

2023年04月28日

农资主业发展稳健，精细化工全产业链打通

辉隆股份(002556)

评级:	买入	股票代码:	002556
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	12.69/7.89
目标价格:		总市值(亿)	79.09
最新收盘价:	8.29	自由流通市值(亿)	78.17
		自由流通股数(百万)	942.91

事件概述

公司发布2022年年报，报告期内，公司实现营业收入182.49亿元，同比-4.36%，实现归属于上市公司股东的净利润5.10亿元，同比+0.88%。公司拟以实施2022年度利润分配股权登记日当日的可参与分配的股本数量为基数，向全体股东每10股派发现金红利3元（含税），送红股0股（含税），不以公积金转增股本。公司发布2023年第一季度报告，报告期内，公司实现营业收入43.25亿元，同比+2.04%，实现归属于上市公司股东的净利润1.57亿元，同比-24.87%。

分析判断:

► 2022年营业收入有所降低，归母净利略增

2022年公司实现营业收入182.49亿元，同比-4.36%。分产品来看，(1)农资产品方面：2022年实现营业收入133.81亿元，同比增长11.44%，其占营业收入的比重为73.32%，2022年农资产品毛利率为6.97%，比2021年减少0.24pct；(2)化工产品方面：2022年实现营业收入18.02亿元，同比减少56.71%，其占营业收入的比重为9.87%；(3)精细化工产品方面：2022年实现营业收入15.98亿元，同比增加10.63%，其占营业收入的比重为8.75%，2022年精细化工产品的毛利率为20.08%，比2021年减少7.84pct。2022年精细化工共销售产品11.83万吨。2022年公司实现归属于上市公司股东的净利润为5.10亿元，同比+0.88%。2023年第一季度公司实现营业收入43.25亿元，同比+2.04%，实现归属于上市公司股东的净利润1.57亿元，同比-24.87%。

► 不惧内外复杂形势，农资主业发展稳健

2022年，农资行业的整体行业情况表现为三个特点：(1)2023年中央要文件强调全面推进乡村振兴重点工作，加快农业农村现代化，释放加快建设农业强国信号，农资行业作为农业产业链上的重要一环，面临全新的机遇与挑战；(2)化肥农药减量化行动深入推进，农资行业面临洗牌；(3)内外因素叠加，农资行情起伏，具体表现为尿素整体行情呈“N”型过山车走势，磷肥市场一波三折，钾肥市场大起大落。公司是安徽省供销合作社联合社控股企业，主要从事化肥、化工和农药产品的内外贸分销业务，自主品牌复合肥、农药及精细化工产品生产与销售。2022年，面对复杂的行情情况和严峻的市场考验，公司各经营单元经营稳健，公司农资产品业务实现营业收入133.81亿元，同比增长11.44%，毛利率略降0.24pct。据公司投资者关系活动记录，公司自主品牌复合肥年产能155万吨，碳酸一铵年产能20万吨，全年化肥销售总量超过400万吨。农资产品是农业产业链的重要一环，公司是中国农资流通行业第一家上市公司、供销社“新网工程”示范企业，我们认为目前其农资产品业务发展稳健，未来将持续贡献收入和利润。

► 多个重点项目建成投产，精细化工全产业链打通

公司全资子公司海华科技集团3000吨L-薄荷醇、1万吨间甲酚、1.5万吨BHT扩产等重点项目建成投产，延伸产业链提升价值链。海华科技是国内精细化工细分领域知名企业，拥有先进的染料中间体、医药及农药中间体等精细化工产品的合成技术和稳定的产品生产能力，形成稳产、低耗、节能、环保、安全的生产工艺，技术水平国内领先。随着项目投产，公司打通了“间甲酚——百里香酚——薄荷醇”全产业链，甲酚系列产品打破了国外长达三十年的技术垄断。公司前期存量间甲酚产能为8000吨/年，加上2022年投产的10000吨/年间甲酚产能，目前间甲酚产能已达18000吨/年，据公司投资者关系活动记录，公司对间甲酚产品业务未来的规划包括：(1)保证现有客户的需求，拓展新客户，进一步提升市场占有率；(2)作为原材料生产百里香酚、薄荷醇等产品；(3)逐步增加出口量，参与国际竞争。我们认为“间甲酚——百里香酚——薄荷醇”全产业链的打通，未来公司间甲酚产品的市占率将进一步提升，在精细化工产品较高毛利率水平下，精细化工将成为公司新的重要的利润增长点。

投资建议

我们分析：(1) 2023 年中央一号文件强调全面推进乡村振兴重点工作，加快农业农村现代化，释放加快建设农业强国信号，农资行业作为农业产业链上的重要一环，面临全新的机遇与挑战；(2) 公司自主品牌复合肥年产能 155 万吨，碳酸一铵年产能 20 万吨，有望为公司贡献收入和利润弹性；(3) 精细化工方面，公司多项目陆续顺利投产，且分品类来看，价格&需求可观，有望成为公司新的利润增长点。基于此，我们维持预测 2023 年营业收入 228.01 亿元不变，维持预测 2023 年归母净利润 8.07 亿元不变，下调公司 2024 年公司的营业收入 242.46 亿元至 241.07 亿元，下调公司 2024 年归母净利润 10.17 亿元至 9.05 亿元，新增预测公司 2025 年营业收入为 257.43 亿元，归母净利润为 10.16 亿元，维持公司 2023 年 EPS 为 0.85 元不变，下调 2024 年 EPS1.07 元至 0.95 元，新增预测公司 2025 年 EPS 为 1.06 元，2023 年 4 月 28 日收盘价 8.29 元/股对应 23-25 年 PE 分别为 10/9/8X，维持“买入”评级。

风险提示

产品价格波动风险，对外投资风险，化工需求不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,081	18,249	22,801	24,107	25,743
YoY (%)	18.5%	-4.4%	24.9%	5.7%	6.8%
归母净利润(百万元)	506	510	807	905	1,016
YoY (%)	125.2%	0.9%	58.0%	12.2%	12.2%
毛利率 (%)	7.7%	7.4%	8.1%	8.4%	8.8%
每股收益 (元)	0.54	0.53	0.85	0.95	1.06
ROE	13.2%	12.5%	16.7%	15.8%	15.1%
市盈率	15.35	15.64	9.80	8.74	7.79

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

华西农业&华西化工团队联合覆

盖

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,249	22,801	24,107	25,743	净利润	499	789	899	1,001
YoY (%)	-4.4%	24.9%	5.7%	6.8%	折旧和摊销	254	435	424	480
营业成本	16,907	20,946	22,079	23,484	营运资金变动	393	-1,206	1,114	-1,051
营业税金及附加	31	40	42	44	经营活动现金流	1,243	-33	2,359	321
销售费用	223	359	336	386	资本开支	-187	-729	-688	-681
管理费用	346	486	575	644	投资	-393	-53	-54	-71
财务费用	66	43	42	14	投资活动现金流	-428	-674	-627	-623
研发费用	137	152	151	180	股权募资	10	-61	0	0
资产减值损失	-92	-6	-4	-4	债务募资	-687	-274	-344	-403
投资收益	95	108	115	129	筹资活动现金流	-1,141	-392	-389	-434
营业利润	619	966	1,085	1,217	现金净流量	-325	-1,099	1,342	-737
营业外收支	-2	-5	-1	-1					
利润总额	618	961	1,084	1,216	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	119	172	185	215	成长能力				
净利润	499	789	899	1,001	营业收入增长率	-4.4%	24.9%	5.7%	6.8%
归属于母公司净利润	510	807	905	1,016	净利润增长率	0.9%	58.0%	12.2%	12.2%
YoY (%)	0.9%	58.0%	12.2%	12.2%	盈利能力				
每股收益	0.53	0.85	0.95	1.06	毛利率	7.4%	8.1%	8.4%	8.8%
					净利率	2.8%	3.5%	3.8%	3.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.4%	6.8%	6.7%	7.3%
货币资金	1,456	357	1,699	962	净资产收益率 ROE	12.5%	16.7%	15.8%	15.1%
预付款项	1,600	1,872	2,000	2,134	偿债能力				
存货	2,412	3,005	2,780	3,427	流动比率	0.90	0.96	1.04	1.16
其他流动资产	677	846	837	941	速动比率	0.30	0.18	0.35	0.29
流动资产合计	6,146	6,080	7,316	7,465	现金比率	0.21	0.06	0.24	0.15
长期股权投资	710	697	691	701	资产负债率	62.9%	57.7%	55.9%	50.1%
固定资产	2,211	2,477	2,744	2,975	经营效率				
无形资产	488	535	583	633	总资产周转率	1.61	1.94	1.90	1.88
非流动资产合计	5,450	5,798	6,126	6,410	每股指标 (元)				
资产合计	11,596	11,878	13,442	13,875	每股收益	0.53	0.85	0.95	1.06
短期借款	1,588	1,314	971	567	每股净资产	4.27	5.06	6.00	7.07
应付账款及票据	3,374	3,050	3,905	3,587	每股经营现金流	1.30	-0.03	2.47	0.34
其他流动负债	1,848	1,999	2,153	2,306	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,810	6,363	7,028	6,460	估值分析				
长期借款	312	312	312	312	PE	15.64	9.80	8.74	7.79
其他长期负债	175	175	175	175	PB	2.05	1.64	1.38	1.17
非流动负债合计	487	487	487	487					
负债合计	7,297	6,850	7,515	6,947					
股本	954	947	947	947					
少数股东权益	222	204	198	184					
股东权益合计	4,299	5,027	5,927	6,928					
负债和股东权益合计	11,596	11,878	13,442	13,875					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数据系硕士；四年消费行业买方研究经历，五年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券、太平洋证券，带领团队获得2018年中国证券报金牛奖农林牧渔行业第二名。2019年10月加盟华西证券研究所，担任农林牧渔行业首席分析师。2020年获得中国证券报金牛奖、第二节新浪财经麒麟农林牧渔新锐分析师第二名、第八届Wind金牌分析师农林牧渔行业第三名、东方财富最佳分析师农林牧渔行业第一名。2021年度获得21世纪金牌分析师农林牧渔行业第五名、第九届Wind金牌分析师农林牧渔行业第四名。

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。