

## 三大产品行业领先, 变更募投项目拓展上游

### 投资要点

- **三大产品规模行业领先, 突破垄断远销欧美高端市场。**公司三大产品多菌灵、甲基硫菌灵和敌草隆产能在国内行业中稳居前三。其中多菌灵年生产能力达1.8万吨, 行业市场占有率达40%, 在工艺技术、生产规模和客户资源方面居行业前列。甲基硫菌灵市场占有率达35%, 近年来产品需求量持续增加, 已在包括欧美在内的80多个市场得到广泛使用。公司是国内少数几家自主掌握敌草隆合成技术的专业生产厂商之一, 现有产能8000吨, 预计今年新增产能4000吨, 产品规模居国内第一。另外, 公司掌握杂质控制技术, DAP/HAP指标优于FAO的规定标准, 从而打破了高品质多菌灵等产品的国外垄断, 并进入到美国、英国、德国等高端农药市场。
- **光气原料构筑壁垒, 行业准入门槛高。**光气为剧毒气体, 生产资质准入门槛较高, 各国对光气生产企业控制极严, 在政策准入、资金规模、生产技术、环保等方面有较高要求。公司生产利用光气已逾15年, 技术成熟稳定, 在业内形成了较为明显的技术和产品质量优势, 并与美国杜邦公司、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。我们认为未来公司有望依托光气这一稀缺资源, 衍生更多有竞争力的产品。
- **变更募投项目, 向产业链上游扩展。**2015年公司调整发展战略, 停止敌草隆和甲基硫菌灵项目, 转而建设年产20万吨对、邻硝基氯化苯项目, 并配套年产15万吨氯化苯项目。对、邻硝基氯化苯是多菌灵和甲基硫菌灵的重要原材料, 公司每年采购金额近亿元, 其价格和供货均不稳定。我们认为项目建成后, 有利于公司原料的稳定供应, 并预计可以大幅降低企业生产成本, 同时提供新的增长点。
- **估值与评级:** 预计16-18年EPS分别为0.83、0.92和1.04元, 对应的动态PE分别为44、40和35倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 新建募投项目推进不及预期的风险; 草甘膦市场价持续下跌的风险; 下游需求低迷的风险; 市场竞争加剧的风险。

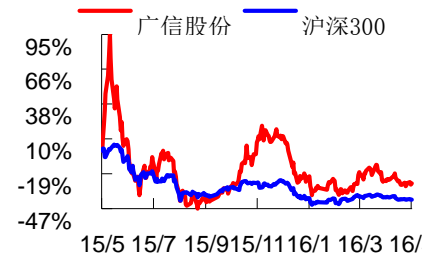
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1325.48	1487.37	1637.18	1809.11
增长率	9.16%	12.21%	10.07%	10.50%
归属母公司净利润(百万元)	130.26	155.67	173.28	195.68
增长率	-14.88%	19.51%	11.31%	12.92%
每股收益EPS(元)	0.69	0.83	0.92	1.04
净资产收益率ROE	5.84%	6.66%	6.90%	7.23%
PE	53	44	40	35
PB	3.09	2.94	2.74	2.54

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn  
联系人: 张汪强  
电话: 021-68415687  
邮箱: zqw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.88
流通A股(亿股)	1.88
52周内股价区间(元)	26.3-96.92
总市值(亿元)	69.03
总资产(亿元)	31.51
每股净资产(元)	12.17

### 相关研究

## 目 录

1. 公司概况：杀菌剂、除草剂及农药中间体领先企业.....	1
2. 投资看点 .....	3
2.1 三大产品规模行业领先，突破垄断远销欧美高端市场 .....	3
2.2 光气原料构筑壁垒，绿色农药需求不断提升 .....	9
2.3 变更募投项目，向产业链上游扩展 .....	10
3. 盈利预测与投资建议 .....	11
4. 风险提示 .....	12

## 图 目 录

图 1: 2011 年以来公司营业收入及同比增速 .....	1
图 2: 2011 年以来公司净利润及同比增速 .....	1
图 3: 2015 年公司营业收入构成 .....	1
图 4: 2015 年公司毛利构成 .....	1
图 5: 2011 年以来公司毛利率及净利率变化 .....	2
图 6: 2011 年以来公司三费率变化 .....	2
图 7: 广信股份股权布图 .....	2
图 8: 2000 年以来杀菌剂年产量变化 .....	3
图 9: 2000 年以来主要经济作物产量变化 (万吨) .....	3
图 10: 多菌灵上下游产业链 .....	3
图 11: 杀菌剂应用分布 .....	3
图 12: 2000 年以来杀菌剂出口量变化 .....	4
图 13: 2011 年以来公司国内外营业收入变化 .....	4
图 14: 2002 年以来除草剂产量变化 .....	6
图 15: 2005 年以来除草剂出口量变化 .....	6
图 16: 2011 年以来精细化工品营收及其增速变化 .....	8
图 17: 2011 年以来精细化工品毛利及其增速变化 .....	8

## 表 目 录

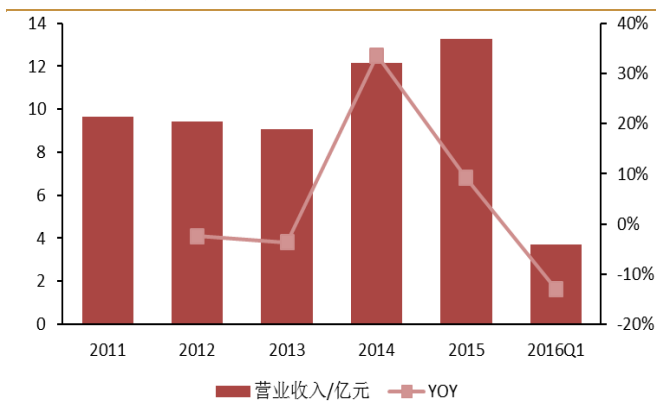
表 1: 我国多菌灵主要生产厂家及其产能 .....	4
表 2: 公司多菌灵原药性能指标与国内国际水平对比表 .....	4
表 3: 国内农作物发病率 .....	5
表 4: 我国甲基硫菌灵主要生产厂家及其产能 .....	5
表 5: 公司甲基硫菌灵原药性能指标与国内国际水平对比表 .....	5
表 6: 生物燃料相关政策 .....	7
表 7: 我国敌草隆生产厂家 .....	7
表 8: 我国敌草隆主要生产厂家及其产能 .....	7
表 9: 公司敌草隆原药性能指标与国内国际水平对比表 .....	8
表 10: 光气生产工艺与氯化亚砷生产工艺对比 .....	9
表 11: 光气生产企业面临的主要壁垒 .....	9
表 12: 近期农药行业法律法规 .....	10
表 13: 募集资金具体使用情况 (单位: 万元) .....	10
表 14: 新建项目计划使用情况 (单位: 万元) .....	11
表 15: 分业务收入及毛利率 .....	11
附表: 财务预测与估值 .....	13

## 1. 公司概况：杀菌剂、除草剂及农药中间体领先企业

广信股份是专业从事以光气为原料的农药及中间体的研发、生产、销售的高新技术企业。目前，公司已形成杀菌剂、除草剂和精细化工中间体三大系列主导产品，主要产品包括多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆、草甘膦等农药原药和制剂，以及氨基甲酸甲酯、异氰酸酯等精细化工中间体产品。公司取得了国家发改委颁发的《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及精细化工中间体生产企业。

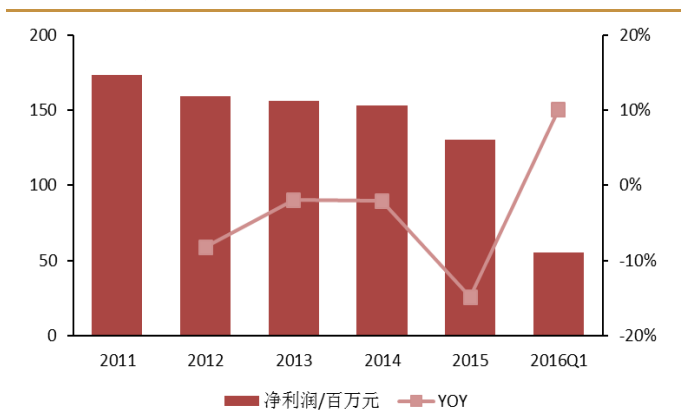
公司 2015 年度实现营业收入 13.3 亿元，同比增长 9.2%，其中精细化工品营收同比增加 41.1%；归属于母公司股东的净利润 1.3 亿元，同比下降 14.9%，净利润下降主要原因是 2015 年草甘膦成品价格下跌，公司计提存货资产减值准备减少净利润 4181 万元。2016 年一季报显示营收为 3.7 亿元，同比下降 13.0%，归母净利润为 0.55 亿元，同比增长 10.1%。

图 1：2011 年以来公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

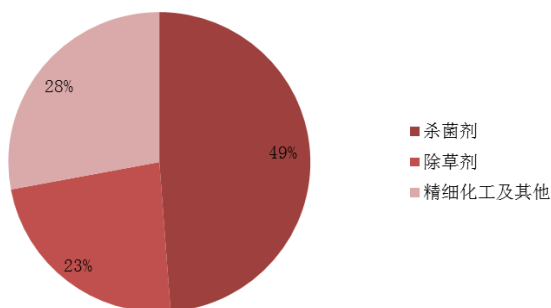
图 2：2011 年以来公司净利润及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

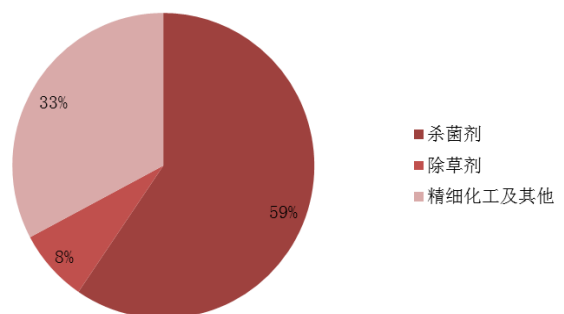
从营业收入和毛利贡献角度看，2015 年，公司杀菌剂业务营收和毛利占比均较大，分别为 49% 和 59%；除草剂业务毛利贡献较低，营收占 23% 而毛利仅占 8%。2016 年，公司停止敌草隆募投项目的建设，向产业链上游发展，建设多菌灵和甲基硫菌灵的主要原材料对、邻硝基氯化苯，项目建成后，可年产 20 万吨对邻硝，有效降低生产成本。

图 3：2015 年公司营业收入构成



数据来源：公司公告，西南证券

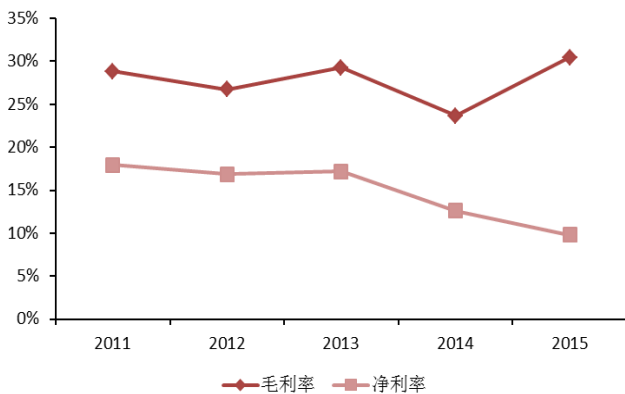
图 4：2015 年公司毛利构成



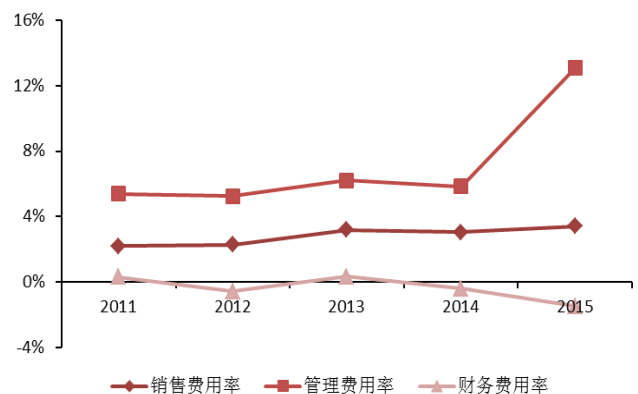
数据来源：公司公告，西南证券

2015年,公司产品整体毛利率大幅上升,从24.7%增加到30.4%,其中,杀菌剂增加12个百分点,除草剂减少7个百分点,精细化工品增加8.7个百分点,杀菌剂和精细化工业务呈现出收入与毛利率齐升的态势。而净利率从12.6%下降到9.8%,主要是因为公司计提存货资产减值准备减少净利润4181万元。

2011年以来公司销售费用率和财务费用率基本保持恒定,表明公司整体运行较为平稳。管理费用率在2015年突增,从5.8%增加到13.1%,主要是2015年研发支出8044万元全部由成本备查账计入管理费用所致。

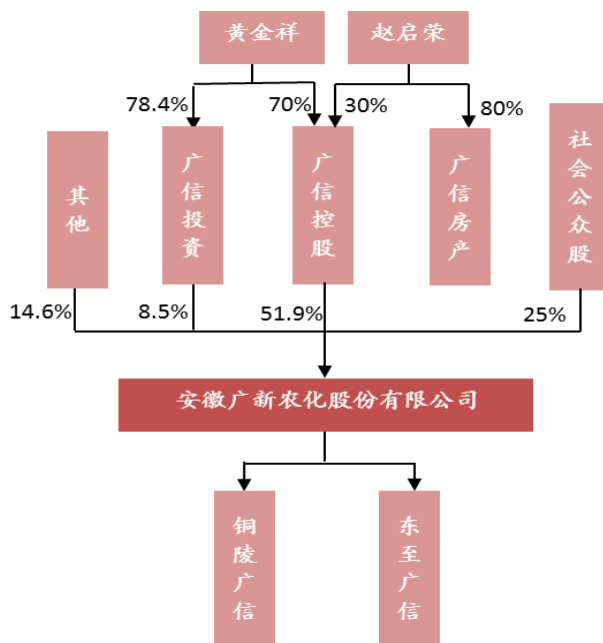
**图 5: 2011 年以来公司毛利率及净利率变化**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 6: 2011 年以来公司三费率变化**


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司实际控制人为黄金祥、赵启荣夫妇,直接持有公司控股股东广信控股 100%的股权,间接持有公司第二大股东广信投资 78.4%的股权,合计控制公司 58.6%的股份。

**图 7: 广信股份股权布局图**


数据来源: 公司公告, 西南证券

## 2. 投资看点

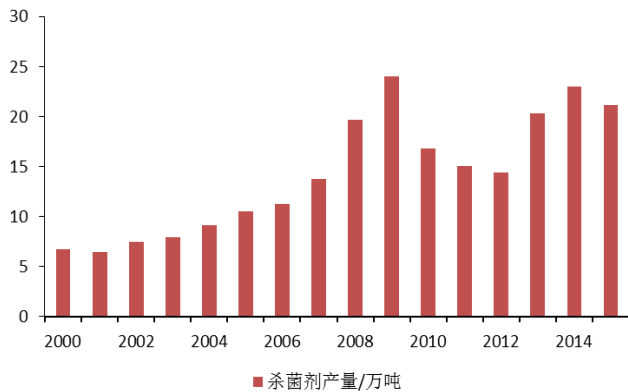
### 2.1 三大产品规模行业领先，突破垄断远销欧美高端市场

公司目前已发展成为国内杀菌剂大宗品种多菌灵的主要生产基地之一，甲基硫菌灵较大规模生产基地之一，同时也是国内少数几家自主掌握敌草隆合成技术的专业生产厂商之一，产品产销量、出口量及出口创汇额均居国内同行业前列。

#### 2.1.1 多菌灵市场占有率高，拥有较强议价能力

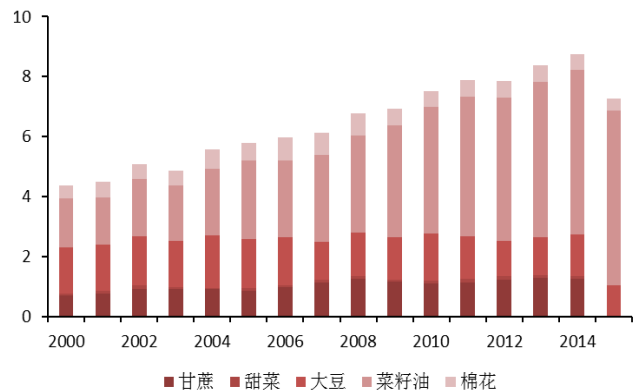
2015 年全国杀菌剂产量达 21.1 万吨，从应用领域来看，谷物、水果和蔬菜、大豆等作物是杀菌剂的主要市场，份额均超过了杀菌剂市场总额的 10%。随着玉米、蔬菜、特色果树、中药材、瓜类、花卉等高附加值经济作物种植面积的增加，杀菌剂产销量将保持稳定增长。

图 8：2000 年以来杀菌剂年产量变化



数据来源：国家统计局，西南证券

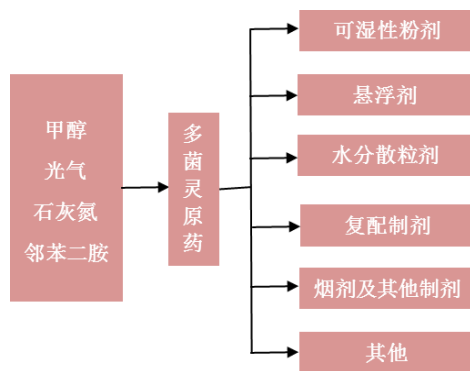
图 9：2000 年以来主要经济作物产量变化 (万吨)



数据来源：wind，西南证券

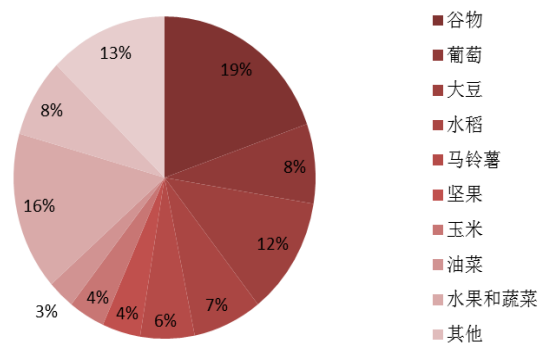
多菌灵属于杀菌剂中的大宗品种，具有高效低毒、广谱性、适配性强、应用领域广等特点，通常加工成粉剂、可湿性粉剂和悬浮剂使用，主要应用于水稻、小麦、棉花、油菜、果树、蔬菜、花生等农作物领域。多菌灵已发展成为我国农药出口的主要品种之一。

图 10：多菌灵上下游产业链



数据来源：西南证券

图 11：杀菌剂应用分布



数据来源：公司公告，西南证券

全球多菌灵产能 6 万吨集中在中国，我国登记多菌灵原药的企业共 18 家，主要生产厂为广信股份、蓝丰生化等。其中广信股份产品销量市场占有率达 39%，具有较强的议价能力，在工艺技术、生产规模和客户资源等方面均居于行业前列。

表 1：我国多菌灵主要生产厂家及其产能

多菌灵主要生产厂家	产能 (万吨)
蓝丰生化	2
广信股份	1.8
宁夏新安	1
宁夏瑞泰	1
江苏泰仓	0.25
山东华阳	0.2

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司拥有较强的 DAP/HAP 杂质控制技术，高品质多菌灵杂质 DAP/HAP 控制指标优于联合国粮食及农业组织 (FAO)  $\leq 3.5\text{ppm}$  的规定标准，从而突破了欧美等国苛刻的“绿色壁垒”，远销美国、英国、德国等高端农药市场，2015 年公司国外营业收入占比达 30.2%。

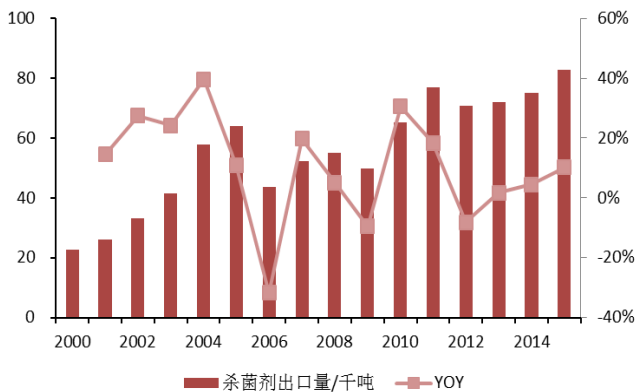
表 2：公司多菌灵原药性能指标与国内国际水平对比表

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

数据来源：公司公告，西南证券整理

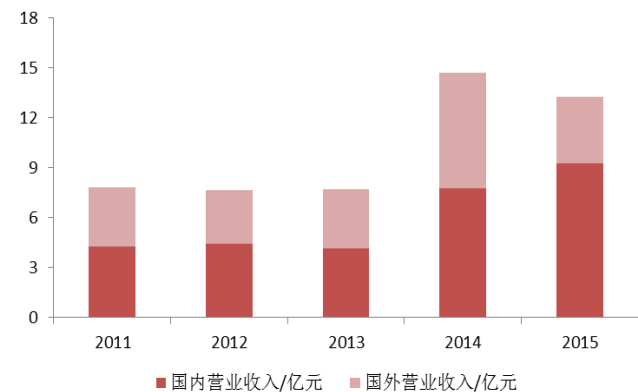
目前全球多菌灵需求量约 4 万吨，用量较大的国家有巴西、阿根廷、印度、东欧、东南亚等地，国内多菌灵出口保持稳定增长趋势。近年来，受环保趋严的政策影响，部分多菌灵生产企业停产，导致多菌灵供给偏紧，价格已从底部回升，最近多菌灵企业主流报价在 4 万元/吨左右，我们预计多菌灵价格的提升会带动公司此项业绩的增长。

图 12：2000 年以来杀菌剂出口量变化



数据来源：海关总署，西南证券

图 13：2011 年以来公司国内外营业收入变化



数据来源：wind，西南证券



### 2.1.2 甲基硫菌灵全球销售额稳步增长

甲基硫菌灵系高效广谱内吸性低毒杀菌剂，兼有保护和治疗作用，最初系由日本曹达公司研制开发生产，主要用于防治小麦、水稻、油菜、蔬菜、果树、花卉等各种经济作物的白粉病、赤霉病、稻瘟病、纹枯病、菌核病、黑穗病、灰霉病、炭疽病等，也能和大多数杀虫剂、杀菌剂、杀螨剂混合使用。

根据农业部中国农业发展报告统计，我国农作物发病率较高，基本都在 50% 以上，水稻的发病率甚至达到了 91%。由于常规杀菌剂长期使用导致作物抗性增加，甲基硫菌灵等新型高效杀菌剂迎来了良好的市场机遇。近年来，甲基硫菌灵的销售额近 5 年复合增长率达 16.7%，明显高于杀菌剂行业的增速。

表 3：国内农作物发病率

农作物	种植面积（亿亩）	发病面积（亿亩）	发病率
小麦	3.4	1.9	56%
水稻	4.4	4.0	91%
油菜	1.0	0.5	50%
商品化蔬菜	2.6	1.0	38%
果树	0.35	0.2	57%

数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，国内外共有 18 家企业在我国登记了甲基硫菌灵原药，主要生产厂家包括蓝丰生化、广信股份、湖南海利、宁夏瑞泰等。公司是国内甲基硫菌灵较大规模生产基地之一，市场占有率达 35%，产品纯度达 97% 以上，工艺技术成熟稳定，拥有较强的 DAP/HAP 杂质控制技术，已经积累了较为优越的行业综合竞争优势。

在海外市场方面，公司自 2009 年开始与日本曹达公司开展业务合作，建立了长期稳定、互利共赢的合作关系，近三年对其销售额占主营业务收入比重在 3%-5%。

表 4：我国甲基硫菌灵主要生产厂家及其产能

甲基硫菌灵主要生产厂家	产能（万吨）
蓝丰生化	0.8
宁夏瑞泰	0.8
广信股份	0.6
湖南海利	0.3

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5：公司甲基硫菌灵原药性能指标与国内国际水平对比表

技术指标	企业水平	国内标准	FAO
质量分数（%）	≥97	≥95	≥97
HAP（mg/kg）	未检出	≤0.5	≤0.5
DAP（mg/kg）	未检出	≤0.5	≤0.5
干燥减量（%）	≤0.5	≤0.5	≤0.5
PH 值范围	5.0≤ph≤8.0	5.0≤ph≤8.0	5.0≤ph≤8.0

数据来源：公司公告，西南证券整理

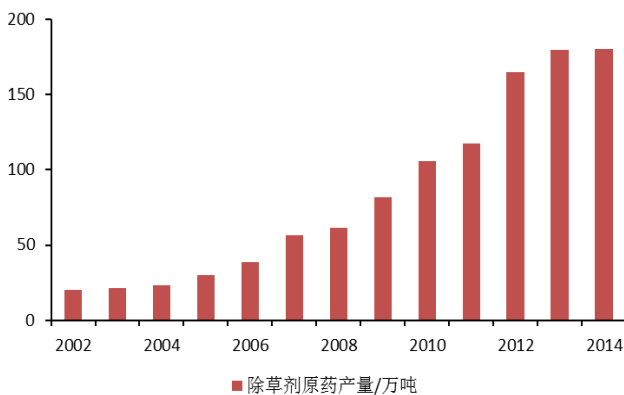


2014 年度公司开发了山东华阳农药化工集团有限公司、扬州市山东华阳农药化工集团有限公司、扬州市苏灵农药化工有限公司等新增客户，为公司业绩提升作出较大贡献。预计公司 2016 年还将继续加强开拓国内市场，进一步提高甲基硫菌灵业务的贡献度。

### 2.1.3 敌草隆市场规模行业第一，新增产能提高公司业绩

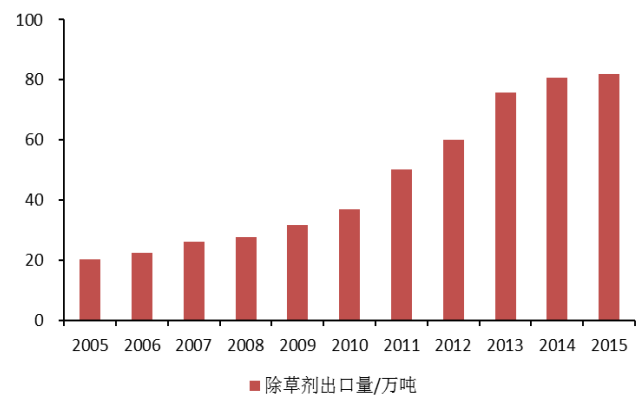
除草剂是目前全球市场占有率最大的农药种类，2002 年以来国内除草剂产量突飞猛进，从 2002 年的 20.2 万吨到 2014 年的 180.3 万吨，年均复合增长率达 23.8%。2005 年以来除草剂出口量也不断提升。得益于农业生产的集约化、转基因作物的推广和生物燃料领域的应用，除草剂自 1980 年首次超过杀虫剂成为销量最大的农药种类，一直保持稳定发展，其中欧洲和北美地区所占份额最大，约占整个市场的 54%。

图 14：2002 年以来除草剂产量变化



数据来源：国家统计局，西南证券

图 15：2005 年以来除草剂出口量变化



数据来源：海关总署，西南证券

公司除草剂的主要产品是敌草隆，广泛应用于甘蔗、棉花、玉米、芦笋、温带树木和灌木水果等多种农作物种植的前期除草以及工业涂料用抗藻剂等，目前在甘蔗种植领域使用量最大，而甘蔗下游应用领域主要是食糖和燃料乙醇。

美国农业部 (USDA) 统计数据显示，2005-2014 年世界食糖年消费量从 1.4 亿吨增加至 1.7 亿吨，年均复合增长率 2.0%，其中中国年均增长率达 4.7%，成为印度、欧盟之后的第三大食糖消费市场。我国是甘蔗生产大国，同时也是世界食糖主要进口国，每年需进口 100 万吨左右。随着全球人口的增长和发展中国家人均消费水平的提高，国际糖业组织 (ISO) 预计未来世界食糖消费量仍将保持增长趋势，到 2020 年全球食糖需求量可能超过 2 亿吨。

燃料乙醇方面，由于其与传统石油能源相比具有再生性、成本低、清洁环保等优势，本世纪以来燃料乙醇等生物燃料使用量及需求量快速增加，全球生物燃料步入了快速发展期，美国、欧盟、巴西等国出台了多项法律政策和财政补贴、税收优惠等措施大力推动本国生物燃料的发展。

**表 6：生物燃料相关政策**

发布时间	发布组织	相关政策	主要内容
2007	美国国会	《能源独立及安全法案》	要求到 2022 年美国国内生物燃料油使用量需达到 360 亿加仑。
2007	欧盟	10%生物燃料掺混政策	预计到 2020 年运输行业生物燃料比例将达到 10%。
2013	OECD、FAO	《2013-2022 年农业展望》	预计到 2022 年，世界燃料乙醇产量平均每年按 4% 的速度增长，发展中国家生物乙醇产量预计增长 67%。
2014	中国	《可再生能源中长期发展规划》 《能源发展战略行动计划》	预计到 2020 年，我国生物燃料乙醇年利用量将达到 1000 万吨。

数据来源：公司公告，西南证券整理

下游需求的提升，在推动甘蔗等作物需求增加的同时，也推动了敌草隆需求的提升。广信股份是国内少数几家自主掌握敌草隆合成技术的专业生产厂商之一，目前产能为 0.8 万吨/年，今年预计新增产能 0.4 万吨/年，市场规模居全国第一。产品目前已批量销往巴西、印度、美国、墨西哥、澳大利亚、以色列、欧盟等国家或地区。

**表 7：我国敌草隆生产厂家**

序号	公司名称
1	江苏快达农化股份有限公司
2	江苏常隆农化有限公司
3	江苏嘉隆化工有限公司
4	美国杜邦公司
5	宁夏新安科技有限公司
6	鹤岗市旭祥禾友化工有限公司
7	辽宁省沈阳丰收农药有限公司
8	安徽广信农化股份有限公司
9	捷马化工股份有限公司
10	江苏蓝丰生物化工股份有限公司
11	山东潍坊润丰化工股份有限公司

数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 8：我国敌草隆主要生产厂家及其产能**

敌草隆主要生产厂家	产能（万吨）
广信股份	0.8 (+0.4)
宁夏新安	0.5
蓝丰生化	0.4
快达农化	0.3
捷马化工	0.2

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司敌草隆原药性能同样也达到了 FAO 的标准，为其开拓海外市场奠定基础，公司已经与美国杜邦公司形成了长期稳定的战略互惠关系，连续多年为杜邦公司供应敌草隆产品。随着国内外市场的开拓及新增敌草隆项目的投产，预计公司 2016 年敌草隆业务将稳步增长。

**表 9：公司敌草隆原药性能指标与国内国际水平对比表**

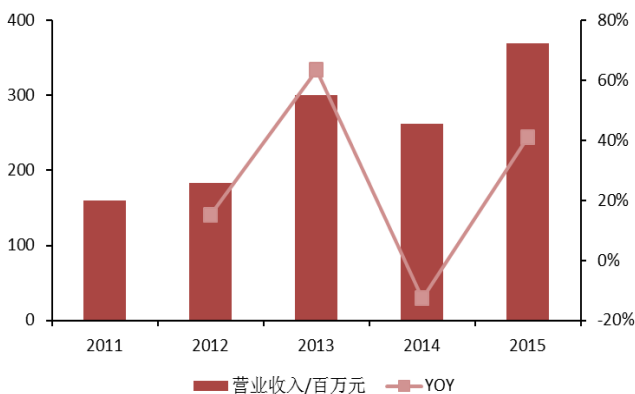
技术指标	企业水平	国内标准	FAO
质量分数 (%)	≥97	≥97	≥97
丙酮不溶物	≤0.5	≤0.5	≤0.5
干燥减量	≤0.5	≤0.5	≤0.5
脲	≤0.2	未要求	未要求
甲苯	≤0.2	未要求	未要求

数据来源：公司公告，西南证券整理

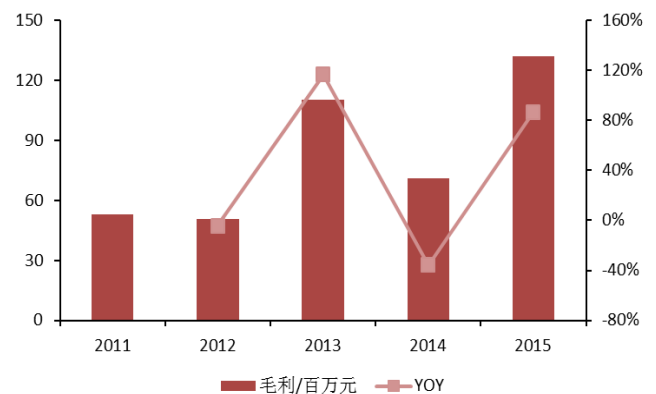
### 2.1.4 精细化工品增速加快，未来有望提供新的增长点

2015 年公司精细化工品业绩表现突出，营业收入为 3.6 亿元，同比增长 41.1%，毛利为 1.3 亿元，同比增长 86.7%，毛利率为 35.7%，同比增加 8.7 个百分点。2015 年公司研发支出为 8043.5 万元，同比增长 80.4%，重点投入精细化工类新品的研发创新，预计未来精细化工品业务会为公司带来新一轮的增长。

公司精细化工中间体产品主要为氨基甲酸甲酯和磺酰基异氰酸酯，是国内外需求旺盛的农药中间体产品。公司是精细化工中间体行业领先企业，其中，氨基甲酸甲酯国内尚无主要市场竞争对手，磺酰基异氰酸酯主要竞争对手为江苏省激素研究所股份有限公司。

**图 16：2011 年以来精细化工品营收及其增速变化**


数据来源：公司公告，西南证券

**图 17：2011 年以来精细化工品毛利及其增速变化**


数据来源：公司公告，西南证券

磺酰基除草剂能高效去除阔叶杂草，而我国杂草群落因常年使用丁草胺、二氯喹啉酸等除草剂，导致主要作物杂草危害由稗草转变为阔叶杂草，从而带动了磺酰基除草剂市场的发展。目前，该类除草剂在我国水稻、小麦、玉米、大豆等作物领域及以林地、针叶苗圃、森林防火隔离带为主的非耕地领域得到了越来越广泛的应用。

2015 年公司募投项目之一——年产 3000 吨磺酰基异氰酸酯系列产品项目正在推进中，本项目计划总投资 25700 万元，建设期 12 个月。项目建成达产后，将有利于公司产品结构调整，提高企业经济效益，预计新增年销售收入 28500 万元，新增年利润总额 6018 万元，税后内部收益率 39.8%。

## 2.2 光气原料构筑壁垒，绿色农药需求不断提升

光气是一种重要的有机中间体，广泛应用于农药、医药、染料以及造纸化学等领域，具有活泼性强、合成下游产品反应路线短、污染少的特点。公司生产利用光气已逾 15 年，技术成熟稳定。公司依托光气资源优势，通过持续优化产品的生产工艺，不断提高产品质量，在业内形成了明显的技术和产品质量优势，并与美国杜邦公司、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。

采用光气生产工艺与采用传统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，具体比较如下：

**表 10：光气生产工艺与氯化亚砷生产工艺对比**

项目	光气生产工艺	氯化亚砷生产工艺
生产规模	光气合成技术在发生器设计、材质和催化剂等方面进行了优化，为其规模化生产解决了技术瓶颈。	非光气路线工艺目前主要应用于聚碳酸酯和芳香族异氰酸酯合成，现有装置规模较小。
生产成本	主要原料为液氯和焦炭，采用特殊催化剂一步催化合成，成本低。	原料成本高、反应条件苛刻、副反应多和后处理复杂等。
产品品质	光气含量高，副反应少，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，反应后的主要废气为氯化氢，此气体用水吸收后可以生成副产品盐酸外售	废气中含有的二氧化硫和硫化氢，废气量比光气生产多约 20%，且会产生大量的废液，处理难度大。
安全性	光气剧毒，安全生产方面投入较高，对于工艺设计、安全措施、管理水平要求较高。	氯化亚砷高毒，安全生产方面投入较大。

数据来源：公司公告，西南证券整理

考虑到光气为剧毒气体，各国对其控制极严，光气生产资质准入门槛高，难以获得。主要面临的行业壁垒主要包括以下几个方面：

**表 11：光气生产企业面临的主要壁垒**

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严格的行政许可制度，农药产品在获得登记之前需经 2 年 5 个地域的田间试验和毒性、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，新进入者面临着无法精通工艺路线的风险
资金规模壁垒	国家发改委通过不断提高核准新办农药企业最低资金的准入条件，其中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	近年来国际市场在绿色环保的大背景下已对农药的使用和进口采取了严格的管制，直接导致我国出口企业在产品种类、产品质量的升级换代，在质量控制、检验、登记方面要负担更高的成本和更长的时间周期，提高了我国农药产品出口的市场门槛。
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，新企业或新产品进入市场需强化用药技术指导与品牌推广。

数据来源：公司公告，西南证券整理

近年来，我国光气企业数量没有显著增加。根据中国监控化学品协会光气协作组提供的厂家名单，截至目前，我国光气生产企业共有 38 家。

另外，从产品自身换代升级角度看，下游市场需求结构的转变、农药工业自身技术升级以及政府产业政策的积极引导促进高效安全、低毒低残留品种需求量及应用领域不断增加，

全球农药市场进入产品换代升级的新时期。未来我国农药产业将坚持以“绿色化工”、“清洁生产”为目标，发挥综合利用的循环经济优势，走技术创新、可持续发展之路，向资源节约、环境友好、有利于人类健康的绿色产业发展。

广信股份专注于化学农药制造主业，致力于研发经营具有高效安全、低毒低残留特性的新型农药产品，产品的纯度及生态环保性是公司产品的核心优势，其各项指标均达到或优于国家产品技术标准。公司研制的高品质多菌灵重要指标优于联合国粮食及农业组织（FAO）标准，并突破了欧美等国苛刻的“绿色壁垒”，远销美国、欧盟等贸易壁垒最多的国家和地区，出口销量及出口创汇额均位居全国同行业前列。

**表 12：近期农药行业法律法规**

法律法规	发布日期	部门	相关内容
《关于进一步加强农药行业管理工作的通知》	2008/2/2	国家发改委	提高新核准农药企业门槛
《农药企业核准、延续核准考核要点（修订）》	2008/3/1	国家发改委	促进农药产业结构调整和优化升级，提高行业准入条件。
《农药生产核准管理办法》	2009/7/1	工业和信息化部	对农药生产实行分级、分类管理，减少“三废”排放、提高资源综合利用、产品质量等。
《规划环境影响评价条例》	2009/8/12	国务院	加强对规划的环境影响评价工作，提高规划的科学性。
《产业结构调整指导目录》	2011/3	国家发改委	将“高效、安全、环境友好的农药新品种、新剂型、专用中间体、助剂的开发与生产”列为化工鼓励类项目。
《2015年农作物病虫害专业化统防统治与绿色防控融合推进试点方案》	2015/3/23	农业部	加快转变农业发展方式，探索低碳、环保、可持续发展新模式，提高农业生产安全、农产品质量安全和生态环境安全保障能力。
《2016年农药专项整治行动方案》	2016/4/26	农业部	依法打击制售假劣农药、违规使用禁用农药为重点，以加强农药市场监督管理、推进高毒农药定点经营、建立高毒农药可追溯体系、强化农药使用监管及安全风险监控

数据来源：中国农药网，西南证券整理

## 2.3 变更募投项目，向产业链上游扩展

公司 16 年调整发展战略，停止募投项目建设，利用剩余募投资金建设年产 20 万吨对、邻硝基氯化苯项目，并配套建设年产 15 万吨氯化苯项目，差额资金由公司自筹，由公司全资子公司东至广信负责实施。

拟变更的募集资金投资项目为“年产 8000 吨敌草隆项目”和“年产 10000 吨甲基硫菌灵项目”，此次涉及变更投向的募集资金共计 2.1 亿元。变更后公司将投资建设年产 20 万吨的对(邻)硝基氯化苯项目，是主要产品多菌灵和甲基硫菌灵的重要原材料，每年采购金额近亿元。同时公司拟建设对、邻硝基氯化苯的下游邻苯二胺项目。

**表 13：募集资金具体使用情况（单位：万元）**

序号	项目名称	募集资金总额	使用募集资金额	利息及手续费净额	结余募集资金额
1	年产 8000 吨敌草隆项目	10908.4	3687.0	175.1	7396.5
2	年产 10000 吨甲基硫菌灵项目	13463.0	0	272.5	13735.5
合计		24371.47	3687.0	447.6	21132.1

数据来源：wind，西南证券整理

**表 14: 新建项目计划使用情况 (单位: 万元)**

序号	项目名称	建设一期	建设二期	投产第一年预计产能	投产第二年预计产能
1	年产 20 万吨的对(邻)硝基氯化苯	10 万吨/年	10 万吨/年	85%	100%
2	年产 15 万吨氯化苯项目	7.5 万吨/年	7.5 万吨/年	85%	100%

数据来源: wind, 西南证券整理

新项目总投资 3.6 亿元, 同时为了降低生产成本, 配套建设 15 万吨/年的氯化苯项目。投产第一年计划产能达到设计产能 85%, 第二年达到 100%。项目建成后, 预计年销售收入 14.5 亿元, 年利润总额 1.3 亿元。

新项目建成后, 可使公司产业链进一步延长, 较长的产业链将使企业能够自行供应上游关键中间体, 节省中间各环节的交易成本, 并对提高公司经济效益, 实现产品链配套, 培植新的利润增长点具有重要意义。

### 3. 盈利预测与投资建议

假设 1: 公司杀菌剂品种营业收入维持 5% 的增长率, 毛利率维持在 35%;

假设 2: 除草剂价格下降, 毛利率维持在 10%;

假设 3: 精细化工品及氯化苯业务受益于募投项目建设的推进, 收入增长明显, 2016-2018 年增速分别为 30%, 20%, 20%;

假设 4: 公司三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表:

**表 15: 分业务收入及毛利率**

单位: 万元		2015A	2016E	2017E	2018E
杀菌剂	收入	64,656.62	67,889.45	71,283.92	74,848.12
	增速	-3.53%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	37.14%	35.00%	35.00%	35.00%
除草剂	收入	30,835.33	32,685.45	34,646.58	36,725.37
	增速	9.49%	6.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	10.11%	10.00%	10.00%	10.00%
精细化工品及其他	收入	36,992.79	48,090.63	57,708.75	69,250.50
	增速	41.10%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	35.74%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	132,484.74	148,665.53	163,639.25	180,823.99
	增速	9.13%	12.21%	10.07%	10.50%
	毛利率	30.46%	29.50%	29.71%	29.92%

数据来源: 公司公告, 西南证券



根据上述假设，我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 14.9 亿元、16.4 亿元和 18.1 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 1.55 亿元、1.73 亿元和 1.96 亿元。预计 16-18 年 EPS 分别为 0.83、0.92 和 1.04 元，对应的动态 PE 分别为 44、40 和 35 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

## 4. 风险提示

- 1) 新建募投项目推进不及预期的风险；
- 2) 下游需求低迷的风险；
- 3) 草甘膦市场价持续下降的风险；
- 4) 市场竞争加剧的风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1325.48	1487.37	1637.18	1809.11	净利润	130.26	155.67	173.28	195.68
营业成本	922.01	1048.54	1150.82	1267.78	折旧与摊销	90.32	63.53	70.49	75.23
营业税金及附加	5.58	6.27	6.90	7.62	财务费用	-19.85	3.97	3.98	3.67
销售费用	45.13	50.65	55.75	61.60	资产减值损失	49.97	3.00	3.00	3.00
管理费用	173.29	193.36	212.83	235.18	经营营运资本变动	-625.72	-95.22	-57.32	-56.84
财务费用	-19.85	3.97	3.98	3.67	其他	451.78	-33.30	3.04	2.32
资产减值损失	49.97	3.00	3.00	3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>76.76</b>	<b>97.66</b>	<b>196.46</b>	<b>223.06</b>
投资收益	2.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-299.17	-120.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	其他	-74.05	-0.04	-0.04	-0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-373.23</b>	<b>-120.04</b>	<b>-120.04</b>	<b>-120.04</b>
<b>营业利润</b>	<b>151.34</b>	<b>181.54</b>	<b>203.86</b>	<b>230.21</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.57	1.60	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>156.91</b>	<b>183.14</b>	<b>203.86</b>	<b>230.21</b>	股权融资	700.97	0.00	0.00	0.00
所得税	26.65	27.47	30.58	34.53	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	130.26	155.67	173.28	195.68	其他	0.00	-51.79	-3.98	-3.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>700.97</b>	<b>-51.79</b>	<b>-3.98</b>	<b>-3.67</b>
归属母公司股东净利润	130.26	155.67	173.28	195.68	<b>现金流量净额</b>	<b>406.01</b>	<b>-74.17</b>	<b>72.45</b>	<b>99.35</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	690.52	616.35	688.80	788.15	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	220.59	322.68	334.57	366.42	销售收入增长率	9.16%	12.21%	10.07%	10.50%
存货	420.20	509.49	558.14	615.73	营业利润增长率	-9.18%	19.96%	12.29%	12.92%
其他流动资产	303.76	340.86	375.19	414.59	净利润增长率	-14.88%	19.51%	11.31%	12.92%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-3.36%	12.28%	11.75%	11.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1031.46	1092.90	1147.38	1197.11	毛利率	30.44%	29.50%	29.71%	29.92%
无形资产和开发支出	213.32	208.36	203.39	198.43	三费率	14.98%	16.67%	16.65%	16.61%
其他非流动资产	160.85	160.85	160.85	160.85	净利率	9.83%	10.47%	10.58%	10.82%
<b>资产总计</b>	<b>3040.71</b>	<b>3251.48</b>	<b>3468.32</b>	<b>3741.28</b>	ROE	5.84%	6.66%	6.90%	7.23%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.28%	4.79%	5.00%	5.23%
应付和预收款项	554.22	656.97	700.39	777.52	ROIC	8.27%	9.80%	10.00%	10.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.73%	16.74%	17.00%	17.09%
其他负债	257.54	257.20	257.33	257.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>811.76</b>	<b>914.17</b>	<b>957.72</b>	<b>1035.00</b>	总资产周转率	0.51	0.47	0.49	0.50
股本	188.24	188.24	188.24	188.24	固定资产周转率	1.47	1.56	1.57	1.69
资本公积	1033.89	1033.89	1033.89	1033.89	应收账款周转率	6.35	6.88	6.26	6.47
留存收益	959.51	1115.18	1288.47	1484.14	存货周转率	2.47	2.08	2.05	2.05
归属母公司股东权益	2228.95	2337.31	2510.59	2706.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.48%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2228.95</b>	<b>2337.31</b>	<b>2510.59</b>	<b>2706.27</b>	资产负债率	26.70%	28.12%	27.61%	27.66%
负债和股东权益合计	3040.71	3251.48	3468.32	3741.28	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.94	2.72	2.79	2.80
					速动比率	2.19	1.94	1.99	2.01
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.69	0.83	0.92	1.04
					每股净资产	11.84	12.42	13.34	14.38
					每股经营现金	0.41	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn