广信股份（603599）

现金流充裕，补齐原料短板打开成长空间

买入（首次）

2020 年 11 月 16 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,110	3,339	4,095	4,418
同比（%）	9.3%	7.3%	22.7%	7.9%
归母净利润（百万元）	506	567	682	799
同比（%）	7.8%	12.1%	20.3%	17.1%
每股收益（元/股）	1.09	1.22	1.47	1.72
P/E（倍）	21.28	18.99	15.78	13.47

投资要点

- **公司现有的农药品种格局稳定，市占率较高，拟发展品种空间较大。**公司是一家农药原药生产企业，主要产品为多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆等品种，相关品种，市占率较高，行业影响力较强。拟发展品种吡唑醚菌酯、噁唑菌酮市场空间较大，且和传统产品能够形成原料的共通。

- **补齐原料短板，打开新的发展空间。**近年来，环保整治工作逐步常态化、规范化，一些采用传统工艺、污染较大的农药中间体企业无所遁形，中间体价格波动较大。公司抓住这一契机，着力发展光气及其衍生物，对邻硝及其衍生物，一方面巩固现有产品的核心竞争力，一方面为下一步的发展奠定基础。

- **公司没有有息负债，在手现金充裕，土地储备丰富，长期发展空间较大。**公司目前在蔡家山基地有 1200 亩土地，东至基地一期 1200 亩地，两个基地都有一定的土地储备。目前在手现金较多，没有有息负债，具备长期发展的潜力。目前，公司在建项目多为三药中间体项目，同时自己具备热电和码头，项目处在安徽省化工园区，业绩兑现确定性高。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 33.39 亿元、40.95 亿元和 44.18 亿元，归母净利润分别为 5.67 亿元、6.82 亿元和 7.99 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.47 元和 1.72 元，当前股价对应 PE 分别为 19X、16X 和 13X。考虑到公司向上游拓展强化自身竞争力，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**环保要求提升废水处理成本的风险；锅炉装置不满足环保要求的风险；在建产能投产进度不达预期的风险。

证券分析师 柴沁虎
执业证号：S0600517110006
021-60199793
chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君
执业证号：S0600520020001
021-60199793
chenyj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.16
一年最低/最高价	12.92/23.62
市净率(倍)	1.96
流通 A 股市值(百万元)	10761.97

基础数据

每股净资产(元)	11.81
资产负债率(%)	22.31
总股本(百万股)	464.68
流通 A 股(百万股)	464.68

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 广信股份是一家农药中间体企业 4
1.1. 实际控制人持股比例较高 4
1.2. 公司两个基地均有产能扩张潜力 4
1.2.1. 蔡家山基地计划扩建光气及其衍生物 5
1.2.2. 东至基地计划扩建对邻硝及其衍生物品等 5
1.3. 公司没有有息负债，在手现金充足，财务数据稳健 6
2. 现有产品品种较老，但是公司优势突出 6
2.1. 多菌灵格局稳定，向上游延伸是其产业方向 7
2.2. 甲基硫菌灵属于多菌灵的升级产品 8
2.3. 敌草隆供求格局略有走弱 8
2.4. 草甘膦价格处于底部 9
3. 规划品种围绕光气展开，优势突出 11
3.1. 公司拟发展农药品种具有较大的产业空间 11
3.1.1. 吡唑醚菌酯前景承压 11
3.1.2. 噁唑菌酮属于高效低毒环境友好杀菌剂 12
3.1.3. 噁草酮属于含氮杂环类除草剂 12
3.2. 光气衍生物品类较多，具有一定的产业前景 13
4. 对邻硝以及氯碱打开未来空间 15
4.1. 硝基氯苯产业空间较大 15
4.2. 邻苯二胺的优势进一步巩固 17
4.3. 有机氯产业前景向好 17
5. 盈利预测与估值 17
5.1. 核心假设 17
5.2. 盈利预测 18
6. 风险提示 18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1：公司的持股结构（截至 2020 年 9 月 30 日）.....4
图 2：公司收入明细（亿元）.....6
图 3：广信股份的主要产品毛利率.....6
图 4：广信股份的主要思路是补齐中间体短板.....7
图 5：2017 年多菌灵产能分布.....8
图 6：2017 年甲基硫菌灵产能分布.....8
图 7：2018 年敌草隆的格局稳定.....9
图 8：中国草甘膦产能变化情况.....9
图 9：草甘膦价格（万元/吨）.....11
图 10：2018 年吡唑醚菌酯产能分布.....12
图 11：2017 年对硝基氯苯的下游消费结构.....15
图 12：2017 年对硝基氯苯的下游消费结构.....16
图 13：2017 年邻硝基苯的下游消费结构.....16
图 14：对硝基氯苯的下游.....16
图 15：邻硝基苯的下游.....16

表 1：2017 年甘氨酸产能分布（万吨）.....10
表 2：光气的主要下游应用领域.....13
表 3：主要的农药光气衍生物.....14
表 4：我国硝基氯苯的主要产能分布.....15
表 5：盈利预测拆分（单位：百万元）.....17
表 6：可比公司估值表（截至 2020 年 11 月 16 日收盘价）.....18

1. 广信股份是一家农药中间体企业

广信股份（603599）总部位于安徽广德，公司成立于 00 年，09 年变更为股份有限公司，2015 年 5 月上交所上市。

公司的主要业务为农药原药、制剂以及光气衍生品，公司生产的多菌灵、敌草隆等产品在国内有较高的市占率和一定的行业影响力。

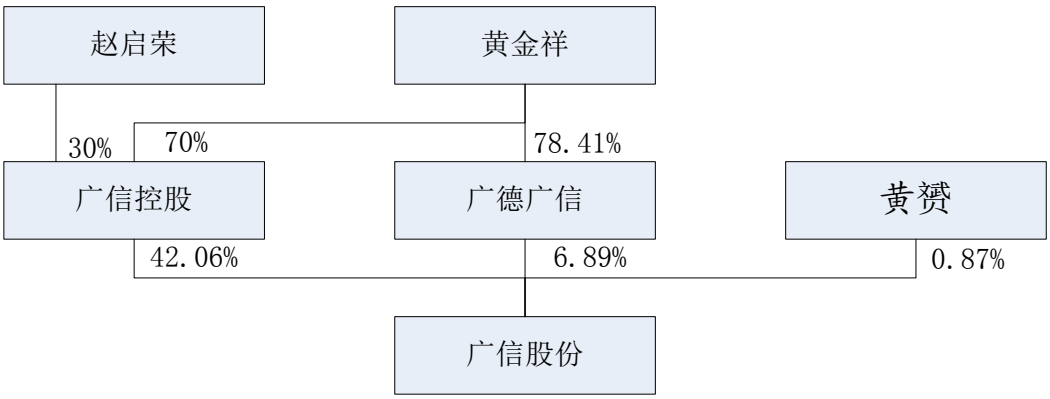
公司现有的农药原药品种相对较老，但是依托安徽的地理位置以及一体化的优势，产品竞争力较强。

随着苏北沿海化工园区综合整治和长江经济带水环境综合治理，江浙地区的化工，尤其是染料、农药以及三药中间体产业生存空间受到挤压。公司的地缘优势，产业配套优势较为突出，具备一定的产业前景和产业空间。

1.1. 实际控制人持股比例较高

黄金祥、赵启荣夫妇持有广信控股 100%股权。此外，黄金祥持有广德广信 78.41%股权。实际控制人之子黄赟持有广信股份 0.87%。黄金祥、赵启荣夫妇及其一致行动人黄赟合计持有广信股份 48.33%，持股比例相对较高。

图 1：公司的持股结构（截至 2020 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司两个基地均有产能扩张潜力

公司现有广德蔡家山和东至香隅化工园两个生产基地。

蔡家山基地位于蔡家山精细化工园，蔡家山精细化工园是一个以广信农化集团为核心的化工园区，园区位于广德县祠山岗乡界区内，规划起步区面积为 1.54 平方公里，是经宣城市人民政府批复的市级工业园区。蔡家山精细化工园借助广信农化已有光气及光气化产品的生产基础和经验，扩大光气及光气化产品生产规模，吸引以光气为原料的项

目进驻。广信农化现已准备建设 2 台 75t/a 的燃煤锅炉（一备一用），预计 2020 年年内建成。届时将淘汰厂区内现有的 1 台 25t/h 燃煤锅炉和 1 台 20t/h 的燃煤锅炉。

安徽东至香隅化工园位于安徽省东至县香隅镇境内，是经安徽省人民政府批准、设立的省级开发区，园区按 10 平方公里进行总体规划设计，按 20 平方公里作建设性控制。规划区分为硝基化工、农药化工、医药化工、生物化工、精细化工、高新技术产品等区块，已建成区面积 3 平方公里，入园企业 41 家，多为本省企业。

1.2.1. 蔡家山基地计划扩建光气及其衍生物

广德蔡家山基地占地 1200 亩。

该基地目前 2 万吨光气生产装置(许可产能 5 万吨)，下游衍生品主要是 2 万吨 AKD 原粉、1 万吨多菌灵甲基硫菌灵、1 万吨敌草隆（异丙隆）、2000 万吨氨基甲酸甲酯、3000 吨磺酰基异氰酸酯、1500 万吨阿苯达唑、10000t/a 甲基硫菌灵、1000 吨环嗪酮等以及配套的 1000 吨环己基异氰酸酯、2 万吨 3,4-二氯苯胺、4.8 万吨光气及光气化系列产品项目。

2016 年，公司通过非公开发行募集资金的方式，计划投资建设 3000 吨吡唑醚菌酯，1200 吨噁唑菌酮项目。

根据广德县政府 17 年 3 月披露，广信股份计划投资 9809.17 万元，进行技改扩产。建成后，光气产能从目前的 2 万吨增加到 4.8 万吨，并且增产 7000 吨氯甲酸甲酯，2000 吨亚氨基二苄甲酰（医药中间体）及 1000 吨二甲氨基甲酰氯。技改项目占地 50 亩，计划用时 9 个月，达产后项目年均收入大约 2.90 亿元，税后利润大约 2638 万元。

17 年 3 月，公司计划投资兴建年产 3000 吨嘧菌酯及 1500 吨水杨腈项目。

17 年 4 月，公司计划在广德投资建设年产 20000 吨环保型农药制剂项目。

2019 年，公司计划投资建设 3000 吨噁草酮项目、1000 吨噁草酮酚、500 吨丙炔噁草酮项目（一期、二期）。项目分两期实施，一期主要是实施噁草酮 1500 吨/年。

1.2.2. 东至基地计划扩建对邻硝及其衍生物品等

东至基地是公司重点打造的一个一体化生产基地，该基地一期土地面积 1200 亩，远期规划面积 3000 亩。

东至基地主要承接铜陵广信的搬迁，一期项目主要是 2 万吨光气（许可产能 12 万吨）、1.2 万吨多菌灵、1.5 万吨邻苯二胺（多菌灵中间体）、2 万吨草甘膦。

东至基地目前正在建设和规划建设的项目主要是 20 万吨/年对（邻）硝（分两期建设，一期 10 万吨/年），15 万吨/年氯化苯项目”（分两期建设，一期 7.5 万吨/年）、1.5

万吨邻苯二胺、2×130t/h 热电+2×12MW 项目、危化品码头项目及配套储存罐区项目等。

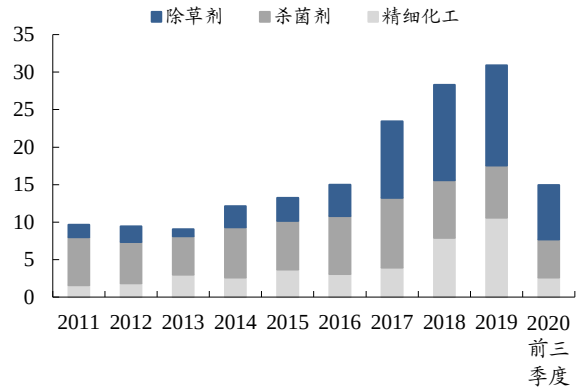
根据东至官网披露，广信股份有计划建设 30 万吨离子膜烧碱项目。

1.3. 公司没有有息负债，在手现金充足，财务数据稳健

从收入端看，公司的主营收入主要源自杀菌剂和除草剂，相关品种不算新品，但是随着国家环保综合治理的深入，行业格局有明显好转，产品的毛利率基本稳定。

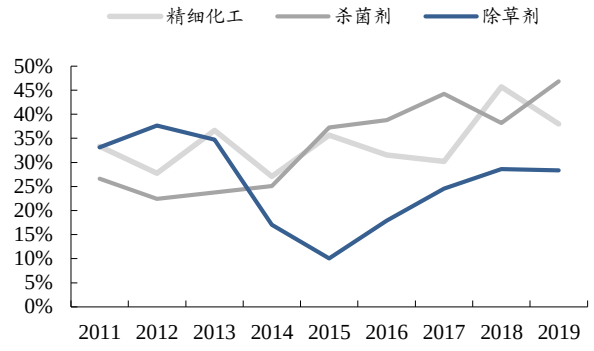
从毛利角度看，杀菌剂和除草剂贡献了绝大部分毛利，其中杀菌剂的贡献相对稳定。

图 2：公司收入明细（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：广信股份的主要产品毛利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

分品种看，公司的杀菌剂毛利率平稳向好，精细化工中间体的毛利率相对平稳，除草剂由于草甘膦的原因，呈现一定的波动性。

随着 IPO 和定增项目逐步投产，公司的业绩有望加速释放。

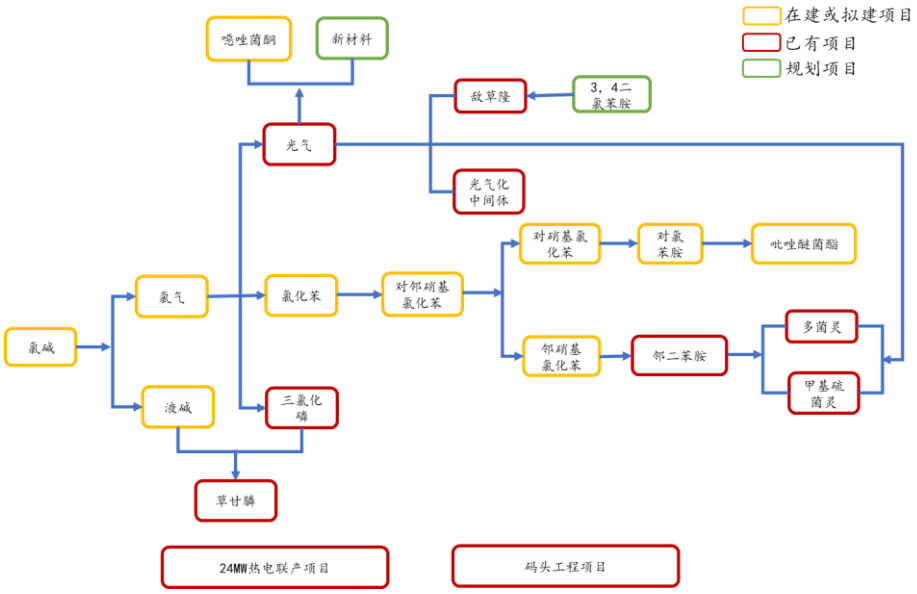
不仅如此，公司在广德和东至都还有空余土地，账面现金也比较多，基本没有有息负债，从这个角度看，公司具备潜在扩张能力。

2. 现有产品品种较老，但是公司优势突出

公司现有的农药原药主要是多菌灵、甲基硫菌灵，敌草隆和草甘膦，这些品种贡献了农药原药的主要营收和盈利。

这些品种品类较老，但是随着国家环保综合整治力度的加大，相当一批小散乱企业逐步退出相关领域，存量企业也有退城入园的困扰。同时，公司一直致力于纵向一体化，逐步向上游延伸，完善相关上游产品的配套，成本优势较为突出，产业景气反而较高。

图 4：广信股份的主要思路是补齐中间体短板



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 多菌灵格局稳定，向上游延伸是其产业方向

多菌灵是一款内吸性杀菌剂，1967 年杜邦公司开发研制。

2013 年全球多菌灵产能 6 万吨，主要产能全部集中在中国。相关生产企业主要有广信股份、蓝丰生化、新安化工和宁夏瑞泰（扬农集团）。

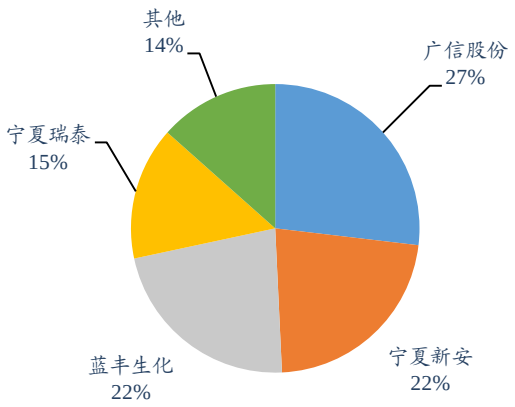
全球的多菌灵需求量大约为 4 万吨左右，其中海外需求 3 万吨左右，国内需求 1 万吨左右，巴西、印度、阿根廷为多菌灵的主要进口国。

多菌灵属于品类较老的品种，但是由于其广谱高效，成本较低，因而仍有一定的发展空间。

展望未来，多菌灵的生产格局基本稳定。随着环保整治工作的深入，邻硝基氯苯价格可能会出现波动，为维持多菌灵的竞争力，向产业链上游延伸有望成为厂商保持竞争力的有效途径。

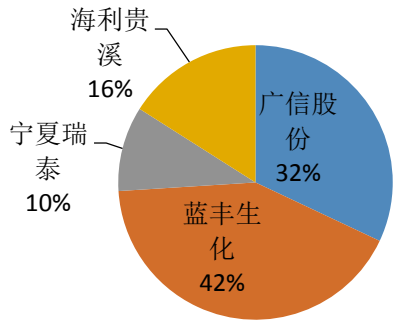
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2017 年多菌灵产能分布



数据来源：中农立华，东吴证券研究所

图 6：2017 年甲基硫菌灵产能分布



数据来源：中农立华，东吴证券研究所

2.2. 甲基硫菌灵属于多菌灵的升级产品

多菌灵和甲基硫菌灵的装置有一定的共通性，只是后处理环节略有差异。不过，多菌灵如果盲目用药、超范围、超剂量用药，可能会导致农残超标，可致脑麻痺、肝脏长肿瘤。从这一点看，可以认为甲基硫菌灵是多菌灵的升级版。

甲基硫菌灵是一款内吸低毒杀菌剂，进入植物体内代谢成多菌灵，然后实现其活性。由日本曹达株式会社研发，具有内吸、预防和治疗的作用。

国内的产能主要集中在广信股份、蓝丰生化、宁夏瑞泰（扬农集团）和湖南海利四家企业。

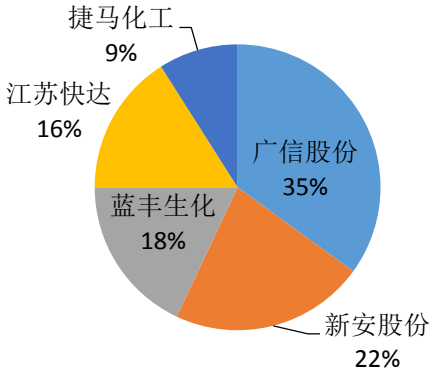
2.3. 敌草隆供求格局略有走弱

敌草隆是一款脲类除草剂，杜邦 1951 年开发研制，主要用于甘蔗的前期除草，是大规模甘蔗种植的特效除草剂。

目前，全球生产敌草隆的国家和地区较多。全球敌草隆的产能约在 3 万吨左右，需求量约 2 万吨，巴西、印度以及美国是主要的目的地。海外，产能主要集中在印度和巴西。国内的主要生产企业包括广信、蓝丰、快达、新安和安道麦等企业。目前国内的产能 2 万吨左右。产品大约 1/3 外销。

敌草隆的原料 3,4-二氯苯胺剧毒，对硝基氯苯氯化生成 3,4-二氯苯胺的工艺相对复杂，且三废处理较为复杂。广信股份配套关键中间体，同时产品质量得到杜邦的认可，渠道优势明显。

图 7：2018 年敌草隆的格局稳定



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

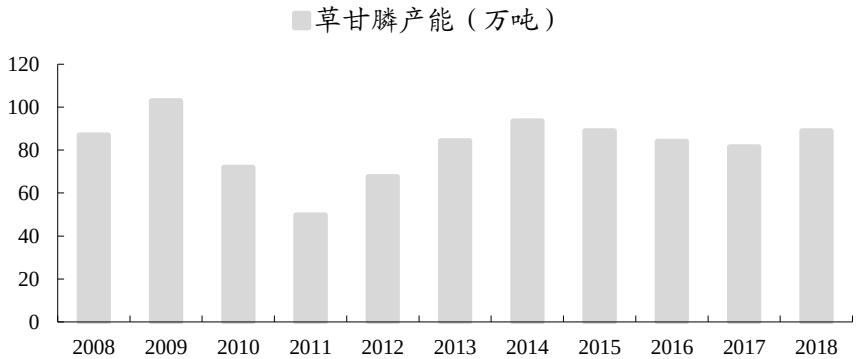
2.4. 草甘膦价格处于底部

目前草甘膦行业仍处于深度产能出清周期中。经历了几轮大起大落之后，草甘膦的行业格局进一步优化，2018 年全国总产能 89 万吨左右，产量 70 万吨，产能利用率 78.65%。产能主要集中在兴发股份、乐山福华、新安化工、广信股份。

全球需求方面，全球需求量约 80 万吨，总体是供大于求的。目前国内小产能出清比较充分，几乎没有新增产能，供应增量主要来自于开工率提升。

草甘膦生产工艺有 IDA 法和甘氨酸法。孟山都等国外企业主要采用 IDA 法，而国内主要采用甘氨酸法，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 8：中国草甘膦产能变化情况



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

每吨草甘膦约消耗 0.55 吨甘氨酸和 0.3 吨黄磷。甘氨酸和黄磷的供给形势对草甘膦价格影响显著。

全国甘氨酸产能接近 60 万吨，主要集中在环保问题较严重的河北、山东等地。河北地区的甘氨酸产能 25.5 万吨，约占全国总产能的 45%，一旦遇到环保检查或者是集

中检修，将对甘氨酸供应市场产生较大影响。

表 1：2017 年甘氨酸产能分布（万吨）

地区	公司	产能
河北	河北东华	20
	冀宁	1
	元氏鑫宏升	2
	冀州华恒	2.5
山东	山东振兴	3
	临沂鸿泰	5
江西	电化中达	5
河南	许昌东方	1.6
湖北	湖北金信	6
四川	广安诚阳	1.5
江苏	江苏双阳	1.5
其他	重庆紫光	1.5
	渝三峡	5
	浙江捷马	1.5
合计		57.1

数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

当前草甘膦价格处于底部区间。

草甘膦历史上经历了非常典型的几段周期波动:

2007-2009 年，投资过热：随着国外转基因作物推广，行情高涨，价格一路卖到 12 万元的高价，这个时期国内草甘膦产能迅速扩张，2009 年产能一度达到 100 多万吨;

2010-2011 年，小产能淘汰：产能过剩之后行业迅速坠入低谷，价格经历了两年的低迷，这期间 90%的企业被淘汰，只剩下 10 家左右的核心企业，行业集中度提升;

2012-2013 年，大企业扩张：伴随草甘膦价格有所回升，大型企业又开始产能扩张，2014 年产能又回升到 93.6 万吨，行业供需格局又开始恶化;

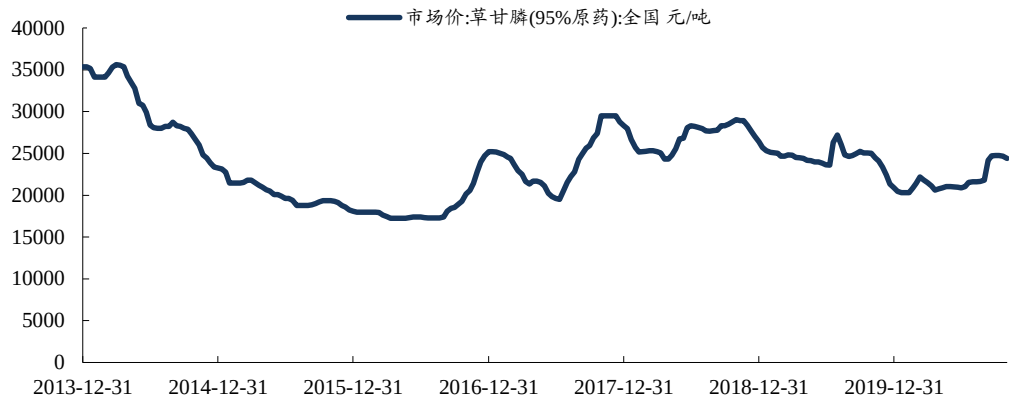
2014-2016 年，漫长深度调整：行业产能过剩，且大企业之间的竞争更为激烈，草甘膦价格又经历了漫长的下滑，行业低迷持续到 2016 年 8 月份，价格一度下跌至 1.7 万元/吨。

2016-2018 年，环保主导：环保检查对供给侧改革起到了助推作用，2016 年下半年，环保检查，各种原材料涨价，叠加国内外企业补库存驱动，草甘膦价格开始大幅反弹。由于草甘膦需求端较为稳定，而供给仍有一定弹性，所以反弹过程中波动较大。

随着供需逐渐趋于稳定，草甘膦价格大幅下跌空间有限。当前看，在环保压力下，草甘膦的价格在波动上移。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：草甘膦价格（万元/吨）



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 规划品种围绕光气展开，优势突出

公司的发展思路较为明确，依托现有的多菌灵、敌草隆等核心产品，逐步向上游延伸，完善相关上游产品的配套，进一步巩固基本盘。

光气是产业链上游的核心资源：公司的大部分产品生产需要依托光气，随着国家对危化品运输管制力度的加强，相关产品的生产将受制于光气的约束。公司目前在东至基地和蔡家山基地都有光气资源，依托公司的光气及光气化产品的生产基础和经验，有望逐步扩大光气及光气化产品生产规模。

随着环保整治工作逐步常态化、规范化，在环境容量相对宽裕的地区，采用清洁工艺发展精细化工及其化工中间体产业，产业前景值得期待。

3.1. 公司拟发展农药品种具有较大的产业空间

公司拟发展农药原药主要是吡唑醚菌酯、噁唑菌酮、嘧菌酯和噁草酮等。按照进度安排，吡唑醚菌酯和嘧菌酯项目尚在规划建设中，噁唑菌酮和噁草酮已经进入实施阶段。

上述产品基本都是光气衍生物，其中，吡唑嘧菌酯和嘧菌酯竞争激烈，企业数量较多。噁唑菌酮和噁草酮的产业前景可能更加值得关注。

3.1.1. 吡唑醚菌酯前景承压

吡唑醚菌酯是一款兼具吡唑结构的甲氧丙烯酸甲酯类广谱杀菌剂，既能防病，又能治病，这款杀菌剂是巴斯夫 1993 年研制开发。

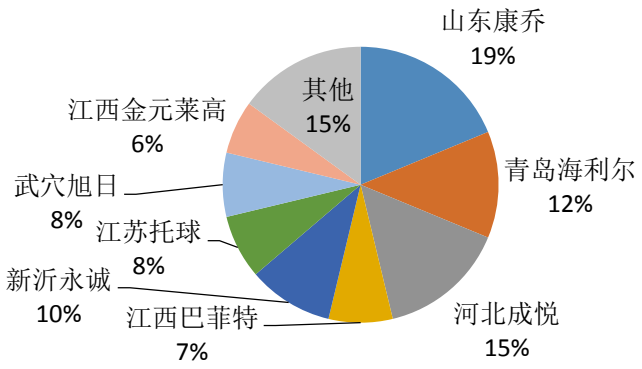
2015 年全球吡唑醚菌酯的销售额已经超过 10 亿美元。旱地大田作物是吡唑醚菌酯最重要的应用领域，油料作物（大豆、向日葵等）和谷类作物（谷物、玉米）约占 40%的下游应用。分国别而言，巴西、阿根廷和美国是最主要的消费国家。

目前，国内的需求估计在 3000 吨左右，未来随着成本的降低，和多菌灵等老品种的退出，吡唑醚菌酯的市场仍可乐观。

由于专利过期，目前国内吡唑醚菌酯拟在建项目较多，在役产能接近 1 万吨，山东康乔、青岛海利尔、河北深泰、河北成悦、江苏托球等是主要原药供应商。有效开工不足 70%，行业新增产能较多。目前产品价格 200000 元/吨，未来随着新增产能释放，产品价格将承压下跌。

公司有对硝基苯资源，并且有配套的光气资源，发展吡唑醚菌酯可以实现关键中间体对氯苯肼盐酸盐及吡唑醇的自行配套。

图 10：2018 年吡唑醚菌酯产能分布



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

3.1.2. 噁唑菌酮属于高效低毒环境友好杀菌剂

噁唑菌酮是杜邦公司 98 年研制开发的一款新型高效、广谱杀菌剂。噁唑菌酮作用机理独特，与现有杀菌剂无交互抗性，可有效缓解内吸性杀菌剂的抗性问题。主要用于经济作物，属于高效低毒环境友好型新型农药。

目前噁唑菌酮原药产品我国获批登记的企业有：美国杜邦公司、江苏如东众意化工有限公司、浙江博仕达作物科技有限公司、美国默赛技术公司。

公司计划在蔡家山精细化工园投资 3.76 亿元，建设年生产噁唑菌酮 1200 吨，分两期建设，一期建设 500 吨/年，二期 700 吨/年。

3.1.3. 噁草酮属于含氮杂环类除草剂

噁草酮，又名恶草灵，是含氮杂环类除草剂，法国罗纳普朗克公司 70 年代初研制推广的一种选择性水、旱两用的芽期除草剂。

目前，噁草酮在我国主要用于水稻作物的土壤封闭处理，是稻田杂草防治中重要农药。

2019 年，公司计划投资建设 3000 吨噁草酮项目、1000 吨噁草酮酚、500 吨丙炔噁

草酮项目（一期、二期）。项目分两期实施，一期主要是实施噁草酮 1500 吨/年。

3.2. 光气衍生物品类较多，具有一定的产业前景

光气，学名碳酰氯，又名羰基二氯、氧氯化碳、氯代甲酰氯等。

由于光气有两个酰氯，所以化学性质活泼，是一种重要的有机中间体。

表 2：光气的主要下游应用领域

种类	用途
农药	用于合成氨基甲酸酯类杀虫剂，比如西维因、速灭威、叶蝉散等; 用于生产杀菌剂多菌灵; 用于生产多种除草剂;
聚氨酯材料	以光气为原料生产的异氰酸酯类产品，例如 TDI，MDI，PAPI 等
染料	用于生产猩红酸等染料中间体;
国防工业	用于生产中定剂二甲基二苯脲; 用于军用毒气;
工程塑料	用光气直接法或酯交换法生产聚碳酸酯;

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

光气属于三类监控化学品，生产资质准入门槛高，新上项目必须经过国家工信部禁止化学武器公约组织办公室核准。从 1997 到 2012 年，我国光气产能由 12 万吨发展到 320 万吨，增加了 25 倍，产量由 4.8 万吨增长到 245 万吨，增加了 50 倍之多。全球范围看，异氰酸酯类和聚碳酸酯是最重要的光气衍生物，其次是用于农药、医药的生产。

由于历史原因，目前国内的光气企业，仍有一批规模较小，产能不足万吨的有 10 余家，产能在 1-2 万吨的企业约 20 余家。但是从行业经验看，年产量 1 万吨以下企业基本保本或微利，2 万吨以上企业效益较好。

光气下游的农药产品丰富，包括杀虫剂茚虫威等；除草剂胺唑草酮等，以及杀菌剂嘧菌酯、咪鲜胺等，公司未来可以发展布局的种类较多，发展空间广阔。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 3：主要的农药光气衍生物

大类	种类	具体品种
异氰酸酯类	异氰酸甲酯	克百威、灭多威、涕灭威、丁硫克百威\异丙威、速灭威、残杀威、西维因、仲丁威、灭杀威、混灭威
	正丁基异氰酸酯	烟嘧磺隆、绿磺隆、嘧磺隆、苯磺隆、醚苯磺隆\胺苯黄隆、氯嘧磺隆、氟草隆、甲磺隆、乙氧嘧磺隆、玉嘧磺隆、氟啶嘧磺隆等一系列磺酰脲类除草剂以及苯菌灵
	叔丁基异氰酸酯	除草剂隆草特、胺唑草酮
	异丙基异氰酸酯	二羧酰亚胺类杀菌剂异菌脲
	己基异氰酸酯	环嗪酮，噻螨酮等
	苯基异氰酸酯	环草隆、苯胺灵、非草隆、卡草胺、落草胺、戊菌隆、禾穗安、甜菜安、脱叶灵、调吡脲、戊菌隆等
	氯苯基异氰酸酯	灭草隆、三氯乙酸灭草隆、绿谷隆、播土隆、除虫脲、灭幼脲等
	氯苯基异氰酸酯	氯苯胺灵、燕麦灵、稗蓼灵等
	对溴苯基异氰酸酯	秀谷隆
	4-三氟甲氧基苯基异氰酸酯	高效除草剂绿麦隆等
	3-(三氟甲基)异氰酸苯酯	伏草隆
	3-氯-4-甲氧苯基异氰酸酯	甲氧隆
	3,5-二氯-4-(1,1,2,2-四氟乙氧基)苯基异氰酸酯	氟铃脲
氯甲酸酯类	氯甲酸甲酯	多菌灵，甲基硫菌灵；茚虫威，恶虫酮，苯菌灵，氯酯磺草胺，磺草唑胺，氟唑草胺，环嗪酮，甜菜宁，甜菜安，唑菌胺酯，Flometoquin(ANM-138)，Pyrifluquinazon(NNI-0101)。
	氯甲酸乙酯	氟噻乙草酯，氟胺草酯，环戊恶草酮，苯氧威，螺虫乙酯，啶嘧磺隆，氯吡嘧磺隆，吡嘧磺隆，砜嘧磺隆，甲嘧磺隆，甲氧咪草胺，氟哒嗪草酯，氟草烟
	氯甲酸异丙酯	联苯肼酯，乙霉威，消螨通，氯苯胺灵，异丙菌胺，苯噻菌胺
	氯甲酸苯酯	氟啶嘧磺隆，环氧嘧磺隆，四唑嘧磺隆，唑吡嘧磺隆，磺酰磺隆，氰氟虫腙，害扑威，甲磺胺磺隆，烟嘧磺隆，三氟啶磺隆，氟胺磺隆
杂环类	2-氯-5-氯甲基吡啶	噻虫啉、吡虫啉、啶虫咪、烯啶虫胺、哌虫啶等
	2-氯-5-氯甲基噻唑	噻虫嗪、噻虫胺、AKD-1022、氯噻啉等
	2-甲基-1,3,4-噁二唑-5(4H)-酮	吡蚜酮等
	2-甲基-1,3,4 噁二唑-5(4H)-酮	噁草酮等
	5-异丙基-1,3,4 噁二唑-2(3H)-酮	胺唑草酮等
	3-碘-N-(1,1-二甲基-2-甲硫基乙基)邻苯二甲酰异亚胺	氟虫双酰胺等
	6-氯-8-甲基-2H-3,1-苯并噁嗪-2,4(1H)-二酮	氯虫酰胺(康宽)
	6-氰基-8-甲基-2H-3,1-苯并噁嗪-2,4(1H)-二酮	氰虫酰胺等
氯化及脱水反应	2-氯丙酸乙酯	除草剂精喹禾灵
	1-氯-2-（4-氯苯氧基）丙烷	环苯草酮。
	2，6-二氯喹喔啉	喔草酯
	2-氯代苯并噻唑	苯噻草胺。
	1-氯-2-（3-氯苯基）丙烯	茚草酮
	4-叔丁基-2，6-二硝基氯苯	双丁乐灵
	水杨腈	噻菌酯

数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 对邻硝以及氯碱打开未来空间

为了进一步巩固现有产品的优势，公司逐步向上游进行业务延伸，先后发展了对邻硝以及氯碱业务。

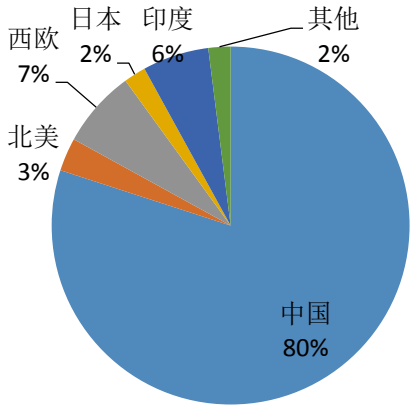
公司募投项目“20 万吨/年对（邻）硝基氯化苯”（分两期建设，一期 10 万吨/年），以及配套建设的“15 万吨/年氯化苯项目”（分两期建设，一期 7.5 万吨/年），实现中间体自给，大大降低了公司的生产成本。目前公司东至基地的硝基氯苯项目已经完成一期 10 万吨建设，并开始投产，二期 10 万吨正在建设中。

此外，公司还在东至基地规划了 30 万吨离子膜烧碱项目。

4.1. 硝基氯苯产业空间较大

对（邻）硝基氯化苯是公司重要的上游原材料。其中对硝基氯苯可以生产 3,4-二氯苯胺，进而生产敌草隆。邻硝基氯苯可以生产邻苯二胺，进而生产多菌灵和甲基硫菌灵。

图 11：2017 年对硝基氯苯的下游消费结构



数据来源：氯碱工业、东吴证券研究所

由于中国硝基氯苯的竞争力较强，海外的硝基氯苯生产逐步萎缩，大部分处于停产或者半停产状态。相应，硝基氯苯的下游也逐步向中国、印度等国家和地区转移。

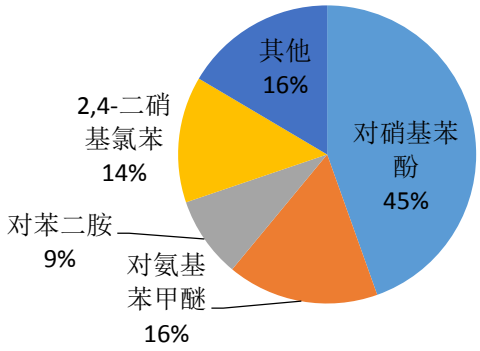
表 4：我国硝基氯苯的主要产能分布

公司	产能，万吨	备注
中石化南化公司	15	氯化苯配套，商品硝基氯苯龙头
蚌埠八一	32	氯化苯配套，下游配套最齐全
扬农化工	10	氯化苯配套，自我配套
辽宁世星	8	购买锦化的氯化苯，下游对氨基苯酚
宁夏华御化工	8	氯化苯配套
嘉兴中华	3	购买苏农和无锡格林艾普的氯化苯，开工不稳
闰土传化	3	15 年 6 月投产

数据来源：科技展望，东吴证券研究所

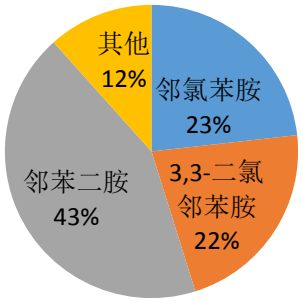
按照科技展望估计，中国 2018 年的硝基氯苯的市场需求 73 万吨，供求基本平衡。但是国内还有 11 万吨的硝基氯苯没有氯化苯配套，装置开车不正常。另外，部分企业因为环保问题面临搬迁的压力，硝基氯苯的价格可能仍有一定的波动。

图 12：2017 年对硝基氯苯的下游消费结构



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 13：2017 年邻硝基苯的下游消费结构

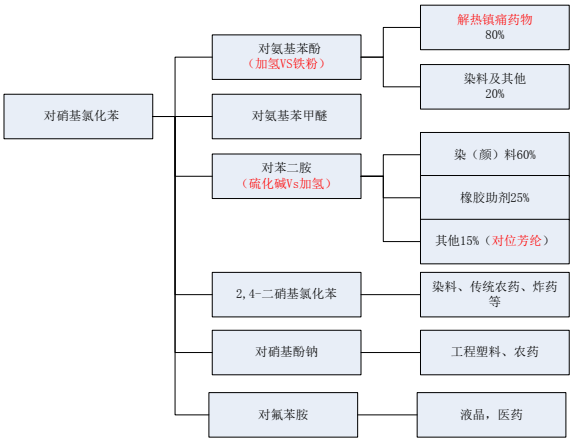


数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

硝基氯苯有异味，生产过程污染较为严重，近年来，随着环保整治工作的常态化、规范化，硝基氯苯的价格波动较大。从减排的角度看仍有一定的改进空间，传统的硝基氯苯工艺混酸硝化，三废严重，改进后的环形硝化或者绝热硝化也没有根本上改进这个问题。

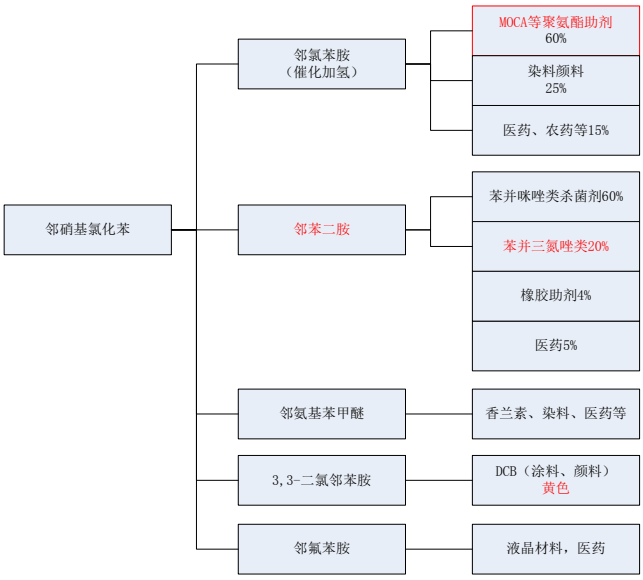
硝基氯苯是重要的基础有机氯中间体，衍生品数以百计。相对重要的中间体如下图所示。

图 14：对硝基氯苯的下游



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 15：邻硝基苯的下游



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4.2. 邻苯二胺的优势进一步巩固

邻苯二胺主要用于农药、染料、聚氨酯发泡剂、水处理剂、橡塑助剂等领域。国内邻苯二胺消费比例大致为：农药杀菌剂 60%，医药领域 5%，橡胶助剂 4%，苯并三氮唑类 20%，其他领域 11%。

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：蓝丰生物化工股份有限公司、内蒙古盛达化工有限公司、安徽广信农化股份有限公司、安徽八一化工股份有限公司、扬农化工股份有限公司等。

八一化工 18 年底启动退城入园建设，中石化南京化工 2018 启动搬迁，将影响一半的硝基氯苯产能，未来硝基氯苯以及下游的邻苯二胺价格有上涨的预期。

4.3. 有机氯产业前景向好

公司的估值较低，在手现金较多，因此未来发展方向就比较值得思考。

我们认为，依托氯碱优势，发展有机氯产业可能是一个不错的选项。

随着环保综合整治力度的较大，沿海地区的高端有机氯产业有产业转移的压力，山东、江苏、河南等地区中低端的有机氯产业也有很大的生存压力。

依托公司的氯碱资源，和安徽地区的环境容量，发展一些工艺本征安全，清洁环保的技术路线可能是一个技术选择。

可能的问题在于有机氯产业下游应用较为广泛，并不局限在农药领域。

5. 盈利预测与估值

5.1. 核心假设

杀菌剂板块：多菌灵和甲基硫菌灵产销量和价格毛利率保持稳定；业绩增量恶唑菌酮假设 2020 年逐步投产，假设到 2022 年能提负荷到年产 1000 吨，价格和毛利率保持稳定；

除草剂板块：敌草隆和草甘膦产销量和价格毛利率保持稳定；业绩增量噁草酮和丙炔噁草酮假设 2021 年逐步投产，到 2022 年负荷提升到累计 1000 吨的年产能力，价格和毛利率保持稳定；

假设氯碱项目 2021 年二季度投产。

表 5：盈利预测拆分（单位：百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E

杀菌剂	收入	930.00	970.00	1170.00	1395.00
	毛利率	54%	53%	50%	49%
除草剂	收入	1069.91	1077.64	1265.64	1363.82
	毛利率	18%	19%	19%	24%
精细化工	收入	901.04	1081.50	1449.79	1449.79
	毛利率	34%	36%	38%	38%
其他	收入	209.42	209.42	209.42	209.42
	毛利率	53.13%	53.13%	53.13%	53.13%

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

5.2. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 33.39 亿元、40.95 亿元和 44.18 亿元，归母净利润分别为 5.67 亿元、6.82 亿元和 7.99 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.47 元和 1.72 元，当前股价对应 PE 分别为 19X、16X 和 13X。考虑到公司向上游拓展强化自身竞争力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值表（截至 2020 年 11 月 16 日收盘价）

公司	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS			P/E			P/B
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
广信股份	107.62	23.16	1.09	1.22	1.47	21.28	18.99	15.78	1.96
扬农化工	350.90	113.23	3.77	4.05	4.88	30.00	27.98	23.20	6.08
安道麦 A	190.53	8.44	0.12	0.27	0.43	71.41	31.16	19.79	0.90
长青股份	50.91	7.71	0.56	0.58	0.71	13.73	13.21	10.80	1.17

数据来源：Wind（除广信股份外为 Wind 一致预期），东吴证券研究所

6. 风险提示

环保要求提升废水处理成本的风险：公司的主要产品都有一定的含盐废水排放，随着环保标准趋严，含盐废水的处理成本不断增加。

锅炉装置不满足环保要求的风险：蔡家山基地的燃煤锅炉吨位较小，难以满足超净排放的要求，未来可能要逐步切换为天然气。

在建产能投产进度不达预期的风险：公司在建产能对未来业绩影响较大，有进展不达预期的风险。

广信股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4,498**	**4,961**	**5,494**	**6,208**
现金	682	1,121	1,343	2,223
应收账款	261	287	315	347
存货	610	603	887	686
其他流动资产	2,945	2,950	2,949	2,952
非流动资产	**2,101**	**2,228**	**2,406**	**2,477**
长期股权投资	0	80	80	80
固定资产	1,315	1,422	1,627	1,737
在建工程	316	262	240	205
无形资产	215	210	205	201
其他非流动资产	254	254	254	254
资产总计	**6,599**	**7,188**	**7,901**	**8,685**
流动负债	**1,459**	**1,482**	**1,512**	**1,498**
短期借款	99	99	99	99
应付账款	1,207	1,207	1,207	1,207
其他流动负债	152	175	206	191
非流动负债	**54**	**54**	**54**	**54**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	54	54	54	54
负债合计	**1,513**	**1,536**	**1,567**	**1,552**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	5,085	5,652	6,334	7,133
负债和股东权益	**6,599**	**7,188**	**7,901**	**8,685**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	695	514	338	871
投资活动现金流	-1,141	-92	-134	-12
筹资活动现金流	16	17	18	22
现金净增加额	-426	439	222	880
折旧和摊销	7	10	11	11
资本开支	222	47	179	70
营运资本变动	14	-1	-281	152

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,110**	**3,339**	**4,095**	**4,418**
减:营业成本	1,998	2,118	2,601	2,746
营业税金及附加	16	18	22	23
营业费用	111	117	144	155
管理费用	499	530	653	703
财务费用	-16	-17	-18	-22
资产减值损失	-63	0	0	0
加:投资净收益	79	38	47	58
其他收益	26	21	23	22
营业利润	**571**	**639**	**772**	**903**
加:营业外净收支	5	4	3	4
利润总额	**576**	**643**	**775**	**907**
减:所得税费用	71	76	93	108
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**506**	**567**	**682**	**799**
EBIT	562	627	769	875
EBITDA	569	637	780	886

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.09	1.22	1.47	1.72
每股净资产(元)	10.94	12.16	13.63	15.35
发行在外股份(百万股)	465	465	465	465
ROIC(%)	32.2%	35.0%	33.2%	39.3%
ROE(%)	9.9%	10.0%	10.8%	11.2%
毛利率(%)	35.8%	36.6%	36.5%	37.8%
销售净利率(%)	16.3%	17.0%	16.7%	18.1%
资产负债率(%)	22.9%	21.4%	19.8%	17.9%
收入增长率(%)	9.3%	7.3%	22.7%	7.9%
净利润增长率(%)	7.8%	12.1%	20.3%	17.1%
P/E	21.28	18.99	15.78	13.47
P/B	2.12	1.90	1.70	1.51
EV/EBITDA	13.07	10.97	8.68	6.64

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn