

化工

2017年03月22日

广信股份 (603599)

——多菌灵龙头企业，从东至基地起航，打开公司成长性

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年03月21日

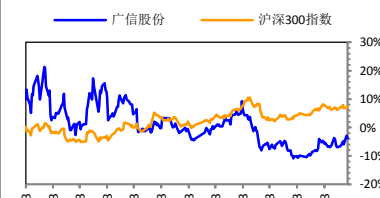
收盘价(元)	17.4
一年内最高/最低(元)	44.77/15.53
市净率	2.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2375
上证指数/深证成指	3245.22/10553.53

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	6.28
资产负债率%	28.08
总股本/流通A股(百万)	377/137
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

陈俊杰 A0230115110002
chenjj@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司是国内光气产业链的细分龙头，以光气为源头自产农药及精细化工品，主要农药包括多菌灵、敌草隆、草甘膦等，是国内多菌灵、敌草隆的主要供应商，市场占有率高，产品毛利率高企。2016年国内杀菌剂、除草剂出口量同比增长29.0%、17.7%，2017年1月出口量同比增长16.9%、46.5%，出口同比明显增长，反映公司业务迎来好转时机，预计未来综合毛利率企稳回升。2011年以来公司归母净利润相对稳定，公司前三季度实现归母净利润1.5亿元，同比增长8.9%，四季度草甘膦基本面也发生好转，2016年净利润有望同比实现较高增长。公司铜陵子公司已实现停产搬迁完毕，搬迁赔偿补贴陆续到位，东至子公司将作为主要生产地支撑未来发展，定增募集不超过13.99亿元募投项目，今明两年陆续投产，预期未来几年公司进入快速发展轨道。
- 产品格局改善，提价有望持续，周期弹性显著。公司拥有1.8万吨多菌灵、0.6万吨甲基硫菌灵、0.8万吨敌草隆、2万吨草甘膦，行业好转，产销量有望提升。公司多菌灵、敌草隆原药质量高，DAP/HAP指标优于FAO标准，公司成为国际供给主要通道。多菌灵的行业集中度较高，国内四家占了90%以上产能，由于环保严格化，宁夏地区多菌灵产能预计难以提升负荷，同时蓝丰生化、宁夏新安传统的硫化碱工艺面临工艺整改，一旦产能技改或影响供给的边际，多菌灵有望涨价。同时公司对1.5万吨/年邻苯二胺进行清洁化技改，向上游延伸自产邻硝基氯化苯，公司多菌灵毛利率中枢有望逐步上移。甲基硫菌灵作为替代品，市场或受多菌灵提振。敌草隆需求主要用于甘蔗，受益糖业及燃料乙醇景气上升，行业正在复苏，敌草隆负荷有望明显提升。
- 募投项目支撑未来成长性，东至引领公司起航。公司此次定增不超过13.99亿元，主要建设基地为东至子公司，计划新投两大产品，四大工程，即新建吡啶醚菌酯、噁唑菌酮产能，提升农药产能规模，在东至子公司建设热电联产、码头项目，提高东至广信经济效益。根据可研报告，预期满产能新增年利润超过4亿元，随着项目逐步投产，公司业绩稳定增长，成长性打开，估值中枢有望上修。
- 定增打开公司未来成长，首次覆盖给予“增持”评级。预计公司2016-2019年营业收入分别为14.57、17.70、20.44、26.68亿元，归母净利润分别为1.93、2.67、3.46、4.89亿元，增速为48%/38%/30%/41%，复合增速为39%，对应EPS为0.51/0.71/0.92/1.30元，公司当前股价对应PEG仅为0.63倍。由于农药行业景气向上，PE中枢在25-30倍，参照行业可比公司市盈率平均值29倍，结合未来高成长及次新股溢价，我们给予公司30倍估值，第一目标价21.3元，给予“增持”评级。
- 风险提示：环保核查对公司限产；定增项目投产进度低于预期。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,325	1,125	1,457	1,770	2,044
同比增长率(%)	9.16	8.76	9.92	21.48	15.48
净利润(百万元)	130	145	193	267	346
同比增长率(%)	-14.87	8.88	48.17	38.34	29.59
每股收益(元/股)	0.69	0.39	0.51	0.71	0.92
毛利率(%)	30.4	29.5	28.2	30.5	31.7
ROE(%)	5.8	6.1	8.1	10.1	11.6
市盈率	25		34	25	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

定增打开公司未来成长，首次覆盖给予“增持”评级。预计公司 2016-2019 年营业收入分别为 14.57、17.70、20.44、26.68 亿元，归母净利润分别为 1.93、2.67、3.46、4.89 亿元，增速为 48%/38%/30%/41%，复合增速为 39%，公司当前股价对应 PEG 仅为 0.63 倍。由于农药行业景气向上，PE 中枢在 25-30 倍，参照行业可比公司市盈率平均值 29 倍，结合未来高成长及次新股溢价，我们给予公司 30 倍估值，第一目标价 21.3 元，给予“增持”评级。

关键假设点

多菌灵价格维持高位；敌草隆需求持续好转；定增项目顺利推广。

有别于大众的认识

多菌灵的行业格局相对稳定，行业基本不会有新增产能，全球集中度高，主要集中在国内四家企业手中。从需求端看，由于气候改善及海外补库存，杀菌剂出口自去年四季度以来同比明显好转，去年同比增长 29%；供给端，环保趋严使得多菌灵供应偏紧，预期未来宁夏产能难以恢复高负荷生产，低产能利用率将成为常态，**公司市场占有率超过 4 成，具有一定的市场议价能力，将成为多菌灵主要供给通道。**目前国内多菌灵传统工艺硫化碱工艺已被工信部归类为落后工艺，将逐渐禁止淘汰，**未来产能技改或影响行业供给的边际，多菌灵有望涨价。**

公司此次定增实施 1.5 万吨/年中间体邻苯二胺清洁化生产技改项目，使用的是催化加氢工艺，一方面符合环保要求，另一方面也可以降低成本；同时公司产业链向上游延伸，年产 20 万吨的对（邻）硝基氯化苯项目预计今年逐步投产，有望明显提升产品毛利率，**公司未来多菌灵、甲基硫菌灵的毛利率中枢有望上移。**

公司未来的成长性将打开，东至子公司将成为新产能的所在地，**2016 年底顺利通过高新技术企业认证有望享受所得税优惠政策，对公司的综合净利润提高明显；**此次定增 13.99 亿元募投新项目，根据可研报告，预期满产能新增年利润超过 4 亿元，随着项目逐步投产，公司业绩稳定增长，成长性打开，估值中枢有望上修。

股价表现的催化剂

多菌灵涨价；敌草隆涨价；定增项目投产进度超预期。

核心假设风险

环保核查对公司限产；定增项目投产进度低于预期。

目录

1. 国内光气产业链的细分龙头，行业壁垒支撑稳定高毛利	6
1.1 公司业绩增长稳定，毛利率高	6
1.2 拥有光气资源，具有一定行业壁垒	7
1.3 股东战略性减持完毕，承诺半年不减持，短期利空消除	8
1.4 铜陵搬迁完毕，东至子公司通过高新企业认证，公司进入快速发展轨道	9
2. 产品格局改善，提价有望持续，周期弹性显著	10
2.1 多菌灵供需双改善，焕发又一春	10
2.2 甲基硫菌灵作为替代品，市场或受多菌灵提振	13
2.3 受益糖业及燃料乙醇景气上升，敌草隆周期复苏	14
3. 募投项目支撑未来成长性，东至引领公司起航	17
3.1 向上游延伸，进行中间体工艺技改，改善产品毛利	17
3.2 新建吡唑醚菌酯产能，提升盈利能力	18
3.3 扩建热电联产项目，提高东至广信经济效益	20
3.4 定增建设码头项目，保障公司原料供应和成品出口	22
4. 盈利预测及投资评级	22
4.1 投资观点	22
4.2 弹性分析	23
4.3 盈利预测及投资评级	23

图表目录

图 1: 公司主营收入构成	6
图 2: 公司综合毛利率高企, 杀菌剂优势明显	6
图 3: 公司营业收入实现连续三年增长 (亿元)	7
图 4: 公司 2016Q3 归母净利润实现同比增长 (亿元)	7
图 5: 公司主要产品均以光气为原料合成而来	7
图 6: 公司股权结构	8
图 7: 杀菌剂产量明显复苏 (万吨)	10
图 8: 2016 年以来我国杀菌剂出口大幅上升 (万吨)	10
图 9: 2016 年我国农药出口量前 10 名 (万吨)	11
图 10: 我国多菌灵主要生产企业产能 (万吨)	11
图 11: 公司多菌灵产能、产量及销量 (吨)	11
图 12: 我国 98%多菌灵原药进入价格上升通道 (元/吨)	12
图 13: 多菌灵生成工艺流程图	12
图 14: 公司邻硝基氯化苯占总采购成本 30%左右 (万元)	12
图 15: 我国甲基硫菌灵主要生产企业产能 (万吨)	13
图 16: 公司甲基硫菌灵产能、产量及销量 (吨)	13
图 17: 13 年以来我国除草剂产量基本稳定 (万吨)	14
图 18: 16 年以来我国除草剂出口大幅上升 (万吨)	14
图 19: 敌草隆为甘蔗的主要除草剂	14
图 20: 世界主要甘蔗生产国产量 (亿吨)	14
图 21: 全球食糖市场规模 (亿吨)	15
图 22: 甘蔗价格和食糖价格涨跌同步 (元/吨)	15
图 23: 全球燃料乙醇产量迅速上升 (十亿升)	15
图 24: 原油价格推动美国燃料乙醇产量快速上升	15
图 25: 公司是我国敌草隆产能最大生产企业 (万吨)	16
图 26: 公司敌草隆产能、产量及销量 (吨)	16
图 27: 2016 年 2 月以来我国敌草隆价格一路上涨 (元/吨)	16
图 28: 全球销售额前十的农药 (2014 年, 亿美元)	18

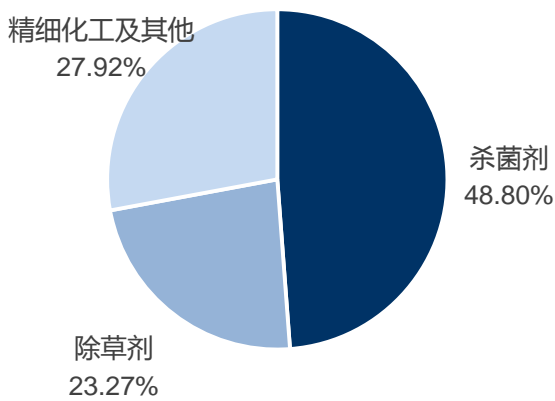
图 29: 吡唑醚菌酯销售额增长亿美元.....	18
图 30: 2014 年吡唑醚菌酯在主要作物上的销售额 (亿美元)	19
图 31: 国内吡唑醚菌酯登记作物分布图	19
图 32: 2014 年吡唑醚菌酯全球各区域市场分布	20
图 33: 全球前十国家和地区吡唑醚菌酯销售额 (亿美元)	20
表 1: 公司主要产品	6
表 2: 光气行业准入壁垒高.....	7
表 3: 光气工艺与传统氯化亚砷工艺相比优势明显.....	8
表 4: 公司主要产能及规划.....	9
表 5: 我国主要农作物疾病发病率情况	10
表 6: 公司多菌灵原药性能与国内/国际标准对比	11
表 7: 公司变更募投项目情况	17
表 8: 公司 2016 年定增项目	17
表 9: 全球前两大杀菌剂对比	18
表 10: 我国主要吡唑醚菌酯产能一览	20
表 11: 我国热电联产主要政策	21
表 12: 公司募投热电联产项目主要经济指标	21
表 13: 农药可比上市公司财务数据	23
表 14: 利润表	24

1. 国内光气产业链的细分龙头，行业壁垒支撑稳定高毛利

1.1 公司业绩增长稳定，毛利率高

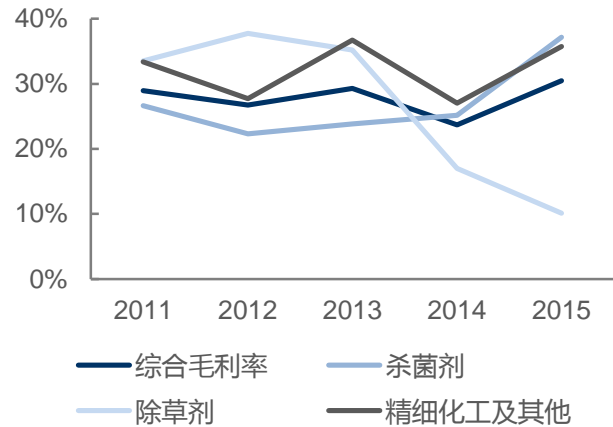
公司是国内具备光气产业链的农药细分领域龙头，公司主要产品包括杀菌剂、除草剂和精细化工类产品，收入分别占比 49%、23%和 28%。杀菌剂主要包括多菌灵、甲基硫菌灵，除草剂主要包括敌草隆、草甘膦。其中多菌灵、甲基硫菌灵和敌草隆等主营产品市场占有率高，产能均位居全国前 3，具有一定议价权，产品毛利率高，15 年同比均有提升。2015 年受油价、粮价下滑影响，公司除草剂毛利率下降明显，随着油价、粮价止跌企稳，全球农药市场进入补库存周期，公司除草剂供需有望改善，公司综合毛利率有望企稳回升。

图 1：公司主营收入构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司综合毛利率高企，杀菌剂优势明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

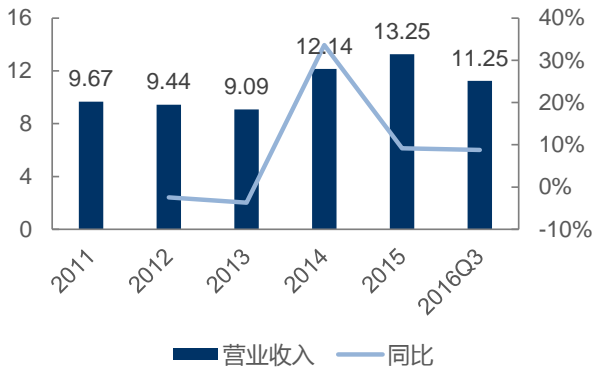
表 1：公司主要产品

产品名称	性质、用途、功效
杀菌剂	多菌灵 高效广谱内吸性杀菌剂，具保护、治疗和铲除作用，对子囊菌和半知菌中许多病原菌有良好抑制活性。
	甲基硫菌灵 高效广谱内吸性低毒杀菌剂，主要用于防治稻麦、甘薯的白粉病、菌核病、灰霉病、炭疽病等。
除草剂	敌草隆 具有内吸传导作用和触杀作用的水用和旱用化学除草剂，主要用于甘蔗、棉花、芦笋、柑桔、凤梨等。
	草甘膦 高效、低毒、广谱非选择性除草剂，能有效防除一年生、二年生禾本科、莎草科和阔叶杂草。
精细化工	氨基甲酸甲酯 农药生产中，可用于生产多种杀虫剂、杀菌剂和杀螨剂。
中间体	异氰酸酯 单异氰酸酯是有机合成的重要中间体，可制成氨基甲酸酯类杀虫剂、杀菌剂、除草剂。

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

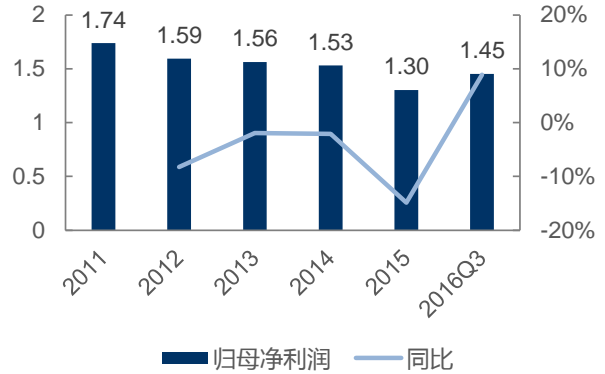
公司营业收入增长稳定，2016Q3 实现营收 11.2 亿元，同比增长 8.8%。2011 年以来公司归母净利润相对稳定。2016 年受我国杀菌剂整体出口量提升影响，公司前三季度实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 8.9%，四季度草甘膦等除草剂基本面也发生好转，2016 年净利润有望同比实现较高增长。

图 3: 公司营业收入实现连续三年增长 (亿元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 公司 2016Q3 归母净利润实现同比增长 (亿元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.2 拥有光气资源, 具有一定行业壁垒

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、聚氨酯材料等领域, 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。光气在农药领域中应用广泛, 公司主要产品多菌灵、甲基硫菌灵及敌草隆等均以光气为中间体合成而来。

生产资质准入门槛高, 公司毛利率长期维持高位。光气为剧毒气体, 各国对其控制极严, 公司是工信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》, 是国内以光气为原料生产农药及精细化工中间体的细分龙头。成熟掌握准入门槛较高的光气资源, 是公司毛利率水平长期维持高位的重要原因。

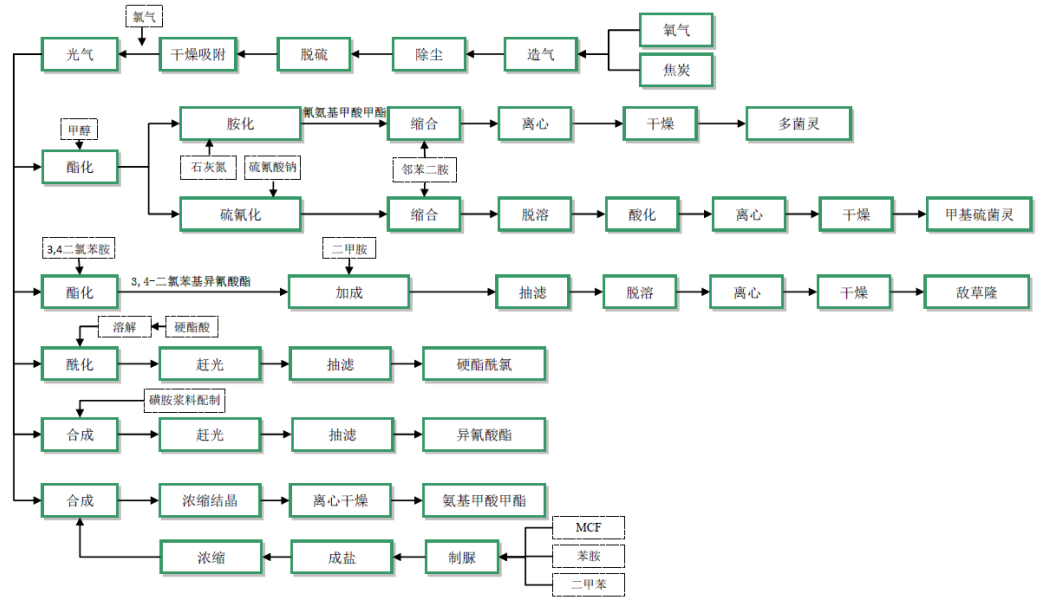
公司光气生产工艺技术成熟稳定, 生产设备国内先进, 与传统的氯化亚砷生产工艺相比, 在生产规模、产品品质和环保等方面具有明显的优势。依托光气资源优势, 与美国杜邦公司、日本曹达公司、台湾兴农公司等国内外知名农化产品生产厂家建立了长期稳定的合作关系。

表 2: 光气行业准入壁垒高

行业进入壁垒	主要内容
政策准入壁垒	国家对农药行业实行行政许可制度, 农药产品获得登记之前需经 2 年 5 地域田间试验和毒性、环境及残留实验, 完成产品登记通常需要 2~3 年。
技术壁垒	光气生产企业都掌握着一定的专业技术。
资金规模壁垒	原药企业最低注册资本要求已由 3000 万元调增至 5000 万元。
环保壁垒	国际市场在绿色环保背景下对农药的使用和进口采取严格的管制, 导致我国出口企业在质量控制、检验、登记方面要负担更高成本和更长周期。
市场先行壁垒	农户对农药的选购主要依赖经验, 对质量稳定、服务良好的企业较为信赖。

资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

图 5: 公司主要产品均以光气为原料合成而来



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 3：光气工艺与传统氯化亚砷工艺相比优势明显

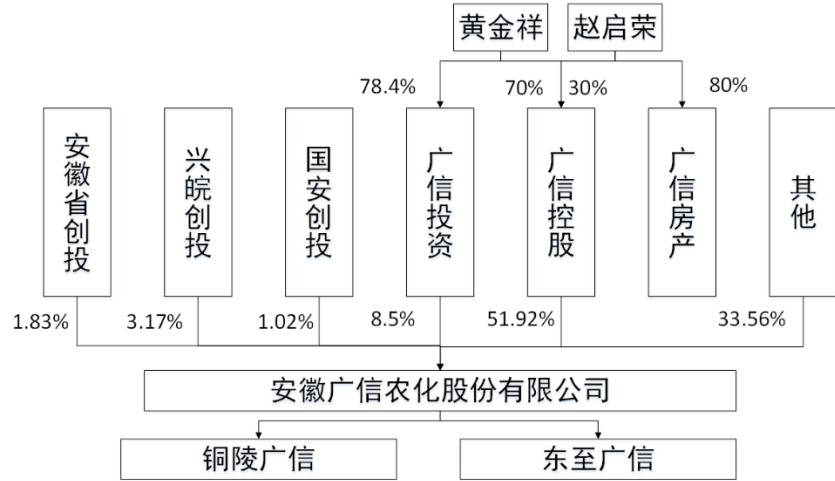
项目	光气生产工艺	氯化亚砷生产工艺
生产规模	突破技术瓶颈，可规模化生产。	应用于聚碳酸酯和芳香族异氰酸酯合成，规模较小。
生产成本	主要原料为液氯和焦炭，原料成本低。	成本高、条件苛刻、副反应多。
产品品质	光气含量高，杂质少，有害杂质低、纯度高。	部分原料含有硫、磷等杂质，对下游产品质量有影响。
环境保护	工艺清洁，主要废气氯化氢用水吸收后可以生成盐酸。	废气中含有的二氧化硫和硫化氢，产生大量的废液。
安全性	光气剧毒，安全投入较高，对于工艺设计要求较高。	氯化亚砷高毒，安全生产方面投入较大。

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

1.3 股东战略性减持完毕，承诺半年不减持，短期利空消除

公司是民营企业，第一股东是广信控股，实际控制人是黄金祥和赵启荣夫妇，两人合计持有公司股份 60.42%。此次减持（2016 年 12 月 8 日-2017 年 3 月 8 日），持股 1% 以上的三大股东，一致行动人安徽省创投、兴皖创投、国安创投，占公司总股本由 8.94% 减至 6.02%，据悉，此次减持为战略退出，属于首发限售解除后的正常减持。同时三家均承诺未来六个月内不再增减持公司股份，短期利空消除。

图 6：公司股权结构



资料来源: wind, 申万宏源研究

1.4 铜陵搬迁完毕, 东至子公司通过高新企业认证, 公司进入快速发展轨道

公司原先具有两个全资子公司, 铜陵广信及东至广信, 铜陵子公司已实现停产搬迁完毕, 搬迁赔偿补贴陆续到位。东至子公司 2015 年营收约 10 亿元, 预计 2016 年变化不大, 公司未来扩建农药产能, 以及定增项目主要在东至进行, 预计投产后东至子公司营收规模将出现较大幅度增长, 该子公司已于 2016 年底通过高新技术企业认定, 将按 15% 的税率享受国家高新技术企业的优惠政策, 对公司未来至少两年的净利润增长有一定贡献。公司此次定增募集不超过 13.99 亿元, 部分项目已经开始建设, 预计今明两年即可投产, 可预期未来几年公司将进入快速发展轨道。

表 4: 公司主要产能及规划

	母公司	东至广信
多菌灵	6000	12000
甲基硫菌灵	6000	
敌草隆	8000	
邻苯二胺		15000
草甘膦		10000
光气	20000	20000
对(邻)硝基氯化苯项目		200000
吡唑醚菌酯		3000
噁唑菌酮		1200
热电联产		√
码头		√

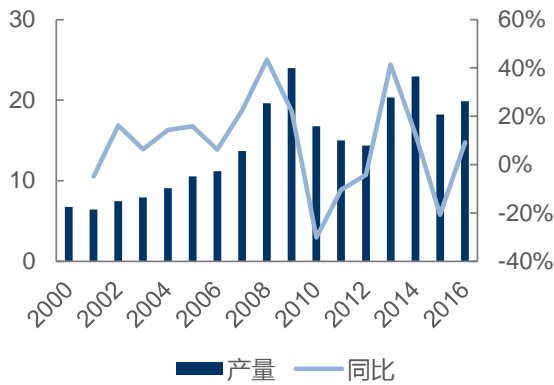
资料来源: 公司公告、申万宏源研究 (“√”表示为所在地)

2. 产品格局改善，提价有望持续，周期弹性显著

2.1 多菌灵供需双改善，焕发又一春

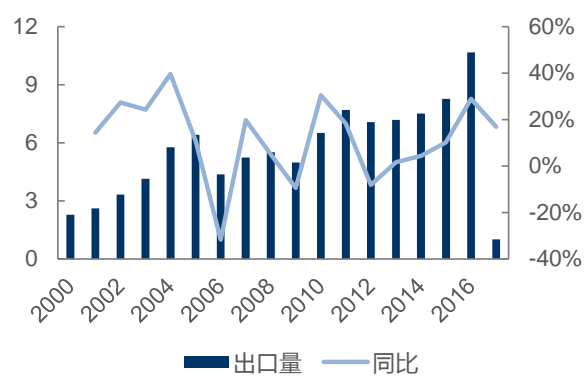
杀菌剂板块明显回暖。杀菌剂通常用于防治各类病原微生物，从应用领域来看，谷物、水果和蔬菜、非农用领域、大豆等作物都是杀菌剂的主要市场。因为去年底暖冬气候，今年春节早订单提前体现，及同比厄尔尼诺影响弱化，2016年四季度以来我国杀菌剂市场出现明显回暖，杀菌剂2016年全年产量19.9万吨，同比增长9.2%，全年出口量达到10.7万吨，同比增长29.0%，2017年1月出口量1.02万吨，同比增长16.9%。

图7：杀菌剂产量明显复苏（万吨）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图8：2016年以来我国杀菌剂出口大幅上升（万吨）



资料来源：海关总署，申万宏源研究

多菌灵属于杀菌剂中的大宗品种，具有高效低毒、广谱性、适配性强、应用领域广等特点，主要应用于水稻、小麦、棉花、油菜、果树、蔬菜等农作物领域，这几种作物的市场份额均超过了杀菌剂市场总额的10%。国内需求来看，根据农业部中国农业发展报告统计，我国主要农作物发病率较高，甚至在50%以上，其中水稻稻瘟病发病率达到91%，小麦白粉病和赤霉病合计发病率达到56%，油菜菌核病发病率达到50%。

表5：我国主要农作物疾病发病率情况

农作物	农作物疾病	种植面积 (亿亩)	对应发病面积 (亿亩)	对应发病率
小麦	白粉病/赤霉病	3.4	1.2/0.7	35.3%/20.6%
水稻	稻瘟病/纹枯病	4.4	4/0.9	90.9%/20.5%
油菜	菌核病	1	0.5	50.0%
商品化蔬菜	轮纹病/炭疽病	2.6	合计1亩次	合计38.5%
果树	轮纹病/炭疽病	1.4	合计0.35亩次	合计25.0%

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

原药品质高，在全球竞争优势明显。公司多菌灵生产技术系公司自主研发完成，通过对关键中间体邻苯二胺的精馏提纯等，成功解决抑制微量杂质DAP/HAP的难题，产品中的HAP+DAP≤2.5ppm，优于FAO≤3.5ppm标准，突破国外技术垄断。国外厂家由于采购成本高、

劳动力成本高,生产规模受到了限制,而国内企业生产的多菌灵质量普遍达不到 FAO 标准,无法进入欧美等高端市场,主要限于国内和其他发展中国家的农药市场,公司产品供给成为了国际主要通道。公司高品质多菌灵技术壁垒较高,使其长期维持较高毛利率。

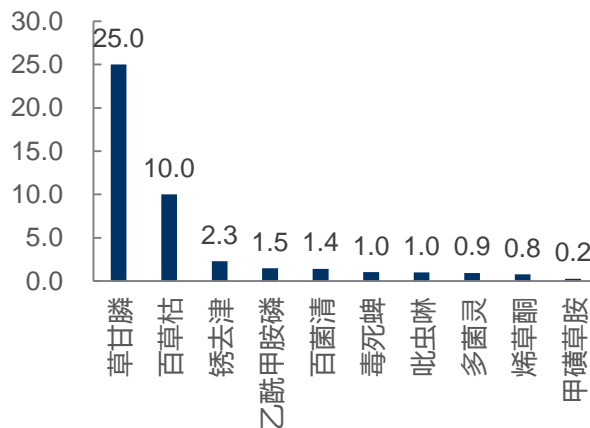
表 6: 公司多菌灵原药性能与国内/国际标准对比

技术指标	企业水平	国内标准	FAO
质量分数 (%)	≥98	≥98	≥98
HAP (mg/kg)	≤0.5	未要求	≤0.5
DAP (mg/kg)	≤2.0	未要求	≤3.0
干燥减量 (%)	≤0.5	≤0.5	≤0.5

资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

目前多菌灵用量较大的地区主要包括巴西、阿根廷、印度、东欧、东南亚、韩国、埃及、玻利维亚、委内瑞拉等地。由于多菌灵应用领域广泛, 2016 年出口量达到 0.94 万吨, 进入我国农药出口量前 10 名。

图 9: 2016 年我国农药出口量前 10 名 (万吨)

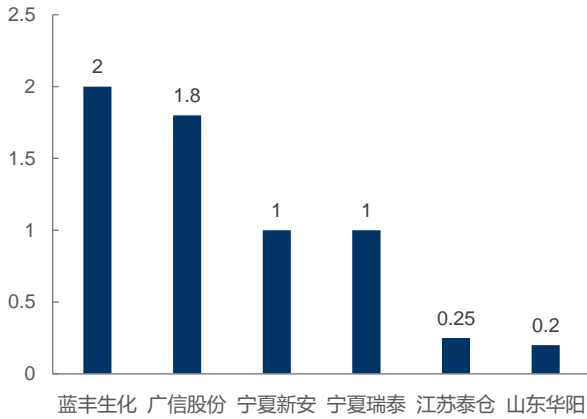


资料来源: 中国农药网, 申万宏源研究

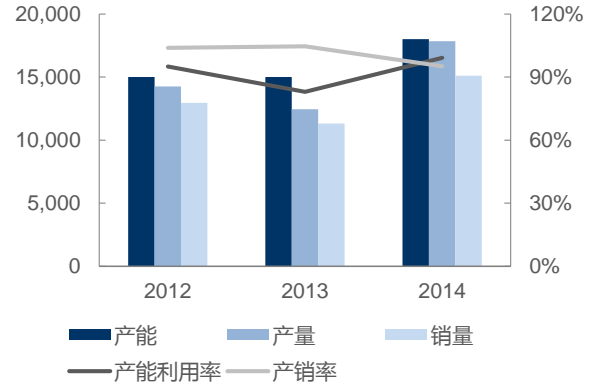
行业集中度高,全球产能集中在中国。我国产能 6 万余吨,主要生产企业为公司、蓝丰生化、宁夏新安、宁夏瑞泰、江苏泰仓和山东华阳等六家,前四家集中度高达 90%以上。其中公司是国内多菌灵产品的主导生产厂家之一,在业内具有一定的工艺技术、规模生产和客户资源优势,公司多菌灵市场占有率超过四成,具有一定的市场议价能力。公司多菌灵产销率高,2014 年产能利用率达到 99%,产销量达到 95%,也反映了产品受市场广泛认可。

图 10: 我国多菌灵主要生产企业产能 (万吨)

图 11: 公司多菌灵产能、产量及销量 (吨)



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

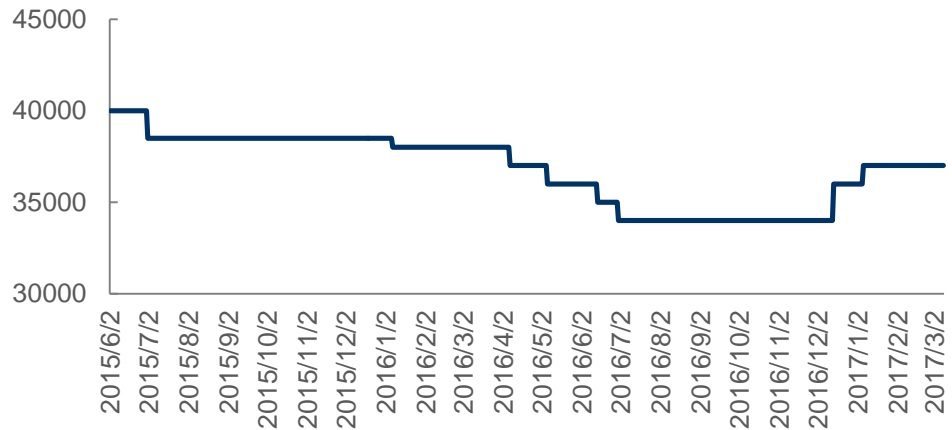


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

多菌灵为国内产能过剩行业，农业部规定除有重大技术革新的技改，不得新增生产能力。

2017 年年初以来，由于气候同比改善，农药需求明显复苏，多菌灵市场需求量提升，由于供给偏紧，其价格进入上升通道，目前市场价从 3.4 万/吨上提到 3.7 万元/吨左右。供给偏紧的原因，源于宁夏地区产能的低开工率。2016 年国内开工率预计不超过 50%，15 年因为环保问题宁夏蓝丰装置被迫停产，一直未实现全面恢复，而由于环保严格化，新安、瑞泰的产能也无法实现高负荷生产，导致国内整体产能利用率偏低，公司成为了多菌灵供给的主要通道，有望直接受益于供需紧张带来的涨价红利。

图 12：我国 98%多菌灵原药进入价格上升通道（元/吨）



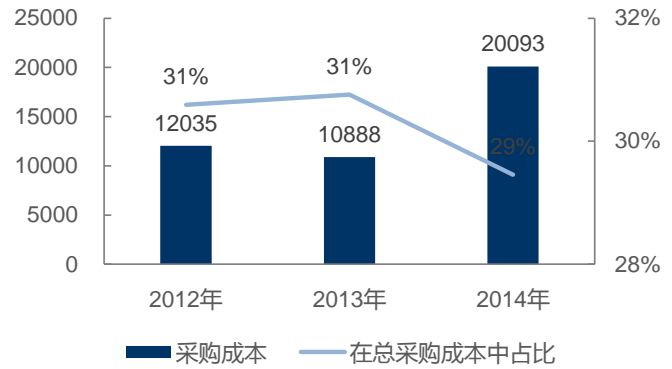
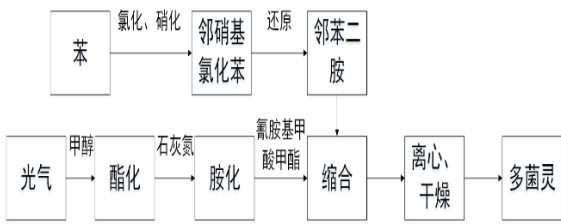
资料来源：百川资讯，申万宏源研究

产业链向上游延伸，公司毛利水平有望进一步提升。

邻硝基氯化苯是公司生产多菌灵的基本原料，之前一直从外部采购而来，2014 年该单项原料采购成本 2 亿元以上，在营业成本中占比超过 20%。公司变更 2015 年原募投项目，将原计划用于敌草隆等项目资金变更为年产 20 万吨的对(邻)硝基氯化苯项目。

图 13：多菌灵生成工艺流程图

图 14：公司邻硝基氯化苯占总采购成本 30%左右（万元）



资料来源：申万宏源研究

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司从原来直接外购邻硝基氯苯合成多菌灵，到定增后购买原料自己合成邻硝基氯苯再合成多菌灵，产业链向上游延伸，一方面将有助于降低多菌灵的生产成本，提升公司毛利率水平，另一方面也体现了公司大工程化管理能力的信心。

目前国内多菌灵主流企业，除了瑞泰采用催化加氢工艺，其他基本使用硫化碱工艺，该工艺已被工信部归类为落后工艺，将逐渐禁止淘汰。2016年公司定增募集1.5亿元，投资于东至广信1.5万吨/年邻苯二胺清洁化生产技改项目，使用催化加氢替代硫化碱工艺，该定增项目一方面实现邻苯二胺的清洁化生产，是未来发展趋势，另一方面也可以降低成本，提高产品纯度。

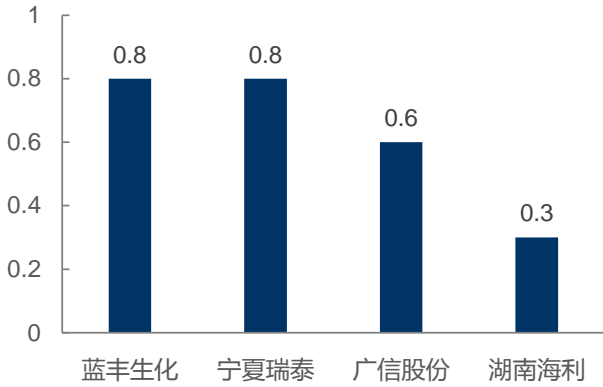
2.2 甲基硫菌灵作为替代品，市场或受多菌灵提振

甲基硫菌灵是多菌灵的替代产品，常规杀菌剂品种的长期使用，导致对传统品种抗性增加，防治效果降低，为甲基硫菌灵等新型、高效杀菌剂提供了良好的市场机遇。随着未来小麦、水稻等主要农作物产量的不断提升，预计未来几年，甲基硫菌灵在国内市场的用量将呈稳步上升趋势。

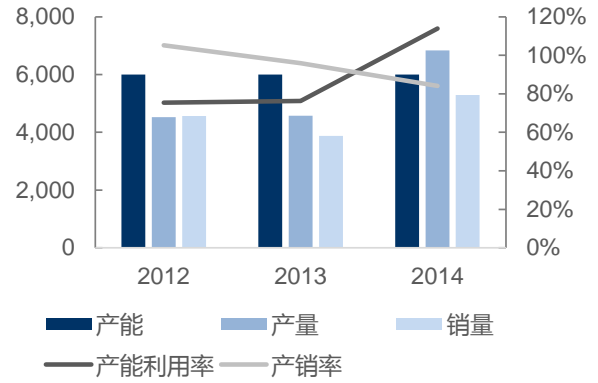
国内主要生产厂家包括公司、蓝丰生化、湖南海利等。公司是国内甲基硫菌灵较大规模生产基地之一，产能是6000吨/年，位于国内行业前3。产品含量达97%以上，拥有较强的DAP/HAP杂质控制技术，工艺技术成熟稳定。公司2014年甲基硫菌灵产能利用率达到114%，产销量达到84%，产品受到市场广泛认可。公司甲基硫菌灵业务长期与日本曹达公司合作，销售稳定。

图 15：我国甲基硫菌灵主要生产企业产能（万吨）

图 16：公司甲基硫菌灵产能、产量及销量（吨）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

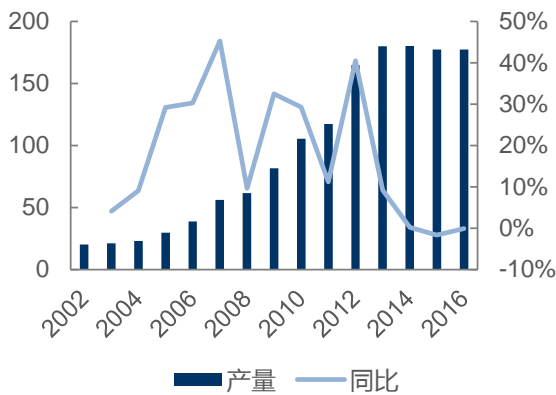


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2.3 受益糖业及燃料乙醇景气上升，敌草隆周期复苏

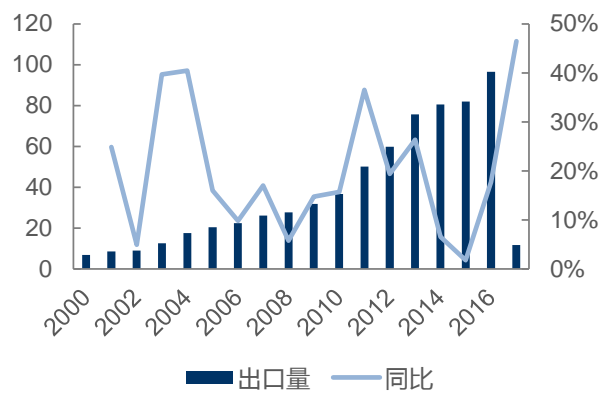
敌草隆属于脲类除草剂，最早是由美国杜邦公司开发生产，主要应用于甘蔗、棉花、玉米、芦笋、柑桔等多种农作物，目前需求量较大地区主要分布在巴西、印度、美国、中国及欧盟等。敌草隆作为甘蔗种植的特效除草剂产品，目前在甘蔗种植领域使用量最大。

图 17：13 年以来我国除草剂产量基本稳定（万吨）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

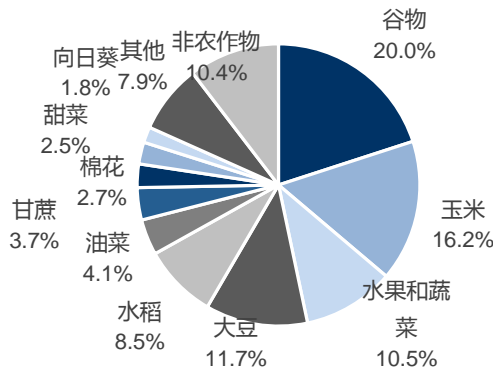
图 18：16 年以来我国除草剂出口大幅上升（万吨）



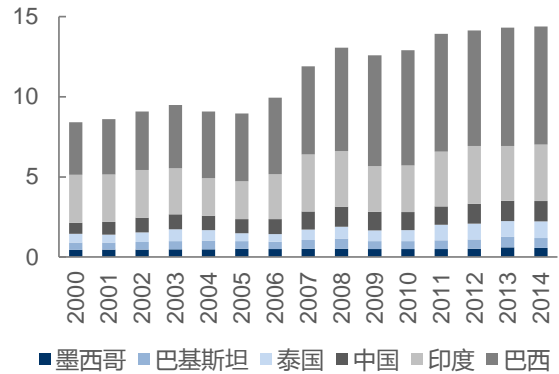
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 19：敌草隆为甘蔗的主要除草剂

图 20：世界主要甘蔗生产国产量（亿吨）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究



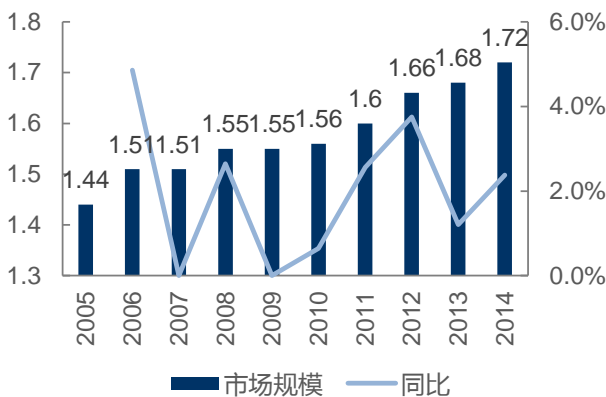
资料来源：FAO，申万宏源研究

公司自 2010 年以来与美国杜邦在敌草隆产品上合作，杜邦是敌草隆的研发者，市场占有率较高。由于产品登记原因，2014 年之前杜邦无法直接采购敌草隆产品在巴西市场销售，作为替代方案，杜邦向公司采购敌草隆的关键中间体 3,4-二氯苯基异氰酸酯。2014 年之后解决了产品登记问题，杜邦直接向公司采购敌草隆产品。目前巴西消费市场明显好转，杜邦进行补库存，敌草隆销售有望提振。

甘蔗下游应用领域主要包括食糖、燃料乙醇等。

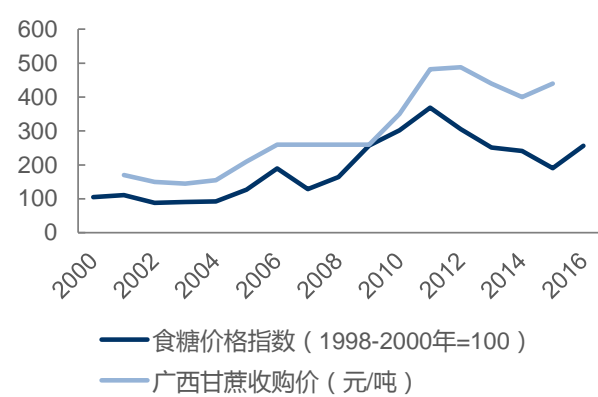
食糖是全球贸易的主要农产品之一，其中全球蔗糖产量占食糖总产量的 80%左右，且每年食糖贸易中的蔗糖贸易占有量超过 90%。2005-2014 年世界食糖消费量从 1.44 亿吨逐步增加至 1.72 亿吨，年均复合增长率 2.01%。

图 21：全球食糖市场规模（亿吨）



资料来源：FAO，申万宏源研究

图 22：甘蔗价格和食糖价格涨跌同步（元/吨）

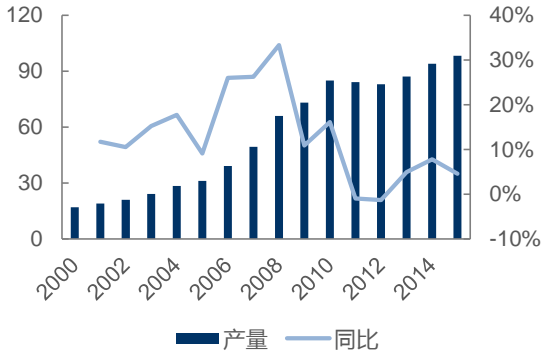


资料来源：FAO，广西物价局，申万宏源研究

燃料乙醇具有再生性、成本低、清洁环保等优势，市场规模快速增加，2000-2015 年全球燃料乙醇产量复合增速达到 13.4%。作为传统燃料原油的替代品，其与国际原油价格呈现明显正相关性。国际油价上涨推动了燃料乙醇的产量迅速增加。未来随着国际油价回升，燃料乙醇产量也将水涨船高，进而推动甘蔗种植面积增加，有利于敌草隆使用量增长。

图 23：全球燃料乙醇产量迅速上升（十亿升）

图 24：原油价格推动美国燃料乙醇产量快速上升



资料来源：全球可再生能源网，申万宏源研究

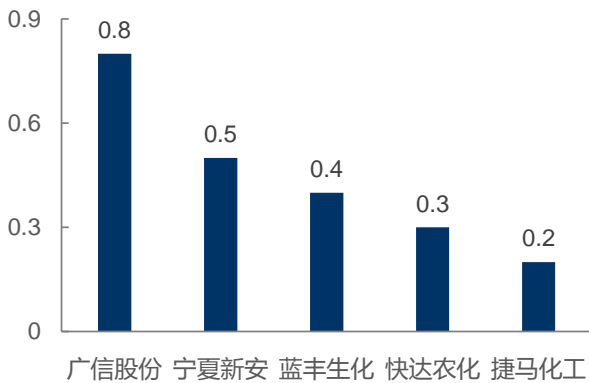


资料来源：Wind、申万宏源研究

敌草隆国内主要生产厂家包括公司、宁夏新安、蓝丰生化、快达农化和捷马化工，也是集中度较高的产品。公司是目前国内敌草隆产能最大的企业，年产 8000 吨敌草隆原药项目入围重点产业振兴和技术改造项目，并于 2011 年收到政府补助 400 万元。由于产品各项指标性能优异，产品销往巴西、印度、美国、欧盟等地，其敌草隆外销占比约为 70%左右。

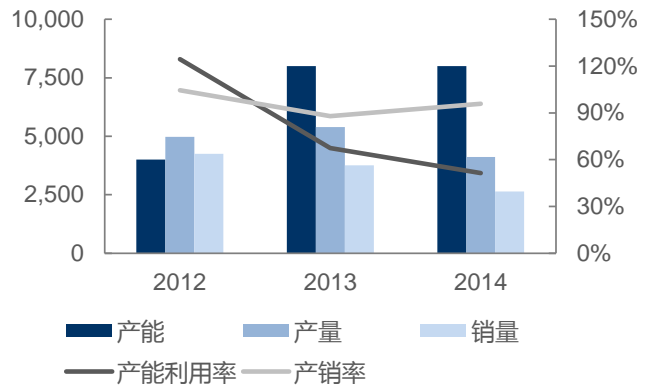
公司 2014 年敌草隆产销量有所下滑，主要是因为 2014 年初巴西（巴西是世界甘蔗种植面积最大的国家）甘蔗主产区遭遇持续干旱，甘蔗种植面积下降。随着 14 年下半年巴西甘蔗种植面积的恢复，市场企稳回升，公司 14 年下半年敌草隆原药销量 1859 吨，较上半年增长 137.4%。2015 年巴西甘蔗种植面积达到 1087 万公顷，同比增长 2.1%，受益于此，公司 15 年除草剂销量大幅增加，同比增长 27.5%。

图 25: 公司是我国敌草隆产能最大生产企业 (万吨)



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

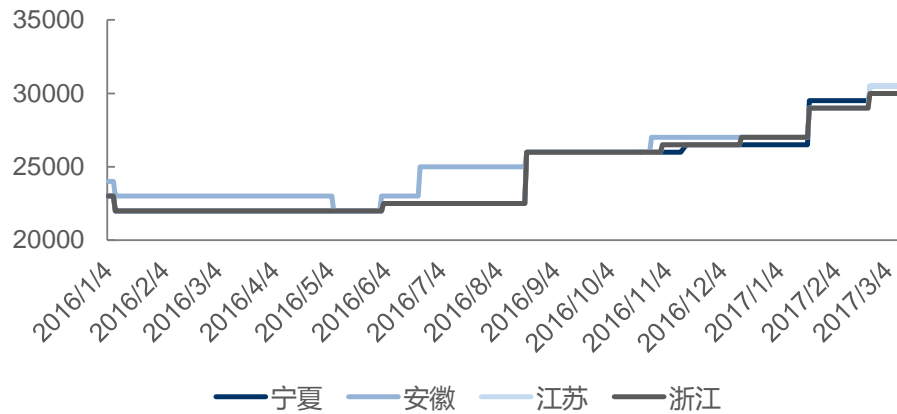
图 26: 公司敌草隆产能、产量及销量 (吨)



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

由于去年食糖和燃料乙醇等领域逐渐回暖，敌草隆市场需求端旺盛，同时主要生产厂商蓝丰生化和捷马化工因为环保等因素装置停产检修，2016 年下半年以来敌草隆市场价格一路上涨。叠加上近期春耕农药需求旺季的到来，近期敌草隆价格有继续上涨趋势

图 27: 2016 年 2 月以来我国敌草隆价格一路上涨 (元/吨)



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

3. 募投项目支撑未来成长性，东至引领公司起航

3.1 向上游延伸，进行中间体工艺技改，改善产品毛利

公司根据市场需求，将 2015 年上市募投资金原计划用于年产 8 千吨敌草隆项目、年产 1 万吨甲基硫菌灵项目变更为年产 20 万吨的对(邻)硝基氯化苯项目。邻硝基氯化苯是生产多菌灵的基本原料，占总采购成本 20%左右，为最大的单项原料成本，建立年产 20 万吨的对(邻)硝基氯化苯项目，公司将实现更完整的产业链一体化，多菌灵和甲基硫菌灵的综合成本有望降低，毛利率中枢上移。

同时公司响应国家要求，东至广信 1.5 万吨/年邻苯二胺清洁化生产技改项目将使用催化加氢工艺替代传统的硫化碱工艺，一方面实现中间体邻苯二胺的清洁化生产，一方面提高产品纯度，降低成本，也有利于产品的毛利改善。

表 7：公司变更募投项目情况

编号	募集投资项目	实际投资项目	募集前投资额 (万元)	募集后投资额 (万元)
1	--	年产 20 万吨的对(邻)硝基氯化苯项目	0	21132.05
2	年产 8000 吨敌草隆项目	年产 4000 吨敌草隆项目	10908.44	3687.03
3	年产 10000 吨甲基硫菌灵项目	--	13463.03	0
4	年产 3000 吨磺酰基异氰酸酯系列产品项目	年产 3000 吨磺酰基异氰酸酯系列产品项目	25700.00	25700.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：公司 2016 年定增项目

序号	投资项目名称	投资总额(万元)	拟使用募集资金金额(万元)
----	--------	----------	---------------

1	广信股份 3000 吨/年吡唑醚菌酯项目	49133.02	41254.90
2	广信股份 1200 吨/年噁唑菌酮项目	38090.43	31471.00
3	东至广信 1.5 万吨/年邻苯二胺清洁化生产技改项目	18189.93	15305.20
4	东至香隅化工园北区 24MW 热电联产项目	40160.00	31952.00
5	东至广信码头工程项目	17157.17	14222.46
6	广信股份研发中心项目	6725.55	5704.00
	合计	169456.10	139909.56

资料来源：定增预案，申万宏源研究

3.2 新建吡唑醚菌酯产能，提升盈利能力

吡唑醚菌酯——最具潜力的杀菌剂，拼的是速度。

位列巴斯夫最畅销产品之首，有成长为第一杀菌剂之趋势。吡唑醚菌酯是巴斯夫于 1993 年发现并开发的一款杀菌剂，属于目前活性最高的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，作用机理独特，保健增产效果明显。

甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂是继三唑类杀菌剂之后最具潜力和市场活力的新型杀菌剂。自 1996 年巴斯夫上市啞菌酯以来，甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂得到了迅猛发展，市场份额不断扩大，并赶起了老牌杀菌剂三唑类，成为全球第一大杀菌剂产品类型。2014 年，甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂的全球销售额为 37.43 亿美元，同比增长 12.6%，而三唑类为 34.70 亿美元，同比下降 1.1%，前者最大品种啞菌酯达到 12.15 亿美元销售规模，而后者最大仅为 5.95 亿美元的环丙唑。同时甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂呈现出品种高度集中特点，前六大产品占该类产品的市场份额高居 96.3%，属于强者恒强的类型。

表 9：全球前两大杀菌剂对比

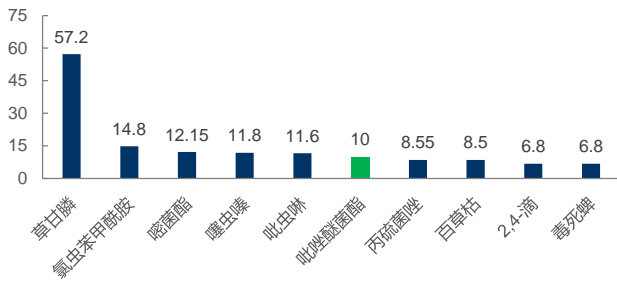
	2014 年销售额	品种集中度	CAGR ₂₀₀₉₋₂₀₁₄	yoy	最大品种/销售额
甲氧基丙烯酸酯类	37.43 亿美元	CR ₆ =96.3%	7.3%	12.6%	啞菌酯/12.15 亿美元
三唑类	34.70 亿美元	CR ₅ =69.7%	8.4%	-1.1%	环丙唑/5.95 亿美元

资料来源：申万宏源研究

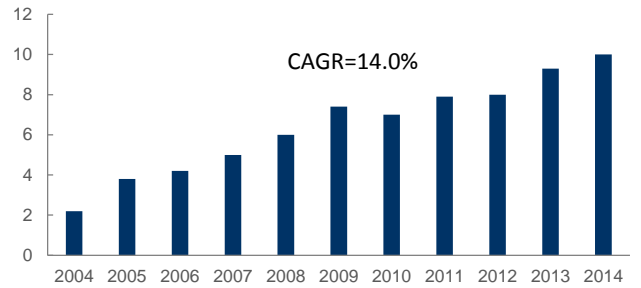
吡唑醚菌酯 2014 年市场销售额为 10 亿美元，位列世界农药产品销售额第六位，杀菌剂类型中的第二位，仅次于啞菌酯，也是目前销售额超过 10 亿美元的六种农药产品之一。吡唑醚菌酯已经位于巴斯夫公司十大畅销产品之首，2004-2014 年十年复合增速达到了 14.0%。

图 28：全球销售额前十的农药（2014 年，亿美元）

图 29：吡唑醚菌酯销售额增长 亿美元



资料来源：世界农化网，申万宏源研究



资料来源：世界农化网，申万宏源研究

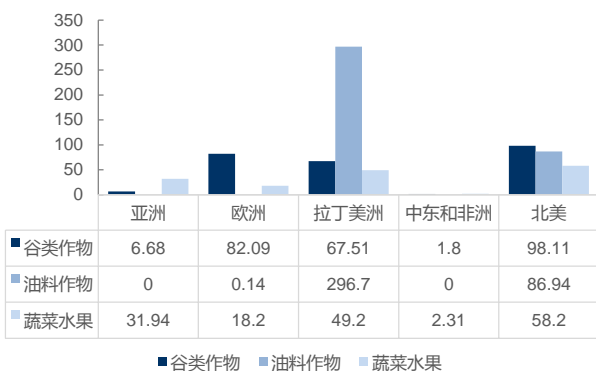
转基因、传统作物均有推广，受益大豆、果蔬等需求提升。

吡唑醚菌酯杀菌谱广，作用机理为线粒体呼吸抑制剂，即通过在细胞色素合成中阻止电子转移。被广泛用于防治小麦、大麦、大豆、花生、果蔬、茶树、烟草等。吡唑醚菌酯因其保健增产作用成为了美国环保署就此用途登记的第一个产品。

目前，吡唑醚菌酯在油料作物特别是南北美洲大豆的需求最多，据此可分析吡唑醚菌酯在传统作物及转基因作物上都能推广。

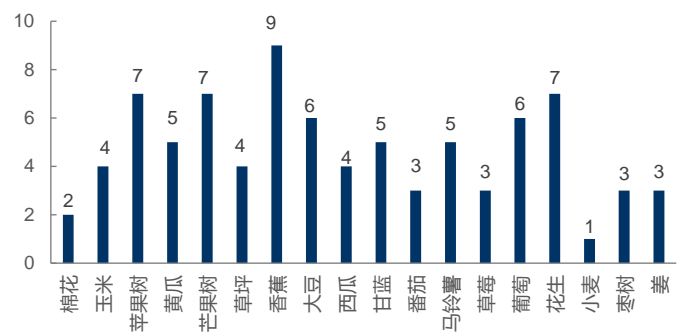
目前吡唑醚菌酯在全球 80 多个国家的 180 多种作物上进行了登记，在国内登记证超过 100 个。在果蔬的登记数量上升较快，但目前吡唑醚菌酯在果蔬的销售占比才 20%，我们认为主要是由于果蔬面积相对主粮小，但吡唑醚菌酯适用品种多，随着果蔬种植提出越来越多的要求，未来在果蔬的提升空间较大。

图 30: 2014 年吡唑醚菌酯在主要作物上的销售额 (亿美元)



资料来源：农药快讯，申万宏源研究

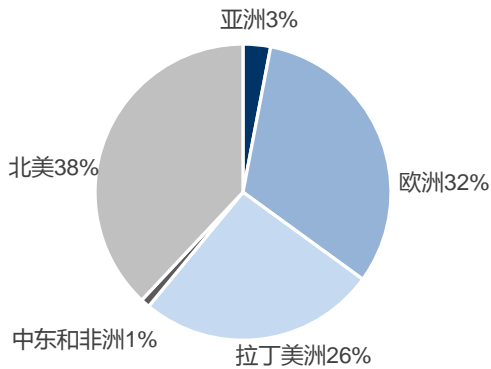
图 31: 国内吡唑醚菌酯登记作物分布图



资料来源：农药快讯，申万宏源研究

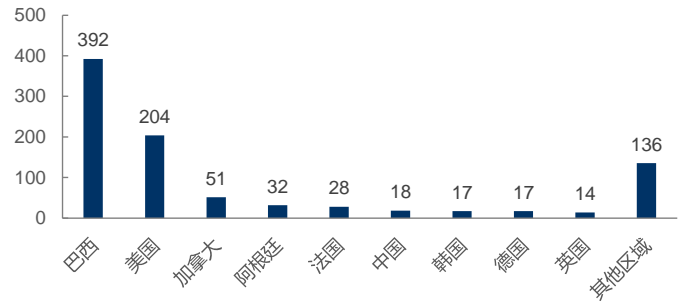
2014 年，吡唑醚菌酯在全球市场销售额达到了 10 亿美元。其中南美洲和北美洲占 64%，欧洲占 32%，亚洲只占 3%。亚洲和非洲农业面积占全球 50% 以上，因此亚非等国家吡唑醚菌酯市场空间远远没有得到开发，其销售市场有很大的增长空间。2014 年中国吡唑醚菌酯市场销售额为 1829 万美元，位于吡唑醚菌酯销售前十国家的第 7 位，由于我国农业种植面积巨大，吡唑醚菌酯未来在我国也有很大的增长空间。

图 32：2014 年吡唑醚菌酯全球各区域市场分布



资料来源：农药快讯，申万宏源研究

图 33：全球前十国家和地区吡唑醚菌酯销售额（亿美元）



资料来源：农药快讯，申万宏源研究

实际量产有限，投放进度是关键。

吡唑醚菌酯原药国内专利在 2015 年 6 月过期，我国登记厂家一拥而上，虽已超过 30 家，但实际上能量产的厂家非常有限，总体开工率不足 20%。目前吡唑醚菌酯价格约 35 万/吨，市场需求仍在提升，我们认为该品种仍处于有价无市的状态。

拼的是速度。吡唑醚菌酯由于国内生产工艺与巴斯夫不同，企业需要自主设计工艺路线，从设计到投产一般需要 1.5 年以上。据此推测，吡唑醚菌酯国内专利在 2015 年 6 月过期，我国实际产量出现明显上升的时间点最早可能出现在 2017 年下半年，因此，我们预测今年吡唑醚菌酯仍将处于供不应求状态。

表 10：我国主要吡唑醚菌酯产能一览

企业	产能/吨	状态
山东康乔	400	已投产
石家庄深泰	2000	月产不到 10 吨
河北禾嘉	1000	16 年四季度出货
江苏托球	300	已投产
连云港永城	150	已投产
众意化工	500	计划中
广信股份	3000	即将开始土建
海利尔	1000	完成中试
扬农化工	1000	计划中
合计	9350	

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

3.3 扩建热电联产项目，提高东至广信经济效益

热电联产效率高，符合节能减排要求，是未来主流集中供热方式。西方发达国家集中供热热源以热电联产为主，在德国、英国、丹麦和荷兰等国占比已超过 60%，其集中供热

能耗平均在 10-15 公斤标煤/m²；而我国目前集中供热以区域锅炉房为主，能耗平均在 20-25 公斤标煤/m²，我国煤炭资源利用效率低，浪费严重。热电联产工艺能量利用率高，符合国家节能减排的要求，2006 年以来，国务院、国家发改委等部门出台了诸多文件支持发展热电联产行业的发展。为综合提高能源利用率，我国未来将逐渐限制小型锅炉的使用，大容量锅炉配置发电机组是我国提高能源利用率的发展方向，未来热电联产在我国有较大的增长空间。

表 11：我国热电联产主要政策

文件名称	发布时间	发布单位	主要内容
《2015 年循环经济推进计划》	2015	国家发改 委	在粮食主产区有序推进生物质热电联产，鼓励对常规生物质发电实行热电联产改造，到 2015 年底热电联产机组容量超过 100 万千瓦。
《国务院办公厅关于印发能源发展战略行动计划（2014-2020 年）的通知》	2014	国务院	大力发展分布式能源，科学发展热电联产，鼓励有条件的地区发展热电冷联供，发展风能、太阳能、生物质能、地热能供暖。
《节能减排“十二五”规划》	2012	国务院	东北、华北、西北地区大城市居民采暖除有条件采用可再生能源外基本实行集中供热，中小城市因地制宜发展背压式热电或集中供热改造，提高热电联产在集中供热中的比重。
《国务院关于加强节能工作的决定》	2006	国务院	完善供热价格形成机制，有关部门要抓紧研究制定建筑供热采暖按热量收费的政策，培育有利于节能的供热市场。

资料来源：申万宏源研究

公司 2016 年定增募集 3.2 亿元扩建热电联产项目，拟建设 2 台容量为 130t/h 锅炉，配置 2 台 12MW 发电机组，同步建设脱硫（硝）装置。该项目主要满足公司内部热、电供应，热负荷占比 70%以上；同时兼顾园区供热，是东至化工园区整体规划的一部分。**该项目建成达产后一方面将解决公司当前热负荷供给不足的问题，另一方面将增加公司年营业收入 1.52 亿元，增加年利润总额为 5387 万元。**项目投资回收期为 7.36 年（税后，不含建设期），税后内部收益率 15.26%。

表 12：公司募投热电联产项目主要经济指标

序号	名称	单位	数值	备注
1	工程静态总投资	万元	34503	
2	全年发电量	亿 kWh	1.728	
3	全年供电量	亿 kWh	1.354	
4	全年供热量	10 ⁶ GJ	4.014	
5	供热机组设备年利用小时数	h	7200	
6	经营期平均含税上网电价	元/MWh	436	
7	经营期热价	元/GJ	43.78	含税
8	全厂全厂热效率	%	86.1	年均
9	热电比	%	645.3	年均
10	项目资本金净利润率	%	15.98	
11	成本电价	元/kWh	0.275	年均

资料来源：公司热电联产项目环境影响报告书，申万宏源研究

3.4 定增建设码头项目，保障公司原料供应和成品出口

开发港区岸线资源，提升港区运输能力。目前公司东至广信园区对应的码头香口港区内大量岸线资源未被开发，规划岸线 4800 米，使用岸线仅 837 米。未来随着化工产业往园区不断集中，预测到 2020 年香口港区吞吐量将达到 1120 万吨，而港区通过能力仅为 287 万吨，液货等专业化码头泊位通过能力仅为 125 万吨，**专业化码头泊位通过能力瓶颈矛盾突出，运力不足可能制约该港区长江岸线的未来发展。**

目前公司在东至香隅化工园区项目众多，包括已投资建设 1.5 万吨/年邻苯二胺项目、2 万吨/年光气及光气化系列产品项目、20 万吨/年对（邻）硝基氯化苯项目、对硝基氯化苯延伸产品项目、草甘膦项目等。东至广信计划项目投产后，从水路共需要进出港固体化学品 15 万吨，进出港液体化学品 64 万吨，进港煤炭和工业盐 81 万吨，原材料及产成品主要来自及发送到长三角地区，适宜运输安全、成本低、运能大的水路运输。此次定增募集 1.42 亿元建码头工程，设计吞吐量为 145 万吨，共需建设 3 个 1000 吨级（兼顾 3000 吨级）泊位，其中 1 个 1000 吨级兼顾 3000 吨级化学品浮式泊位，2 个 1000 吨级兼顾 3000 吨级散杂货泊位。**该项目作为东至广信的配套工程，一方面保障公司自身运输能力，同时对外可促进香口港区的规模化、集约化发展。**

4. 盈利预测及投资评级

4.1 投资观点

多菌灵的行业格局相对稳定，行业基本不会有新增产能，全球集中度高，主要集中在中国四家企业手中。从需求端看，由于气候改善及海外补库存，杀菌剂出口自去年四季度以来同比明显好转，去年同比增长 29%；供给端，环保趋严使得多菌灵供应偏紧，预期未来宁夏产能难以恢复高负荷生产，低产能利用率将成为常态，**公司市场占有率超过 4 成，具有一定的市场议价能力，将成为多菌灵主要供给通道。**目前国内多菌灵传统工艺硫化碱工艺已被工信部归类为落后工艺，将逐渐禁止淘汰，**未来产能技改或影响行业供给的边际，多菌灵有望涨价。**

公司此次定增实施 1.5 万吨/年中间体邻苯二胺清洁化生产技改项目，使用的是催化加氢工艺，一方面符合环保要求，另一方面也可以降低成本；同时公司产业链向上游延伸，年产 20 万吨的对（邻）硝基氯化苯项目预计今年逐步投产，有望明显提升产品毛利率，**公司未来多菌灵、甲基硫菌灵的毛利率中枢有望上移。**

公司未来的成长性将打开，东至于公司将成为新产能的所在地，2016 年底顺利通过高新技术企业认证有望享受所得税优惠政策，对公司的综合净利润提高明显；此次定增 13.99 亿元募投新项目，根据可研报告，预期满产能新增年利润超过 4 亿元，随着项目逐步投产，公司业绩稳定增长，成长性打开，估值中枢有望上修。

4.2 弹性分析

公司拥有 1.8 万吨多菌灵、0.6 万吨甲基硫菌灵、0.8 万吨敌草隆、2 万吨草甘膦，每涨价 1000 元/吨，增厚 eps 分别为 0.041、0.014、0.018、0.045 元/股。

4.3 盈利预测及投资评级

定增打开公司未来成长，首次覆盖给予“增持”评级。预计公司 2016-2019 年营业收入分别为 14.57、17.70、20.44、26.68 亿元，归母净利润分别为 1.93、2.67、3.46、4.89 亿元，增速为 48%/38%/30%/41%，复合增速为 39%，公司当前股价对应 PEG 仅为 0.63 倍。由于农药行业景气向上，PE 中枢在 25-30 倍，参照行业可比公司市盈率平均值 29 倍，结合未来高成长及次新股溢价，我们给予公司 30 倍估值，第一目标价 21.3 元，给予“增持”评级。

表 13：农药可比上市公司财务数据

股票代码	简称	总市值 (亿)	总股本 (亿)	股价 (2017/3/20)	EPS			PE			BPS	PB
					16E	17E	18E	16E	17E	18E		
000525.SZ	红太阳	113.77	5.81	19.59	0.34	0.80	1.30	58	24	15	8.06	2.4
600486.SH	扬农化工	116.61	3.10	37.63	1.35	1.94	2.52	28	19	15	10.65	3.5
002496.SZ	辉丰股份	75.37	15.07	5.00	0.12	0.16	0.20	42	31	25	2.26	2.2
002258.SZ	利尔化学	76.24	5.24	14.54	0.40	0.69	0.91	36	21	16	3.74	3.9
002734.SZ	利民股份	56.00	1.65	34.00	0.67	0.96	1.16	51	35	29	6.37	5.3
603639.SH	海利尔	71.71	8.35	59.76	1.21	2.21	2.70	50	27	22	7.43	8.0
002391.SZ	长青股份	61.00	3.59	16.97	0.48	0.82	1.05	35	21	16	8.07	2.1
300575.SZ	中旗股份	46.12	0.73	62.87	1.05	1.50	1.92	60	42	33	9.40	6.7
603585.SH	苏利股份	74.85	1.00	74.85	1.85	2.40	2.90	40	31	26	8.91	8.4
600141.SH	兴发集团	78.53	5.12	15.33	0.20	0.47	0.68	77	33	23	10.46	1.5
600389.SH	江山股份	57.68	2.97	19.42	0.18	0.69	0.80	108	28	24	4.49	4.3
600596.SH	新安股份	68.67	6.79	10.11	0.10	0.34	0.52	106	30	19	5.78	1.7
603077.SH	和邦生物	209.94	40.14	5.23	0.10	0.15	0.21	52	35	25	2.57	2.0
行业平均								57	29	22	6.79	4.0
603599.SH	广信股份	66.07	3.76	17.55	0.51	0.71	0.92	34	25	19	6.28	2.8

资料来源：wind、申万宏源研究（红太阳、利尔化学、辉丰股份、利民股份、兴发集团、江山股份、新安股份参考 wind 一致预期）

表 14：利润表

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	944	909	1214	1325	1457	1770	2044	2668
二、营业总成本	763	762	1046	1176	1248	1471	1652	2108
其中：营业成本	691	643	927	922	1047	1230	1397	1842
营业税金及附加	2	3	3	6	6	7	9	11
销售费用	21	29	37	45	53	60	64	66
管理费用	50	56	71	173	184	199	206	215
财务费用	(5)	3	(5)	(20)	(36)	(25)	(23)	(27)
资产减值损失	4	28	14	50	(6)	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	1	(1)	(0)	0	0	0	0
投资收益	0	1	(0)	2	0	0	0	0
三、营业利润	180	149	167	151	208	299	392	560
加：营业外收入	7	38	9	6	18	15	15	15
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	187	187	176	157	227	314	407	575
减：所得税	28	30	23	27	34	47	61	86
五、净利润	159	156	153	130	193	267	346	489
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	159	156	153	130	193	267	346	489
六、基本每股收益	1.13	1.11	1.08	0.77	1.02	1.42	1.84	2.60
全面摊薄每股收益	0.42	0.42	0.41	0.35	0.51	0.71	0.92	1.30

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。