	39.0%	39.0%
利润总额	1,687.6	2,713.3	2,477.7	2,845.8	3,257.5	营业利润率	30.3%	30.0%	26.3%	25.1%	25.5%
减:所得税	208.2	335.8	307.2	352.9	403.9	净利润率	26.7%	25.6%	22.8%	21.8%	22.0%
净利润	1,479.4	2,315.7	2,151.6	2,464.1	2,809.6	EBITDA/营业收入	34.0%	33.0%	28.6%	27.4%	27.5%
						EBIT/营业收入	29.9%	29.9%	25.2%	23.9%	23.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	92	68	71	61	56
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-38	-53	-61	-49	-48
货币资金	2,691.6	3,894.7	3,894.2	7,130.9	10,030.6	流动资产周转天数	419	359	410	407	455
交易性金融资产	3,015.0	4,745.0	5,000.0	5,000.0	5,000.0	应收帐款周转天数	21	15	14	14	14
应收帐款	408.4	336.2	396.8	482.8	529.9	存货周转天数	70	51	53	52	52
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	568	477	539	509	540
预付帐款	18.2	15.0	32.9	22.8	35.7	投资资本周转天数	397	323	353	350	399
存货	1,405.0	1,175.5	1,583.9	1,674.0	2,034.3						
其他流动资产	173.5	209.3	184.6	189.1	194.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	21.3%	26.7%	20.2%	18.8%	17.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.6%	17.2%	15.1%	14.2%	13.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	28.5%	32.2%	22.9%	25.2%	21.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,566.7	1,838.2	1,858.0	1,954.5	2,027.2	销售费用率	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
在建工程	456.3	714.1	709.9	454.9	131.0	管理费用率	8.2%	6.9%	9.4%	9.0%	9.0%
无形资产	208.4	300.6	290.8	280.9	271.1	研发费用率	5.0%	4.5%	5.1%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	209.7	622.8	439.9	420.8	450.8	财务费用率	-0.5%	-1.0%	-1.0%	-1.2%	-1.7%
资产总额	10,153.0	13,851.5	14,390.9	17,610.9	20,704.9	四费/营业收入	13.8%	11.4%	14.7%	14.0%	13.5%
短期债务	361.3	1,239.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,125.4	1,794.6	1,974.1	2,092.0	2,507.2	资产负债率	31.5%	36.4%	24.8%	24.4%	21.9%
应付票据	611.0	1,012.3	773.2	1,236.3	1,103.5	负债权益比	45.9%	57.1%	33.0%	32.3%	28.1%
其他流动负债	988.4	855.2	716.4	853.3	808.3	流动比率	2.50	2.12	3.20	3.47	4.03
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.04	1.88	2.75	3.07	3.57
其他非流动负债	107.8	135.5	107.7	117.0	120.1	利息保障倍数	-63.73	-29.49	-24.85	-19.38	-13.99
负债总额	3,193.9	5,036.6	3,571.5	4,298.6	4,539.0	分红指标					
少数股东权益	-	136.7	155.5	184.4	228.4	DPS(元)	0.71	0.30	-	-	-
股本	464.6	650.3	650.3	650.3	650.3	分红比率	31.4%	8.4%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	6,381.2	7,862.0	10,013.6	12,477.7	15,287.2	股息收益率	2.4%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6,959.1	8,814.9	10,819.4	13,312.3	16,165.9						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	1,479.4	2,377.5	2,151.6	2,464.1	2,809.6
						加:折旧和摊销	227.3	283.6	315.6	393.2	481.0
						资产减值准备	7.5	52.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-82.7	13.9	255.0	-	-
						财务费用	11.6	-9.6	-95.7	-139.5	-217.2
						投资收益	-13.1	-108.4	-100.0	-100.0	-100.0
						少数股东损益	-	61.9	18.8	28.8	44.0
						营运资金的变动	578.1	-145.4	-526.3	550.7	-235.0
						经营活动产生现金流量	1,410.6	2,928.0	2,019.0	3,197.2	2,782.4
						投资活动产生现金流量	-881.8	-2,402.7	-709.9	-100.0	-100.0
						融资活动产生现金流量	158.6	95.5	-1,309.5	139.5	217.3
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	2.28	3.56	3.31	3.79	4.32
						BVPS(元)	10.70	13.35	16.40	20.19	24.51
						PE(X)	13.2	8.4	9.1	7.9	6.9
						PB(X)	2.8	2.2	1.8	1.5	1.2
						P/FCF	11.2	5.3	81.3	6.1	6.7
						P/S	3.5	2.2	2.1	1.7	1.5
						EV/EBITDA	6.7	3.8	3.9	2.3	1.2
						CAGR(%)	19.0%	6.3%	54.5%	19.0%	6.3%
						PEG	0.7	1.3	0.2	0.4	1.1
						ROIC/WACC	2.7	3.1	2.2	2.4	2.0
						REP	0.6	0.4	0.5	0.2	0.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034