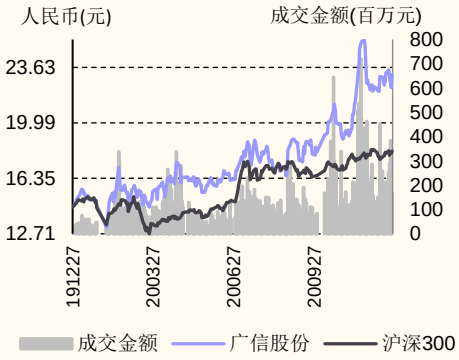
广信股份 (603599.SH) 买入（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）： 23.16 元
目标价格（人民币）： 27.20-27.20 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.65
已上市流通 A 股(亿股)	4.62
总市值(亿元)	107.62
年内股价最高最低(元)	25.46/13.14
沪深 300 指数	5042
上证指数	3397



依托光气资源，持续优化产业链布局

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,847	3,110	3,490	4,580	5,150
营业收入增长率	21.35%	9.25%	12.20%	31.25%	12.44%
归母净利润(百万元)	469	506	633	764	877
归母净利润增长率	39.09%	7.80%	25.20%	20.65%	14.85%
摊薄每股收益(元)	1.009	1.088	1.362	1.644	1.888
每股经营性现金流净额	0.65	1.06	1.27	2.03	2.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.11%	9.94%	12.30%	13.63%	14.31%
P/E	10.40	13.78	17.00	14.09	12.27
P/B	1.05	1.37	2.09	1.92	1.76

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **依托光气，打造一体化产业链。**公司拥有涵盖光气、中间体、原药及制剂的各生产环节的化学农药生产一体化产业链，与一般农药企业相比，公司产业链较长，能够自行供应上游关键中间体，完整的产业链有利于实现各个产业资源共享，降低成本，特别是在质量保障、新产品开发方面能够掌握主动地位。
- **杀菌剂产品持续扩张，除草剂维持稳定。**公司以广德和东至两个产业基地为中心，依托丰富的光气资源生产杀菌剂和除草剂的多种产品，积极推动杀菌剂和除草剂项目投产及扩建。杀菌剂方面，截至 2020 年三季度，公司拥有多菌灵产能 1.8 万吨/年，甲基硫菌灵产能 0.6 万吨/年，产销规模居国内同行业前列，拥有较高的议价能力，同时公司围绕现有产业链延伸 3000 吨/年吡唑醚菌酯和 1200 吨/年的噁唑菌酮产品。除草剂方面，公司拥有明星产品敌草隆产能 1 万吨/年，草甘膦产能 2 万吨/年，除草剂产品价格处于边际上行趋势。
- **完善精细化工中间体，未来有延伸空间。**公司拥有邻苯二胺和硝基氯苯完善的生产工艺流程，同时供给作为多菌灵、甲基硫菌灵和敌草隆原材料。目前全球硝基氯化苯生产能力约 100 万吨/年，其中中国硝基氯化苯生产能力约 80 万吨/年，是全球最大的生产国和消费国，公司目前拥有 10 万吨产能，市场份额占比约 12.5%，随着 2021 年 10 万吨氯化苯产能的投产，公司的市占率将进一步提升。邻苯二胺由邻硝基氯化苯延伸所得，主要用于合成农药中间体以及抗精神药物，下游需求相对稳定。由于部分（邻对）硝基氯化苯和邻苯二胺厂家面临产能搬迁，我们预计（邻对）硝基氯化苯和邻苯二胺价格在 2021 年将维持高位。

投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 6.3 亿元、7.6 亿元、8.8 亿元；EPS 分别为 1.4 元、1.6 元和 1.9 元。公司是国内农药优质企业，围绕核心产品持续优化产业链布局，我们给予公司 2021 年 17 倍 PE，目标价 27.2 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 农药产品价格下跌；产能建设及投放进度不及预期；汇率风险

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荥 分析师 SAC 执业编号：S1130520090002
yangyiying@gjzq.com.cn

内容目录

一、围绕核心产品，不断深化产业链布局 4
1.1 依托光气资源，打造一体化产业链 4
1.2 公司业绩持续增长 4
二、杀菌剂：公司在现有优势产品基础上不断延伸 7
2.1 公司杀菌剂核心产品是多菌灵和甲基硫菌灵 7
2.2 依托氯甲酸甲酯向下游延伸吡唑醚菌酯 9
2.3 依托光气延伸噁唑菌酮产品 10
三、草甘膦和敌草隆是除草剂核心产品 11
3.1 草甘膦：行业落后产能持续出清 11
3.2 敌草隆价格已回归合理中枢 14
四、依托光气资源持续进行产业链延伸 15
4.1 光气审查严格，准入门槛高 15
4.2 依托光气资源向下游布局硝基氯苯等精细化工品 17
五、核心假设与盈利预测 20
六、风险提示 22

图表目录

图表 1：围绕核心产品打通一体化产业链 4
图表 2：公司营业收入稳健增长（亿元） 5
图表 3：公司归母净利润稳健增长（亿元） 5
图表 4：公司三费率的维持在稳定水平 5
图表 5：精细化工占比逐步提升（亿元） 6
图表 6：公司各产品毛利率中枢上行 6
图表 7：公司各基地主要产品及产能情况（吨） 6
图表 8：广德基地（总部） 7
图表 9：东至基地 7
图表 10：全球市场杀菌剂销售额（亿美元）及增长率 7
图表 11：2018 年各作物农药市场规模占比 7
图表 12：2019 年多菌灵国内生产厂商产能分布 8
图表 13：多菌灵国内主要生产厂商产能 8
图表 14：多菌灵原药价格走势（万元/吨） 8
图表 15：2019 年甲基硫菌灵国内生产厂家产能（吨） 9
图表 16：甲基硫菌灵原药价格走势（万元/吨） 9
图表 17：全球吡唑醚菌酯销售额情况（亿美元） 9
图表 18：全球吡唑醚菌酯应用情况 9
图表 19：吡唑醚菌酯国内主要厂商产能情况 10

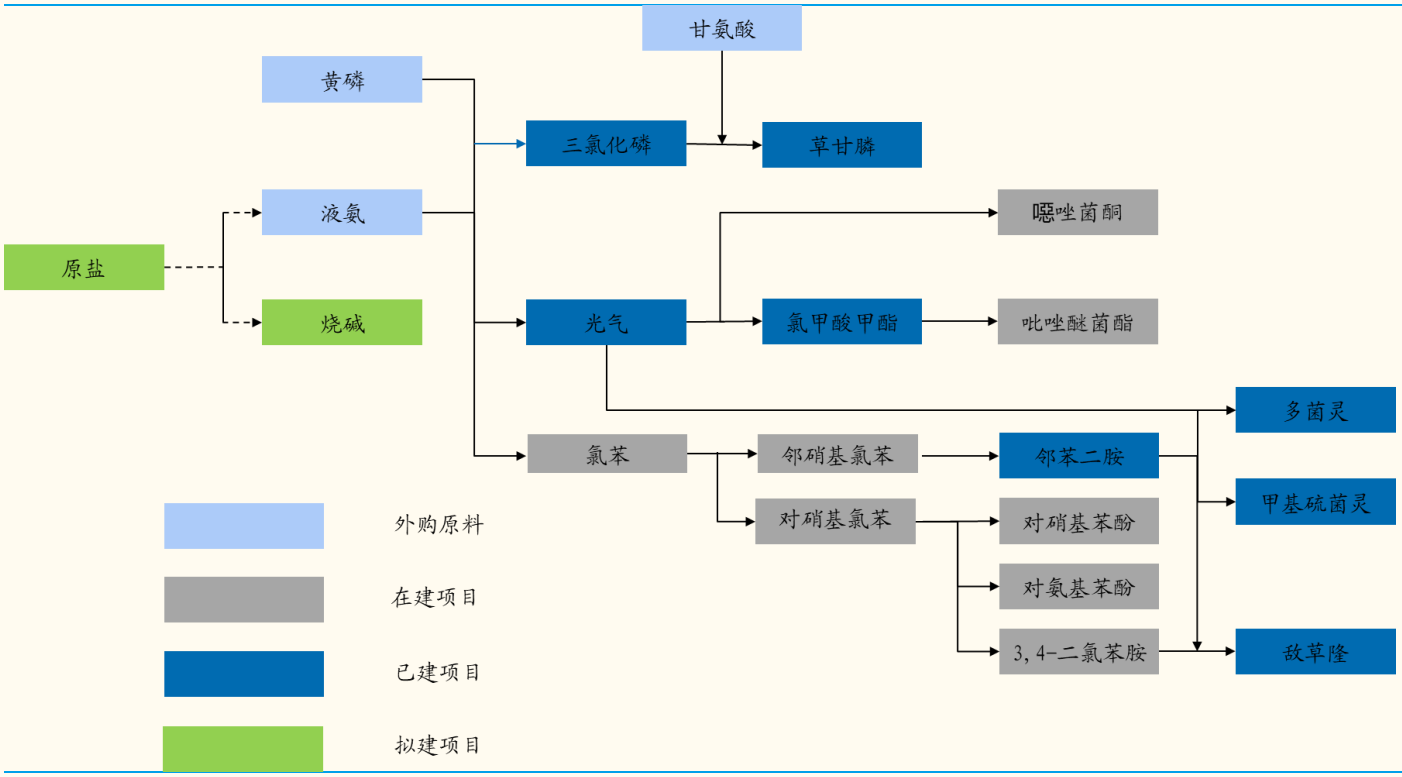
图表 20：吡唑醚菌酯原药价格走势（万元/吨）.....10
图表 21：2016 年噁唑菌酮全球销售情况（百万美元）.....10
图表 22：2016 年噁唑菌酮应用作物情况.....10
图表 23：我国噁唑菌酮登记剂型分布.....11
图表 24：国内噁唑菌酮主要登记企业.....11
图表 25：除草剂全球销售额（亿美元）及增长率.....11
图表 26：除草剂在农药行业市场规模占比.....11
图表 27：草甘膦主要应用.....12
图表 28：抗草甘膦转基因种子的推广情况.....12
图表 29：两种合成草甘膦的工艺路线.....13
图表 30：我国草甘膦出口情况.....13
图表 31：2017 年全球草甘膦产能分布.....13
图表 32：2018 年国内企业草甘膦产能（万吨）.....14
图表 33：我国草甘膦产量情况.....14
图表 34：草甘膦价格走势（万元/吨）.....14
图表 35：近年来全球敌草隆需求分布.....15
图表 36：敌草隆国内产能分布.....15
图表 37：敌草隆原药价格走势（万元/吨）.....15
图表 38：公司光气生产工艺主要优势.....16
图表 39：全球光气下游应用情况.....16
图表 40：国内光气主要下游应用.....16
图表 41：2019 年全球光气产能情况.....17
图表 42：硝基氯苯下游产业链.....17
图表 43：2019 年硝基氯苯国内主要生产企业产能.....18
图表 44：邻苯二胺产业链.....18
图表 45：国内邻苯二胺应用情况.....19
图表 46：（邻对）硝基氯化苯价格走势（元/吨）.....19
图表 47：邻苯二胺价格走势（元/吨）.....19
图表 48：公司有多个环评项目在建.....20
图表 49：公司主要产品盈利预测.....21
图表 50：可比公司估值情况.....21

一、围绕核心产品，不断深化产业链布局

1.1 依托光气资源，打造一体化产业链

- 安徽广信农化股份有限公司是一家农药原药、农药制剂及农药中间体的研发、生产和销售的高新技术企业，公司现有两个主要厂区，分别位于安徽广德县和东至县。公司是美国杜邦公司战略合作供应商，与德国汉姆、日本曹达、台湾兴农、安徽丰乐、华星化工等国内外知名农药公司长期合作，出口欧美、东南亚等地区。
- 公司拥有涵盖光气、中间体、原药及制剂的各生产环节的化学农药生产一体化产业链，与一般农药企业相比，公司产业链较长，能够自行供应上游关键中间体，完整的产业链有利于实现各个产业资源共享，降低成本，特别是在质量保障、新产品开发方面能够掌握主动地位。
- 公司依托光气资源生产杀菌剂产品多菌灵、甲基硫菌灵；除草剂草甘膦、敌草隆等；公司自配多菌灵和甲基硫菌灵关键中间体邻苯二胺，敌草隆关键中间体 3，4-二氯苯。公司正在不断向上游完善邻苯二胺原材料邻硝基氯苯；3，4-二氯苯中间体对硝基氯苯，并向上打通氯苯产线。公司依托光气资源自配农药中间体氯甲酸甲酯，并向氯甲酸甲酯下游延伸布局吡唑醚菌酯产品。

图表 1：围绕核心产品打通一体化产业链

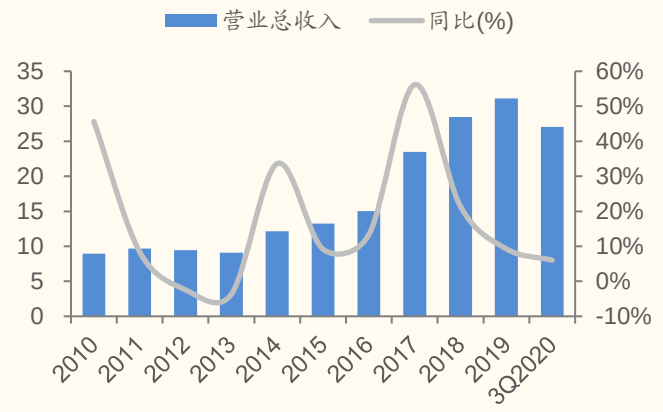


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 公司业绩持续增长

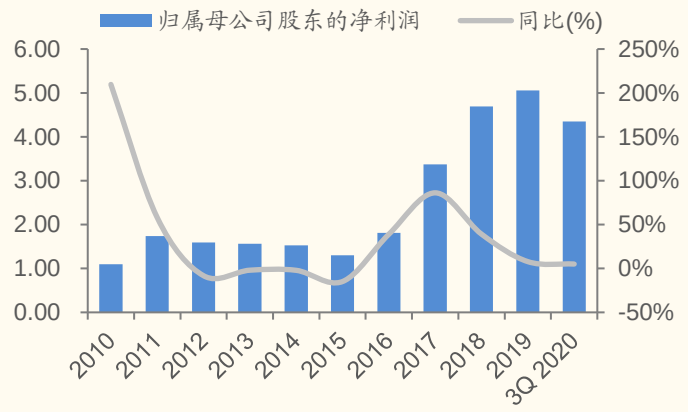
- 公司的营业收入自上市以来不断高速增长，2014-2019 年公司营收由 12.14 亿元增长至 31.1 亿元，复合增长率达 21%；净利润由 1.53 亿元增长至 5.06 亿元，复合增速达 27%。2020 年前三季度公司实现营收 27.6 亿元，同比增长 6%，净利润 4.35 亿元，同比增长 5%。

图表 2：公司营业收入稳健增长（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

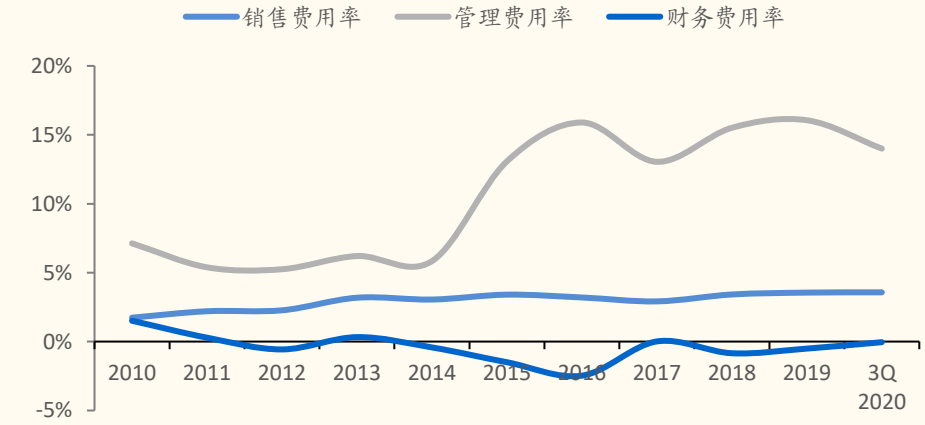
图表 3：公司归母净利润稳健增长（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从公司费用率来看，公司近几年不断扩建产能，并且由于环保政策不断加严，公司加大了环保投入的力度，因此管理费用率整体有所上升；公司的销售费用率维持稳定；公司主要使用募集资金和自有资金来进行项目投资，较少使用债权融资，因此财务费用率较低且保持稳定，由于公司有部分出口业务，因此财务费用的波动大部分来源于公司的汇兑损益。

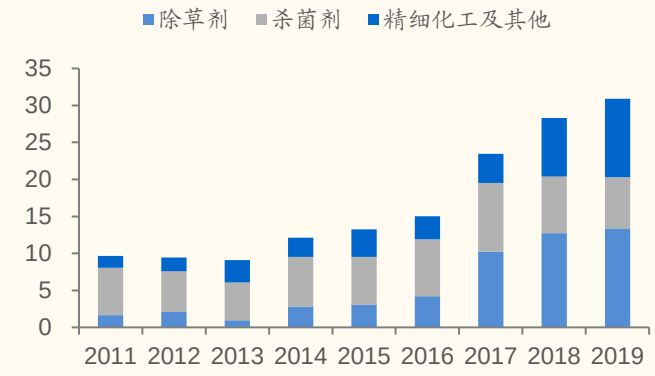
图表 4：公司三费率的维持在稳定水平



来源：公司公告，国金证券研究所

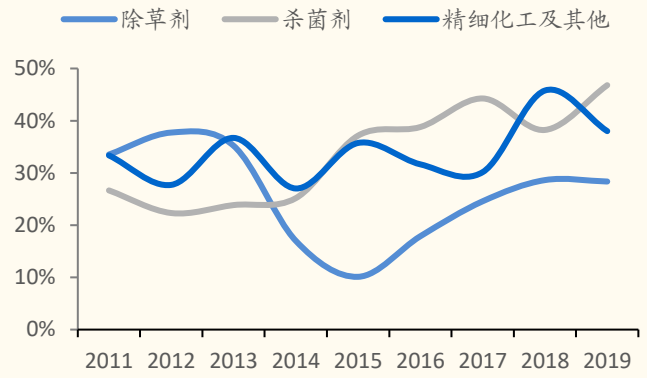
- 从公司主营业务构成来看，公司最初收入主要由杀菌剂构成，近年来公司不断拓展新的产品，除草剂收入占比不断提升。从毛利率来看，公司杀菌剂产品毛利率整体波动不大；除草剂毛利率在 2014 年下滑，主要是公司的核心除草剂产品草甘膦价格下跌而导致，公司围绕光气资源，不断打通除草剂和杀菌剂核心中间体及上游精细化工品，营业收入构成逐渐多元化。

图表 5：精细化工占比逐步提升（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司各产品毛利率中枢上行



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前公司拥有广德、东至两大生产基地，其中广德基地是 2007 年在广德县精细化工园区内设立，占地 1200 亩，该厂区是我国规模较大的光气产业基地之一，主要生产甲基硫菌灵、敌草隆和光气精细化学品氨基甲酸甲酯等，且拥有原药生产定点资质和光气特别生产许可。2009 年公司设立东至基地，目前已累计完成投资约 15 亿元。东至厂区规划占地 3000 亩，光气许可产能 12 万吨，现在有装置年产能 2 万吨，主要生产多菌灵、草甘膦、农药中间体邻苯二胺，目前正在建设和规划建设的项目有：10 万吨/年对（邻）硝配套及下游延伸产品项目、磷酸二钠项目、30 万吨/年离子膜烧碱项目、2×130t/h 热电项目、危化品码头项目及配套储存罐区项目。

图表 7：公司各基地主要产品及产能情况（吨）

基地	产品分类	产品名称	现有产能（万吨/年）	在建新增产能（万吨/年）	备注
广德基地	除草剂	敌草隆	1		产销规模居国内同行业前列，产品利润率在行业中处于较高地位
	杀菌剂	甲基硫菌灵	0.6		业务规模国内前三
	杀菌剂	吡唑醚菌酯		0.3	
	杀菌剂	噁唑菌酮		0.12	
	精细化工品	磺酰基异氰酸酯	0.1		
	精细化工品	氨基甲酸甲酯	0.2		国内无主要竞争对手
	精细化工品	光气	4.8		
东至基地	除草剂	草甘膦	2		
	杀菌剂	多菌灵	1.8		产销居业内前列
	精细化工品	邻苯二胺	1.5		
	精细化工品	邻（对）硝基氯化苯	10	10	
	精细化工品	对硝基苯酚		7.2	
	精细化工品	对氨基苯酚		3	
	精细化工品	氯甲酸甲酯	1.25		
	精细化工品	光气	2	10	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：广德基地（总部）



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 9：东至基地

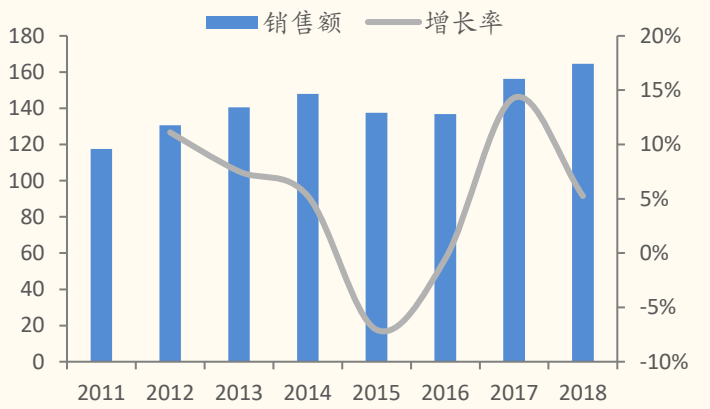


来源：公司官网，国金证券研究所

二、杀菌剂：公司在现有优势产品基础上不断延伸

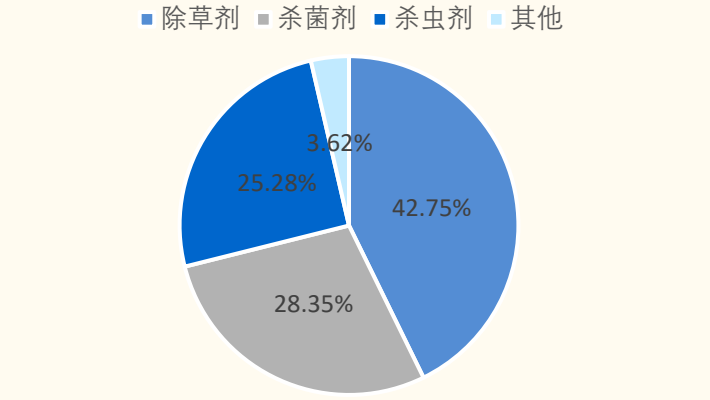
■ 杀菌剂是指用于防治由各种病原微生物引起的植物病害的农药，一般指杀真菌剂，主要施用作物果树和经济作物。短期内，杀菌剂需求的主要影响因素是病虫害发生的程度和气候的影响；长期看，由于杀菌剂是提高农作物产量和品质的重要因素之一。长期内杀菌剂整体市场稳定增长，2011-2018 年全球杀菌剂市场规模由 117.28 亿美元增长至 163.19 亿美元，期间年均复合增长率为 4.83%，增速高于整体农药行业 1.62 个百分点。从整体作物保护市场来看，2018 年杀菌剂占整体作物保护市场 28.35%。

图表 10：全球市场杀菌剂销售额（亿美元）及增长率



来源：农药快讯网，国金证券研究所

图表 11：2018 年各作物农药市场规模占比

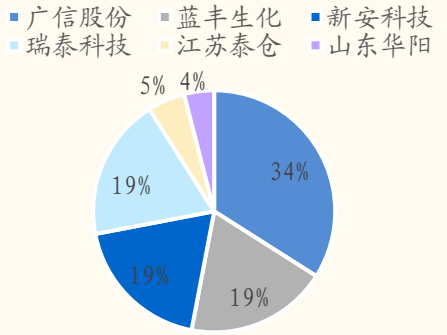


来源：世界农化网，国金证券研究所

2.1 公司杀菌剂核心产品是多菌灵和甲基硫菌灵

■ 多菌灵是一种高效、低毒、广谱、内吸性杀菌剂，具有保护和治疗作用。由于它有明显的向顶输导性能，除叶部喷雾外，也多作拌种和浇土使用，残效期长，主要应用于水稻、小麦、棉花、油菜、果树、蔬菜、花生等农作物领域。目前全球多菌灵需求量为 4 万吨左右，其中，海外需求 3 万吨左右，国内需求 1 万吨左右，巴西、印度、阿根廷为多菌灵的主要进口国。从供给端来看，多菌灵全球产能 6 万吨左右，主要分布在中国，目前公司拥有 1.8 万吨多菌灵产能，产能占比 34%，居于行业首位，其他主要生产企业有江苏蓝丰生化，宁夏新安科技、瑞泰科技等。

图表 12：2019 年多菌灵国内生产厂商产能分布



来源：公司公告，国金证券研究所

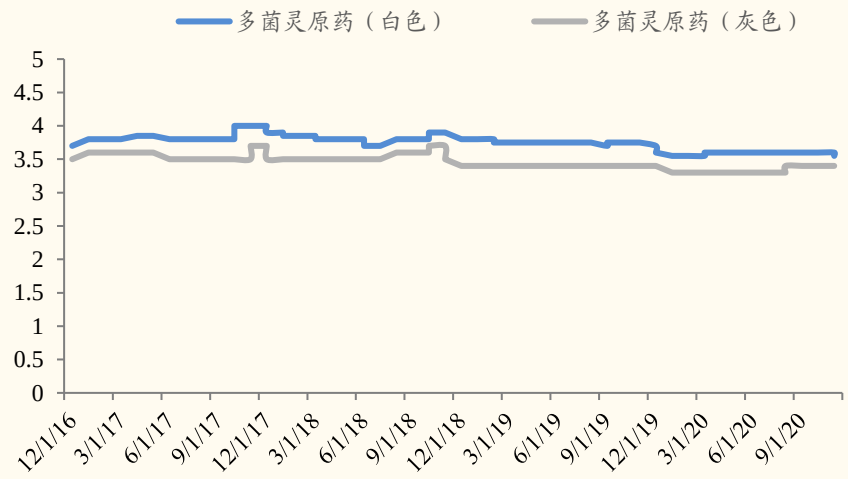
图表 13：多菌灵国内主要生产厂商产能

厂家	产能（吨/年）
广信股份	18000
蓝丰生化	20000
宁夏新安	10000
宁夏瑞泰	10000
江苏泰仓	2000
山东华阳	2500
合计	62500

来源：中农立华原药，国金证券研究所

- 工业上生产多菌灵主要是以甲醇、光气、石 灰氮(氰胺化钙)为原料先合成氰胺基甲酸甲酯，然后再与邻苯二胺缩合生成多菌灵。公司现有原材料邻苯二胺产能 1.5 万吨，相较于其他竞争对手来讲，拥有成本优势且拥有成熟的生产工艺流程。从价格来看，近年来多菌灵价格走势相对平稳，预计未来多菌灵盈利将维持稳定。

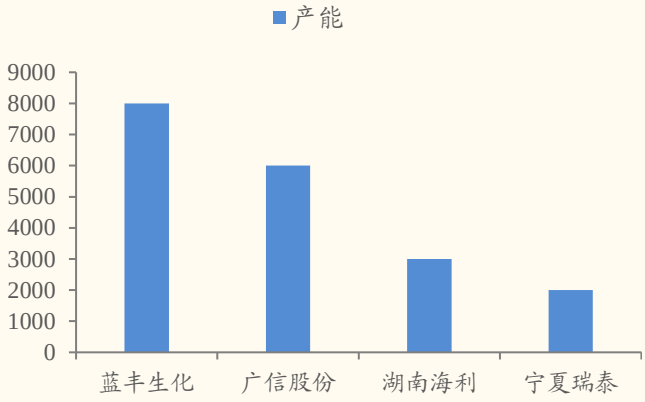
图表 14：多菌灵原药价格走势（万元/吨）



来源：中农立华原药原药，国金证券研究所

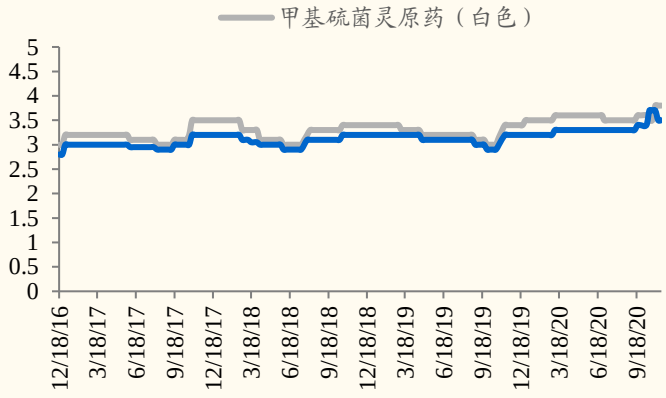
- 甲基硫菌灵商品名甲基托布津，是一种广谱性内吸低毒杀菌剂，具有内吸、预防和治疗作用。它最初是由日本曹达株式会社研制开发出来的，能防治小麦、水稻、油菜、蔬菜、果 树、花卉及其他作物的各种病害，是近年来苯并咪唑类杀菌剂增长机较快的品种之一。公司 2009 年就和日本曹达建立合作关系，目前公司拥有产能 6000 吨，占国内总产能的 32%，仅次于蓝丰生化。同多菌灵一样，公司自配甲基硫菌灵原材料邻苯二胺。价格方面，甲基硫菌灵近年来价格走势相对稳定。

图表 15：2019 年甲基硫菌灵国内生产厂家产能（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：甲基硫菌灵原药价格走势（万元/吨）

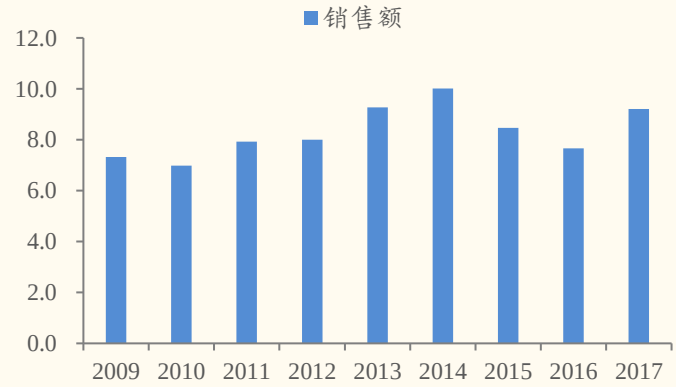


来源：中农立华原药原药，国金证券研究所

2.2 依托氯甲酸甲酯向下游延伸吡唑醚菌酯

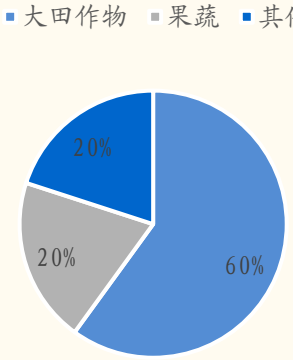
- 吡唑醚菌酯为甲氧基丙烯酸酯类广谱杀菌剂，为线粒体呼吸抑制剂，对作物病害具有保护、治疗和根治作用，是 1993 年巴斯夫公司发现的含吡唑结构的 strobin 类杀菌剂，具有高效、广谱、低毒，而且对环境安全、友好等特点，主要应用于谷物、柑橘、棉花、葡萄、香蕉、花生、大豆、甜菜、蔬菜、向日葵和草坪，也可用于种子处理。
- 吡唑醚菌酯自 2002 年推广上市以来，深受使用者的喜爱，销售额迅速上升， 2017 年全球吡唑醚菌酯销售额达 9.2 亿美元，在杀菌剂中仅次于嘧菌酯，在全球最重要的 15 个杀菌剂品种中位列第二。应用作物方面，大田作物（大豆、谷物、玉米）占比超过 60%。

图表 17：全球吡唑醚菌酯销售额情况（亿美元）



来源：农药快讯信息网，国金证券研究所

图表 18：全球吡唑醚菌酯应用情况



来源：农资与市场，国金证券研究所

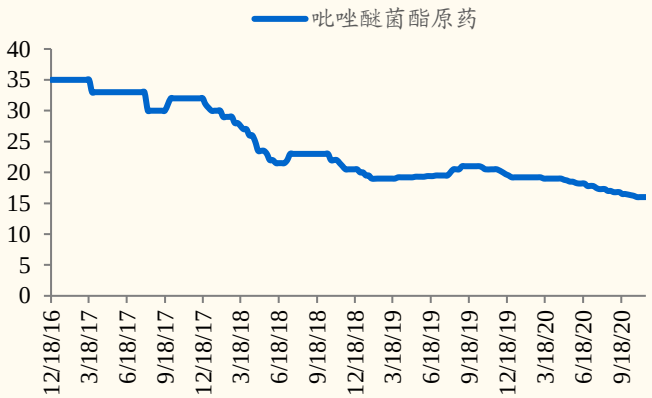
- 目前，吡唑醚菌酯单剂和许多混剂已在 60 多个国家的 150 多种作物上登记，在全球市场主要市场都有销售，吡唑醚菌酯目前 70%市场在南美，亚洲只占 3%，未来，随着吡唑醚菌酯成本的下降和产品的推广，预计亚洲地区吡唑醚菌酯市场需求还有进一步提升的空间。
- 吡唑醚菌酯的上游核心原材料氯甲酸甲酯属公司光气系列产品，未来公司将新建 3000 吨吡唑醚菌酯产能，持续完善一体化产业链，公司的吡唑醚菌酯自配核心原材料，与竞争对手相比，在成本端具有一定的优势。当前吡唑醚菌酯产能扩张接近尾声，价格处于相对底部位置，我们预计吡唑醚菌酯价格进一步下跌空间不大。

图表 19：吡唑醚菌酯国内主要厂商产能情况

公司	产能(吨)	备注
河北三农	100	检修
海利尔	1000	开车
江苏托球	300	检修
河北成悦	600	开车
河北深泰	450	检修
江苏永诚	800	低负荷
山东康乔	400	未出货
江西金元莱	200	检修
扬农化工	1000	开车
广信股份	3000	在建

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表 20：吡唑醚菌酯原药价格走势（万元/吨）

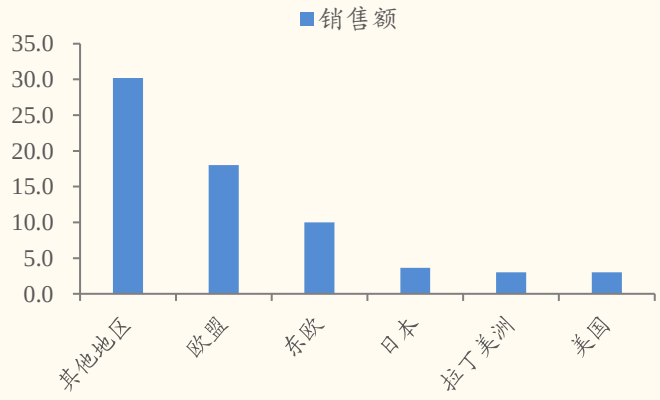


来源：中农立华原药原药，国金证券研究所

2.3 依托光气延伸噁唑菌酮产品

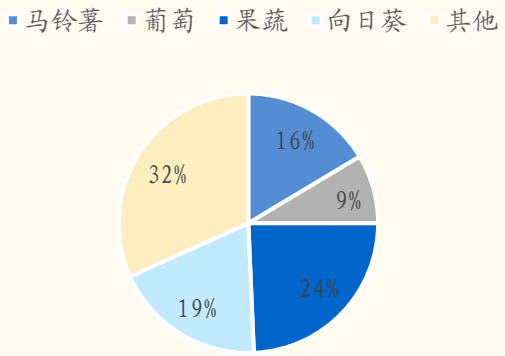
- 噁唑菌酮是广谱杀菌剂，主要用于防治子囊菌纲、担子菌纲、卵菌亚纲中的重要病害如白粉病、锈病、颖枯病、网斑病、霜霉病、早晚疫病等。相对于其他杀菌剂，噁唑菌酮其最大的优势在于其混配性能，可以和霜脲氰、氟硅唑、代森锰锌、乙磷铝等品种进行混配。通过与既有品种的混配，可以通过稳定的大宗产品销售带动噁唑菌酮制剂的销售与推广。
- 目前在全球市场范围内，杜邦公司是噁唑菌酮的唯一推广企业。据 Amis Global 的统计数据，2016 年，噁唑菌酮全球销售量折百约为 538.39 吨，销售额达 6783 万美元，其中东欧是目前增长最快的市场，主要得益于噁唑菌酮在向日葵和马铃薯上的推广；北美和欧洲作为传统的噁唑菌酮市场，近年来销售额有所萎缩；而在拉美等区域，销售额有少量提升。噁唑菌酮的使用广泛分布于各类经济作物，使用量前三位分别是果蔬、向日葵和马铃薯。另外，在涂料防霉菌用途上，也有较为广泛的应用，如英国 Chemsource 公司即持有杜邦公司欧盟范围内涂料应用的授权。

图表 21：2016 年噁唑菌酮全球销售情况（百万美元）



来源：Amis Global，国金证券研究所

图表 22：2016 年噁唑菌酮应用作物情况

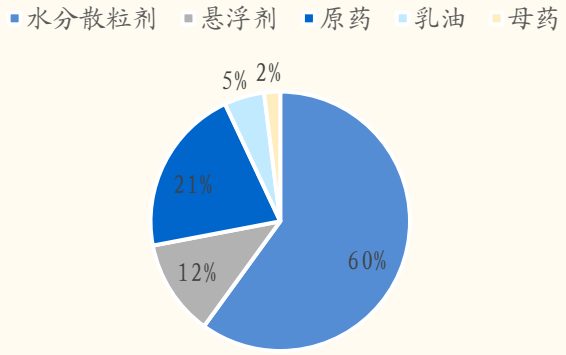


来源：Amis Global，国金证券研究所

- 现阶段，噁唑菌酮是农业部农技推广中心和水稻稻瘟病政府联合推广的采购品种之一，截至 2019 年 10 月噁唑菌酮国内共有 42 张登记证，其中原药 9 张、制剂 33 张。目前杜邦公司在菲律宾、泰国、马来西亚、印度尼西亚都有登记和销售，但是各个国家销售额都不足 10 万美元，随着原药专利和制剂专利的过期，国内企业依托东盟市场既有产品，基于噁唑菌酮开发新的混配制剂，拥有较好的市场机会。目前国内生产厂家较少，且产能有限，原药市场空间较大，主要生产厂家包括如东众意化工 200 吨、陕西美邦药业 50 吨，公司 1200 吨噁唑菌酮项目达产后将具备较大的规模优势。

- 噁唑菌酮主要原材料为光气，公司多年来致力于发展以光气为原料的特色系列农药，拥有光气生产基地。噁唑菌酮是光气的下游产品之一，目前技术已成熟。

图表 23：我国噁唑菌酮登记剂型分布



来源：中国农业信息网，国金证券研究所

图表 24：国内噁唑菌酮主要登记企业

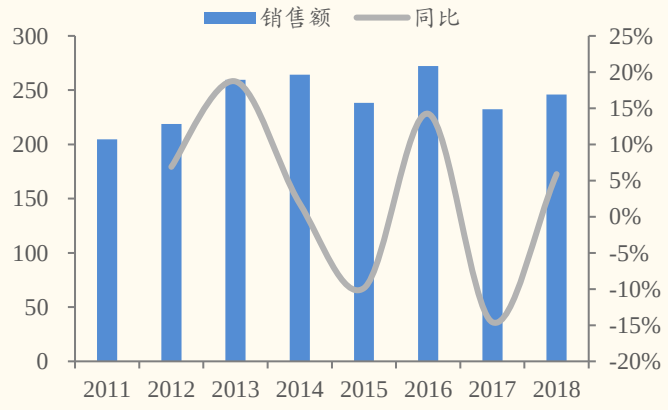
登记企业	省份	登记含量
众意化工有限公司	江苏	98%
博仕达作物科技有限公司	浙江	98%
北方农药化工有限公司	河北	98%
利民化工股份有限公司	江苏	98%
美邦农药有限公司	陕西	98.50%
广信农化股份有限公司	安徽	98%

来源：中国农资网，国金证券研究所

三、公司目前除草剂产品包括草甘膦和敌草隆

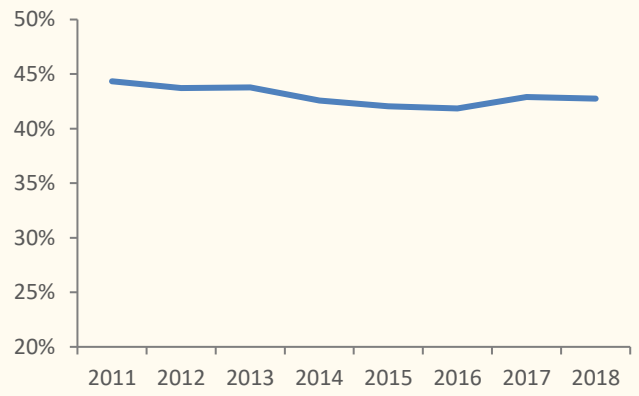
- 2011 年-2018 年，全球除草剂市场规模由 204.59 亿美元增长至 246.08 亿美元，期间年均复合增长率为 2.67%。在整体农药市场中，除草剂市场规模占据半壁江山。

图表 25：除草剂全球销售额（亿美元）及增长率



来源：Phillips McDougall，农药快讯信息网，国金证券研究所

图表 26：除草剂在农药行业市场规模占比



来源：Phillips McDougall，农药快讯信息网，国金证券研究所

3.1 草甘膦：行业落后产能持续出清

- 草甘膦是全球最大宗的除草剂品种，约占全球农药总用量的 15%左右，它是一种高效、低毒、低残留、广谱、对环境友好的除草剂。广泛用于橡胶、桑、茶、果园及甘蔗地，对一年生和多年生杂草均有效。在 80 年代，草甘膦的发明者美国孟山都公司开始研究抗草甘膦转基因作物，目前已经取得了一系列抗草甘膦作物，其中包括大豆、棉花、玉米、小麦、花生、向日葵、水稻等。这些抗草甘膦作物发展迅猛，带动了草甘膦需求的增加。
- 草甘膦在国内主要用于果园、稻田等少耕或免耕作物（非转基因领域），还少量用于非耕地除草。而在国外主要用于耐草甘膦转基因玉米、大豆、棉花油菜等作物。

图表 27：草甘膦主要应用

主要用途	具体作用对象	草甘膦（折纯）施用量
耐草甘膦转基因作物除草	大豆、棉花、玉米、油菜等	小麦、玉米用量（0.25-0.85）千克/公顷；棉花用量（0.85-4.0）千克/公顷
非耕地除草	果园、胶园、桑园、茶园、林地	果园和胶园用量在（0.85-4.2）千克/公顷
少耕或免耕作物除草	稻田等	（0.20-2.24）千克/公顷

来源：产业信息网，国金证券研究所

- **抗草甘膦转基因作物的推广是驱动草甘膦需求的重要因素。**目前全球多家巨头都在研发抗草甘膦的种子基因，主要研发公司有拜耳（孟山都）、先正达、科迪华（陶氏杜邦）等。

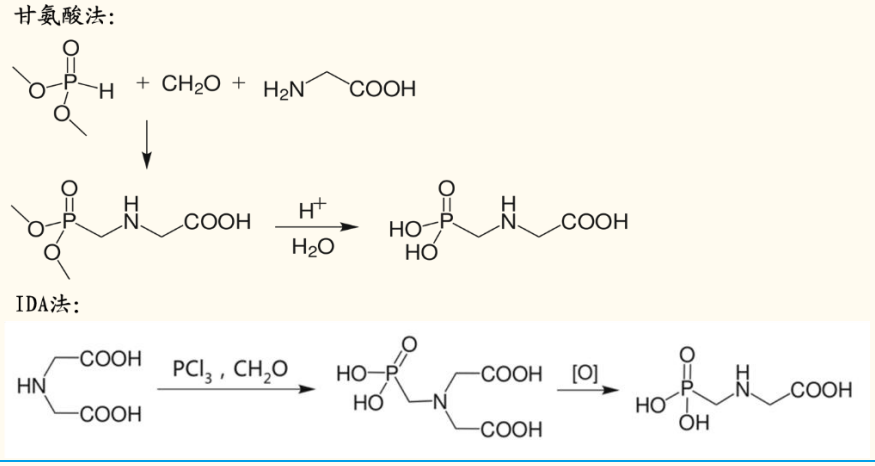
图表 28：抗草甘膦转基因种子的推广情况

公司	抗性基因	应用作物	现状
孟山都	Roundup ready flex	小麦、大豆、玉米、棉花	第一代转基因技术，上市多年
	Roundup ready 2 yield	大豆	已获得美国、巴西等国批准
	Bollgard 2 xtendflex	棉花	已获得美国等国批准
先正达	Agrisure 3000gt	大豆、玉米	转基因玉米于 2005 年在美国上市
	Agrisure gt	大豆、玉米	获得墨西哥、菲律宾、韩国、中国批准
拜耳	Glytol	棉花	2016 年获得澳洲政府批准
	Balance gt	大豆	已获得美国、加拿大、巴西、欧盟批准
杜邦	Optimum GAT	大豆、玉米	2011 年获得美国政府批准；2016 年获得阿根廷政府批准
陶氏	ENLISTDUO	大豆、玉米	2017 年扩大至美国 34 个州
杜邦	Optimum GAT	大豆、玉米	2011 年获得美国政府批准；2016 年获得阿根廷政府批准

来源：CNKI，国金证券研究所

- 草甘膦生产工艺有 IDA（亚氨基二乙酸法）法和甘氨酸法。孟山都等国外企业主要采用 IDA 法，其原材料主要为二乙醇胺等，该方法具有流程短、收率高、产品纯度好和污染少等优势。而国内企业主要采用甘氨酸法，原料相对易得，成本比 IDA 法低，但环保压力较大，甘氨酸法生产草甘膦的路线有多种，工业上绝大部分用亚膦酸二甲酯法生产草甘膦。

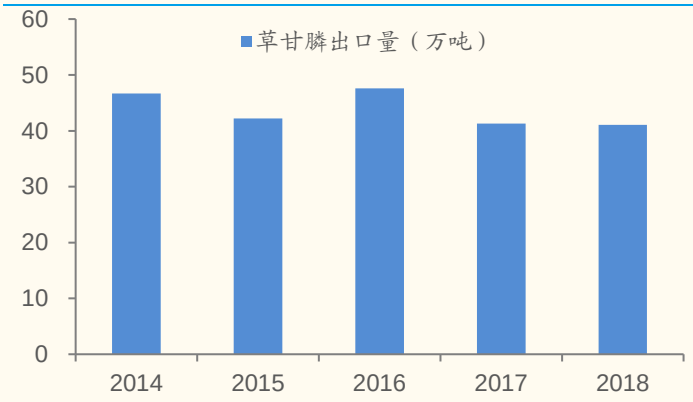
图表 29：两种合成草甘膦的工艺路线



来源：产业信息网，国金证券研究所

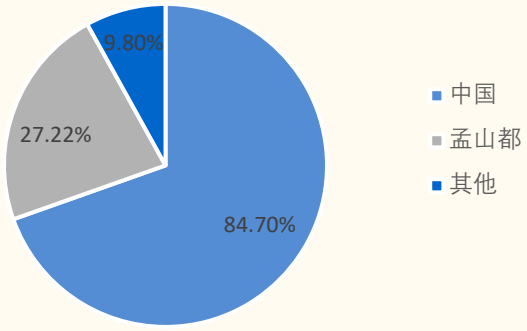
- 从全球产能情况来看，2017 年全球草甘膦产能合计 105.5 万吨，其中孟山都 38 万吨产能，其余主要来自中国。我国是草甘膦主要出口国，根据农业部农药检定所发布的数据，2018 年我国草甘膦（折百）出口量 41.05 万吨，占当年产量的 76%。

图表 30：我国草甘膦出口情况



来源：CNKI，国金证券研究所

图表 31：2017 年全球草甘膦产能分布



来源：产业信息网，国金证券研究所

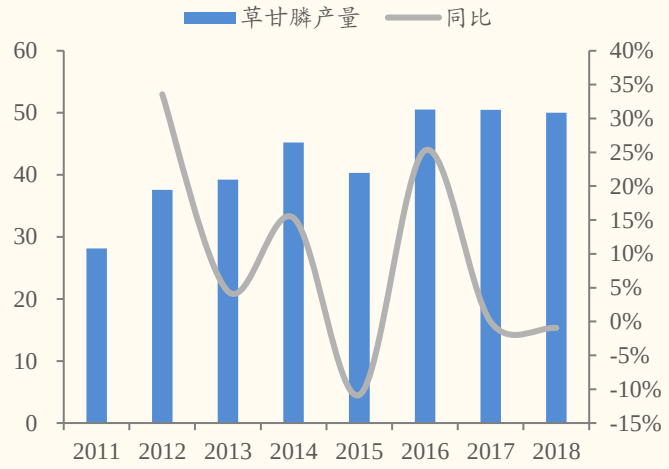
- 近年来，经历了环保督察，我国草甘膦产能有所缩减，数家无法达到环保标准的中小生产企业退出，到 2019 年草甘膦的生产企业仅剩下 12 家。从国内产能情况来看，据百川资讯数据，2014-2017 年产能由 92.6 万吨减少至 67.5 万吨，2018 年新增江西金龙 3 万吨产能，总产能达 70.5 万吨，2019 年产能稳定不变。

图表 32：2018 年国内企业草甘膦产能（万吨）

省份	企业	路线	产能
安徽	广信农化	甘氨酸	2
湖北	泰盛化工	甘氨酸	13
江苏	南通江山	甘氨酸+IDA	3+4
江苏	扬农化工	IDA	3
江苏	好收成韦恩	IDA	7
浙江	新安化工	甘氨酸	8
浙江	浙江金帆达	甘氨酸	2.5
四川	福华通达	甘氨酸	12
四川	和邦生物	IDA	5
内蒙古	内蒙古腾龙	甘氨酸	5
江西	江西金龙	甘氨酸	3
河南	河南红东方	甘氨酸	3

来源：百川资讯，国金证券研究所

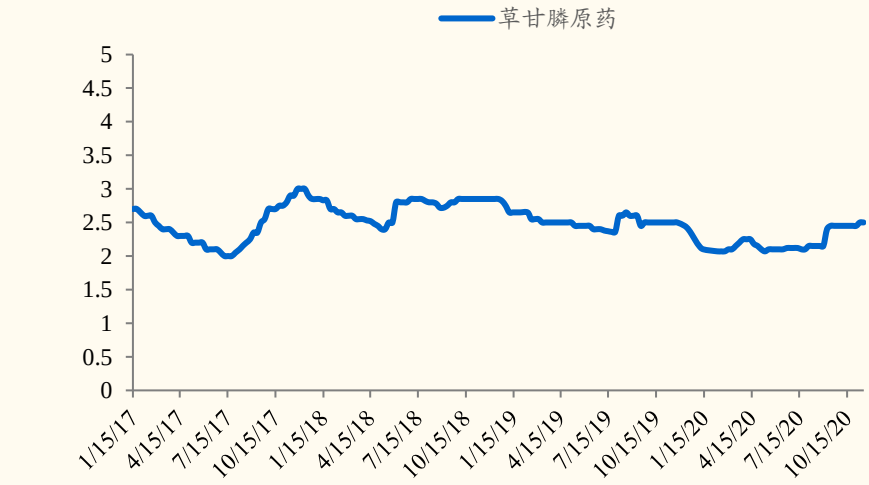
图表 33：我国草甘膦产量情况



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

■ 公司原来在铜陵厂区拥有 1 万吨草甘膦产能，2012 年 9 月 30 日搬迁至东至基地，东至广信的“年产 2 万吨草甘膦原药项目”系对铜陵广信原有产能的承接，目前公司现有草甘膦产能 2 万吨。从价格走势来看，草甘膦价格处于底部区间，供需整体稳定，存在边际向上的趋势。

图表 34：草甘膦价格走势（万元/吨）



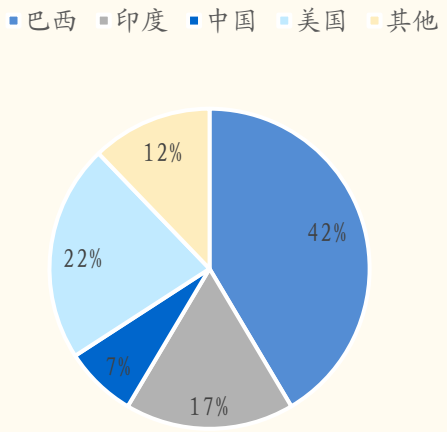
来源：中农立华原药，国金证券研究所

3.2 敌草隆价格处于稳定水平

■ 敌草隆为美国杜邦公司 1951 年开发的脲类除草剂，是一种高效、低毒、广谱的除草剂，并有一定的触杀性能，主要应用于甘蔗、棉花、玉米等农作物种植的前期除草，目前在甘蔗种植领域使用量最大，是大规模甘蔗种植的特效除草剂产品。由于敌草隆开发较早，产品专利过期时间较长，全球生产厂家众多，敌草隆全球产能主要分布在以色列、巴西、印度、法国、德国等 12 个国家，杜邦公司一直保持其在敌草隆市场的领导地位。

■ 全球甘蔗种植面积最大的国家是巴西，其次是印度，中国位居第三，种植面积较大的国家还有古巴、泰国、墨西哥、澳大利亚、美国等。根据中国知网的数据，全球敌草隆的需求量约为 20000 吨左右，其中巴西的需求量约为 8000-9000 吨；印度约为 3000-4000 吨；美国约为 4500 吨；中国约为 1500 吨。

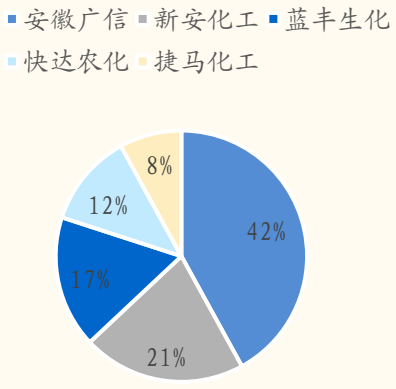
图表 35：近年来全球敌草隆需求分布



来源：CNKI，国金证券研究所

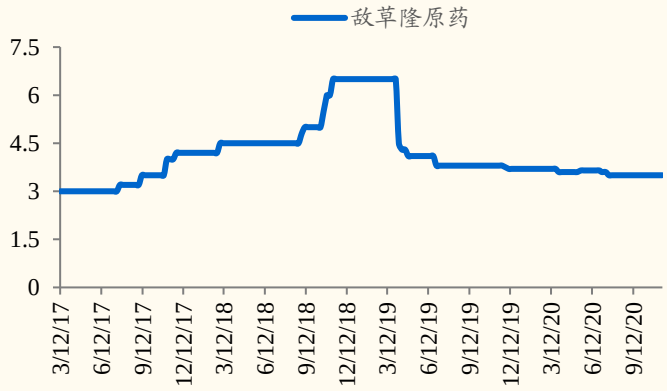
- 敌草隆国内总产能约 22000 吨，行业集中度较高，广信敌草隆产能 10000 吨为国内最大，占国内总产能的 45%。国外的主要厂商为美国杜邦公司，公司与杜邦形成了长期稳定的战略互惠关系，连续多年为杜邦公司供应敌草隆原药。
- 公司拥有完整的敌草隆生产体系，与一般的农药企业相比，公司能够依靠光气资源自行供应敌草隆的关键中间体 3，4-二氯苯基异氰酸酯，既能保障敌草隆的品质和供货期，同时还具有相当的成本优势，而其中间体的合成技术系公司自主研发，在国内行业处于领先水平。
- 2018 年以来，在国内环保趋严，监管力度不断增强的大环境下，我国农药行业经历了企业停限产等多方面整改措施，导致供给端收缩，农药产品量减价扬，敌草隆价格从 17 年年中的 3.2 万元/吨不断增长，截至 18 年 10 月，价格上涨至 6.5 万元/吨，较 2017 年年中涨幅为 103%。随着行业内企业不断进行新技术新工艺改进，敌草隆产能不断增加，供给端压力缓解，因此敌草隆价格逐渐趋于平缓，截至 2020 年三季度，敌草隆价格维持在 3.7 万元/吨，预计未来，敌草隆价格将趋于稳定。

图表 36：敌草隆国内产能分布



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：敌草隆原药价格走势（万元/吨）



来源：中农立华原药，国金证券研究所

四、依托光气资源持续进行产业链延伸

4.1 光气审查严格，准入门槛高

- 光气是一种重要的有机中间体，广泛应用于农药、医药、工程塑料工程塑料、聚氨、聚氨酯材料、染料以及造纸化学等领域，具有活泼性强、合成下游产品反应路线短、生产清洁污染少的特点。考虑到光气为剧毒气体，

各国对其控制极严，光气生产资质准入门槛高，难以获得。公司是工业和信息化部对生产光气监控的定点企业，并取得了工业和信息化部颁发的《监控化学品生产特别许可证书》，目前是国内较大的以光气为原料生产农药及精细化工中间体的企业。

- 公司通过持续不懈研发，已掌握光气生产应用的核心技术，自 2000 年设立以来已连续十几年保持了安全、稳定生产应用光气的历史。公司所处广德精细化工园区的光气化产业项目被安徽省发改委列入安徽省“861”项目投资计划，主要生产光气产业链农药及精细化工产品，产业集聚效应明显，有助于实现公司规模经济效益和产品协同效应，进一步巩固公司在行业中的优势地位。

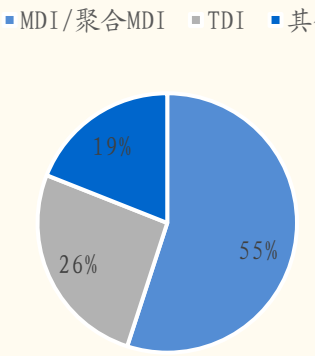
图表 38：公司光气生产工艺主要优势

项目	特点
生产规模	光气合成技术取得了重大突破，在光气发生器设计、材质和催化剂选型等方面进行了技术优化，为光气及光气化产品的规模化生产解决了技术瓶颈。
生产成本	合成光气主要原料为液氯和焦炭，采用特殊催化剂一步催化合成，原料成本低
产品品质	光气含量高，杂质少，主要杂质是过量的一氧化碳，而一氧化碳不参与光气化产品合成反应，所以采用光气路线生产的产品副反应少，有害杂质低、纯度高。
环境保护	工艺清洁，反应后的主要废气为氯化氢，此气体用水吸收后可以生成副产品盐酸外售。
安全性	光气剧毒，安全生产方面投入较高，对于工艺设计、安全措施、管理水平要求较高。

来源：公司公告，国金证券研究所

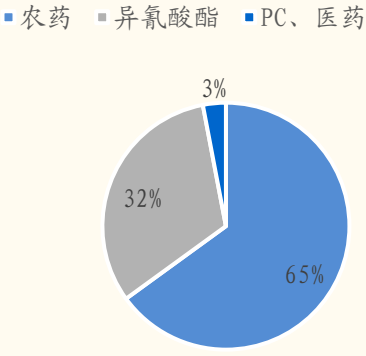
- 国外生产的光气约 80%用于生产异氰酸酯类产品，主要是甲苯二异氰酸酯（TDI）和二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI），异氰酸酯是生产聚氨酯最重要的原料，从全球行业形势看，未来异氰酸酯和聚碳酸酯是光气用量的主要方向。目前，我国光气的主要下游行业仍然集中于农药、高分子材料(异氰酸酯类产品，如 MDI，TDI)和染料三大块，我国约 65%的光气用于生产农药，32%用于生产异氰酸酯，3%用于生产 PC、医药、染料和精细化学品等。

图表 39：全球光气下游应用情况



来源：IHS Markit，国金证券研究所

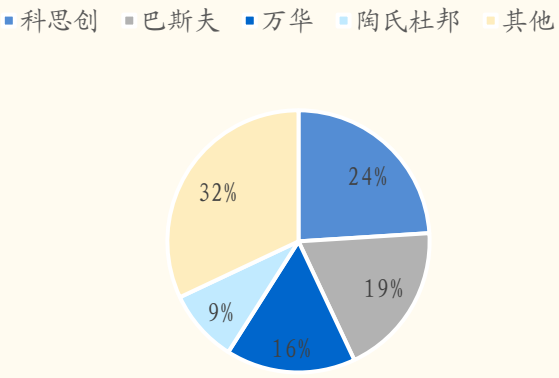
图表 40：国内光气主要下游应用



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 根据 IHS Markit 的资料显示，全球光气生产主要集中在科思创、巴斯夫、万华和陶氏杜邦四大厂商，占据了 2/3 以上的产能。

图表 41：2019 年全球光气产能情况

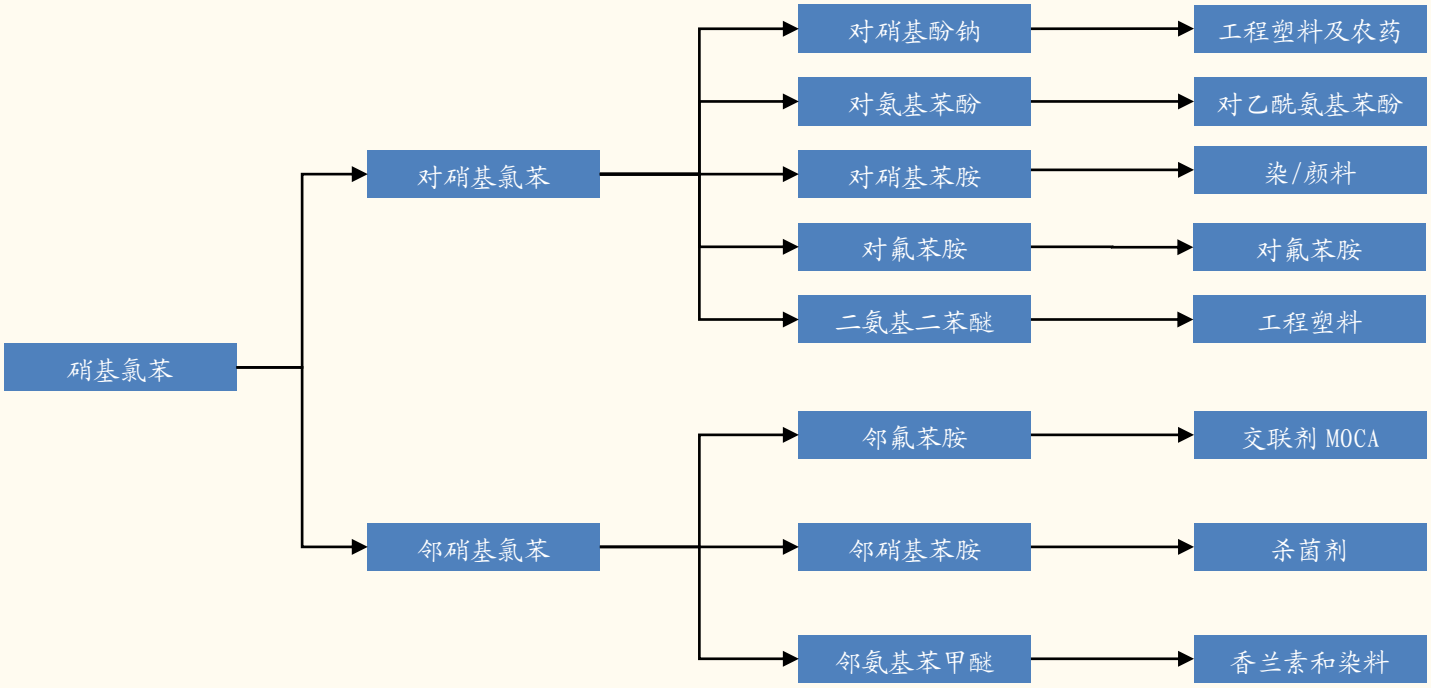


来源：IHS Markit，国金证券研究所

4.2 依托光气资源向下游布局硝基氯苯等精细化工品

- 硝基氯苯是重要有机化工原料，是有机氯中间体中规模最大、应用领域最广泛的产品之一，下游产品主要包括医药、农药和高端化妆品，未来有很好的发展前景。
- 具体而言，对硝基氯苯可以衍生为对硝基苯胺、对硝基苯酚、对氨基苯酚、对氨基苯乙醚、对氨基苯甲醚、4,4-二氨基联苯醚等有机化工产品，它广泛用于染料中间体、农药、医药、橡胶助剂等化工行业。邻硝基氯苯为制造农药的中间体之一，它经氨化还原为邻苯二胺，再经环化等过程而制成多菌灵，它也是制取染料的中间体之一，经还原、甲基氧化、缩合、偶合等过程可制多种染料，经甲基化、还原、水解、醛化等过程可制成香料，经还原、硫化、闭环等过程可制得橡胶促进剂。

图表 42：硝基氯苯下游产业链



来源：CKNI，国金证券研究所

- 目前全球硝基氯化苯生产能力约 100 万吨/年，其中中国硝基氯化苯生产能力约 80 万吨/年，是全球最大的生产国和消费国。目前我国硝基氯化苯生产企业主要有 8 家，行业具有较高的集中度，其中安徽八一化工年产 30 万吨，处于行业第一位，公司目前拥有硝基氯化苯产能 10 万吨，新建 10

万吨产能将于 2021 年上半年投产，在抢占更多市场份额的同时完善公司一体化产业链布局。

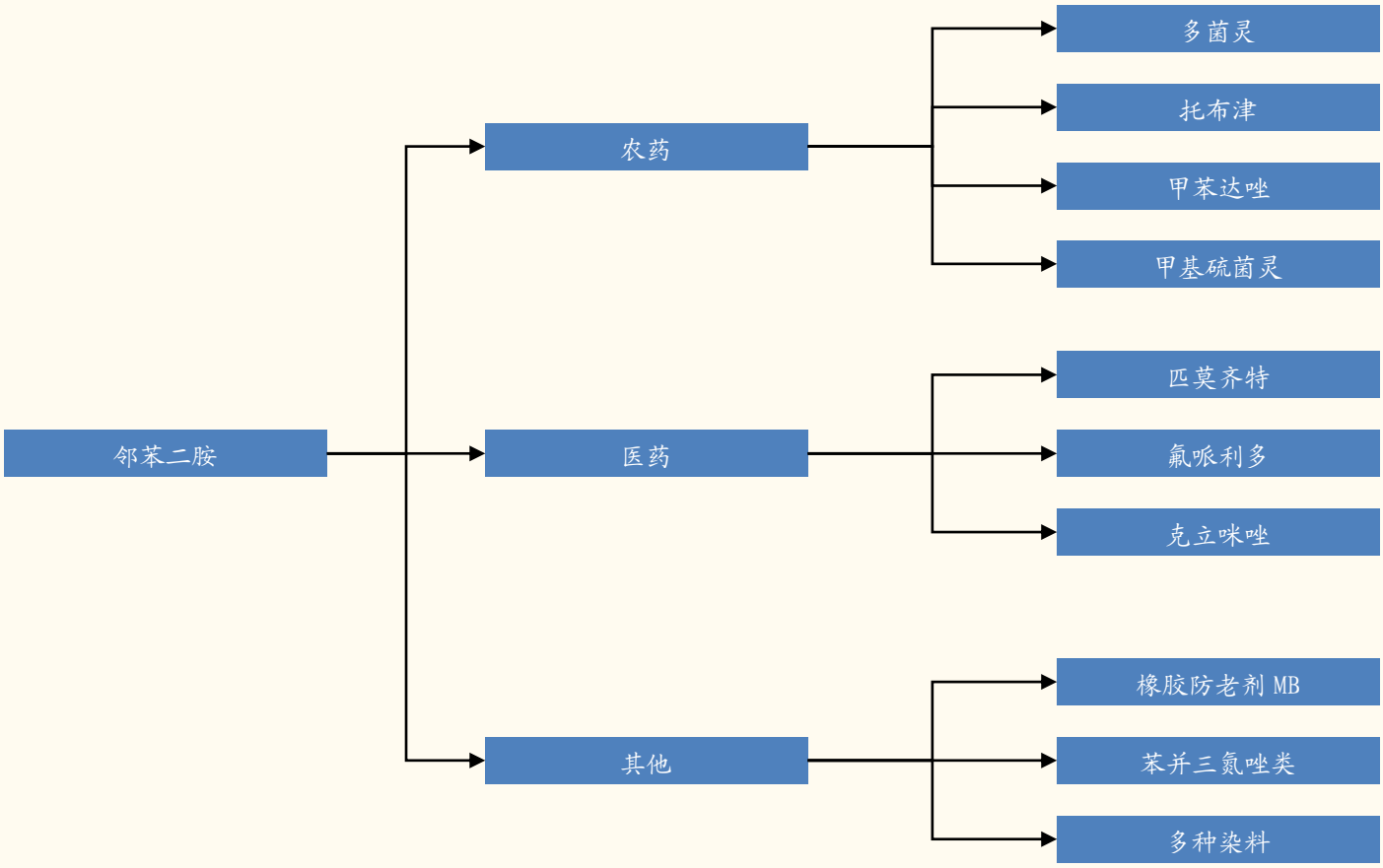
图表 43：2019 年硝基氯苯国内主要生产企业产能

生产企业	产能（万吨/年）	备注
安徽八一化工	28	
中石化南京化学工业	10	
扬农化工集团	10	
安徽广信股份	10	10 万吨产能预计 2021 年 1 季度投产
宁夏华御化工	8	
辽宁世星药化	8	
浙江嘉兴中华化工	3	
浙江闰土化工	3	
合计	80	

来源：卓创资讯，国金证券研究所

- 邻苯二胺由邻硝基氯化苯生产而成，是一种重要的精细化工中间体，主要用作农药中间体，是多菌灵和甲基硫菌灵的原料，在医药行业，邻苯二胺可以合成抗精神病药物匹莫齐特、氟哌利多、组胺药克立咪唑等；在其他领域，邻苯二胺也是染料中间体，用于生产阳离子染料和还原染料，另外还可以生产橡胶助剂、显影剂和表面活性剂等。

图表 44：邻苯二胺产业链

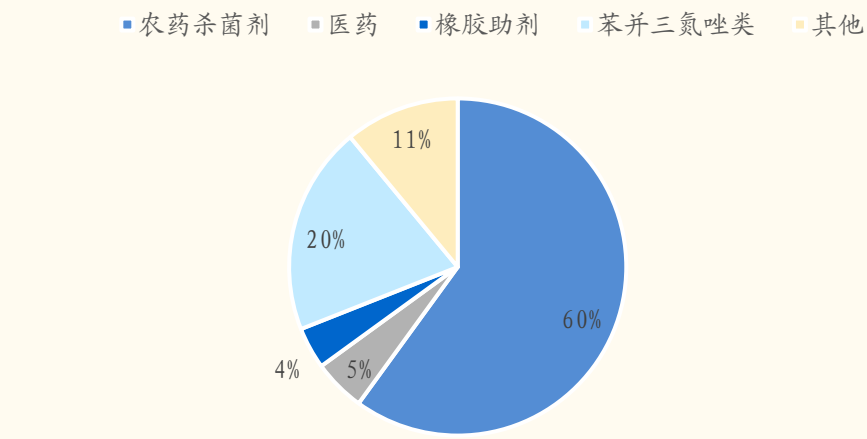


来源：《硝基氯化苯及其下游产业链投资分析》，国金证券研究所

- 邻苯二胺供需格局相对稳定，我国邻苯二胺生产能力约为 7.5 万吨/年，产量约为 5 万吨，主要生产厂家有：蓝丰生物化工、内蒙古盛达化工、安徽广信农化、安徽八一化工、扬农化工等。公司拥有邻苯二胺产能 1.5 万吨

左右，主要用于生产多菌灵和甲基硫菌灵产品，并外卖一部分用于染料和医药中间体。

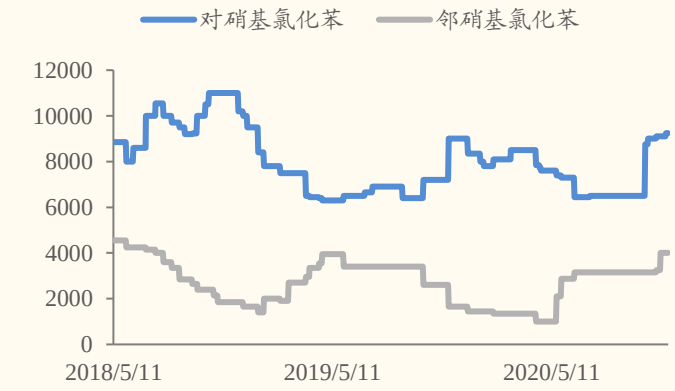
图表 45：国内邻苯二胺应用情况



来源：现代农药，国金证券研究所

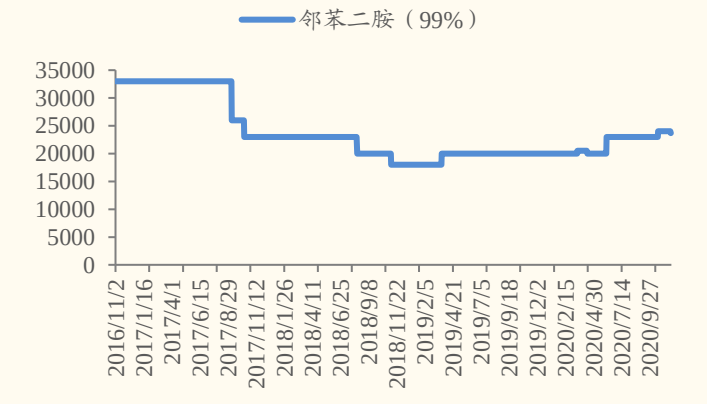
- **受供给端扰动，硝基氯化苯和邻苯二胺价格存在上涨预期。**目前八一化工正启动退城入园建设，硝基氯化苯以及下游的邻苯二胺价格从 2020 年 10 月份之后持续上行，我们预计八一化工的搬迁将对硝基氯化苯的供给端形成一定扰动，硝基氯化苯及邻苯二胺的价格将维持高位运行。

图表 46：（邻对）硝基氯化苯价格走势（元/吨）



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 47：邻苯二胺价格走势（元/吨）



来源：百川资讯，国金证券研究所

- **公司环评储备项目较多，未来成长空间巨大。**根据环评报告，公司拟发展杀菌剂原药主要是吡唑醚菌酯、嘧菌酯、噁唑菌酮，其中吡唑醚菌酯和嘧菌酯主要依托光气下游原材料优势，噁唑菌酮未来前景较好。除草剂方面，公司未来主要发展的产品为噁草酮、噁草酮酚和丙炔噁草酮等。杀虫剂方面，公司未来主要布局的产品为茚虫威、阿苯达唑等。从环评项目来看，公司未来可以发展布局的种类较多，发展空间广阔。

图表 48：公司有多个环评项目在建

项目	产品名称	规模(吨)		验收情况	建设进度
年产 3000 吨黄酰基异氰酸酯系列产品	2-氯苯磺酰异氰酸酯	600			
	2-氯苯磺酰基-苯甲酸甲酯	600		2015	
	2-异氰酸磺酰甲基-苯基酸甲酯	600			
	2-甲氧羰基-3-异氰酸磺酰基-噻吩	600			
	2-异氰酸磺酰基-苯甲酸乙酯	600			
总计		**3000**			**实际建设 1000 吨产能，已经建成**
光气系列产品项目	水杨腈	2000	2000	2015	一期已建
	3，4-二氯苯异氰酸酯	5000	/		在建
	正丁基异氰酸酯	/	2000		在建
	对硝基苯甲酰氯	/	1500		原 2000t/a，多品种酰氨建成后取消 500t/a
	特种氯甲酸脂	/	2000		在建
	氯甲酸苯酯	/	1000		在建
	萘二异氰酸酯	/	1000	2018	已建
总计		17500			
年产 10000 吨多品种酰氯系列产品技改项目	C 化物	3464.77			在建
	氯甲酸苯甲基酯	500			
	氯甲酸异辛酯	500			
	氯甲酸异丙酯	500			
	氯甲酸正丙酯	500			
	氯甲酸乙酯	3000			
	间腈乙甲苯甲酰氯	571.86			
	二氯三苯基膦	1138.38			
	奥卡酰氯	500			
	环己基异氰酸酯	1500			
总计		12175.01			
年产 2 万吨 3,4-二氯苯胺项目	3，4-二氯苯胺	10000	10000		规划中
年产 2000 吨氨基甲酸甲酯项目	氨基甲酸甲酯	1000	1000	2016	一期已建
3000 吨嘧菌酯项目	嘧菌酯	3000			在建
年产 1500 吨阿苯达唑项目	阿苯达唑	1500			在建
除草剂	噁草酮	3000			环评
除草剂	噁草酮酚	1000			环评
除草剂	丙炔噁草酮	500			环评
杀虫剂	茚虫威	3000			环评

来源：环评报告，国金证券研究所

五、核心假设与盈利预测

- **除草剂：**我们预判敌草隆销量和价格整体维持稳定；草甘膦价格和销量整体不变，但公司在未来将自配原材料甘氨酸和烧碱，带动草甘膦整体毛利率提升。
- **杀菌剂：**噁唑菌酮、吡唑醚菌酯投产将带来收入的增长，且公司未来将进一步打通杀菌剂中间体，毛利率稳中有升。
- **精细化工产品及其他：精细化工：**邻苯二胺清洁化项目于 2019 年完成，新工艺将给邻苯二胺成本端带来一定的节约；公司未来打通邻苯二胺上游原材料邻硝基氯苯、氯化苯等，富余原材料外卖将带来销售收入的增长；10 万吨（邻对）硝基氯化苯投产将带来收入和业绩增长。**其他：**公司热电联产装置投产增厚业绩；公司氯碱项目投产后，将贡献收入和业绩增长。

图表 49：公司主要产品盈利预测

列 1	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
除草剂						
收入（百万元）	1022	1272	1338	1285	1357	1383
成本（百万元）	771	908	958	930	993	1010
毛利（百万元）	251	364	379	355	365	373
毛利率（%）	24.6%	28.6%	28.4%	27.6%	26.9%	27.0%
杀菌剂						
收入（百万元）	929	767	694	713	983	1253
成本（百万元）	518	474	369	377	551	725
毛利（百万元）	411	293	325	335	432	528
毛利率（%）	44.3%	38.2%	46.8%	47.1%	43.9%	42.1%
精细化工及其他						
收入（百万元）	394	790	1060	1473	2221	2494
成本（百万元）	275	429	657	816	1319	1483
毛利（百万元）	119	362	403	657	902	1012
毛利率（%）	30.1%	45.8%	38.0%	44.6%	40.6%	40.6%
其他						
收入（百万元）	1.63	17.25	19.08	19.08	19.08	19.08
成本（百万元）	0.86	9.13	13.63	13.63	13.63	13.63
毛利（百万元）	0.77	8.12	5.45	5.45	5.45	5.45
毛利率（%）	47.24%	47.07%	28.56%	28.56%	28.56%	28.56%

来源：国金证券研究所

- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 6.3 亿元、7.6 亿元、8.8 亿元；EPS 分别为 1.4 元、1.6 元和 1.9 元。公司是国内农药优质企业，围绕核心产品持续优化产业链布局，我们给予公司 2021 年 17 倍 PE，目标价 27.2 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 50：可比公司估值情况

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1	002734	利民股份	12.59	1.20	1.43	1.66	10.50	8.81	7.59
2	002391	长青股份	7.17	0.58	0.71	0.83	12.28	10.05	8.59
3	002258	利尔化学	20.96	1.06	1.27	1.49	19.82	16.55	14.05
4	600486	扬农化工	131.3	4.03	4.91	5.74	32.60	26.75	22.86
	中位数						16.05	13.30	11.32
	平均数						18.80	15.54	13.27
	603599	广信股份	23.16	1.36	1.64	1.89	17.00	14.09	12.27

来源：Wind，国金证券研究所

备注：广信股份 EPS 为国金化工预测；其他公司取自 Wind 一致预期

六、风险提示

- **农药产品价格下跌风险：**公司部分农药产品格局供过于求，若农药需求端进一步恶化，公司农药产品价格有下跌风险。
- **产能建设进度不及预期：**受疫情影响，公司的在建项目进度可能有所延迟，新增产能的投放节奏有所放缓。
- **汇率影响：**公司农化产品出口海外约 20%，受汇率波动影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**2,346**	**2,847**	**3,110**	**3,490**	**4,580**	**5,150**
增长率		21.3%	9.3%	12.2%	31.3%	12.4%
主营业务成本	-1,565	-1,819	-1,998	-2,137	-2,877	-3,232
%销售收入	66.7%	63.9%	64.2%	61.2%	62.8%	62.8%
毛利	782	1,027	1,112	1,353	1,704	1,918
%销售收入	33.3%	36.1%	35.8%	38.8%	37.2%	37.2%
营业税金及附加	-16	-18	-16	-17	-23	-26
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-68	-97	-111	-126	-160	-180
%销售收入	2.9%	3.4%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%
管理费用	-306	-298	-337	-377	-481	-541
%销售收入	13.0%	10.5%	10.8%	10.8%	10.5%	10.5%
研发费用	0	-143	-162	-181	-238	-258
%销售收入	0.0%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%
息税前利润（EBIT）	391	470	486	651	801	914
%销售收入	16.7%	16.5%	15.6%	18.7%	17.5%	17.7%
财务费用	0	24	16	-4	-9	6
%销售收入	0.0%	-0.8%	-0.5%	0.1%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	-14	-51	-63	-6	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	29	0	0	0
投资收益	0	70	79	80	80	80
%税前利润	0.0%	13.2%	13.7%	11.1%	9.2%	8.0%
营业利润	383	525	571	721	870	999
营业利润率	16.3%	18.4%	18.4%	20.7%	19.0%	19.4%
营业外收支	1	3	5	0	0	0
税前利润	384	528	576	721	870	999
利润率	16.4%	18.5%	18.5%	20.7%	19.0%	19.4%
所得税	-47	-59	-71	-88	-106	-122
所得税率	12.2%	11.1%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
净利润	337	469	506	633	764	877
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**337**	**469**	**506**	**633**	**764**	**877**
净利率	14.4%	16.5%	16.3%	18.1%	16.7%	17.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	337	469	506	633	764	877
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	155	212	69	257	187	204
非经营收益	12	-66	-118	-33	-48	-58
营运资金变动	447	-315	37	-267	39	15
经营活动现金净流	**951**	**300**	**493**	**590**	**942**	**1,039**
资本开支	-443	-50	-222	-41	-263	-263
投资	0	0	-1,001	0	0	0
其他	44	-1,719	82	80	80	80
投资活动现金净流	**-399**	**-1,769**	**-1,141**	**39**	**-183**	**-183**
股权募资	1,399	0	0	-205	0	0
债权募资	0	0	99	351	-12	-300
其他	-52	-71	-79	-386	-338	-373
筹资活动现金净流	**1,346**	**-71**	**20**	**-240**	**-350**	**-674**
现金净流量	**1,898**	**-1,539**	**-628**	**388**	**410**	**182**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,628	1,118	682	1,070	1,480	1,662
应收款项	276	417	382	649	852	958
存货	569	535	610	638	858	964
其他流动资产	190	1,966	2,824	2,846	2,861	2,868
流动资产	3,663	4,036	4,498	5,203	6,051	6,453
%总资产	66.7%	68.4%	68.2%	73.7%	75.7%	76.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,559	1,601	1,631	1,631	1,696	1,743
%总资产	28.4%	27.1%	24.7%	23.1%	21.2%	20.6%
无形资产	198	210	216	229	242	255
非流动资产	1,830	1,864	2,101	1,860	1,938	1,998
%总资产	33.3%	31.6%	31.8%	26.3%	24.3%	23.6%
资产总计	**5,492**	**5,900**	**6,599**	**7,063**	**7,989**	**8,450**
短期借款	3	0	99	500	488	188
应付款项	1,210	1,178	1,313	1,344	1,805	2,028
其他流动负债	48	30	47	72	91	103
流动负债	1,261	1,209	1,459	1,916	2,384	2,318
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	103	52	54	0	0	0
负债	1,364	1,261	1,513	1,916	2,384	2,318
普通股股东权益	4,128	4,639	5,085	5,147	5,606	6,132
其中：股本	465	465	465	465	465	465
未分配利润	1,310	1,760	2,153	2,533	2,991	3,518
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**5,492**	**5,900**	**6,599**	**7,063**	**7,989**	**8,450**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.896	1.009	1.088	1.362	1.644	1.888
每股净资产	10.966	9.982	10.944	11.077	12.064	13.196
每股经营现金净流	2.525	0.646	1.062	1.269	2.028	2.235
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.545	0.657	0.755
回报率						
净资产收益率	8.17%	10.11%	9.94%	12.30%	13.63%	14.31%
总资产收益率	6.14%	7.95%	7.66%	8.96%	9.56%	10.38%
投入资本收益率	8.32%	9.01%	8.21%	10.13%	11.55%	12.70%
增长率						
主营业务收入增长率	56.18%	21.35%	9.25%	12.20%	31.25%	12.44%
EBIT 增长率	121.80%	20.21%	3.28%	34.08%	23.06%	14.02%
净利润增长率	86.18%	39.09%	7.80%	25.20%	20.65%	14.85%
总资产增长率	62.44%	7.42%	11.85%	7.04%	13.11%	5.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.5	30.8	31.6	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	137.4	110.7	104.5	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	137.2	149.3	144.9	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	174.4	189.4	154.4	127.1	94.1	79.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-63.59%	-24.11%	-66.51%	-65.48%	-67.64%	-69.70%
EBIT 利息保障倍数	1,349.0	-19.5	-30.7	174.8	86.8	-142.8
资产负债率	24.83%	21.38%	22.93%	27.12%	29.83%	27.44%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	13	15	26
增持	0	1	4	5	10
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	1
评分	**1.00**	**1.33**	**1.24**	**1.25**	**1.39**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH