

绝艺如君天下少，光气布局有成长

投资要点

- **推荐逻辑:** 光气的供给受控于国家的限制，有一定资源属性。公司围绕光气资源布局全产业链，目前仍有 13 万吨富余许可产能，奠定未来发展基础，公司未来也将继续以光气为核心来布局产品。在杀菌剂领域，公司在多菌灵、甲基硫菌灵领域是隐形冠军，实际市占率 50%、75%，正在定增募集资金布局新一代杀菌剂，提升自身竞争力，预计吡唑醚菌酯项目每年能带来 5.77 亿元收入，1.15 亿元净利润，噁唑菌酮项目每年能带来 6.6 亿收入，1.16 亿元净利润。
- **公司是光气法农药龙头企业，隐形冠军。** 公司依托自身光气资源，实现产业链一体化，在多个产品上成为行业翘楚。公司多菌灵、甲基硫菌灵的实际市占率远高于产能比例，实际市占率水平约为 50%、75%。目前公司盈利能力较同行高 10 个百分点以上，人工费用和制造费用控制优于同行。
- **变更募投项目，掌握上游主动权。** 公司 2015 年将 8000 吨敌草隆项目、1 万吨甲基硫菌灵项目变更为年产 20 万吨对(邻)硝基氯化苯项目，该项目将于 2018 年投产。对(邻)硝基氯化苯项目有利于公司多菌灵产品的原料供应安全和成本下降，同时还能对外销售相关中间体产品。预计随着未来募投项目投产，一体化程度加强，公司的盈利能力将会进一步提升。
- **看好吡唑醚菌酯未来成长空间，公司定增加码未来成长。** 现代杀菌剂进入了有机合成的时代，甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂近三十年来发展迅速，并于 2004 年取代了三唑类成为杀菌剂市场新霸主，目前全球市场容量仅次于氨基酸类除草剂(草甘膦为代表)，看好甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂未来市场占有率继续扩大。公司现有品种属于苯并吡唑类杀菌剂，定增布局甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂(吡唑醚菌酯)和新型杀菌剂(噁唑菌酮)，有利于公司未来成长，预计将年新增 1.15 亿元、1.16 亿元净利润。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑公司增发情况带来的股本变动，按照目前总股本计算，预计公司 2017-2019 年归母净利润复合增速 58%，目前，申万行业指数中的农药行业市盈率(TTM，整体法)为 30.35 倍，我们进行相对估值时选取的可比公司 2017 年市盈率 41 倍，2018 年市盈率 22 倍，故给予公司 2018 年 22 倍估值，对应目标价 28.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1502.17	2315.51	2795.26	3661.97
增长率	13.33%	54.14%	20.72%	31.01%
归属母公司净利润(百万元)	181.13	358.58	489.65	715.21
增长率	39.06%	97.97%	36.55%	46.07%
每股收益 EPS(元)	0.48	0.95	1.30	1.90
净资产收益率 ROE	7.53%	13.47%	15.90%	19.35%
PE	37	18	14	9
PB	2.75	2.49	2.15	1.79

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihaiy@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)	3.76
流通 A 股(亿股)	1.36
52 周内股价区间(元)	14.13-19.68
总市值(亿元)	66.19
总资产(亿元)	36.09
每股净资产(元)	7.11

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1：预计 2017-2019 年，多菌灵原药销量 1.92 万吨、1.95 万吨、1.98 万吨，甲基硫菌灵原药销量 0.62 万吨、0.64 万吨、0.66 万吨，草甘膦原药销量 3.88 万吨（2017 年第二季度草甘膦去库存）、2.2 万吨、2.25 万吨，敌草隆原药销量 0.56 万吨、0.6 万吨、0.65 万吨。

假设 2：在建工程和募投项目建设如期进行。2018 年上半年，对（邻）硝基氯化苯项目一期、邻苯二胺清洁化生产技改项目、东至热电联产项目投产。2019 年下半年，吡唑醚菌酯和噁唑菌酮投产。

假设 3：随着草甘膦、精细化工品等产品开工率的提升，副产物也增加较多，对应的其他收入也相应增加。

我们区别于市场的观点

1、市场未认识到公司的多菌灵、甲基硫菌灵是隐形冠军。公司多菌灵、甲基硫菌灵的实际市占率远高于产能比例，实际市占率水平约为 50%、75%。目前公司盈利能力较同行高 10 个百分点以上，预计未来随着募投项目投产，一体化程度加强，公司盈利能力将提升。

2、市场未认识到公司产品线正在进行升级换代。看好吡唑醚菌酯未来放量，市场占有率扩大。公司现在主打品种属于苯并吡唑类杀菌剂，定增布局甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂（吡唑醚菌酯）和新型杀菌剂（噁唑菌酮），有利于公司未来成长。

股价上涨的催化因素

吡唑醚菌酯获得农药登记批文，多菌灵、草甘膦、甲基硫菌灵等产品价格上涨。

估值和目标价格

我们选取和广信股份处于相同产业链的公司作为可比公司，可比公司 2017 年动态市盈率均值为 41 倍，2018 年动态市盈率均值 22 倍。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.95 元、1.30 元、1.90 元，2017-2019 年归母净利润复合增速 58%，考虑到未来新产能持续投放带来的业绩提升，给予公司 2018 年 22 倍估值，对应目标价 28.60 元。

暂不考虑公司增发情况带来的股本变动，按照目前总股本计算，预计公司 2017-2019 年归母净利润复合增速 58%，目前，申万行业指数中的农药行业市盈率（TTM，整体法）为 30.35 倍，我们进行相对估值时选取的可比公司 2017 年市盈率 41 倍，2018 年市盈率 22 倍，故给予公司 2018 年 22 倍估值，对应目标价 28.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

募投项目建设进度低于预期的风险，产品价格下跌的风险，新产品销路不达预期的风险。

目 录

1 公司概况：以光气为原料的一体化生产型企业	1
2 立足光气资源和更新产品代线，不断发展	5
2.1 光气生产资质难获得，公司仍有富余光气许可产能，是未来发展基础.....	5
2.2 杀菌剂正在悄然改朝换代，公司也紧跟步伐.....	6
2.3 公司光气化产品工艺流程.....	8
2.4 多菌灵、甲基硫菌灵实际市占率高，盈利能力优于同行.....	9
2.5 敌草隆未来仍然看甘蔗种植面积.....	12
3 草甘膦或迎来较长的景气周期	14
3.1 巨头种子业务复苏，全球农药市场持续回暖.....	14
3.2 环保影响常态化，供给受压制.....	15
4 增发项目有利于公司产品升级和未来成长	19
4.1 吡啶醚菌酯是 2017 年最火热的杀菌剂品种，市场空间巨大.....	19
4.2 噁唑菌酮利用光气资源，符合公司战略.....	21
5 盈利预测	23
5.1 关键假设.....	23
5.2 绝对估值.....	24
5.3 相对估值.....	25
6 风险提示	25

图 目 录

图 1: 广信股份产业链.....	1
图 2: 公司股权结构图.....	2
图 3: 公司 2017 年前三季度主营业务结构情况.....	3
图 4: 公司 2016 年主营业务毛利情况.....	3
图 5: 公司 2012 年以来营业收入及增速.....	3
图 6: 公司 2012 年以来归母净利润及增速.....	3
图 7: 广信股份毛利率情况.....	4
图 8: 应收账款控制得力, 应付、预收账款逐年增加.....	4
图 9: 公司现金及现金等价物净增加额和资产负债率情况.....	4
图 10: 2016 年其全球农药销售格局.....	7
图 11: 光气化产品工艺流程.....	8
图 12: 多菌灵产能占比.....	10
图 13: 多菌灵价格走势.....	10
图 14: 甲基硫菌灵产能占比.....	10
图 15: 甲基硫菌灵化学式.....	10
图 16: 广信股份和蓝丰生化在杀菌剂方面的毛利率对比 (单位: %).....	11
图 17: 广信股份 2016 年农化产品成本拆分.....	11
图 18: 蓝丰生化 2016 年农化产品成本拆分.....	11
图 19: 1959/60-2017/2018 榨季, 全球的蔗糖产量在增长.....	12
图 20: 1959/60-2017/2018 榨季, 巴西的食糖产量.....	13
图 21: 1959/60-2017/2018 榨季, 印度的食糖产量.....	13
图 22: 1959/60-2017/2018 榨季, 中国食糖总消费量仍在增长.....	13
图 23: 农药出口量保持稳步增长态势.....	14
图 24: 杀虫剂、杀菌剂和除草剂出口增速.....	14
图 25: 玉米价格有所回暖.....	15
图 26: 玉米种子和性状业务营收 (万美元) 及增速.....	15
图 27: 大豆种子和性状业务营收 (万美元) 及增速.....	15
图 28: 环保监管体系日趋完善.....	16
图 29: 位于环保重灾区的草甘膦产能占比达 67%.....	18
图 30: 位于环保重灾区的甘氨酸产能占比达 78%.....	18
图 31: 吡唑醚菌酯化学式.....	20
图 32: 吡唑醚菌酯全球的销售情况.....	20
图 33: 噁唑菌酮发现历史: 从先导物 DG9/7 到噁唑菌酮.....	22

表 目 录

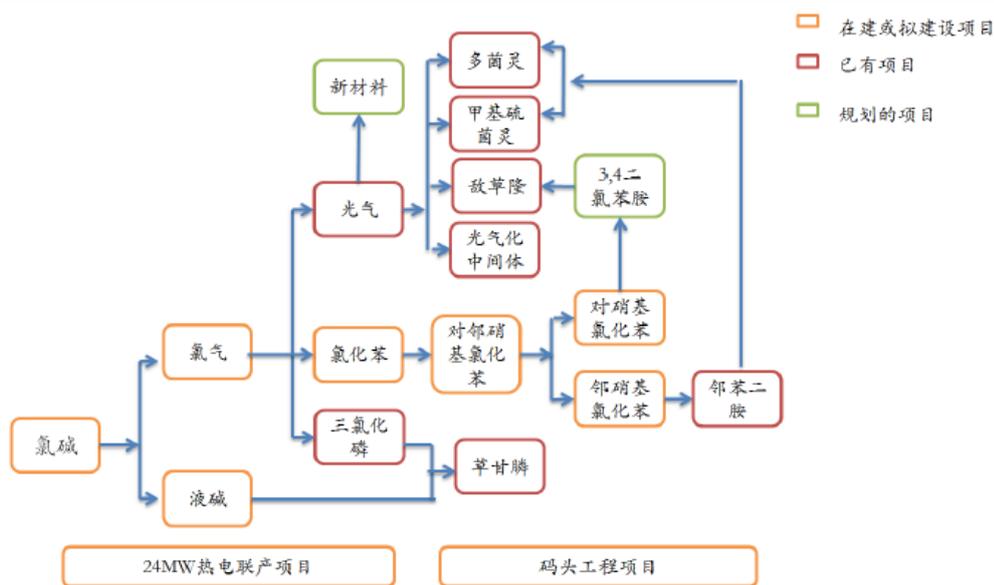
表 1: 广信股份主要产品生产能力	2
表 2: 光气行业相关产业政策	5
表 3: 光气生产工艺具备的优势	5
表 4: 常见杀菌剂分类	6
表 5: 蓝丰生化农化业务主要分为光气类产品和有机磷类产品, 光气类占大多数	11
表 6: 广信股份主要产品价格变动情况	12
表 7: 四批环保督察反馈表	16
表 8: 国内草甘膦有效产能统计	16
表 9: 国内甘氨酸生产企业产能	17
表 10: 草甘膦上市公司弹性测算	18
表 11: 广信股份定增项目及预计投产时间	19
表 12: 2012 年吡唑醚菌酯在全球各地区及各作物商的销售额 (百万美元)	20
表 13: 噁唑菌酮制剂 JE874 与其他抑制线粒体转移制剂对比 (线粒体来自老鼠心脏, 酮病原菌线粒体活性类似) ...	21
表 14: 噁唑菌酮和其他农药对比	22
表 15: 噁唑菌酮项目主要的经济效益指标	23
表 16: 分业务收入及毛利率	24
表 17: 绝对估值关键假设	24
表 18: 绝对估值敏感性测试	25
表 19: 可比公司估值表	25
附表: 财务预测与估值	26

1 公司概况：以光气为原料的一体化生产型企业

广信股份主要从事以光气为原料的农药及中间体的研发、生产和销售。主要产品包括多菌灵、甲基硫菌灵等杀菌剂，敌草隆、草甘膦等除草剂以及氨基甲酸甲酯、异氰酸酯等精细化工中间体，形成三大类十多种产品的产业构架，是国内少数具有较为完整农药生产体系的专业厂商之一。

与一般用药企业相比，公司具有光气资源优势，能自行供应上游关键中间体，保证了原药的品质和供货期。光气化学性质非常活泼，广泛应用于农药、医药、工程塑料、聚氨酯材料、燃料的合成，具有成本低、工艺流程先进、生产清洁污染少等特点。同时，光气作为第三类监控化学品，各国对光气的控制极严，光气生产资质准入门槛高，难以获得。公司是工信部对生产光气监控的 38 家定点企业之一，取得了《监控化学品生产特别许可证书》。在政府不再批建新的光气产能的背景下，光气资源的价值将日益显现。公司目前在建或拟建设项目均与光气有关，公司通过完善自身产业链，实现中间体自供，保障产品的盈利最大化。

图 1：广信股份产业链



数据来源：公司资料，西南证券整理

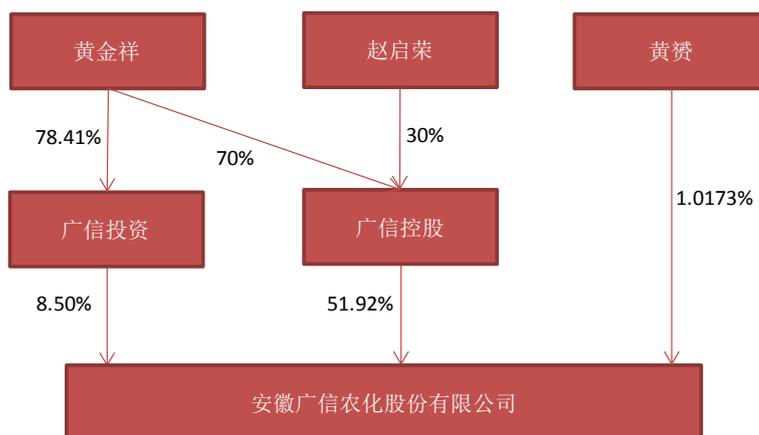
目前公司有两大生产基地，分别位于广德县和东至县。广德厂区占地 1200 亩，光气许可年产能 5 万吨，目前装置年产能 2 万吨，该基地主要生产甲基硫菌灵、敌草隆和光气精细化学品氨基甲酸甲酯、异氰酸酯。东至厂区规划占地 3000 亩，光气许可产能 12 万吨，现在装置年产能 2 万吨，承接原来铜陵厂区的产能，主要生产多菌灵、草甘膦、农药中间体邻苯二胺，公司围绕这光气这一核心资源进行资产布局，预计未来广德和东至厂区仍将有固定资产投资。

表 1：广信股份主要产品生产能力

产品类别	产品	产能（万吨/年）	厂区	备注
上游原材料	光气	4	广德、东至	仍有富余许可产能
原药中间体	邻苯二胺	1.5	东至	增发项目
原药中间体	邻（对）硝基氯化苯	20	东至	在建，分两期，每期 10 万吨，同时配套 15 万吨氯化苯项目，分两期，每期 7.5 万吨
杀菌剂	多菌灵	1.8	东至	
杀菌剂	甲基硫菌灵	0.6	广德	募投项目发生变更，现有产能 6000 吨
杀菌剂	吡唑醚菌酯	0.3	广德	增发项目
杀菌剂	噁唑菌酮	0.12	广德	增发项目
除草剂	敌草隆	0.8	广德	募投项目发生变更，现有产能 8000 吨
除草剂	草甘膦	2	东至	
精细化工中间体	氨基甲酸甲酯	0.2	广德	
精细化工中间体	磺酰基异氰酸酯	0.1	广德	募投项目剩余 0.2 万吨产能延期至 2018 年 6 月底前建成投产

数据来源：公司公告，西南证券整理

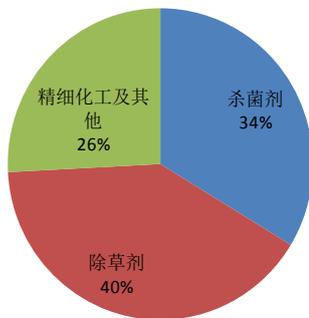
公司股权结构较为集中：2017 年 10 月 19 日之前，公司实际控制人为黄金祥、赵启荣夫妇，两人合计持有公司控股股东广新控股 100% 股权，另外，黄金祥持有广信投资 78.4% 股权。公司实际控制人通过直接或间接方式，控制公司 60.42% 股权。2017 年 10 月 19 日，公司实际控制人之子黄赟增持公司股份 382.99 万股，占公司总股本 1.0173%，并计划自 2017 年 10 月 19 日起，六个月内择机增持股份不低于 10 万股，不超过 300 万股。黄赟在本次增持前未持有公司股份。黄赟和黄金祥、赵启荣夫妇构成一致行动人关系。在 2017 年 10 月 19 日，黄金祥、赵启荣夫妇及其一致行动人合计持有公司股份 2.31 亿股，占公司总股本 61.43%。本次增发对公司实际控制人及其一致行动人的控制权稀释较小。

图 2：公司股权结构图


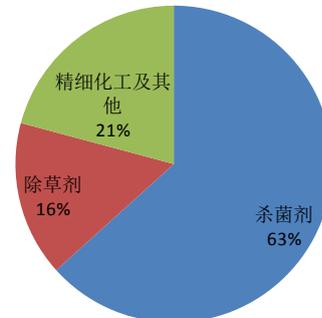
数据来源：公司资料，西南证券整理（备注：截止 2017 年 10 月 19 日）

公司主营业务结构目前仍然主要依靠农药：从历史数据来看，公司的收入主要来自杀菌剂和除草剂，杀菌剂占比高于除草剂。今年第二季度，公司草甘膦原药大幅去库存，量价齐升，单季度草甘膦销量 2.29 万吨，故今年前三季度，公司收入结构发生变化，除草剂占比

40%，超过杀菌剂的 32%，而精细化工品的收入占比仍然不高。从 2016 年的数据来看，公司毛利的 61% 来自杀菌剂，除草剂由于 2016 年价格仍在低谷，毛利占比仅有 16%。

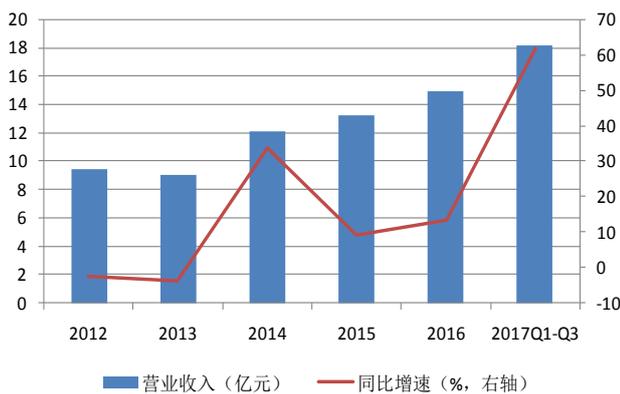
图 3：公司 2017 年前三季度主营业务结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

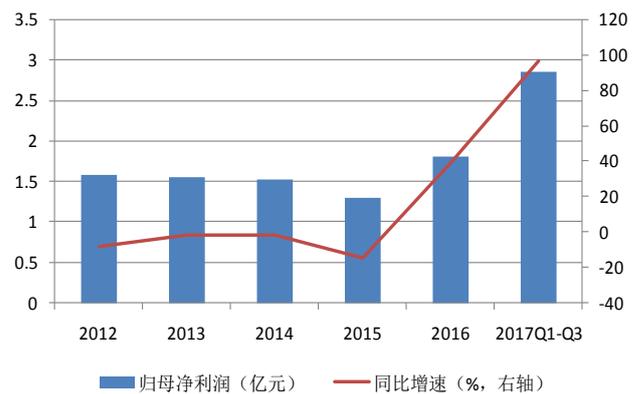
图 4：公司 2016 年主营业务毛利情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司收入和净利润与产能投放和产品价格有关，总体看业绩相对稳健：从收入端来看，2014 年，公司增加 1 万吨草甘膦原药和 3000 吨多菌灵原药产能，2015 年公司精细化工及其他产品收入增加 1.32 亿元，2016 年公司草甘膦原药产能增加 1 万吨，杀菌剂和草甘膦价格回暖，杀菌剂和除草剂收入同比增长 19.28%、35.95%，2017 年前三季度，公司收入大幅增长主要是由于草甘膦价格回暖和第二季度草甘膦原药大幅去库存，单季度销量 2.29 万吨。从利润端来看，公司净利润受到产品价格影响较大，2015 年公司净利润出现较大下降，主要是由于当年农药市场持续低迷，公司年底计提草甘膦原材料减值准备 480 万元、五金材料减值准备 397 万元、草甘膦原药减值准备 4250 万元、大苏打减值准备 56 万元。2016 年以来净利润的回升，和公司产品价格回暖有关。

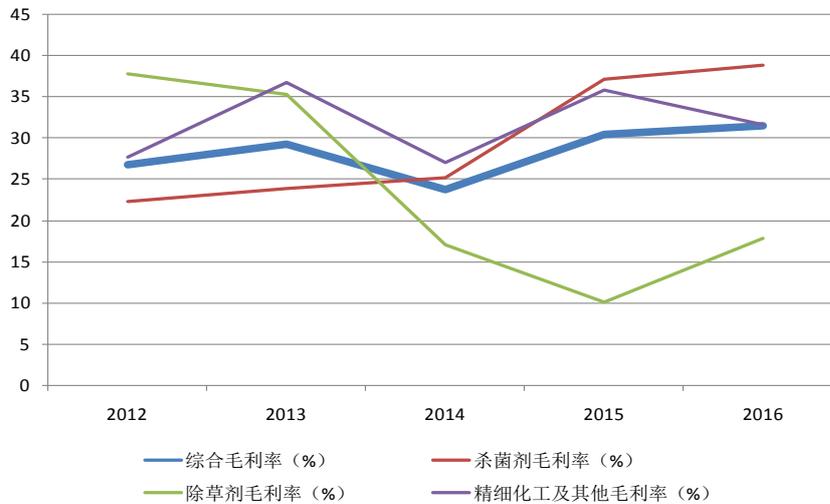
图 5：公司 2012 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2012 年以来归母净利润及增速


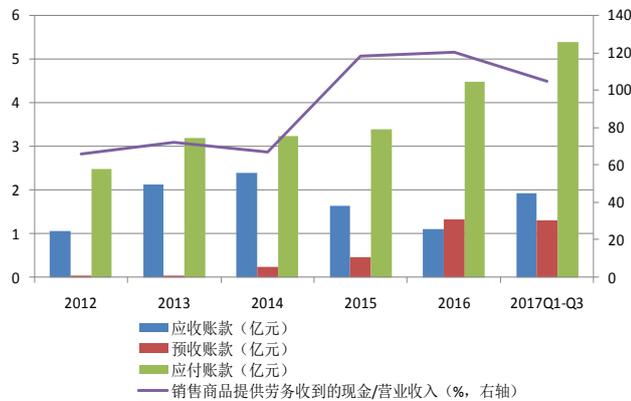
数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利指标周期波动，主要仍然看产品价格：公司综合毛利率在近五年有出现一定波动，最低点为 23.68%，整体盈利能力较好。分产品看，公司的杀菌剂产品毛利率基本呈现逐年上升的趋势，和杀菌剂需求及价格稳定有关，除草剂的波动加大，主要是由于草甘膦的价格近五年波动较大。

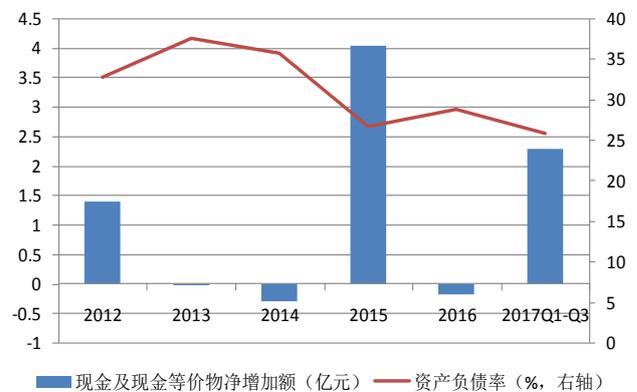
图 7：广信股份毛利率情况


数据来源：公司资料，西南证券整理

预收账款增加促进现金流情况改善，资产负债率持续低位：公司近几年来应收账款控制得力，保持在 2 亿元以下，而预收账款和应付账款有所增长，因此，公司整体现金流情况较好。由于近几年现金流情况较好，固定资产投资额度相对较小，公司资产负债率呈现下降趋势，目前处于较低水平。

图 8：应收账款控制得力，应付、预收账款逐年增加


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司现金及现金等价物净增加额和资产负债率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

市场回暖促进资产周转率和净利润率的提升，带动 ROE 的提升：2017 年前三季度，公司 ROE 为 11.26%，其中净利润率 15.71%，同比提升 2.79 个百分点，资产周转率 0.52 次，同比提升 0.16 次，权益乘数不变。参考公司 2016 年杀菌剂、除草剂装置的产能利用率已经远超 100%，达到 103.58%、119.39%的情况和农药价格高景气度，我们认为 2017 年前三季度装置开工率也处于较高水平，公司资产周转率和净利润率的提升受益于市场回暖，农药价格回升。

2 立足光气资源和更新产品代线，不断发展

公司毛利结构中，杀菌剂占比六成以上，敌草隆和中间体的毛利占比较低，故本章节将侧重分析杀菌剂。

2.1 光气生产资质难获得，公司仍有富余光气许可产能，是未来发展基础

光气化学性质非常活跃，广泛用于聚氨酯、农药、染料等精细化工产品的合成。作为剧毒气体，各国政府对于光气的管理比较严格，国内生产企业要获得国家发改委颁发的《监控化学品生产特别许可证书》，而目前我国已基本不再审批新增光气生产点。

从整个国内光气产业看，2012年全国光气产能约260万吨，从光气出发的下游产品市场空间接近370亿元，平摊到每万吨光气产能所产生的市场价值为1.4亿元/年。近年来，随着异氰酸酯等下游产品的迅速发展，光气行业进入了良好的发展时期。

目前，我国约65%的光气用于生产农药，32%用于生产异氰酸酯，3%用于生产PC、医药、染料和精细化学品等。国外生产的光气约80%用于生产异氰酸酯类，主要是甲苯二异氰酸酯（TDI）和二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI），从全球行业形势看，未来异氰酸酯和聚碳酸酯是光气用量的主要方向。

异氰酸酯是生产聚氨酯最重要的原料，其发展状况直接决定了下游聚氨酯行业的综合实力水平。聚碳酸酯是光气的另一大下游产品，该产品主要应用于电子电气、玻璃板材等领域。除了两大下游产品异氰酸酯和聚碳酸酯外，光气还可以作为有机过氧化物、PVC等塑料引发剂的主要原料，但由于市场对引发剂稳定性要求较高，需要纯度高、相对分子质量较大的氯代甲酸酯作原料，所以这也应该是未来光气生产企业开发下游产品时需要关注的领域。

表 2：光气行业相关产业政策

时间	制定部门	政策文件	政策内容
2014.10	安监总局	《光气及光气化产品安全生产管理指南》	严格限制涉及光气及光气化的新建项目，严格控制新增光气布点
2015.12	山东省政府	《山东省危险化学品企业安全治理规定》	严格限制新建剧毒化学品项目，原则上不再批准新的光气及光气化产品生产装置和涉及硝基物的项目
2016.10	江苏省政府	《关于深入推进全省化工行业转型发展的实施建议》	限制新建剧毒化学品、有毒气体类项目，不再批准新的光气生产装置和生产点建设项目，从严审批涉及重点监管危险化学品和涉及高危工艺的化工项目
2016.11	工信部	《危险化学品安全生产“十三五”规划（征求意见稿）》	严格涉及光气、液氨、液氯、液化烃、硝酸铵等剧毒、易燃、易爆危险化学品建设项目的“三同时”审查

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：光气生产工艺具备的优势

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。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司是工业和信息化部对生产光气监控的定点企业，并取得了工业和信息化部颁发的《监控化学品生产特别许可证书》，目前是国内较大的以光气为原料生产农药及精细化工中间体的企业。公司通过持续不懈研发，已掌握光气生产应用的核心技术，自设立以来已连续十多年保持了安全、稳定生产应用光气的历史。目前公司仍富余 13 万吨光气许可产能。从已有信息来看，公司未来布局噁唑菌酮，继续延续光气在农药上的布局，公司预计能产生净利润 1.5 亿元。除此以外，我们预计公司还将在光气产业链上加大布局。

2.2 杀菌剂正在悄然改朝换代，公司也紧跟步伐

通常称凡是能够杀死或抑制植物病原微生物（真菌、细菌、病毒）而又不至于造成植物严重损伤的化学物质为杀菌剂。植物病害品种繁多且容易被忽视，有数据显示全球仅由病原真菌引起的病害就多达一万多种，由此造成的经济损失占作物年度总损失的 10%-30%。

从作用方式来看，杀菌剂通常分为保护性与内吸性杀菌剂。保护性杀菌剂在植物体外或体表直接与病原体接触，杀死或抑制病原菌，使之无法进入植物，从而达到保护植物免受细菌危害的目的；内吸性杀菌剂施用于作物的某一部位后被作物吸收，并在体内运输到作物体的其他部位发生作用。

表 4：常见杀菌剂分类

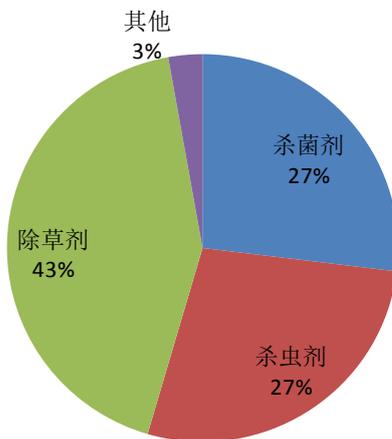
项目	光气生产工艺	氯化亚砷生产工艺	备注
保护性杀菌剂	硫及无机硫化物	硫黄悬浮剂、固体石硫合剂等	
	铜制剂	波尔多液、铜氨合剂等	
	有机硫化物	福美双、代森锌、代森铵、代森锰锌等	
	酞酰亚胺	克菌丹、敌菌丹、灭菌丹等	
	抗生素类	井冈霉素、灭瘟素、多氧霉素等	
	其他保护性杀菌剂	叶枯灵、叶枯净、百菌清、叶穗宁等	
内吸性杀菌剂	甲氧基丙烯酸酯类	嘧菌酯、吡唑醚菌酯、啉菌酯、肟菌酯等	涉及公司产品
	三唑类	苯醚甲环唑、戊唑醇、氟环唑、腈菌唑、腈苯唑等	
	苯并咪唑类	苯菌灵、多菌灵、噻菌灵、硫菌灵、甲基硫菌灵等	涉及公司产品
	二甲酰亚胺	异菌脲、乙烯菌核利等	
	有机磷类	稻瘟净、异稻瘟净、三乙磷酸铝等	

项目	光气生产工艺	氯化亚砷生产工艺	备注
	苯基酰胺	甲霜灵等	
	甾醇生成抑制剂	甲菌啉、十三吗啉、噻胺灵、丁硫啉等	
	其他内吸性类	噁唑菌酮等	涉及公司产品

数据来源：西南证券整理

2016 年全球农药销售量下降 2.4%，剔除汇率影响，实际增长 0.52%，杀菌剂和杀虫剂销售额依然难分伯仲，除草剂仍然领先。受到耐除草剂和抗虫转基因作物推广的影响，全球除草剂和杀虫剂市场发生剧烈变化，而转基因抗病作物的研究进展缓慢，而且农作物疾病种类繁多且容易突变，利用基因技术的难度很高。同时，复合型转基因作物的普及，使得多数作物在耐除草剂的同时具有抗虫功能，因此杀虫剂市场规模增速放缓，被杀菌剂追赶上。后续杀菌剂预计仍将保持稳健需求增长，主要原因来自于经济类作物的种植面积提升和转基因作物种植面积的提升。

图 10：2016 年其全球农药销售格局



数据来源：农药协会，西南证券整理

杀菌剂产品的产生历史悠久，从几千年前的硫，到近代的波尔多液，至今仍在市场上有一席之地，比如，利民股份子公司就存在波尔多液的产能。现代杀菌剂进入了有机合成的时代，有三大里程碑事件：（1）20 世纪 60 年代，苯并吡唑类杀菌剂问世，使杀菌剂进入了选择性的时代，他们的主要品种有多菌灵、甲基硫菌灵、苯菌灵等，其中多菌灵和甲基硫菌灵是公司的主打品种。（2）20 世纪 70 年代，三唑类杀菌剂上市，使杀菌剂的活性明显提高，它是通过抑制原菌细胞膜的 C14 甲基甾醇的合成而致效，与甲氧基丙烯酸酯类及芳基酰胺抑制剂类杀菌剂类别的作用机制不同。三唑类杀菌剂品种最早于 1976 年上市，20 世纪 80~90 年代系此类杀菌剂开发、上市高峰，共有 20 余个品种问世。此后数十年，三唑类杀菌剂成为各类杀菌剂之首。（3）1969 年，捷克科学家发现 Strobilurin A，随后，越来越多具有杀菌活性的 β -甲氧基丙烯酸酯类天然抗生素被发现，科学家对其研究越来越多，1982 年，英国捷利康和德国巴斯夫最早开始这方面的研究。捷利康在 1992 年开发出啞菌酯，并在 1996 年成功上市，2000 年又公布啞氧菌酯，2002 年上市。捷利康开发的专利阻碍了巴斯夫对天然毒性基团的研究，但是随后其发现 (E)- β -甲氧基丙烯酸甲酯的电子等排体，其余合适骨架连接后也能提供活性，并最终在 1997 年向市场推出啞菌酯，之后，在 2002、2004、2007

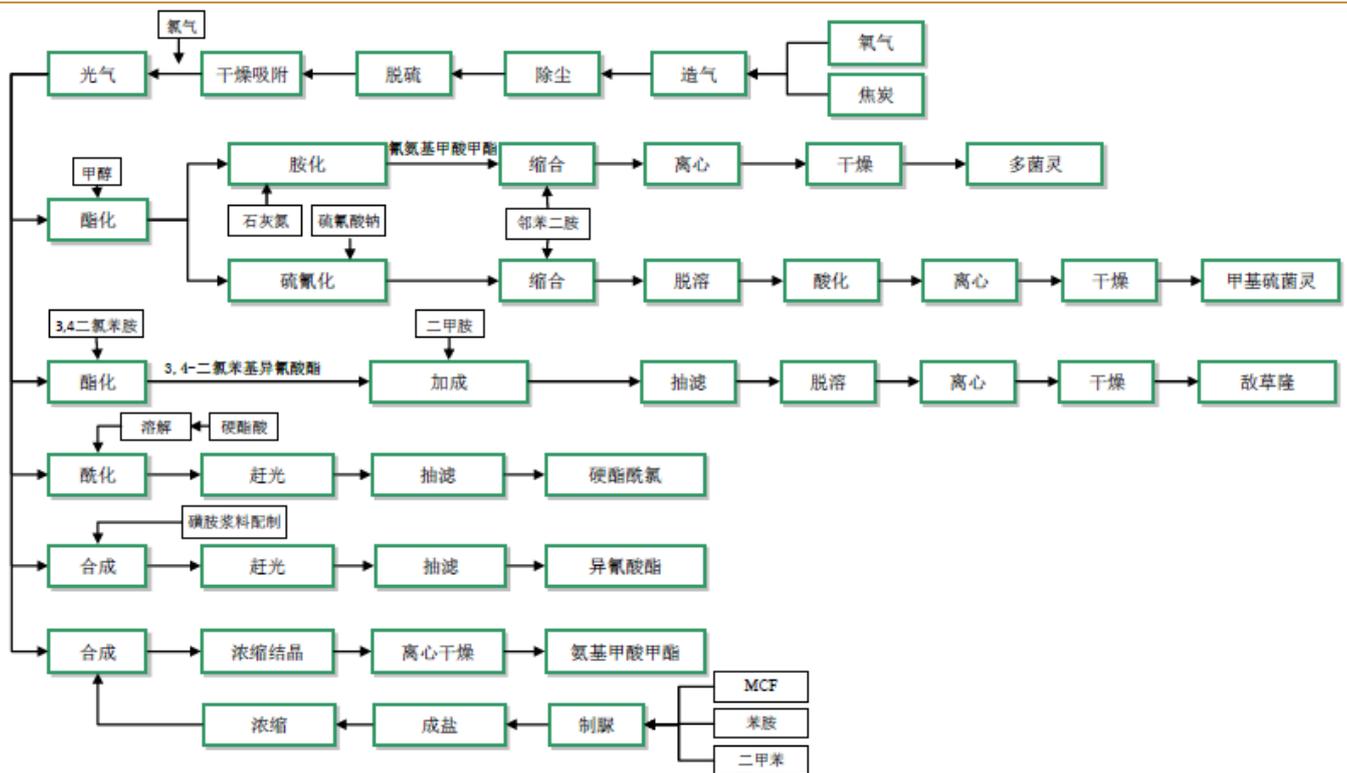
年又成功上市了吡唑醚菌酯、醚菌胺、肟醚菌胺。吡唑醚菌酯是目前活性最高的丙烯酸酯类杀菌剂。甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂近三十年来发展迅速，并于 2004 年取代了三唑类成为杀菌剂市场新霸主。目前全球市场容量仅次于氨基酸类除草剂（草甘膦为代表）。预计 2020 年全球甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂的销售总额将会达到 41.5 亿美元。

目前，苯并吡唑类杀菌剂市场容量仍然维持着，作为传统杀菌剂，其具有价格低廉、应用广的特点，并不会轻易被淘汰。公司没有新增这一块的产能建设投入属于明智之举。另外，公司布局甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂等专利期刚过的高附加值新品种，体现了良好的战略眼光。

2.3 公司光气化产品工艺流程

公司主要产品包括多菌灵、甲基硫菌灵等杀菌剂，敌草隆、草甘膦等除草剂以及氨基甲酸酯、异氰酸酯等精细化工中间体，除草甘膦外，其他产品通过连续性光气化反应工艺流程生产而成，具有反应流程简明、催化剂先进、产品有效成分含量高、有害杂质含量低等特点。

图 11：光气化产品工艺流程



数据来源：招股说明书，西南证券整理

多菌灵，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。该产品采用了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。公司多菌灵产品 DAP+HAP \leq 2.5ppm，优于国际粮农组织标准 (FAO) \leq 3.5ppm 标准，突破了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。

甲基硫菌灵，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。该产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，使该产品的含量达到 97% 以上，产品质量处于国内同类产品领先水平。

敌草隆，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。该产品合成工艺在关键的酯化反应采取了先进光气合成技术，有效降低中间体 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。

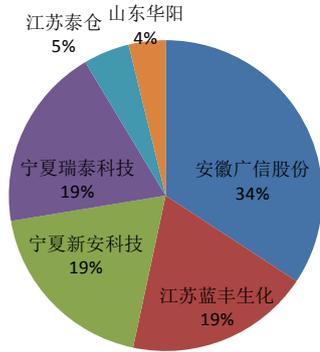
氨基甲酸甲酯，以苯胺、氯氢氧化钠、光气等为原料，通过制脲、成盐、光气化合等反应步骤，再经过浓缩、结晶、离心、干燥后处理得到成品，该工艺具有合路线短、原料易得、收率高、反应平稳、产品含量高等优点。

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。通过对该产品的合成反应的改进，严格控制了该反应过程中的多个副反应，提高光气利用率和产品收率。

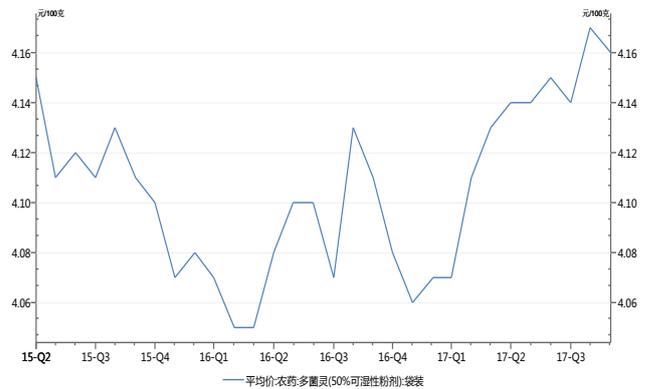
2.4 多菌灵、甲基硫菌灵实际市占率高，盈利能力优于同行

多菌灵属于杀菌类的大宗品种，具有高效低毒、广谱性、适配性强、与应用领域广等特点，主要应用于水稻、小麦、棉花、油菜、果树、蔬菜、花生等农作物领域。目前全球产能 6 万吨，均分布于中国国内，全球多菌灵需求量为 4 万吨左右，其中，海外需求 3 万吨左右，国内需求 1 万吨左右，巴西、印度、阿根廷为多菌灵的主要进口国。公司是国内多菌灵最大的生产商。

对比广信股份和同行的 2017 年中报情况，广信股份上半年杀菌剂收入 3.83 亿元，其中多菌灵原药收入 3.02 亿元，甲基硫菌灵原药收入 0.81 亿元，而蓝丰生化 2017 年上半年杀菌剂收入 2.32 亿元，毛利率 21.73%，而新安股份 2017 年上半年宁夏新安收入 1.31 亿，净利润 439.40 万元。由于宁夏新安仅有多菌灵和中间体，我们认为其多菌灵的开工率处于较低水平。蓝丰生化目前具有 1 万吨多菌灵、2 万吨邻苯二胺、0.8 万吨甲硫多菌灵，上半年多菌灵不含税均价 3.1-3.2 万元/吨，甲基硫菌灵不含税均价 2.5 万元/吨，我们可以推算出蓝丰生化的开工率并未打满，预计开工率为七成左右。而公司 2017 年上半年多菌灵销量达到 9615 吨，开工率超过 100%。因此，我们认为，多菌灵行业实质上处于紧平衡状态，同时，公司多菌灵的实际市占率五成左右。

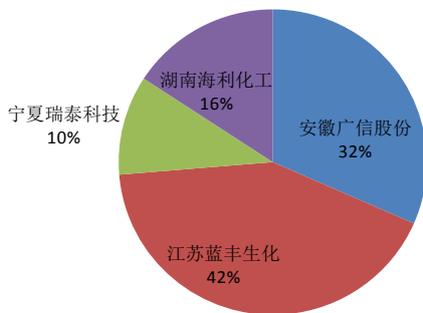
图 12: 多菌灵产能占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

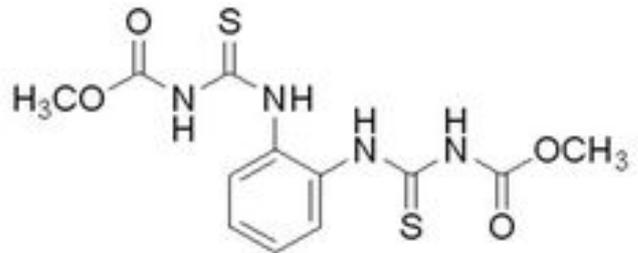
图 13: 多菌灵价格走势


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

甲基硫菌灵是一种广谱性内吸低毒杀菌剂, 具有内吸、预防和治疗作用, 是国内应用范围较广的杀菌剂品种之一。最初由日本曹达公司研发, 能防治小麦、水稻、油菜、蔬菜、果树、花卉及其他作物的各种病害, 是近年来苯并咪唑类杀菌剂增长较快的品种之一。目前全球产能转移已经完成, 从 2009 年起, 日本曹达向公司采购原药, 双方建立起合作关系, 国内主要生产厂家有四家, 宁夏瑞泰将其甲基硫菌灵产能从 0.8 万吨降至 0.2 万吨。甲基硫菌灵全球一年需求量为 8000 吨左右, 公司全年销量约 6000 吨, 因此, 公司的甲基硫菌灵实际市占率为七成五左右。

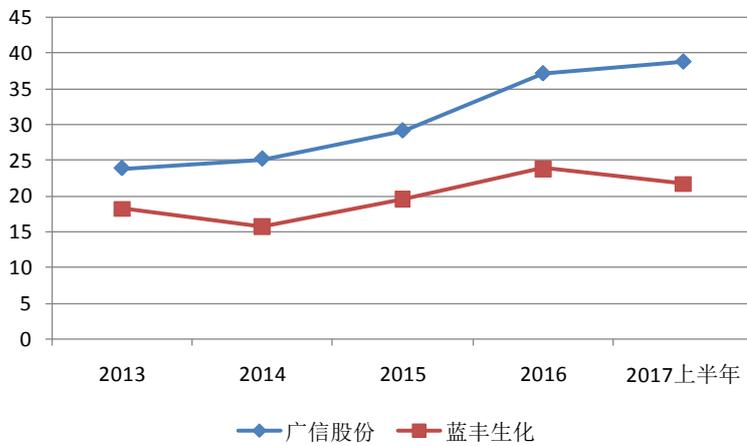
图 14: 甲基硫菌灵产能占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

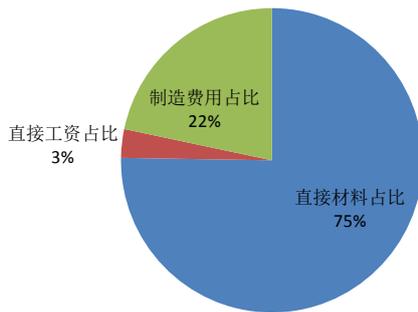
图 15: 甲基硫菌灵化学式


数据来源: 西南证券整理

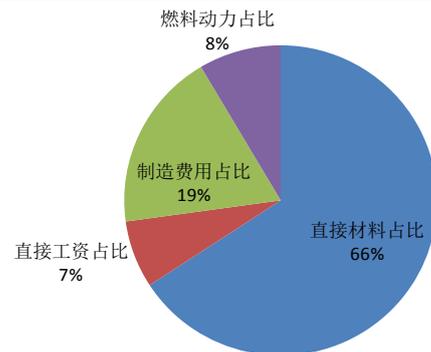
从盈利能力来看, 我们将公司与产品、产业链相同的蓝丰生化进行对比, 选取杀菌剂业务 (包括多菌灵、甲基硫菌灵) 的毛利率, 从近五年来看, 公司毛利率高于蓝丰生化。

图 16: 广信股份和蓝丰生化在杀菌剂方面的毛利率对比 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 广信股份 2016 年农化产品成本拆分


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 蓝丰生化 2016 年农化产品成本拆分


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 5: 蓝丰生化农化业务主要分为光气类产品和有机磷类产品, 光气类占大多数

产品类别	光气类	有机磷类	其他
杀菌剂类	多菌灵、甲基硫菌灵、苯菌灵、异菌脲、万霉灵	-	
除草剂	环嗪酮、吡唑草胺、敌草隆	-	
杀虫剂	菊酯、克百威、丁硫克百威	乙酰甲胺磷	
中间体	氯甲酸甲酯、氯甲酸乙酯、环己酯、异丙酯、异辛酯、新癸酰氯、硬脂酰氯、PPDI、PTSI	精胺	邻苯二胺
其他			硫酸

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

由于蓝丰生化和广信股份的化学反应工艺相类似, 因此在原料占比方面, 蓝丰生化低于广信股份, 说明在制造费用占比和人工占比等其他成本方面蓝丰生化高于广信股份, 我们认为主要原因有两个。第一, 环保投入大, 后期环保成本增加。2015 年, 蓝丰生化全资子公司宁夏蓝丰精细化工有限公司 (该子公司拥有多菌灵 1 万吨和邻苯二胺 2 万吨产能) 因环保问题停产, 2015 年 12 月 4 日, 宁夏蓝丰局部装置恢复生产, 停产期间, 宁夏蓝丰新增环保投入 7695 万元, 对环保处理设施进行了完善, 新增 1300T/d 的物化处理系统, 废水处理工

艺采用“微电解+芬顿氧化+高效催化氧化”工艺，新建两套 MVR（机械式蒸汽再压缩技术）除盐装置。第二，产能利用率不足。2016 年中期，蓝丰生化曾披露过产能利用率为 65%左右，而 2017 年上半年，蓝丰生化的杀菌剂收入增速为 6.42%，考虑到今年多菌灵上半年价格同比上涨，甲基硫菌灵收入略有下跌（蓝丰生化未披露其产品价格，考虑行业内价格相差不大，采用广信股份的产品价格作为参照），我们认为蓝丰生化今年产能利用率仍未达到 100%，因此其单吨成本会高于广信股份。

表 6：广信股份主要产品价格变动情况

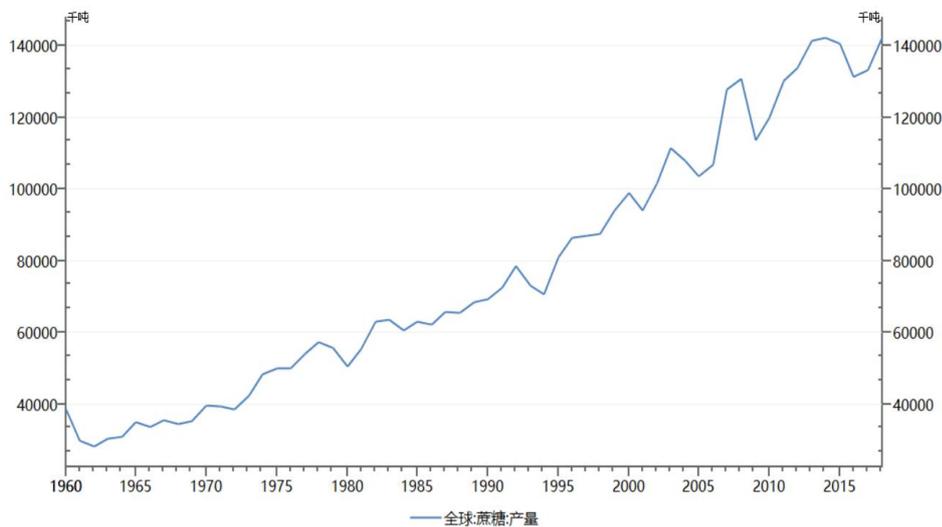
产品类别	2017 年第一季度价格同比变动情况	2017 年第二季度价格同比变动情况
多菌灵原药	-0.20%	5.88%
甲基硫菌灵原药	-4.53%	0.48%

数据来源：公司公告、西南证券整理

2.5 敌草隆未来仍然看甘蔗种植面积

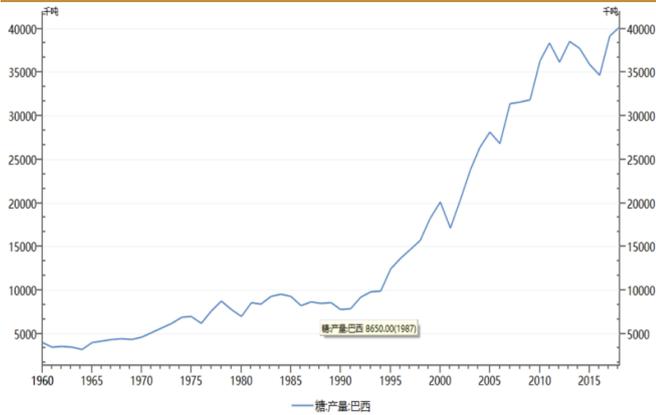
敌草隆是美国杜邦公司 1951 年开发的脲类除草剂，高效低毒广谱，具有一定的触杀性能，主要用于甘蔗种植的前期除草，是大规模甘蔗种植的特效除草剂。由于敌草隆开发较早，产品专利过期时间较长，国外生产厂商较多，随着我国农药行业的发展，国内敌草隆的原药产能已经达到 1.9 万吨。

目前全球通过甘蔗加工的蔗糖产量占食糖总产量的 80%左右，蔗糖产量近几年一直维持增长。

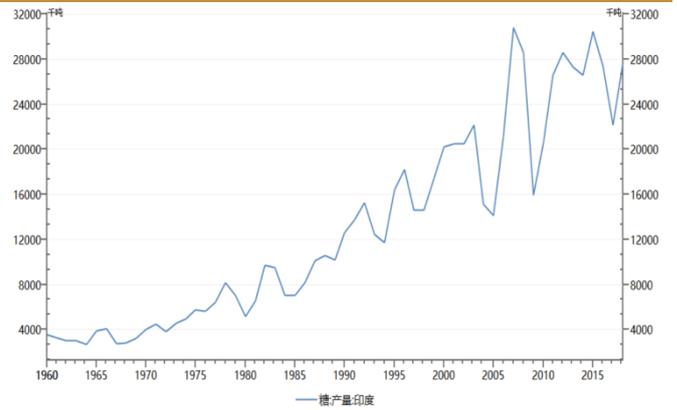
图 19：1959/60-2017/2018 榨季，全球的蔗糖产量在增长


数据来源：USDA，西南证券整理

2005-2016 年世界食糖年消费量从 1.4 亿吨增加至 1.74 亿吨，其中中国年均增长率达 4.7%。巴西和印度是全球前两大蔗糖生产国。

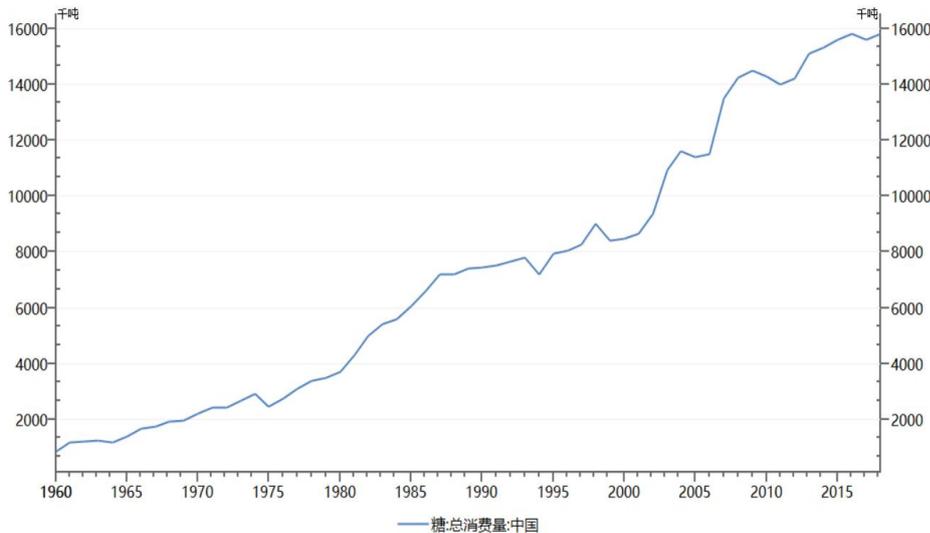
图 20: 1959/60-2017/2018 榨季, 巴西的食糖产量


数据来源: USDA, 西南证券整理

图 21: 1959/60-2017/2018 榨季, 印度的食糖产量


数据来源: USDA, 西南证券整理

中国是继巴西、印度之后的全球第三大产糖国, 也是继印度之后的第二大食糖消费国, 每年需进口 100 万吨左右。我国食糖产量近几十年呈稳定上涨趋势 2017/2018 年度我国食糖消费量为 1580 万吨, 比上年度增加 20 万吨。随着居民收入水平的提高及食品饮料工业的发展, 未来对食糖的需求仍然呈上升趋势, 预计未来敌草隆产品的市场需求将保持稳定增长。

图 22: 1959/60-2017/2018 榨季, 中国食糖总消费量仍在增长


数据来源: USDA, 西南证券整理

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。

3 草甘膦或迎来较长的景气周期

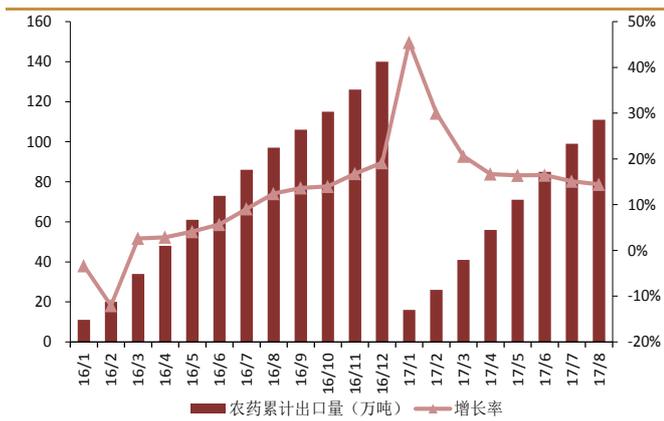
草甘膦是一种非选择性、无残留灭生性除草剂，对多年生根杂草非常有效，是全球最大的农药品种。我国生产的草甘膦 90% 以上出口，其主要拉动力来自于转基因作物种植面积增加。

由于农药出口数额持续维持在高位、常态化环保对供应端的压制以及原材料成本的显著上涨形成支撑，我们认为草甘膦行业或迎来较长周期的景气期，公司有 2 万吨产能，未来将会受益。

3.1 巨头种子业务复苏，全球农药市场持续回暖

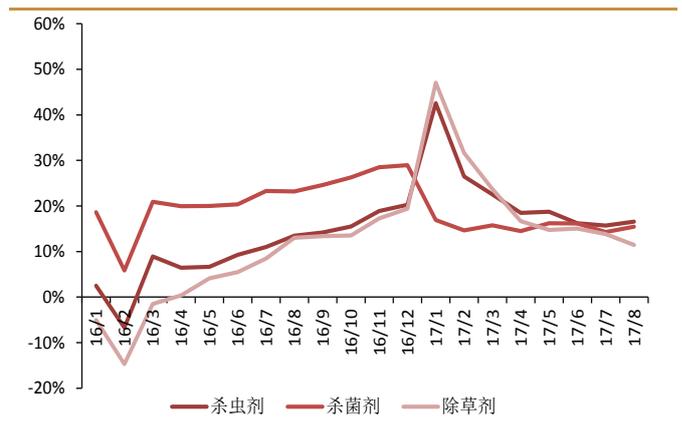
2017 年 1-8 月份农药出口保持稳步增长势头，农药累计出口同比增长 14.4%，其中杀虫剂同比增长 16.5%，杀菌剂同比增长 15.4%，除草剂同比增长 11.5%，行业景气度继续回升。

图 23：农药出口量保持稳步增长态势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：杀虫剂、杀菌剂和除草剂出口增速



数据来源：Wind，西南证券整理

农产品价格回升，后续需求有望回暖。农产品价格以玉米为例，17 年 2 月触底达到 10 年来的低价，目前玉米价格自年内低点已回升约 14%。随着东北各省出台调减计划，其中黑龙江调减 1000 万亩，吉林调减 300 万亩，内蒙古调减 200 万亩，辽宁调减 100 万亩，新玉米种植面积调减有望超过去年。加之未来燃料乙醇上马或于需求端形成提振，玉米价格或将持续回暖，从而促使农药产品需求的提升。

图 25: 玉米价格有所回暖

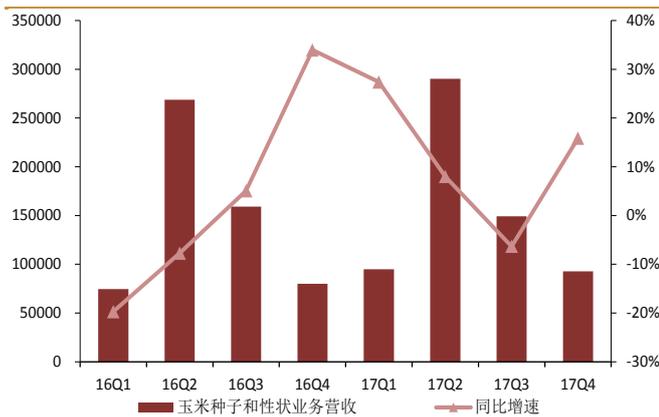


数据来源: Wind, 西南证券整理

国际巨头种子业务复苏, 农药需求将紧随其后。孟山都近日公布其 2017 财年财报, 营收在连续两年下滑后复苏, 同比增幅达 8.4%, 净利润也在 2016 年大幅下滑后强势复苏, 增幅达 69%。从分业务来看, 公司的种子业务大幅回暖, 特别是大豆种子和玉米种子业务的回暖 (分别同比增长 23% 和 7.6%), 带动了公司业绩增长。农药的需求通常是滞后于种子市场的复苏, 孟山都种子销售的大幅增长或预示着农药市场将持续回暖。

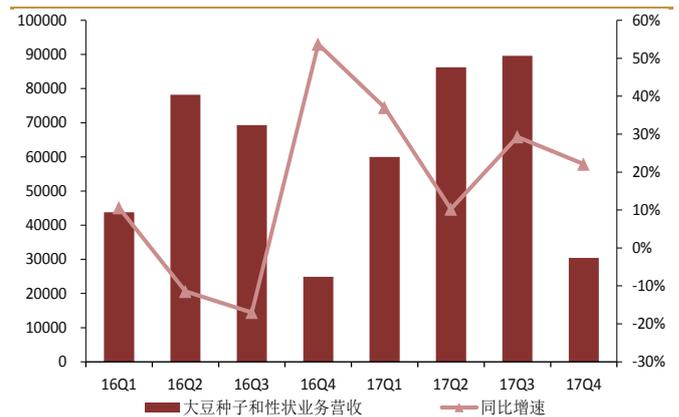
17 年财年中, 孟山都大力推广的 Roundup Ready 2 Xtend (耐麦草畏和草甘膦) 转基因大豆在美种植面积大于 2000 万英亩, 同时公司预计 2018 财年, Roundup Ready 2 Xtend 大豆在美种植面积将在 2017 财年基础上翻倍至超过 4000 万英亩, 将显著带动相关农药产品的需求。

图 26: 玉米种子和性状业务营收 (万美元) 及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 27: 大豆种子和性状业务营收 (万美元) 及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 环保影响常态化, 供给受压制

同时, 近几年来, 环保各项法律法规、行动计划等的制定为环保督察保驾护航, 印证了环保趋严常态化。随着环保督察不断趋严的态势下, “散乱差” 等落后产能将逐步出清, 短

期来看化工企业供应将受到极大限制，长期来看行业供给结构势必发生重大调整，新的竞争格局将会重新树立，符合环保标准的企业将更具竞争优势。

图 28：环保监管体系日趋完善



数据来源：环保部、西南证券整理

环保督察执法力度逐步趋严，罚款从第一批的 1.98 亿元上升到第四批的 4.66 亿元。截至 9 月 15 日，第四批中央环保督察组交办的环境举报，立案处罚 9181 家，罚款 4.66 亿元；立案侦查 297 件，行政和刑事拘留 364 人；约谈 4210 人，问责 5763 人。

表 7：四批环保督察反馈表

	环境案件 (件)	立案处罚 (起)	拘留 (人)	约谈 (人)	问责 (人)	罚款 (亿元)
试点		125	123	65	366	
第一批	11871	2600	253	近 2000	3422	1.98
第二批	15631	6310	265	4666	3121	2.4
第三批	31457	8687	405	6657	4660	3.6
第四批	39586	9181	364	4210	5763	4.66

数据来源：环保部、西南证券整理

各地持续推进环保督察工作，环保督查有望常态化。目前，北京、广东、山西等地方已经参照中央环保督察，先后启动省级层面督察，环保督查结果将作为领导干部考核、任免的重要依据。浙江省明确到 2020 年，将实现省市县乡四级生态环境状况报告制度的全覆盖；青海省已开展对祁连山生态保护红线划定工作。

环保可能影响草甘膦 67% 的产能。草甘膦特别是甘氨酸法生产的过程中，三废产生较多，环保压力大。我国草甘膦总有效产能约为 72.5 万吨，主要集中在浙江、江苏、四川、湖北等省份，产能分布较为集中，其中江苏 17 万吨、四川 17 万吨、浙江 11.5 万吨和河南 3 万吨，占比分别为 23%、23%、16% 和 4%。从公司的销售数据来看，公司草甘膦的销售受环保的影响较小。

表 8：国内草甘膦有效产能统计

区域	省份	企业	路线	目前在产产能 (万吨)
华中	河南	许昌东方	甘氨酸	3.0
	湖北	沙隆达集团	IDA	1.5
		泰盛化工 (兴发 75%)	甘氨酸	13.0
西北	内蒙古	江苏腾龙	甘氨酸	5.0
华东	安徽	华星化工	IDA	1.5

区域	省份	企业	路线	目前在产产能 (万吨)
	江苏	广信化工	甘氨酸	2.0
		好收成韦恩	IDA	7.0
		南通江山	IDA	4.0
			甘氨酸	3.0
		扬农集团	IDA	3.0
	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
	西南	四川	福华化工	甘氨酸
和邦农药			IDA	5.0
统计		工艺路线	甘氨酸	48.5 (67.8%)
			IDA	23 (32.2%)
		总计		

数据来源：卓创资讯，百川资讯，西南证券

根据最近两次草甘膦涨价的行情分析，上涨过程中都伴随着环保趋严带来的供应短缺。草甘膦价格自2016年8月底开始触底反弹，累计涨幅超过40%。且今年8月份，第四批环保督察使整个行业有效产能开工率仅在5成左右，于16年的75%均衡开工率相差甚远，货紧价涨时有发生，我们认为在环保趋严的大背景下，草甘膦的供应端或将持续受到环保脉冲影响，而符合环保标准的企业的持续稳定供货能力将会突显，竞争优势会愈发突出。

此外，甘氨酸法草甘膦的重要原材料甘氨酸也将持续受到环保因素的影响。我国普遍使用氯乙酸氨解法生产甘氨酸，每生产1吨产品将产生3吨以上的废水，废水中含剧毒物质。此外，中间体氯乙酸的生产还产生大量的氯化氢尾气，尾气中同样含有有毒的乙酰氯等物质。

表 9：国内甘氨酸生产企业产能

省份	厂家名称	目前产能 (万吨)
河北	东华冀衡	9
	东华金龙	12
	宏升化工	3
	东华舰	2
内蒙	内蒙古腾龙	1.5
河南	许昌东方	2
湖北	金信化工 (兴发控股 75%)	8
山东	振兴化工	1
	鸿泰化工	8
川渝	福华	4
	英力化工	3
	诚阳	3
合计		56.5

数据来源：卓创资讯，百川资讯，西南证券

甘氨酸生产企业主要分布在河北和山东等环保重点关注区域，目前环保限产已经使其价格从年内低点的 7200 元/吨上涨至目前 15700 元/吨，上涨幅度高达 118%。而新一轮 2+26 城市环保督查时间安排为 2017 年 9 月 1 日至 2018 年 3 月 29 日，环保因素可能导致甘氨酸开工负荷难以稳定，后续价格有望对草甘膦形成强支撑。

图 29：位于环保重灾区的草甘膦产能占比达 67%



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 30：位于环保重灾区的甘氨酸产能占比达 78%



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

从弹性来看，广信股份由于装置较小，弹性并不大。

表 10：草甘膦上市公司弹性测算

股票代码	股票简称	产能 (万吨)	总股本 (亿)	EPS 弹性
600141.SH	兴发集团	9.75	5.0	0.14
600596.SH	新安股份	8	7.1	0.07
600389.SH	江山股份	7	3.0	0.15
603077.SH	和邦生物	5	88.3	0.004
600486.SH	扬农化工	3	3.1	0.07
603599.SH	广信股份	2	3.8	0.04

数据来源：Wind，西南证券（弹性为含税价差每涨 1000 元/吨，EPS 的增量）

4 增发项目有利于公司产品升级和未来成长

公司 2016 年筹划非公开发行股票不超过 8823.39 万股，扣除发行费用后募集资金净额不超过 13.99 亿元，用于六大项目的建设。2017 年 8 月 15 日，公司获得证监会的核准文件。

表 11：广信股份定增项目及预计投产时间

投资项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	预计投产时间
3000 吨/年吡唑醚菌酯项目	49133.02	41254.90	2019 年
1200 吨/年噁唑菌酮项目	38090.43	31471.00	2019 年
东至广信 1.5 万吨/年邻苯二胺清洁化生产技改项目	18189.93	15305.20	2018 年
东至香隅化工园北区 24MW 热电联产项目	40160.00	31952.00	2018 年
东至广信码头工程项目	17157.17	14222.46	2018 年
广信股份研发中心项目	6725.55	5704.00	2018 年

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司本次增发项目中，3000 吨吡唑醚菌酯项目和 1200 吨噁唑菌酮项目有助于公司的产品升级。

4.1 吡唑醚菌酯是 2017 年最火热的杀菌剂品种，市场空间巨大

吡唑醚菌酯成功的关键不仅在于它的高效、广谱，还在于它的植物健康作用获得认可。吡唑醚菌酯是 1993 年德国巴斯夫公司发现的绿色高效杀菌剂，2001 年登记上市，对谷物、柑橘、棉花、葡萄、香蕉、花生、大豆、甜菜、蔬菜、向日葵和草坪的多种病原菌有广谱高效杀灭作用，还可以用于种子处理。吡唑醚菌酯成功的关键不仅在于它的高效、广谱，还在于它是一个保健产品，有利于作物生长，增强作物对环境的耐受力，提高作物产量。

植物健康作用对农药行业是一个崭新的概念，是农药除了防治有害生物以外的一个值得充分重视并利用的功能。植物健康作用是指农药除预防和杀灭昆虫、病原菌和其他有害生物外，还能诱导、激发植物生理机能的改变，从而促进植物生长、保鲜、抗逆等。植物健康作用包括增加植物对逆境的耐受性，如干旱、高温、低温和臭氧破坏等，从而保证并提高作物产量。具有植物健康作用的杀菌剂主要有甲氧基丙烯酸酯类、三唑类和微生物类等，而吡唑醚菌酯则率先获得了“植物健康作用”这张身份证。

2009 年 1 月 29 日，美国环保署（EPA）批准了 250 g/L 吡唑醚菌酯乳油 Headline 的登记，此项登记为作物病害防治和“植物健康作用”。在 EPA 的标签上明确指出，Headline 可以防治作物病害，并可促进植物健康。同一天，欧洲食品链和动物健康常务委员会（SCFCAH）也批准了吡唑醚菌酯“植物健康作用”的登记，这是该产品继 2004 年在欧洲作为杀菌剂正式登记后，获得的另外一项登记许可。上述许可的获得，标志着植物健康的新理念已被国际社会接受。

2013 年 3 月 31 日，250 g/L 吡唑醚菌酯 EC 在我国获得了玉米上“植物健康作用”的正式登记。这是我国就此功能登记的首个产品。农药登记试验结果表明，玉米田施用吡唑醚菌酯，增产效果显著，逆境条件下最高增产幅度达 30%。其后，该产品又在大豆上取得了“植物健康作用”的登记。

吡唑醚菌酯是兼具吡唑结构的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，在同类杀菌剂中活性最高。众所周知，在巴斯夫的产品队伍中，杀菌剂举足轻重，甲氧基丙烯酸酯类化合物是其中重要的分支，在 1996 年最早上市的该产品中，啞菌酯便是巴斯夫的手笔，在巴斯夫研发的多个甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂中，吡唑醚菌酯的活性最高，它是巴斯夫开发该类化合物的智慧结晶，凝聚了巴斯夫长期研发这类产品的丰富经验。

吡唑醚菌酯市场开拓非常成功，巴斯夫预期其潜在销售峰值 12.95 亿美元！它的市场开发非常成功，尤其是它对亚洲大豆锈病的成功防治使其很快步入了快速上升通道。吡唑醚菌酯近几年在全球市场销量可观，销售额稳步增长，2013 年成长为全球仅次于啞菌酯的第二大杀菌剂，达到 9.30 亿美元。2015 年，吡唑醚菌酯全球销售额超过 10 亿美元，是全球销售第六的农药。吡唑醚菌酯过去 10 年年复合增长率超过 10%。由于吡唑醚菌酯的快速扩张能力超过巴斯夫的最初预计，所以才有了巴斯夫几度违背“初心”，拔高吡唑醚菌酯的峰值销售额。2010 年，巴斯夫公司预计吡唑醚菌酯的峰值销售额突破 7 亿欧元（早期估计为 4 亿欧元），2012 年将这一数据修正为 10 亿欧元（折合 12.95 亿美元，按照当时汇率计算）。

图 31：吡唑醚菌酯化学式

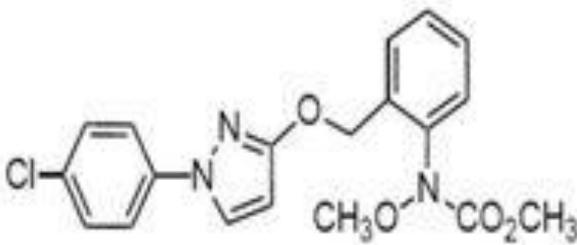
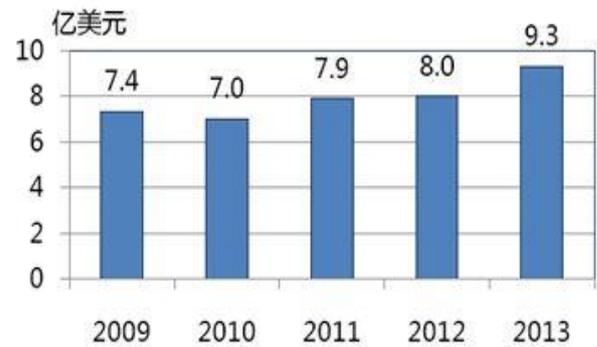


图 32：吡唑醚菌酯全球的销售情况



数据来源：西南证券整理

数据来源：中国农药网，西南证券整理

吡唑醚菌酯的作物分布较广，产品正在征战全球。从作物分布上看，吡唑醚菌酯的主要使用领域为：大豆（2012 年销售额 2.98 亿美元）、谷物（1.36 亿美元）、玉米（7184 万美元）、其他水果蔬菜（8558 万美元）、葡萄（2272 万美元）、油菜（1738 万美元）、梨果类（1572 万美元）、马铃薯（1043 万美元）。而非农用市场的销售额为 1.19 亿美元，占 2012 年吡唑醚菌酯总销售额的 14.91%。截止 2014 年，吡唑醚菌酯已在全球许多国家登记和上市。其主要市场包括：阿根廷、澳大利亚、奥地利、比利时、巴西、保加利亚、加拿大、智利、中国、哥斯达黎加、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、希腊、德国、匈牙利、爱尔兰、意大利、拉脱维亚、立陶宛、马来西亚、摩洛哥、荷兰、新西兰、葡萄牙、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、斯洛伐克、斯洛文尼亚、南非、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其、乌克兰、英国和美国等。另外，塞浦路斯和卢森堡也已登记了吡唑醚菌酯，马耳他正在登记之中。

表 12：2012 年吡唑醚菌酯在全球各地区及各作物商的销售额（百万美元）

区域	谷物	玉米	水稻	大豆	油菜	棉花	甜菜	甘蔗	马铃薯	葡萄	梨果类	其他水果蔬菜	非农用	总计
亚洲	0.53	-	8.05	-	-	-	-	-	0.08	4.30	5.37	16.40	3.34	38.06
欧洲	68.40	1.54	-	0.19	-	-	0.62	-	1.14	7.36	6.17	7.18	1.25	93.85
拉丁美洲	25.80	28.79	1.27	228.12	-	6.27	-	2.36	4.33	2.24	1.59	38.30	23.46	362.52

区域	谷物	玉米	水稻	大豆	油菜	棉花	甜菜	甘蔗	马铃薯	葡萄	梨果类	其他水果蔬菜	非农用	总计
中东非洲	-	2.41	-	-	-	0.01	-	-	0.14	2.47	0.22	0.66	0.76	6.67
北美	32.88	34.80	-	51.99	16.34	-	3.96	-	4.73	4.99	1.43	17.90	39.28	208.30
未分类	8.15	4.31	0.60	17.90	1.04	-	-	-	-	1.36	0.94	5.14	51.16	90.60
总计	135.76	71.84	9.92	298.20	17.38	6.28	4.25	2.36	10.43	22.72	15.72	85.58	119.24	800.00

数据来源：农药协会，西南证券整理

吡唑醚菌酯销售额在亚洲的市场分布比例较低，未来看好其市场拓展。吡唑醚菌酯的快速扩张能力，尤其是在美国和巴西市场的空前开发成功，让巴斯夫受益颇多。不过，我们可以看到吡唑醚菌酯在亚洲市场的销售额还比较小，特别是中国的销售额还相对较小，2014年吡唑醚菌酯在中国市场的销售额为1829万美元，考虑到中国的种植面积巨大，预计未来还有很大的提升空间。

专利到期后，吡唑醚菌酯是2017年最火热的杀菌剂品种。吡唑醚菌酯专利在2015年6月到期，国内开始了吡唑醚菌酯的登记狂潮。根据农业部药检所信息，截止2017年11月26日，吡唑醚菌酯的原药登记证数目达到64个，制剂登记证数目达到253个，而吡唑醚菌酯专利到期不过仅仅2年的时间。根据统计，大约已经有七成农药企业进入吡唑醚菌酯市场，可见该品种的火热程度。我们并不担忧吡唑醚菌酯在中国市场出现过剩，因为我国的种植面积巨大，而该品种销售额还不高。

公司项目预测体现出谨慎原则。目前，吡唑醚菌酯的市场价格35万元/吨，公司的可研报告按照18.5万元/吨计算，已经考虑到了未来市场供给增加后的价格折价因素，体现出编制可行性研究报告时的谨慎原则。公司预计3000吨吡唑醚菌酯项目建成后，能够实现销售收入5.77亿元，税后净利润1.15亿元。

4.2 噁唑菌酮利用光气资源，符合公司战略

噁唑菌酮是目前线粒体抑制剂中最优秀的品种，作用机理独特！噁唑菌酮化学名称是3-苯胺基-5-甲基-5-(4-苯氧苯基)-1,3-噁唑烷-2,4-一二酮，分子量374.4，是新型高效、广谱杀菌农药，属于新的杀菌剂类别——噁唑烷二酮，适宜作物如小麦、大麦、豌豆、甜菜、油菜、葡萄、马铃薯、瓜类、辣椒，番茄等，主要用于防治子囊菌纲、担子菌纲、卵菌亚纲中的重要病害如白粉病、锈病、颖枯病、网斑病、霜霉病、晚疫病等。噁唑菌酮能干扰微生物能量合成，抑制线粒体内的电子传递。噁唑菌酮的生物学机理是组织孢子囊中孢子的释放，抑制游动孢子的游动，在很短的时间内引起孢子的融化，抑制孢子的萌发和菌丝生长。目前，噁唑菌酮在全球50个以上的国家有登记和销售。

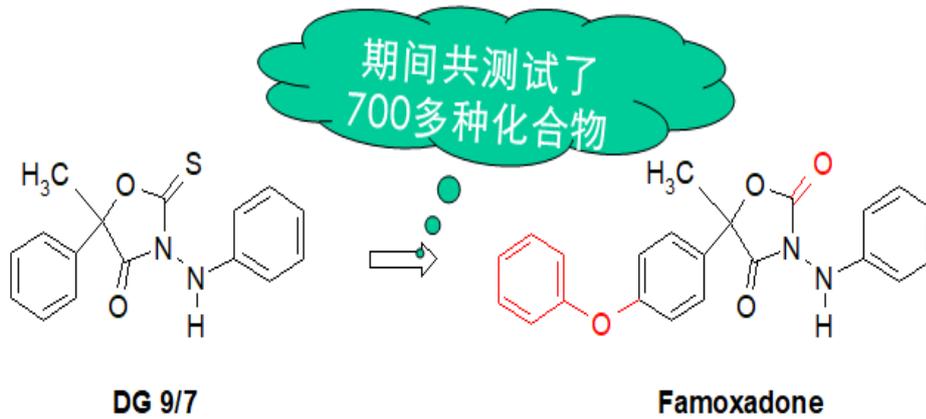
表 13：噁唑菌酮制剂 JE874 与其他抑制线粒体转移制剂对比（线粒体来自老鼠心脏，酮病原菌线粒体活性类似）

产品	IC50(ppb)
JE874®	4.5
BAS 490F (kresoxim-methyl) (巴斯夫公司)	75
A5504 (azoxystrobin) (捷利康公司)	170
SSF-126 (盐野义制药公司)	3500

数据来源：农药协会，西南证券整理

噁唑菌酮是杜邦成功开发的一种杀菌剂，1988年，Geffken教授发现先导物 DG9/7，1990-1991，杜邦筛选出类似物 JG144 和 JE874 进行测试，1991年秋季，JE874 因为合成成本较低被选定商业开发，1997年，噁唑菌酮在哥伦比亚登记销售。

图 33：噁唑菌酮发现历史：从先导物 DG9/7 到噁唑菌酮



数据来源：西南证券整理

表 14：噁唑菌酮和其他农药对比

	缢霉威	噁唑菌酮	克绝	代森锰锌
持效性	+++	++++	++	++++
治疗作用	+++（但是马铃薯上未观测到治疗作用）	0	+++	0
内吸作用	++（部分内吸作用）	0	+	0
抑制孢子形成	?	0	+++	0
层间渗透	++++	0	++++	0
蒸发作用	0	0	0	0
耐雨水冲刷	?	++++	++++	++
葡萄霜霉病	++++	++++	++++	++++
Phomop. Viticola	0	++	0	+++
葡萄白粉病	0	++	0	+
马铃薯晚疫病	++++	++++	++++	++++
马铃薯早疫病	0	++++	0	++++
蔬菜霜霉病	++++?	++++	++++	++++
蔬菜叶枯病	++++?	++++	++++	++++

数据来源：农药协会，西南证券整理

在噁唑菌酮的使用上，为了避免噁唑菌酮出现抗性，通常是将其和其他药剂混合使用，进行复配。比如杜邦就推出了杜邦™易保®保护性杀菌剂，其由两种活性成分 FAMOXATE®噁唑菌酮和代森锰锌复配而成，可有效防治如早疫病（番茄）、黑斑病（白菜）、疮痂病（柑橘树）、轮纹病（苹果树）、斑点落叶病（苹果树）、霜霉病（葡萄）、炭疽病（西瓜）等病害，其作用点位多、杀菌谱广，有效延缓长期使用出现的抗药性。良好的亲脂性，让杜邦™易保®保护性杀菌剂拥有极强的耐雨水冲刷及雨后再分布能力，不利的天气条件下依然能表现出优异的防治效果。作为一款先进的水分散粒剂，克服了可湿性粒剂难称量、易有粉尘的弊端，对

配药者的人身安全起到关键保护。且药粉颗粒更细，不会在蔬果表面产生药痕，保证果品外观清洁，提高果品商品价值。

噁唑菌酮项目可以利用公司光气资源，具有一定生产壁垒。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，同时噁唑菌酮是以光气为主要原料的杀菌剂，符合公司利用光气资源生产农药的原则。目前国内生产厂家较少，且产能有限，且需要光气作为原料，具备一定的生产壁垒。

表 15：噁唑菌酮项目主要的经济效益指标

序号	项目	单位	指标
1	销售收入	万元	66000.00
2	成本费用	万元	47611.72
3	增值税、营业税金及附加	万元	4536.54
4	利润总额	万元	15410.01
5	税后利润	万元	11557.51
6	财务内部收益率	%	32.13
7	投资回收期	年	4.52

数据来源：公司公告，西南证券整理

根据公司的测算，1200 吨噁唑菌酮项目中，产品及其副产品的一年销售预计能创造 6.6 亿元收入，成本费用 4.76 亿元，税后净利润 1.16 亿元。项目的投资回收期为 4.52 年。

5 盈利预测

5.1 关键假设

假设 1：预计 2017-2019 年，多菌灵原药销量 1.92 万吨、1.95 万吨、1.98 万吨，甲基硫菌灵原药销量 0.62 万吨、0.64 万吨、0.66 万吨，草甘膦原药销量 3.88 万吨（2017 年第二季度草甘膦去库存）、2.2 万吨、2.25 万吨，敌草隆原药销量 0.56 万吨、0.6 万吨、0.65 万吨。

假设 2：在建工程和募投项目建设如期进行。2018 年，对（邻）硝基氯化苯项目一期、邻苯二胺清洁化生产技改项目、东至热电联产项目投产。

假设 3：2019 年下半年，吡唑醚菌酯和噁唑菌酮投产。预计 2019 年吡唑醚菌酯销量 0.1 万吨，不含税价格 18.5 万元/吨，毛利率 50%，噁唑菌酮销量 0.04 万吨，不含税价格 55 万元/吨，毛利率 50%。

假设 4：随着草甘膦、精细化工品等产品开工率的提升，副产物也增加较多，对应的其他收入也相应增加。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 16: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	1502.2	2315.5	2795.3	3662.0
	增速	13.3%	54.1%	20.7%	31.0%
	成本	1029.2	1585.0	1859.0	2350.0
	毛利率	31.5%	31.5%	33.5%	35.8%
杀菌剂	收入	771.24	794.80	822.85	858.10
	增速	19.3%	3.1%	3.5%	4.3%
	成本	472.08	484.83	497.82	497.70
	毛利率	38.8%	39.0%	39.5%	42.0%
除草剂	收入	419.20	944.00	660.00	722.50
	增速	35.9%	125.2%	-30.1%	9.5%
	成本	344.24	708.00	495.00	520.20
	毛利率	17.9%	25.0%	25.0%	28.0%
精细化工及其他	收入	311.73	576.71	1312.41	2081.37
	增速	-15.9%	85.0%	127.6%	58.6%
	成本	212.92	392.16	866.19	1332.07
	毛利率	31.7%	32.0%	34.0%	36.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

暂不考虑公司增发情况带来的股本变动, 按照目前总股本计算, 我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.95 元、1.30 元、1.90 元, 预计公司 2017-2019 年归母净利润复合增速 58%。

5.2 绝对估值

我们对公司绝对估值采用 FCFF 法进行绝对估值, 关键假设如下:

- 1) 过渡期增长率为 10%, 过渡期年数为 5 年;
- 2) 永续增长率为 1%;
- 3) 有效税率采用 15.85% 的税率。

表 17: 绝对估值关键假设

假设项目	假设值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.98%
市场组合报酬率 Rm	9.17%
β 系数	1.46
债务资本比重 Wd	14.00%

假设项目	假设值
债务资本成本 Kd	4.00%
有效税率 Tx	15.85%

数据来源：西南证券

我们采用 FCFE 模型对公司进行的估值结果为 17.32 元/股，略低于目前股价 17.58 元/股。

表 18：绝对估值敏感性测试

	9.80%	10.30%	10.80%	11.30%	11.80%	12.30%	12.80%
1.5%	18.63	17.55	16.59	15.73	14.96	14.26	13.63
2.0%	19.36	18.17	17.13	16.20	15.37	14.62	13.95
2.5%	20.19	18.88	17.74	16.73	15.83	15.02	14.30
3.0%	21.15	19.69	18.43	17.32	16.34	15.47	14.69
3.5%	22.25	20.62	19.21	17.98	16.91	15.96	15.12
4.0%	23.55	21.69	20.11	18.74	17.56	16.52	15.60
4.5%	25.09	22.95	21.14	19.61	18.29	17.14	16.14

数据来源：西南证券

5.3 相对估值

我们选取和广信处于相同产业链的公司作为可比公司，湖南海利、蓝丰生化均属于光气为源头的农药企业，部分产品与公司重合，属于直接竞争者。

从 PE 角度看，可比公司 2017 年动态市盈率均值为 41 倍，2018 年动态市盈率均值 22 倍。

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.95 元、1.30 元、1.90 元，2017-2019 年归母净利润复合增速 58%，考虑到未来新产能持续投放带来的业绩提升，给予公司 2018 年 22 倍估值，对应目标价 28.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 19：可比公司估值表

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
002513.SZ	蓝丰生化	10.23	0.32	0.35	0.41	0.49	31.97	29.23	24.95	20.88
600731.SH	湖南海利	7.40	0.04	0.14	0.40	0.68	185.00	52.86	18.5	10.88
可比公司均值							108.49	41.05	21.73	15.88

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

募投项目建设进度低于预期的风险，产品价格下跌的风险，新产品销路不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1502.17	2315.51	2795.26	3661.97	净利润	181.13	358.58	489.65	715.21
营业成本	1029.24	1584.99	1859.02	2349.97	折旧与摊销	118.18	112.02	148.26	200.34
营业税金及附加	9.71	11.66	15.03	25.27	财务费用	-37.13	8.70	10.69	14.53
销售费用	48.07	46.31	55.91	73.24	资产减值损失	13.09	5.00	5.00	5.00
管理费用	238.76	226.92	265.55	340.56	经营营运资本变动	97.88	122.99	-94.80	-192.42
财务费用	-37.13	8.70	10.69	14.53	其他	-202.21	-1.38	-33.82	8.97
资产减值损失	13.09	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	170.94	605.91	524.97	751.64
投资收益	2.84	0.00	0.00	0.00	资本支出	-186.08	-300.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	-0.16	-0.09	-0.10	其他	20.48	-0.16	-0.09	-0.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-165.60	-300.16	-400.09	-400.10
营业利润	203.27	431.77	583.99	853.30	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.48	-6.28	-7.31	-7.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	211.75	425.48	576.67	845.47	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	30.62	66.90	87.02	130.26	支付股利	-23.52	-36.23	-71.72	-97.93
净利润	181.13	358.58	489.65	715.21	其他	0.00	-76.84	-10.69	-14.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-23.52	-113.07	-82.40	-112.46
归属母公司股东净利润	181.13	358.58	489.65	715.21	现金流量净额	-17.61	192.68	42.48	239.08
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	748.21	940.89	983.38	1222.46	成长能力				
应收和预付款项	228.79	433.53	494.71	643.13	销售收入增长率	13.33%	54.14%	20.72%	31.01%
存货	608.97	543.87	745.62	1014.59	营业利润增长率	34.31%	112.41%	35.26%	46.12%
其他流动资产	195.38	301.17	363.56	476.29	净利润增长率	39.06%	97.97%	36.55%	46.07%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.17%	94.32%	34.47%	43.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1215.76	1409.71	1667.41	1873.04	毛利率	31.48%	31.55%	33.49%	35.83%
无形资产和开发支出	211.59	205.63	199.67	193.70	三费率	16.62%	12.18%	11.88%	11.70%
其他非流动资产	172.45	172.45	172.45	172.45	净利率	12.06%	15.49%	17.52%	19.53%
资产总计	3381.15	4007.24	4626.80	5595.65	ROE	7.53%	13.47%	15.90%	19.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.36%	8.95%	10.58%	12.78%
应付和预收款项	708.69	1075.66	1274.86	1622.09	ROIC	9.03%	21.73%	25.35%	30.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.93%	23.86%	26.58%	29.17%
其他负债	267.70	269.98	272.40	276.74	营运能力				
负债合计	976.39	1345.63	1547.26	1898.83	总资产周转率	0.47	0.63	0.65	0.72
股本	376.48	376.48	376.48	376.48	固定资产周转率	1.59	2.44	2.18	2.07
资本公积	845.65	845.65	845.65	845.65	应收账款周转率	10.90	12.52	10.34	11.28
留存收益	1117.12	1439.48	1857.41	2474.70	存货周转率	1.86	2.62	2.81	2.64
归属母公司股东权益	2404.76	2661.61	3079.54	3696.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.49%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2404.76	2661.61	3079.54	3696.83	资产负债率	28.88%	33.58%	33.44%	33.93%
负债和股东权益合计	3381.15	4007.24	4626.80	5595.65	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.47	2.04	2.00	2.04
					速动比率	1.63	1.54	1.43	1.43
					股利支付率	12.99%	10.10%	14.65%	13.69%
					每股指标				
					每股收益	0.48	0.95	1.30	1.90
					每股净资产	6.39	7.07	8.18	9.82
					每股经营现金	0.45	1.61	1.39	2.00
					每股股利	0.06	0.10	0.19	0.26
业绩和估值指标									
EBITDA	284.31	552.48	742.94	1068.17					
PE	36.54	18.46	13.52	9.25					
PB	2.75	2.49	2.15	1.79					
PS	4.41	2.86	2.37	1.81					
EV/EBITDA	20.05	9.96	7.35	4.89					
股息率	0.36%	0.55%	1.08%	1.48%					

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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn