

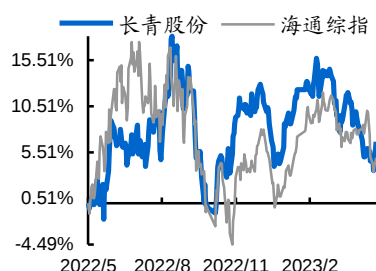
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

05 月 04 日收盘价 (元)	7.25
52 周股价波动 (元)	6.60-8.11
总股本/流通 A 股 (百万股)	650/464
总市值/流通市值 (百万元)	4658/3330

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.9	-6.5	-5.0
相对涨幅 (%)	-4.6	-5.5	-1.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 李智

Tel: (021) 23219392

Email: lz11785@haitong.com

证书: S0850519110003

23Q1 扣非净利润同比增长 16.55%，湖北基地投产为增长提供保障

投资要点:

- 23Q1 扣非净利润同比增长 16.55%。**公司 23 年一季度实现营业收入 10.2 亿元, 同比增长 11.81%, 归母净利润 9041 万元, 同比增长 12.95%, 扣非净利润 9450 万元, 同比增长 16.55%。一季度销售毛利率 23.82%, 同比提升 2.3 个百分点, 净利率 8.89%, 同比提升 0.07 个百分点。2023 年一季度公司主要产品如氟磺胺草醚、精异丙甲草胺等产品价格仍保持高位, 同时原料价格也呈下降趋势, 加之子公司长青湖北宜昌生产基地产能得到有效释放, 盈利能力增强。
- 2022 年扣非净利润同比增长 5.35%。**2022 年, 公司实现营业收入 42.4 亿元, 同比增长 12.72%, 归母净利润 2.62 亿元, 同比增长 5.56%, 扣非净利润 2.54 亿元, 同比增长 5.35%。全年毛利率 17.23%, 同比下滑 0.28 个百分点, 净利率 6.21%, 同比下滑 0.4 个百分点。其中原药收入 25.7 亿元, 同比增长 9.7%, 销量 18314.18 吨, 同比下滑 8%, 制剂收入 6.46 亿元, 同比增长 19.8%, 销量 12015.13 吨, 同比增长 2.4%。
- 除草剂、杀虫剂增长较快。**公司除草剂包括氟磺胺草醚、精异丙甲草胺、麦草畏、异噁草松、烯草酮、三氟羧草醚、醚苯磺隆、乙羧氟草醚、烟嘧磺隆等, 杀虫剂包括吡虫啉、啉虫脒、丁醚脲、氟虫腈、噻虫嗪、高效氯氟氰菊酯等, 杀菌剂包括三环唑、2-苯并咪唑酮、稻瘟酰胺、氟环唑等。从构成来看, 2022 年除草剂收入 18 亿元, 同比增长 18.38%, 占比 42.5%, 毛利率 13.93%; 杀虫剂收入 19.4 亿元, 同比增长 14.39%, 占比 45.64%, 毛利率 19.06%; 杀菌剂收入 4.2 亿元, 同比减少 8.53%, 占比 9.9%, 毛利率 15.56%。
- 湖北基地投产为增长提供保障。**2022 年, 长青湖北生产基地年产 10000 吨 2-甲基-6-乙基苯胺项目、年产 2000 吨功夫菊酯原药项目、年产 600 吨氟虫腈原药项目已投入生产; 年产 3000 吨噻虫嗪原药项目、年产 10000 吨精异丙甲草胺原药项目投入试生产; 年产 1000 吨联苯菊酯原药项目处于设备安装阶段。
- 盈利预测。**我们预计公司 2023-2025 年净利润为 3.17 亿元、3.90 亿元、4.64 亿元, 对应 EPS 分别可达 0.49 元、0.60 元和 0.71 元, 给予公司 2023 年 15-18 倍 PE, 对应合理价值区间为 7.35-8.82 元, 首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**产品价格下行; 在建项目进展不及预期。

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万)	3765	4244	4813	5535	6180
(+/-)YoY(%)	25.1%	12.7%	13.4%	15.0%	11.6%
净利润 (百万元)	249	262	317	390	464
(+/-)YoY(%)	27.5%	5.6%	20.9%	22.9%	19.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.38	0.40	0.49	0.60	0.71
毛利率(%)	17.5%	17.2%	17.9%	18.1%	18.3%
净资产收益率(%)	5.5%	5.7%	6.4%	7.3%	8.0%

资料来源: 公司年报 (2021A-2022A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022	2023E	2021	2022	2023E
600486.SH	扬农化工	92.09	3.94	5.79	6.09	23.4	15.9	15.1
300575.SZ	中旗股份	17.59	0.69	1.35	1.53	25.5	13.0	11.5
000553.SZ	安道麦 A	8.55	0.07	0.26	0.37	126.6	32.7	23.1
均值						58.5	20.5	16.6

注：收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 公司分业务盈利预测（百万元）

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	4244	4813	5535	6180
总成本	3512	3949	4533	5049
总毛利率	17%	18%	18%	18%
杀虫剂				
收入	1937	2246	2621	2951
成本	1568	1785	2070	2316
毛利率	19%	21%	21%	22%
除草剂				
收入	1804	2071	2418	2733
成本	1553	1781	2080	2350
毛利率	14%	14%	14%	14%
杀菌剂				
收入	421	411	411	411
成本	356	346	346	346
毛利率	16%	16%	16%	16%
其他业务				
收入	82	85	85	85
成本	36	37	37	37
毛利率	56%	56%	56%	56%

资料来源：wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标（元）					营业总收入	4244	4813	5535	6180
每股收益	0.40	0.49	0.60	0.71	营业成本	3512	3949	4533	5049
每股净资产	7.14	7.63	8.23	8.94	毛利率%	17.2%	17.9%	18.1%	18.3%
每股经营现金流	1.30	0.65	0.57	0.74	营业税金及附加	19	22	25	28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估（倍）					营业费用	63	72	83	93
P/E	17.75	14.69	11.95	10.03	营业费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	1.00	0.94	0.87	0.80	管理费用	154	173	199	222
P/S	1.10	0.97	0.84	0.75	管理费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
EV/EBITDA	9.59	13.95	12.32	10.44	EBIT	297	374	441	517
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	27	40	30	28
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%
毛利率	17.2%	17.9%	18.1%	18.3%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	6.2%	6.6%	7.0%	7.5%	投资收益	12	14	17	19
净资产收益率	5.7%	6.4%	7.3%	8.0%	营业利润	285	350	427	506
资产回报率	3.5%	4.0%	4.6%	5.1%	营业外收支	-12	-15	-15	-15
投资回报率	4.5%	5.3%	5.9%	6.5%	利润总额	273	335	412	491
盈利增长（%）					EBITDA	606	424	481	557
营业收入增长率	12.7%	13.4%	15.0%	11.6%	所得税	10	17	21	25
EBIT 增长率	-3.8%	25.9%	18.0%	17.4%	有效所得税率%	3.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	5.6%	20.9%	22.9%	19.1%	少数股东损益	1	2	2	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	262	317	390	464
资产负债率	37.8%	37.7%	37.3%	36.1%					
流动比率	1.63	1.58	1.59	1.65	资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.89	0.86	0.83	0.84	货币资金	446	496	478	518
现金比率	0.22	0.23	0.20	0.21	应收账款及应收票据	537	593	667	711
经营效率指标					存货	1425	1515	1739	1937
应收账款周转天数	46.18	45.00	44.00	42.00	其它流动资产	834	845	873	898
存货周转天数	148.12	140.00	140.00	140.00	流动资产合计	3242	3449	3757	4063
总资产周转率	0.57	0.60	0.65	0.68	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.35	1.33	1.38	1.41	固定资产	3144	3624	4004	4384
					在建工程	673	493	373	253
					无形资产	230	230	230	230
					非流动资产合计	4232	4532	4792	5052
现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	资产总计	7474	7981	8549	9115
净利润	262	317	390	464	短期借款	829	891	882	819
少数股东损益	1	2	2	2	应付票据及应付账款	1040	1158	1329	1480
非现金支出	314	50	40	40	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	39	84	83	79	其它流动负债	123	131	145	157
营运资金变动	229	-31	-141	-103	流动负债合计	1992	2180	2356	2456
经营活动现金流	845	422	374	483	长期借款	823	823	823	823
资产	-857	-365	-314	-314	其它长期负债	10	10	10	10
投资	-160	0	0	0	非流动负债合计	832	832	832	832
其他	21	14	17	19	负债总计	2824	3012	3188	3288
投资活动现金流	-997	-350	-298	-296	实收资本	650	650	650	650
债权募资	130	62	-9	-63	归属于母公司所有者权益	4637	4954	5344	5809
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	13	14	16	19
其他	-226	-84	-85	-83	负债和所有者权益合计	7474	7981	8549	9115
融资活动现金流	-97	-22	-94	-147					
现金净流量	-254	50	-18	40					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2022A），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,皇马科技,和远气体,华光新材,利安隆,合盛硅业,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。