

公司研究

农药行业景气下行 Q1 业绩承压，大力推进生产基地建设成长可期

——江山股份（600389.SH）2022 年年度报告及 2023 年一季报点评

增持（维持）

当前价：35.60 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

联系人：胡星月

010-58452014

huxingyue@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.05
总市值(亿元):	108.71
一年最低/最高(元):	33.77/67.84
近3月换手率:	66.64%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-18.68	-25.08	-39.21
绝对	-15.40	-27.18	-32.09

资料来源：Wind

要点

事件 1: 公司发布 2022 年年报。报告期内，公司实现营收 83.49 亿元，同比增长 28.76%；实现归母净利润 18.44 亿元，同比增长 125.91%；实现扣非后归母净利润 18.65 亿元，同比增长 133.10%。22 年 Q4 公司实现营收 12.49 亿元，同比减少 26.11%，环比减少 33.15%；实现归母净利润 1.56 亿元，同比减少 46.67%，环比减少 67.31%。

事件 2: 公司发布 2023 年一季报。报告期内，公司实现营收 13.53 亿元，同比减少 50.25%，环比增长 8.28%；实现归母净利润 1.24 亿元，同比减少 80.86%，环比减少 20.54%。

点评：

22 年公司业绩表现亮眼，但下半年以来原药价格下行业绩短暂承压。 22 年公司业绩总体表现亮眼，营收的增长主要系草甘膦系列、酰胺类系列产品量价齐升所致。22 年公司除贸易业务外营业收入同比增加 46.35%。其中农药、化工、蒸汽产品分别实现营收 58.9、15.3、6.71 亿元，分别同比增加 50.7%、58.2%、13.6%，毛利率分别为 35.13%、28.80%、16.72%，同比分别变动+7.29、-4.01、+4.76pct，贸易业务实现收入 1.4 亿元，同比减少 84.0%，毛利率为 5.05%，同比+3.28pct。22 年公司销售毛利率达 32.03%，同比增加 7.98pct。销量方面，22 年公司农药（折百）、氯碱（折百）、蒸汽分别实现销量 11.37、12.55、254.04 万吨，同比分别变动+4.8%、+3.6%、-8.65%。价格方面，根据百川盈孚数据，22 年草甘膦市场价格为 6.23 万元/吨，同比增长 22.7%。但是，22 年三季度后作物保护产品价格整体快速下行，22 年 Q4、23 年 Q1 草甘膦均价分别为 5.18、4.26 万元/吨，同/环比分别下降 35.1%/14.7%、41.9%/17.8%，因此 22 年 Q4、23 年 Q1 公司业绩均暂时承压。

大力推进第二、第三生产基地建设，未来成长可期。 除草剂方面，公司是国内首批通过环保核查的 4 家草甘膦生产企业之一，现有草甘膦原药产能 7 万吨/年，22 年产能利用率为 88.3%，其中甘氨酸路线产能 3 万吨/年，IDAN 路线产能 4 万吨/年；公司还布局有 4.6 万吨/年酰胺类系列产品和 0.1 万吨/年精异丙甲草胺产能。杀虫剂方面，公司现有 0.5 万吨/年二嗪磷、1.5 万吨/年敌敌畏产能。另外，公司设立子公司江能公用为公司所处园区提供公用工程配套服务，公司还与瓮福集团合作建设第三生产基地，拟投资 220 亿建设的磷化工循环一体化产业链项目。未来公司将全力推进第二、第三生产基地建设，大力推进单品冠军和补链延链强链企业并购重组，按计划实施供热中心、10 万吨智能制剂等 998 号基地增量项目，未来可期。

阻燃剂业务持续发力，打造新的利润增长点。 我国阻燃剂已发展成为仅次于增塑剂的第二大高分子材料改性添加剂，其中有机磷系阻燃剂兼顾阻燃效率和环保性，是目前市场增长最快的阻燃剂，发展潜力巨大。与主流厂家相比，公司有多年处理含磷废水的经验，拥有成熟的湿式氧化技术，有盐酸资源利用的途径，环保治理优势显著。目前公司开发的有机磷系阻燃剂产品主要有 TCPP 和 BDP，可以广泛应用于聚氨酯和工程塑料等领域，市场前景广阔。产能方面，公司 2 万吨/年三氯氧磷装置、1 万吨/年 BDP 装置、3 万吨/年 TCPP 装置已进入正常生产阶段。22 年 10 月 25 日，公司公告拟实施“阻燃剂二期项目”，包括 5 万吨/年 TCPP 产能和 1.5 万吨/年 BDP 产能，有望充分发挥磷化工产品产业链优势，为公司打造新的利润增长点。

盈利预测、估值与评级：由于农药原药价格大幅下跌，由于我们下调公司 23-24 年的盈利预测，新增 25 年的盈利预测，预计 23-25 年公司的归母净利润分别为 8.36（下调 58.4%）/9.36（下调 55.6%）/10.45 亿元。公司是国内优质的草甘膦生产企业之一，看好农药产能的持续扩张，维持公司“增持”评级。

风险提示：农药需求不及预期，成本波动风险，环保和安全生产风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,484	8,349	6,093	6,703	7,319
营业收入增长率	26.60%	28.76%	-27.02%	10.01%	9.19%
净利润（百万元）	816	1,844	836	936	1,045
净利润增长率	143.76%	125.91%	-54.69%	12.02%	11.64%
EPS（元）	2.75	6.04	2.74	3.07	3.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.78%	55.73%	20.46%	18.65%	17.23%
P/E	13	6	13	12	10
P/B	4.5	3.3	2.7	2.2	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-20，注：公司 2021 年总股本为 2.97 亿股，2022 年及以后总股本为 3.05 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,484	8,349	6,093	6,703	7,319
营业成本	4,924	5,675	4,594	4,986	5,447
折旧和摊销	221	239	389	402	416
税金及附加	15	24	16	17	20
销售费用	43	70	45	50	57
管理费用	298	214	218	240	237
研发费用	237	264	208	228	243
财务费用	28	-120	47	58	67
投资收益	46	8	8	8	8
营业利润	1,013	2,212	1,022	1,140	1,265
利润总额	985	2,207	1,006	1,124	1,252
所得税	158	344	151	169	188
净利润	827	1,864	855	955	1,064
少数股东损益	10	19	19	19	19
归属母公司净利润	816	1,844	836	936	1,045
EPS(元)	2.75	6.04	2.74	3.07	3.42

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	994	1,774	1,321	1,386	1,527
净利润	816	1,844	836	936	1,045
折旧摊销	221	239	389	402	416
净营运资金增加	-67	321	-290	82	73
其他	23	-631	387	-34	-6
投资活动产生现金流	-164	-146	-198	-192	-192
净资本支出	-171	-53	-200	-200	-200
长期投资变化	282	316	0	0	0
其他资产变化	-275	-410	2	8	8
融资活动现金流	-508	-764	-80	-38	-67
股本变化	0	8	0	0	0
债务净变化	-28	0	28	20	0
无息负债变化	742	-77	-319	136	159
净现金流	333	827	1,043	1,156	1,269

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	24.0%	32.0%	24.6%	25.6%	25.6%
EBITDA 率	18.8%	28.5%	22.8%	23.8%	23.8%
EBIT 率	15.3%	25.5%	16.4%	17.8%	18.1%
税前净利润率	15.2%	26.4%	16.5%	16.8%	17.1%
归母净利润率	12.6%	22.1%	13.7%	14.0%	14.3%
ROA	14.6%	28.6%	12.2%	11.8%	11.4%
ROE (摊薄)	34.8%	55.7%	20.5%	18.6%	17.2%
经营性 ROIC	39.3%	77.7%	44.5%	57.6%	69.7%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	58%	49%	41%	38%	34%
流动比率	1.21	1.77	2.37	2.82	3.24
速动比率	0.84	1.34	2.00	2.44	2.86
归母权益/有息债务	3.88	5.47	6.46	7.69	9.30
有形资产/有息债务	8.80	10.17	10.52	11.91	13.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	5,679	6,513	7,016	8,127	9,350
货币资金	1,243	2,073	3,116	4,272	5,541
交易性金融资产	12	2	0	0	0
应收账款	758	919	759	835	911
应收票据	148	53	79	87	95
其他应收款 (合计)	1	4	4	4	4
存货	1,035	1,011	762	829	909
其他流动资产	138	79	79	79	79
流动资产合计	3,375	4,195	4,861	6,174	7,613
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	282	316	329	329	329
固定资产	1,269	1,500	1,256	1,000	739
在建工程	368	95	146	185	213
无形资产	196	181	177	174	170
商誉	99	99	99	99	99
其他非流动资产	2	16	16	16	16
非流动资产合计	2,305	2,318	2,155	1,953	1,737
总负债	3,278	3,201	2,909	3,065	3,224
短期借款	301	1	0	0	0
应付账款	821	592	597	648	708
应付票据	951	693	752	817	892
预收账款	3	1	0	0	0
其他流动负债	27	35	35	35	35
流动负债合计	2,799	2,370	2,053	2,189	2,347
长期借款	303	602	632	652	652
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	89	80	80	80	80
非流动负债合计	478	830	857	877	877
股东权益	2,402	3,312	4,106	5,061	6,126
股本	297	305	305	305	305
公积金	491	853	853	853	853
未分配利润	1,569	2,336	3,110	4,046	5,091
归属母公司权益	2,348	3,310	4,084	5,020	6,065
少数股东权益	54	3	22	41	60

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.66%	0.83%	0.74%	0.74%	0.77%
管理费用率	4.60%	2.56%	3.58%	3.58%	3.24%
财务费用率	0.43%	-1.44%	0.77%	0.87%	0.91%
研发费用率	3.66%	3.16%	3.41%	3.41%	3.32%
所得税率	16%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	3.35	5.81	4.33	4.54	5.00
每股净资产	7.90	10.84	13.37	16.44	19.86
每股销售收入	21.83	27.34	19.95	21.95	23.97

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	13	6	13	12	10
PB	4.5	3.3	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	8.5	4.2	6.3	4.8	3.7
股息率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE