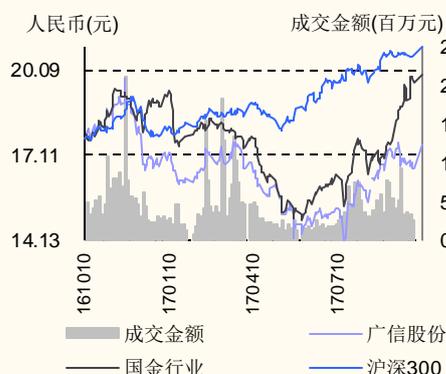


市场价格 (人民币): 17.52 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	136.48
总市值(百万元)	6,595.93
年内股价最高最低(元)	19.76/14.13
沪深 300 指数	3882.21
上证指数	3374.38



## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.692	0.481	0.746	0.972	1.280
每股净资产(元)	11.84	6.39	6.96	7.93	9.21
每股经营性现金流(元)	0.41	0.45	1.96	1.16	2.20
市盈率(倍)	71.88	35.25	23.48	18.03	13.69
行业优化市盈率(倍)	30.16	28.35	26.52	26.52	26.52
净利润增长率(%)	-14.88%	39.06%	55.12%	30.24%	31.65%
净资产收益率(%)	5.84%	7.53%	10.72%	12.25%	13.89%
总股本(百万股)	188.24	376.48	376.48	376.48	376.48

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

## 投资逻辑

- **公司是国内农药行业龙头企业之一:** 公司依托光气化资源, 充分施行纵向一体化战略。目前公司拥有 1.8 万吨多菌灵、6000 吨甲基硫菌灵、3 万吨草甘膦、8000 吨敌草隆产能, 并配套上游邻苯二胺等原材料, 拥有较强的一体化优势。同时公司凭借其在多个产品全球市场内的龙头地位以及优异的技术优势, 拥有强大的海外以及国内的客户资源。
- **杀菌剂行业稳定发展 高端精细化工品空间巨大:** 杀菌剂市场受益于转基因作物的推广整体市场份额在提升, 苯并咪唑类杀菌剂作为传统产品目前市场整体平稳主要以存量需求为主。草甘膦受益于海外需求的边际改善以及环保趋严的共同影响, 有望迎来新一轮景气周期; 受益于拉美甘蔗等作物种植持续提升, 敌草隆未来几年需求有望迎来快速成长阶段。高端精细化工产品定制业务受益于农药行业整体的产业转移趋势, 拥有极大的成长空间。
- **定增加码未来成长 东至基地引领二次腾飞:** 公司通过非公开发行股票的方式预计未来 2-3 年新投产六个项目, 包括高端杀菌剂、原材料环保技改、热电联产以及码头等。其中吡唑醚菌酯作为甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂的后来居上者, 未来有望重演啞菌酯的辉煌, 成长空间巨大; 噁唑菌酮则依托公司的光气优势以及现有的海外优质客户资源, 成为未来几年重要的利润增长点。邻苯二胺技改、热电联产等项目继续贯彻公司纵向一体化战略, 未来将有效降低园区整体运营成本。我们认为东至基地将引领公司迎来二次腾飞。

## 投资建议

- 我们看好公司作为国内多菌灵以及光气下游衍生品公司的龙头地位, 公司传统杀菌剂、除草剂业务提供稳定增长, 定增项目打开未来几年成长空间。不考虑增发摊薄的情况下, 我们预测公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.75、0.97、1.28, 对应公司当前股价的 PE 分别为 23 倍、18 倍、14 倍, 首次覆盖给予公司增持评级。

## 风险提示

- 农药行业下游需求低于预期 新园区推广进度低于预期

霍堃 联系人  
huokun@gjq.com.cn

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001  
puqiang@gjq.com.cn

郭一凡 分析师 SAC 执业编号: S1130517050005  
(8621)60230247  
guoyf@gjq.com.cn

陈铖 联系人  
chencheng@gjq.com.cn

何雄 联系人  
hexiong@gjq.com.cn

## 内容目录

一、公司是国内农药行业的龙头企业之一	4
1.1、依托光气资源，全产业链优势显著	4
1.2、财务状况优异，盈利规模稳步增长	5
二、立足光气产业链，杀菌剂、除草剂、精细化工行业领先	8
2.1、光气生产资质高门槛，一体化优势显著	8
2.2、杀菌剂市占率高，多菌灵、甲基硫菌灵为公司拳头产品	9
2.3、草甘膦提供稳定现金流，敌草隆龙头效应逐步显现	12
2.4、精细化工处于快速成长期，有望成为新业绩贡献点	14
三、定增加码未来成长 东至基地引领公司二次腾飞	16
四、投资建议	18

## 图表目录

图表 1：广德厂区	4
图表 2：东至厂区	4
图表 3：公司主要产品产能	4
图表 4：公司股权结构图	5
图表 5：营业收入保持稳定增长	5
图表 6：16 年及 17H1 净利润大幅增长	5
图表 7：杀菌剂营业收入逐年增长	6
图表 8：产品中杀菌剂营收占比较大	6
图表 9：国内营业收入稳步上升	6
图表 10：国内营收占比小幅上升	6
图表 11：公司综合毛利率与各产品毛利率	7
图表 12：经营性现金流维持稳定增长	7
图表 13：公司资产负债率连续多年维持在较低水平	7
图表 14：项目变更情况	7
图表 15：公司光气及其下游产业链汇总	8
图表 16：光气工艺对比氯化亚砷工艺优点显著	8
图表 17：转基因作物的推广使得全球杀菌剂市场比重显著提升	9
图表 18：杀菌剂下游需求仍以水果蔬菜等经济作物为主	10
图表 19：苯并咪唑类杀菌剂市场近年来整体维持稳定	10
图表 20：公司是多菌灵主要生产厂商	10
图表 21：公司多菌灵指标优于国内、国际标准	10
图表 22：多菌灵价格 2017 年初以来自底部回升	11
图表 23：公司甲基硫菌灵产能占比较大	12
图表 24：国内食糖产量和消费量回暖	12
图表 25：全球燃料乙醇产量呈增长趋势	12

图表 26: 公司为敌草隆产能最大生产厂商.....	13
图表 27: 敌草隆价格自 2016 年中以来稳步提升.....	13
图表 28: 国内草甘膦产能连续两年出现负增长.....	14
图表 29: 行业产量与开工率逐步见底回升.....	14
图表 30: 草甘膦价格反弹.....	14
图表 31: 全球农药市场仿制药规模进一步扩大.....	15
图表 32: 仿制药市场份额显著高于专利药.....	15
图表 33: 甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂市场份额迅速提升.....	16
图表 34: 吡唑醚菌酯市场规模已接近啞菌酯.....	16
图表 35: 2015 年全球吡唑醚菌酯消费构成 (按地区) .....	16
图表 36: 2015 年全球吡唑醚菌酯消费构成 (按作物) .....	16
图表 37: 公司关键原材料价格波动较大 一体化战略有望规避供给风险.....	17
图表 38: 公司各主营业务收入及毛利率预测.....	18

## 一、公司是国内农药行业的龙头企业之一

### 1.1、依托光气资源，全产业链优势显著

- 公司是国内农药行业的龙头企业之一，现拥有广德、东至二个主要生产厂区，是国内较大的以光气为原料的农药生产企业。为中国农药销售 30 强企业、中国农药出口企业第 25 位。公司现已形成杀菌剂、除草剂和精细化工中间体三大类别十多个品种的产业架构，具有较强的竞争优势。

图表 1：广德厂区



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：东至厂区



来源：公司官网，国金证券研究所

- **纵向一体化战略扩大公司产业链优势。** 公司是国内杀菌剂大宗品种多菌灵、甲基硫菌灵的龙头企业，同时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。同时公司拥有光气下游衍生精细化工产品氯甲酸甲酯 3,4-二氯苯基异氰酸酯等关键中间体，公司充分依托光气资源丰富产品序列。公司积极实行纵向一体化战略，通过扩大上游原材料产能，推进生产基地热电联产等举措，进一步巩固公司全产业链优势。

图表 3：公司主要产品产能

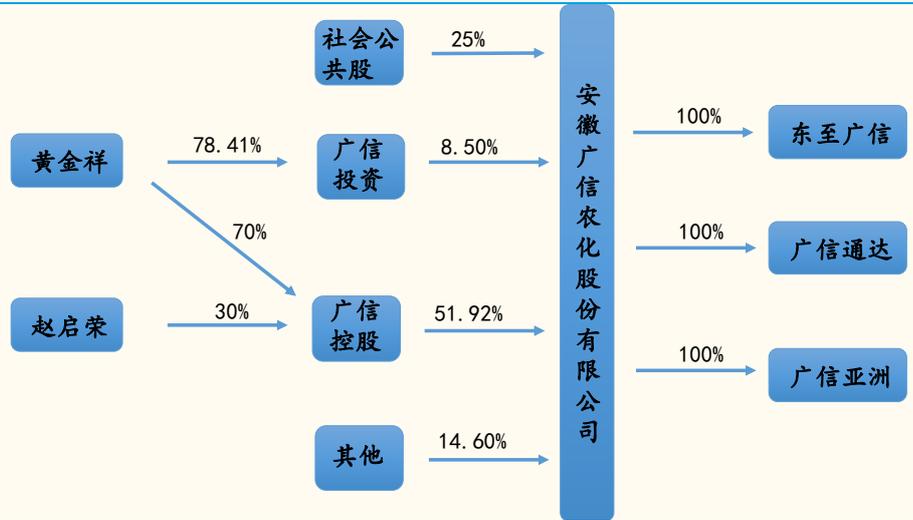
产品类别	产品	产能(万吨)
原材料及原材料中间体	邻(对)硝基氯化苯	20 (在建)
	邻苯二胺	1.5 (技改)
	光气	2
杀菌剂	多菌灵	1.8
	甲基硫菌灵	0.6
	吡唑醚菌酯	0.3 (在建)
	噁唑菌酮	0.12 (在建)
除草剂	敌草隆	0.8
	草甘膦	2
精细化工中间体	氨基甲酸甲酯	0.2
	磺酰基异氰酸酯	0.3

来源：公司公告，国金证券研究所

- **产品质量优异，具备优秀的海外客户基础。** 公司多菌灵生产工艺及产品品质在国内处于领先水平，甲基硫菌灵、敌草隆、氨基甲酸甲酯及异氰酸酯在国内仅有少数几家企业可以实现规模化生产。公司是海外农化巨头“杜邦 (DuPont)”、“曹达 (SODA)”、“兴农公司”、“汉姆 (Helm)”等公司的主要采购商之一，同时与国内领先的制剂企业如诺普信、潍坊润丰、中山化工、等建立了长期稳定的合作关系。
- **股权结构较为集中。** 公司实际控制人为黄金祥、赵启荣夫妇，两人合计持有公司控股股东广信控股 100% 股权，此外黄金祥持有广信投资 78.4% 股权。公司旗下拥有东至广信、广信通达以及广信亚洲三家子公司，原子公

司铜陵广信因搬迁停产已注销。黄金祥、赵启荣夫妇通过广信控股和广信投资直接或间接控制本公司 60.4%的股份，公司股权结构集中。

图表 4：公司股权结构图

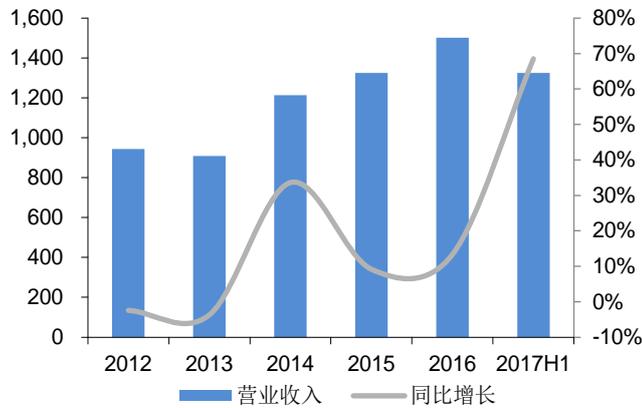


来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2、财务状况优异，盈利规模稳步增长

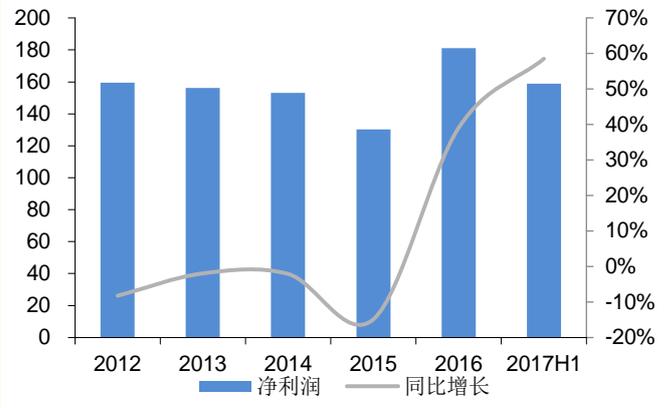
- 公司近年来营收和净利润的稳步增长。受益于公司产品在国际范围内的优势地位，公司收入与利润规模稳步攀升，12-16 年其复合增长率达 12%。进入 2017 年以来，公司个主要业务受益于农药行业整体回暖，收入与净利润水平维持较高水平增长。

图表 5：营业收入保持稳定增长



来源：公司公告，国金证券研究所

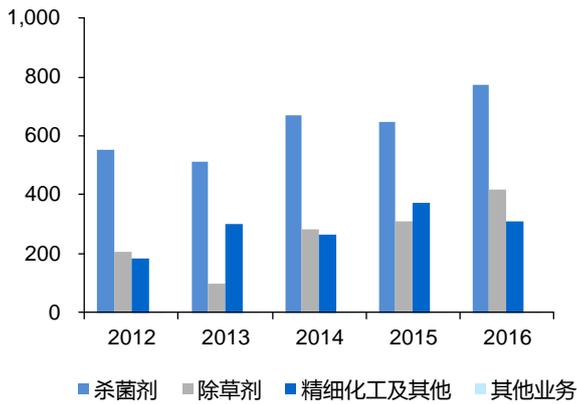
图表 6：16 年及 17H1 净利润大幅增长



来源：公司公告，国金证券研究所

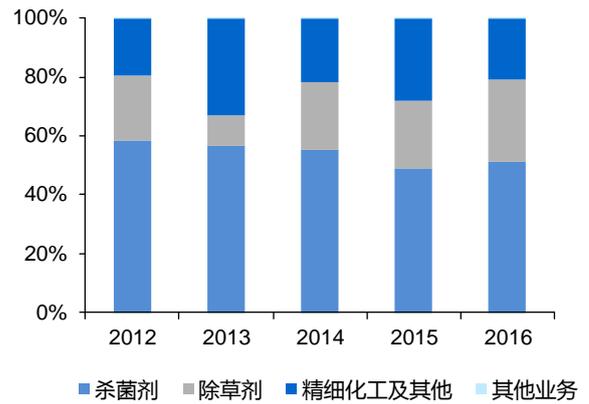
- 公司产品以杀菌剂为主，其营收占比过半。其中多菌灵、甲基硫菌灵等产品在全球范围内具有极大的市场份额，公司对市场也具有一定的指导作用。未来随着吡唑醚菌酯、噁唑菌酮项目投产，公司杀菌剂业务仍具有进一步发展的空间。。

图表 7: 杀菌剂营业收入逐年增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

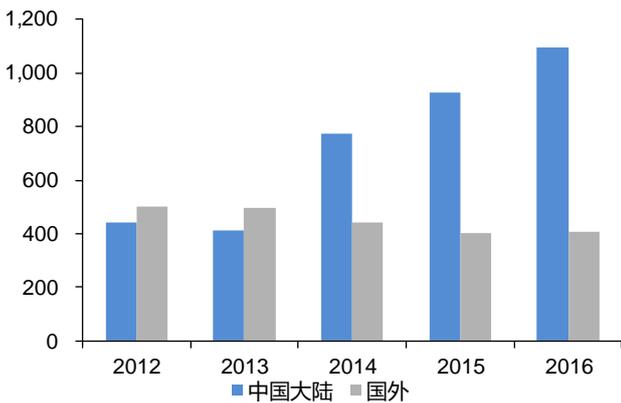
图表 8: 产品中杀菌剂营收占比较大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

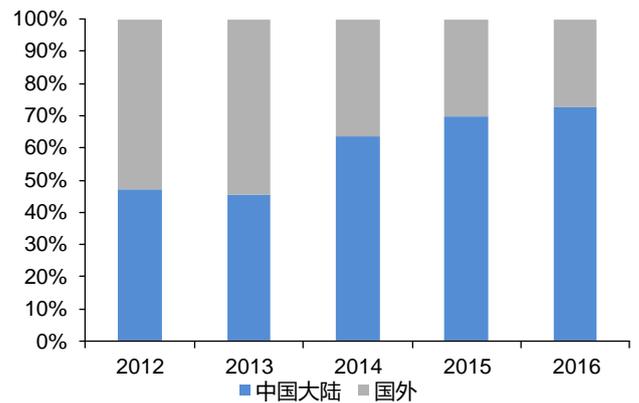
- **巩固海外市场的同时, 积极布局国内农化市场。**海外农化市场受到全球大宗农产品影响具有一定的周期性, 公司在巩固海外市场的同时也对国内市场进行积极的布局。近年来国内收入占比稳步提升, 海外销售规模受到整体农化行业低迷影响连续几年呈下降趋势, 但基本已处于底部企稳态势。

图表 9: 国内营业收入稳步上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

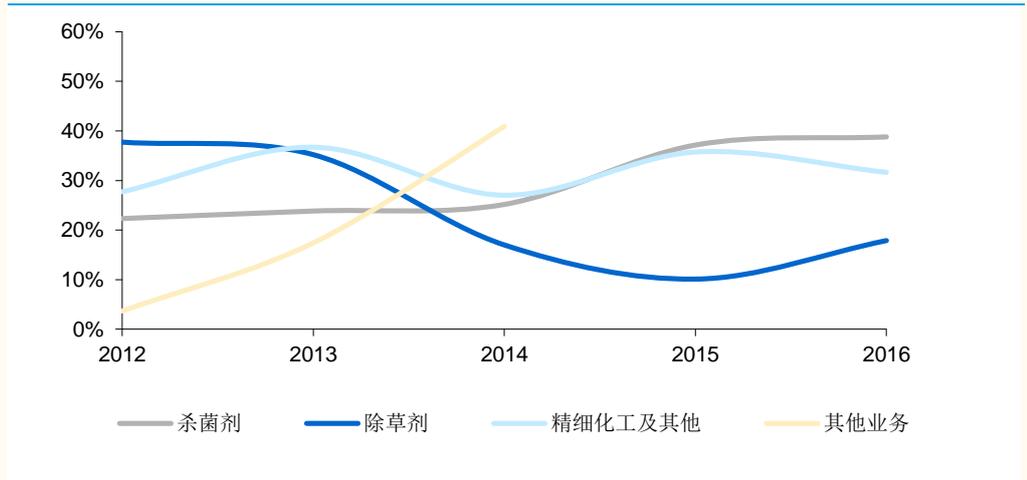
图表 10: 国内营收占比小幅上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **公司综合毛利率稳中有升, 杀菌剂盈利能力维持高位。**公司综合毛利率小幅增长, 从 12 年的 26.7% 上升至 16 年的 31.5%。分产品来看, 公司杀菌剂产品由于市场份额较大且具有一定的市场定价能力, 盈利能力一直维持在较高水平; 除草剂业务毛利率水平逐步企稳回升: 草甘膦有望迎来底部反弹盈利能力有望得到修复, 敌草隆盈利能力维持高位; 精细化工及其他产品毛利率较为稳定, 海外客户定制化需求是盈利能力平稳的主要原因。

图表 11: 公司综合毛利率与各产品毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

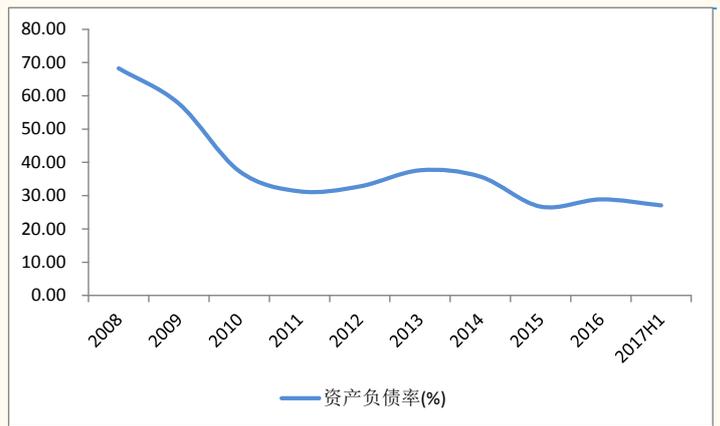
- **公司现金流状况平稳, 资产负债率维持在较低水平。**公司农药业务由于直接锁定海外大客户直接采购, 反映到公司的现金流水平较同行业内其他公司更加优异。稳定的利润以及现金流情况也使得公司资产状况逐步改善, 连续几年以来资产负债率持续下降且维持在较低水平。

图表 12: 经营性现金流维持稳定增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

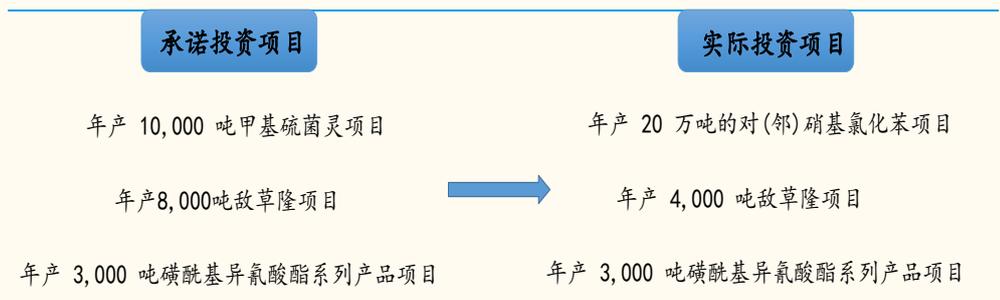
图表 13: 公司资产负债率连续多年维持在较低水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **积极推行纵向一体化战略, 业务向产业链上游延伸。**公司于 2015 年将“年产 8,000 吨敌草隆项目”和“年产 10,000 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”, 同时配套建设“15 万吨/年氯化苯项目”, 稳步推进纵向一体化战略。邻硝基氯化苯为公司主要原材料, 每年采购金额占全部采购量的超 20%, 主要用于对(邻)硝基氯化苯-邻苯二胺-多菌灵/甲基硫菌灵的产业链。

图表 14: 项目变更情况



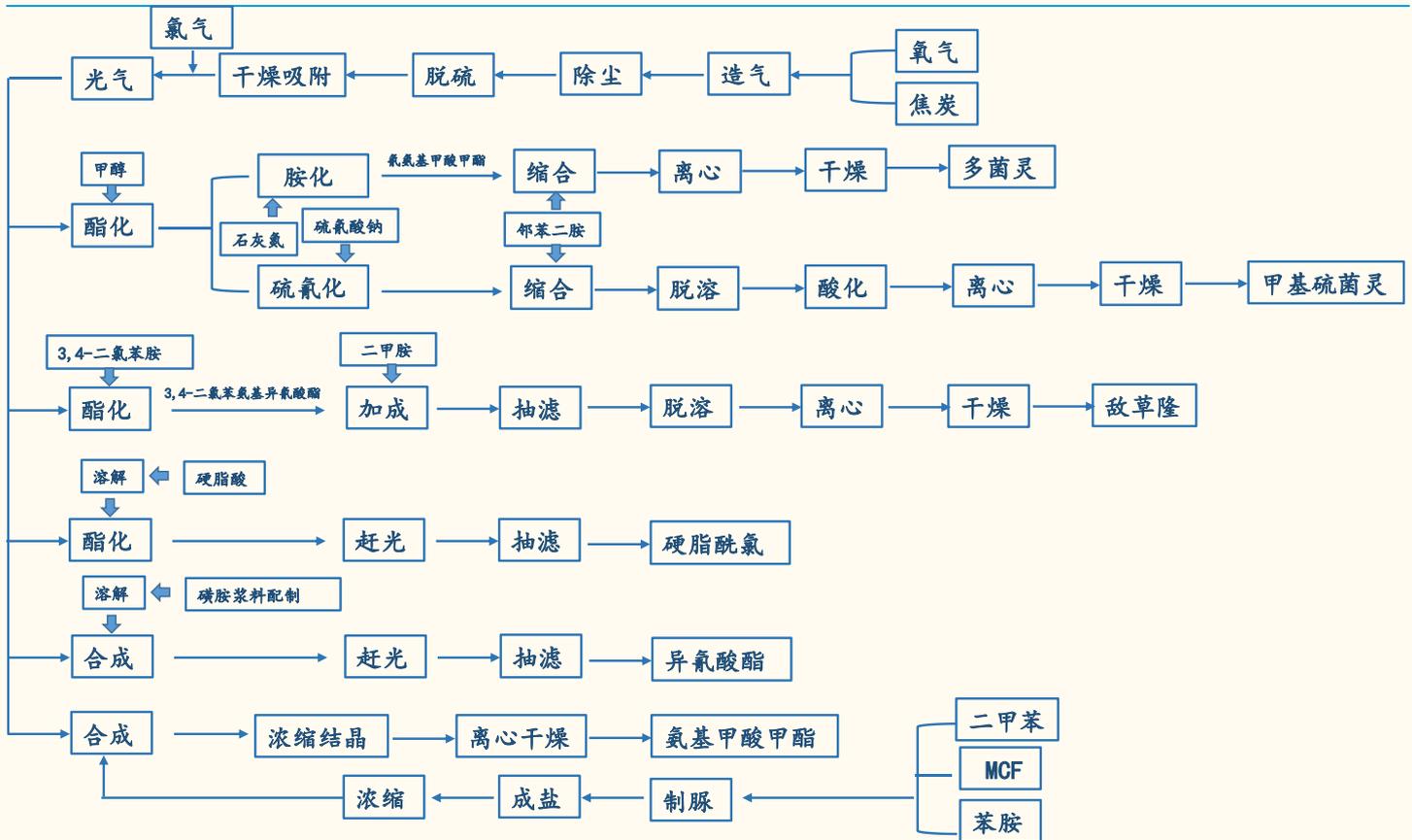
来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 二、立足光气产业链，杀菌剂、除草剂、精细化工行业领先

### 2.1、光气生产资质高门槛，一体化优势显著

- **光气资源存在壁垒，生产准入门槛高。**光气是重要的有机中间体，应用领域极为广泛。农药领域下游产品主要分为氯代甲酸酯类（多菌灵、甲基硫菌灵、氨基甲酸甲酯）、异氰酸酯类（敌草隆、磺酰基异氰酸酯）、酰氯类等类别。由于光气为剧毒气体，各国对其控制极严，光气生产资质准入门槛高难以获得。目前我国光气生产企业共有 38 家，近年基本未增加批复资质。公司深耕光气领域十余载，已掌握光气生产应用的核心技术，同时具备资源和技术壁垒优势。
- **依托光气一体化生产，竞争优势显著。**公司主营产品包括多菌灵、甲基硫菌灵等杀菌剂都是依托光气产业链所衍生出的农药产品，公司其他产品如敌草隆以及氨基甲酸甲酯、异氰酸酯、邻苯二胺等，也属于光气下游产品。

图表 15：公司光气及其下游产业链汇总



来源：国金证券研究所

- 公司最大的竞争优势在于安全掌握光气工艺。无光气资源的企业普遍多采用氯化亚砷工艺替代生产各类农药产品，与之相比光气工艺在生产规模、产品品质和环保等方面具有一定优势。

图表 16：光气工艺对比氯化亚砷工艺优点显著

项目	光气生产工艺	氯化亚砷生产工艺
生产规模	光气合成技术取得了重大突破，在光气发生器设计、材质和催化剂选型等方面进行了技术优化，为光气及光气化产品的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

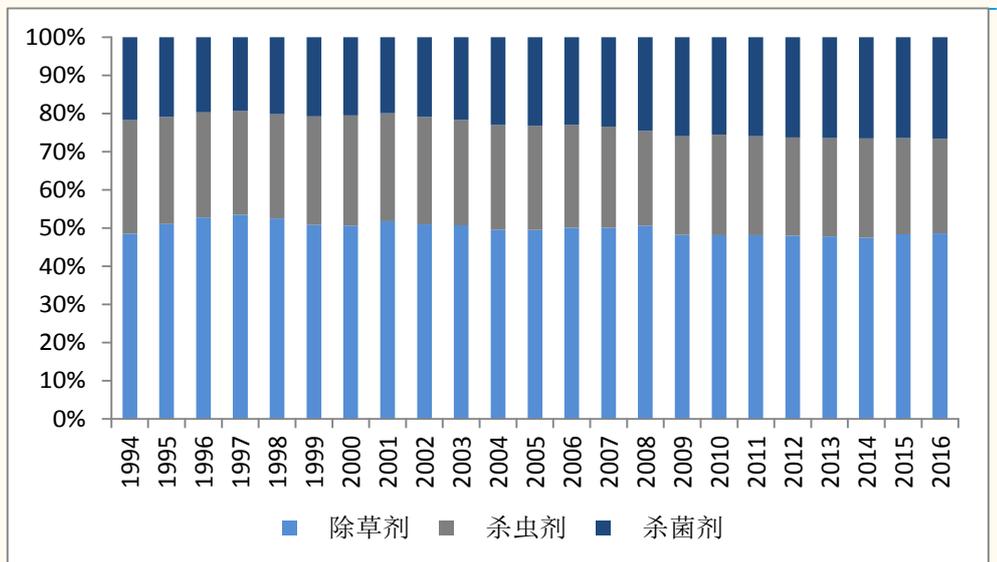
项目	光气生产工艺	氯化亚砷生产工艺
生产成本	合成光气主要原料为液氯和焦炭，采用特殊催化剂一步催化合成，原料成本低。	采用碳酸二甲酯、氯化亚砷、固体光气等原料，存在原料成本高、反应条件苛刻、副反应多和后处理复杂等
产品品质	光气含量高，杂质少，主要杂质是过量的一氧化碳，而一氧化碳不参与光气化产品合成反应，所以采用光气路线生产的产品副反应少，有害杂质低、纯度高。	部分原料含有硫、磷等杂质，对下游产品质量有影响
环境保护	工艺清洁，反应后的主要废气为氯化氢，此气体用水吸收后可以生成副产品盐酸外售	废气中含有的二氧化硫和硫化氢，废气量比光气生产多约20%，且会产生大量的废液，处理难度大
安全性	光气剧毒，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

来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.2、杀菌剂市占率高，多菌灵、甲基硫菌灵为公司拳头产品

- **杀菌剂在全球农化市场份额显著提升。**受到转基因作物推广的冲击，传统除草剂市场基本由草甘膦一家独大，抗虫转基因作物的推广则在一定程度上影响到整体杀虫剂的需求，但目前对于抗病转基因的研究仍存在于实验室层面尚未进行大面积商业推广，这也为杀菌剂提供了良好的市场机遇。进入21世纪以来，全球杀菌剂市场份额显著提升。

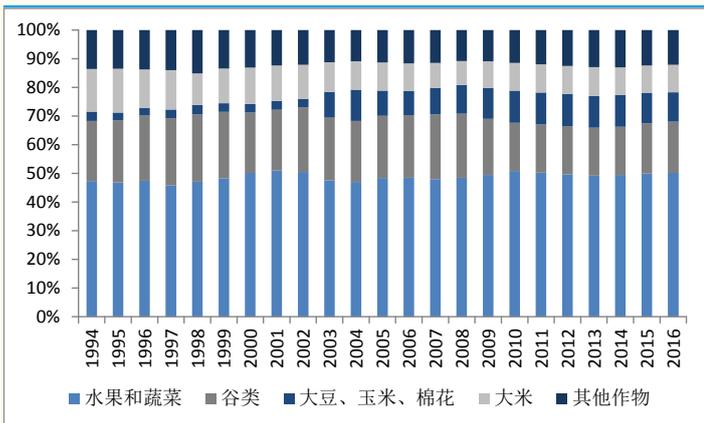
图表 17：转基因作物的推广使得全球杀菌剂市场比重显著提升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

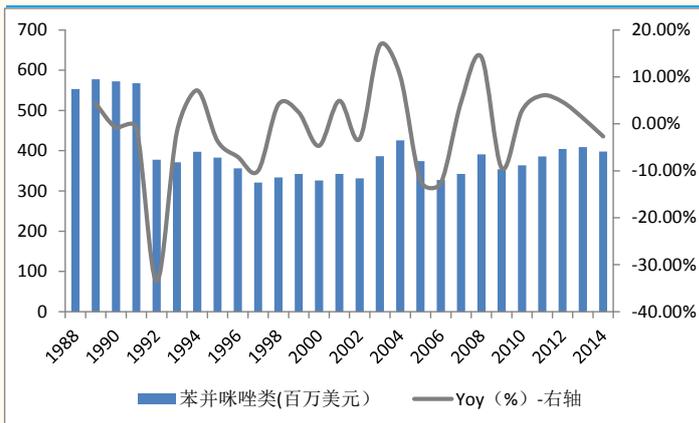
- **以农用领域为主，经济作物作为下游主要需求。**杀菌剂应用集中在谷物、水果和蔬菜、非农用领域、大豆等作物，市场份额均超过了杀菌剂市场总额的10%。我们认为发达国家的经济作物种植为杀菌剂提供一定的边际需求量，传统谷物、大豆等大田作物的需求则在一定程度上依赖天气等随机因素。

图表 18: 杀菌剂下游需求仍以水果蔬菜等经济作物为主



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

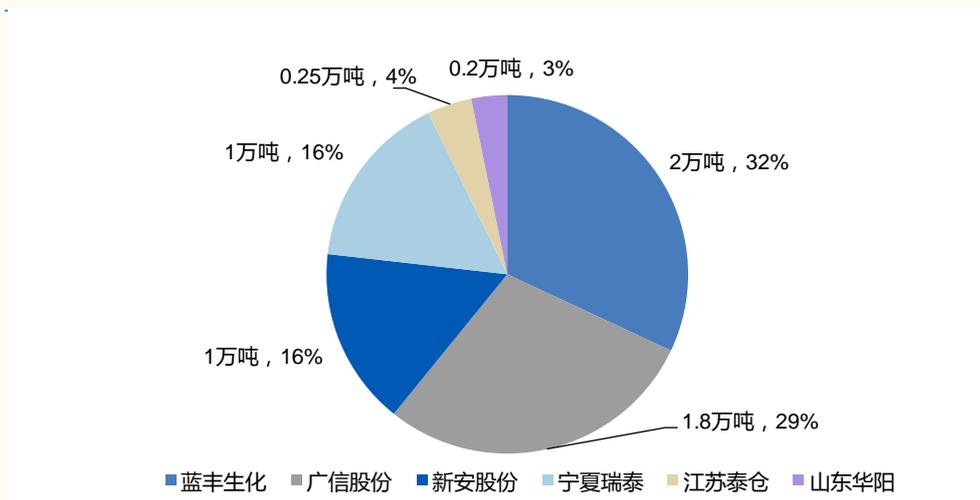
图表 19: 苯并咪唑类杀菌剂市场近年来整体维持稳定



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- 多菌灵作为苯并咪唑类杀菌剂的代表品种, 近年来受到甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂的冲击, 市场份额整体处于下降趋势, 但整体市场容量仍维持平稳。作为传统杀菌剂, 多菌灵价格低廉、无明显抗药性, 防治效果佳, 下游应用广泛, 我们认为多菌灵未来仍将是全球杀菌剂领域的主力品种之一。
- 多菌灵属于光气下游重要的农药品种之一。其以光气、甲醇、石灰氮、邻苯二胺为原料, 通过酯化、胺化、缩合等多步反应合成得到多菌灵, 再经过离心脱水、干燥后处理得到成品。公司采用先进的合成工艺技术, 严格控制反应过程中 DAP、HAP 杂质的生成, 突破欧美国家在该产品生产工艺上的技术壁垒, 顺利进入欧美多菌灵高端市场。
- 从世界范围来看, 该产品的全球 6 万吨产能主要集中于中国, 国内 90% 的产能集中在蓝丰生化、广信股份、宁夏新安和宁夏瑞泰四家企业。据中国农药工业协会统计, 公司多菌灵销量市场占有率达 39% (实际市场份额大于这一情况), 优异的技术储备以及市场份额使得公司成为全球多菌灵主导企业。

图表 20: 公司是多菌灵主要生产厂商



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 多菌灵品质优异, 远销欧美高端市场。公司多菌灵杂质 DAP/HAP 控制指标  $\leq 2.5\text{ppm}$ , 优于联合国粮食及农业组织 (FAO)  $\leq 3.5\text{ppm}$  的规定标准, 优异的产品质量以及上下游一体化的成本优势使得公司顺利切入海外市场并拥有稳定的客户资源。

图表 21: 公司多菌灵指标优于国内、国际标准

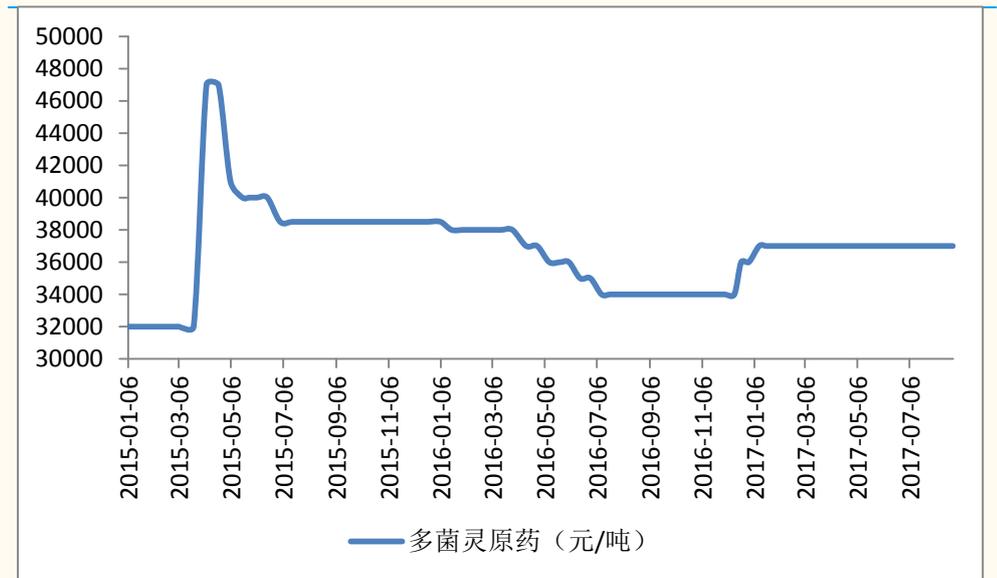
技术指标	企业水平	国内标准	FAO
------	------	------	-----

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

来源：公司公告，国金证券研究所

- **环保趋严，多菌灵价格 17 年初底部回升。**13 年以来，环保政策对农药监管限制不断加强，部分多菌灵厂家开工不足甚至停产，市场供给偏紧，多菌灵价格自 17 年初从底部回升。我们认为环保趋严有望重塑行业格局，未来多菌灵价格有望维持高位。

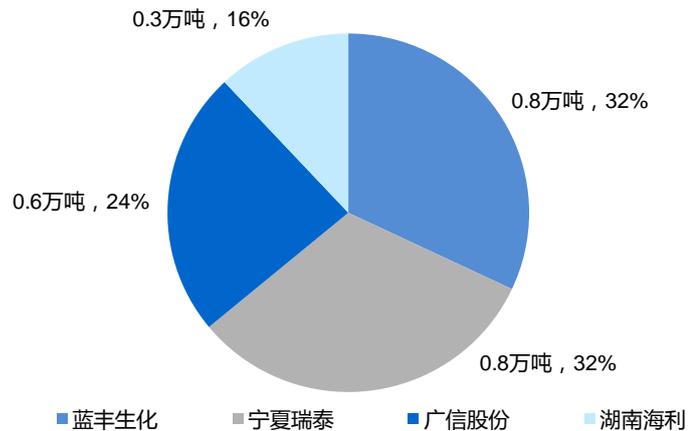
图表 22：多菌灵价格 2017 年初以来自底部回升



来源：百川资讯，国金证券研究所

- **甲基硫菌灵需求持续增加，前景向好。**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，被用于防治 86 种作物，多达 186 种病害。产品最初由日本曹达公司研制开发生产，其内吸性强于多菌灵，主要用于防治小麦、水稻、蔬菜、花卉、大豆、甘薯、棉花等各种经济作物的白粉病、纹枯病、轮纹病、叶霉病等，也能和大多数杀虫剂、杀菌剂、杀螨剂混合使用。
- 甲基硫菌灵也是光气下游主要的农药品种之一，以氯甲酸甲酯、邻苯二胺、硫氰酸钠为原料，通过硫氰化、缩合等二步反应合成得到甲基硫菌灵，再经过酸化、离心脱水、干燥等后处理得到成品。合成工艺中选用了特殊催化剂，解决了重点工序硫氰化反应的转化率难题，使产品的含量达到 97% 以上，质量处于国内同类产品领先水平。
- 市占率高，与甲基硫菌灵资深生产厂商合作。国内主要生产厂家除公司外包括蓝丰生化、湖南海利、宁夏瑞泰等，4 家合计产能 2.5 万吨，公司市占率达 35%。国外主要生产厂商为日本曹达公司，该公司系甲基硫菌灵最早研发和生产厂家。自 2009 年起曹达向公司采购原药，双方建立合作关系，从而基本完成这一产品的全球产业转移。

图表 23：公司甲基硫菌灵产能占比较大

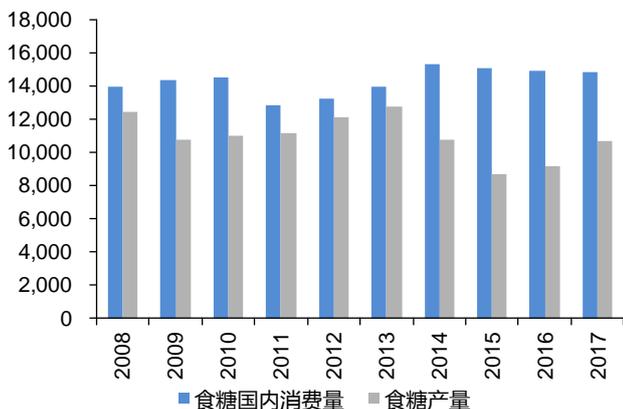


来源：公司公告，国金证券研究所

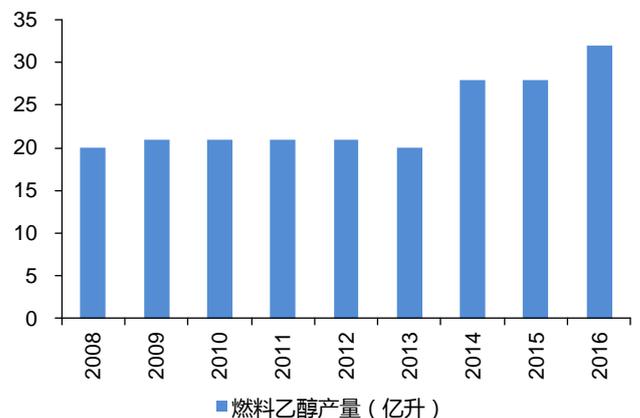
### 2.3、草甘膦提供稳定现金流，敌草隆龙头效应逐步显现

- 公司的除草剂业务主要包括草甘膦与敌草隆。其中草甘膦为目前全球体量最大的农药品种，近年来行业景气度处于底部，受益于国内的环保趋严以及海外的需求边际改善，行业基本面呈现一定程度的好转，公司通过灵活调配草甘膦生产与销售策略为公司提供稳定现金流。敌草隆近年来需求增长维持较高水平，预计未来将成为公司除草剂业务主要的利润增长点。
- 敌草隆下游需求提升，带动业绩增长。敌草隆是一种高效、低毒、广谱的脲类除草剂，主要用于甘蔗、棉花等农作物种植的前期除草，作为大规模甘蔗种植的特效除草剂，目前在甘蔗种植领域使用量最大，而甘蔗主要用于加工食糖和燃料乙醇。
  - 敌草隆也属于光气下游农药产品，以光气、3,4-二氯苯胺、二甲胺为原料，通过酯化、加成反应合成得到敌草隆，再经过抽滤、离心洗涤、干燥等后处理得到成品。合成工艺在关键的酯化反应采取了先进的光气化反应合成技术，有效降低了中间体 3,4-二氯苯基异氰酸酯合成过程中对敌草隆产品质量产生影响的有害杂质，显著提升了产品质量。
  - 食糖、乙醇市场快速发展，甘蔗需求上升。蔗糖产业及燃料乙醇的发展趋势决定甘蔗的种植面积，进而影响敌草隆整体市场需求。从蔗糖来看，2005-2014 年世界食糖消费量从 1.44 亿吨增至 1.72 亿吨，年均复合增长率 2.01%。其中中国年均增长率达 4.71%，为第三大食糖消费市场，但人均食糖消费量（12 公斤）仅为世界平均水平（24 公斤）一半，未来我国对食糖的需求仍然呈上升发展态势。燃料乙醇受到原油价格逐步见底回升刺激，产量有望得到修复。

图表 24：国内食糖产量和消费量回暖



图表 25：全球燃料乙醇产量呈增长趋势

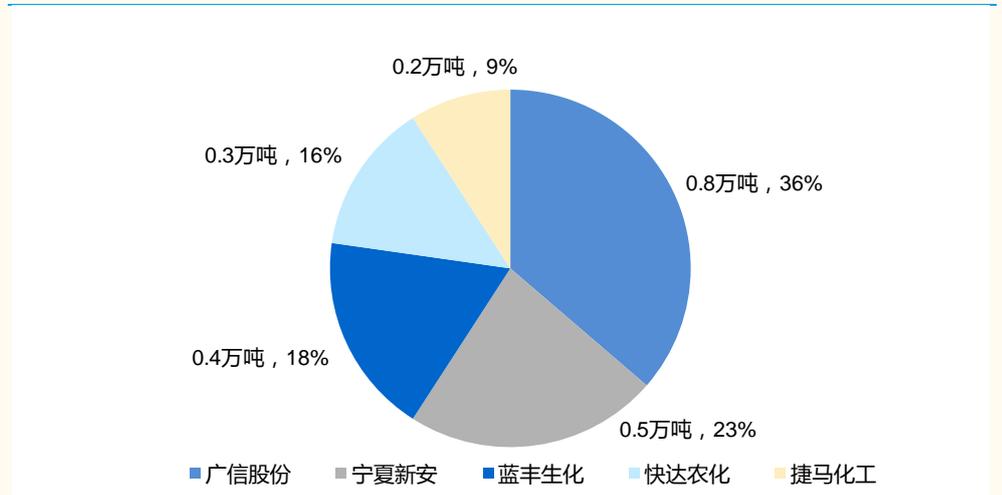


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 公司为国内敌草隆龙头企业，当前生产商除公司外，还包括宁夏新安、蓝丰生化、快达农化和捷马化工，5家合计产能2.2万吨，其中公司产能占比36%，行业规模居龙头地位。国外主要厂商为美国杜邦，公司已连续多年为杜邦公司供应敌草隆产品，形成长期稳定的战略关系。

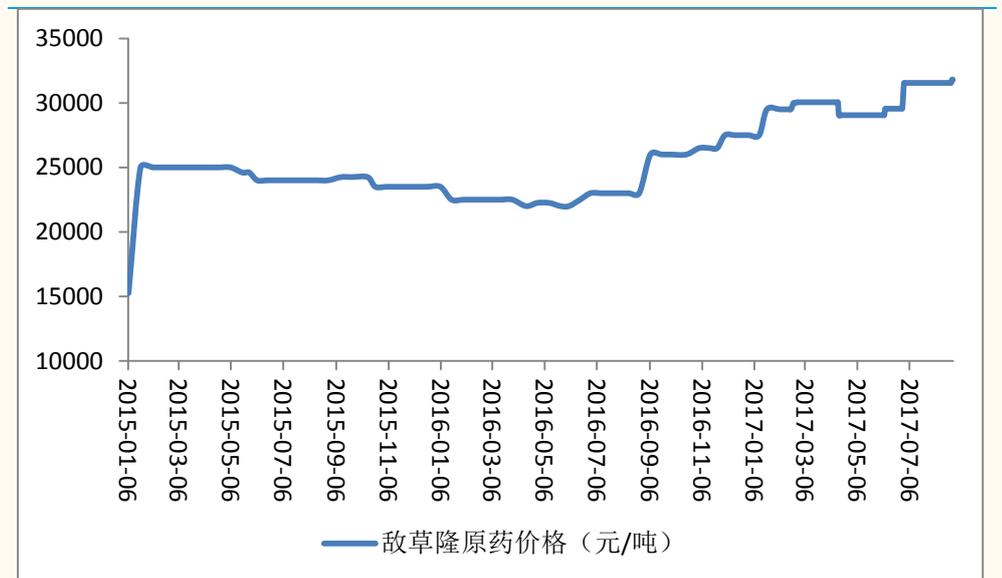
图表 26：公司为敌草隆产能最大生产厂商



来源：公司公告，国金证券研究所

- 受益于下游需求的高速增长以及国内环保压力的逐步提升，敌草隆原药价格自2016年以来逐步进入上行通道，

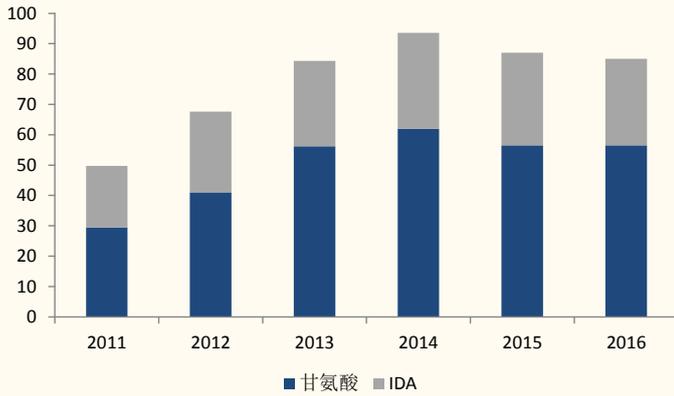
图表 27：敌草隆价格自2016年中以来稳步提升



来源：百川资讯，国金证券研究所

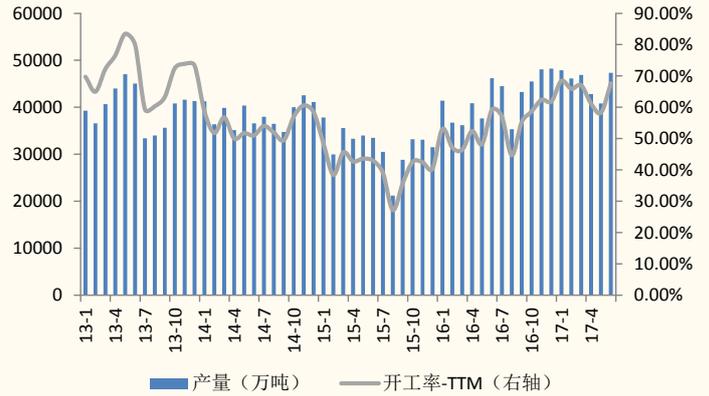
- 草甘膦产能出清，环保压力推动行业景气度回升。草甘膦是世界上销量最大的农药品种，全球需求量超80万吨，国内名义产能在90万吨以上，但近几年由于行业的长期不景气以及环保压力的加大，许多小产能已逐步退出市场，行业产能基本完成出清。我们认为随着海外需求的逐步好转以及国内供给端压力的提升，草甘膦有望迎来新一轮景气周期。

图表 28：国内草甘膦产能连续两年出现负增长



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 29：行业产量与开工率逐步见底回升



来源：百川资讯，国金证券研究所

- 行业整体结构以大企业为主，环保影响较大。公司拥有草甘膦 3 万吨产能，2016 年国内产能为 85 万吨，主要集中在泰盛化工、新安化工、福华化工等大型供应企业。国内产能主要集中在江苏、浙江、四川、湖北，分别为 25 万吨、11.5 万吨、20 万吨、15 万吨，容易受到环保压力的冲击。
- 草甘膦价格持续上涨，盈利状况改善。景气受到河北、四川等地环保压力的影响，原材料甘氨酸、黄磷价格大幅上涨进一步从成本端推涨草甘膦价格。同时草甘膦自身也受到环保造成的供给冲击，同时叠加海外需求出现复苏迹象，从而进一步推动行业基本面改善。

图表 30：草甘膦价格反弹

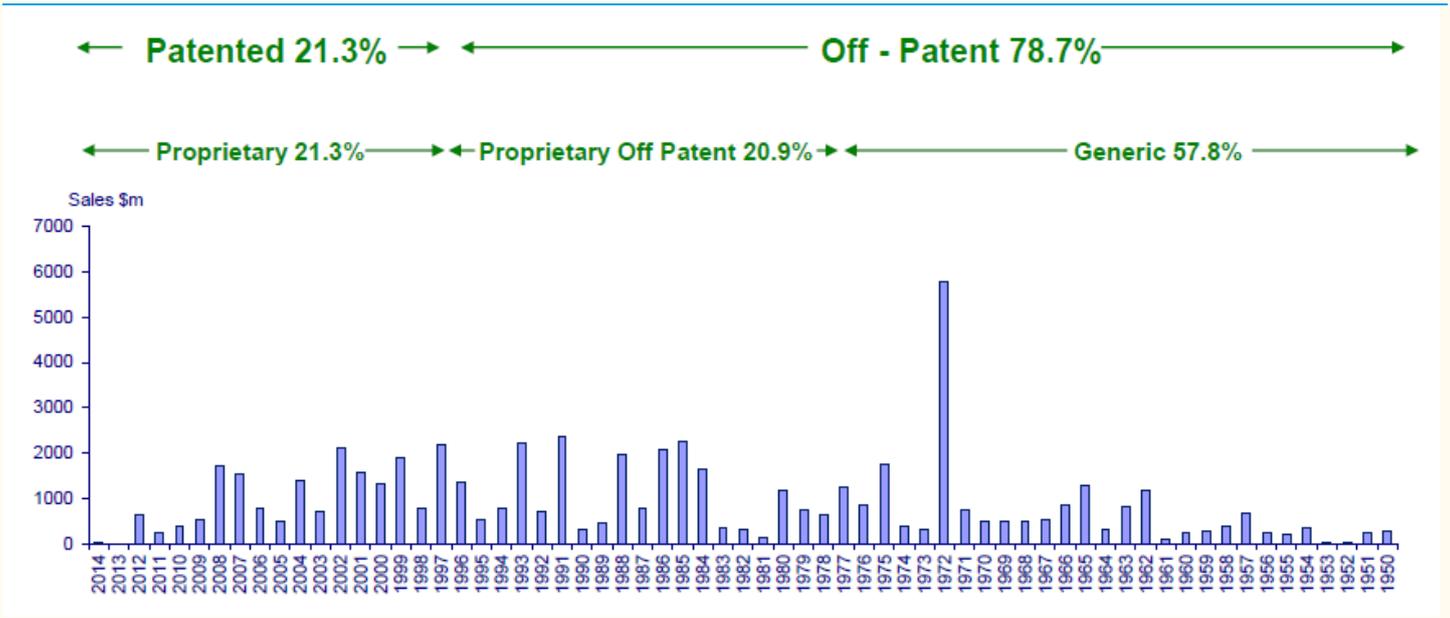


来源：wind，国金证券研究所

#### 2.4、精细化工处于快速成长期，有望成为新业绩贡献点

- 公司的精细化工品是依托光气产业链的下游衍生物，同时受益于高端农药中间体的产业转移。近年来，全球农化产品新型专利药品种的开发难度逐步提升导致仿制药的市场份额进一步提高，从而加速海外农化巨头将一些高端农药中间体采用定制的方式交给中国具有一定技术资质的企业来做。

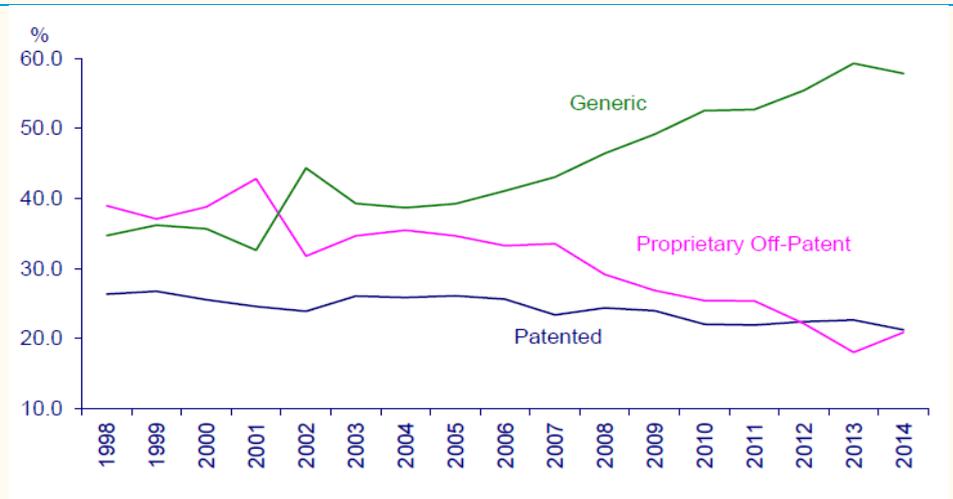
图表 31：全球农药市场仿制药规模进一步扩大



来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

- 公司 2008 年以来成功研发出氨基甲酸甲酯、磺酰基异氰酸酯产品合成技术，均被认定为高新技术产品。公司精细化工中间体产品主要为氨基甲酸甲酯（0.2 万吨）和磺酰基异氰酸酯（0.3 万吨）。目前国内尚无大规模生产磺酰基异氰酸酯厂家，基本都是直接销售海外客户需要，每年的销售额与盈利空间都具有强有力保障。

图表 32：仿制药市场份额显著高于专利药



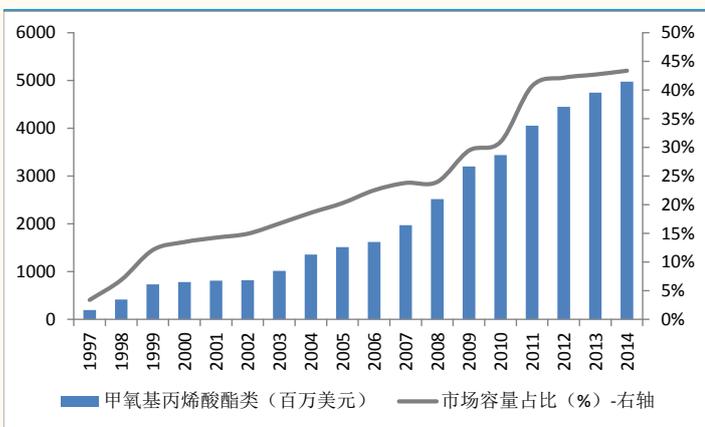
来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

- 氨基甲酸甲酯以苯胺、氯甲酸甲酯、氢氧化钠、光气等为原料，通过制脲、成盐、光气化合等反应步骤，再经过浓缩、结晶、离心、干燥等后处理得到成品。磺酰基异氰酸酯以光气、磺胺为原料，通过光气化反应合成得到磺酰基异氰酸酯，再经过氮气赶光气、过滤等后处理得到成品。两个产品都是以光气为核心原材料的高端精细化工品，公司未来凭借光气技术优势，可以进一步拓展下游新材料产业链，成长性值得期待。

### 三、定增加码未来成长，东至基地引领公司二次腾飞

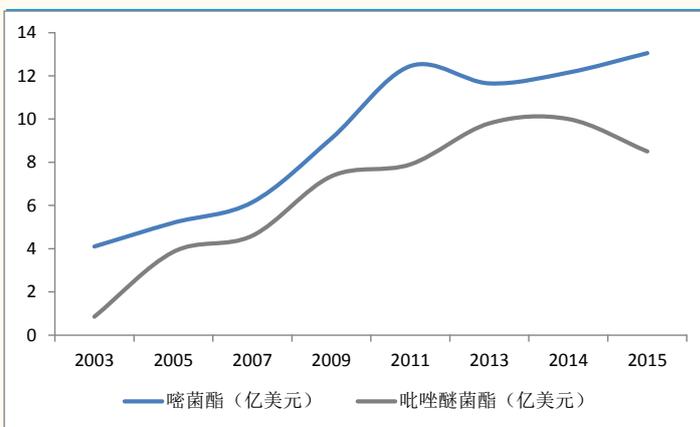
- 公司拟通过非公开发行 A 股股票的手段，募集资金不超过 13.99 亿元，投资六个项目，包括：3000 吨/年吡唑醚菌酯、1200/年噁唑菌酮、1.5 万吨邻苯二胺技改、热电联产项目以及东至码头和研发中心项目。我们认为本次定增是公司奠定未来几年公司成长性的关键一步，东至基地有望引领公司的二次腾飞。
- 吡唑醚菌酯是近年来飞速发展的杀菌剂之一，其全球市场规模已接近杀菌剂之王嘧菌酯。作为甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂的后来居上者，凭借其优异的性质以及广阔的市场空间，国内农化企业在该原药专利到期后纷纷进行生产登记并公布建设计划。
- 甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂是杀菌剂发展历史的第三个里程碑。凭借其优异的性质迅速占领了全球杀菌剂市场大部分的市场份额，吡唑醚菌酯近年来长迅速，已有赶超第一名嘧菌酯之势。

图表 33：甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂市场份额迅速提升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

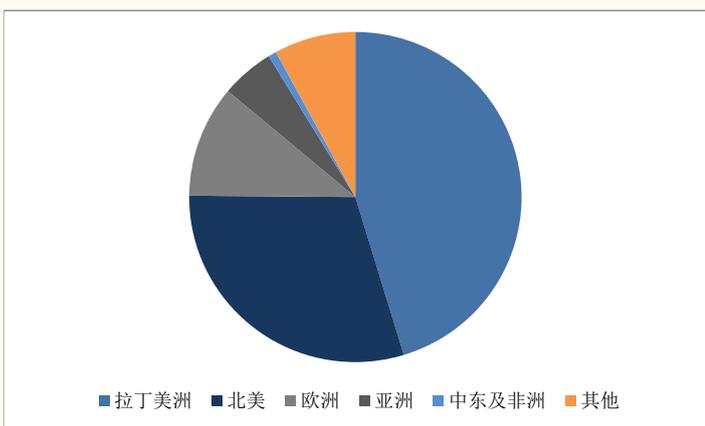
图表 34：吡唑醚菌酯市场规模已接近嘧菌酯



来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

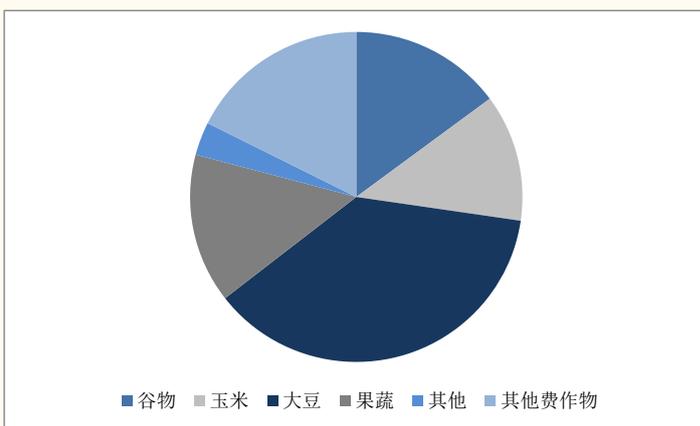
- 吡唑醚菌酯在 2002 年由巴斯夫引入欧洲市场，主要用于谷物、大豆等作物，目前拉丁美洲为其做大的需求市场。2013 年巴斯夫由于其优异的市场需求也在本土进行了扩能。

图表 35：2015 年全球吡唑醚菌酯消费构成（按地区）



来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

图表 36：2015 年全球吡唑醚菌酯消费构成（按作物）

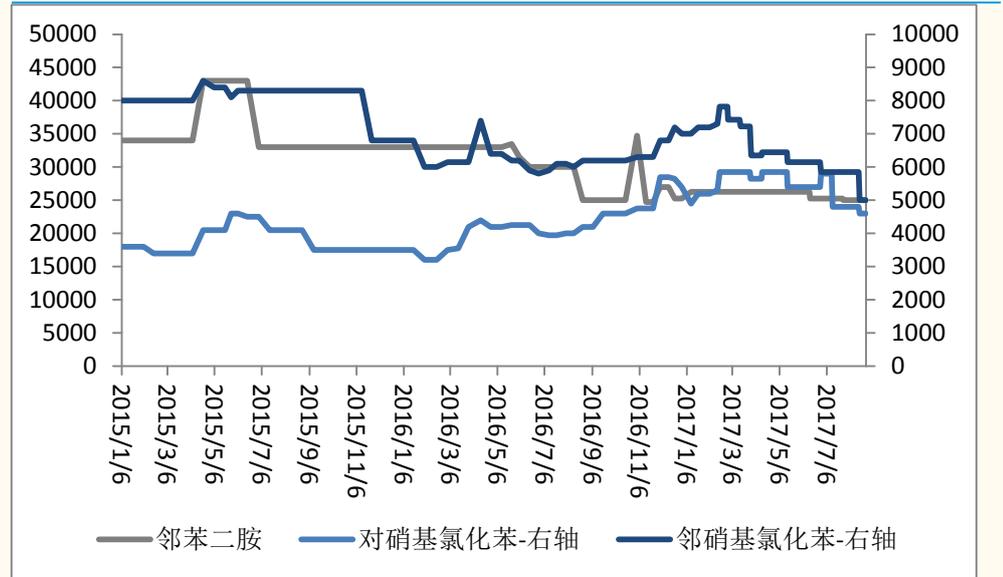


来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

- 吡唑醚菌酯合成初始原材料为邻硝基甲苯和对氯苯胺，反应通常需要 7 步才能达到最终的反应物。广信募投项目的邻对硝基甲苯项目有望在 2017 年投产，届时除了满足多菌灵等产品的生产外也为日后吡唑的生产提供的原材料。

- 噁唑菌酮是由杜邦公司研制的高效、广谱性杀菌剂。其具有亲酯性，易粘附在作物叶片上，不易被雨水冲刷。其生产工艺主要以各种原料先合成中间体2-(4-苯氧基苯基)乳酸乙酯，再与羰基化试剂(羰基二咪唑(CDI)或固体光气)和苯胍一锅法合成噁唑菌酮。目前这一产品原药在国内生产企业仍较少，具有较强的盈利能力。我们认为公司凭借其自身的光气资质来进行这一产品开拓也符合产业链纵向一体化延伸战略。
- 除此之外的邻苯二胺技改、热电联产以及码头项目都秉承着公司纵向一体化战略向上游延伸产业链这一目标，我们认为未来有望从成本端、原材料供应的稳定性等各个方面对公司的收入及利润规模提供强有力支撑。

图表 37：公司关键原材料价格波动较大 一体化战略有望规避供给风险



来源：百川资讯，国金证券研究所

- 公司对邻硝基甲苯有望在 2017 年投产，邻苯二胺技改有望在 2018 年投产试运行。届时公司基本实现关键原材料的自给，在当前环保高压的背景下，原材料供应波动性也在加强，一体化战略有望规避这一系统性风险，对公司经营平稳性提供支撑。

#### 四、投资建议

- **公司是国内农药行业龙头企业之一：**公司依托光气化资源，充分施行纵向一体化战略。目前公司拥有 1.8 万吨多菌灵、6000 吨甲基硫菌灵、3 万吨草甘膦、8000 吨敌草隆产能，并配套上游邻苯二胺等原材料，拥有较强的一体化优势。同时公司凭借其在多个产品全球市场内的龙头地位以及优异的技术优势，拥有强大的海外以及国内的客户资源。
- **杀菌剂行业稳定发展 高端精细化工品空间巨大：**杀菌剂市场受益于转基因作物的推广整体市场份额在提升，苯并咪唑类杀菌剂作为传统产品目前市场整体平稳主要以存量需求为主。草甘膦受益于海外需求的边际改善以及环保趋严的共同影响，有望迎来新一轮景气周期；受益于拉美甘蔗等作物种植持续提升，敌草隆未来几年需求有望迎来快速成长阶段。高端精细化工产品定制业务受益于农药行业整体的产业转移趋势，拥有极大的成长空间。
- **定增加码未来成长 东至基地引领二次腾飞：**公司通过非公开发行股票的方式预计未来 2-3 年新投产六个项目，包括高端杀菌剂、原材料环保技改、热电联产以及码头等。其中吡唑醚菌酯作为甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂的后来居上者，未来有望重演啞菌酯的辉煌，成长空间巨大；噁唑菌酮则依托公司的光气优势以及现有的海外优质客户资源，成为未来几年重要的利润增长点。邻苯二胺技改、热电联产等项目继续贯彻公司纵向一体化战略，未来将有效降低园区整体运营成本。我们认为东至基地将引领公司迎来二次腾飞。

图表 38：公司各主营业务收入及毛利率预测

	2017E	2018E	2019E
杀菌剂收入（百万元）	971.10	1,032.25	1,739.00
毛利率（%）	34.03%	36.66%	32.38%
除草剂收入（百万元）	976.75	885.00	894.00
毛利率（%）	18.68%	24.23%	25.10%
精细化工中间体及其他收入（百万元）	210.25	218.75	224.75
毛利率（%）	34.10%	36.71%	34.59%

来源：Wind，国金证券研究所

- 我们看好公司作为国内多菌灵以及光气下游衍生品公司的龙头地位，公司传统杀菌剂、除草剂业务提供稳定增长，定增项目打开未来几年成长空间。不考虑增发摊薄的情况下，我们预测公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.75、0.97、1.28，对应公司当前股价的 PE 分别为 23 倍、18 倍、14 倍，首次覆盖给予公司增持评级。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,214</b>	<b>1,325</b>	<b>1,502</b>	<b>2,158</b>	<b>2,136</b>	<b>2,858</b>
增长率		9.2%	13.3%	43.7%	-1.0%	33.8%
主营业务成本	-927	-922	-1,029	-1,573	-1,463	-1,993
%销售收入	76.3%	69.6%	68.5%	72.9%	68.5%	69.7%
毛利	288	403	473	585	673	865
%销售收入	23.7%	30.4%	31.5%	27.1%	31.5%	30.3%
营业税金及附加	-3	-6	-10	-13	-12	-17
%销售收入	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-37	-45	-48	-54	-53	-69
%销售收入	3.1%	3.4%	3.2%	2.5%	2.5%	2.4%
管理费用	-71	-173	-239	-216	-214	-257
%销售收入	5.8%	13.1%	15.9%	10.0%	10.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	177	179	176	302	394	523
%销售收入	14.6%	13.5%	11.7%	14.0%	18.4%	18.3%
财务费用	5	20	37	20	27	33
%销售收入	-0.4%	-1.5%	-2.5%	-0.9%	-1.3%	-1.2%
资产减值损失	-14	-50	-13	-3	-2	-2
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	3	1	2	2
%税前利润	n.a	1.3%	1.3%	0.3%	0.5%	0.4%
营业利润	167	151	203	321	421	557
营业利润率	13.7%	11.4%	13.5%	14.9%	19.7%	19.5%
营业外收支	9	6	8	10	10	10
税前利润	176	157	212	331	431	567
利润率	14.5%	11.8%	14.1%	15.3%	20.2%	19.8%
所得税	-23	-27	-31	-50	-65	-85
所得税率	12.8%	17.0%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	153	130	181	281	366	482
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>153</b>	<b>130</b>	<b>181</b>	<b>281</b>	<b>366</b>	<b>482</b>
净利率	12.6%	9.8%	12.1%	13.0%	17.1%	16.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	153	130	181	281	366	482
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	82	140	131	137	161	184
非经营收益	0	-23	-8	7	-12	-12
营运资金变动	-121	-171	-134	314	-79	173
<b>经营活动现金净流</b>	<b>113</b>	<b>77</b>	<b>171</b>	<b>738</b>	<b>435</b>	<b>827</b>
资本开支	-148	-210	-282	50	-249	-400
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	5	-163	116	1	2	2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-144</b>	<b>-373</b>	<b>-166</b>	<b>50</b>	<b>-247</b>	<b>-398</b>
股权募资	0	701	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-259	0	1
其他	0	2	-23	-66	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>702</b>	<b>-23</b>	<b>-324</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-30</b>	<b>406</b>	<b>-18</b>	<b>465</b>	<b>188</b>	<b>430</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	284	691	748	1,213	1,401	1,831
应收款项	270	202	208	417	371	489
存货	276	420	609	517	521	491
其他流动资产	39	322	216	33	31	42
流动资产	870	1,635	1,781	2,180	2,324	2,853
%总资产	40.2%	53.8%	52.7%	60.8%	60.7%	62.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	1,070	1,129	1,319	1,185	1,279	1,499
%总资产	49.5%	37.1%	39.0%	33.0%	33.4%	32.7%
无形资产	216	213	212	219	227	235
非流动资产	1,293	1,406	1,600	1,407	1,508	1,736
%总资产	59.8%	46.2%	47.3%	39.2%	39.3%	37.8%
<b>资产总计</b>	<b>2,163</b>	<b>3,041</b>	<b>3,381</b>	<b>3,587</b>	<b>3,832</b>	<b>4,588</b>
短期借款	0	1	3	0	0	0
应付款项	599	547	700	939	822	1,087
其他流动负债	153	9	18	28	24	32
流动负债	752	556	720	967	846	1,120
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	21	256	256	0	0	0
<b>负债</b>	<b>773</b>	<b>812</b>	<b>976</b>	<b>967</b>	<b>846</b>	<b>1,121</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,390</b>	<b>2,229</b>	<b>2,405</b>	<b>2,620</b>	<b>2,986</b>	<b>3,468</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,163</b>	<b>3,041</b>	<b>3,381</b>	<b>3,587</b>	<b>3,832</b>	<b>4,588</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.084	0.692	0.481	0.746	0.972	1.280
每股净资产	9.847	11.841	6.387	6.960	7.932	9.211
每股经营现金净流	0.803	0.408	0.454	1.961	1.156	2.196
每股股利	0.000	0.000	0.125	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.01%	5.84%	7.53%	10.72%	12.25%	13.89%
总资产收益率	7.08%	4.28%	5.36%	7.83%	9.55%	10.50%
投入资本收益率	11.08%	6.68%	6.27%	9.79%	11.21%	12.81%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	33.62%	9.16%	13.33%	43.67%	-1.02%	33.79%
EBIT增长率	-0.75%	1.55%	-1.71%	71.17%	30.44%	32.77%
净利润增长率	-2.10%	-14.88%	39.06%	55.12%	30.24%	31.65%
总资产增长率	9.45%	40.59%	11.20%	6.10%	6.83%	19.73%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	68.4	55.7	33.5	45.0	43.0	42.0
存货周转天数	80.8	137.8	182.5	120.0	130.0	90.0
应付账款周转天数	126.5	131.7	140.0	140.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	275.8	243.8	243.0	180.6	190.0	144.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-20.44%	-30.96%	-31.00%	-46.29%	-46.92%	-52.77%
EBIT利息保障倍数	-34.4	-9.0	-4.7	-14.9	-14.6	-15.6
资产负债率	35.72%	26.70%	28.88%	26.96%	22.08%	24.42%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	4	4
增持	0	0	1	2	2
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.60</b>	<b>1.57</b>	<b>1.57</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD