

证券研究报告·公司深度报告

贝斯美(300796)：二甲戊灵景气度延续，新材料打开成长空间

分析师：卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440521100005

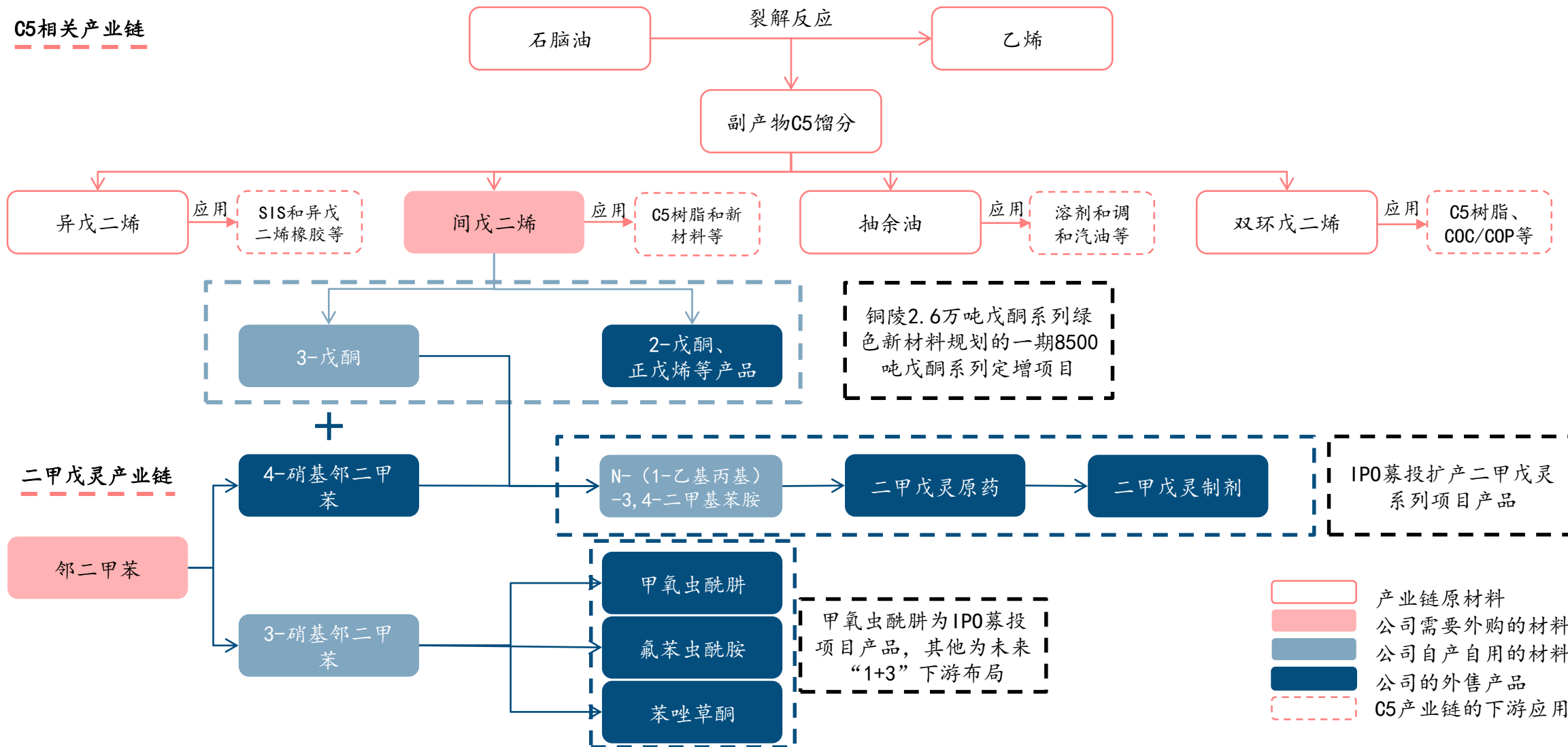
2022年12月12日

内容摘要

- **国内二甲戊灵龙头企业，积极探索C5产业链。** 公司为国内知名农药企业，其中二甲戊灵原药为公司的主要产品。受益于二甲戊灵行业高景气，公司经营业绩持续性改善，依托二甲戊灵产业链基础，积极探索C5相关产业链，定增募投铜陵项目打开公司成长的新空间。
- **二甲戊灵高景气结合全球化布局，公司成长空间广阔。** 二甲戊灵作为苗前选择性除草剂，相对于竞品乙草胺、氟乐灵而言具备安全、环保、低毒等多方面优势，未来发展空间有望持续提升。从全球竞争格局来看，目前主要参与者为巴斯夫20000吨/年、贝斯美12000吨/年、剩余的印度UPL/山东华阳合计产能8000吨/年，未来借助于全球农药产能转移，公司有望持续受益。公司此次收购宁波捷力克20%的股权，加速全球化布局。
- **自供4-硝基中间体产业链齐全，进行“1+3”下游布局。** 二甲戊灵生产的核心工艺难点为中间4-硝基供应，由于4-硝基的生产易发生爆炸，新增产能难度较大，公司拥有8000吨/年4-硝基产能保证公司二甲戊灵生产供应链安全，相比同类企业具备明显优势。同时公司利用副产物3-硝基拓展甲氧虫酰肼、氟苯虫酰胺、苯唑草酮，进行农药行业“1+3”下游布局。
- **铜陵戊酮项目进一步完善二甲戊灵产业链，C5产业链打造成成长第二曲线。** 公司定增募投8500吨戊酮系列绿色新材料项目，项目总品包含3-戊酮5500吨/年，2-戊酮3000吨/年，醋酸甲酯12700吨/年，正戊烯4000吨/年，环戊烯13000吨/年，溶剂油3000吨/年，醋酸戊酯3000吨/年，其中3-戊酮帮助公司完善二甲戊灵产业链，其他产品打造新的成长曲线。
- **盈利预测：** 公司二甲戊灵有望延续高景气，同时C5产业链以及甲氧虫酰肼等产能投放，业绩有望得到大幅提升，预计2022-2024年净利润分别为1.50、2.65和4.16亿元，给予“买入”评级。

贝斯美产业链图

C5相关产业链



- 产业链原材料
- 公司需要外购的材料
- 公司自产自用的材料
- 公司的外售产品
- C5产业链的下游应用

01 公司基本情况概况

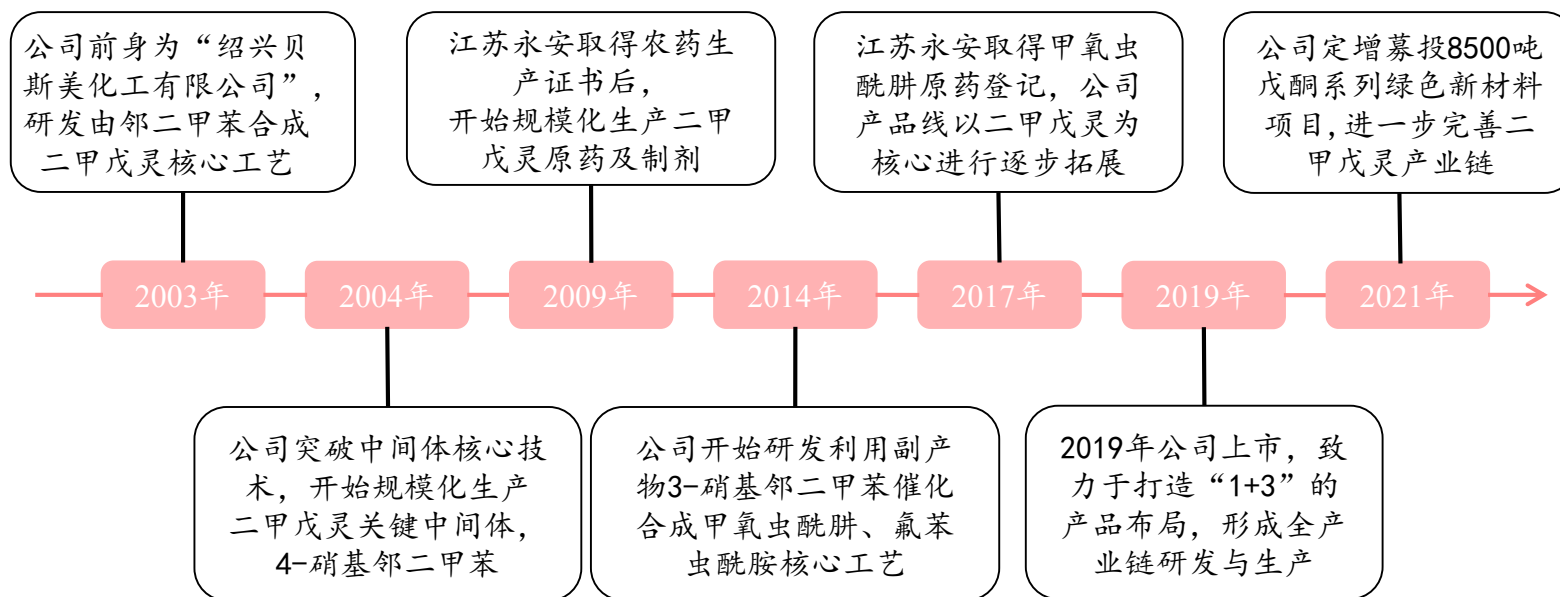
02 二甲戊灵持续高景气，有望受益全球农药产能转移浪潮

03 依托二甲戊灵产业链，布局“1+3”及C5新材料

04 盈利预测及风险提示

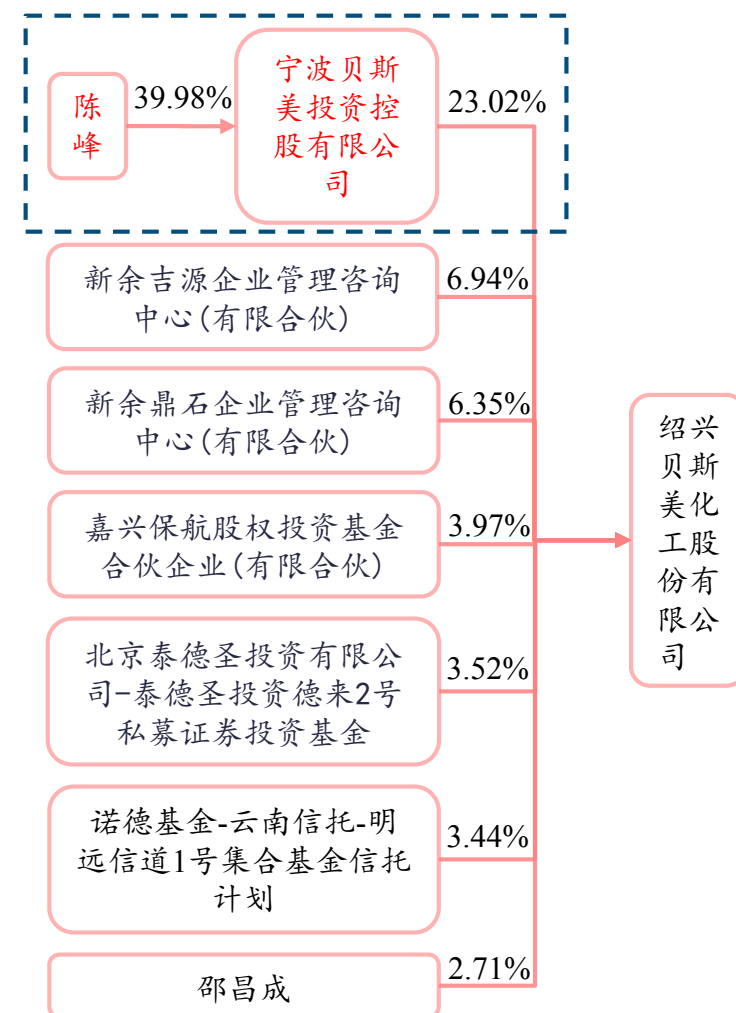
历史沿革：深耕二甲戊灵生产的细分领域龙头企业

图表：贝斯美历史沿革



- 公司自成立以来深耕二甲戊灵产品生产，当前已成为细分领域龙头企业。公司前身是2003年成立的绍兴贝斯美化工有限公司，当前已成为国内唯一一家具备二甲戊灵全产业链生产能力的企业，于2019年11月在深交所上市。
- 公司股权结构稳定清晰。公司第一大股东为宁波贝斯美投资控股有限公司。陈峰以39.98%的持股比例，对宁波贝斯美公司进行控股，为公司实际控制人。

图表：贝斯美股东持股情况



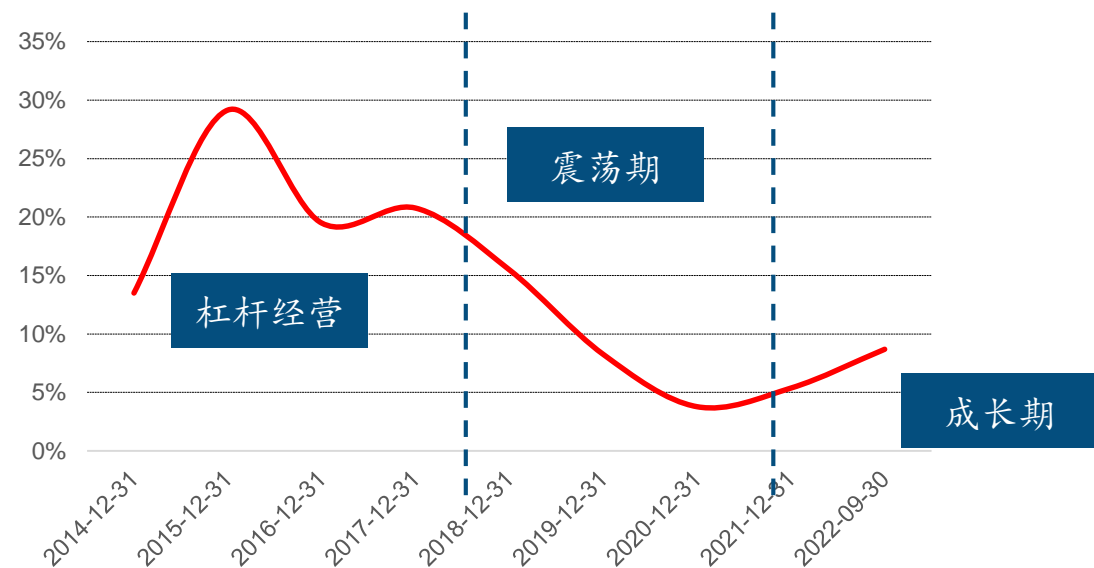
协作多年，高管团队向心力突出

图表：公司高管人员履历

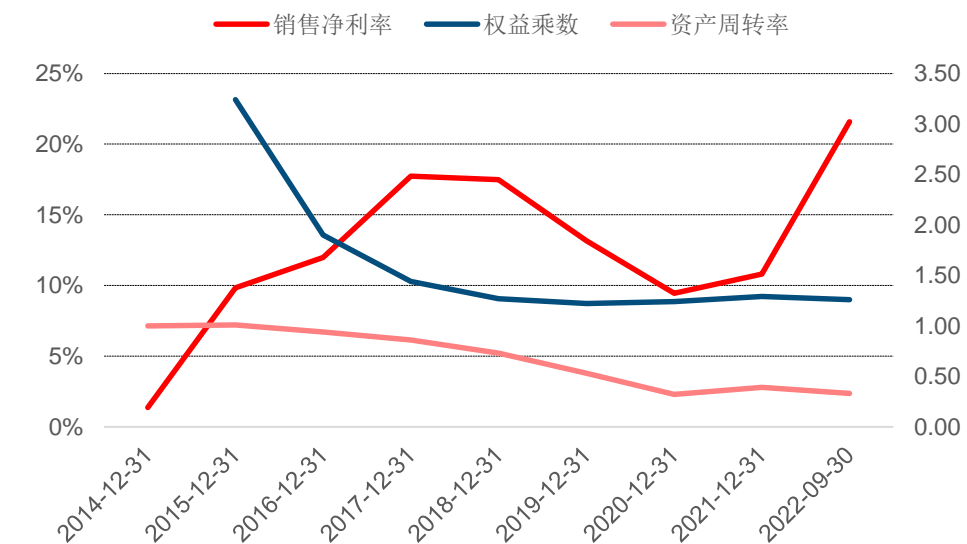
姓名	职位	年龄	学历背景	履历
陈峰	董事长	53	大专	1987年10月-1996年12月任宁波农药厂销售主管、销售处副处长；1996年12月-2001年9月任宁波明日化学集团有限公司销售处副处长、处长；2001年9月-2003年3月任宁波中化化学品有限公司营销中心经理；2003年3月起任绍兴贝斯美化工有限公司总经理，2014年11月起，任公司董事长，现兼任宁波贝斯美投资控股有限公司董事长。
钟锡君	董事兼总经理	55	大专	1995年1月-1996年12月在宁波农药厂销售处工作；1996年12月-2003年3月任宁波明日化学集团有限公司销售处主管、副处长；2003年3月-2006年1月任宁波中化化学品有限公司营销中心经理；2006年1月-2011年3月任江苏永安化工有限公司总经理；2011年3月-2014年11月任铜陵恒兴化工有限责任公司总经理；2014年11月至今任公司董事、总经理，现兼任宁波贝斯美新材料科技有限公司董事长
任纪纲	董事兼副总经理	59	本科、高级工程师	1984年7月-1996年12月任宁波农药厂技术员、技术处长、总工程师；1996年12月-2001年9月任宁波明日化学集团有限公司总工程师；2001年9月-2003年3月任宁波中化化学品有限公司总工程师；2003年3月至今任公司副总经理兼总工程师。
单洪亮	董事兼副总经理	48	研究生学历、工程师	1996年7月-2003年3月历任宁波明日化学集团有限公司外贸主管和宁波中化化学品有限公司营销部副经理；2003年3月至今任公司董事、副总经理。

盈利提升结合新增项目，公司进入新一轮成长期

图表：公司ROE情况



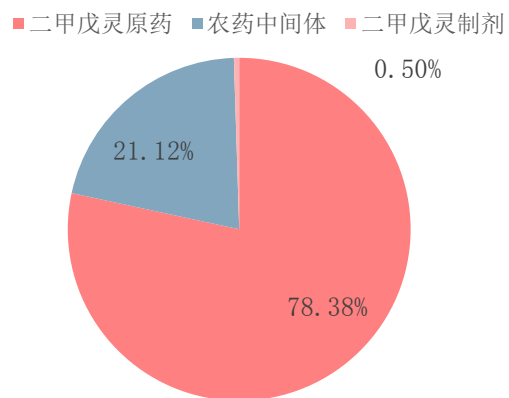
图表：杜邦分析



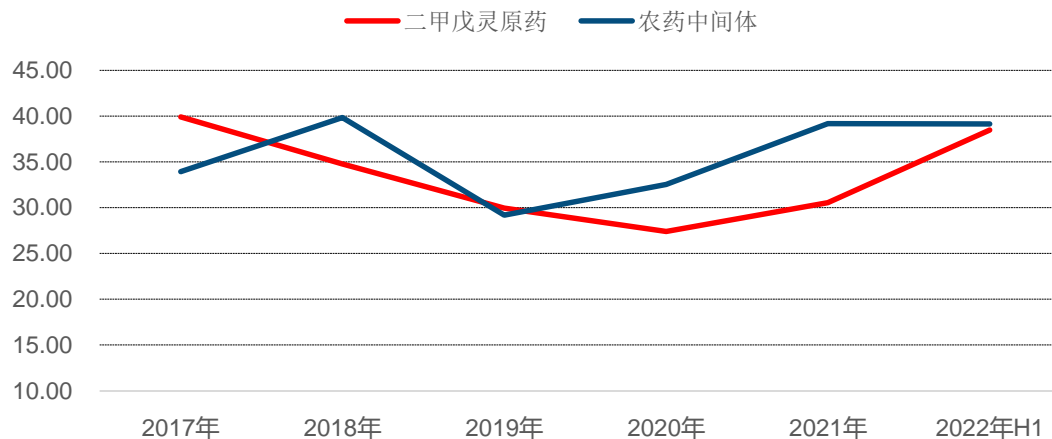
- **杠杆经营 (2014-2017)**：发展初期，公司整体杠杆率较高，随着股权融资杠杆率逐步降低，公司ROE恢复到正常水平。
- **震荡期 (2018-2020)**：在去杠杆结合2019年行业周期下行，2020年新冠疫情影响，公司盈利能力出现下滑。
- **成长期 (2020-至今)**：新农化周期下，公司主营产品二甲戊灵价格快速提升，公司迎来了新的成长周。

营收占比稳定，二甲戊灵原药贡献主要收入

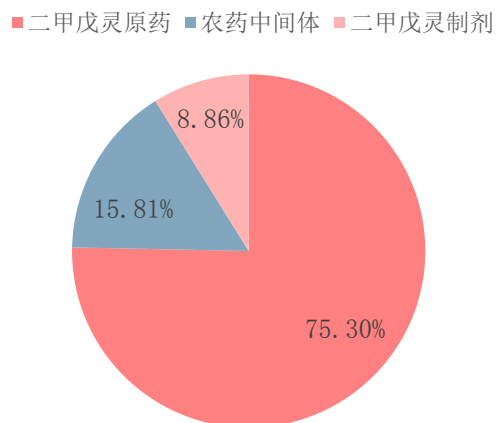
图表：2021年公司毛利占比



图表：公司各类产品毛利率情况 (%)



图表：2021年公司营收占比

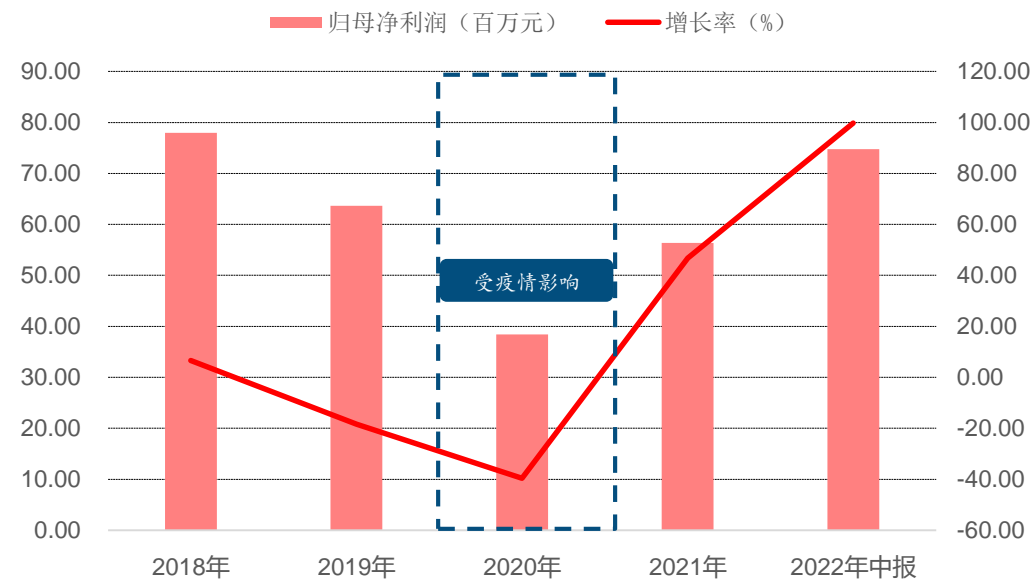
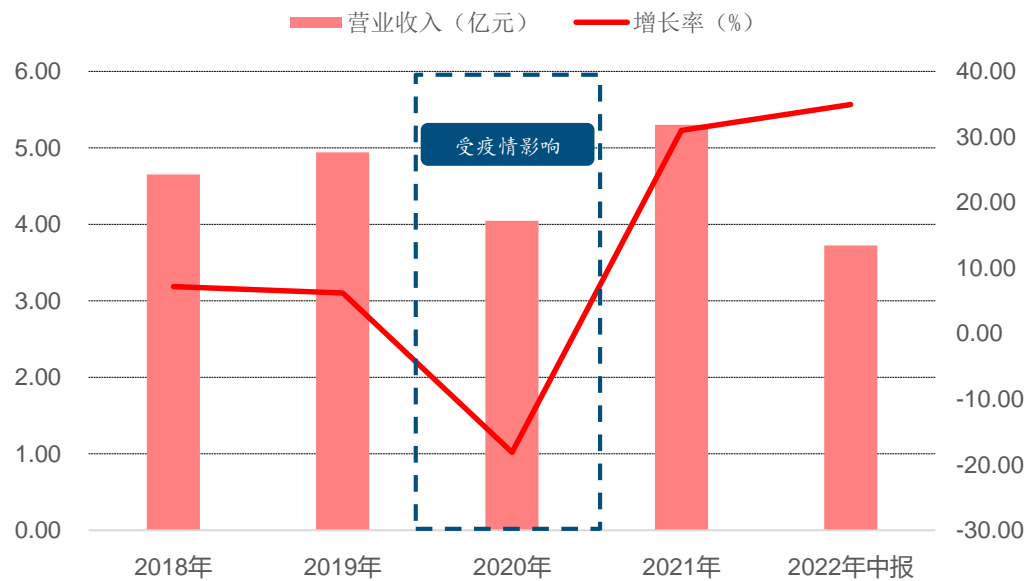


- 二甲戊灵原药贡献主要营收，近两年主营业务毛利率上升。公司业务以二甲戊灵生产为主，二甲戊灵原药营收占比最高，贡献营收和毛利均超过70%，近两年毛利率保持稳定，均超过25%。
- 农药中间体业务毛利率较高。2021年农药中间体毛利率为39.19%，是公司第二大营收与利润来源。

二甲戊灵景气度提升，业绩同比大幅增长

图表：公司营收及增速

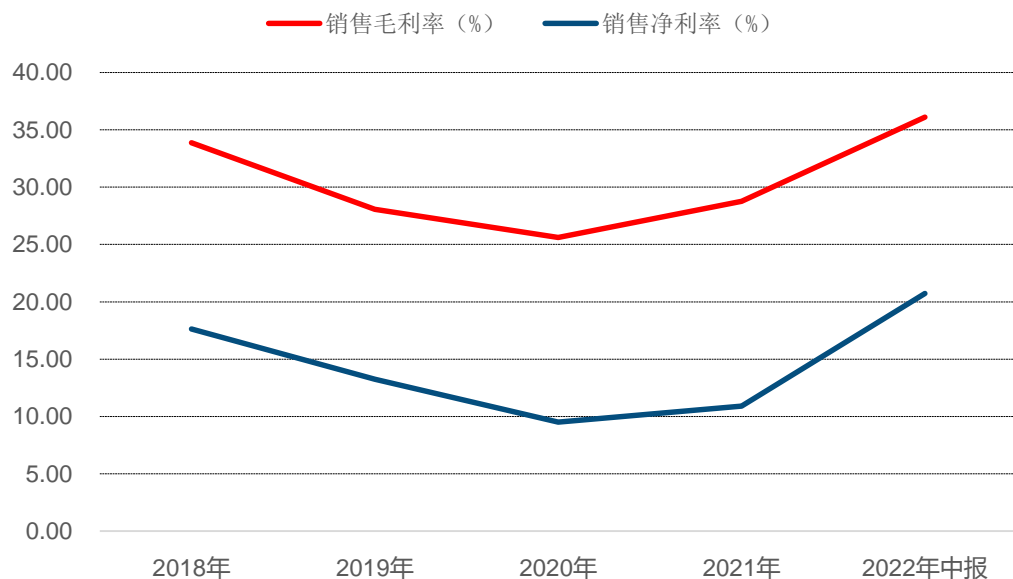
图表：公司归母净利润及增速



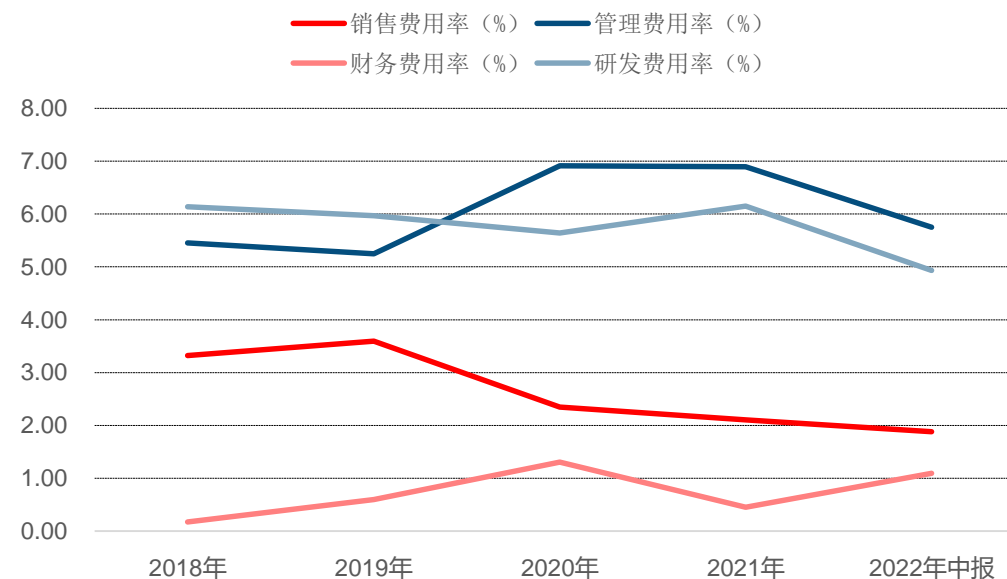
自去年以来，公司营业收入持续增长，归母净利润大幅提升。受海外巴斯夫产能不足以及农药竞品禁用等因素影响，公司主要产品二甲戊灵销售量价齐升，显著改善公司业绩水平。2021年与2022年上半年，公司营业收入增长率均超过30%，营收增幅显著。22H1归母净利润增幅达99.71%，公司盈利能力显著提升。

毛利率逐步回升，公司盈利能力增强

图表：公司销售毛利率、净利率



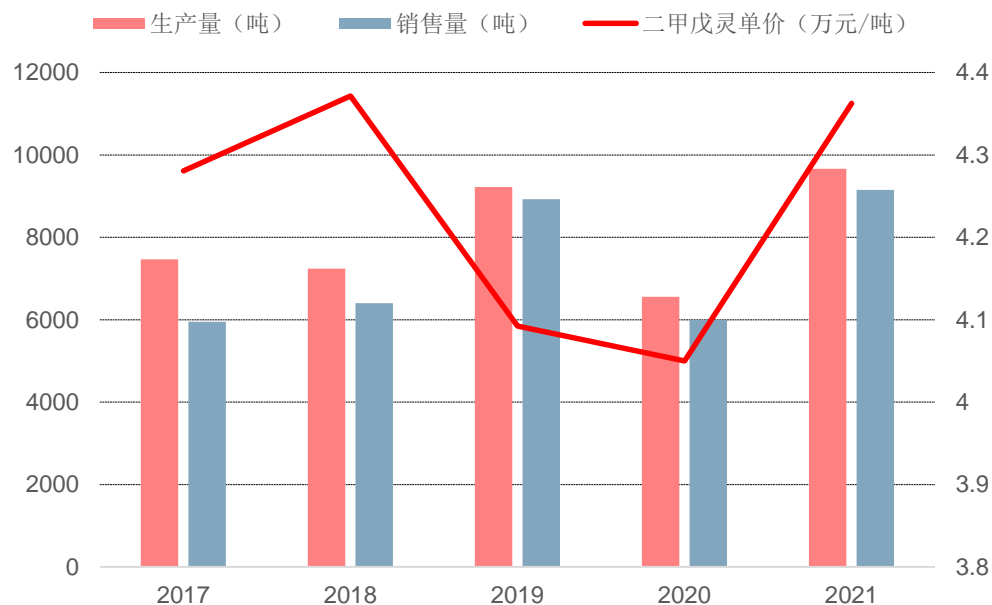
图表：公司各项费用率



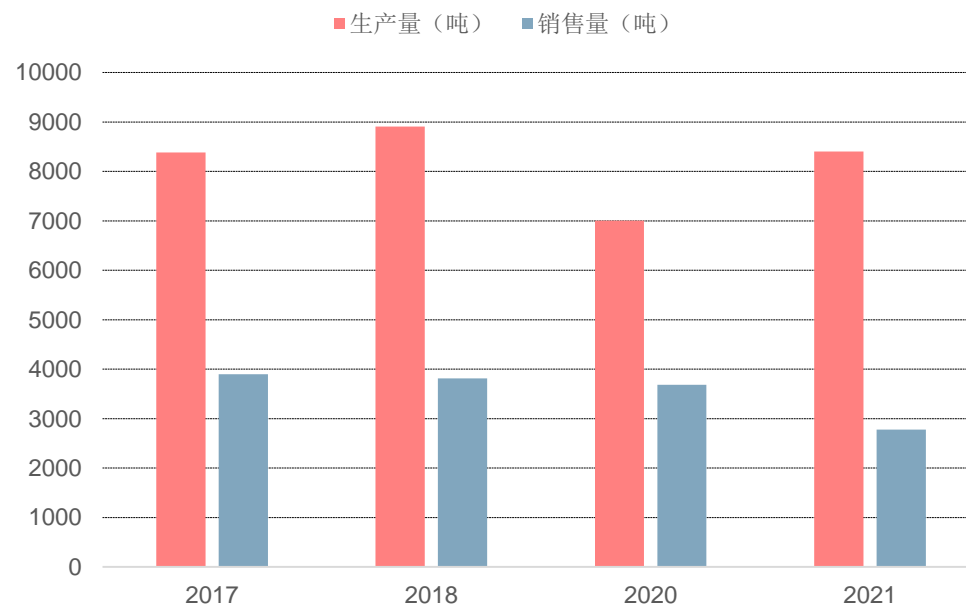
- 受二甲戊灵价格上升影响，公司销售毛利率与净利率均大幅提升，盈利能力显著增强。公司主要产品二甲戊灵价格上升，公司盈利能力显著改善。2022H1，公司销售毛利率为36.10%，净利率为20.74%。
- 公司三费比率总体呈下降趋势，研发费用占比较高。公司的销售费用率和研发费用率均保持稳定，2022H1管理费用和销售费用占比均有所下降。此外，公司注重研发投入与创新，研发费用比率保持稳定。

二甲戊灵量价齐升，业绩持续改善

图表：二甲戊灵基本情况



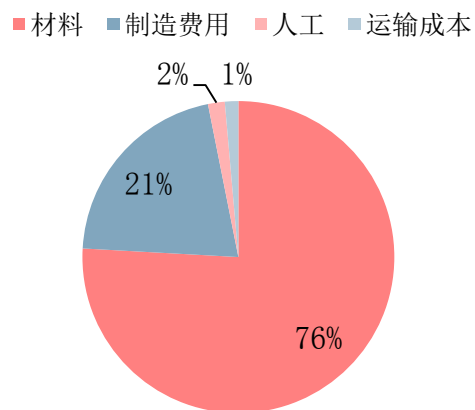
图表：中间体4-硝基本情况



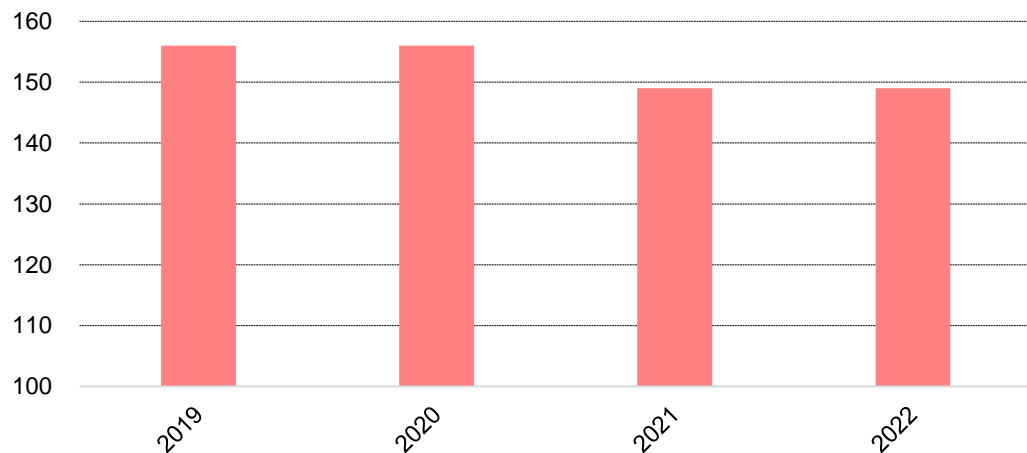
➤ 二甲戊灵量价齐升，中间4-硝自供比例持续提高。2020年新冠疫情的影响逐步下降，公司二甲戊灵产销率逐步提升，配套4-硝外卖比例逐步降低，公司未来业绩有望保持持续提升。

原材料供应充足，成本压力有望受益新项目

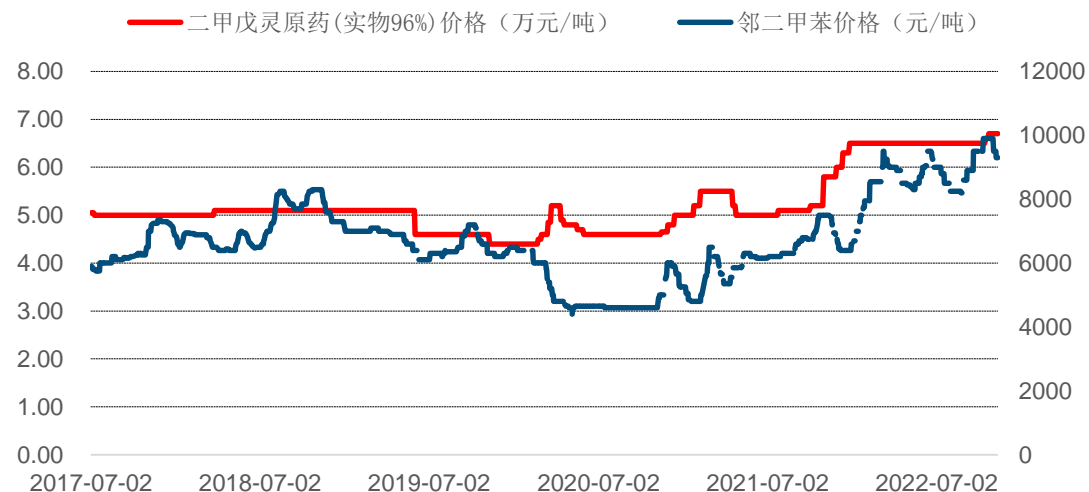
图表：2021年公司营业成本构成



图表：邻二甲苯产量情况（万吨）



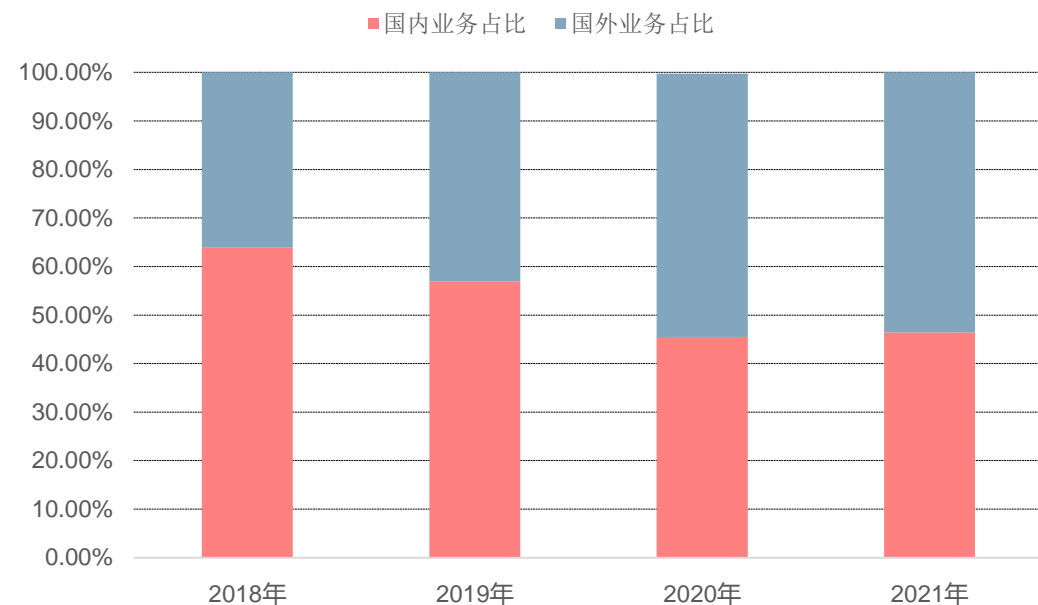
图表：二甲戊灵与邻二甲苯相关系数走弱



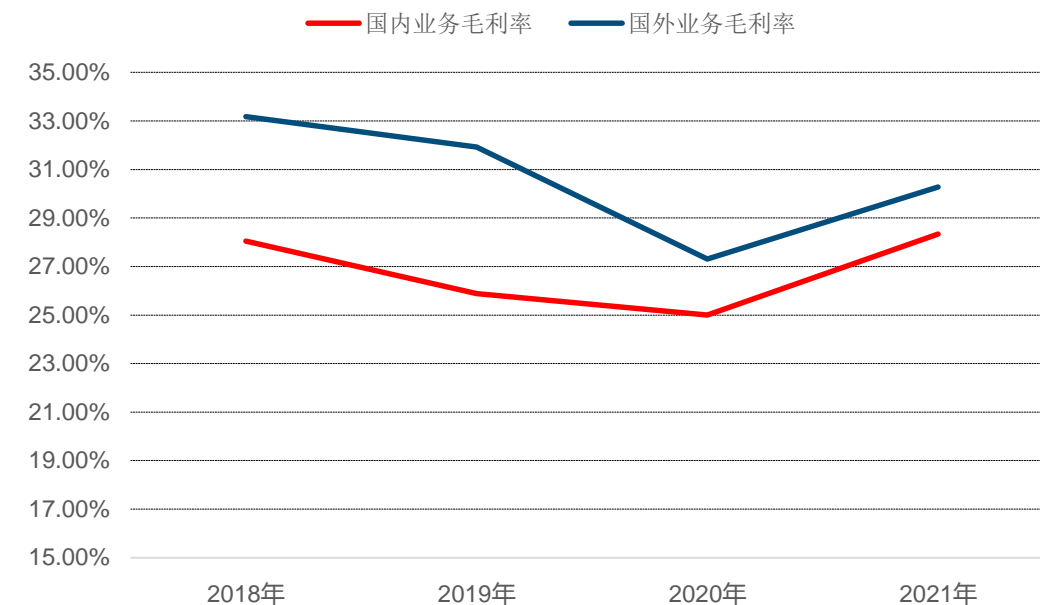
➤ 原材料成本占比高，未来有望受益戊酮项目。公司成本主要来自原材料邻二甲苯、3-戊酮，2021年占比为76%。邻二甲苯公司需求量不足1.5万吨影响较小，3-戊酮考虑公司铜陵项目投产在即，有望进一步降低公司成本压力。

海外业务占比提升，毛利率优于国内业务

图表：公司营业收入分地区情况



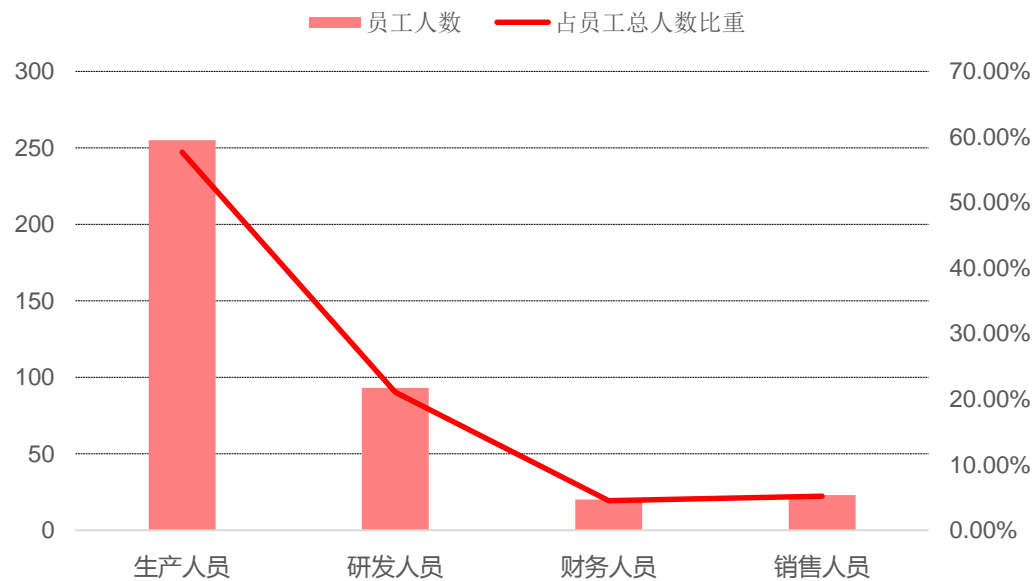
图表：公司毛利率分地区情况



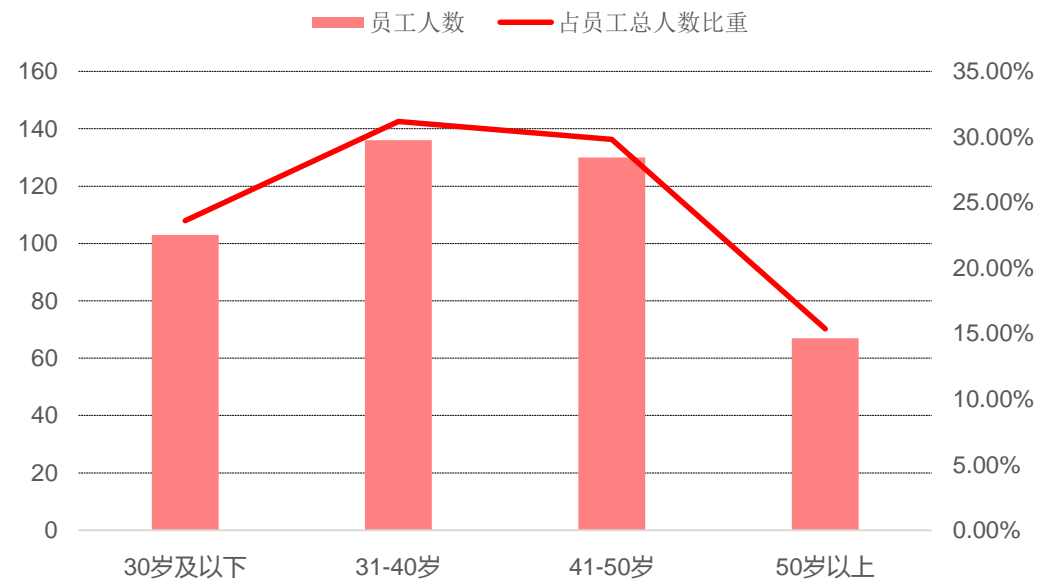
➤ 公司海外业务占比不断提升，海外业务毛利率优于国内业务，有望进一步提升公司盈利水平。自2020年以来，随着贝斯美同巴斯夫与印度UPL等海外公司合作进一步深化，公司海外业务占比已超过50%，海外业务成为公司主体。由于海外业务售价高于国内售价，海外业务毛利率高于国内业务，未来随着海外业务占比的增加，公司盈利能力有望提升。

公司人员结构年轻化，注重培育研发能力

图表：2021年公司人员结构情况



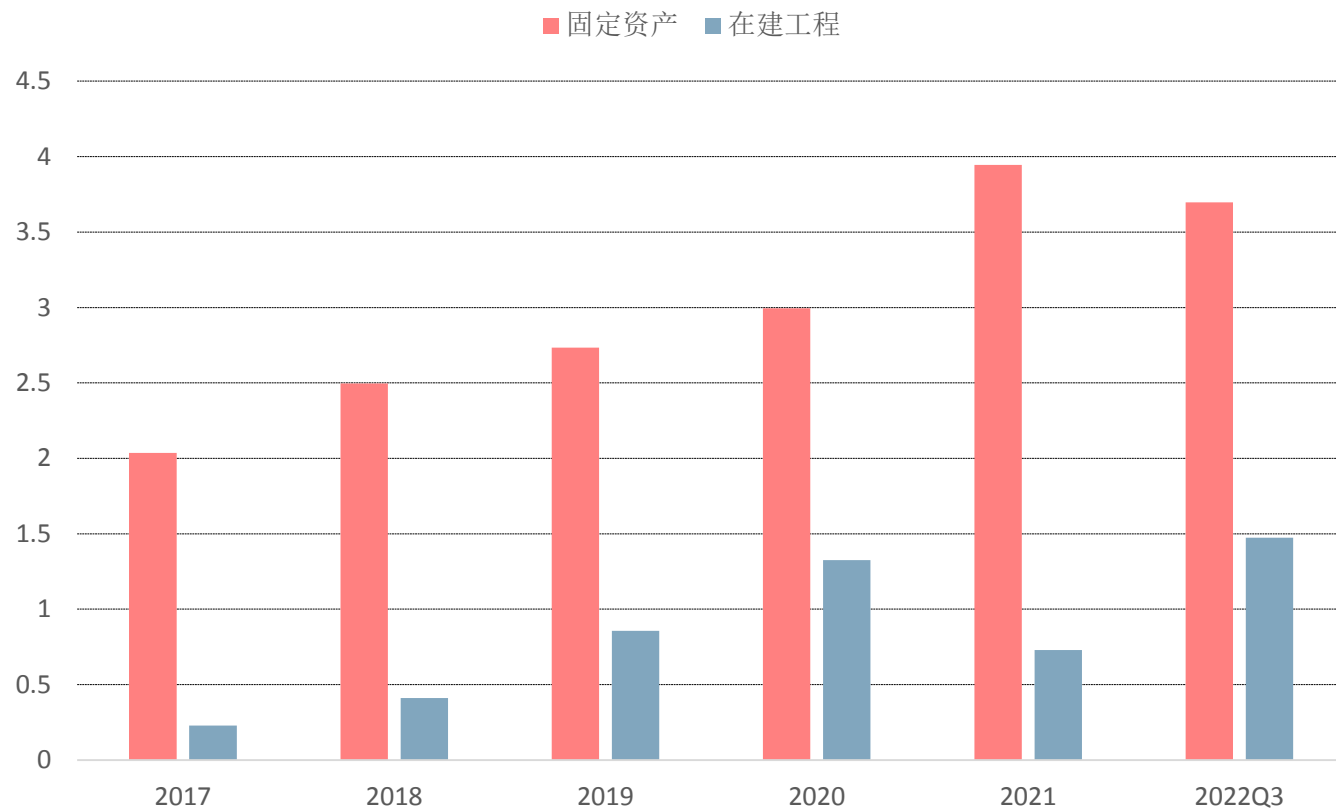
图表：2019年公司员工年龄分布



➤ 公司人员结构整体年轻化，注重研发能力与创新能力，研发人员占比较高。2021年公司研发人员为93人，占总员工人数比重达21.04%，高于财务人员与销售人员占比。公司整体员工结构年轻化，2019年公司40岁以下员工有239人，占比达54.81%。

在建工程提升，有望迎来新一轮释放周期

图表：固定资产和在建工程情况



➤ 在建工程快速提升，公司迎来新的业绩释放期间。2022年以来，随着IPO项目、定增项目的逐步投建，在建产能快速提升，公司有望迎来新的业绩释放期。

新建产能即将落地，有望创造新增长点

图表：产能规划情况

主要化工园区	主要产品	设计产能	产能利用率
浙江绍兴上虞	4-硝	年产 8000 吨	105.02%
	戊胺	年产 15000 吨	46.43%
江苏淮安涟水	二甲戊灵原药	年产 12000 吨	80.52%
	330克/升二甲戊灵乳油	年产 4000 千升	50.51%

安徽铜陵年产2.6万吨戊酮系列绿色新材料项目

总投资金额为10亿人民币，一期“年产8,500吨戊酮系列绿色新材料项目”有望在2023年6月完工投产，生产3-戊酮5500吨、同时联产2-戊酮 3000 吨、正戊烯 4000 吨以及其他联产品种，合计新增产能约4万吨。

- IPO募投项目二甲戊灵完成，甲氧虫酰肼项目投产在即。贝斯美IPO项目的12000吨二甲戊灵项目完成投产，2000吨甲氧虫酰肼投产在即。
- 募投定增4亿元，打开新的成长空间巨大。2022年4月，公司定向发行募集资金4亿元，计划建设“年产8500吨戊酮系列新材料项目”，打开新的成长空间。

收购宁波捷力克20%股权，进一步全球化布局

图表：宁波捷力克财务情况（万元）

项目	2021年12月31日
资产总额	46,972.84
负债总额	43,277.20
净资产	3,695.64
归属于母公司股东权益	3,747.83
项目	2021年12月31日
营业收入	115,118.15
利润总额	5,729.29
净利润	4,895.95
归属于母公司股东的净利润	4,947.56

- 8500万现金收购20%宁波捷力克股权，有利于公司全球化布局。截至2022年6月30日，宁波捷力克在阿根廷、乌拉圭、巴西、哥伦比亚、秘鲁及大部分中美洲国家、欧盟、东南亚、非洲等地拥有或控制的农药产品自主登记证856项，在申请的农药产品登记证435项，拥有超过4000项GLP实验报告可用于海外农药登记证申请，为公司后续海外登记布局提供充分的资源支持。

提纲

01 公司基本情况概况

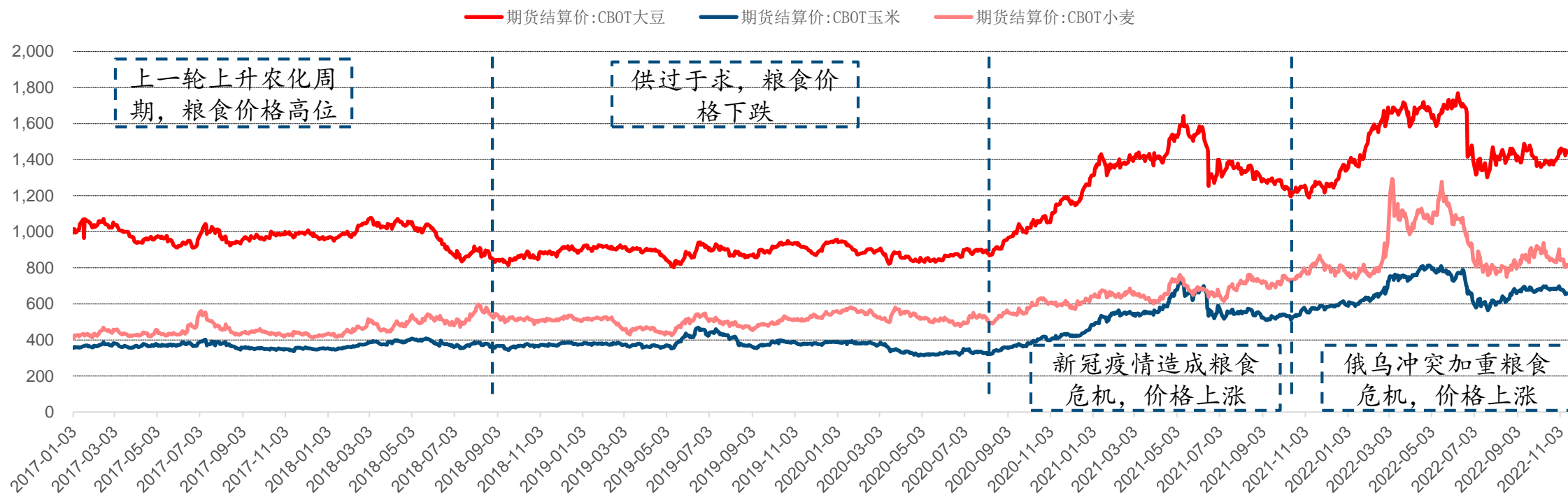
02 二甲戊灵持续高景气，有望受益全球农药产能转移浪潮

03 依托二甲戊灵产业链，布局“1+3”及C5新材料

04 盈利预测及风险提示

粮食价格维持高位，保证农药需求

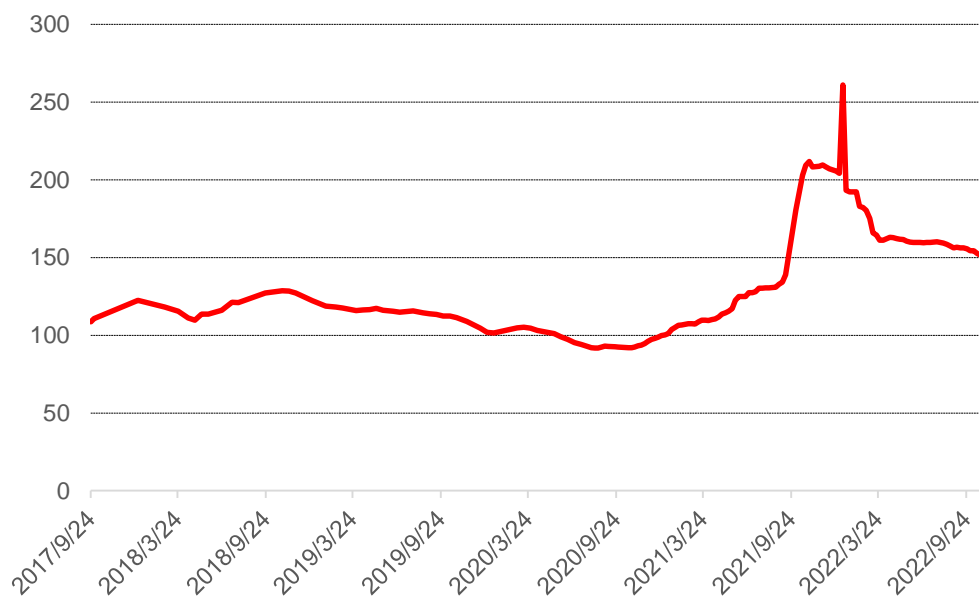
图表：农作物价格走势（美分/蒲式耳）



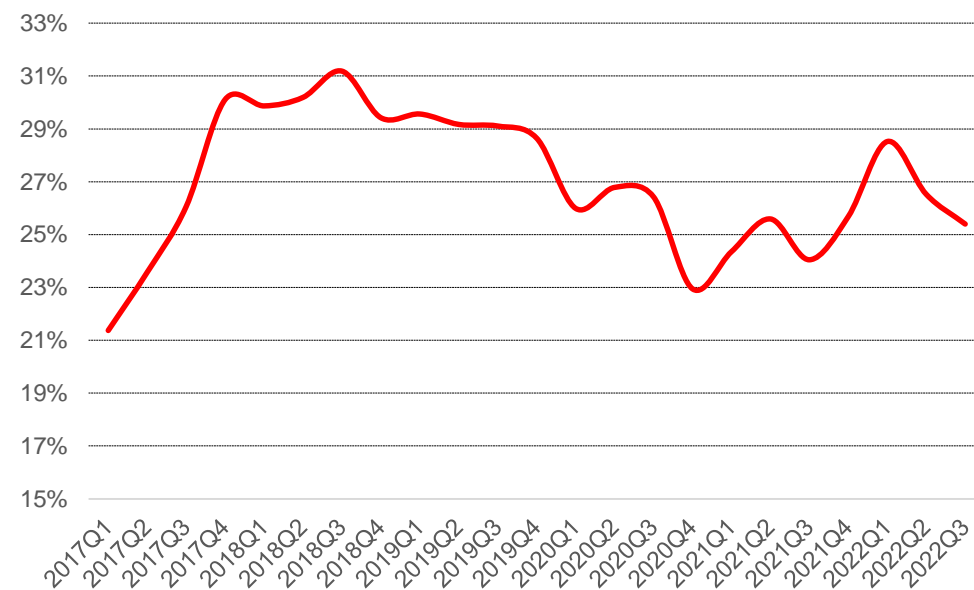
➤ 粮食价格处于历史高位，农化周期延续。2020年以来受新冠疫情影响，全球出现粮食危机，农作物价格快速上涨，与此同时伴随俄乌冲突，未来农作物价格有望维持高位，保证农药需求。

农药指数维持高位，行业景气度持续

图表：农药原药指数



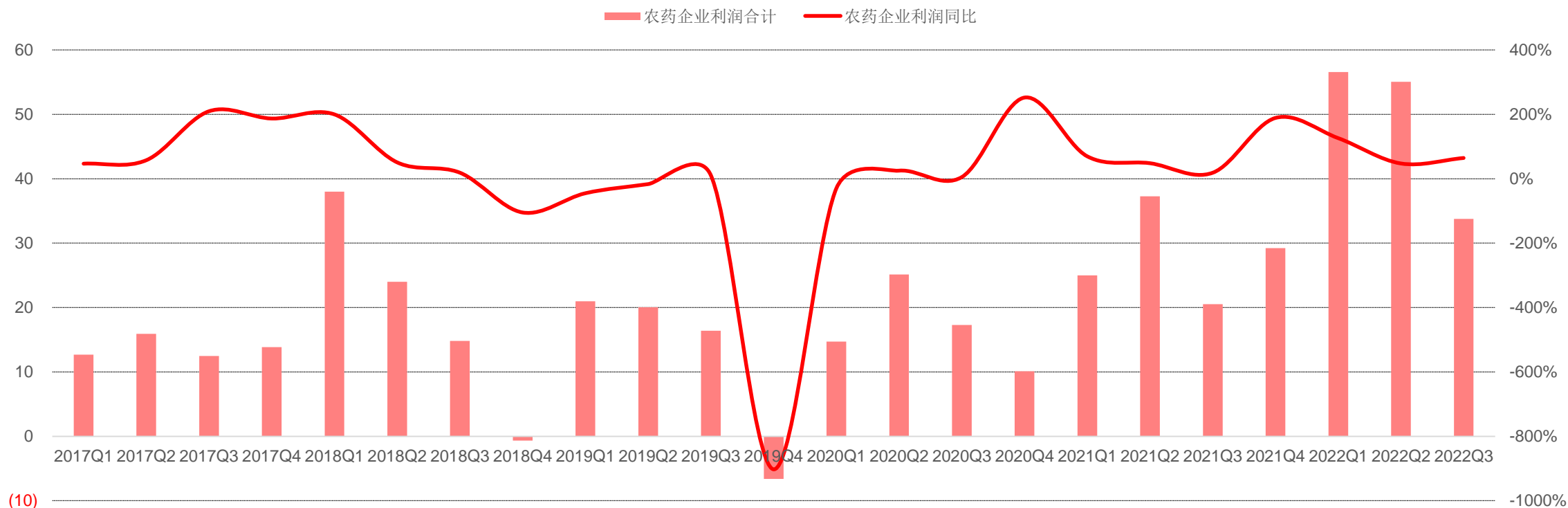
图表：农药企业总体毛利率情况



➤ 农药原药指数处于历史较高分位数。2022年初伴随俄乌冲突，农药价格指数快速上涨，尽管近期有所缓和，但仍然处于历史较高分位数。

农药企业归母净利润持续向上

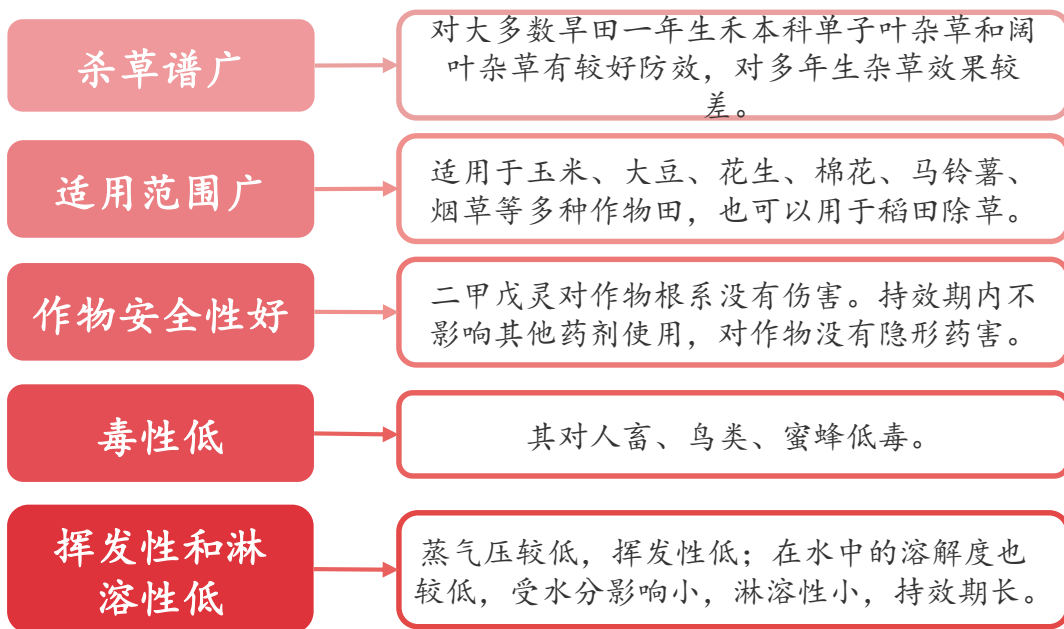
图表：农药企业盈利能力（亿元）



➤ **农药企业迎来新的盈利周期。**2022年以来伴随着原药价格指数的持续上升，国内A股上市农药企业的盈利能力得到提升，预计未来在全球农作物价格较高的背景下，下游农民种植意愿相对较高，行业的高盈利有望延续。

二甲戊灵性能优良，替代性强

图表：二甲戊灵主要特点



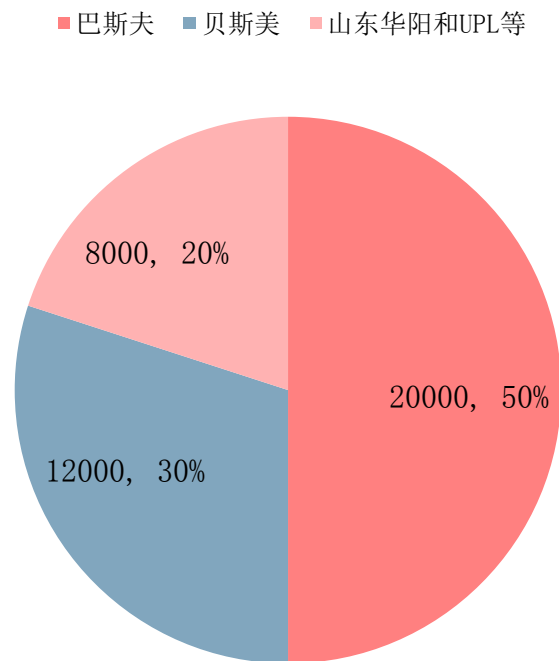
图表：二甲戊灵同类产品性能情况

除草剂名称	二甲戊灵	乙草胺	氟乐灵
杀草谱	苗前选择性除草剂，杀草谱较广	苗前选择性除草剂，杀草谱较广	苗前选择性除草剂，杀草谱较广
水溶性	水溶性较低、淋溶少	水溶性高，易淋溶	水溶性较低
安全性	安全性高	安全性低	安全性低
挥发性	蒸气压低，不易挥发	蒸气压低，不易挥发	蒸汽压高，易挥发
使用便利性	不易光解，不需要混土	不易光解，不需要混土	易光解，需要混土
土壤质量	残留低	残留较高	残留较低但是时间长
地下水	影响极小	影响较大	影响较小
使用限制	-	欧盟	英国，印度（仅限用于小麦）
市场规模	4.05亿美元（2018年）	4.75亿美元（2018年）	1.4亿美元（2014年）

➤ 二甲戊灵是性能优良的苗前选择性除草剂，对同类竞品的替代性强。二甲戊灵主要通过抑制分生组织细胞分裂，影响杂草种子萌发过程中幼芽、茎和根的生长，主要应用于棉花、玉米等多种旱田及水稻旱育秧田中。二甲戊灵的性能在各方面优于同类型的乙草胺、氟乐灵，未来代替竞品是大势所趋。

产能高度集中，行业供给紧张

图表：二甲戊灵产能情况



- 二甲戊灵产能集中，贝斯美为国内最大供应商。全球二甲戊灵生产企业屈指可数，目前总产能大约为40000吨/年，其中国际上最大的生产企业为巴斯夫，产能为20000吨/年；国内最大的生产企业为贝斯美，产能为12000吨/年。
- 供给端压力大，开工率不足。伴随欧洲能源危机，巴斯夫产能短期难以恢复；中间体供应紧张，山东华阳难以达产，供给端具有较大压力。

下游需求稳定，未来市场空间大

图表：全球二甲戊灵销售额（亿美元）



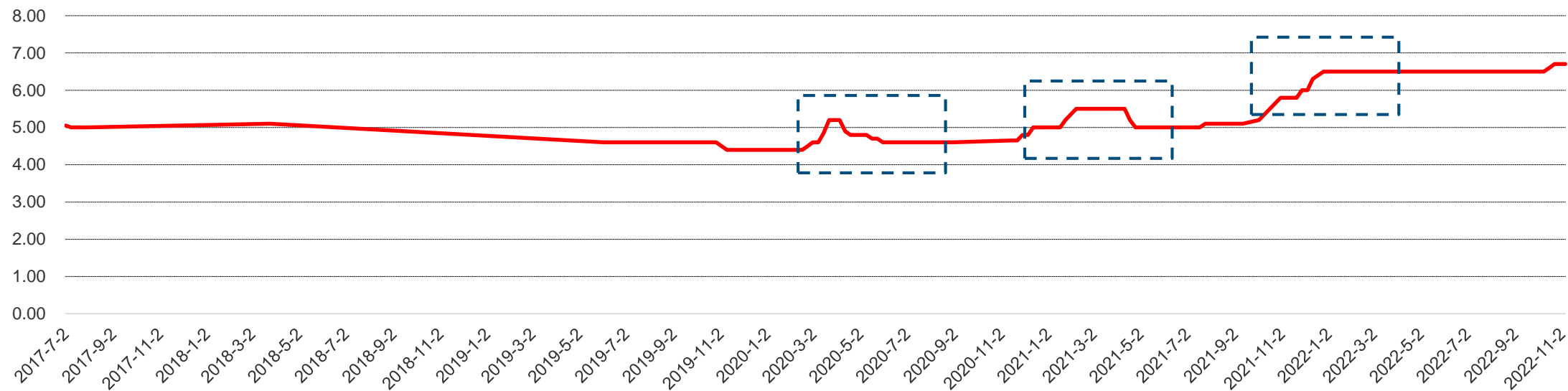
图表：2021年贝斯美前五大客户

序号	客户名称	销售额（元）	占年度销售总额比例
1	FINCHIMICA S.P.A	92,274,891.52	17.41%
2	ADAMA AGAN LTD	74,017,932.61	13.97%
3	BASF CORPORATION	38,056,534.82	7.18%
4	山东滨农科技有限公司	24,699,082.55	4.66%
5	台州新农科技有限公司	24,511,815.94	4.62%
合计	-	253,560,257.44	47.84%

- **销售额稳步提升，未来市场空间潜力大。**二甲戊灵的销售稳步提升。目前，二甲戊灵已在全球50多种作物上获得登记，欧洲是二甲戊灵最重要的市场之一，市场份额占全球的28.47%。
- **客户分布广泛，需求仍存在增长空间。**贝斯美的产品在国内外均有销售，巴斯夫等厂商均有订单需求。在中南美洲、澳大利亚等地二甲戊灵用量小，随着氟乐灵和乙草胺的限制范围扩大，二甲戊灵有望替代成为新的增长点。

供给端承压，价格有望延续景气

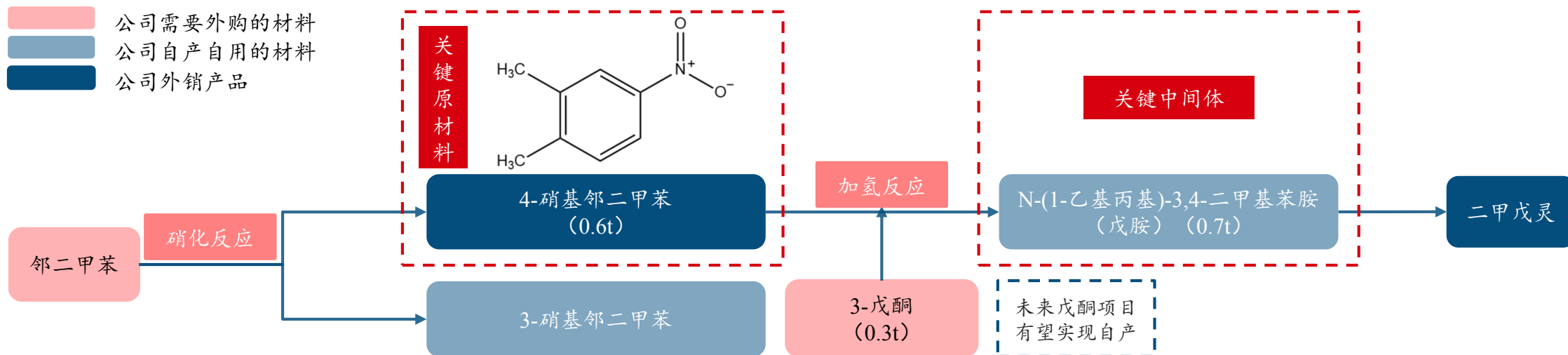
图表：二甲戊灵原药(实物96%)市场价格(万元/吨)



- **第一次上涨（2020.3-2020.4）**：印度在 2020年3月24日发布封城 21天，暂停了二甲戊灵原药生产，导致了供给受限，产品价格应声上涨。
- **第二次上涨（2021.2-2021.4）**：原材料供应不畅，同时印度疫情严重，对供应造成一定影响，价格再次上涨。
- **第三次上涨（2021.11至今）**：全球需求旺盛，巴斯夫及印度开工不足，且重要中间体供给紧张使二甲戊灵供给进一步恶化，供给失衡导致价格居高不下。

工艺难度大，准入门槛高

图表：二甲戊灵工艺流程图



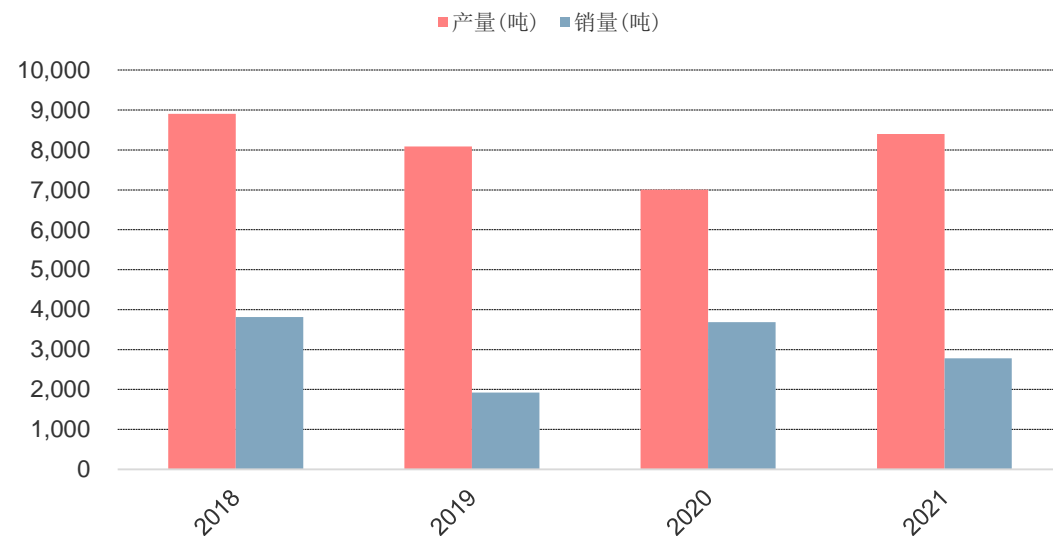
- **硝化反应技术难度大，进入门槛高。**制备二甲戊灵需要进行硝化反应来生产关键原材料4-硝。硝化反应热量大且温度不易控制，在生产中具有较大的危险。在2019年江苏响水爆炸事件过后，我国严格限制了硝化生产的准入条件，审批手续繁琐，大幅降低了新进入者的威胁。
- **公司掌握4-硝生产核心技术，优化工艺流程。**公司通过低温连续硝化工艺合成4-硝，将生产工艺从间歇反应改进为连续化反应，使生产流程更加趋于合理，“三废”总量也不断减少。

实现4-硝配套，产能充足

图表：贝斯美产品转化单耗

产品	项目	单耗
二甲戊灵原药	4-硝基邻二甲苯	0.6
	3-戊酮单耗	0.3
	戊胺单耗	0.7

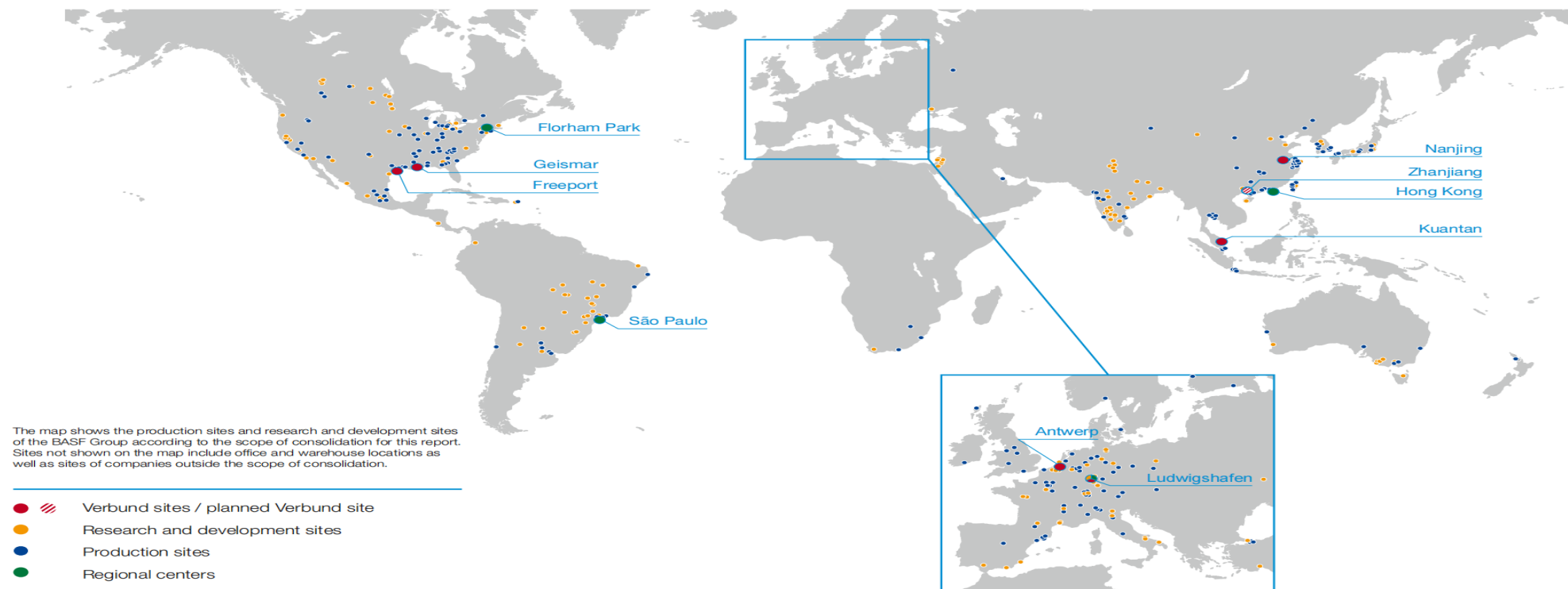
图表：贝斯美4-硝产销量



➤ 4-硝产能集中，贝斯美实现自有原材料配套。4-硝基邻二甲苯为生产二甲戊灵不可或缺的原材料，目前生产的企业仅有贝斯美和四川红光。四川红光3-硝及4-硝总产能为10000吨/年，贝斯美的4-硝规划产能为8000吨，利用4-硝生产二甲戊灵原药的单耗约为0.6，可以完全配套12000吨二甲戊灵原药的生产。

巴斯夫有望向中国进行产能转移

图表：巴斯夫全球工厂基地



➤ 欧洲能源危机持续，中国有望承接巴斯夫订单。农化巨头巴斯夫总部及化工区位于德国路德维希港，欧洲能源危机将持续影响巴斯夫的开工率。与此同时，国内企业凭借稳定和低价的原药供应有望受益原药产能转移，2021年贝斯美主要产品二甲戊灵原药首次成功批量销售进入巴斯夫公司，累计实现销售收入3805.65万元。

提纲

01 公司基本情况概况

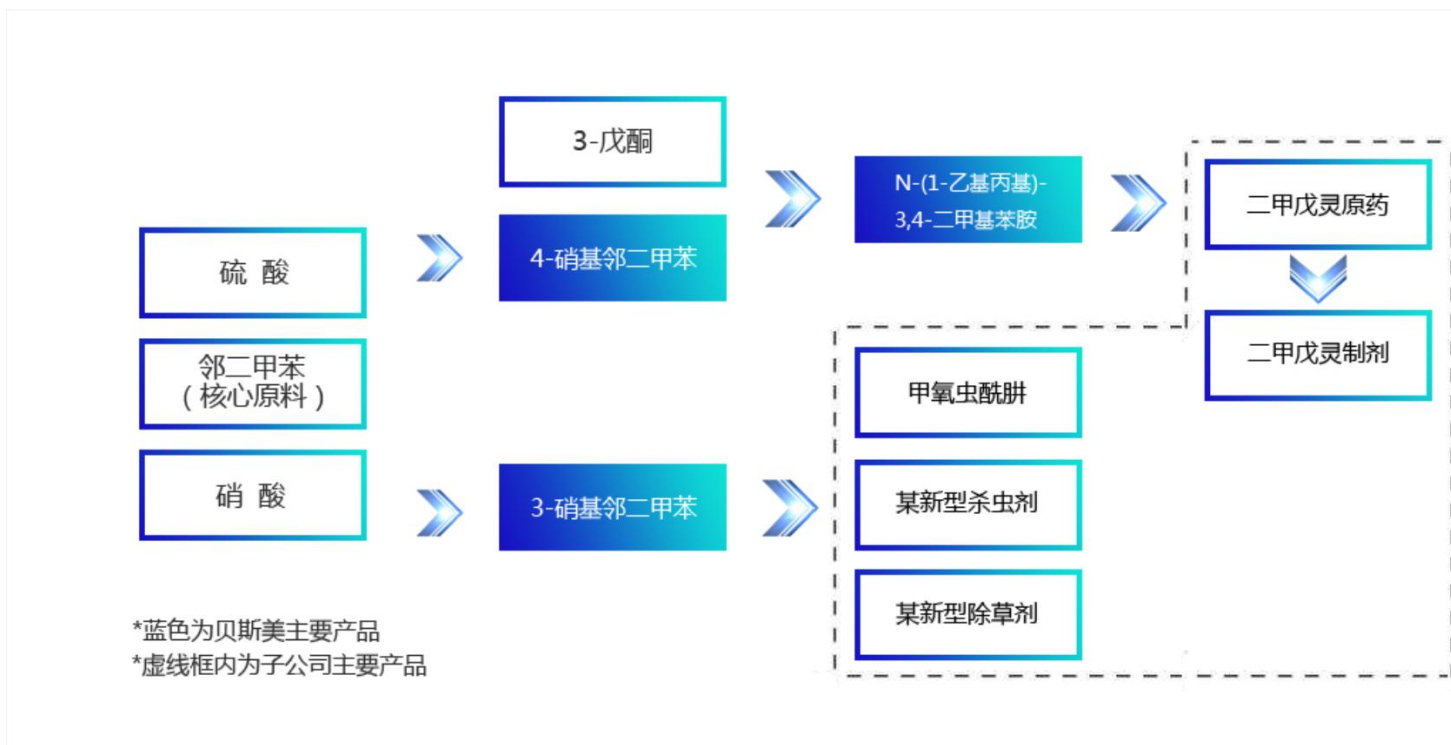
02 二甲戊灵持续高景气，有望受益全球农药产能转移浪潮

03 依托二甲戊灵产业链，布局“1+3”及C5新材料

04 盈利预测及风险提示

依托二甲戊灵，打造“1+3”农药布局

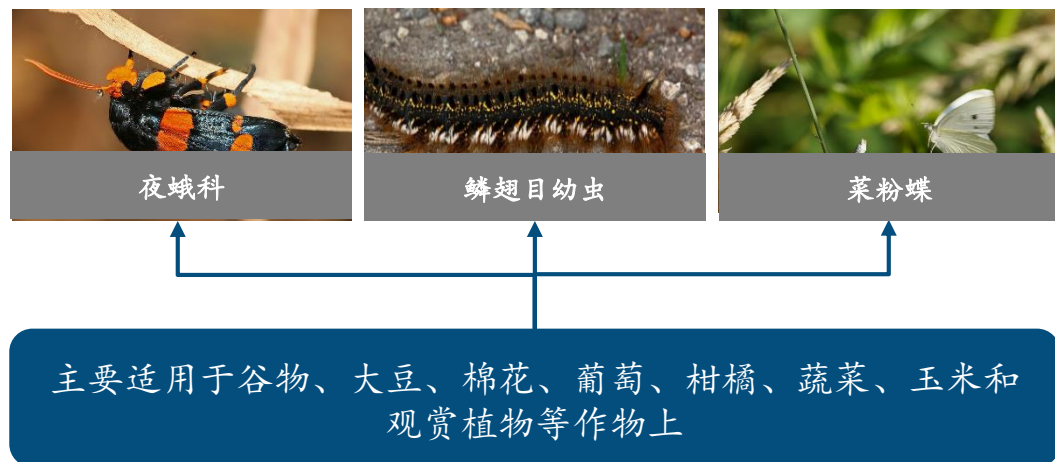
图表：“1+3”产业链相关情况



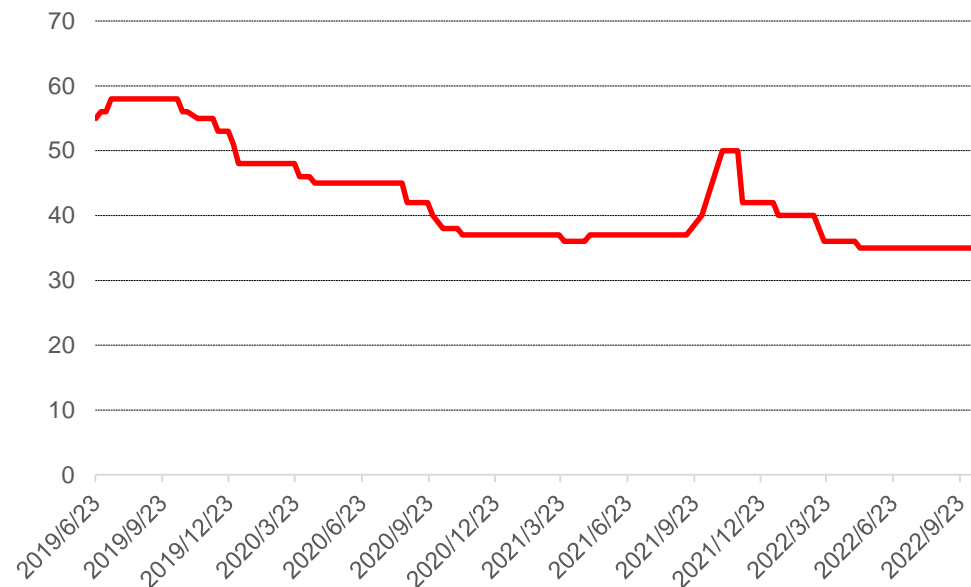
➤ **打造“1+3”农药布局：**公司依托研发创新，积极推动二甲戊灵副产物的综合利用，利用二甲戊灵中间体合成中产生的副产品，创造性地开发了甲氧虫酰肼、氟苯虫酰胺、苯唑草酮三个优秀农药品种的合成工艺，综合形成了“1+3”业内独有的产业链布局。

甲氧虫酰肼：第二代双酰肼类昆虫生长调节剂

图表：甲氧虫酰肼适用场景



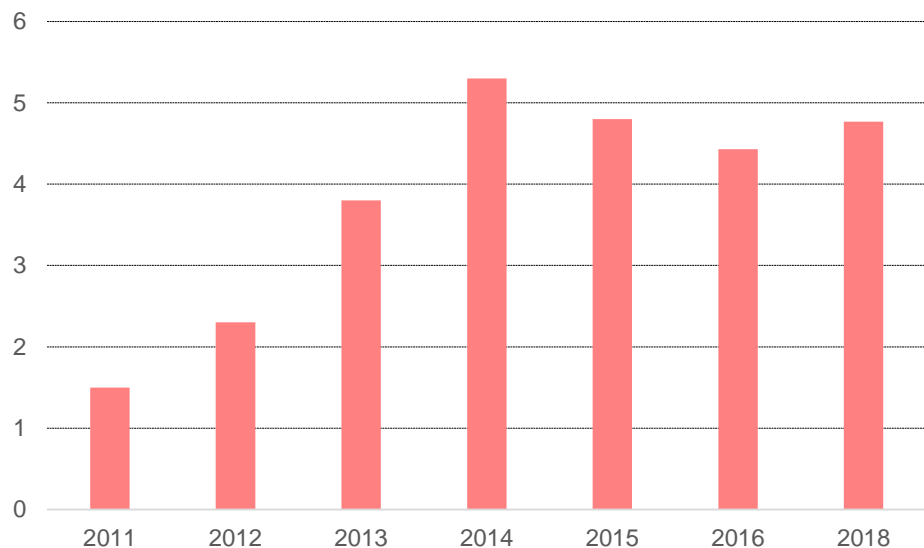
图表：甲氧虫酰肼原药价格（万元/吨）



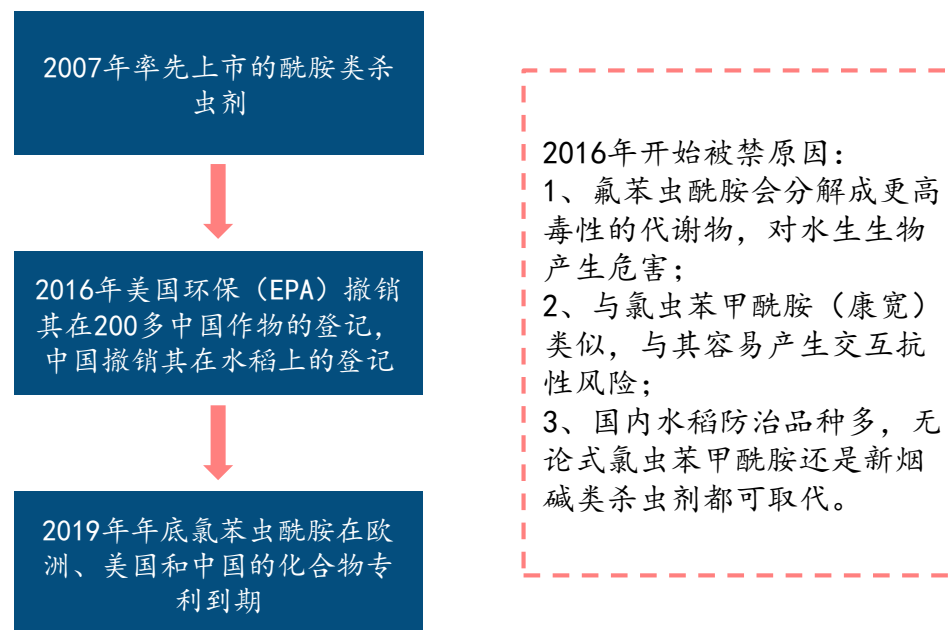
- **第二代双酰肼类昆虫生长调节剂。**甲氧虫酰肼由科迪华1990年研发，为蜕皮激素激动剂，通过引起鳞翅目幼虫停止进食，加快蜕皮使得害虫提前蜕皮致死，其大部分专利保护期已于2015年3月31日失效。
- **公司募投项目布局2000吨，有望逐步投产。**2014年全球甲氧虫酰肼的市场规模约为1.6亿美金，科迪华为主要的生产企业，目前公司募投项目准备投建2000吨。

氟苯虫酰胺：首个上市的双酰胺类杀虫剂

图表：氟苯虫酰胺销售规模（亿美元）



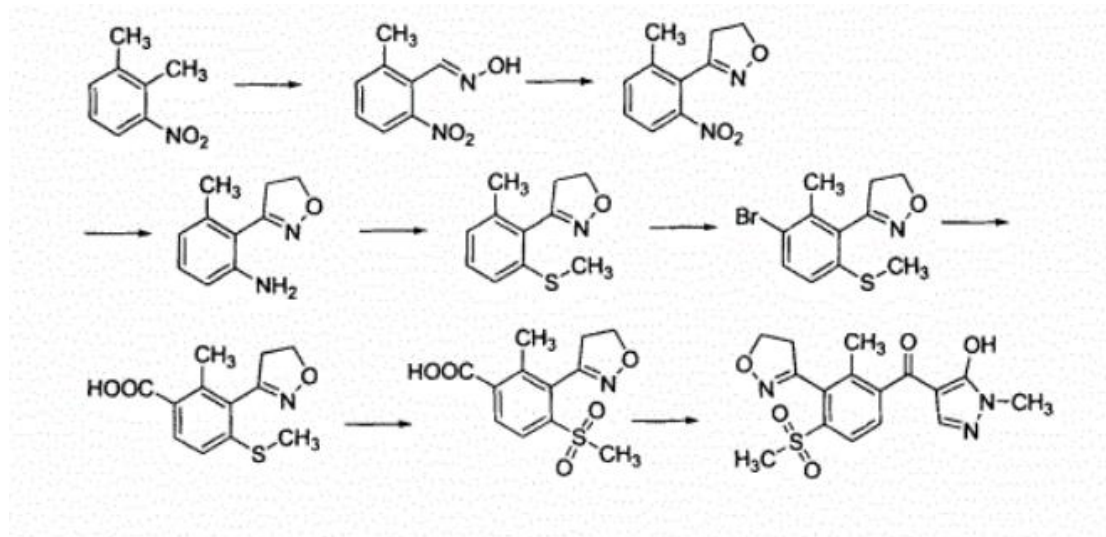
图表：氟苯虫酰胺发展历史



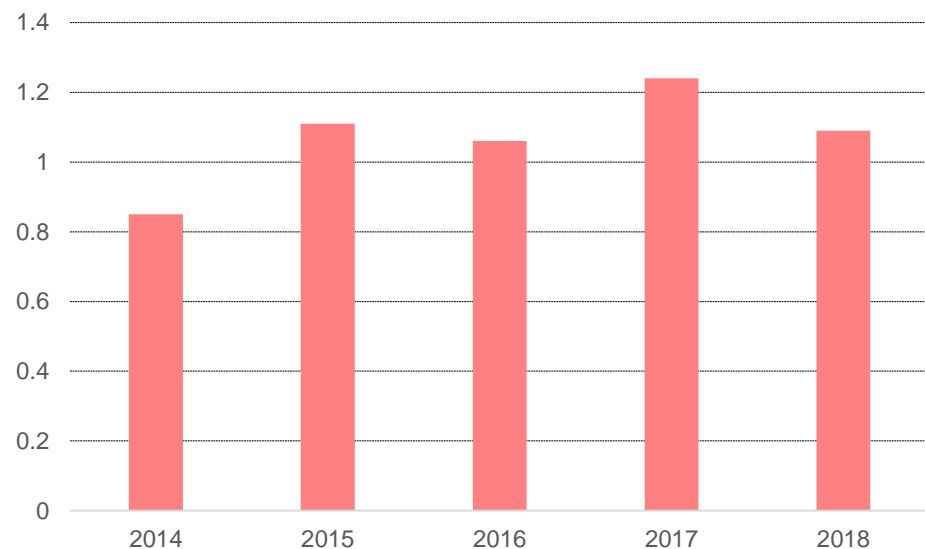
- **首个上市的双酰胺类杀虫剂。**氟苯虫酰胺为邻苯二甲酰胺类化合物，与康宽一样，氟苯虫酰胺也为鱼尼丁受体作用剂。其主要应用作物包括：大豆、蔬菜、果树、玉米、棉花、葫芦、葡萄、坚果树、水稻、烟草和茶树等，几乎对所有鳞翅目害虫均有很好的活性，其大部分专利已于2019年年底到期，为新参与者提供空间，目前主要企业为拜耳。
- **公司依托3-硝基邻二甲苯出发，未来有望参与布局。**作为3-硝基邻二甲苯的下游产品，公司未来可能会参与。

苯唑草酮：专利即将到期，优异玉米田苗后除草剂

图表：苯唑草酮的生产工艺流程

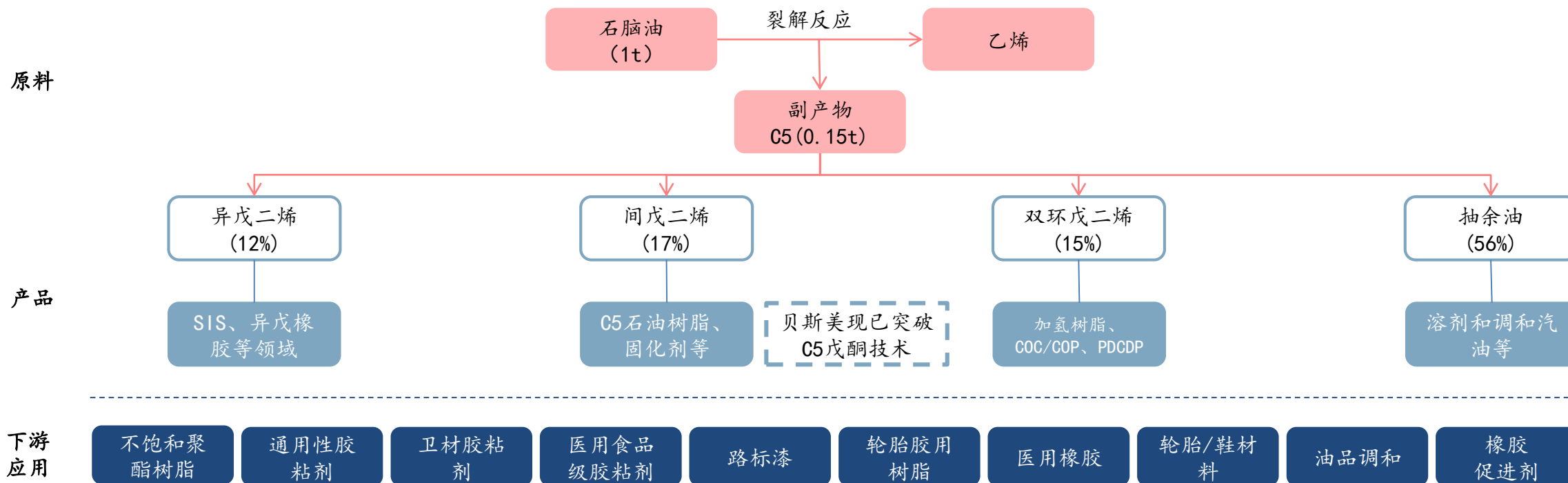


图表：苯唑草酮的销售空间（亿美元）



- 尚处于专利保护期的广谱苗后除草剂。目前苯唑草酮尚处于专利保护期，产品具备杀草谱广、活性高、可混性强，以及对玉米和后茬作物安全等优点。
- 发展初期，市场规模有限。由于目前苯唑草酮尚处于发展早期阶段，2018年全球销售规模为269.34吨，1.09亿美元有所下滑，主要受2017-2018年玉米种植面积低迷所致，随着BASF最后一个专利在2024年到期，有望迎来新进入者。

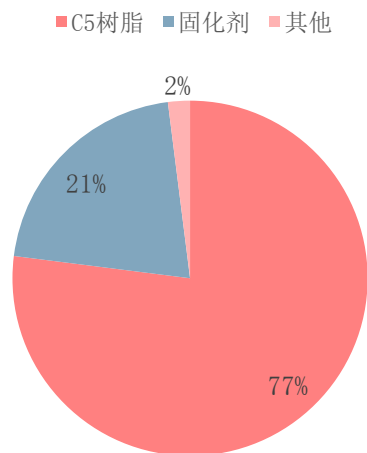
C5产业链空间广阔，发展领域众多



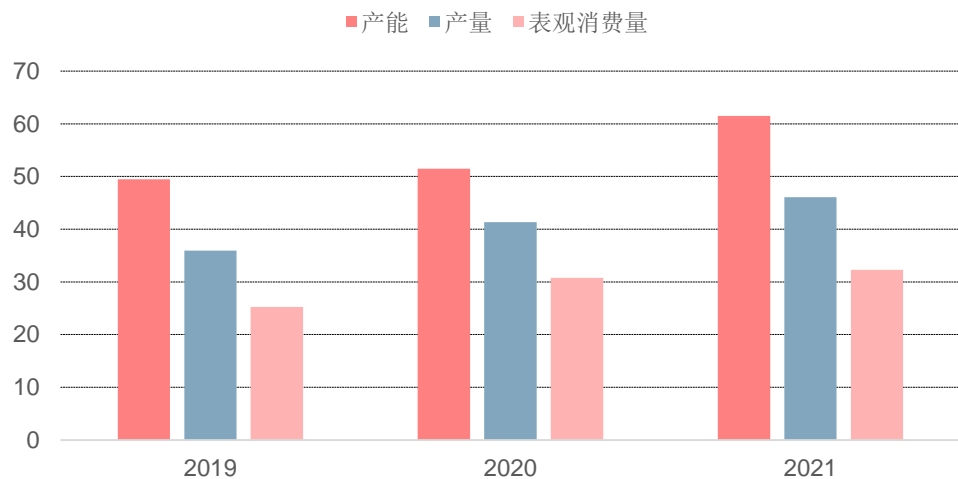
- C5产业链复杂且冗长，其裂解组分含量较多的为异戊二烯、间戊二烯和双环戊二烯。乙烯裂解生产副产物C5原材料，2021年全国C5产能337万吨，C5相关产业链复杂且冗长，具备广阔的成长空间。
- 贝斯美铜陵项目开发C5新技术。公司实现戊酮配套，在新材料领域打开成长空间。

间戊二烯：石油树脂为主要需求，公司戊酮技术打开新空间

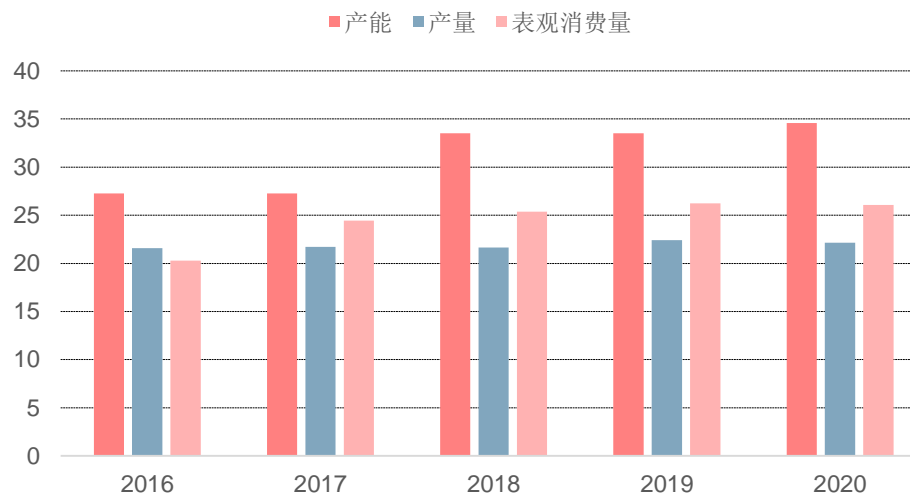
图表：间戊二烯下游需求结构



图表：C5石油树脂消费情况（吨）



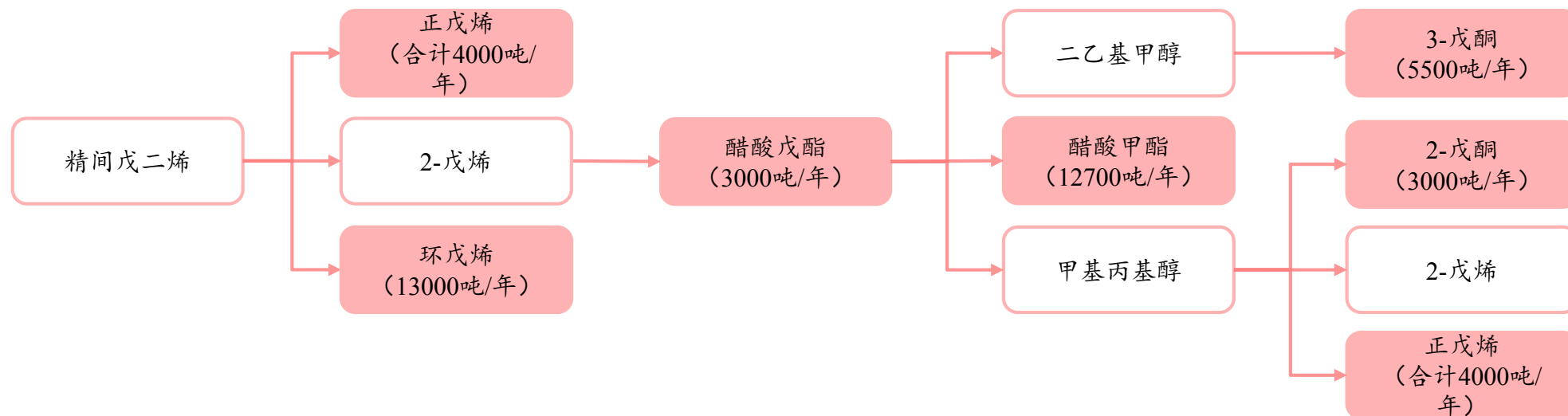
图表：间戊二烯产能情况（吨）



- 石油树脂为间戊二烯的主要下游需求。传统的间戊二烯主要下游需求为C5石油树脂和固化剂甲基氢化苯酐等领域。
- 贝斯美开发C5新工艺，打开新空间。贝斯美的戊酮项目将间戊二烯运用到新的领域。

铜陵项目：利用C5原料，打造新的戊酮产业链

图表：铜陵项目工艺流程及产能规划



➤ **创新C5工艺进行连续化生产，进一步拓宽新材料布局。**公司的戊酮一期C5工艺除了生产3-戊酮外，联产2-戊酮、正戊烯、醋酸甲酯等产品，下游应用场景广泛，为公司打开新的成长空间。

戊酮工艺路径：C5合成法，生产优势明显

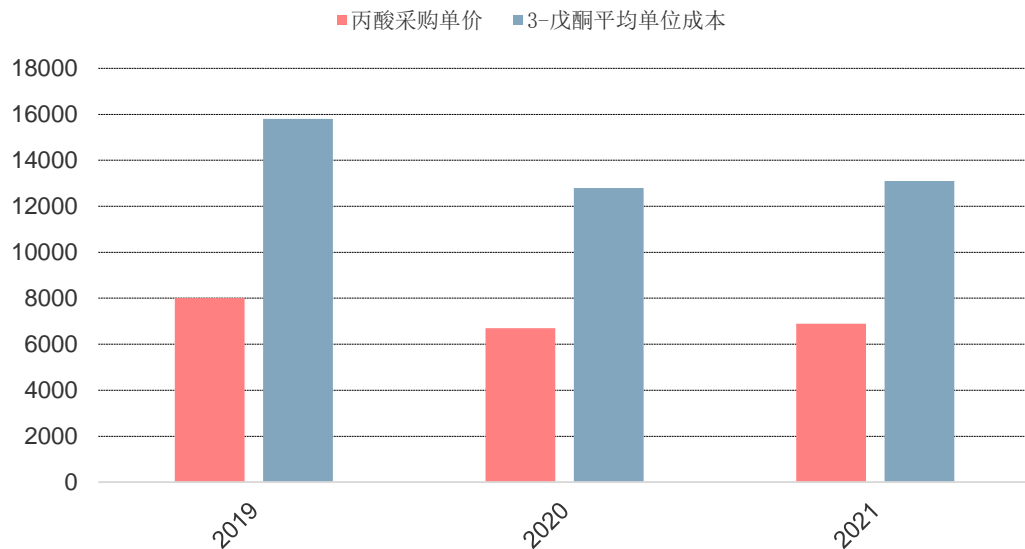
图表：3-戊酮主要生产工艺

生产工艺	酸酐合成法	C5 合成法
工艺路线	将两种或一种不同的酸在适当的温度和催化剂作用下，以较高的转化率和选择性获得脂肪族酮，再经分离得到纯品。	以碳五馏分中主要成分之间戊二烯为原材料，经过选择性加氢、酯化、酯交换、脱氢等工序，生成精制品。
工艺优点	采用连续化反应方式，转化率较高、污染小、能耗低	成本低、品质高、副产品价值高
工艺缺点	原材料成本相对较高	工艺路线较长、对工艺流程管理要求较高
主要企业	巴斯夫、江苏恒兴	贝斯美

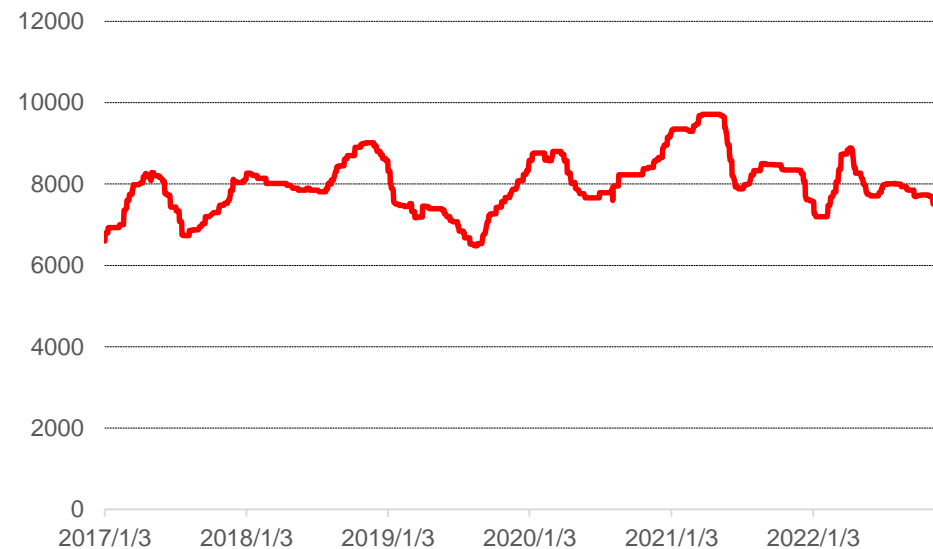
➤ **技术攻关实现C5工艺，3-戊酮品质得到提升。**目前市场上戊酮供应商主要采用酸酐合成法生产戊酮。贝斯美公司自主研发出以C5为原材料生产二甲基丙酮的工艺，相比于其他工艺具有品质高、成本低、副产物价值高等特点，具有生产工艺优势。

3-戊酮：C5法原材料更加易得

图表：江苏恒兴采购情况（元/吨）



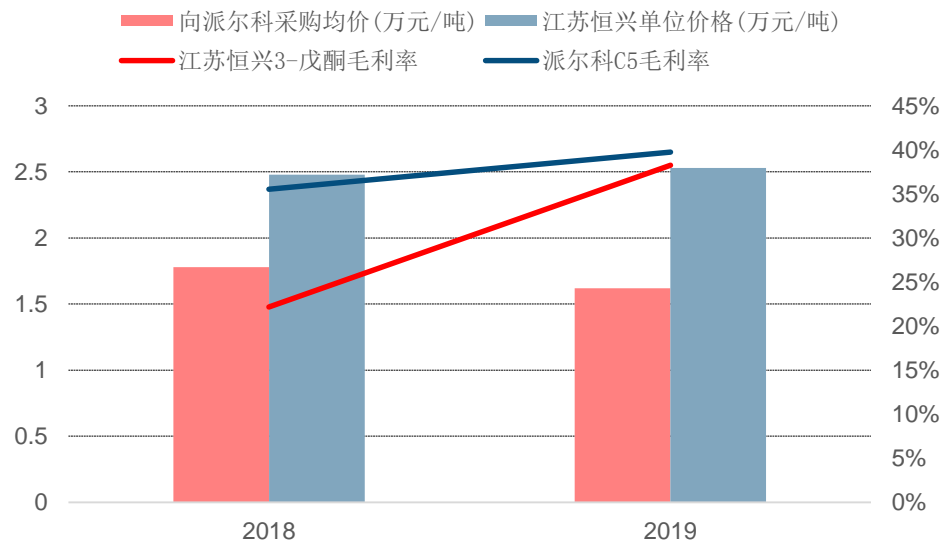
图表：间戊二烯市场价（元/吨）



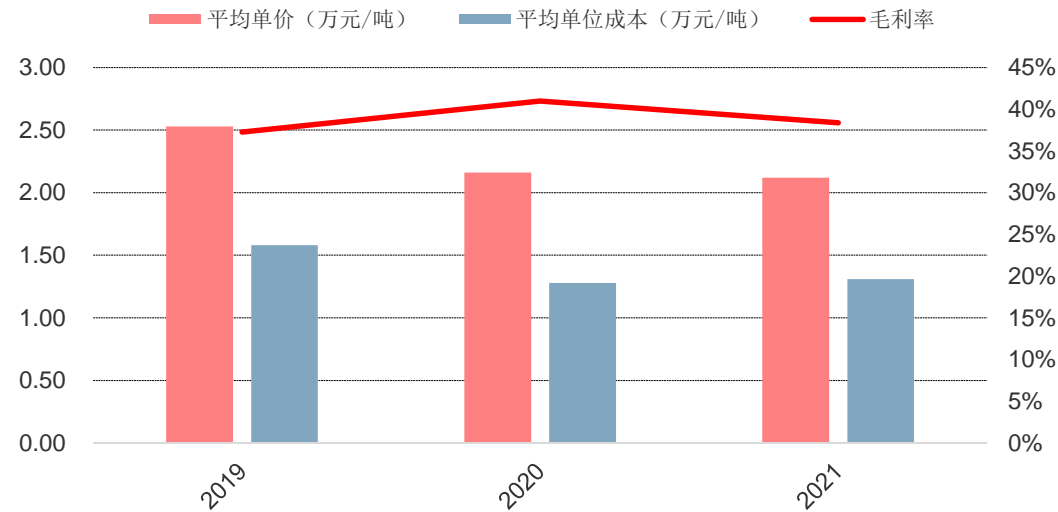
- 传统合成法原材料丙酸海外垄断，获取难度大。在传统的酸酐合成法中必要原材料为丙酸，受海外巴斯夫垄断。根据江苏恒兴的采购情况，丙酸价格为制约3-戊酮制备成本的主要因素，单价在6000-8000元之间。
- C5法原材料产量稳定，价格下行。C5主要原材料为纯度45%间戊二烯，其价格显著低于65%纯度的间戊二烯，价格走势具有高度一致性。根据公司公告，2020年45%浓度间戊二烯含税价格区间为3200-4500元/吨。C5法可以帮助公司更好把控产业链，降低采购成本。

3-戊酮：C5法产品更具成本端优势

图表：公司3-戊酮采购单价情况



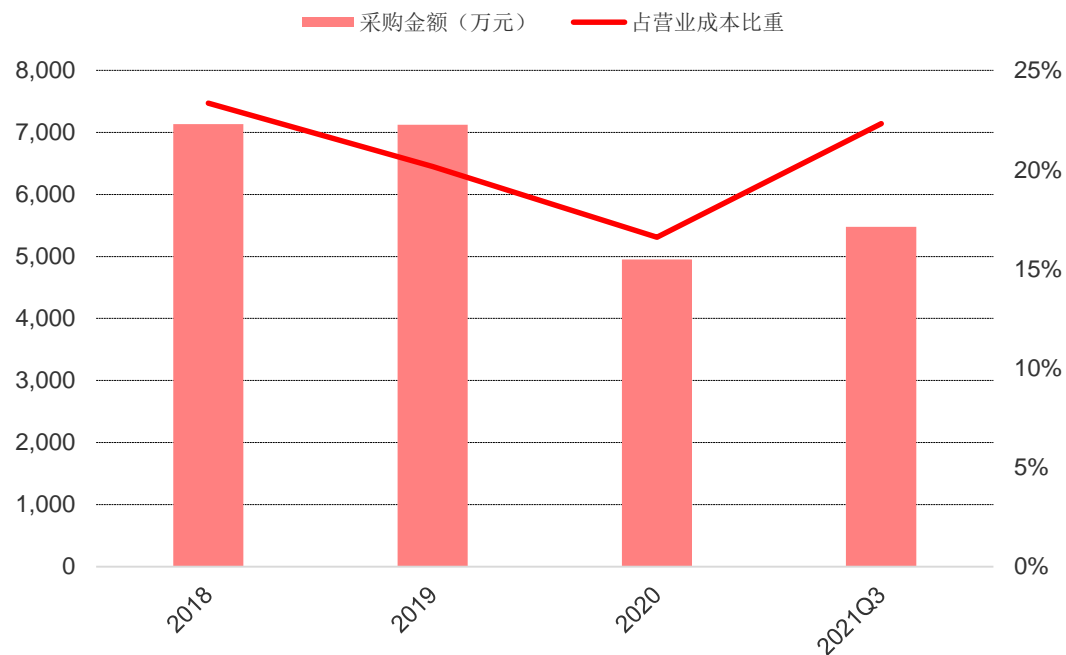
图表：江苏恒兴3-戊酮毛利率



- **C5法制备更具有成本优势，采购单位价格低。**公司3-戊酮的供应商派尔科采用C5工艺，江苏恒兴采用酸酐合成法。公司3-戊酮的采购单价在2.5万元左右，向派尔科采购3-戊酮的平均单价显著低于公司江苏恒兴，C5法的产品成本更低。
- **3-戊酮毛利率高，有望增强未来盈利能力。**3-戊酮产能集中，全球主要的供应商为意大利的Caffaro Industrie S.p.A（7万吨）和江苏恒兴（扩建至8.5万吨）。3-戊酮的毛利率高于30%，在贝斯美投产后，有望带来新的利润增长点。

3-戊酮：配套产业链，缓解成本压力

图表：公司3-戊酮采购情况



➤ 3-戊酮采购成本高昂，自产有助于培育公司产业链一体化优势。二甲基丙酮作为重要的精细化工原料和高端溶剂，用于生产除草剂二甲戊灵和抗病毒药物达菲，其用量逐年增长。公司3-戊酮主要采购自江苏恒兴，采购单价每吨均在2万元以上，占营业成本约20%。自产原材料有望帮助公司减轻依赖，缓解成本端压力，且提高产业链自主化能力。

2-戊酮：用途广泛，有望实现进口替代

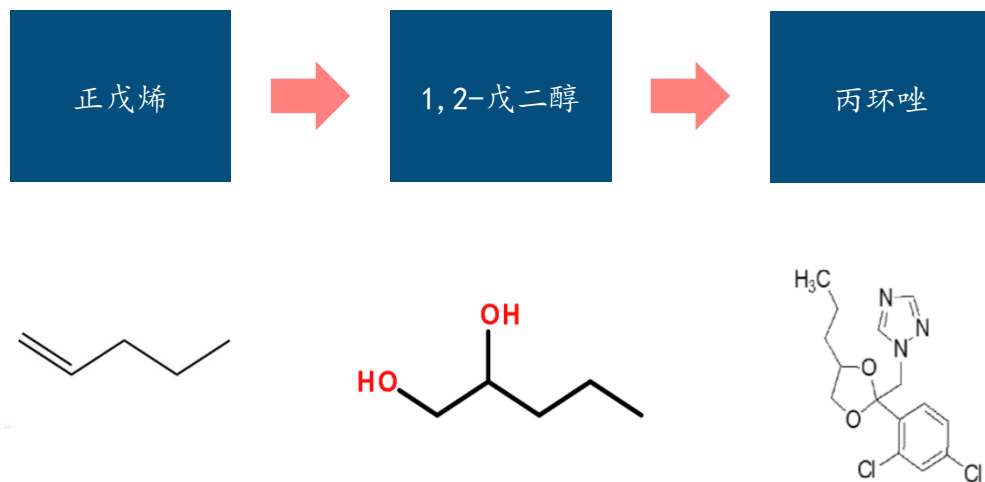
图表：2-戊酮（甲基丙基酮）主要用途

应用领域	用途	主要供应商
化工	主要的工业用途是生产脲型交联剂 2-戊酮脲，以及用于合成树脂的活性溶剂和涂料添加剂。 2-戊酮脲可以替代有环境毒性的丁酮脲应用在建筑材料和涂料中，以及作为交联剂使用在橡胶、热固性树脂中，提高产品强度和弹性。	美国的伊士曼
	用于制造高端电子新材料光刻胶	
医药	作为西地那非的原材料	
香料	可以用来合成2,3-戊二酮，在食用香精和日化香精中有广泛应用	

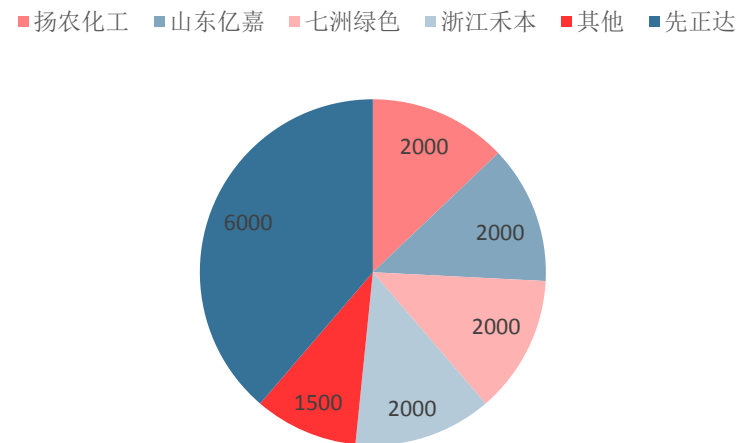
- 2-戊酮应用场景多，市场需求广泛。2-戊酮下游产品可用于化工、医药、香料等领域，市场空间可期。尤其是作为丁酮脲的替代品，低毒环保。我国是全球最大的丁酮脲生产国，预计未来 2-戊酮脲将对丁酮脲市场进行广泛替代。
- 目前国内2-戊酮需求仅能通过进口满足，贝斯美有望实现进口替代。国内2-戊酮市场目前处于起步阶段，若能顺利投产，市场前景较好。

正戊烯：重要的精细化工产品中间体和原材料

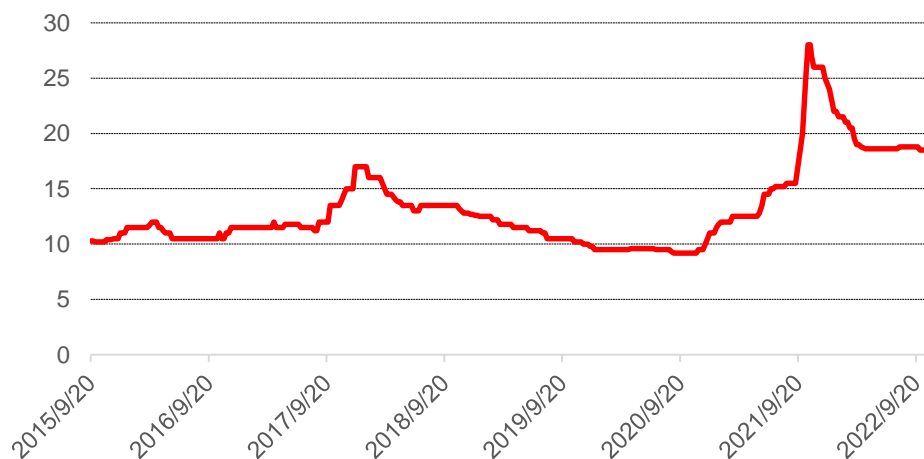
图表：丙环唑的生产工艺流程



图表：丙环唑的全球产能规模（吨）



图表：丙环唑的产品价格（万元/吨）



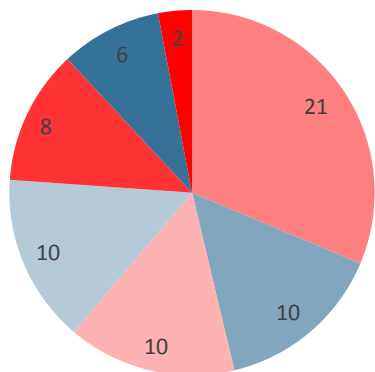
数据来源：公司官网，Wind，中农立华，知网，中信建投

- 丙环唑重要的生产原料。目前正戊烯主要运用在合成杀菌剂丙环唑和高端化妆品添加剂，全球正戊烯大规模生产厂商仅有南非沙索化学。
- 新增4000吨正戊烯产能。公司铜陵项目供给规划4000吨正戊烯产能，按吨近2万的价格，有望贡献7000万以上营收。

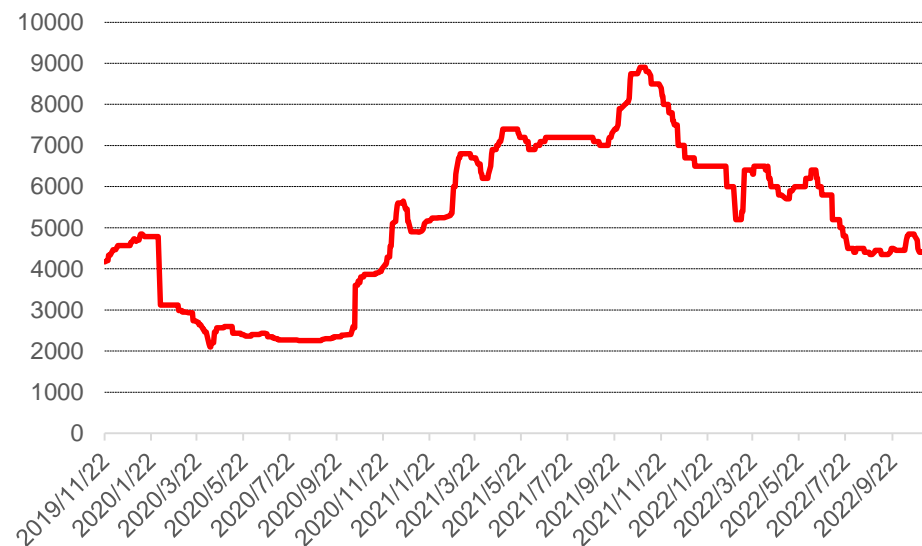
醋酸甲酯：绿色环保的有机溶剂

图表：醋酸甲酯国内产能（万吨）

■ 重庆川维 ■ 安徽瑞柏 ■ 陕西兴化集团 ■ 中石化长城
■ 皖维高新 ■ 江苏瑞丰 ■ 内蒙古双欣



图表：醋酸甲酯价格情况（元/吨）



- **绿色环保的有机溶剂。**用于替代丙酮、丁酮、乙酸乙酯、环戊烷等，主要应用在树脂、涂料、油墨、油漆、胶粘剂、皮革生产过程所需的溶剂，聚氨酯泡沫发泡剂，天那水等，已经逐步发展成为一种重要的基础有机化工原料。
- **募投项目新增产能有限，市场冲击较小。**公司此次新项目共计产出3900吨粗醋酸甲酯、8800精醋酸甲酯，公司的产能相对较小对市场冲击有限。

戊酮项目营收及空间测算

图表：戊酮项目营收情况测算

产品名称	主要用途	市场格局	产能（吨）	价格（元/吨）	营收（万元）
3-戊酮	主要用于二甲戊灵的原药生产	主要用于二甲戊灵生产自用少量外售，全球二甲戊灵消耗量3-戊酮约为4亿元	5500	22123.89	12168.14
2-戊酮	主要的工业用途是生产脲型交联剂2-戊酮脲，以及用于合成树脂的活性溶剂和涂料添加剂	国内处于起步阶段，对于甲基丙基酮的需求仅能通过进口满足，市场前景较好	3000	30973.45	9292.04
正戊烯	主要用于合成杀菌剂丙环唑及高端化妆品添加剂	国内正戊烯需求量为数千吨，主要从国外，主要生产厂家为南非沙索化学。	4000	16371.68	6548.67
精醋酸甲酯	主要应用在树脂、涂料、油墨、油漆、胶粘剂、皮革生产过程所需的溶剂，聚氨酯泡沫发泡剂，天那水等，已经逐步发展成为一种重要的基础有机化工原料	工艺联产产品，醋酸甲酯为百万吨产能级别产品，全球市场规模约为30亿元左右，公司产能对整体市场影响较小	8800	3639.82	3115.04
粗醋酸甲酯			3900	2654.87	1035.40
环戊烯	用于生产聚环戊烯橡胶，以及环戊基苯酚（消毒剂）、环醛、环戊二醇、环戊酮等精细化工产品	主要生产商为Zeon Corporation、巴斯慧化工，预计2025年全球空间为2.5亿元	13000	3982.30	5176.99
溶剂油	用作溶剂或燃料	工艺联产产品	3000	1769.91	530.97
醋酸戊酯	主要作为溶剂、稀释剂等	工艺联产产品	3000	7964.60	2389.38

➤ 戊酮项目有望为公司贡献业绩增长点。根据测算公司8500吨戊酮一期项目有望为公司带来4.03亿元营业收入。

提纲

01 公司基本情况概况

02 二甲戊灵持续高景气，有望受益全球农药产能转移浪潮

03 依托二甲戊灵产业链，布局“1+3”及C5新材料

04 盈利预测及风险提示

盈利预测：二甲戊灵高景气结合新产能，业绩快速提升

- 公司二甲戊灵有望延续高景气，同时C5产业链以及甲氧虫酰肼等产能投放，业绩有望得到大幅提升，预计2022-2024年净利润分别为1.50、2.65和4.16亿元，给予“买入”评级。

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	405	530	737	1,061	1,494
增长率(%)	-18.1	31.0	39.0	44.0	40.8
净利润(百万元)	38	56	150	265	416
增长率(%)	-39.7	46.8	166.2	76.4	57.2
毛利率(%)	26.3	29.4	39.0	42.8	46.1
净利率(%)	9.5	10.6	20.4	25.0	27.9
ROE(%)	3.7	5.3	12.3	18.0	22.2
EPS(摊薄/元)	0.32	0.47	0.75	1.32	2.07
P/E(倍)	71.8	48.9	30.5	17.3	11.0
P/B(倍)	2.7	2.6	3.8	3.1	2.4

营收成本拆分结构

图表：公司营收成本拆分（百万元）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
二甲戊灵					
营业收入	242.85	399.08	657.69	706.15	756.00
增速		64.33%	64.80%	7.37%	7.06%
毛利率	27.38%	30.55%	42.00%	45.00%	48.00%
农药中间体（4-硝基）					
营业收入	119.87	83.82	24.78	49.12	69.03
增速		-30.07%	-70.44%	98.21%	40.54%
毛利率	32.54%	39.19%	40.00%	42.00%	44.00%
二甲戊灵制剂					
营业收入	41.72	46.93	53.97	62.06	71.37
增速		12.49%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	1.44%	1.64%	2.00%	2.00%	2.00%
甲氧虫酰肼					
营业收入					180.00
增速					
毛利率					55.56%
C5新材料项目及其他					
营业收入				243.47	417.06
增速					71.30%
毛利率				46.90%	46.34%
合计					
营业收入	404.54	530.01	736.62	1060.99	1493.64
增速		31.02%	38.98%	44.03%	40.78%
毛利率	26.25%	29.38%	39.02%	42.79%	46.07%

数据来源：招股说明书，Wind，中信建投

风险提示

■ 原材料价格大幅波动

近年来随着大宗原材料价格长期处于高位，农化企业作为下游产业可能会因为原材料上涨从而影响企业自身的盈利。

■ 产能投放不及预期

公司铜陵项目尚处于早期建设生产阶段，后续新项目可能会因为外部原因造成产能投放不及预期的情况，从而会一定影响到公司的盈利状况。

■ 下游需求不及预期

2020年以来，在新冠、俄乌冲突影响下，全球出现粮食危机，农化产品价格处于历史高位，未来随着供需情况改善，全球农药产能提升，行业可能出现供过于求的现象。

■ 敏感性分析

假设如果未来下游需求不及预期、原材料波动影响产品毛利率、公司的产能相对不及预期的背景下，公司2022-2024年的营收预测为7.37、9.97、13.93亿元，对应的净利润为1.39、2.14、3.48亿元。

分析师介绍

卢昊：中信建投证券化工行业首席，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备5年化工实业和5年行业研究经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B
座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk