

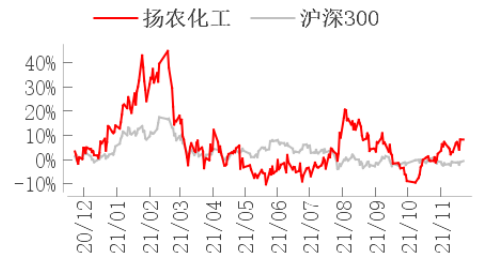
多产快销助淡季增长，新项目与集团协同再加持



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月22日)	124.58元
目标价格	129.14元
52周最高价/最低价	168.7/101.63元
总股本/流通A股(万股)	30,990/30,990
A股市值(百万元)	38,607
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年11月22日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.42	8.89	0.2	8.27
相对表现	3.15	13.39	-0.21	13.94
沪深300	-1.73	-4.5	0.41	-5.67



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬
021-63325888*2504
wanliyong@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860519090003

联系人 顾雪莹

guxueying@orientsec.com.cn

核心观点

- Q3 淡季收入同比稳定增长:** 公司发布 21 年前三季度业绩公告, 前三季度实现营收 92.42 亿元, 同比增长 16.2%, 归母净利润 10.16 亿元, 同比下滑 0.7%。Q3 单季度实现营收 25.59 亿元, 同比增长 25.49%, 归母净利润 2.24 亿元, 同比增长 14.11%, Q3 淡季营收利润同比稳定增长。
- 以量补价, 产能持续释放助力成长:** 公司 Q3 单季度杀虫剂销量 2910 吨, 同比增长 10.7%, 主要受益于优嘉三期产能的进一步释放, 板块平均售价环比有所改善 (+5.1%至 19.10 万元/吨), 然而同比却下滑 21%, 销量的增长一定程度上弥补了价格同比下滑的损失。除草剂方面, 尽管草甘膦强势涨价 (自年初至今已上涨 194%至 8.03 万元/吨), 但公司整体板块平均价格仍环比小幅下滑 (Q3 环比-3.6%), 同比方面板块 Q3 平均售价上涨 5%至 4.24 万元/吨, 我们推测主要是长单比重较高带来的涨价迟滞; Q3 销量同比增长 25.8%至 1.4 万吨, 销量的提升使得公司在淡季中仍能保持较好成长。
- 建设项目有序推进:** 公司单 Q3 投资活动现金流支出 2.63 亿元, 在建工程自上赛季末 3.17 亿元增至 4.42 亿元, 优嘉四期建设项目有序推进中。未来葫芦岛项目以及两化合并后带来的集团内部协同也将持续赋能公司成长性。

财务预测与投资建议

- 由于今年成本压力, 下调今年盈利预期; 但由于农药进入量价齐升区间, 公司经营环境恢复叠加新产能放量, 我们预测公司 21-23 年归母净利润分别为 13.61、18.20 和 21.93 亿元, (原 21-22 年预测分别为 16.49、18.93 亿元)。由于公司 ROIC 水平在资产规模扩大的同时持续保持较高水平, 真正打破了农药行业中企业规模和盈利能力难以两全的瓶颈, 在同行中表现突出, 按照可比公司 22 年 18 倍市盈率并根据公司作为绝对龙头的稳健性和确定性给予 20%溢价即 22 倍, 给予目标价为 129.14 元并维持增持评级。

风险提示

- 产品和原材料价格波动, 项目投产进度不及预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,701	9,831	11,960	14,353	16,869
同比增长(%)	1.4%	13.0%	21.7%	20.0%	17.5%
营业利润(百万元)	1,399	1,434	1,624	2,157	2,601
同比增长(%)	16.2%	2.5%	13.2%	32.8%	20.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,170	1,210	1,361	1,820	2,193
同比增长(%)	19.4%	3.4%	12.5%	33.7%	20.5%
每股收益(元)	3.77	3.90	4.39	5.87	7.08
毛利率(%)	28.8%	26.3%	23.1%	24.8%	25.2%
净利率(%)	13.4%	12.3%	11.4%	12.7%	13.0%
净资产收益率(%)	23.1%	22.0%	20.8%	23.0%	22.7%
市盈率	33.0	31.9	28.4	21.2	17.6
市净率	7.6	6.5	5.4	4.4	3.6

资料来源: 公司数据、东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值表（2021/11/22）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
安道麦 A	0.15	0.32	0.42	0.52	51.38	24.42	18.75	14.97
颖泰生物	0.27	0.30	0.41	0.47	23.85	21.41	15.49	13.41
兴发集团	0.56	2.93	3.06	3.33	73.41	14.07	13.45	12.35
联化科技	0.12	0.47	0.68	0.99	165.46	42.09	28.94	19.90
润丰股份	1.58	2.13	2.78	3.50	34.67	25.81	19.75	15.68
调整后平均					53.15	23.88	18.00	14.69

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,331	1,891	2,301	2,876	3,775	营业收入	8,701	9,831	11,960	14,353	16,869
应收票据及应收账款	1,672	1,883	2,273	2,727	3,205	营业成本	6,194	7,244	9,198	10,792	12,610
预付账款	217	500	453	637	694	营业税金及附加	23	29	33	41	47
存货	1,632	1,632	2,247	2,534	3,021	营业费用	301	219	243	291	342
其他	290	472	340	369	371	管理费用及研发费用	827	837	892	1,071	1,258
流动资产合计	6,141	6,378	7,614	9,143	11,065	财务费用	20	179	45	40	30
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	49	39	40	47
固定资产	2,120	3,607	3,900	4,321	4,833	公允价值变动收益	1	116	59	30	15
在建工程	277	170	675	981	1,194	投资净收益	50	24	37	31	34
无形资产	440	505	483	461	439	其他	17	19	18	18	18
其他	660	235	189	186	185	营业利润	1,399	1,434	1,624	2,157	2,601
非流动资产合计	3,496	4,517	5,247	5,949	6,651	营业外收入	7	2	2	2	2
资产总计	9,637	10,895	12,861	15,092	17,716	营业外支出	8	16	16	16	16
短期借款	1,339	451	561	451	451	利润总额	1,398	1,420	1,610	2,143	2,587
应付票据及应付账款	2,423	2,695	3,421	4,014	4,691	所得税	226	209	248	323	394
其他	703	956	924	1,083	1,143	净利润	1,173	1,211	1,361	1,820	2,193
流动负债合计	4,466	4,102	4,906	5,548	6,285	少数股东损益	3	1	0	0	0
长期借款	3	553	553	553	553	归属于母公司净利润	1,170	1,210	1,361	1,820	2,193
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.77	3.90	4.39	5.87	7.08
其他	111	288	261	261	261						
非流动负债合计	114	841	815	815	815	主要财务比率					
负债合计	4,580	4,943	5,721	6,363	7,099		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	3	4	4	4	4	成长能力					
股本	310	310	310	310	310	营业收入	1.4%	13.0%	21.7%	20.0%	17.5%
资本公积	738	637	637	637	637	营业利润	16.2%	2.5%	13.2%	32.8%	20.6%
留存收益	3,890	4,898	6,058	7,647	9,535	归属于母公司净利润	19.4%	3.4%	12.5%	33.7%	20.5%
其他	117	103	131	131	131	获利能力					
股东权益合计	5,057	5,952	7,140	8,730	10,617	毛利率	28.8%	26.3%	23.1%	24.8%	25.2%
负债和股东权益总计	9,637	10,895	12,861	15,092	17,716	净利率	13.4%	12.3%	11.4%	12.7%	13.0%
						ROE	23.1%	22.0%	20.8%	23.0%	22.7%
						ROIC	17.8%	20.6%	18.6%	20.8%	20.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	47.5%	45.4%	44.5%	42.2%	40.1%
净利润	1,173	1,211	1,361	1,820	2,193	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	572	246	14	13	11	流动比率	1.38	1.55	1.55	1.65	1.76
财务费用	20	179	45	40	30	速动比率	1.00	1.15	1.09	1.19	1.27
投资损失	(50)	(24)	(37)	(31)	(34)	营运能力					
营运资金变动	582	(138)	(165)	(231)	(321)	应收账款周转率	6.2	6.9	7.6	7.5	7.5
其它	(927)	(96)	26	10	32	存货周转率	4.0	4.4	4.7	4.5	4.5
经营活动现金流	1,370	1,378	1,244	1,621	1,910	总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
资本支出	(802)	(1,649)	(795)	(726)	(726)	每股指标(元)					
长期投资	51	0	0	0	0	每股收益	3.77	3.90	4.39	5.87	7.08
其他	1,883	471	96	61	49	每股经营现金流	4.42	4.45	4.02	5.23	6.16
投资活动现金流	1,131	(1,178)	(699)	(665)	(677)	每股净资产	16.31	19.19	23.03	28.16	34.25
债权融资	(2)	550	0	(1)	0	估值比率					
股权融资	(952)	(101)	0	0	0	市盈率	33.0	31.9	28.4	21.2	17.6
其他	(1,003)	(1,073)	(137)	(381)	(335)	市净率	7.6	6.5	5.4	4.4	3.6
筹资活动现金流	(1,957)	(624)	(136)	(381)	(335)	EV/EBITDA	18.7	20.0	22.1	16.8	14.1
汇率变动影响	2	(57)	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.2	23.1	22.3	16.9	14.1
现金净增加额	547	(481)	410	575	899						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn