

建议申购

广信股份（603599）

2015年05月04日

国内具有较完整农药生产体系的专业厂商

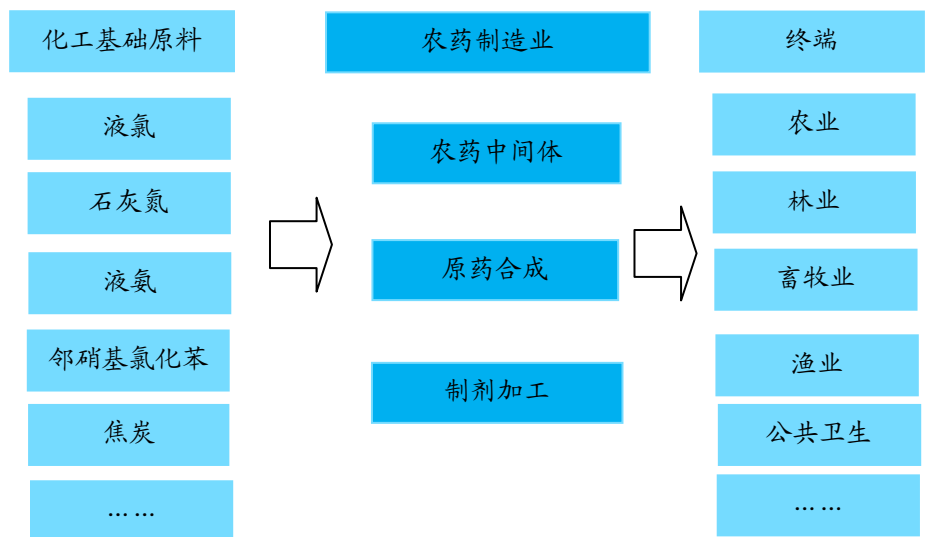
基础化工行业分析师：刘威
SAC 执业证书编号：S0850515040001
lw10053@htsec.com
0755-82764281

主要观点：

1. 广信股份：国内具有较完整农药生产体系的专业厂商

广信股份是主要从事以光气为原料的农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产和销售，主营产品包括多菌灵、甲基硫菌灵等杀菌剂，敌草隆、草甘膦等除草剂以及氨基甲酸甲酯、异氰酸酯等精细化工中间体三大类别十多个品种的产业构架，是国内少数具有较完整农药生产体系的专业厂商之一。公司的多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆产销规模、出口量及出口创汇额均居国内同行业前列。

图 1 广信股份产业链



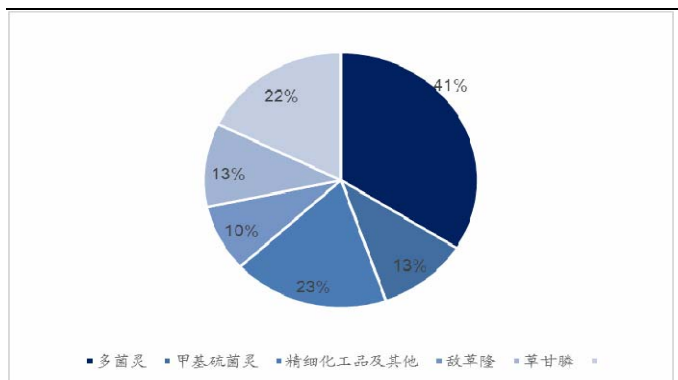
资料来源：海通证券研究所

广信股份是工业和信息化部生产光气监控的定点企业，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》，是国内较大的以光气为原料生产农药和精细化工中间体的企业。光气作为第三类监控化学品，各国对光气控制极严，光气生产资质准入门槛高，难以获得。拥有光气资源的优势，能自行供应上游关键中间体，保证了原药的品质和供货期。形成了农药中间体、原药合成和制剂加工三大主体构成了完整的农药行业产业链。上游是基础化工原料，主要有液氯、邻硝基氯化苯、液氨、石灰氮、焦炭等，下游为农林牧渔业及公共卫生等领域。

公司产品多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆、草甘膦、氨基甲酸甲酯，磺酰基异氰酸酯等，是目前的核心产品及主要收入来源。2014年，敌草隆原药产能利用率有所降低，多菌灵、甲基硫菌灵及精细化工中间体等产品产销形势良好。2014年，杀菌剂的销售收入占公司营业收入55.21%，除草剂的销售收入占公司营业收入的23.20%，精细化工品的销售收入占公司营

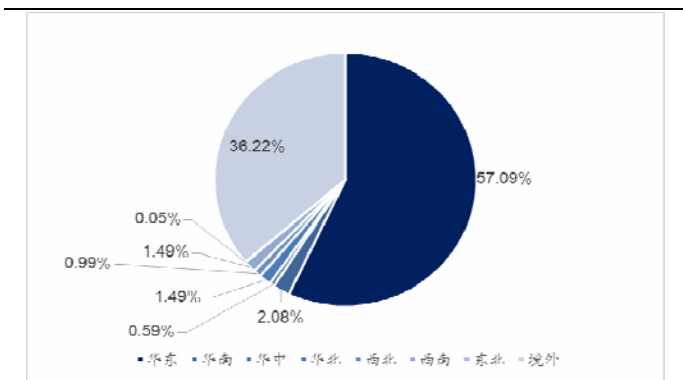
业收入的 21.60%。2012-2014 年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为 99.96%、99.98%及 99.98%，公司营业收入基本与主业相关，其他营业收入的占比较低。

图 2 2014 年广信股份主营业务收入结构



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

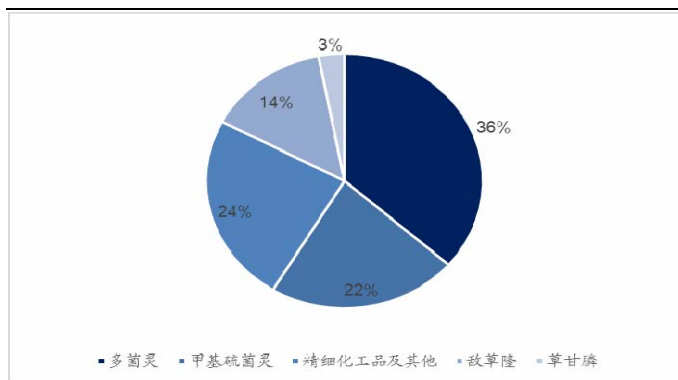
图 3 2014 年广信股份按地区收入结构



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所整理

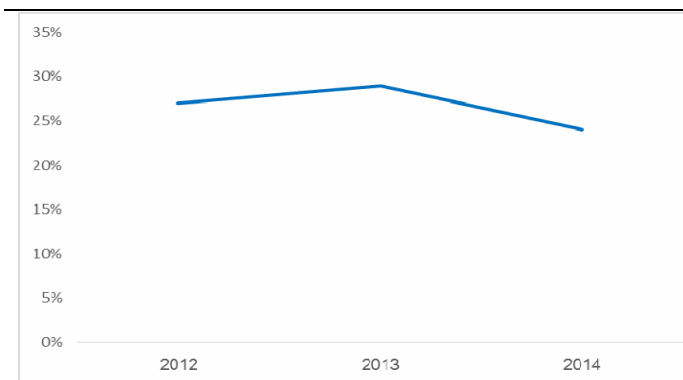
由于公司拥有光气的资源优势，光气类产品对企业的生产资质、技术水平要求较高，具有较高的进入壁垒，所以公司主营业务保持了较高的综合毛利率水平，在 2012-2014 年，其综合毛利水平为 26.75%、29.29%及 23.68%。

图 4 2014 年广信股份主营业务毛利结构



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

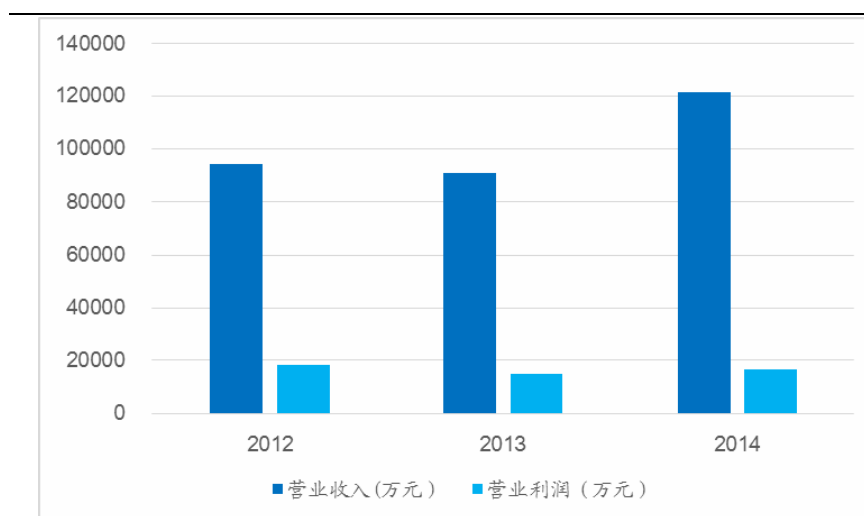
图 5 2012-2014 年广信股份综合毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所整理

公司业绩变化情况：受国内外经济景气度下降、行业竞争加剧及铜陵广信搬迁因素影响，公司 2013 年营业收入 90878.09 万元，较 2012 年度下降 3.70%；实现营业毛利 26612.70 万元，上涨 5.45%；实现净利润 15630.26 万元，下降 1.95%。2014 年，随着公司主要产品市场竞争形势的好转以及东至广信草甘膦项目的投产，公司实现营业收入 121429.59 万元，增长 33.62%；实现营业毛利 28753.76 万元，增长 8.05%。受东至广信投产后期间费用增长及计提存货跌价准备等因素影响，实现净利润降低 2.1%。

图 6 广信股份的营业收入和营业利润情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

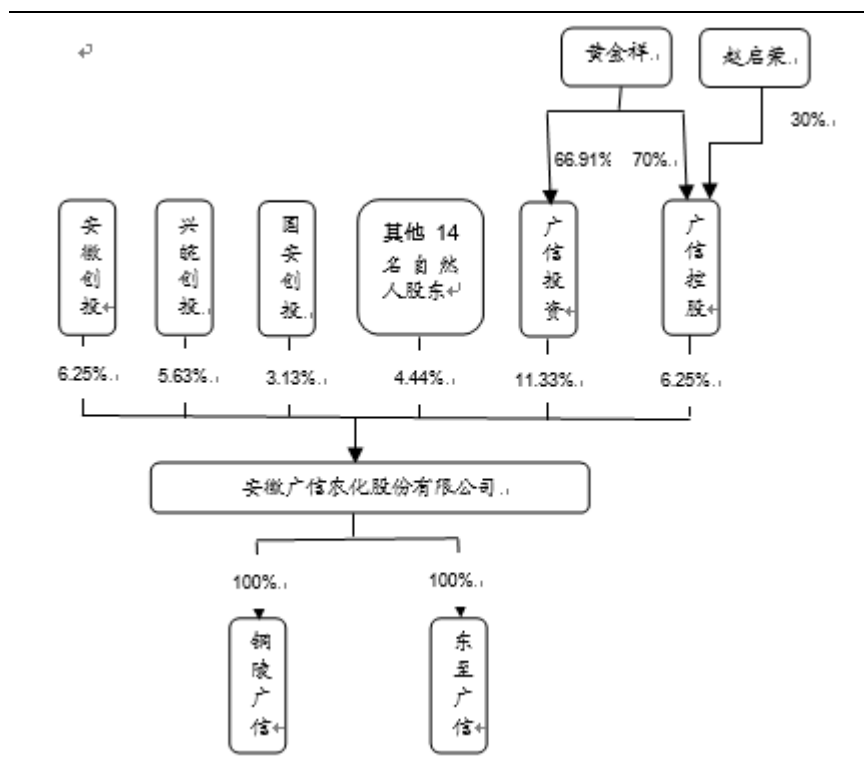
随着现代科学技术的快速发展，国内领先农化生产企业加大自主创新和研发投入，引进国外技术。2001年至2013年我国农药产量由69.6万吨增值319万吨，年复合增长率为13.53%。农药行业销售额从275.4亿元增至2464.4亿元，年复合增长率21.58%，我国业也称为全球第五大农药消费国，占全球农药市场销售额的5.23%。

行业竞争情况：我国对农药行业实行严格的监督管理，监管体系主要由行业进入许可制度、产品登记制度、产品生产许可制度、质量标准化管理制度以及产品进出口管理制度所构成。在我国，农药行业是国家重点发展的支农产业，而病虫害的抗药性发展以及农业生产环保要求的逐步提高，也推动农药的技术不断创新。

国内农药市场竞争较为充分，行业集中度较低，企业规模较小，整体呈现“大行业，小企业”的格局。目前我国农药生产厂家达1800多家，其中原药生产企业超过500家，由于产品普遍技术含量较低，附加值不高，尚未形成在国际市场有影响力的龙头企业。随着市场竞争的加剧、行业集中度的提高以及产品结构调整和换代升级，高效、安全、经济、环保新篇章已成为目前农药工业生产的主要品种，农药剂型将趋于精细化、环保化。

公司实际控制人为黄金祥、赵启荣夫妇。本次公开发行股票前，公司实际控制人黄金祥、赵启荣夫妇通过广信控股和广信投资间接控制公司本次发行前股本总额的80.56%。本次发行后，黄金祥、赵启荣夫妇控制的股份比例最低降至55.82%，仍为公司实际控制人。

图 7 广信股份发行后股权结构



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2.募投项目使公司主营业务产能扩张

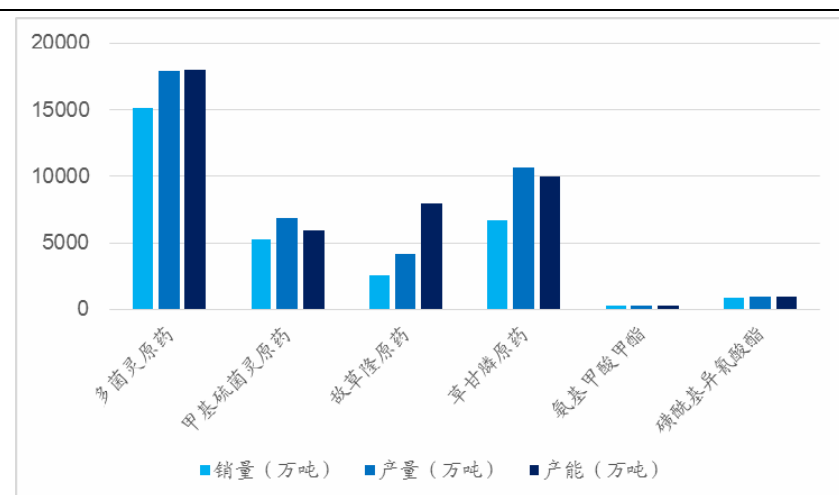
公司募投项目主要包括年产 8000 吨敌草隆项目、年产 3000 吨磺酰基异氰酸酯系列产品项目、年产 10000 吨甲基硫菌灵项目及补充流动资金项目。截止 2014 年 12 月 31 日，公司已利用自有资金先期投入 3687.03 万元与敌草隆项目建设、534.59 万元用于磺酰基异氰酸酯项目建设、415.25 万元用于甲基硫菌灵项目建设。本次公开发行股票数量为 4706 万股，募集资金 70071 万元，全部用于投资项目，募集资金到位后，首先置换已提前投入的资金。若实际募集资金少于小牧所需资金，公司将通过银行贷款和自有资金解决。

表 1 公司募投项目概况

募投项目名称	总投资额 (万元)	使用募集资金 (万元)
年产 8000 吨敌草隆项目	10908	10908
年产 3000 吨磺酰基异氰酸酯系列产品项目	25700	25700
年产 10000 吨甲基硫菌灵项目	13463	13463
补充流动资金项目	20000	20000
总计	70071	70071

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

募投项目的前景：募集资金项目建设将有效扩大公司产品产能，突破公司产能瓶颈，进一步发挥公司在技术、市场、品牌、管理等各方面的优势和专长，获取更大市场份额与发展空间，加大优势产品产能规模，实现规模化效应，巩固公司竞争优势。由于下游市场的强劲需求、农药工业自身的技术升级及国家产业政策的引导，公司合理配置产能，优化产品结构，实现农药工业产业结构转型，不断提升公司的盈利能力。

图 8 2014 年广信股份主营业务的产能、产量、销量对比情况


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所整理

3. 公司合理价值区间为 17.40-21.75 元

我们预计公司 2015-2017EPS 分别为 0.87、1.05、1.25 元 (发行后股本)。参考 A 股类似板块公司的估值, 我们认为给公司 2015 年 20-25 倍动态 PE 较为合理, 对应公司价值区间为 17.40-21.75 元。

表 2 广信股份主要财务数据及预测

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (万元)	121430	135018	150888	170836
同比增长 (%)	33.62	11.19	11.75	13.22
综合毛利率 (%)	24	23	25	26
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	15091	16355	19611	23381
同比增长 (%)	-2.10	7.56	20.03	19.35
全面摊薄后每股收益 (元)	1.08	0.87	1.05	1.25

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

风险提示: (1) 环保风险; (2) 汇率风险

表 3 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2015 (PE)	2016 (PE)
002215	诺普信	22.80	151.11	52.57	42.31
002496	辉丰股份	29.64	111.87	39.50	30.02
	平均值			46.04	36.17

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 收盘价为 2015 年 5 月 4 日, 诺普信和汇丰股份盈利预测均来自于 WIND 一致预期

表 4 广信股份利润表预测 (万元)

	2014	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	121430	135018	150888	170836
营业收入	121430	135018	150888	170836
二、营业总成本	104639	115654	127645	143095
营业成本	92676	103373	113582	127220
营业税金及附加	291	405	453	513
销售费用	3704	4186	4723	5347
管理费用	7086	7885	9204	10421
财务费用	-513	-195	-317	-406
资产减值损失	1395	0	0	0
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	16663	19364	23243	27740
加: 营业外收入	265	0	0	0
减: 营业外支出	102	0	0	0
五、利润总额	17558	19364	23243	27740
减: 所得税	2256	2905	3487	4161
六、净利润	15302	16459	19757	23579
减: 少数股东损益	212	105	146	198
归属于母公司所有者的净利润	15091	16355	19611	23381
七、每股收益:				
基本每股收益(最新股本摊薄, 元)	1.08	0.87	1.05	1.25

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威：基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：航民股份、日科化学、瑞丰高材、芭田股份、辉丰股份、新纶科技、联化科技、万华化学、海利得、华峰氨纶、泰和新材、闰土股份、回天胶业、金力泰、安利股份、华峰超纤、史丹利、东材科技、裕兴股份、扬农化工、桐昆股份、烟台万润、普利特、国瓷材料、奥克股份、诺普信、长青股份、赞宇科技、西陇化工

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。