

行业景气基本触底，期待新项目放量

核心观点

- 农药原药行业景气下行业绩同比承压：**公司前期发布 2024 年一季报，一季度实现营业收入 11.47 亿元，同比-6.70%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比-40.37%。公司净利润及盈利能力同比下滑主要是受到原药行业景气下行因素拖累，公司一季度农药板块销售均价同比下滑 23.60%；然而另一方面公司一季度农药销量同比增长 8.76%，以量补价部分对冲了价格下跌的负面影响。
- 全球农药去库周期走过下半场，曙光有望出现：**过去两年全球农化行业经历了供应链危机下的主动累库的上行周期及见顶后的去库周期，行业走出了一波过山车行情。据中农立华原药价格指数，当前综合价格指数/除草剂价格指数/杀虫剂价格指数/杀菌剂价格指数相对 22 年初分别-62.17%/-67.32%/-56.31%/-47.04%，下游跨国公司去库周期中原药价格杀跌惨烈程度可见一斑。然而截至 24Q1 末，大部分跨国公司的期末存货相比高位有所下行，去库压力持续缓解。当前农药原药景气位置处于近年历史新低，下行风险有限。虽然目前海外粮食价格较高位有所回调，但依旧高于疫情前的长期中枢水平，我们认为农化真实需求还在高位，待去库周期完结后，跨国公司采购需求有望复苏，支撑公司经营改善。
- 原药及制剂品类规模扩张，储备未来成长：**公司持续布局农药和原药制剂产品，扩充产品序列和产能规模。青岛奥迪斯生物科技有限公司 20,000T 农用化学品制剂及肥料制造项目和 50,000T 农用化学品制剂及肥料制造项目正在实施过程中，前者预计 2024 年建设完工，后者预计 2027 年建设完工。山东海利尔绿色高效杀虫剂原药及中间体技术升级改造项目已于 2023 年建设完工。青岛恒宁生物科技有限公司二期项目已于 2022 年开工建设，其中一批项目预计将于 2024 年建设完工。尤其是公司今年投资重点的青岛恒宁子公司 2023 年亏损 1.41 亿，未来随着新产品落地及产能爬坡有望实现扭亏，为公司带来利润增量。

盈利预测与投资建议

- 考虑农药行业景气磨底，公司主要产品价格下滑，故下调盈利预测，我们预测 24-26 年公司 EPS 为 1.24、1.65 和 2.15 元（原 24-25 年预测为 2.68 和 3.27 元），按照可比公司 24 年 15 倍市盈率，给予目标价 18.60 元并维持买入评级。

风险提示

- 新产能投放不及预期；终端市场开拓不及预期；产品和原材料价格波动。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,535	4,398	4,594	5,618	6,896
同比增长(%)	22.6%	-3.0%	4.5%	22.3%	22.8%
营业利润(百万元)	456	570	500	663	864
同比增长(%)	-14.0%	25.1%	-12.4%	32.7%	30.3%
归属母公司净利润(百万元)	460	473	420	562	733
同比增长(%)	2.3%	2.9%	-11.2%	33.8%	30.4%
每股收益(元)	1.35	1.39	1.24	1.65	2.15
毛利率(%)	26.4%	31.0%	27.4%	27.8%	27.8%
净利率(%)	10.1%	10.8%	9.1%	10.0%	10.6%
净资产收益率(%)	14.7%	14.4%	11.9%	14.3%	16.0%
市盈率	9.1	8.8	10.0	7.4	5.7
市净率	1.3	1.2	1.1	1.0	0.8

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。

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申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年06月21日）	12.31元
目标价格	18.60元
52周最高价/最低价	18.78/11.65元
总股本/流通A股（万股）	34,001/33,965
A股市值（百万元）	4,185
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024年06月24日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-4.2	-16.94	-17.93	-26.9
相对表现%	-2.9	-12.03	-15.54	-17.37
沪深300%	-1.3	-4.91	-2.39	-9.53



证券分析师

万里扬 021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

相关报告

一体化战略优势显著，核心产品项目陆续落地 2023-06-29
业绩稳步增长，新品放量持续赋能 2022-06-29

表 1：可比公司估值（截至 2024/6/21）

可比公司	最新价格	每股收益（元）				市盈率			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
扬农化工	56.30	3.85	4.06	4.87	5.58	14.62	13.87	11.57	10.08
利尔化学	8.31	0.75	0.86	1.02	1.19	11.02	9.64	8.16	6.98
长青股份	4.47	0.11	0.18	0.30	0.44	39.70	24.31	14.93	10.12
中农立华	18.04	0.84	0.97	1.16	1.39	21.57	18.67	15.55	13.00
润丰股份	45.25	2.77	3.44	4.35	5.19	16.35	13.17	10.39	8.72
调整后平均						17.51	15.24	12.30	9.64

数据来源：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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	755	981	1,061	1,196	1,806	营业收入	4,535	4,398	4,594	5,618	6,896
应收票据、账款及款项融资	773	789	804	995	1,214	营业成本	3,336	3,033	3,337	4,054	4,979
预付账款	133	75	106	113	149	销售费用	179	176	219	245	282
存货	871	968	968	1,235	1,480	管理费用	314	248	260	297	348
其他	420	583	225	239	246	研发费用	234	223	233	285	350
流动资产合计	2,952	3,395	3,164	3,777	4,895	财务费用	(71)	(13)	5	3	0
长期股权投资	69	67	67	67	67	资产、信用减值损失	54	116	44	67	65
固定资产	1,874	1,856	2,045	2,464	2,682	公允价值变动收益	(4)	1	0	0	0
在建工程	71	273	480	575	404	投资净收益	(35)	(30)	10	10	10
无形资产	548	521	496	472	447	其他	5	(17)	(5)	(14)	(19)
其他	323	337	335	335	335	营业利润	456	570	500	663	864
非流动资产合计	2,886	3,054	3,423	3,913	3,934	营业外收入	12	9	10	10	9
资产总计	5,838	6,449	6,586	7,689	8,829	营业外支出	14	7	15	12	11
短期借款	712	912	812	862	837	利润总额	454	572	494	661	862
应付票据及应付账款	1,088	1,378	1,302	1,712	2,023	所得税	(6)	99	74	99	129
其他	622	568	607	688	810	净利润	460	473	420	562	733
流动负债合计	2,422	2,858	2,722	3,263	3,670	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	460	473	420	562	733
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.35	1.39	1.24	1.65	2.15
其他	204	208	208	208	208						
非流动负债合计	204	208	208	208	208	主要财务比率					
负债合计	2,626	3,066	2,930	3,471	3,878		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	341	340	340	340	340	营业收入	22.6%	-3.0%	4.5%	22.3%	22.8%
资本公积	641	674	707	707	707	营业利润	-14.0%	25.1%	-12.4%	32.7%	30.3%
留存收益	2,192	2,325	2,575	3,137	3,869	归属于母公司净利润	2.3%	2.9%	-11.2%	33.8%	30.4%
其他	39	43	35	35	35	获利能力					
股东权益合计	3,212	3,382	3,657	4,218	4,951	毛利率	26.4%	31.0%	27.4%	27.8%	27.8%
负债和股东权益总计	5,838	6,449	6,586	7,689	8,829	净利率	10.1%	10.8%	9.1%	10.0%	10.6%
						ROE	14.7%	14.4%	11.9%	14.3%	16.0%
						ROIC	10.7%	11.2%	9.8%	11.9%	13.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	45.0%	47.6%	44.5%	45.1%	43.9%
净利润	460	473	420	562	733	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	134	224	152	180	211	流动比率	1.22	1.19	1.16	1.16	1.33
财务费用	(71)	(13)	5	3	0	速动比率	0.85	0.82	0.77	0.74	0.89
投资损失	35	30	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(99)	97	(114)	(49)	(140)	应收账款周转率	6.0	5.0	5.1	5.5	5.5
其它	237	145	39	67	65	存货周转率	3.7	3.1	3.1	3.3	3.3
经营活动现金流	695	955	493	753	859	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
资本支出	(626)	(381)	(530)	(675)	(234)	每股指标(元)					
长期投资	(65)	4	(1)	0	0	每股收益	1.35	1.39	1.24	1.65	2.15
其他	(337)	(59)	361	10	10	每股经营现金流	2.04	2.81	1.45	2.22	2.53
投资活动现金流	(1,028)	(436)	(170)	(665)	(224)	每股净资产	9.45	9.95	10.75	12.41	14.56
债权融资	(0)	0	(0)	0	(0)	估值比率					
股权融资	47	33	33	0	0	市盈率	9.1	8.8	10.0	7.4	5.7
其他	132	(744)	(276)	47	(25)	市净率	1.3	1.2	1.1	1.0	0.8
筹资活动现金流	179	(712)	(243)	47	(25)	EV/EBITDA	7.7	5.1	6.0	4.7	3.7
汇率变动影响	3	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.3	7.1	7.8	5.9	4.6
现金净增加额	(151)	(191)	80	135	610						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。