



Research and
Development Center

农药行业“小而美”步入业绩释放期

—— 中旗股份（300575.SZ）首次覆盖报告

2018年07月11日

郭荆璞 化工行业首席分析师
张燕生 化工行业分析师
葛韶峰 研究助理

农药行业“小而美”步入业绩释放期

2018年7月11日

本期内容提要：

- ◆ **油价上行叠加农化巨头补库存，农化行业步入景气周期。**全球农化行业遵循大体约5年一轮的周期。玉米等谷物价格和油价有明显相关性，近一年来油价步入上涨通道，将带动谷物价格上涨，进而带动农化市场回暖。2015年全球农药市场衰退导致行业进入去库存周期，2016下半年-2017年，随着市场回暖，行业开始进入补库存阶段，农药需求回升，我国原药出口量同比增长16.5%。
- ◆ **农药行业供给侧改革初见成效，国内农药企业盈利能力大幅好转。**我国农药行业产能过剩，集中度较低，“十三五”期间我国原则上不再新增农药生产企业，而随着环保监管的日益严格，大量环保不达标准的中小农药企业被加速淘汰，我国农药企业数量近年来显著下滑，行业的集中度逐步提升。此外，农药使用量零增长行动利于高效低毒农药的发展，老旧高毒农药将被加速淘汰，高效低毒农药企业将迎来发展良机。
- ◆ **公司研发管理能力突出，拥有优质客户资源。**公司掌握多种农药合成技术，成熟度高，可自由组合生产新产品，依托强大的研发能力、过硬的产品质量、管理体系，公司目前已成为跨国农药公司陶氏益农、拜耳作物科学、先正达、巴斯夫农化的战略供应商。通过与跨国农药公司的长期合作，公司可以密切关注全球跨国农药公司的生产动态，密切跟踪市场信息，紧贴市场需求，开发出市场前景较好的产品，瞄准刚过专利期的原药，迅速研发自己的仿制药，依靠第一杯羹分享丰厚利润。
- ◆ **公司净资产收益率(ROE)处于拐点，即将迎来业绩释放期。**通过杜邦分析，我们发现，2011-2015年，公司ROE主要由总资产周转率驱动，2016-2017年，总资产周转率、净利率、权益乘数的下降，共同导致公司ROE大幅下跌，这主要是因为公司于2016年上市募资，降低了公司的权益乘数，与此同时闲置的流动资产大幅增加，摊薄了公司的总资产周转率，此外，新产能的投放恰逢行业低迷使得公司新增产能利用率较低，造成公司固定资产周转率下降。随着公司募投项目于2018-2019年陆续投产，冗余的流动资产将转化为固定资产开始周转，增厚公司利润，公司产能利用率也将随着全球农化行业回暖逐渐攀升，共同推动公司的净资产收益率及总资产周转率回升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2018-2020年营业收入将分别达17.30、22.25、24.99亿元，同比增长33.57%、28.62%、12.31%，归属母公司股东的净利润分别为1.57、2.25、2.79亿元，同比增长33.88%、43.08%、23.74%，2018-2020年EPS分别达到2.14元、3.06元和3.79元，对应2018年7月10日收盘价（40.48元/股）的动态PE分别为19倍、13倍和11倍，首次覆盖给予“增持”评级。

证券研究报告

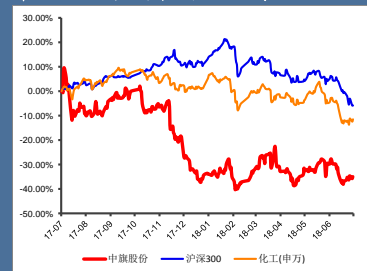
公司研究——首次覆盖

中旗股份（300575.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

中旗股份相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2018.07.10）

收盘价(元)	40.48
52周内股价波动区间(元)	35.42-64.09
最近一月涨跌幅(%)	-3.62
总股本(亿股)	0.73
流通A股比例(%)	46.89
总市值(亿元)	28.36

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师
 执业编号：S1500510120013
 联系电话：+86 10 83326789
 邮箱：guojingpu@cindasc.com

张燕生 行业分析师
 执业编号：S1500517050001
 联系电话：+86 10 83326708
 邮箱：zhangyansheng@cindasc.com

葛韶峰 研究助理
 联系电话：+86 10 83326705
 邮箱：geshaofeng@cindasc.com

◆ **风险因素：**产能建设进度低于预期；新产品客户认证周期较长；中间体等原材料供应风险；汇率波动导致的汇兑损益风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	898.47	1,295.06	1,729.87	2,224.98	2,498.89
增长率 YoY %	11.31%	44.14%	33.57%	28.62%	12.31%
归属母公司净利润(百万元)	77.16	117.33	157.07	224.74	278.09
增长率 YoY%	-18.62%	52.06%	33.88%	43.08%	23.74%
毛利率%	20.77%	21.22%	21.13%	22.20%	23.38%
净资产收益率 ROE%	11.20%	12.26%	14.61%	17.92%	18.47%
摊薄每股收益 EPS(元)	1.05	1.60	2.14	3.06	3.79
市盈率 P/E(倍)	38	25	19	13	11
市净率 P/B(倍)	3.28	2.95	2.60	2.17	1.81

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年07月10日收盘价

目 录

一、农药行业的“小而美”	1
二、需求端——全球农化市场步入景气周期	3
2.1 油价上涨将带动农化市场步入景气周期	3
2.2 国外农化巨头进入补库存阶段	5
三、供给端——行业供给侧改革初见成效	6
3.1 农药行业推进供给侧改革，鼓励高效低毒农药发展	6
3.2 供给侧改革初见成效，行业集中度提升	7
3.3 兼并重组持续，行业整合有序进行	9
3.4 国内农药行业企业盈利能力大幅改善	10
四、依托优质客户资源，公司发力高效低毒仿制药市场底蕴深厚	11
4.1 优质客户资源为公司构建稳固护城河	12
4.2 公司依托技术优势发力高效低毒仿制药市场	13
4.3 审时度势更换募投项目，夯实公司积淀	17
4.4 丰富的许可证资源为未来新品上市提供保证	18
4.5 变更公司名称，开疆拓土迈向新领域	20
五、从杜邦分析看公司长期发展——拐点将至，业绩即将进入释放期	20
5.1 ROE 是公司价值的决定因素	20
5.2 由杜邦分析看公司 ROE 变化	21
六、盈利预测及估值分析	30
6.1 盈利预测	30
6.2 估值分析及投资评级	31
七、风险因素	34

表 目 录

表 1: 农药行业废水污染物特点	6
表 2: 我国禁用及限用农药名单	7
表 3: 《农药发展“十三五”规划》部分要求	9
表 4: 部分上市公司 2017 年兼并重组情况	10
表 5: 全球农药发展的“三高”目标	13
表 6: 公司主要产品资料	13
表 7: 公司掌握的部分农药合成技术及应用举例	15
表 8: 公司产品有效成分含量与 FAO 要求对比	16
表 9: 公司研发团队部分核心成员介绍	17
表 10: 公司变更募投项目情况	17
表 11: 公司 IPO 时拥有的农药原药登记证列表	18
表 12: 公司 13-16 年主要产品产能、产量等信息	27
表 13: 公司各项业务盈利预测	30
表 14: A 股农药公司 PE (TTM) 及万得一致预期 PE	32
表 15: 主要计算参数	33
表 16: 每股价值对股权资本成本及永续增长率的敏感性	33
表 17: 股权资本成本对市场收益率及无风险利率的敏感性	33

图 目 录

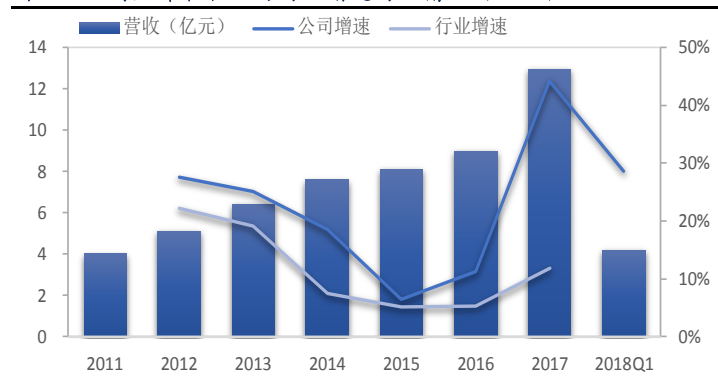
图 1: 公司历年营收及与行业增速对比情况 (亿元)	1
图 2: 公司历年农药销量及与行业增速对比情况 (吨)	1
图 3: 公司历年毛利率及净利率变化情况	2
图 4: 公司历年期间费用率变化情况	2
图 5: 公司历年归母净利润及同比变化 (万元)	2
图 6: 公司境内外营收占比及毛利率变化情况	2
图 7: 公司股权结构 (截至 20180510)	3
图 8: 全球农药市场规模变化情况 (亿美元)	3
图 9: CBOT 玉米期货收盘价 (美分/蒲式耳) 与 Brent 原油价格 (美元/桶)	5
图 10: 谷物 (玉米、大豆、小麦) 平均价格 (美元/公吨) 与作保市场规模真实同比增速 (剔除通胀和美元指数变化影响) 的关系	5
图 11: 农药行业全球龙头存货变化情况 (亿美元)	5
图 12: 我国历年农药进出口量及同比变化 (万吨)	5
图 13: 我国历年农药产量及同比变化 (万吨)	7
图 14: 我国农药行业规模企业数量变化 (家)	7
图 15: 我国农药行业亏损企业数及亏损面变化 (家/%)	8
图 16: 我国农药行业亏损额同比变化情况	8
图 17: 我国农药行业百强销售额及增速对比	9
图 18: 我国农药行业百强入围门槛	9
图 19: 2017 年我国农药价格指数变化情况	11
图 20: 我国农药行业营收及利润总额变化趋势	11
图 21: 创制药企业商业模式	12
图 22: 农药企业金字塔排名情况	12
图 23: 公司近年来 ROE 与杜邦分析	21
图 24: 公司 ROE 驱动因素分析	23
图 25: 公司净利率拆解	23
图 26: 公司净利率拆解	24
图 27: 公司近年来所有者权益、负债及权益乘数 (摊薄)	25
图 28: 公司近年来流动资产和非流动资产	25
图 29: 公司近年来固定资产及固定资产周转率 (摊薄)	26
图 30: 公司固定资产周转率与固定资产收益率 (摊薄)	26
图 31: 公司 ROE (单位: %, 左轴)、ROIC (加权) (单位: %, 左轴) 和固定资产周转率 (右轴)	26

一、农药行业的“小而美”

江苏中旗科技股份有限公司（简称“中旗股份”）成立于2003年8月，主要从事新型高效低毒农药及其中间体的研发、生产和销售。是发改委定点专业从事新型农药等精细化工产品的高科技现代化企业，在氯氟吡氧乙酸、噻虫胺、虱螨脲等诸多细分产品市场上占据领先地位；拥有15年农药出口经验，已成为陶氏益农、拜耳作物科学、先正达、巴斯夫农化的战略供应商，客户资源优质；在国内有102项农药登记，国外有50余项农药登记，储备资源丰富，成长空间广阔。2015年到2017年，公司在全国农药企业销售百强排名榜的的排名依次为第49位、第49位和第47位。

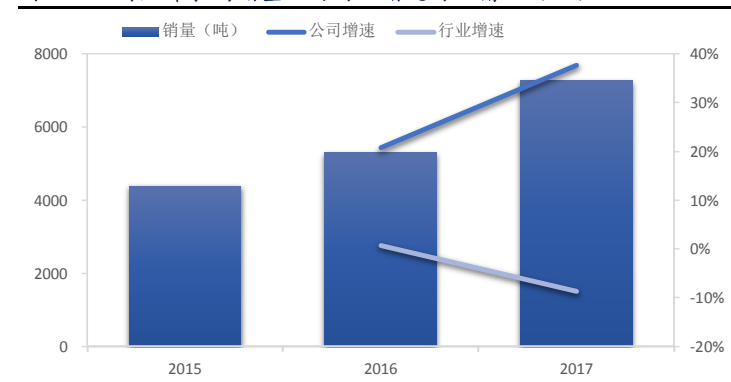
公司营收水平除2015年因全球农化市场疲软增速有所放缓之外，近年来均持续保持两位数的增长。2017年，农化行业回暖及新品上市使公司农药销量同比增长38%，推动公司营收同比增长44.14%至12.95亿元，无论从营收水平还是生产水平看，公司均预远高于行业平均水平。

图 1：公司历年营收及与行业增速对比情况（亿元）



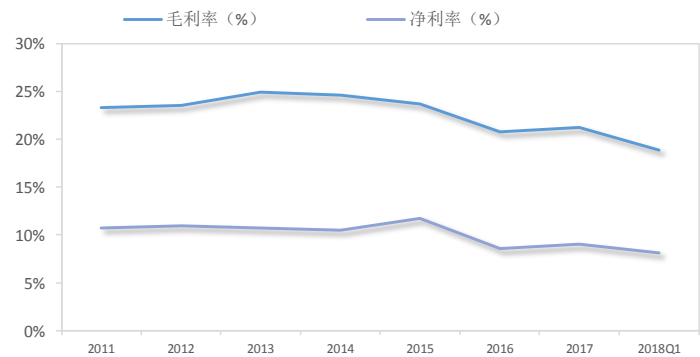
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：公司历年农药销量及与行业增速对比情况（吨）

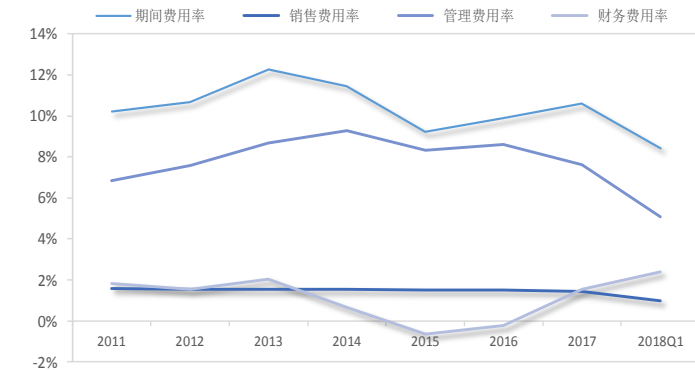


资料来源：Wind，信达证券研发中心

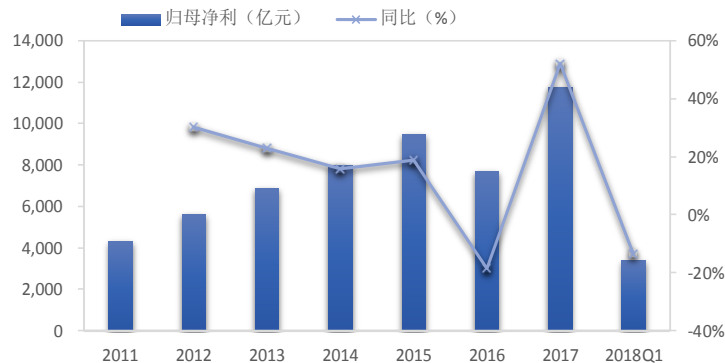
16年以来，供给侧改革的推行以及环保监管趋严导致公司原材料价格上涨，毛利率下滑，但公司依靠较强的费用管控能力，业绩依然取得了迅猛增长，2017年公司实现归母净利润1.17亿元，同比增长52.06%。2018Q1，受人民币兑美元汇率升值，原材料价格上涨及部分原材料供应短缺导致订单未能全部执行影响，公司归母净利润暂时出现了下滑，但随着美元指数近期止跌回升，加之后期公司原材料供应逐渐恢复，业绩有望重拾增势。

图 3：公司历年毛利率及净利率变化情况


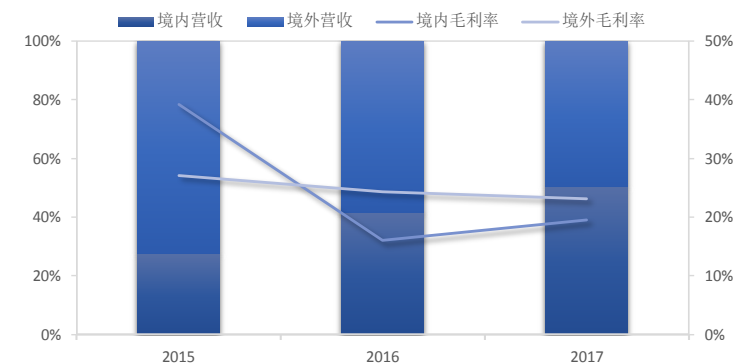
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：公司历年期间费用率变化情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司历年归母净利及同比变化 (万元)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

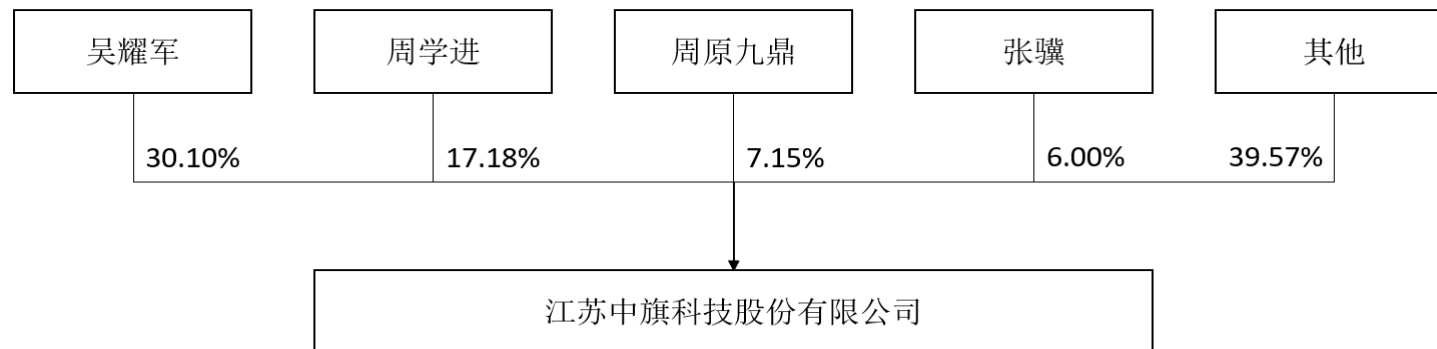
图 6：公司境内外营收占比及毛利率变化情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

从区域来看，公司近年来国内业务发展迅猛，营收占比持续提升，从 2015 年的 27.48% 增长至 2017 年的 50.42%。毛利率方面整体海外市场毛利率水平更高，但 2017 年国内市场也有明显反弹势头。

公司控股股东及实际控制人为吴耀军与张骥，双方为夫妻关系，合计持有公司 36.10% 股权。

图 7：公司股权结构（截至 20180510）



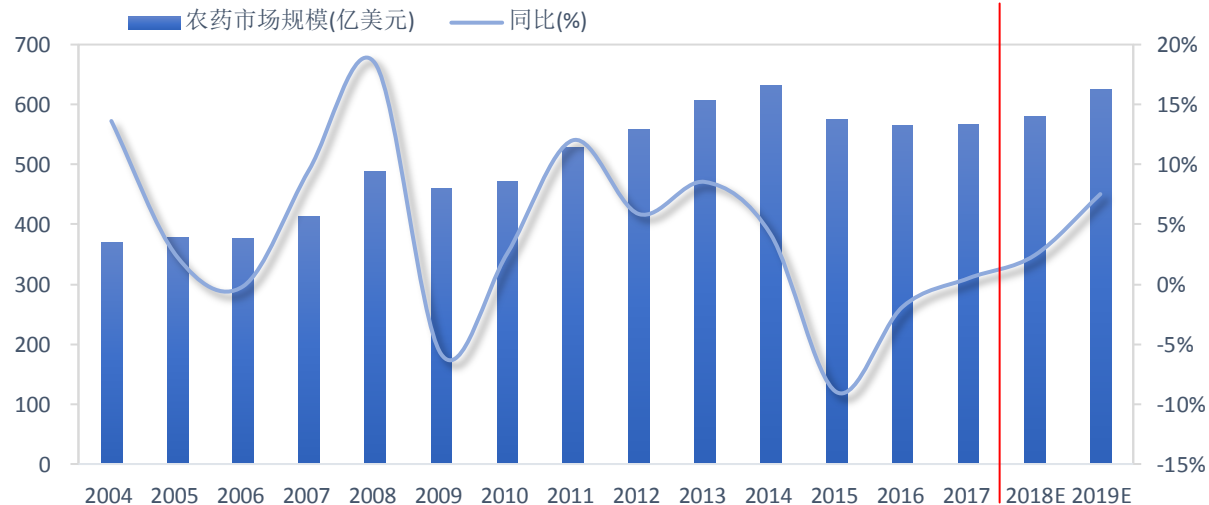
资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、需求端——全球农化市场步入景气周期

2.1 油价上涨将带动农化市场步入景气周期

根据 Phillips Mcdougall 统计数据，2000 年以来全球农药行业可归纳为遵循大体约 5 年一轮的周期（前 1-2 年景气向下，后 3-4 年景气向上），预计 2020 年将迎来这轮周期的顶峰。2017 年，据该机构数据显示，全球作物保护市场规模同比上升 0.2%，扣除汇率因素实际上升 3%；农药市场（作物保护+非作物保护）市场规模同比上涨 0.5%，已呈现出复苏态势。

图 8：全球农药市场规模变化情况（亿美元）



资料来源: Phillips McDougall, 信达证券研发中心

历史数据显示,当油价处于 70-120 美元/桶区间时,玉米价格和油价有明显相关性,这主要是因为当油价高于 70 美元/桶时,燃料乙醇作为石油的替代品,性价比优势开始逐渐显现,油价的上涨将刺激燃料乙醇的消费,进而带动玉米需求,推动玉米价格上涨,而当油价进一步上涨至 120 美元/桶以上时,燃料乙醇渗透率接近饱和,玉米需求的增长开始乏力。此外,大豆等其他谷物价格走势也与油价具有较强相关性。随着近期油价步入上涨通道,谷物价格亦将跟随油价上涨。

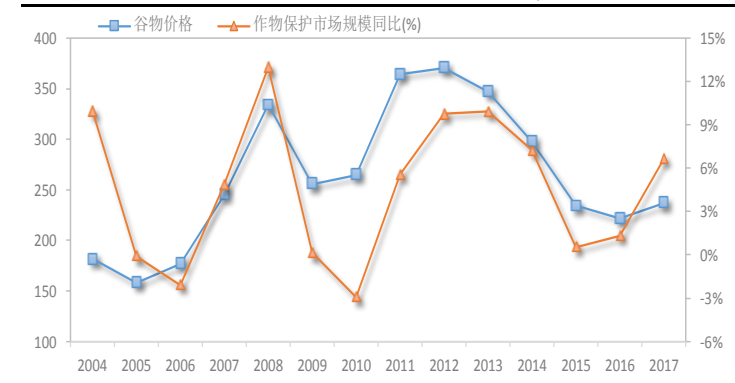
谷物价格的上涨将提高农场主的盈利预期,提升农场主种植积极性,同时降低农场主对农化产品价格的敏感性,农场主倾向于加大种植投入,从而有利于农化市场规模的扩张。我们发现,扣除通胀和美元指数变动影响,全球作物保护市场规模的增速与谷物价格的波动表现出明显的相关性,即原油价格上涨将带动玉米等谷物价格上涨,进而带动农化市场回暖。

图 9: CBOT 玉米期货收盘价 (美分/蒲式耳) 与 Brent 原油价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 谷物 (玉米、大豆、小麦) 平均价格 (美元/公吨) 与作物保护市场规模真实同比增速 (剔除通胀和美元指数变化影响) 的关系

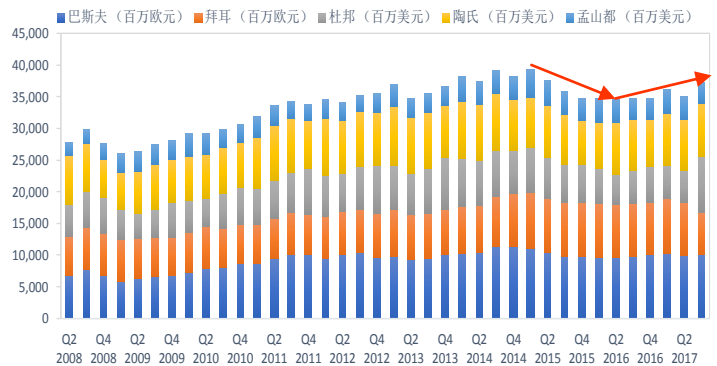


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 国外农化巨头进入补库存阶段

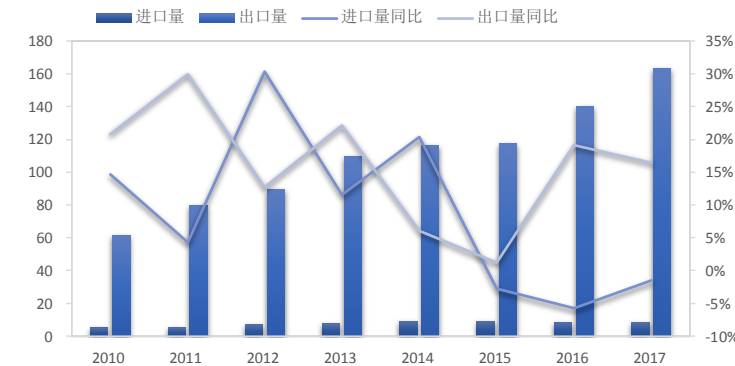
2015 年全球农药市场衰退导致行业进入去库存周期, 粗略来看, 巴斯夫、先正达和杜邦三大巨头 2015-2016 年存货水平均出现不同程度下滑。2016 年下半年-2017 年, 随着市场回暖, 行业开始进入补库存阶段, 农药需求回升。全球市场向好直接推动了我国农药出口的增长, 2017 年, 我国出口农药 163.2 万吨, 同比增长 16.5%, 出口金额 47.65 亿美元, 同比增加 28.2%。

图 11: 农药行业全球龙头存货变化情况 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图 12: 我国历年农药进出口量及同比变化 (万吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、供给端——行业供给侧改革初见成效

3.1 农药行业推进供给侧改革，鼓励高效低毒农药发展

我国农药行业实行严格的登记和许可制度，“十三五”期间原则上不再新增农药生产企业。2017年新修订的《农药管理条例》指出，我国实行农药登记、农药生产许可和农药经营许可制度，上述登记证和许可证有效期均为5年，届满需申请延续。未依法取得农药登记证而生产、进口的农药视为假农药，经营假农药的企业将被责令停止经营，没收违法所得并处以相应额度的罚款。工信部2016年8月发布的《关于修订农药行政审批申报材料要件的通知》中指出，“十三五”期间应进一步控制和减少农药生产企业数量，除特殊情况外，原则上不再新增农药生产企业，鼓励通过兼并重组等方式大幅减少农药生产企业数量。

环保监管趋严，中小产能加速淘汰。农药行业污染物整体具有“四大一难”的特点，即：量大、毒大、污染大、影响大和难处理。近年来，环保趋严背景下，企业的进入门槛和环保成本大幅提升：1. 开办农药企业核准投资规模的最低要求为：原药企业投资规模不低于5000万元，其中环保投资不低于15%；制剂等企业投资规模不低于2000万元，其中环保投资不低于8%；2. 排污许可证制度要求农药制造行业除生化农药外其余企业要在2017年底完成许可证申请，无许可证的企业将不准排污，截至2018年1月27日，各地农药企业共取得875张排污许可证，而我国此前有农药登记的境内企业2200余家，这也意味着，有一半以上农药企业将被淘汰；3. 2018年，我国环境保护税正式开征，取代了施行了近40年的排污收费制度，进一步提升了环保税的执法刚性和地方政府的治污积极性，有望解决一直以来排污费征收效率不高的问题。

表 1：农药行业废水污染物特点

特点	描述
排放量大	吨产品废水排放数吨到数十吨，甚至上百吨，如：80吨/吨氟虫腈、48吨/吨吡虫啉、17吨/吨草甘膦等
浓度高	一般工艺废水浓度均在104~105ppm之间，甚至上百万
含盐量高	>5%，甚至达到20%
难生物降解	如很多杂环类化合物-杀菌活性
毒性大	大多数均含有一定量的农药
特征污染因子多	如除虫菊酯原药生产过程中产生的污染物达68种，其中水污染物有65种

资料来源：中化集团资料，信达证券研发中心

加速淘汰老旧高毒农药，鼓励发展高效低毒农药。原农业部2015年下发的《到2020年农药使用量零增长行动方案》中除规定2020年农药使用总量不增长外，还要求未来农药行业实行“控、替、精、统”技术路径，其中“替”包括高效低毒低残留

农药替代高毒高残留农药。截至目前，我国禁用的高毒农药数量已从 11 年的 22 种提升至 42 种。同时，2017 年我国农药利用率 38.8%，比 15 年提高 2.2 ppt，相当于减少使用量 3 万吨，已提前三年实现负增长，在使用量零增长目标前提下，老旧高毒高残留农药的加速淘汰将为高效低毒农药腾出发展空间。

表 2: 我国禁用及限用农药名单

类型	农药产品
禁用 (42 种)	六六六、滴滴涕、毒杀芬、二溴氯丙烷、杀虫脒、二溴乙烷、除草醚、艾氏剂、狄氏剂、汞制剂、砷类、铅类、敌枯双、氟乙酰胺、甘氟、毒鼠强、氟乙酸钠、毒鼠硅、甲胺磷、甲基对硫磷、对硫磷、久效磷、磷胺、苯线磷、地虫硫磷、甲基硫环磷、磷化钙、磷化镁、磷化锌、硫线磷、蝇毒磷、治螟磷、特丁硫磷、氯磺隆、福美肿、福美甲肿、胺苯磺隆单剂、甲磺隆单剂、百草枯水剂、胺苯磺隆复配制剂、甲磺隆复配制剂、三氯杀螨醇
限用 (24 种)	甲拌磷、甲基异柳磷、内吸磷、克百威、涕灭威、灭线磷、硫环磷、氯唑磷、水胺硫磷、灭多威、硫丹、溴甲烷、氧乐果、三氯杀螨醇、氟戊菊酯、杀扑磷、丁酰肼(比久)、氟虫腈、氯化苦、毒死蜱、三唑磷、2,4-滴丁酯、氟苯虫酰胺、磷化铝

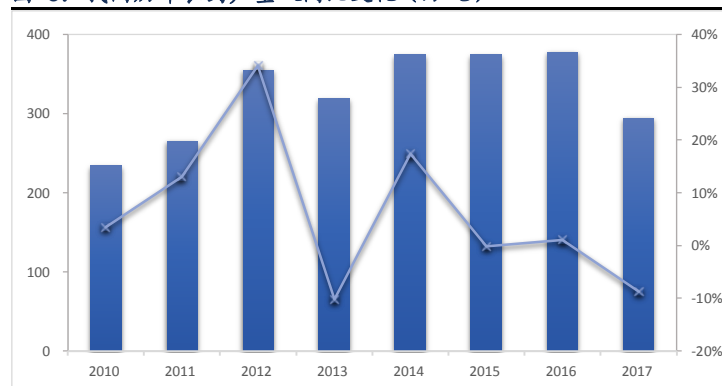
资料来源：中国农药工业协会，信达证券研发中心

3.2 供给侧改革初见成效，行业集中度提升

农药产量显著下滑。目前来看，农药行业供给侧改革已取得初步成效。2017 年，受环保核查和采暖季停产、限产等因素影响，大宗除草剂产品供应受限，2017 年我国除草剂产量 114.8 万吨，同比下降 19.5%，农药总产量 294.1 万吨，同比下降 8.7%。

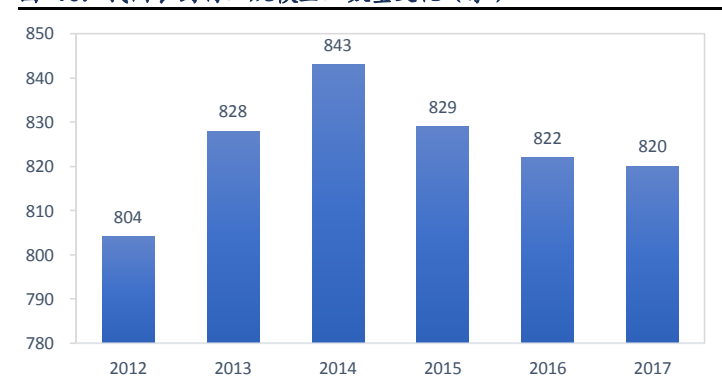
农药行业企业数量下滑。根据中国农药工业协会统计数据，2015 年以来，我国农药行业规模企业数量连续三年下滑，2017 年行业拥有规模企业 820 家，相比 2014 年减少 23 家。

图 9: 我国历年农药产量及同比变化 (万吨)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

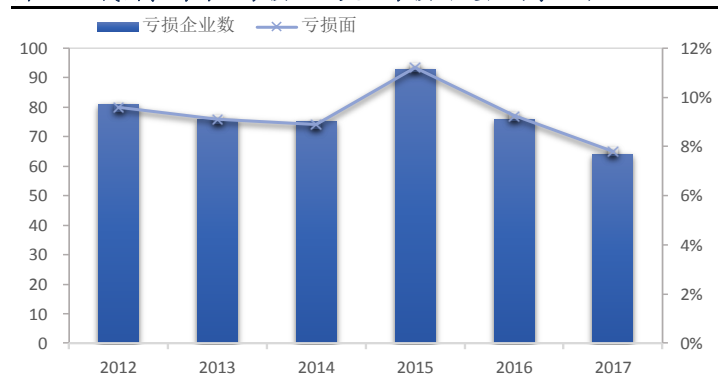
图 10: 我国农药行业规模企业数量变化 (家)



资料来源：中国农药工业协会，信达证券研发中心

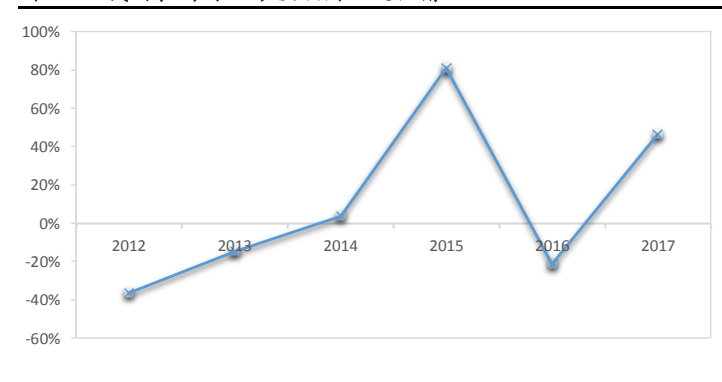
农药行业亏损面减小，但亏损额增加。受益于供给侧改革带来的供给收缩，叠加农药市场回暖，农药行业亏损面自 2015 年以来逐年下滑，2017 年行业亏损面为 7.8%，对应 64 家亏损企业。但与此形成鲜明对比的是，2017 年亏损企业亏损额达到 10.53 亿元，同比增长 46.6%。在行业亏损面缩窄，亏损企业数减少的情况下，亏损额仍同比大幅增长，表明行业内规模小、技术落后的中小企业仍面临严重的经营困境，在行业回暖同时，行业的集中度也在进一步提升。

图 11：我国农药行业亏损企业数及亏损面变化（家/%）



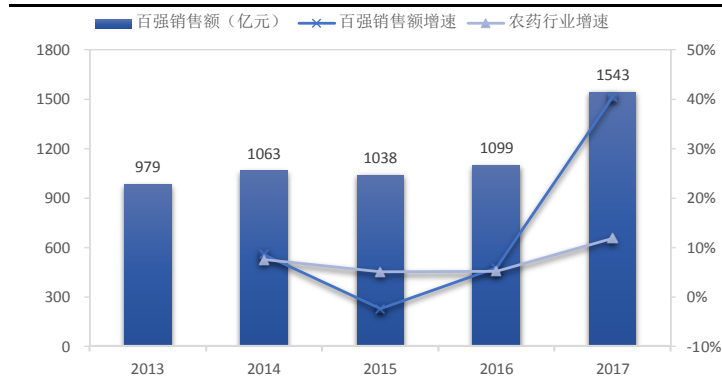
资料来源：中国农药工业协会，信达证券研发中心

图 12：我国农药行业亏损额同比变化情况

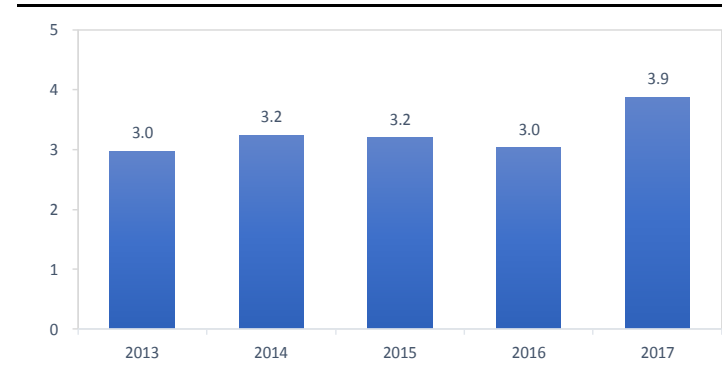


资料来源：中国农药工业协会，信达证券研发中心

农药行业百强增速高于行业，百强入围门槛提升。根据中国农药工业协会数据，我国农药行业百强销售额增速除 2016 年外均高于行业整体增速，2017 年百强销售额达到 1542.57 亿元，同比增长 40.40%，远高于农药行业 11.80% 的增速。近年来百强入围门槛也呈增长态势，2018 年百强入围门槛为 3.9 亿元（注：2018 年百强数据采用企业 2017 年营收水平）。从另一个角度同样反映了行业集中度在提升。

图 13: 我国农药行业百强销售额及增速对比


资料来源: 中国农药工业协会, 信达证券研发中心

图 14: 我国农药行业百强入围门槛


资料来源: 中国农药工业协会, 信达证券研发中心

3.3 兼并重组持续, 行业整合有序进行

2016年5月, 中国农药工业协会发布《农药工业“十三五”发展规划》, 其培养优质龙头企业的意图明显。《规划》指出, 到2020年, 农药原药企业数量减少30%; CR20市占率由15%提升至70%以上, 培育2-3个销售额超100亿元、具有国际竞争力的大型企业集团, 销售额超50亿元和20亿元的企业数量分别达到5家和30家。相比“十三五”初期行业情况, 龙头企业将迎来黄金机遇期。

表 3: 《农药发展“十三五”规划》部分要求

项目	“十三五”初现状	“十三五”末要求
原药企业数量	500多家	减少30%到350家左右
CR20市占率	14.80%	70%以上
龙头企业数量	总销售额超过10亿的40家	超过20亿的30家, 50亿的5家, 培育超100亿的大型企业2-3个
入园企业占比	46%	80%以上

资料来源: 中国农药工业协会, 信达证券研发中心

为实现上述目标, 《规划》提出, 要着力调整产业组织结构, 通过兼并、重组、股份制改造等方式组建大型农药企业集团, 推动形成具有特色的大规模、多品种的农药生产企业集团; 优化产业分工与协作, 推动以原药企业为龙头, 制剂加工依据市场、资源、物流适当布局, 建立完善的产业链合作关系。2017年以来, 国内兼并重组进程加速, 完成了包括沙隆达与安道麦重组

整合、兴发集团收购内蒙腾龙等重大事项。

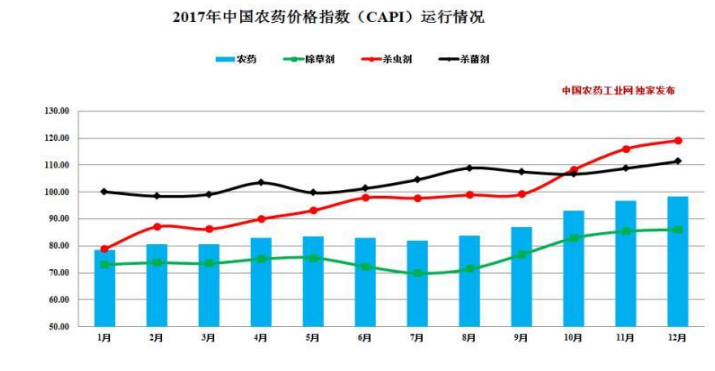
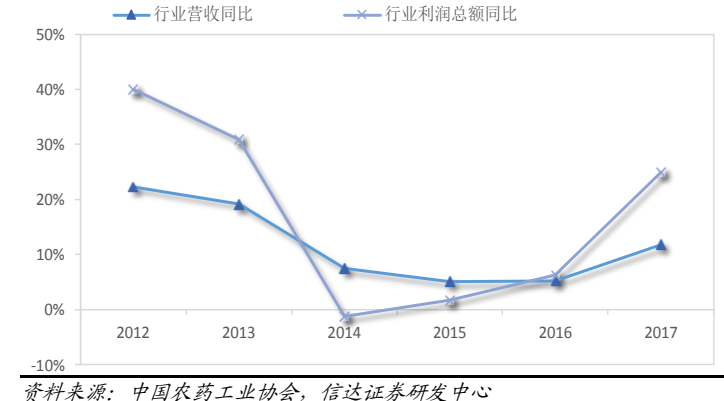
表 4: 部分上市公司 2017 年兼并重组情况

时间	企业	对价 (亿元)	重组事项
2017.07	沙隆达	184.71	向中国农化发行股份购买 ADAMA100%股权
2018.02	兴发集团	2.4	以现金出资收购仙隆化工和江苏腾龙持有的内蒙腾龙 100%股权
2017.01	禾益化工	1.65	支付现金方式购买融信南方持有的常隆农化 49%股权
2017.08	利尔化学	0.8	以自有资金出资收购比德生化 45%股权
2018.03	红太阳	0.73	以自有资金收购山东科信 70%股权
2017.02	新安股份、嘉化能源	0.1	双方同比例出资收购嘉化集团持有的泛成化工 100%股权
2016.12	胜利股份	承债方式	将所持胜邦绿野 96.25%股权全部转让给大刚集团

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

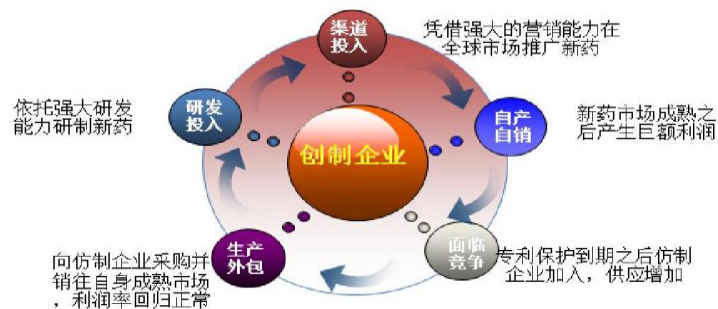
3.4 国内农药行业企业盈利能力大幅改善

国内市场农药行业在经历了连续几年低迷之后, 2017 年受政策及环保等因素推动, 农药价格指数出现较大程度增长, 特别是 2017 年下半年, 受环保高压影响, 农药上游原材料和中间体供应紧张, 价格上涨, 成本支撑加环保对开工率的约束下, 国内原药价格不断上涨, 12 月价格指数达到 98.01, 为近三年峰值, 同比增长 31.81%, 较年初增长 24.95%, 三类细分产品价格指数均呈现不同程度的上涨。受益价格的上涨, 我国农药行业主营业务收入及利润总额在经历 2015-2016 两年个位数小幅增长后, 2017 年分别实现 3080.1 亿元和 259.6 亿元, 同比分别增长 11.8%和 25.0%, 盈利能力大幅改善。

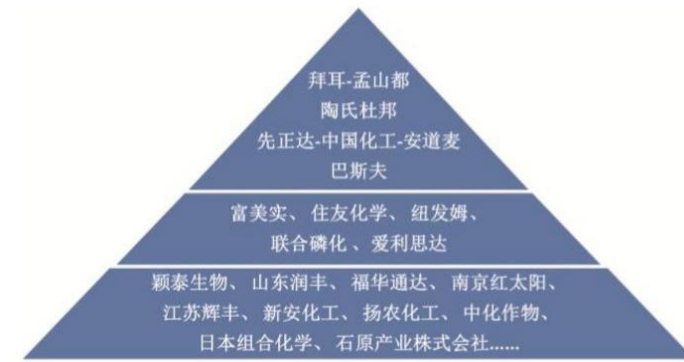
图 19: 2017 年我国农药价格指数变化情况

图 20: 我国农药行业营收及利润总额变化趋势


四、依托优质客户资源，公司发力高效低毒仿制药市场底蕴深厚

农药行业企业总体可分为创制药类企业和仿制药类企业两类。创制药企业依托强大的研发能力研制新药，并依靠强大的营销能力在全球推广，新药创制难度很大，根据 McDougall 统计，一种农药新的活性成分从开始研发到实现产业化平均需要 9.1 年，研发费用高达 2.1 亿美元，但创制药在其专利期内具有极高的利润率；仿制药企业针对专利到期或无专利农药市场，依托强大的研发能力、持续的工艺改进和良好的成本控制等占领非专利农药市场，非专利农药市场占比在 70% 左右，市场空间更为广阔。从企业来看，拜耳孟山都、陶氏杜邦、中国化工先正达和巴斯夫等创制药企业位居行业顶端；安道麦、日本住友、纽发姆和富美实等全球仿制药龙头企业位于第二梯队。

图 21: 创制药企业商业模式


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 农药企业金字塔排名情况


资料来源: 中国农药网, 信达证券研发中心

虽然理论上所有企业都可仿制专利到期的农药产品, 但仅有少数龙头企业能开发出合适的工艺路线并实现工业化生产。仿制药企业还需不断技术创新, 持续优化生产工艺, 提高收率; 降低原材料和能源消耗, 提高生产效率; 不断改进三废处理工艺方案, 减少三废产生等等, 也成为仿制药龙头企业的壁垒所在。此外, 先期突破到期专利药生产工艺、形成规模化生产的企业, 可通过长期的品质保障和稳定的供应, 先行与区域市场领先的农药企业形成战略合作, 新进入企业很难打破这种格局。

4.1 优质客户资源为公司构建稳固护城河

化学农药产业链内部可分为农药中间体、农药原药和农药制剂等环节, 行业龙头在行业内实行战略供应商模式, 即将其生产环节中的某个或某几个中间体或原药交给为数不多的几个厂家生产, 在近年来农药产能全球转移的背景下, 这种趋势愈发明显。在战略供应商模式下, 跨国公司会对生产厂家的生产设备、研发能力、生产管理、安全环保和产品质量控制能力进行长达数年的严格考察和遴选。一旦建立起战略供应关系, 就会在相当长的时间内保持稳定, 还会通过不断增加其他新产品的合作来保持、强化这种关系。

依托强大的研发能力、过硬的产品质量、完善的 QuEHS (产品质量、环境保护、员工职业健康以及安全生产) 管理体系, 公司目前已成为跨国农药公司陶氏益农、拜耳作物科学、先正达、巴斯夫农化的战略供应商。通过与跨国农药公司的长期合作, 公司可以密切关注全球跨国农药公司的生产动态, 密切跟踪市场信息, 紧贴市场需求, 开发出市场前景较好的产品。

4.2 公司依托技术优势发力高效低毒仿制药市场

近十年来全球农药朝**高效、低毒、低残留和无污染**方向发展。从全球来看，世界农药经过半个多世纪的发展，市场日臻成熟，农药的安全性各项标准趋于严格化，又不断淘汰和限制了部分农药品种的继续发展，近年来，选择性除草剂的广泛应用，使直播水稻的大面积推广成为现实；高效低毒杀虫杀菌剂和土壤熏蒸剂的使用推动了设施农业的发展；很多农作物新品种，如转基因作物的种植更是离不开农药的使用。

表 5: 全球农药发展的“三高”目标

目标	具体要求
全性高	不仅毒性低、残留低，而且能降解、无公害
生物活性高	新化合物有效剂量大都在 5~100g/140m ² ，部分除草剂甚至达到了 1g/140m ² ；
选择性高	新品种农药都有其独特作用方式，对靶标害物以外的作物、益虫无活性

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司瞄准刚过专利期的原药，迅速研发自己的仿制药，新的仿制药有着更高的药效与更低的毒性，更迎合行业标准与市场需求。由于公司仿制时间较早，竞争较少，产品价格仍居于高位，依靠第一杯羹分享丰厚利润。公司目前产品主要包括氯氟吡氧乙酸、精噁唑禾草灵、异噁唑草酮、磺草酮和炔草酯五类除草剂和噻虫胺、虱螨脲两类杀虫剂，产品都不是当前农药市场的爆款产品，全球市场规模排名多在 20 名左右，但均有低毒高效的特点，符合行业未来发展趋势，且公司依托其技术优势，在各个产品细分领域基本均做到国内第一，竞争实力可见一斑。

表 3: 公司主要产品资料

	特点	首次登 记时间	上市 时间	专利到期 时间	全球市场规模 (百万美元)	全球规模 排名	公司产能 (吨/年)	公司产能 国内排名
除草剂								
氯氟吡氧乙酸	杀草谱广，安全，药效迅速	-	1985	1996.12	275	15	1200	1
精噁唑禾草灵	有效防除小麦田杂草，近年来开发用于水稻田除草，前景巨大	-	1988	1997.12	225	26	800	1
异噁唑草酮	杀草活性较高，苗前苗后均可施用，持效期长	1996	1996	2010.9	240	21	500	1
磺草酮	防除玉米、甘蔗田杂草，土壤残留量低	1993	1993	2002.3	35	129	200	2
炔草酯	对小麦田恶性杂草有特效，性价比高，低温、多雨等复杂环境下也有卓越防效	1991	1991	2002.12	205	30	700	1

杀虫剂

噻虫胺	杀虫谱广，是全球第一大种子处理剂产品，可以取代高毒的吡虫啉，市场前景巨大	-	2002	2009.12	460	10	1000	1
虱螨脲	作用机理独特、持效期长，有杀卵功能，对哺乳动物安全。	-	1993	2005.10	205	23	400	1

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

氟氟吡氧乙酸：用于陶氏益农公司除草剂——氟草定、氟草烟

氟氟吡氧乙酸是一种有机杂环类选择性内吸传导型苗后除草剂，适用于防除小麦、大麦、玉米等禾本科作物田中各种阔叶杂草，具有内吸传导、易降解、半衰期较短、高效等优点，近年来在国内得到广泛的应用并已国产化，全球年销售额约 2.75 亿美元。

精恶唑禾草灵：用于安万特公司除草剂——骠马和威霸

德国安万特利用精恶唑禾草灵开发出了两种除草剂产品：骠马（精恶唑禾草灵加安全剂）和威霸（精恶唑禾草灵，不含安全剂），具有施药期宽、防效好等特点。骠马开发于 1984 年，适用小麦田，目前已被市场广泛接受，年使用量在 3000 吨（商品量）以上，并仍有具有市场增长潜力，保持每年 5%-10% 的增长，全球年销售额在 2.6 亿美元左右；威霸适用大豆、棉花、蔬菜等阔叶作物市场，同拿捕净、高效盖草能等并驾齐驱，在细分市场占有率在 15% 以上。

异噁唑草酮：用于拜耳作物除草剂

异噁唑草酮是一种用于玉米、甘蔗等旱作物田做土壤处理的有机杂环类选择性内吸型除草剂，经过 20 余年的开发，市场渐趋成熟，尤其在玉米领域，已经构筑了难以动摇的地位，长期占据着玉米田除草剂和 HPPD 抑制剂市场中第二的位置，成为取代甲草胺、乙草胺、异丙甲草胺以及莠去津等的重要除草剂之一。全球年销售额约 2.4 亿美元。

炔草酯：用于先正达麦田除草剂——麦极

15% 可湿性粉剂——麦极 1991 年由先正达研发上市，成分包含炔草酯和先进的安全剂，能有效防除小麦田多种禾本科杂草，如野燕麦、看麦娘、黑麦草、硬草等，对野燕麦的防效尤其突出。在不良条件下药效稳定；防除效果好，在试验田示范防除效果大 95.0%-99.6%；施药时期宽，从 10 月至次年 4 月均可施药；对小麦高度安全，2 倍药量对小麦无影响，半衰期仅 10-15 天；全球年销售额在 2 亿美元左右。

磺草酮：用于先正达和拜耳除草剂

磺草酮 1991 年由捷利康（现先正达）公司开发，1993 年首次在欧洲注册并开始商业化，2000 年归属于拜耳公司所有，用来选择性防除玉米田阔叶杂草，该产品在欧洲应用范围较广，21 世纪初年销售额在 0.55 亿美元左右，后由于部分市场被硝磺草酮取代，目前全球年销售额约 0.35 亿美元。

噻虫胺：用于拜耳和日本 Takeda 武田杀虫剂

噻虫胺是一种新烟碱类杀虫剂，主要用于水稻、蔬菜、果树及其他作物，具有高效、广谱、用量少、毒性低、药效持效期长、对作物无药害、使用安全、与常规农药无交互抗性等优点，有卓越的内吸和渗透作用，是替代高毒有机磷农药的又一品种，有可能成为世界性的大型杀虫剂品种，全球年销售额约 4.6 亿美元。

虱螨脲：用于先正达杀虫剂

1993 年，先正达在法国首先上市了虱螨脲，是苯甲酰脲类杀虫剂中的第一大产品，是一种具有多重杀卵作用、高效杀虫的全新功能型杀虫剂。主要用于防治棉花、玉米、蔬菜、果树等鳞翅目等幼虫，全球年销售额约 2.05 亿美元。

公司掌握多种农药合成技术，成熟度高，可自由组合生产新产品

农药产品的化学结构往往较为复杂，通常是由结构较为简单的化学品中的有机单元经各类合成反应合成而来，研发新药的过程就是企业选择合适的有机反应和合成路线的过程。因此，企业是否有相关技术储备及研发经验，往往决定了其在行业内话语权的高低。

公司是国内较早自主掌握氟化、不对称合成和手性技术、相转移催化、氨化等关键性技术的企业，并实际用于农药生产，已拥有较高的成熟度。相比于其他中小型企业需要针对新产品从头研究工艺路线，公司可通过多种合成技术的选择或组合，开展产品的小试、中试和大生产，形成了完整的产业化能力。此外，公司还拥有 33 项专利技术，是国家级高新技术企业，设有省级企业技术中心，并被评定为江苏省重点企业研发机构。

表 4：公司掌握的部分农药合成技术及应用举例

技术名称	技术特点	部分应用举例
氟化技术	可减少氟化过程的焦化和副产物的生成，提高了收率和产品质量	氯氟吡氧乙酸、炔草酯
氯取代技术	使多氯代吡啶和多卤代芳香烃类氯取代合成工艺变得更加简便、安全，废水排放量少，对环境友好	
酯交换技术	降低酯交换时间，减少了酯交换过程的焦化和副产物的生成，反应稳定、使产品生产成本降低、品质提高	氯氟吡氧乙酸
相转移催化技术	使某些用传统方法难以实现的反应顺利进行，反应条件温和、操作简单，改变反应的选择性，减少“三废”，抑制副反应而提高收率	异噁唑草酮、磺草酮

不对称合成和手性技术	合成的产品具有收率高、产品光学纯度好、药效高、用量省，对作物和生态环境更安全、相对成本更低等优点	苯氧丙酸类除草剂
偶联反应技术	使用自主开发的高效催化剂进行偶联反应，用于合成关键中间体和多种醚类和联苯农药	多种醚类农药及其关键中间体
环化合成技术	使用环化剂合成杂环类化合物，应用于合成多种关键中间体和杂环类农药	杂环类农药及关键中间体
溴化技术	应用于合成得到高选择性的高含量的多种关键中间体和农药	
双光和三光合成技术	采用双光和三光代替光气，合成重要的农药中间体和农药	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司在上述领先成熟技术的支撑下，主要产品有效成分含量均大于或等于联合国粮农组织（FAO）要求，其中氯氟吡氧乙酸有效成分含量达到 98%，符合农药巨头陶氏益农质量要求；磺草酮和异噁唑草酮有效成分含量也达 98%，主要出口到欧洲，质量符合欧盟登记标准。

表 5：公司产品有效成分含量与 FAO 要求对比

产品名称	公司产品有效成分含量	FAO 要求有效成分含量
氯氟吡氧乙酸原药	98%	无要求
噻虫胺原药	98%	96%
精噁唑禾草灵原药	98%	92%
异噁唑草酮原药	98%	无要求
炔草酯原药	97%	96%
磺草酮原药	98%	无要求
虱螨脲原药	98%	98%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

研发团队经验丰富

公司拥有一支以博士、硕士为主力军的研发队伍，经验丰富。公司研发总监、副总经理李宏举为克拉克大学有机化学博士，在北京化工研究院及美国布兰迪斯大学担任研究员，并担任多家全球制药企业科学家及研究员，其领导的研发团队被列入 2013 年度南京市高端人才团队引进计划。

表 6: 公司研发团队部分核心成员介绍

姓名	职务	主要经历
李宏举	研发总监、副总经理	美国克拉克大学有机化学博士，北京化工研究院高级研发员，美国布兰迪斯大学高级研究员，瑞士汽巴制药公司一级科学家，瑞士诺华制药公司高级科学家，瑞士罗氏制药公司副首席研究员
王凤云	技术总监、副总经理	江苏盐城第二中学化学老师，江苏省农药研究所高级工程师，江苏省农药开发重点实验室副主任，国家南方农药创制中心江苏基地创制室主任。
冯美丽	研发部主任	南京工业大学理学院应用化学专业博士，江苏省农用激素工程技术研究中心有限公司课题组长
侯远昌	技术部经理	南京扬子聚酯厂车间主任、生产厂长、上海浦源化纤有限公司生产经理、扬州惠通化工技术有限公司职员

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.3 审时度势更换募投项目，夯实公司积淀

公司 IPO 时拟投入募集资金 2.56 亿元建设 300 吨/年杀菌剂 96%啶酰菌胺原药、2000 吨/年除草剂 98%麦草畏原药及 5500 吨/年环保型绿色制剂项目。由于啶酰菌胺和麦草畏市场竞争加剧，供求关系恶化，加之国内农药制剂项目需要自产较多品种的原药支持，有待公司原药品种进一步丰富后实施。2017 年 3 月，公司将上述募投项目变更为除草剂中间体（HPPA 和 HPPA-ET）、杀虫剂原药（氟酰脲和螺甲螨酯）和除草剂原药（甲氧咪草烟和甲咪唑烟酸）生产项目，上述所有产品都经公司研发部完全合成并进行中试，收率和产品品质都已达国内最先进水平，原辅料有稳定供货渠道，产品开发成本相对非常低。

表 10: 公司变更募投项目情况

项目名称	产品类别	年均营收 (亿元)	年均税后利润 (万元)	建设期	产能爬坡进程
400 吨/年 HPPA 及 600 吨/年 HPPA-ET	中间体	1.125284	3388.48	2 年	投产第一年 80%，第二年 100%
300 吨/年 98%氟酰脲原药及 300 吨/年 96%螺甲螨酯原药	杀虫剂	2.250782	2901.46	2 年	投产第一年 80%，第二年 100%
500 吨/年 97%甲氧咪草烟原药及 500 吨/年 97%甲咪唑烟酸原药	除草剂	1.752913	3984.85	2 年	投产第一年 80%，第二年 100%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

HPPA 中间体和 HPPA-ET 中间体

两种产品分别是炔草酯和精恶唑禾草灵的中间体，用于合成两种原药产品，两种原药是目前公司的核心产品。

氟酰脲原药和螺甲螨酯原药

氟酰胺是苯甲酰胺类杀虫剂中杀虫活性最高的一种化合物，已在 49 个国家登记，在 40 多个国家销售，但在国内还未见有生产厂家的报道，据 MAI 公司预计，该产品全球年销售额饱和值可达 1 亿美元；螺甲螨酯是拜耳开发的新型螺环季酮酸杀虫杀螨剂，主要用于水果和蔬菜、玉米、棉花和观赏植物，2004 年首次在英国和印尼登记上市，因作用机理独特，与其他已商品化的杀虫剂、杀螨剂无交互抗性，故应用前景广阔，全球年销售额在 5500 万美元左右。

甲氧咪草烟原药和甲咪唑烟酸原药

甲氧咪草烟是巴斯夫公司的 ALS 抑制剂类除草剂，广谱防控玉米、油菜、苜蓿、豆类等作物中的杂草，2001 年其与 2,4-D 的混配制剂上市，之后陆续在欧盟、美国、加拿大、巴西等地登记，年销售额在 2.35 亿美元左右；咪唑啉酮类除草剂是 20 世纪 80 年代美国氰胺公司发现的一类超高效、广谱、低毒除草剂，甲咪唑烟酸是其中一种，主要应用在花生田和部分甘蔗田，目前国内获得登记的公司仅有 BASF 欧洲公司和江苏龙灯化学两家。

4.4 丰富的许可证资源为未来新品上市提供保证

针对未来产品发展计划，公司 IPO 时提出目标，每年将新开发专利到期药品种 20 个以上，实现新产品中试 8 个以上，实现工业化生产 3 个以上，并每年开发具有良好生物活性的全新化合物 3-5 个，择机实现工业化生产并进行市场化推广。公司拥有的优质客户资源及丰富的许可证资源有望为未来新品不断上市的提供保障。

凭借丰富的技术储备、前瞻的产品规划和持续的资金投入，公司及子公司在境内共计取得 102 项农药登记证书、50 项生产许可证书/批准证书；在境外主要市场与客户联合登记取得多个登记证书，许可证资源丰富。取得上述许可证书所需进行的毒理、药效、残留等试验耗时较长，成本较高。公司丰富的许可证资源，使公司能够抓住稍纵即逝的市场机会，加上公司具备在不同产品之间机动灵活地进行切换生产的能力，使得公司具备很强的即时供应能力，可以及时满足客户的需求。

表 11: 公司 IPO 时拥有的农药原药登记证列表

序号	农药名称	首次取得日期	登记证号	有效期	序号	农药名称	首次取得日期	登记证号	有效期
1	41%草甘膦异丙胺盐水剂	2009/9/7	PD20096695	2019/9/7	45	97%氟氟草酯原药	2013/12/18	PD20132604	2018/12/18
2	98%咪唑乙烟酸原药	2009/9/7	PD20096721	2019/9/7	46	95%氟氟吡氧乙酸异辛酯原药	2004/12/31	PD20086313	2018/12/31
3	8%炔草酯水乳剂	2011/6/16	PD20132600	2018/12/17	47	20%氟氟吡氧乙酸乳油	2005/3/2	PD20092634	2019/3/2
4	90%烯草酮原药	2009/9/15	PD20096795	2019/9/15	48	98%噻虫嗪原药	2014/3/25	PD20140810	2019/3/25
5	95%烟嘧磺隆原药	2009/9/29	PD20097009	2019/9/29	49	15%茚虫威悬浮剂	2014/3/25	PD20140812	2019/3/25

6	85%乳氟禾草灵原药	2009/10/16	PD20097196	2019/10/16	50	90%高效氟吡甲禾灵原药	2006/8/14	PD20093804	2019/3/25
7	95%氟磺胺草醚原药	2009/10/19	PD20097228	2019/10/19	51	97%甲咪唑烟酸原药	2014/3/31	PD20140815	2019/3/31
8	95%稻瘟灵原药	2009/10/19	PD20097209	2019/10/19	52	25%噻虫嗪水分散颗粒	2014/5/7	PD20141262	2019/5/7
9	99%噻嗪酮原药	2009/11/20	PD20097833	2019/11/20	53	97%烯酰吗啉原药	2014/6/6	PD20141429	2019/6/6
10	98%噻虫胺原药	2011/12/13	PD20160044	2021/1/27	54	15%炔草酯水乳剂	2014/7/24	PD20141842	2019/7/24
11	96%异菌脲原药	2009/12/18	PD20098288	2019/12/18	55	95%噻虫啉原药	2009/1/8	PD20142271	2019/10/20
12	95%氟虫脲原药	2010/12/7	PD20102145	2020/12/7	56	10%氟氟草酯水乳剂	2015/3/20	PD20150428	2020/3/20
13	50 克/升氟虫脲悬浮剂	2010/12/7	PD20102146	2020/12/7	57	200 克/升草铵膦水剂	2014/11/2	PD20142292	2019/11/2
14	300 克/升苯醚·丙环唑乳油	2010/12/23	PD20102213	2020/12/23	58	40%噻虫啉悬浮剂	2010/11/10	PD20142269	2019/10/20
15	96%双草醚原药	2011/5/3	PD20110506	2021/5/3	59	96%螺螨酯原药	2014/11/21	PD20142526	2019/11/21
16	95%咪唑烟酸原药	2008/3/10	PD20111176	2020/12/17	60	97%双氟磺胺原药(国瑞)	2014/9/28	PD20142203	2019/9/28
17	97%杀铃脲原药	2014/6/24	PD20141653	2019/6/24	61	96%噻草酮原药	2015/1/15	PD20150205	2020/1/15
18	98%吡氟酰草胺原药(出口)	2009/3/31	PD20111329	2020/10/22	62	95%氯氟吡啶酸原药(国瑞)	2015/2/4	PD20150279	2020/2/4
19	96.5%啞菌酯原药	2012/5/11	PD20120783	2017/5/11	63	95%多效唑原药	2015/4/17	PD20150667	2020/4/17
20	98%磺草酮原药	2009/4/15	PD20120793	2017/5/11	64	98%啞酰菌胺原药(国瑞)	2015/4/17	PD20150687	2020/4/17
21	250 克/升啞菌酯悬浮剂	2012/6/14	PD20120956	2017/6/14	65	95%氯氟吡啶乙酸异辛酯原药(国瑞)	2015/4/20	PD20150699	2020/4/20
22	95%炔草酯原药	2009/3/13	PD20121200	2017/8/6	66	96%异噁唑草酮原药	2015/5/19	LS20150132	2017/5/19
23	98%虱螨脲原药	2006/3/6	PD20121591	2017/10/25	67	97%甲氧咪草烟原药	2015/5/18	PD20150849	2020/5/18
24	75%环嗪酮水分散颗粒	2012/11/8	PD20121728	2017/11/8	68	95%虫螨脲原药(国瑞)	2015/5/26	PD20150898	2020/5/26
25	100 克/升双草醚悬浮剂	2012/11/15	PD20121764	2017/11/15	69	98%虱螨脲原药(国瑞)	2015/6/25	PD20151123	2020/6/25
26	5%虱螨脲乳油	2007/5/8	PD20121823	2017/11/22	70	97%氟啶胺原药(国瑞)	2015/7/30	PD20151355	2020/7/30
27	96%啞霜灵原药	2007/4/20	PD20070511	2017/11/28	71	98%甲氧虫酰肼原药(国瑞)	2015/7/30	PD20151368	2020/7/30
28	95%吡丙醚原药	2007/11/28	WP20070030	2017/11/28	72	240 克/升螺螨酯悬浮剂	2015/7/30	PD20151372	2020/7/30
29	95%氟环唑原药	2006/12/6	PD20130865	2018/4/22	73	240 克/升虫螨脲悬浮剂	2015/7/31	PD20151509	2020/7/31
30	90%精吡氟禾草灵原药	2006/9/22	PD20080518	2018/4/29	74	98%精噁唑禾草灵(国瑞)	2015/8/3	PD20151516	2020/8/3

31	95%氟虫脲原药	2007/4/20	PD20080764	2018/6/11	75	96%双草醚原药 (国瑞)	2015/5/13	PD20150785	2020/5/13
32	95%除草定原药	2009/3/31	PD20131726	2018/8/16	76	98%吡唑醚菌酯原药 (国瑞)	2015/8/28	PD20151630	2020/8/28
33	80%除草定可湿性粉剂	2009/3/31	PD20131850	2018/9/23	77	98%吡氟醚草胺原药	2015/10/22	PD20152381	2020/10/22
34	95%草铵膦原药	2009/1/8	PD20131899	2018/9/25	78	98%麦草畏原药 (国瑞)	2015/12/19	PD20152641	2020/12/19
35	95%茚虫威原药	2013/9/25	PD20131916	2018/9/25	79	98%硝磺草酮原药 (国瑞)	2015/10/25	PD20152409	2020/10/25
36	97%戊唑醇原药	2008/4/7	PD20081435	2018/10/31	80	95%醚菌酯原药	2015/8/28	PD20151744	2020/8/28
37	97%乙氧氟草醚原药	2008/1/7	PD20081442	2018/10/31	81	98%磺草酮原药 (国瑞)	2016/3/16	PD20160449	2021/3/16
38	95%氟硅唑原药	2008/3/10	PD20081561	2018/11/11	82	95%炔草酯原药 (国瑞)	2016/4/26	PD20160532	2021/4/26
39	95%精噁唑禾草灵原药	2006/11/8	PD20081641	2018/11/14	83	97%唑啉草酮原药 (国瑞)	2016/4/26	PD20160553	2021/4/26
40	95%草甘膦原药	2008/5/4	PD20081798	2018/11/19	84	96%唑草酮原药 (国瑞)	2016/4/26	PD20160576	2021/4/26
41	108 克/升高效氟吡甲禾灵乳油	2006/12/26	PD20081980	2018/11/25	85	97%氨唑草酮原药	2016/4/27	LS20160150	2017/4/27
42	69 克/升精噁唑禾草灵水乳剂	2007/9/17	PD20082231	2018/11/26	86	97%异丙隆原药	2016/9/13	PD20161193	2021/9/13
43	98%环嗪酮原药	2008/12/3	PD20082500	2018/12/3	87	95%草铵膦原药 (国瑞)	2016/9/13	PD20161177	2021/9/13
44	98%麦草畏原药	2008/2/20	PD20083285	2018/12/11					

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

4.5 变更公司名称, 开疆拓土迈向新领域

未来, 公司在继续研发生产高效、低毒、低残留和对环境友好的绿色化学农药产品的同时, 拟向医药、农药、工业化学品的检测等产业领域发展。由于公司原名称中反映行业属性的“作物保护”意涵较窄, 2017年9月, 公司将名称由“江苏中旗作物保护股份有限公司”变更为“江苏中旗科技股份有限公司”, 充分体现了公司新的战略定位和长远发展目标。

五、从杜邦分析看公司长期发展——拐点将至, 业绩即将进入释放期

5.1 ROE 是公司价值的决定因素

ROE 即净资产收益率, 是指净利润与平均股东权益的比值, 表征了公司为股东带来回报的能力, ROE 越高, 意味着为股东带

来的收益越高，表明公司的赚钱能力越强。

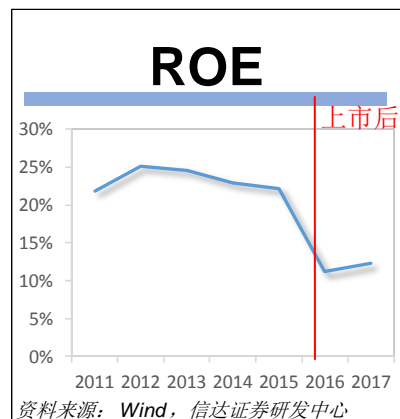
从静态角度分析，根据 $PB=ROE*PE$ ，当市场估值一定的情况下，高 ROE 的公司可以为股东带来更高的净资产溢价。而从动态角度分析，根据 $g=ROE*(1-b)$ (g 为可持续增长率， b 为股利分配比率)，股利分配比率一定的情况下，高 ROE 公司隐含着高可持续增长率，长期来看可以为股东带来高额回报。

5.2 由杜邦分析看公司 ROE 变化

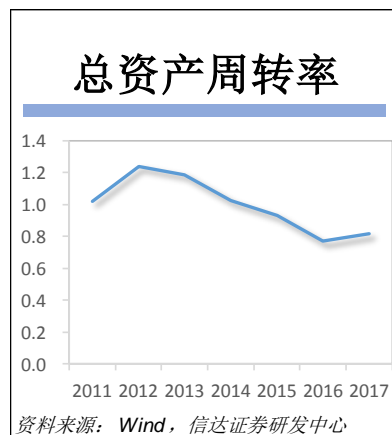
公司于 2016 年 12 月 20 日登陆 A 股创业板，上市之前，ROE 长期维持在 20% 以上，质地非常优秀，是化工行业乃至整个 A 股市场稀缺的优质标的，而公司 16 年上市之后，在经营活动没有发生重大变化的同时，ROE 却忽然出现大幅下降，这让人不禁产生疑问，是什么因素影响了公司的盈利能力，未来公司能否重现上市前的辉煌。

这里，我们通过杜邦分析，将 ROE 分解为净利率（税后净利润/营业收入）、总资产周转率（营业收入/总资产）和权益乘数（总资产/净资产），进而找出拖累公司 ROE 的因素。与此同时，也帮助大家深入理解公司上市前高 ROE 的来源。

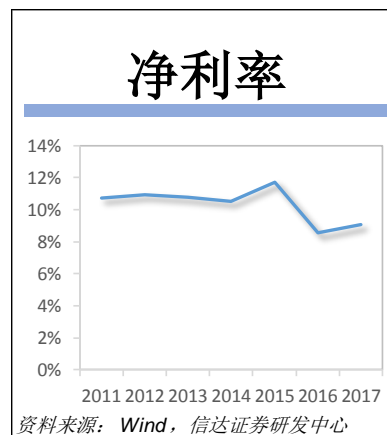
图 23: 公司近年来 ROE 与杜邦分析



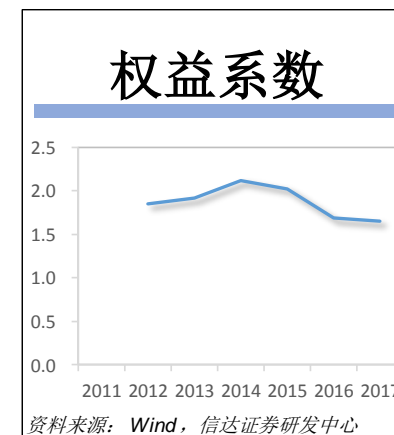
=



×



×



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2011-2015 年，公司 ROE 主要由总资产周转率（TAT）驱动。

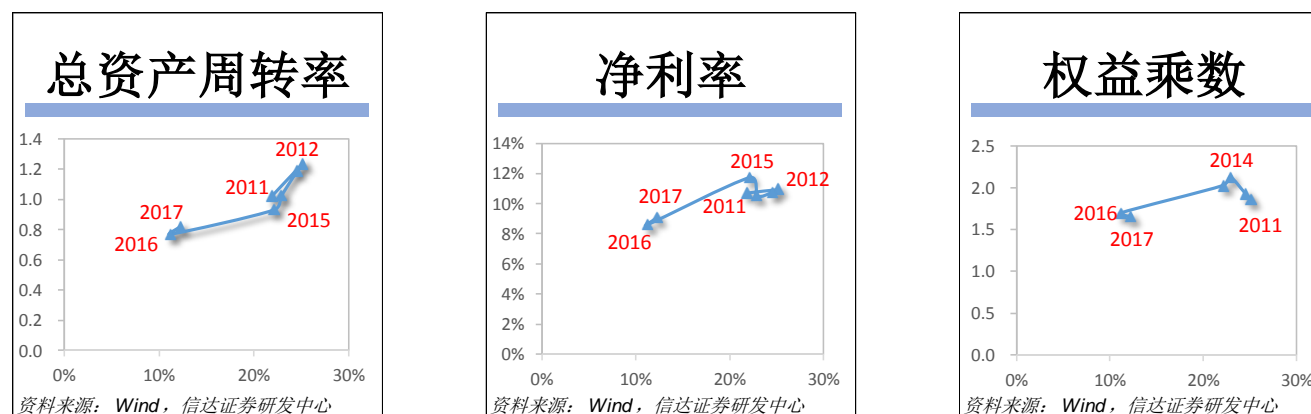
2011-2015 年，公司净利率指标基本稳定在 11% 左右，而资产周转率在 12 年创下历史新高之后逐年下滑，但权益乘数的提升部分抵消了周转率的下降，使得公司 ROE 长期维持在 20% 以上。此外，我们看到，公司的 ROE 与总资产周转率呈现出更强

的相关性，即 2011-2015 年期间，公司 ROE 主要由 ROA 驱动，部分受到权益乘数和净利率的影响。

2016-2017 年，总资产周转率、净利率、权益乘数共同导致公司 ROE 下降。

2016 年，公司净利率由 2015 年的 11.75% 下降至 8.59% (-3.16 ppt.)，加权权益乘数由 2015 年的 2.02 下降至 1.69 (-0.33 x)，加权总资产周转率由 2015 年的 0.93 下降至 0.77 (-0.16 x)，以上三个因素共同导致公司 ROE 在 16 年出现断崖式下跌。

图 24：公司 ROE 驱动因素分析

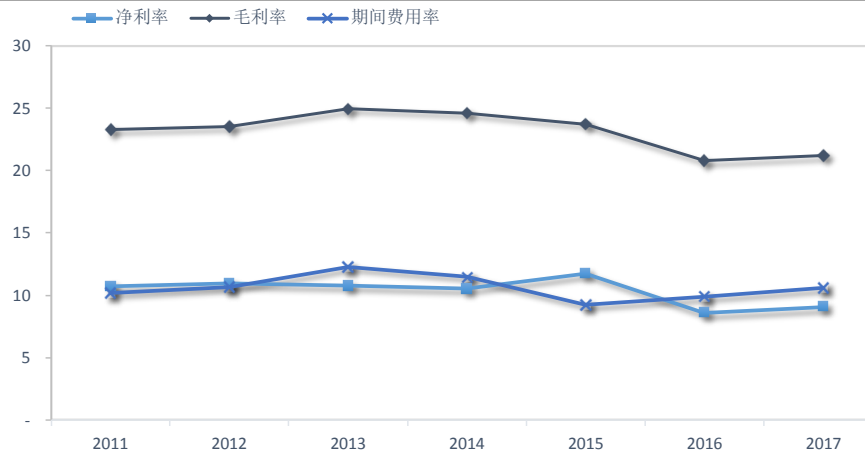


资料来源：Wind，信达证券研发中心

受行业影响净利率 16 年小幅下滑，目前已经企稳回升。

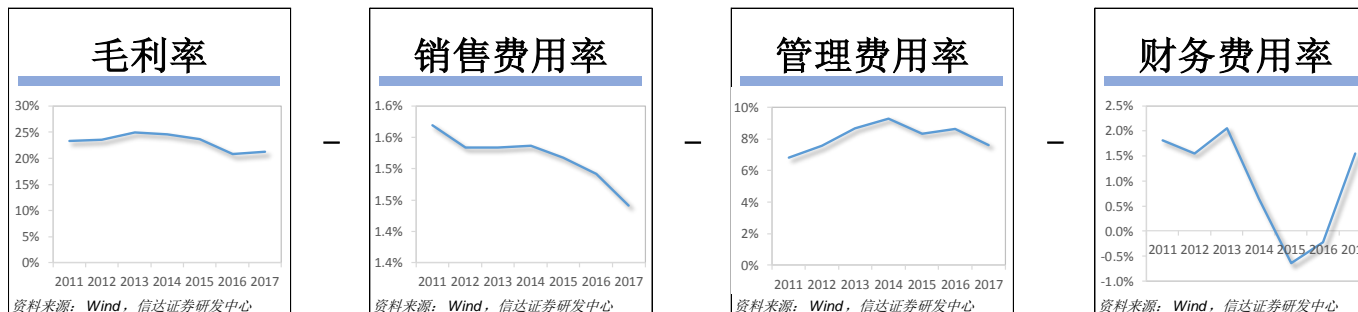
15 年以来，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率虽有明显波动，但由于其变化基本相互抵消，使得公司期间费用率虽小幅上升，但基本保持在 10% 左右水平。净利率的变化主要由毛利率下降导致。2016 年，受农化行业低迷，国外农化巨头去库存影响，公司毛利率由 2015 年的 23.70% 下降至 2016 年的 20.77% (-2.93 ppt.) 随着农化行业逐年步入复苏通道，17 年公司毛利率小幅回升至 21.22% (+0.45 ppt.)。

图 25：公司毛利率、期间费用率和净利率（单位：%）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

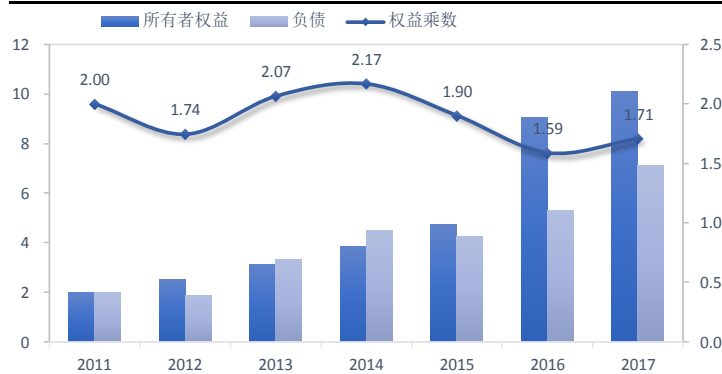
图 26: 公司净利率拆解 (单位: %)



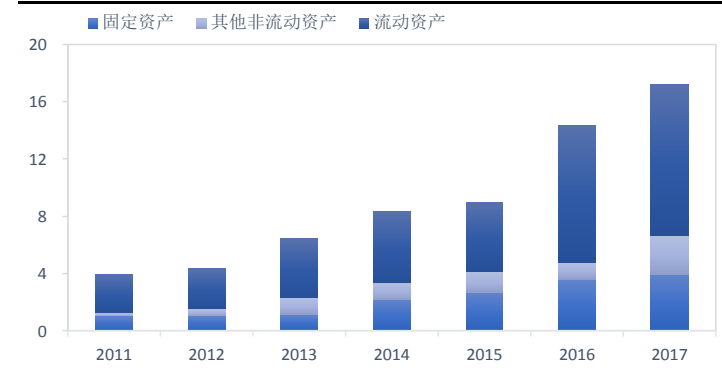
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

IPO 募资降低了公司的权益乘数。

公司于 16 年 12 月 20 日上市, 以 22.29 元/股价格发行 1835 万股, 扣除发行费用 4,351.38 万元后, 募集资金净额 36,550.77 万元。所有者权益的大幅增加降低了公司 16 年、17 年的权益乘数。但在今年宏观“去杠杆、严监管”的背景下, 也降低了公司的运营风险, 同时为公司未来资产负债率和权益乘数的扩张腾挪出空间。

图 27: 公司近年来所有者权益、负债 (亿元) 及权益乘数 (摊薄)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 公司近年来流动资产 (亿元) 和非流动资产 (亿元)


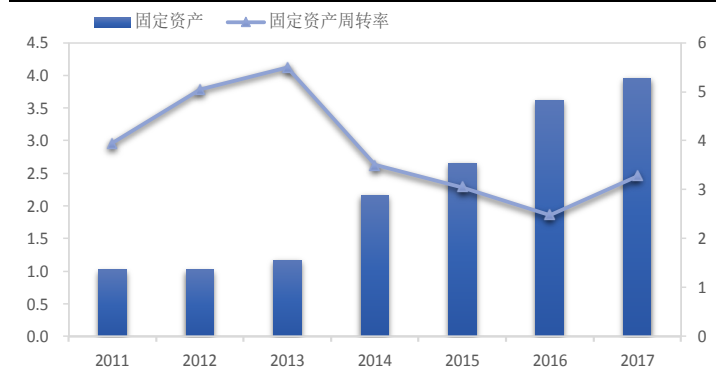
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

进入业绩释放期, 公司总资产周转率即将迎来拐点。

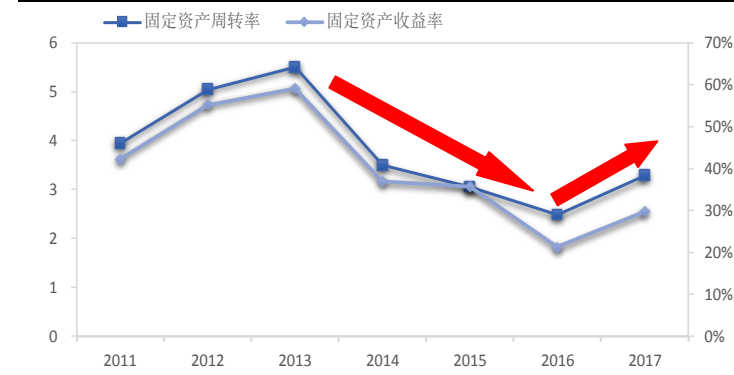
公司自 2012 年总资产周转率达到历史峰值的 1.24x 之后开始逐年下降, 这主要是因为公司 12 年以后总资产快速扩张, 而营收并没有实现同比例的增长。在公司的生产运营中, 厂房、设备等固定资产是公司盈利的主要来源, 进一步分析公司近年来的固定资产周转率, 我们发现自 14 年起, 公司精噁唑禾草灵、炔草酯、异噁唑草酮、噻虫胺、虱螨脲等产能纷纷投放, 固定资产开始加速增长, 但由于新投产装置产能利用率较低, 公司固定资产周转率大幅下降, 直到 16、17 年才逐渐触底反弹。

公司新建生产装置的产能在设计时考虑了市场需求的逐步增长, 为将来的订单增长预留了产能空间, 所以在产能投放初期利用率较低, 而 15-16 年农化行业的低迷也抑制了部分产品的需求, 使得公司的固定资产周转率进一步恶化。与此同时, 对比固定资产周转率和固定资产收益率, 可以发现两者走势高度一致, 这也从侧面说明了相较于净利率的变化, 固定资产周转率的下降是拖累公司近年来 ROE 的主要因素。随着农化行业的回暖, 以及低毒高效产品渗透率的逐渐增加, 可以预见到公司产能利用率将逐步提升, 公司业绩也将随之释放。

此外, 造成公司 16 年以来总资产周转率下降的另一个原因是流动资产的增加。公司 16 年上市募资之后, 流动资产从 15 年底的 4.83 亿扩充至 16 年底的 9.61 亿元, 这部分闲置资产并不能为公司创造主营业务收入, 随着公司募投项目《淮安国瑞化工有限公司年产 400 吨 HPPA 及 600 吨 HPPA-ET 项目》、《江苏中旗作物保护股份有限公司年产 300 吨 98% 氟酰胺原药及年产 300 吨 96% 螺甲螨酯原药项目》和《江苏中旗作物保护股份有限公司年产 500 吨 97% 甲氧咪草烟原药及年产 500 吨 97% 甲咪唑烟酸原药项目》在 18 下半年至 19 年初建成投产, 公司冗余的流动资产也将转化为固定资产开始周转, 增厚公司利润, 提升公司的总资产周转率。

图 29: 公司近年来固定资产 (亿元) 及固定资产周转率 (摊薄)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

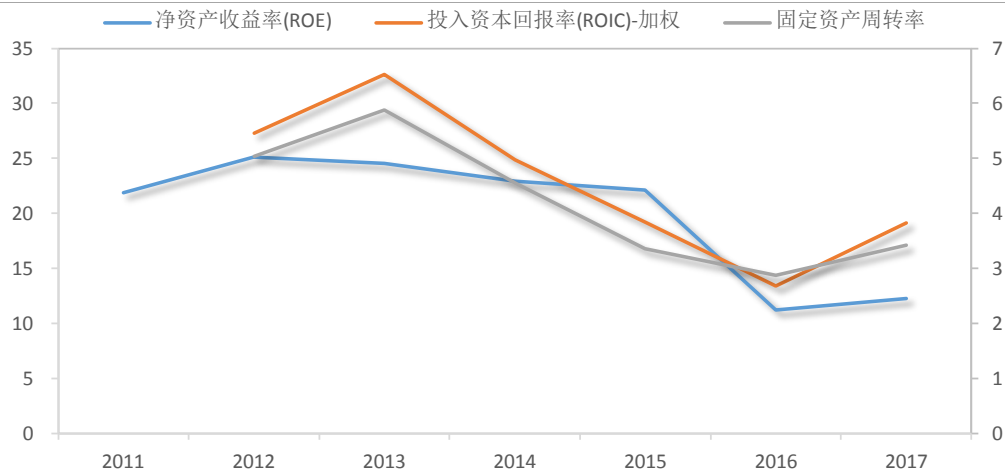
图 30: 公司固定资产周转率与固定资产收益率 (摊薄)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

以上分析可通过公司的投入资本回报率 (ROIC) 得以更直观的反映。

ROIC 为息前税后经营利润 (NOPLAT) 和投入资本 (IC) 的比值, 用于评价所有经营资本的效率。为便于在统一口径下与公司的净资产收益率和固定资产周转率相比较, 我们取公司年初和年末投入资本 (IC) 的平均值计算得到加权投入资本回报率。结果显示, 公司的 ROIC 和固定资产周转率表现出明显的相关性, 表明公司的 ROIC 主要由固定资产周转率驱动。由于 ROIC 分母项 $IC = \text{有息负债} + \text{净资产} - \text{超额现金} - \text{非经营性资产}$, 扣除了超额现金和非经营性资产, 导致公司的 ROIC 和 ROE 在 2013 年和 2017 年出现了背离, ROIC 显著高于 ROE, 这也说明 2013 年和 2017 年公司 ROE 明显受到超额现金和非经营性资产的拖累。

图 31: 公司 ROE (单位: %, 左轴)、ROIC (加权) (单位: %, 左轴) 和固定资产周转率 (右轴)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 12: 公司 13-16 年主要产品产能、产量等信息

	2013	2014	2015	2016H1
氯氟吡氧乙酸				
产能 (吨)	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00
产量 (吨)	1221.36	1304.12	1417.07	393.30
产能利用率	102%	109%	118%	33%
销量 (吨)	1274.41	1439.11	1141.30	576.37
产销率	104%	110%	81%	147%
单价 (万元/吨)	13.33	12.78	11.77	11.17
单位成本 (万元/吨)	8.87	8.41	6.91	6.79
营收 (万元)	16987.89	18391.83	13433.10	6438.05
成本 (万元)	11304.02	12102.92	7886.38	3913.55
毛利 (万元)	5683.87	6288.91	5546.72	2524.50
毛利率	33%	34%	41%	39%
精噁唑禾草灵				
产能	100.00	800.00	800.00	800.00
产量	98.80	89.17	65.45	10.64

产能利用率	99%	11%	8%	1%
销量	121.44	60.23	59.45	39.74
产销率	123%	68%	91%	373%
单价 (万元/吨)	38.46	46.64	37.19	39.93
单位成本 (万元/吨)	32.34	37.67	29.25	31.04
营收 (万元)	4670.58	2809.13	2210.95	1586.82
成本 (万元)	3927.37	2268.86	1738.91	1233.53
毛利 (万元)	743.21	540.26	472.03	353.29
毛利率	16%	19%	21%	22%
磺草酮				
产能	200.00	200.00	200.00	200.00
产量	167.00	142.51	49.24	27.71
产能利用率	84%	71%	25%	14%
销量	156.13	121.08	82.29	9.00
产销率	93%	85%	167%	32%
单价 (万元/吨)	18.35	17.39	15.32	17.76
单位成本 (万元/吨)	15.29	12.44	10.29	10.94
营收 (万元)	2864.99	2105.58	1260.68	159.84
成本 (万元)	2387.23	1506.24	846.76	98.46
毛利 (万元)	477.76	599.35	413.92	61.38
毛利率	17%	28%	33%	38%
炔草酯				
产能	200.00	200.00	700.00	700.00
产量	59.10	179.87	340.62	18.53
产能利用率	30%	90%	49%	3%
销量	108.97	116.44	283.96	44.14
产销率	184%	65%	83%	238%
单价 (万元/吨)	26.29	27.65	22.77	23.56
单位成本 (万元/吨)	25.18	24.62	19.20	22.17
营收 (万元)	2864.82	3219.57	6465.77	1039.94
成本 (万元)	2743.86	2866.75	5452.03	978.58

毛利 (万元)	120.96	352.81	1013.74	61.35
毛利率	4%	11%	16%	6%
异噁唑草酮				
产能			500.00	500.00
产量			184.25	24.74
产能利用率			37%	5%
销量			151.68	31.45
产销率			82%	127%
单价 (万元/吨)			46.18	47.31
单位成本 (万元/吨)			36.61	31.34
营收 (万元)			7004.58	1487.90
成本 (万元)			5553.00	985.64
毛利 (万元)			1451.58	502.26
毛利率			21%	34%
噻虫胺				
产能	400.00	1000.00	1000.00	1000.00
产量	406.70	621.06	451.40	163.19
产能利用率	102%	62%	45%	16%
销量	402.95	565.35	459.35	170.17
产销率	99%	91%	102%	104%
单价 (万元/吨)	28.33	23.64	22.76	20.68
单位成本 (万元/吨)	13.96	13.24	11.86	11.65
营收 (万元)	11415.57	13364.87	10454.81	3519.12
成本 (万元)	5625.18	7485.23	5447.89	1982.48
毛利 (万元)	5790.39	5879.64	5006.92	1536.64
毛利率	51%	44%	48%	44%
虱螨脲				
产能	100.00	400.00	400.00	400.00
产量	103.46	222.25	175.46	4.97
产能利用率	103%	56%	44%	1%
销量	123.33	170.74	162.48	94.00

产销率	119%	77%	93%	1891%
单价 (万元/吨)	27.91	26.75	25.58	19.86
单位成本 (万元/吨)	18.66	15.62	15.50	13.94
营收 (万元)	3442.14	4567.30	4156.24	1866.84
成本 (万元)	2301.34	2666.96	2518.44	1310.36
毛利 (万元)	1140.80	1900.34	1637.80	556.48
毛利率	33%	42%	39%	30%
其他产品				
销售收入	6345.89	9145.94	13989.17	15276.03
农化贸易产品				
销售收入	14954.50	20726.92	20769.22	10642.23

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

六、盈利预测及估值分析

6.1 盈利预测

(一) 核心假设

(1) 18-20 年氯氟吡氧乙酸产能利用率均为 110%，价格分别为 11.17、10.7、10.5 万元/吨，环保高压下导致相关中间体供应短缺，原料成本上涨，毛利率相对于 15/16 年有所下滑，18-20 年分别为 33%、35%、38%。

(2) 18-20 年精噁唑禾草灵产能利用率分别为 70%、80%、90%，价格分别为 40.0、38.0、37.0 万元/吨，随着公司 HPPA 和 HPPA-ET 产能于 2019 年初释放，生产成本有所下降，18-20 年毛利率分别为 20%、21%、22%。

(3) 其他农药如磺草酮、炔草酯、异噁唑草酮、噻虫胺、虱螨脲产能利用率逐年提升。

(4) 98% 氟酰脲原药、96% 螺甲螨酯原药、97% 甲氧咪草烟原药、97% 甲咪唑烟酸原药、HPPA 和 HPPA-ET 产能将于 2018 年末及 2019 年初释放。

表 13: 公司各项业务盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
农药					
收入	8.14	11.77	15.46	19.57	22.15

成本	6.50	9.31	12.15	15.26	17.02
毛利	1.64	2.46	3.30	4.31	5.13
毛利率(%)	20%	21%	21%	22%	23%
中间体					
收入	0.78	1.04	1.70	2.54	2.70
成本	0.56	0.76	1.36	1.92	2.00
毛利	0.22	0.28	0.34	0.62	0.70
毛利率(%)	28%	27%	20%	24%	26%
其他业务					
收入	0.06	0.14	0.14	0.14	0.14
成本	0.05	0.13	0.13	0.13	0.13
毛利	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
毛利率(%)	17%	7%	7%	7%	7%
合计					
收入	8.98	12.95	17.30	22.25	24.99
成本	7.11	10.20	13.64	17.31	19.15
毛利	1.87	2.75	3.65	4.94	5.84
毛利率(%)	21%	21%	21%	22%	23%

资料来源: 信达证券研发中心

根据以上假设条件, 我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别达到 17.30、22.25、24.99 亿元, 同比增长 33.57%、28.62%、12.31%, 归属母公司股东的净利润分别为 1.57、2.25、2.78 亿元, 同比增长 33.88%、43.08%、23.74%, 2018-2020 年 EPS 分别达到 2.14 元、3.06 元和 3.79 元, 对应 2018 年 7 月 10 日收盘价 (40.48 元/股) 的动态 PE 分别为 19 倍、13 倍和 11 倍。

6.2 估值分析及投资评级

(1) 相对估值法

我们选取了 A 股 21 家上市农药公司作为可比公司, 计算市盈率 P/E, 结果显示农药行业 2018 年万得一致预测市盈率的平均值为 17.7 倍, 中位数为 16.3 倍。不同于 A 股绝大多数从事低壁垒大宗农药产品的原药公司, 公司业绩周期性波动并不显著,

呈现出良好的成长性，根据我们预测，公司未来三年年均复合增长率为 33%，我们给予公司 PEG=1 的估值水平，此外，考虑到公司研发能力和管理能力突出，拥有优质客户资源，基于谨慎性原则，公司合理估值水平应该在 25 倍左右，对应目标价为 53.5 元。

表 14: A 股农药公司 PE (TTM) 及万得一致预期 PE

证券代码	证券简称	PE(TTM)	PE(2018E)	PE(2019E)
000553	沙隆达 A	11.3	14.7	16.9
600486	扬农化工	24.4	18.0	15.2
600596	新安股份	16.3	10.9	9.5
600500	中化国际	20.3	17.0	14.5
002258	利尔化学	21.6	16.8	13.0
002250	联化科技	45.9	35.3	24.0
000525	红太阳	13.3	10.6	9.1
002215	诺普信	17.8	15.7	12.5
002391	长青股份	18.3	13.8	11.1
002496	辉丰股份	11.0	7.8	6.8
600389	江山股份	19.7	16.3	12.5
002734	利民股份	21.6	16.0	12.1
603599	广信股份	17.2	14.3	10.9
603639	海利尔	14.4	13.0	10.9
002749	国光股份	24.9	20.8	16.2
300261	雅本化学	52.8	29.8	20.3
603585	苏利股份	16.0	13.2	10.2
600731	湖南海利	42.2	16.2	10.3
300575	中旗股份	25.4	17.5	12.2
603970	中农立华	30.8	29.4	25.6
603360	百傲化学	24.9	22.2	19.0
	中位数	20.9	16.3	12.3
	平均数	23.9	17.7	13.8

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(2) 绝对估值法

按照 DCF 估值方法给出的绝对估值为 49.82 元/股。

表 15: 主要计算参数

项目	参数	项目	参数
行业平均 Beta	0.99	市场预期收益率	10.70%
无风险利率	2.00%	永续增长率	2.00%
风险溢价	7.01%		

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 16: 每股价值对股权资本成本及永续增长率的敏感性

		股权资本成本				
每股价值		10.00%	11.00%	11.82%	12.00%	15.00%
永续增长率 (TV)	0.00%	37.90	33.80	30.97	30.40	23.04
	1.00%	40.13	35.48	32.32	31.70	23.69
	2.00%	42.92	37.54	33.95	33.25	24.42
	3.00%	46.50	40.10	35.95	35.14	25.29
	4.00%	51.28	43.41	38.46	37.51	26.31

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 17: 股权资本成本对市场收益率及无风险利率的敏感性

		无风险利率			
股权资本成本		3.00%	3.70%	4.00%	
市场收益率	8.00%	7.03%	7.16%	7.22%	
	10.70%	9.20%	9.34%	9.40%	
	12.00%	10.25%	10.38%	10.44%	
	9.01%	3.00%	3.70%	4.00%	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综合以上计算, 参考公司 2018 年 7 月 10 日收盘价 40.48 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

七、风险因素

产能建设进度低于预期；新产品客户认证周期较长；中间体等原材料供应风险；汇率波动导致的汇兑损益风险。

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	961.22	1,055.38	1,180.16	1,469.11	1,792.82
货币资金	534.68	573.58	549.00	673.14	909.61
应收票据	4.29	32.16	42.95	55.25	62.05
应收账款	218.28	200.76	268.17	344.92	387.38
预付账款	4.45	33.39	44.66	56.66	62.67
存货	177.09	177.49	237.37	301.15	333.11
其他	22.43	38.00	38.00	38.00	38.00
非流动资产	476.66	665.88	801.26	873.20	896.91
长期投资	0.19	7.41	7.41	7.41	7.41
固定资产	361.78	394.96	485.26	690.98	764.90
无形资产	60.43	58.93	57.30	55.68	54.05
其他	54.26	204.58	251.29	119.13	70.55
资产总计	1,437.88	1,721.25	1,981.42	2,342.31	2,689.73
流动负债	457.66	597.44	724.00	860.15	929.48
短期借款	63.52	137.74	137.74	137.74	137.74
应付账款	154.10	228.59	305.72	387.85	429.01
其他	240.04	231.11	280.54	334.56	362.73
非流动负债	74.17	115.67	115.67	115.67	115.67
长期借款	67.20	105.65	105.65	105.65	105.65
其他	6.97	10.02	10.02	10.02	10.02
负债合计	531.83	713.11	839.67	975.82	1,045.15
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	906.05	1,008.15	1,141.75	1,366.48	1,644.58
负债和股东权益	1437.88	1721.25	1981.42	2342.31	2689.73

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	898.47	1,295.06	1,729.87	2,224.98	2,498.89
同比(%)	11.31%	44.14%	33.57%	28.62%	12.31%
归属母公司净利润	77.16	117.33	157.07	224.74	278.09
同比(%)	-18.62%	52.06%	33.88%	43.08%	23.74%
毛利率(%)	20.77%	21.22%	21.13%	22.20%	23.38%
ROE(%)	11.20%	12.26%	14.61%	17.92%	18.47%
摊薄每股收益(元)	1.05	1.60	2.14	3.06	3.79
P/E	38	25	19	13	11
P/B	3.28	2.95	2.60	2.17	1.81
EV/EBITDA	23.01	15.65	12.52	9.03	7.32

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	898.47	1,295.06	1,729.87	2,224.98	2,498.89
营业成本	711.85	1,020.21	1,364.43	1,731.00	1,914.71
营业税金及附加	2.97	3.31	4.43	5.69	6.39
营业费用	13.41	18.67	24.94	32.07	36.02
管理费用	77.49	98.75	131.90	169.65	190.54
财务费用	-1.97	20.11	11.69	12.63	12.78
资产减值损失	3.51	0.35	4.81	4.13	4.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.05	0.89	0.41	0.42	0.57
营业利润	91.17	142.02	188.10	270.21	335.01
营业外收入	3.00	0.00	2.78	2.78	2.78
营业外支出	0.14	0.58	0.32	0.35	0.42
利润总额	94.03	141.44	190.55	272.64	337.37
所得税	16.87	24.11	33.48	47.91	59.28
净利润	77.16	117.33	157.07	224.74	278.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	77.16	117.33	157.07	224.74	278.09
EBITDA	136.78	208.39	260.42	360.95	445.70
EPS	1.05	1.60	2.14	3.06	3.79

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	104.50	160.36	202.93	283.28	367.27
净利润	77.16	117.33	157.07	224.74	278.09
折旧摊销	38.50	56.05	59.47	78.31	98.13
财务费用	4.26	10.90	10.40	10.00	10.20
投资损失	0.05	-0.89	-0.41	-0.42	-0.57
营运资金变动	-17.60	-22.03	-27.60	-32.80	-21.91
其它	2.14	-1.01	3.99	3.45	3.33
投资活动现金流	-79.32	-200.17	-193.63	-149.14	-120.60
资本支出	-80.23	-195.78	-194.04	-149.56	-121.17
长期投资	0.00	0.00	0.41	0.42	0.57
其他	0.92	-4.39	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	303.43	118.50	-33.87	-10.00	-10.20
吸收投资	376.02	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	3.53	112.67	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	18.30	23.52	33.87	10.00	10.20
现金净增加额	330.24	73.43	-24.57	124.14	236.47

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团7年管理工作经验。2015年3月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事能源化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。