

证券研究报告

农药



江山股份

600389

审慎增持 (维持)

前三季度业绩高增，三大基地新项目待建纵横扩张产业链

2022年11月2日

市场数据

市场数据日期	2022-11-2
收盘价(元)	42.24
总股本(百万股)	305.37
流通股本(百万股)	297.00
总市值(百万元)	12898.71
流通市值(百万元)	12545.28
净资产(百万元)	3081.94
总资产(百万元)	6266.24
每股净资产(元)	10.80

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证化工】江山股份(600389)2021年半年报点评:草甘膦等农药价格上涨促业绩高增,阻燃剂等新产能投产,创制农药产业化有序推进支撑成长》2022-08-24

《【兴证化工】江山股份(600389)2021年业绩预告点评:除草剂产品价格上涨,公司业绩走高》2022-01-12

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

刘梦岚

liumenglan@xyzq.com.cn

S0190522070006

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6484	9266	9837	10274
同比增长	26.6%	42.9%	6.2%	4.4%
归母净利润(百万元)	816	1948	2032	2124
同比增长	143.8%	138.6%	4.3%	4.5%
毛利率	24.0%	33.2%	32.0%	31.4%
净利率	12.8%	21.3%	21.0%	21.0%
净资产收益率	34.8%	57.5%	40.4%	31.2%
每股收益(元)	2.68	6.39	6.66	6.96
每股经营现金流(元)	3.26	5.86	7.26	7.33

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 江山股份发布 2022 年三季报, 公司实现营业收入 70.99 亿元, 同比增长 48.12%; 实现归属上市公司股东的净利润 16.89 亿元, 同比增长 221.86%; 实现扣非归母净利润 17.36 亿元, 同比增长 238.78%。按最新总股本计, 实现摊薄每股收益 5.68 元, 每股经营性净现金流 4.54 元。2022Q3 单季度公司实现营业收入 18.69 亿元, 同比增长 13.97%, 环比下降 25.59%; 实现归母净利润 4.76 亿元, 同比增长 118.61%, 环比下降 16.06%; 实现扣非归母净利润 4.99 亿元, 同比增长 133.39%, 环比下降 16.54%; 折合单季度 EPS 为 1.56 元。
- **维持“审慎增持”的投资评级。** 江山股份是我国农药行业领先企业, 具有除草剂、杀虫剂等多品类农药产品。公司的主要产品草甘膦、敌百虫、乙草胺等产品市场竞争格局较好, 有利于公司维持较高的利润空间。同时, 公司向下游扩展至制剂领域, 收购哈尔滨利民以逐步布局东北等地的制剂终端市场。成长性方面, 公司的创制药 JS-T205 是公司自研的新型绿色广谱除草剂, 目前 JS-T205 已经完成全流程的中试验证并优化了部分反应步骤, 公司已经于 6 月签订合作协议加快推进 JS-T205 的产业化落地。以最新股本 3.05 亿股计, 我们维持江山股份 2022-2024 年 EPS 分别为 6.39、6.66、6.96 元的 EPS, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 新项目产业化不及预期的风险; 原材料价格波动的风险; 产品价格下降风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

江山股份发布 2022 年三季报,公司实现营业收入 70.99 亿元,同比增长 48.12%;实现归属上市公司股东的净利润 16.89 亿元,同比增长 221.86%;实现扣非归母净利润 17.36 亿元,同比增长 238.78%。按最新总股本计,实现摊薄每股收益 5.68 元,每股经营性净现金流 4.54 元。

2022Q3 单季度公司实现营业收入 18.69 亿元,同比增长 13.97%,环比下降 25.59%;实现归母净利润 4.76 亿元,同比增长 118.61%,环比下降 16.06%;实现扣非归母净利润 4.99 亿元,同比增长 133.39%,环比下降 16.54%;折合单季度 EPS 为 1.56 元。

点评

- **农药、氯碱价格上涨,叠加公司新增产能投产,公司 22 年前三季营收、净利润同比上涨,毛利率同比增长。**2022 前三季实现营业收入 70.99 亿元,同比增长 48.12%;实现归属上市公司股东的净利润 16.89 亿元,同比增长 221.86%;实现扣非归母净利润 17.36 亿元,同比增长 238.78%。从公司的产品上看,公司三大品类产品除草剂、杀虫剂、氯碱产品价格均同比增长,磷系阻燃剂和 7600 吨绿色高效植保技改项目于上半年相继投产,产品产量进一步提升。2022 年前三季公司综合毛利率为 34.50%,同比增长 13.14pcts。

三季度产销淡季,农药产品价格下降,业绩环比下降。22Q3 公司的除草剂、杀虫剂、氯碱等产品第三季度销售价格环比分别下降 12.34%、3.05%、16.22%。此外,三季度为产销淡季,公司农药产品的产销量环比出现下降。公司实现单季度营业收入 18.69 亿元,同比增长 13.97%,环比下降 25.59%;实现单季度归母净利润 4.76 亿元,同比增长 118.61%,环比下降 16.06%。2022Q3 实现单季度销售毛利率 33.79%,同比增长 9.3pcts,环比下降 0.59pcts。

- **创制药加速产业化,携手瓮福集团布局贵州基地,打开公司长期成长新通道。**7 月,公司公告将在湖北枝江建立新生产基地,将在此基地推进公司的创制药产品 JS-T205 的产业化。10 月,公司与贵州瓮安县政府、瓮福集团签署合作意向协议书,拟与瓮福集团合作建设磷化工循环一体化产业链项目,在贵州瓮安建设公司除南通、枝江基地以外的国内第三生产基地,项目总投资暂估 220 亿元。公司目前新规划湖北枝江及贵州瓮安基地,创制药及磷化工产业链,纵横扩展产业版图,打开公司新发展空间。在南通基地公司也继续进行投入,公司合计投资 1.48 亿元建设双甘磷母液废水优化提升改造项目、阻燃剂二期项目和码头改建工程项目,其中阻燃剂二期项目包括 5 万吨/年 TCPP 生产装置、0.5 万吨/年 BDP 生产装置和配套 2.5 万吨/年三氯氧磷生产装置,阻燃剂项目将于 2023 年 9 月投产。

- **维持“审慎增持”的投资评级。**江山股份是我国农药行业领先企业，具有除草剂、杀虫剂等多品类农药产品。公司的主要产品草甘膦、敌百虫、乙草胺等产品市场竞争格局较好，有利于公司维持较高的利润空间。同时，公司向下游扩展至制剂领域，收购哈尔滨利民以逐步布局东北等地的制剂终端市场。成长性方面，公司的创制药 JS-T205 是公司自研的新型绿色广谱除草剂，目前 JS-T205 已经完成全流程的中试验证并优化了部分反应步骤，公司已经于 6 月签订合作协议加快推进 JS-T205 的产业化落地。以最新股本 3.05 亿股计，我们维持江山股份 2022-2024 年 EPS 分别为 6.39、6.66、6.96 元的 EPS，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：新项目产业化不及预期的风险；原材料价格波动的风险；产品价格下降风险。**

附表

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3375	5087	7365	9731	营业收入	6484	9266	9837	10274
货币资金	1243	2415	4495	6717	营业成本	4924	6194	6689	7048
交易性金融资产	12	6	7	8	税金及附加	15	23	24	25
应收票据及应收账款	906	1295	1403	1451	销售费用	43	73	70	74
预付款项	39	111	103	106	管理费用	298	419	445	466
存货	1035	1075	1186	1279	研发费用	237	312	312	330
其他	139	184	171	170	财务费用	28	-21	-76	-156
非流动资产	2305	2029	1761	1475	其他收益	14	13	13	13
长期股权投资	282	262	268	268	投资收益	46	49	49	48
固定资产	1269	1228	1077	867	公允价值变动收益	12	6	7	8
在建工程	370	185	92	46	信用减值损失	2	-3	-4	-3
无形资产	196	178	153	128	资产减值损失	0	-6	-3	-3
商誉	99	99	99	99	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	14	10	4	-3	营业利润	1013	2327	2435	2549
其他	75	68	69	70	营业外收入	0	0	0	0
资产总计	5679	7116	9126	11206	营业外支出	28	22	24	24
流动负债	2799	3068	3273	3410	利润总额	985	2305	2412	2525
短期借款	301	397	387	376	所得税	158	328	347	369
应付票据及应付账款	1772	2,019.24	2,221.96	2,359.28	净利润	827	1977	2065	2156
其他	726	653	664	675	少数股东损益	10	29	33	32
非流动负债	478	576	705	843	归属母公司净利润	816	1948	2032	2124
长期借款	303	419	544	681	EPS(元)	2.68	6.39	6.66	6.96
其他	176	157	161	162					
负债合计	3278	3645	3977	4253					
股本	297	305	305	305	主要财务比率				
资本公积	145	145	145	145	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	1569	2422	3882	5463	成长性				
少数股东权益	54	83	116	148	营业收入增长率	26.6%	42.9%	6.2%	4.4%
股东权益合计	2402	3472	5149	6953	营业利润增长率	149.1%	129.8%	4.6%	4.7%
负债及权益合计	5679	7116	9126	11206	归母净利润增长率	143.8%	138.6%	4.3%	4.5%
					盈利能力				
					毛利率	24.0%	33.2%	32.0%	31.4%
					净利率	12.8%	21.3%	21.0%	21.0%
					ROE	34.8%	57.5%	40.4%	31.2%
					偿债能力				
					资产负债率	57.7%	51.2%	43.6%	38.0%
					流动比率	1.21	1.66	2.25	2.85
					速动比率	0.84	1.31	1.89	2.48
					营运能力				
					资产周转率	126.2%	144.8%	121.1%	101.1%
					应收账款周转率	819.2%	926.1%	785.9%	782.0%
					存货周转率	631.1%	586.6%	591.0%	571.2%
					每股资料(元)				
					每股收益	2.68	6.39	6.66	6.96
					每股经营现金	3.26	5.86	7.26	7.33
					每股净资产	7.70	11.11	16.50	22.31
					估值比率(倍)				
					PE	15.8	6.6	6.3	6.1
					PB	5.5	3.8	2.6	1.9

现金流量表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	816	1948	2032	2124
折旧和摊销	228	244	267	278
资产减值准备	-0	23	3	2
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-12	-6	-7	-8
财务费用	12	-21	-76	-156
投资损失	-46	-49	-49	-48
少数股东损益	10	29	33	32
营运资金的变动	-50	-303	-22	16
经营活动产生现金流量	994	1788	2213	2237
投资活动产生现金流量	-164	81	51	58
融资活动产生现金流量	-508	-697	-185	-73
现金净变动	333	1172	2080	2222
现金的期初余额	764	1243	2415	4495
现金的期末余额	1097	2415	4495	6717

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn