

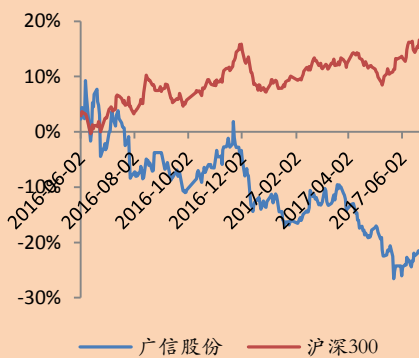


广信股份 (603599) 首次

投资评级: 增持

报告日期: 2017-06-23

股价走势:



研究员: 宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

联系人: 蒋园园  
0551-65161837

联系人: 李超齐  
0551-65161591

## 光气优势助推农药细分领域龙头

主要观点:

### □ 光气资源优势显著

公司以光气资源为核心,目前农药产品涵盖了杀菌剂、除草剂以及精细化工产品。光气因其特殊性,其生产受到严格限制,公司做为工信部对生产光气监控的定点企业,并取得工信部颁发的《监控化学品生产特别许可证》,目前已安全使用光气十六年。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、染料及造纸化学等领域。目前公司的产品主要为农药、医药、聚氨酯、染料等领域没有涉足,随着公司技术积累,未来将涉足其他相关领域,延伸光气产业链。

### □ 杀菌剂产品市占率高,定增项目稳步推进

公司现有杀菌剂产品多菌灵、甲基硫菌灵产能分别为1.8万吨、0.6万吨,市占率分别为39%、35%。16年四季度以来,多菌灵价格显著上涨,主要是由于上游原材料价格上涨、国外需求回暖、国内环保趋严等多种因素叠加,未来价格或将上涨。同时公司拟募集7.27亿元建设3000吨/年吡唑醚菌酯项目、1200吨/年噁唑菌酮项目,建成后公司杀菌剂产品更加丰富,新产品将成为公司业绩新增长点。

### □ 敌草隆行业龙头地位稳定,需求有望增加

敌草隆属于脲类除草剂,其做为甘蔗种植的特效除草剂产品,在甘蔗种植领域使用量最大。甘蔗下游主要应用于食糖、燃料乙醇和包装材料等,其中食糖、燃料乙醇需求量有望保持快速增长。目前公司拥有0.8万吨敌草隆产能,国内第一。草甘膦做为全球使用最普遍的除草剂,公司拥有2万吨草甘膦产能,采用甘氨酸法。目前草甘膦价格为20500元/吨,和16年底相比有一定回落,但价格处于较高水平。

### □ 盈利预测

目前公司受益于多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆产品价格上涨,同时公司定增项目稳步推进,新产品(吡唑醚菌酯、噁唑菌酮)前景看好。我们预计17—19年EPS为0.73、0.87、1.16。给予“增持”评级。

盈利预测

单位:百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1502	1848	2180	2616
收入同比 (%)	13%	23%	18%	20%
归属母公司净利润	181	276	327	437
净利润同比 (%)	39%	52%	19%	34%
毛利率 (%)	31.5%	31.7%	33.0%	34.0%
ROE (%)	7.5%	10.6%	11.2%	13.2%
每股收益	0.48	0.73	0.87	1.16
P/E	31.68	20.81	17.54	13.14
P/B	2.39	2.20	1.97	1.73
EV/EBITDA	20	13	10	7

资料来源: wind、华安证券研究所

### □ 风险提示

农药产品需求下滑, 国内环保趋严

# 目 录

<b>1 公司概况</b> .....	<b>4</b>
1.1 公司介绍 .....	4
1.2 业绩稳步增长 .....	5
<b>2 杀菌剂产品构筑安全边际</b> .....	<b>7</b>
2.1 杀菌剂前景看好 .....	7
2.2 杀菌剂产能、技术优势显著 .....	8
2.3 定增项目稳步推进 .....	10
<b>3 除草剂产品需求稳定</b> .....	<b>11</b>
3.1 除草剂全球需求量最大的农药品种 .....	11
3.2 敌草隆产能稳定 .....	12
3.3 草甘膦受益于价格上涨 .....	14
<b>4 光气应用领域广泛</b> .....	<b>15</b>
4.1 光气介绍 .....	16
4.2 光气产业链有望延伸 .....	16
<b>附录：财务报表预测</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

图表 1 公司优势显著 .....	4
图表 2 公司产能情况 .....	4
图表 3 公司股权结构 .....	5
图表 4 2012-2017Q1 公司营收及增速 .....	5
图表 5 2012-2017Q1 公司净利润及增速 .....	5
图表 6 2011-2016 公司营收结构 .....	6
图表 7 2011-2016 公司内外销结构 .....	6
图表 8 2009-2016 公司产品毛利率 .....	6
图表 9 2013 年全球杀菌剂市场按作物分布情况 .....	7
图表 10 全球农药和杀菌剂销售额 .....	7
图表 11 国内多菌灵产能 .....	8
图表 12 公司多菌灵原药指标与国内外水平对比 .....	8
图表 13 华东地区多菌灵价格走势 .....	9
图表 14 国内甲基硫菌灵产能 .....	9
图表 15 公司甲基硫菌灵原药指标与国内外水平对比 .....	10
图表 16 募投建设项目 .....	10
图表 17 吡唑啉菌酯上市以来销售额 (亿美元) .....	11
图表 18 国内部分吡唑啉菌酯产能情况 .....	11
图表 19 全球农药和除草剂销售额 .....	12
图表 20 国内敌草隆产能情况 .....	12
图表 21 2005—2014 全球食糖市场规模 (亿吨) .....	13
图表 22 2006—2014 全球燃料乙醇产量 (亿升) .....	13
图表 23 华东地区敌草隆价格走势 .....	13
图表 24 2014 年全球主要除草剂产品销售额 .....	14
图表 25 2014 年全球主要除草剂产品销售额占比 .....	14
图表 26 2016 年国内草甘膦产能情况 .....	14
图表 27 华东地区草甘膦价格走势 .....	15
图表 28 光气应用领域 .....	16

## 1 公司概况

### 1.1 公司介绍

公司成立于2000年，在农药领域深耕十七载，积累了多方面优势，做为专业从事以光气为原料的农化企业，已形成杀菌剂、除草剂、精细化工三大系列主导产品。公司现拥有广德、东至两大生产基地，尤其是东至基地的建设，为公司长远发展奠定基础。

图表 1 公司优势显著



资料来源：公司官网、华安证券研究所

公司产品以杀菌剂为主，杀菌剂产品（多菌灵、甲基硫菌酯）远销拉美、欧洲等地，同时新杀菌剂产品（吡唑啉菌酯、噁唑菌酮）在建，投产后将丰富产品品种，提高竞争力。除草剂产品主要是草甘膦和敌草隆，在市场认可度较高。为满足生产需要，公司拥有部分原材料产能，主要包括邻硝基氯化苯和邻苯二胺。

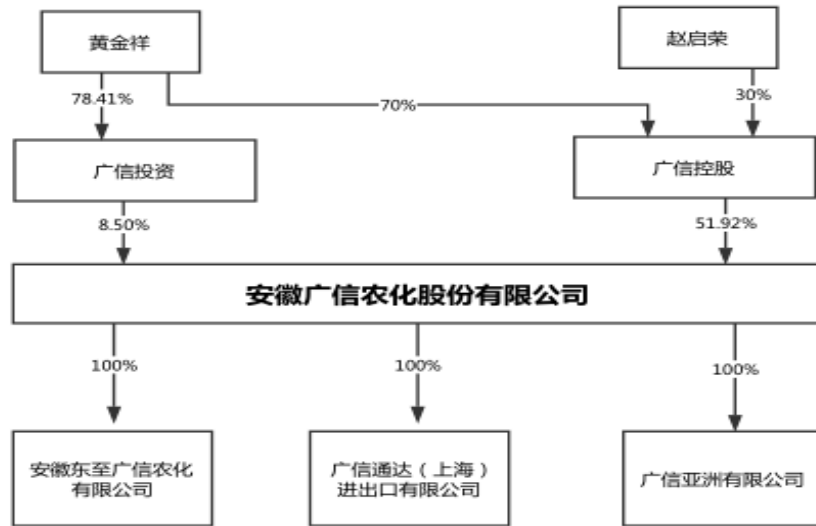
图表 2 公司产能情况

产品	产能(万吨)	产品类别	备注
邻硝基氯化苯	20	原材料	在建
邻苯二胺	1.5	原料中间体	技术改造
光气	2	原材料	
多菌灵	1.8	杀菌剂	
甲基硫菌酯	0.6	杀菌剂	
吡唑啉菌酯	0.3	杀菌剂	在建
噁唑菌酮	0.12	杀菌剂	在建
敌草隆	0.8	除草剂	
草甘膦	2	除草剂	
氨基甲酸甲酯	0.2	精细化工中间体	
磺酰基异氰酸酯	0.3	精细化工中间体	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司实际控制人为黄金祥和赵启荣，二者为夫妻关系。公司拥有三家全资子公司，东至广信是公司重要农化产品生产基地，广信通达主要从事进出口业务，新成立的广信亚洲未来主要从事投资、并购业务。

图表 3 公司股权结构

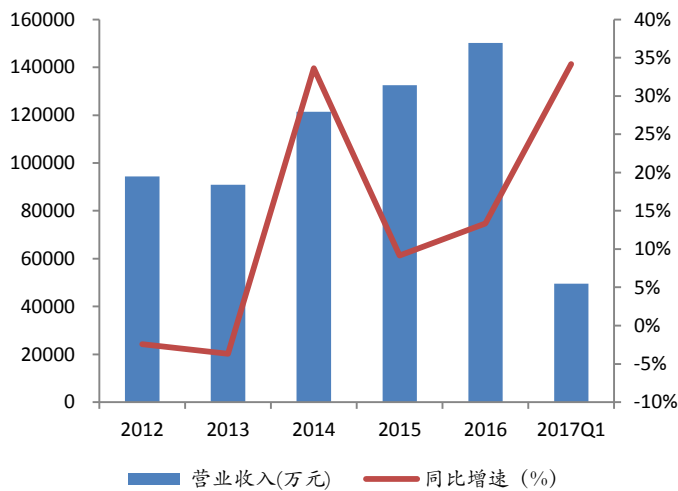


资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 1.2 业绩稳步增长

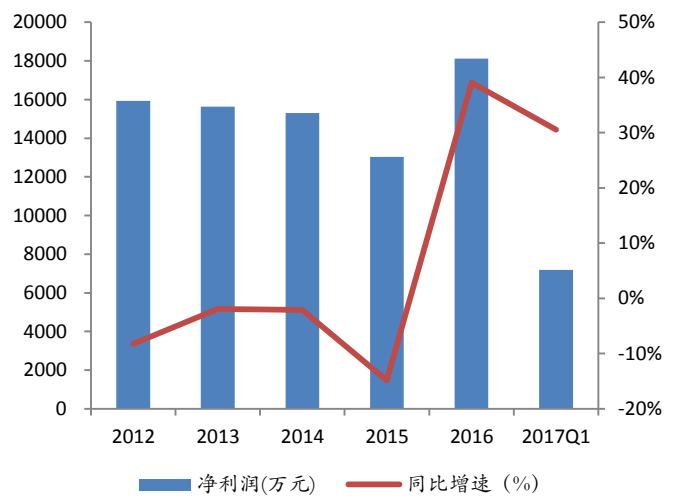
公司经营良好，业绩稳步增长。17Q1 公司分别实现营收 4.95 亿元、0.718 亿元，同比分别增长 34.15%、30.57%，主要是由于部分产品量价齐升。12-16 公司营收年均复合增长率为 12.32%，16 年以来农药行业回暖，企业补库存等多种因素叠加，公司业绩显著改善。

图表 4 2012-2017Q1 公司营收及增速



资料来源:wind、华安证券研究所

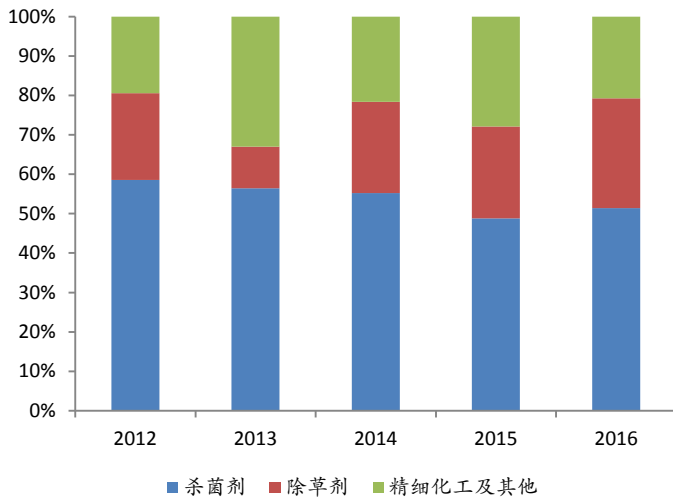
图表 5 2012-2017Q1 公司净利润及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

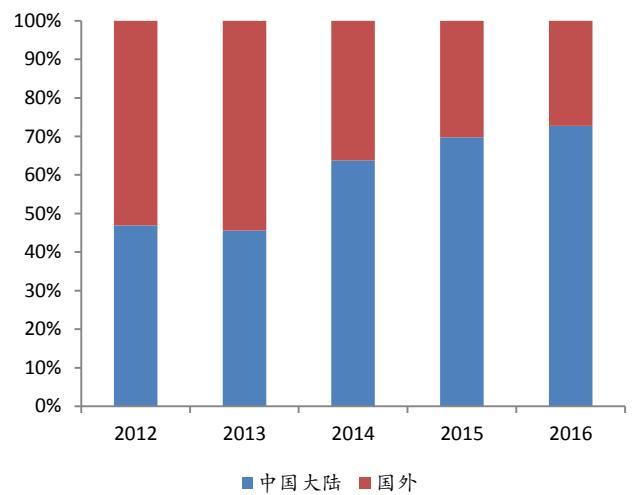
公司以杀菌剂产品为主，12—16年杀菌剂产品营收占比超过50%，未来随着公司吡唑醚菌酯、噁唑菌酮项目的建成投产，其占比还有上升的空间；除草剂产品、精细化工产品占比都在20%左右。公司杀菌剂杀菌剂产品国内市占率较高，同时部分产品因其高质量，在海外市场也有较强竞争力，产品远销拉美、欧盟等地。

图表 6 2011-2016 公司营收结构



资料来源:wind、华安证券研究所

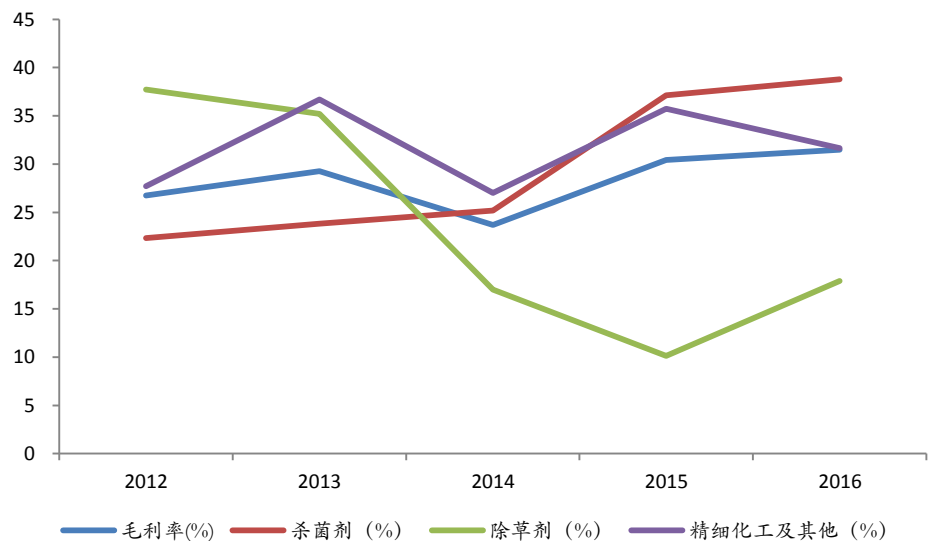
图表 7 2011-2016 公司内外销结构



资料来源: wind、华安证券研究所

12—16 公司产品综合毛利率呈现稳步提升趋势。16 年公司产品综合毛利率为 31.48%，同比增加 1.04 个百分点。分产品看，12—16 年精细化工产品毛利率保持较高水平，波动较小；杀菌剂产品毛利率呈现稳步上升，对公司业绩贡献显著增加；除草剂产品毛利率降幅较大，16 年有一定改善，主要是由于草甘膦价格大幅上涨。随着公司定增项目的有序推进，未来公司综合毛利率有望持续改善。

图表 8 2009-2016 公司产品毛利率



资料来源: wind、华安证券研究所

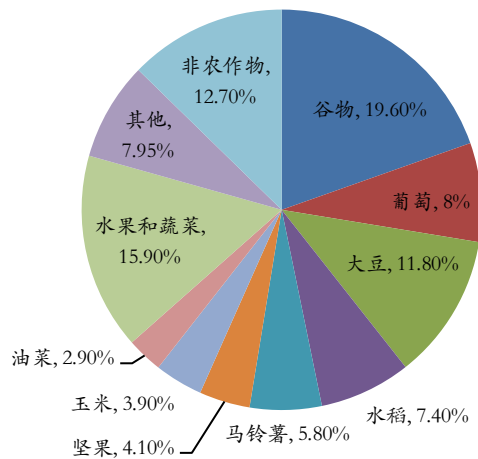
## 2 杀菌剂产品构筑安全边际

### 2.1 杀菌剂前景看好

杀菌剂通常做为防治各类病原微生物的药剂总称，主要用于农业、林业、医学、工业等领域，其中以农用领域为主。从作物应用看，谷物、大豆、水果和蔬菜、非农作物 应用占比都超过 10%。

随着居民食物结构的转变，全球气候变暖引发病害的增多以及非农领域需求持续增长，未来杀菌剂市场需求将稳步增长。

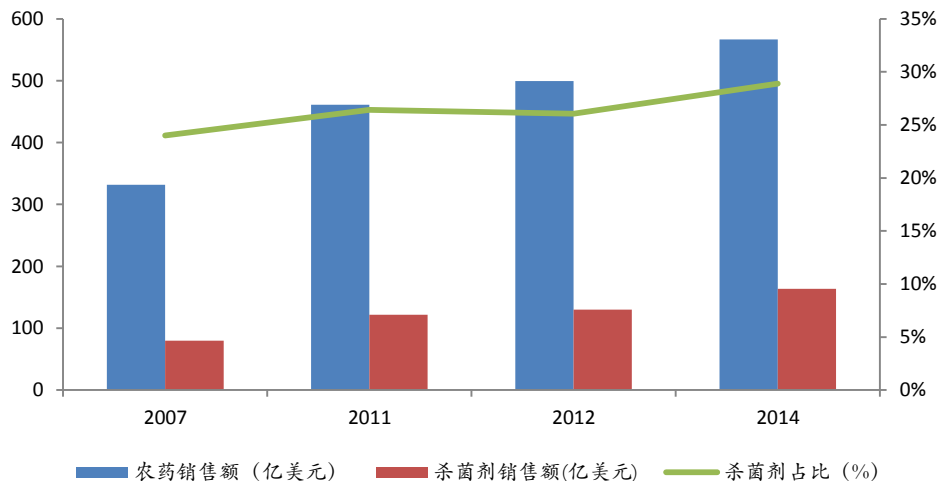
图表 9 2013 年全球杀菌剂市场按作物分布情况



资料来源：华安证券研究所

14 年全球杀菌剂销售额为 163.65 亿美元，占农药销售额比重为 28.89%。07—14 全球杀菌剂销售额年均复合增长率为 10.83%，随着杀菌剂需求量的增加，销售额有望保持稳步增长。

图表 10 全球农药和杀菌剂销售额



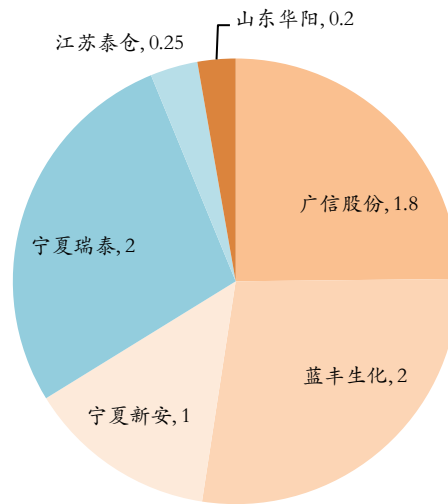
资料来源：华安证券研究所

## 2.2 杀菌剂产能、技术优势显著

公司杀菌剂产品主要为多菌灵、甲基硫菌灵。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，主要用于水稻、小麦、棉花、油菜、果蔬等农作物领域以及造纸、油漆、涂料、纺织、橡胶等工业领域。

目前，全球多菌灵产能主要集中在国内，国外无主要竞争对手。截止 14 年底，在我国登记的多菌灵原药企业共有 18 家。17 年国内多菌灵产能为 7.25 万吨，主要供应商有广信、蓝丰、瑞泰，三家产能为 5.8 万吨，占总产能比重为 80%。蓝丰生化因装置稳定性问题，其产能位居国内第一，但实际产量低于广信股份，广信是国内最主要的生产商，市占率为 39%，在工艺、客户资源等多方面位居行业首位。

图表 11 国内多菌灵产能



资料来源：华安证券研究所

公司多菌灵原药 HAP、DAP 指标优于国内和 FAO 标准，主要是由于公司具有光气资源优势，高质量的产品提高了公司竞争力。

图表 12 公司多菌灵原药指标与国内外水平对比

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	≤1.0	≤0.5

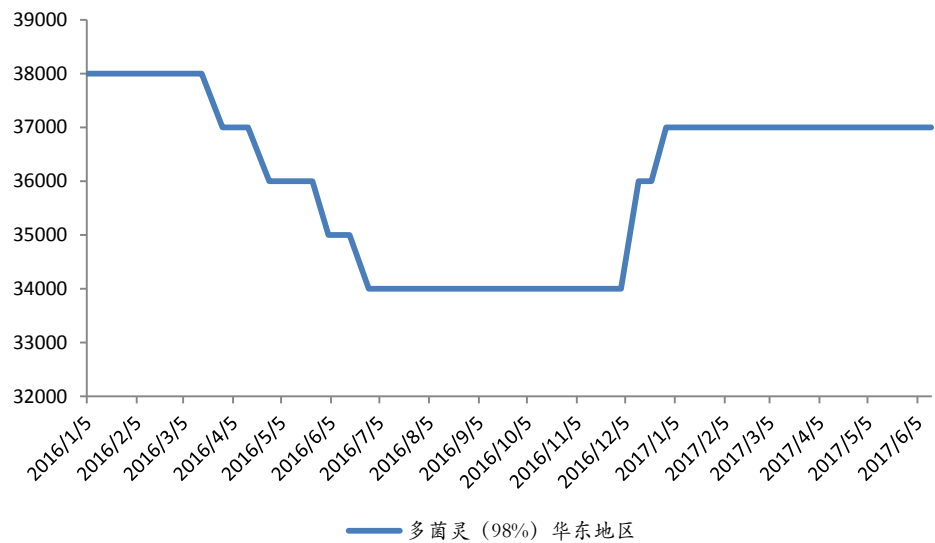
资料来源：公司公告、华安证券研究所

16 年第四季度以来，因上游原材料价格上涨、国外需求回暖、国内环保趋严等多种因素叠加，多菌灵价格显著上涨。17 年 6 月份价格为 37000 元/吨，较 16



年 11 月上涨 8.82%。依供需关系判断，未来多菌灵价格或将上涨。

图表 13 华东地区多菌灵价格走势



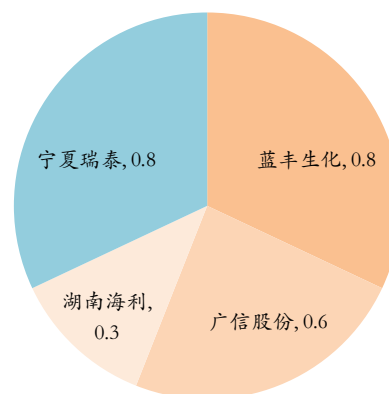
资料来源：华安证券研究所

甲基硫菌灵属于苯并咪唑类杀菌剂，为高效、广谱、内吸性低毒杀菌剂，兼有保护和治疗作用，有日本曹达公司研发，主要用于防治小麦、水稻、油菜、果蔬等作物的白粉病、赤霉病、叶霉病等。由于产品安全性好，产品已在包括欧美在内 80 多个市场使用。

据农业部中国农业报告，我国水稻、小麦、果树、大豆等农作物发病率较高，基本在 50% 以上。常规杀菌剂长期使用导致作物病菌抗性增加，为甲基硫菌灵等新型杀菌剂发展提供了市场。

目前在我国登记的甲基硫菌灵原药企业共有 18 家，主要供应商有蓝丰生化、广信股份、湖南海利、宁夏瑞泰，四家生产商产能合计为 2.5 万吨。蓝丰生化因环保原因，产量受到限制，广信股份做为国内甲基硫菌灵长期稳定生产商，市占率约为 35%。

图表 14 国内甲基硫菌灵产能



资料来源：华安证券研究所

公司工艺技术成熟稳定，拥有较强的 DAP、HAP 杂质控制技术，产品标准高于能优于国内和 FAO 标准，具有较强技术优势。

图表 15 公司甲基硫菌灵原药指标与国内外水平对比

技术指标	企业水平	国内标准	FAO
质量分数 (%)	≥97.0	≥95.0	≥97.0
HAP (mg/kg)	未检出	≤0.5	≤0.5
DAP (mg/kg)	未检出	≤5.0	≤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

资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 2.3 定增项目稳步推进

为顺应农药行业的未来发展趋势，并结合公司的发展规划，16 年 9 月公司拟通过非公开发行股票（8823.39 万股）募集资金约 13.99 亿元，建设六大项目。17 年 5 月，定增项目已通过证监会审核。项目建成后，公司产品将更加丰富，市场竞争力将进一步提高。

图表 16 募投建设项目

序号	投资项目	投资总额 (万元)	拟使用募集资金额 (万元)
1	3000 吨年吡唑醚菌酯项目	49133.02	41254.90
2	1200 吨/年噁唑菌酮项目	38090.43	31471
3	15000 吨/年邻苯二胺技改项目	18189.93	15305.2
4	东至香化工园北区 24MW 热电联产项目	40160.00	31952.00
5	东至广信码头项目	17157.17	14222.46
6	广信研发中心项目	6725.55	5704.00
	合计	169456.10	139909.56

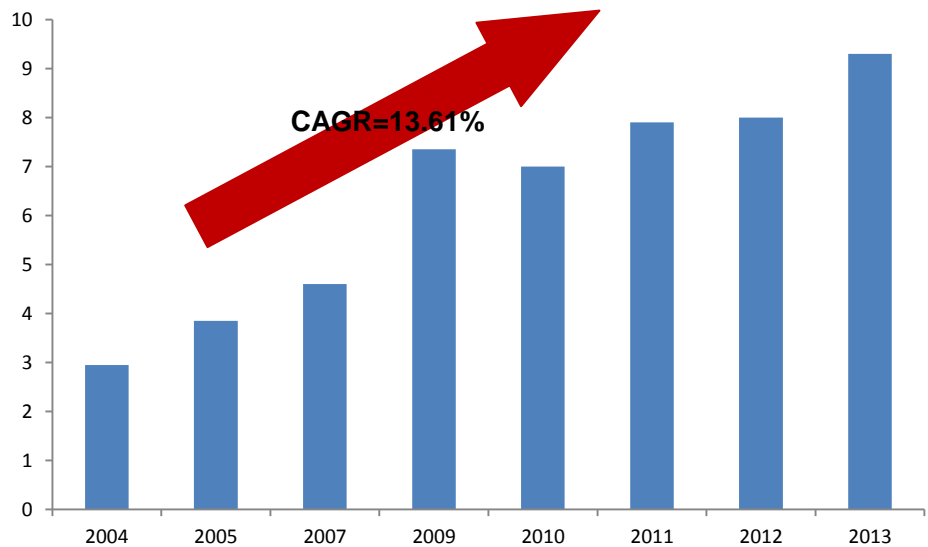
资料来源：华安证券研究所

公司定增项目中将新建 2 中杀菌剂新产品。吡唑醚菌酯又名唑菌胺酯，是一种兼具吡唑结构的甲氧丙烯酸甲酯类广谱杀菌剂。它可以防治由子囊纲、担子菌纲、半知菌纲和卵菌纲等几乎所有类型的真菌病原体引起的植物病害，同时它又是一种激素型杀菌剂，能使作物吸收更多的氮，促进作物生长。

吡唑醚菌酯杀菌剂作为一类作用机制独特、极具发展潜力和市场活力的新型农用杀菌剂，自它是由德国巴斯夫公司于 1993 年发现，自 2002 年推广上市以来，深受广大农户的喜爱，销售额迅速上升。

13 年吡唑醚菌酯实现销售收入 9.3 亿美元，同比增长 16.25%。04—13 年全球咪唑啉酮年均复合增长率为 13.61%，其作为广谱、高效农药，前景看好。

图表 17 吡唑醚菌酯上市以来销售额 (亿美元)



资料来源：华安证券研究所

15 年 6 月，吡唑醚菌酯在中国的化合物专利到期。吡唑醚菌酯走完专利保护旅程，成为又一个重磅专利过期产品。因其良好的性能，国内厂商纷纷布局。

图表 18 国内部分吡唑醚菌酯产能情况

序号	生产商	产能规划 (吨)	备注
1	扬农化工	1200	预计 17 年下半年建成
2	广信股份	3000	在建
3	山东康桥	1000	已投产
4	安徽国星	8000	环评已过，在建

资料来源：华安证券研究所

噁唑菌酮是新型高效、广谱杀菌农药，适宜作物如小麦、大麦、豌豆、甜菜、油菜、葡萄等，主要用于防治子囊菌纲、担子菌纲、卵菌亚纲中的重要病害。

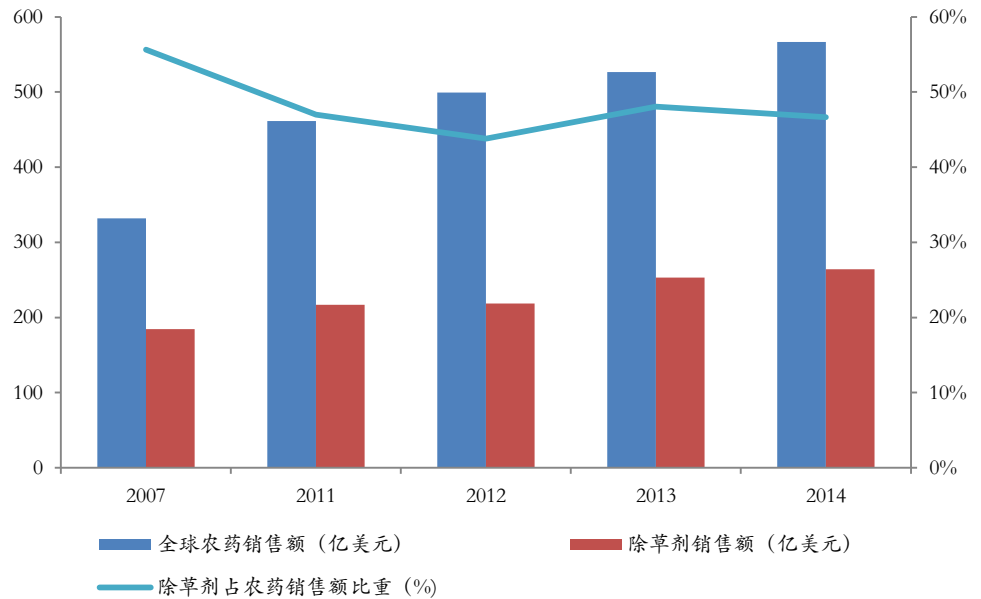
近年来，噁唑菌酮逐渐受到国内企业关注并推动发展生产。现阶段，噁唑菌酮是农业部农技推广中心联合推广产品和水稻稻瘟病政府采购品种之一，目前国内生产厂家较少，且产能有限，原药市场空间较大。

## 3 除草剂产品需求稳定

### 3.1 除草剂全球需求量最大的农药品种

目前，除草剂是全球农药市占率最大的种类。2014 年全球农药销售额为 566.55 亿美元，2007—2014 全球农药销售额年均复合增长率为 7.94%；2014 年全球除草剂销售额 264.4 亿美元，2007-2014 除草剂销售额年均复合增长率为 5.26%，除草剂占农药销售额基本保持 50% 的市场份额，占据半壁江山。

图表 19 全球农药和除草剂销售额



资料来源：华安证券研究所

### 3.2 敌草隆产能稳定

敌草隆属于脲类除草剂，由美国杜邦公司研发，主要用于甘蔗、棉花、玉米凤梨、温带树木和灌木水果等多种农作物种植的前期除草剂。

截止 14 年底，在我国登记的敌草隆原药企业共有 11 家，主要供应商有广信股份、宁夏新安、蓝丰生化、捷马化工和新安化工，五家厂商的产能为 2.2 万吨。国外厂商主要为杜邦公司。

图表 20 国内敌草隆产能情况

序号	生产商	产能 (吨)	备注
1	安徽广信化工有限公司	0.8	开工稳定
2	江苏快达农化股份有限公司	0.3	
3	江苏蓝丰生物化工股份有限公司	0.4	开工不稳定
4	浙江捷马化工有限公司	0.3	长期检修
5	浙江新安化工集团股份有限公司	0.6	

资料来源：华安证券研究所

目前需求量主要来自于巴西、印度、美国、中国和欧盟等。敌草隆做为甘蔗种植的特效除草剂产品，在甘蔗种植领域使用量最大。

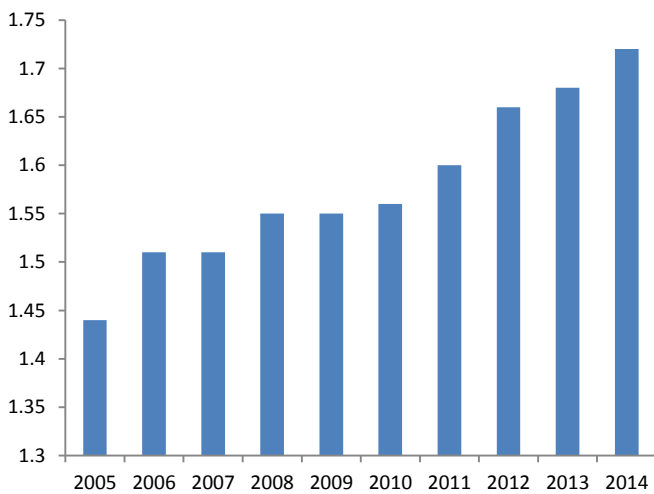
甘蔗下游应用主要包括食糖、燃料乙醇和包装材料等，由于燃料乙醇比传统石油能源具有再生性、低成本、清洁性等优势，燃料乙醇使用量快速增加，推动甘蔗种植面积增加，从而带动敌草隆需求量增加。

14 年全球食糖市场规模为 1.72 亿吨，同比增长 2.38%。05—14 年全球食糖市场规模年均复合增长率为 1.99%。中国做为全球三大食糖消费市场之一，但国内

人均食糖消费量（12 公斤）远低于世界人均水平（23.7 公斤）。从长期看，随着居民收入水平的提高及食品饮料工业的快速发展，未来我国对食糖的需求量呈上升趋势。

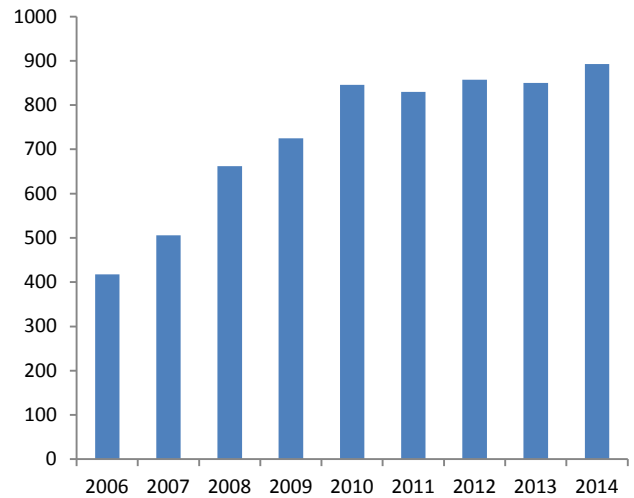
06—14 全球燃料乙醇产量年均复合增长率为 9.95%。由于能源消耗大幅增加、温室气体大量排放以及环境污染日益严重，世界能源消费大国纷纷加快燃料乙醇的发展，以甘蔗、玉米为原料的燃料乙醇已经形成较大产业规模。巴西是全球最大的以甘蔗为原料生产乙醇的国家，燃料乙醇出口量位居世界第一。14 年底巴西石油管理局批准航空燃油最高可掺入 10% 的甘蔗乙醇，进一步拓宽了甘蔗乙醇的应用领域，未来对甘蔗的需求量有望增长。

图表 21 2005—2014 全球食糖市场规模（亿吨）



资料来源:wind、华安证券研究所

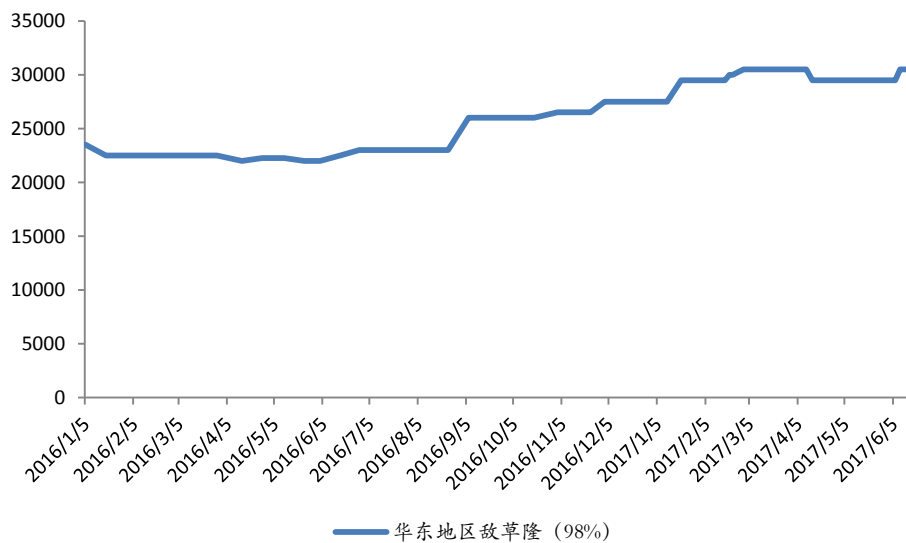
图表 22 2006—2014 全球燃料乙醇产量（亿升）



资料来源:wind、华安证券研究所

蓝丰生化因环保未达标，生产受到限制，对敌草隆的供给产生一定影响。目前华东地区敌草隆价格为 30500 元/吨，较 16 年 8 月均价 23000 元/吨，涨幅为 32.61%。

图表 23 华东地区敌草隆价格走势



华东地区敌草隆 (98%)

资料来源：华安证券研究所

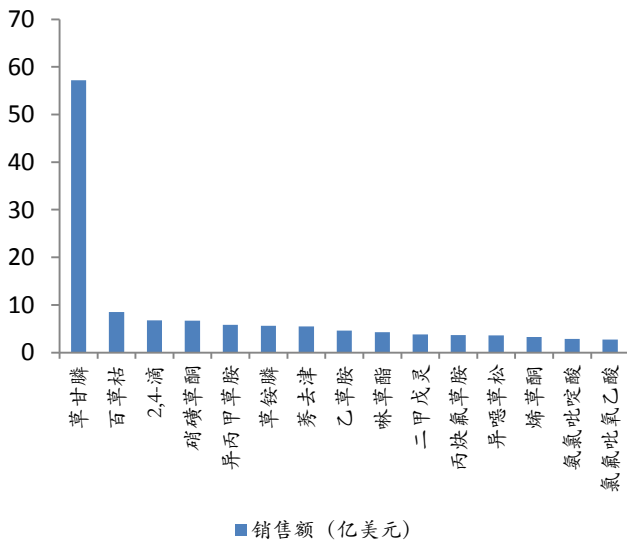
### 3.3 草甘膦受益于价格上涨

草甘膦(镇草宁、农达(Roundup)、草干膦、膦甘酸)学名为N—(膦酸甲基)甘氨酸,纯品为非挥发性白色固体,熔点为230℃,密度为0.888g/ml,是一种广效型的有机磷除草剂。草甘膦的除草性质于1971年由美国D.D 贝尔德发现,后经孟山都公司开发生产,到上世纪80年代已成为全球除草剂领域重要产品,历经40多载,产品历久弥新,在除草剂领域获得广泛应用。

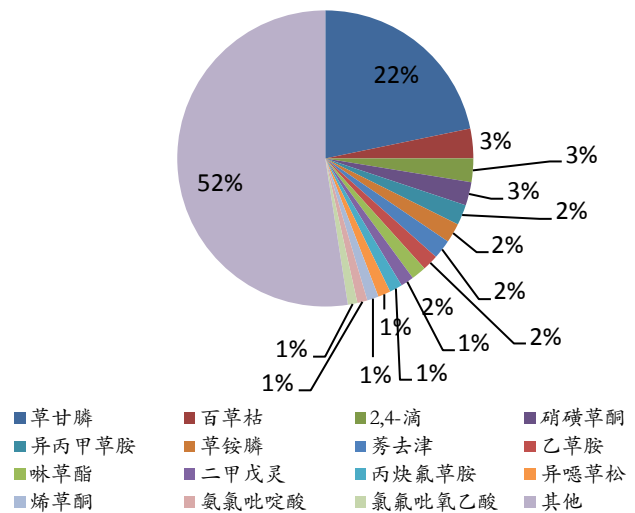
草甘膦自1974年上市以来,做为一种非选择性、无残留灭生性除草剂,获得了市场认可,市场份额不断提高,销售额占除草剂比重基本保持20%,现已成为除草剂领域最畅销的产品。未来随着转基因作物在发展中国家的推广,转基因作物种植面积有望增加,从而带动草甘膦需求量。

草甘膦已成为除草剂领域的霸主。2014年全球草甘膦实现销售额57.2亿美元,占除草剂市场比重为21.76%,销售额遥遥领先其他类型除草剂产品,已成为全球用量最大的除草剂品种。未来随着部分国家百草枯水剂产品的禁止使用,做为替代产品的草甘膦市场需求量将增加,市场份额将进一步提高。

图表 24 2014 年全球主要除草剂产品销售额



图表 25 2014 年全球主要除草剂产品销售额占比



资料来源:ISAAA、华安证券研究所

资料来源: ISAAA、华安证券研究所

2016 年国内草甘膦产能为 84 万吨,同比下降 5.62%。按生产工艺,甘氨酸法产能为 54.5 万吨,占比 65%; IDA 法产能为 29.5 万吨,占比 35%。国内产能主要集中在江苏(25 万吨)、浙江(11.5 万吨)、四川(20 万吨)、湖北(15 万吨)、浙江(11.5 万吨)。2017 年国内新增产能约 3 万吨,主要是龙头企业扩产,产能整体保持稳定。广信股份拥有 2 万吨草甘膦产能,位居省内产能第一。

图表 26 2016 年国内草甘膦产能情况

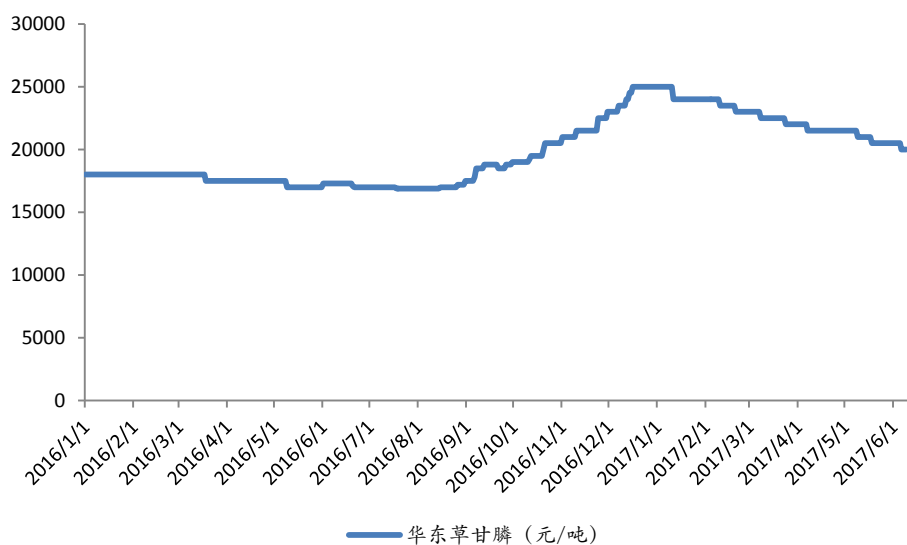
省份	企业名称	生产工艺	产能(万吨)
安徽	华星化工	IDA	1.5

	广信化工	甘氨酸	2.0
河南	许昌东方	甘氨酸	3.0
湖北	沙隆达集团	IDA	2.0
	泰盛化工	甘氨酸	13.0
江苏	江苏腾龙	甘氨酸	5.0
	好收成韦恩	IDA	7.0
	银燕化工	IDA	2.0
	南通江山	IDA	4.0
	南通江山	甘氨酸	3.0
	扬农集团	IDA	4.0
浙江	金帆达	甘氨酸	2.5
	捷马化工	IDA	1.0
	新安化工	甘氨酸	8.0
四川	福华化工	甘氨酸	12.0
	和邦农药	IDA	5
	广安诚信	IDA	3.0
云南	安一化工	甘氨酸	5.0

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

16年9月后，华东地区草甘膦价格大幅上涨，价格由17500元/吨（16年9月1日）上涨至25000元/吨（16年12月30日），涨幅为42.86%。主要是由于环保压力，导致上游原材料甘氨酸、黄磷等价格上涨。17Q1华东地区草甘膦价格趋于下降，6月初价格为20000元/吨。公司受益于一季度草甘膦价格上涨，但其不是主要利润来源，后期草甘膦价格下跌，不会对公司业绩产生较大影响。

图表 27 华东地区草甘膦价格走势



资料来源：华安证券研究所

## 4 光气应用领域广泛

## 4.1 光气介绍

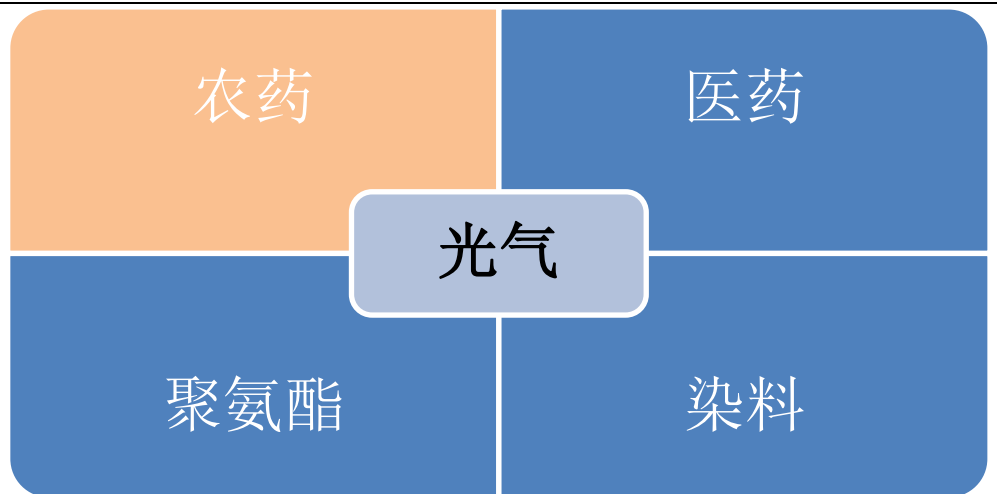
光气，又称碳酰氯，剧毒，微溶于水，较易溶于苯、甲苯等。由一氧化碳和氯气的混合物通过活性炭制得。光气常温下为无色气体，有腐草味，化学性质不稳定，遇水迅速水解，生成氯化氢。

因光气为剧毒气体，各国对其严格控制，光气生产资质准入门槛高，难以获得，同时国家原则上不在批复新的生产资质，这也使光气生产资质成为稀缺资源。广信股份是工信部对生产光气监控的定点企业，并取得工信部颁发的《监控化学品生产特别许可证》，同时公司不断通过技术创新，已掌握光气应用的核心技术，已安全使用光气十六年。目前国内拥有光气生产资质的企业有 38 家，其中具有光气生产资质的农药企业有蓝丰生化、沙隆达 A、新安股份、炼化科技等。

## 4.2 光气产业链有望延伸

光气是一种重要的有机中间体，因具有活泼性强，合成下游产品反映路线短，生产清洁污染少等特点，广泛应用于农药、医药、工程塑料、聚氨酯材料、染料及造纸化学等领域。目前公司以光气为核心，产品主要覆盖农药，医药、聚氨酯、染料等领域没有涉足，随着公司技术积累，未来或将涉足其他相关领域，延伸光气产业链，充分利用光气资源。

图表 28 光气应用领域



资料来源：华安证券研究所



**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1,781	2,272	2,782	3,477	<b>营业收入</b>	1,502	1,848	2,180	2,616
现金	748	1,179	1,522	1,997	营业成本	1,029	1,262	1,461	1,727
应收账款	125	254	254	294	营业税金及附加	10	8	11	14
其他应收款	13	10	14	18	销售费用	48	59	71	85
预付账款	21	7	(7)	(18)	管理费用	239	214	262	314
存货	636	601	782	938	财务费用	(37)	(14)	(20)	(26)
其他流动资产	238	220	217	249	资产减值损失	13	3	22	(2)
<b>非流动资产</b>	1,600	1,486	1,477	1,453	公允价值变动收益	0	0	(0)	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	1,000	937	873	810	<b>营业利润</b>	203	315	373	506
无形资产	212	197	184	172	营业外收入	21	13	17	15
其他非流动资产	388	351	419	471	营业外支出	12	4	6	7
<b>资产总计</b>	3,381	3,757	4,259	4,931	<b>利润总额</b>	212	324	385	514
<b>流动负债</b>	720	895	1,085	1,349	所得税	31	49	58	77
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	181	276	327	437
应付账款	448	486	580	701	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	272	409	505	648	<b>归属母公司净利润</b>	181	276	327	437
<b>非流动负债</b>	256	259	263	267	EBITDA	284	378	430	555
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.73	0.87	1.16
其他非流动负	256	259	263	267					
<b>负债合计</b>	976	1,154	1,348	1,616					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	376	376	376	376					
资本公积	846	846	846	846					
留存收益	1,117	1,381	1,689	2,092					
归属母公司股东权	2,405	2,603	2,911	3,314					
<b>负债和股东权益</b>	3,381	3,757	4,259	4,931					

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.33%	23.00%	18.00%	20.00%
营业利润	34.31%	55.08%	18.43%	35.55%
归属于母公司净利润	39.06%	52.20%	18.65%	33.53%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	31.48%	31.70%	33.00%	34.00%
净利率(%)	12.06%	14.92%	15.00%	16.69%
ROE(%)	7.53%	10.59%	11.24%	13.18%
ROIC(%)	9.66%	16.37%	18.30%	24.97%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	28.88%	30.72%	31.65%	32.78%
净负债比率(%)	2.62%	-7.88%	-12.68%	-19.61%
流动比率	2.47	2.54	2.56	2.58
速动比率	1.59	1.87	1.84	1.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.52	0.54	0.57
应收账款周转率	10.90	10.39	9.01	10.14
应付账款周转率	3.81	3.96	4.09	4.09
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.73	0.87	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	1.10	0.91	1.28
每股净资产(最新摊薄)	6.39	6.91	7.73	8.80
<b>估值比率</b>				
P/E	31.7	20.8	17.5	13.1
P/B	2.4	2.2	2.0	1.7

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	171	413	342	481
净利润	181	276	327	437
折旧摊销	118	77	77	76
财务费用	(12)	(14)	(20)	(26)
投资损失	(3)	0	0	0
营运资金变动	(31)	71	(64)	(2)
其他经营现金	(83)	3	22	(2)
<b>投资活动现金流</b>	(166)	(0)	0	(0)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(166)	(0)	0	(0)
<b>筹资活动现金流</b>	(24)	1	2	(7)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	188	0	0	0
资本公积增加	(188)	0	0	0
其他筹资现金	(24)	1	2	(7)

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

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、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。