



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 一体化优势渐显的精细化工龙头

### ——广信股份（603599）深度报告

2019年01月22日

强烈推荐/首次

广信股份 深度报告

#### 报告摘要：

广信股份是拥有丰富光气资源的农化企业之一，随着公司东至基地相关产能及配套项目的建成及投用，公司将充分受益于一体化带来的成本优势以及抗波动能力，未来也具备通过中间体向下游材料类领域发展的潜力。

**公司已经是竞争力强的农药龙头企业之一。**公司的农药产品主要为杀菌剂中的多菌灵和甲基硫菌灵、除草剂中的敌草隆，相关产品产能和成本优势位居国内前列，同时，公司还有2万吨草甘膦产能，在农药行业内具有较强影响力。

**公司已经初步具备了一体化优势且仍在进一步深化。**由于公司具备稀缺的光气资源，而光气及光气类中间体是染料、农药等诸多精细化工产品的关键中间体，因此已经初步具备了对于光气下游产品的一体化优势。此外，公司积极布局其他类中间体，未来有望实现全品类中间体的完全自供，即只采购原盐、苯等大宗基础原材料，一体化生产十余类精细化工产品等。

**公司未来具有发展成为综合性一体化化工企业的潜力。**虽然目前公司的主要业务是农药产品和精细化工中间体，但是随着公司在物流以及能源供应方面的进一步完善，未来公司东至基地具有发展成为一个综合性一体化化工基地的潜力，且由于光气资源的壁垒较高，公司将具有明显的成本和准入优势，以及向下游材料扩展的潜力，发展空间广阔。

**盈利预测及投资评级。**预计公司18-20年EPS为1.04、1.27和1.54元，对应PE为11.6、9.6和7.9倍，结合行业及公司现状和前景，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**主营产品及原材料价格大幅波动；行业景气度低于预期。

#### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,502.17	2,346.15	2,915.00	3,490.00	4,900.00
增长率(%)	13.33%	56.18%	24.25%	19.73%	40.40%
净利润(百万元)	181.13	337.23	484.84	592.05	714.20
增长率(%)	39.06%	86.18%	43.77%	22.11%	20.63%
净资产收益率(%)	7.53%	8.17%	10.67%	11.75%	12.67%
每股收益(元)	0.48	0.90	1.04	1.27	1.54
PE	35.25	21.81	11.66	9.55	7.87
PB	2.66	1.78	1.24	1.12	1.00

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 分析师

##### 刘宇卓

010-66554030

执业证书编号：

##### 张明烨

010-66554024

执业证书编号

##### 研究助理

##### 罗四维

010-66554047

##### 洪种

010-66554012

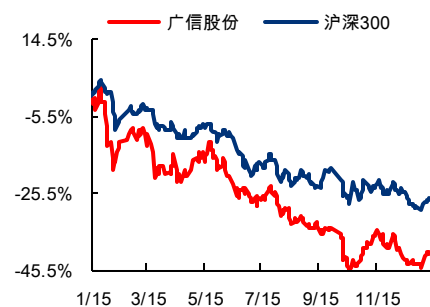
##### 徐昆仑

010-66554050

##### 交易数据

52周股价区间(元)	11.07-19.7
总市值(亿元)	51.44
流通市值(亿元)	51.44
总股本/流通A股(万股)	46468/46468
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.91

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《2019年化工行业投资策略：精细化工迎来布局良机》2018-12-11

## 目 录

1. 广信股份是国内农化龙头企业之一 .....	4
2. 公司杀菌剂、除草剂产品盈利水平稳定 .....	6
2.1 杀菌剂产品预计平稳运行 .....	8
2.2 除草剂的中间体预计逐渐实现自供 .....	9
2.2.1 敌草隆是前景好的小品种除草剂 .....	10
2.2.2 草甘膦价格预计回暖 .....	11
2.2.3 农产品价格预计上涨，带动农药消费提升 .....	12
3. 丰富的光气资源提供较强壁垒 .....	13
4. 一体化的东至基地预计提升进一步提高盈利水平 .....	14
5. 盈利预测与估值 .....	16
6. 风险提示 .....	17

## 表格目录

表 1 公司主要终端产品产能列表 .....	6
表 2 全球各地农药市场销售额（亿美元） .....	7
表 3 杀菌剂装置产能利用率 .....	9
表 4 除草剂装置产能利用率 .....	10
表 5 草甘膦的主要应用领域 .....	11
表 6 光气工艺的优势较大 .....	13
表 7 募集资金具体投资计划 .....	15
表 8 可比公司估值（截止 2019 年 1 月 21 日收盘） .....	16
表 9 公司盈利预测表 .....	18

## 插图目录

图 1 广信股份发展历程 .....	4
图 2 广信股份股权结构 .....	4
图 3 公司广德基地 .....	5
图 4 公司东至基地 .....	5
图 5 公司营业收入及增速（18、19 年为预测值） .....	5
图 6 公司归母净利润及增速（18、19 年为预测值） .....	5
图 7 广信股份主要产品 .....	6
图 8 全球农药销售份额（2017 年） .....	7
图 9 公司国内外收入规模其增速 .....	8
图 10 公司营业收入构成（2017 年） .....	8
图 11 公司毛利构成（2017 年） .....	8
图 12 公司主要杀菌剂产品价格（2018 年） .....	9

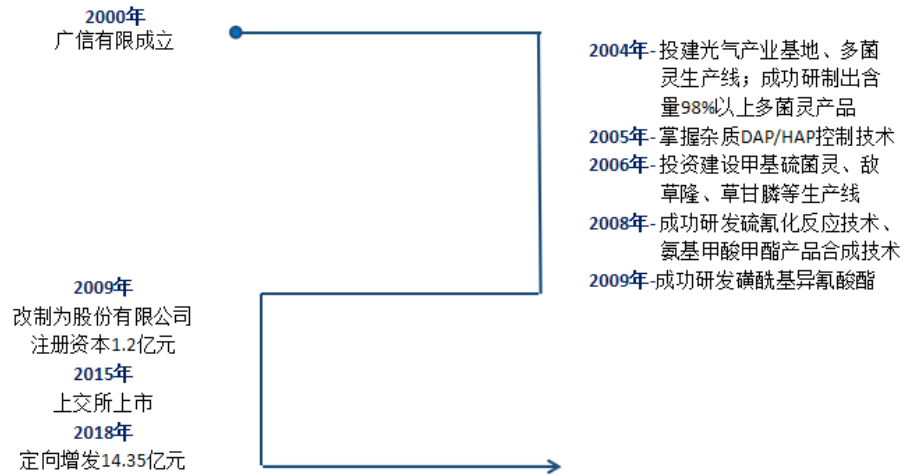
图 13 公司主要除草剂产品价格（2018 年） .....	10
图 14 世界转基因作物种植面积 .....	11
图 15 转基因作物的国别、物种分布 .....	12
图 16 从国内主要作物及相关农产品库消比变动情况看，整体上库存持续去化 .....	12
图 17 库存消费比下降（尤其是被动去库存）阶段通常对应着农产品价格上涨 .....	12
图 18 公司东至一体化基地愿景 .....	14

## 1. 广信股份是国内农化龙头企业之一

广信股份全称安徽广信农化股份有限公司，是国内以光气为原料的农药及精细化工中间体生产的龙头企业，具备较为完善的杀菌剂、除草剂和精细化工中间体三大系列布局，同时也是国内少数具有较完整农药生产体系的专业厂商之一，生产能力位居全国前列，具有较强的行业影响力

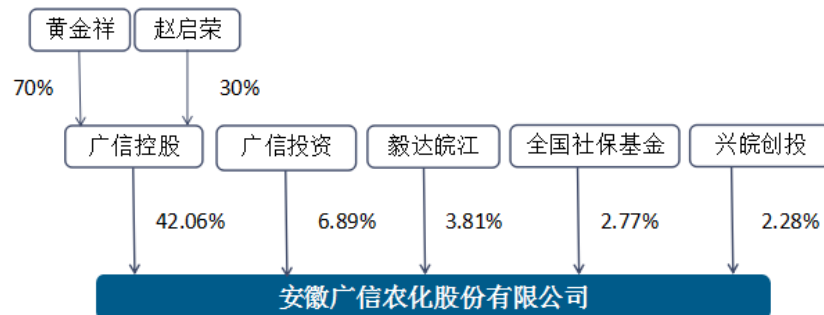
公司于 2000 年在安徽省广德县成立，2009 年变更为股份有限公司，实际控制人为黄金祥、赵启荣夫妇，注册资本 1.2 亿元。公司依托光气资源优势，以多菌灵为起步产品，通过持续优化生产工艺和扩大产品品类，不断提高产品广谱，以及相关产品的质量品质，营收和利润规模稳步提升。

图 1 广信股份发展历程



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2 广信股份股权结构



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

目前，公司的主要生产基地位于广德县和东至县，其中，广德厂区占地 1200 亩，是

我国规模较大的传统光气产业基地之一，拥有光气特别生产许可以及相关原药的生产定点资质，主要产品是以敌草隆、甲基硫菌灵、氨基甲酸酯、异氰酸酯等为主的光气化中间体及产成品。

东至化工园是公司近年来重点打造的一体化生产基地，其中一期项目 1.5 万吨/年邻苯二胺联产大苏打项目及 2 万吨/年光气及光气化多菌灵项目于 2013 年 3 月份投入试生产、2 万吨/年草甘膦项目于 2014 年 6 月份投入试生产、目前正在建设和规划建设的项目有：20 万吨/年对（邻）硝配套及下游延伸产品项目、2×130t/h 热电项目、危化品码头项目及配套储存罐区项目等。

图 3 公司广德基地



资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所

图 4 公司东至基地

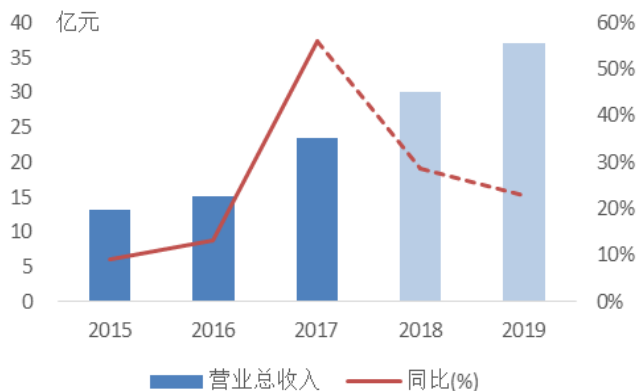


资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所

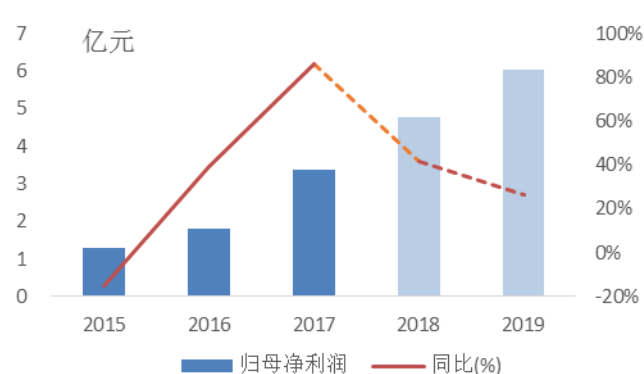
公司与美国杜邦公司、日本曹达公司、台湾兴农公司等国内外知名农化产品生产厂家建立了长期稳定的合作关系。此外，由于公司多菌灵产品 DAP/HAP 两项重要指标优于联合国粮食及农业组织(FAO)的标准，打破了高品质多菌灵生产工艺和技术的国外垄断，顺利进入欧美高端农药市场。2017 年，公司营业收入为 23.46 亿元，同比增长 56.18%，净利润为 3.37 亿元，同比增长 86.18%。

图 5 公司营业收入及增速 (18、19 年为预测值)

图 6 公司归母净利润及增速 (18、19 年为预测值)



资料来源: Wind、公司公告、东兴证券研究所

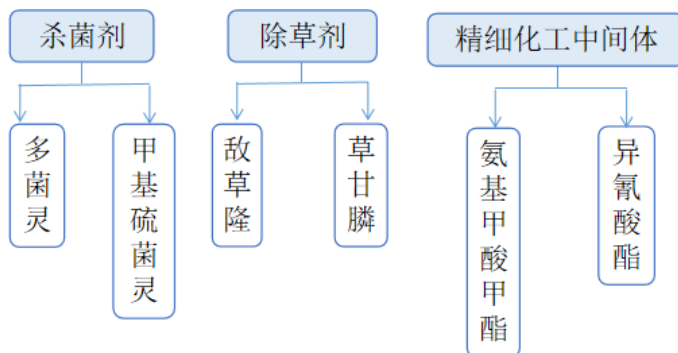


资料来源: Wind、公司公告、东兴证券研究所

## 2. 公司杀菌剂、除草剂产品盈利水平稳定

公司现有杀菌剂、除草剂和精细化工中间体三大系列主导产品, 其中除草剂和杀菌剂等农药产品营收贡献度达 83%, 毛利贡献度 85%, 是公司目前的主要盈利来源, 预计公司的相关产品在 19 年仍将维持高盈利水平。

图7 广信股份主要产品



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 1 公司主要终端产品产能列表

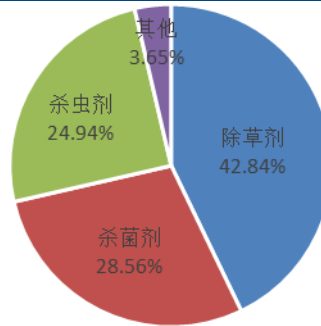
产品类别	产品	产能(万吨)
原材料中间体	邻对硝基氯化苯	10 (在建 10)
	邻苯二胺	1.5 (技改)
杀菌剂	多菌灵	1.8
	甲基硫菌灵	0.6
	吡唑醚菌酯	0.3 (在建)
	噁唑菌酮	0.12 (在建)
除草剂	敌草隆	1
	草甘膦	2

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

农药在农业生产中用量小、作用大, 农药的投入产出比一般高达 6 到 10 倍。据统计, 全世界由于病、虫、草、鼠害而损失的农作物收获量相当于潜在收获量的三分之一, 如果停止用药或严重的用药不当, 一年后将减少收成 25~40%, 两年后将减少 40~60% 以至绝产。目前我国耕地面积为 1.1 亿公顷, 通过使用农药每年挽回粮食损失 5,845 万吨、棉花 101 万吨、油料 228 万吨、苹果 537 万吨、柑橘 119 万吨、蔬菜 4,500 万吨。

公司国内客户主要集中在“长三角”、“珠三角”、“环渤海”等地区, 国外客户主要分布在北美、拉丁美洲、欧洲、东南亚等地, 2017 年公司境外市场营收占比 32.42%。

图 8 全球农药销售份额 (2017 年)



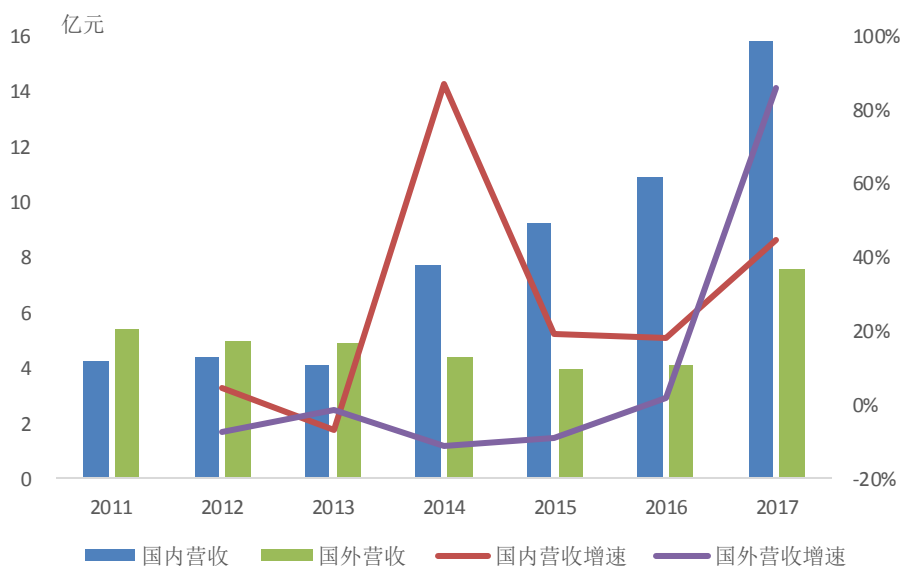
资料来源: 行业网站、卓创资讯、东兴证券研究所

表 2 全球各地农药市场销售额 (亿美元)

地区	2016 年	2017 年	同比
亚太地区	151.41	163.07	7.7%
拉美 (除墨西哥)	133.31	126.64	-5.0%
欧洲	120.63	123.77	2.6%
北美自贸区	104.37	107.61	3.1%
中东/非洲	19.48	21.10	8.3%

资料来源: 公司公告、行业网站、东兴证券研究所

图 9 公司国内外收入规模其增速

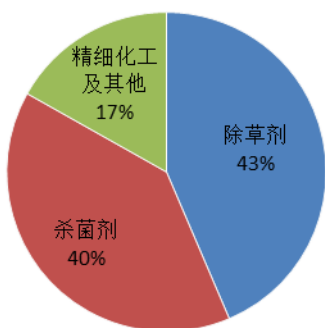


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 2.1 杀菌剂产品预计平稳运行

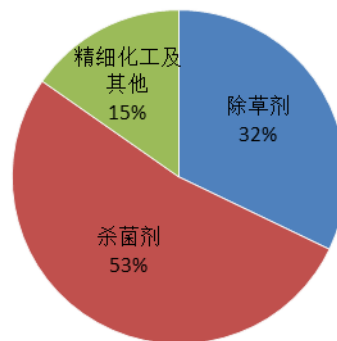
杀菌剂目前贡献了公司约一半的毛利润，是影响公司业绩的主要因素。公司的产品主要是苯并咪唑类的多菌灵以及甲基硫菌灵，下游主要应用于水果蔬菜等经济作物，因此与大田用作用相比，其与农业周期的相关性相对较弱。多菌灵是 70 年代上市的品种，经过几十年的发展已经成为成熟的产品，中国为全球主要产地，且市场供需格局较为稳定。公司与江苏蓝丰生物化工、宁夏新安和宁夏泰瑞（江苏扬农化工集团子公司）为主要生产企业。

图 10 公司营业收入构成（2017 年）



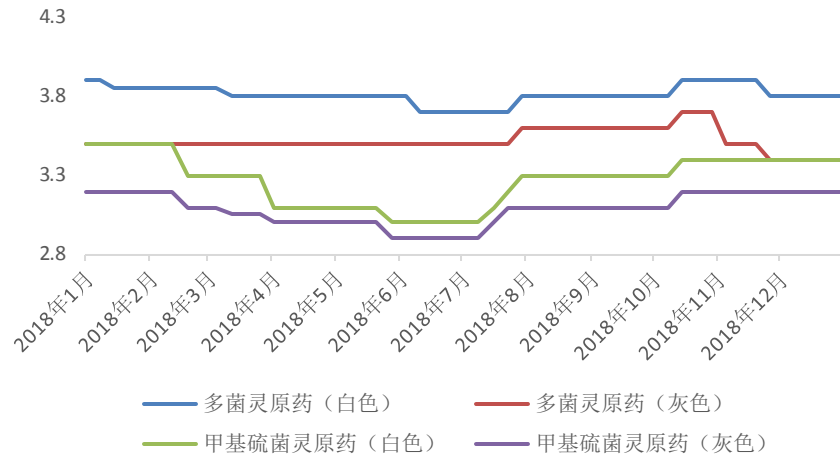
资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所

图 11 公司毛利构成（2017 年）



资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所



**图 12 公司主要杀菌剂产品价格 (2018 年)**


资料来源: 行业网站、东兴证券研究所

甲基硫菌灵的生产商主要也主要集中在国内, 主要包括广信股份、江苏蓝丰生物化工、湖南海利和宁夏瑞泰 (江苏扬农化工集团子公司)。公司的产能利用率很高, 在相关市场上具有较大影响力。

**表 3 杀菌剂装置产能利用率**

时间	设计产能 (万吨)	产能利用率
2016	2.4	103.58%
2017		117.32%

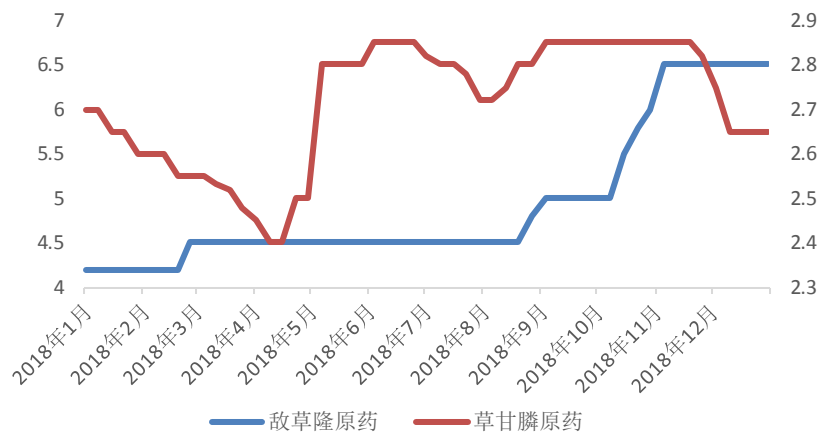
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2.2 除草剂的中间体预计逐渐实现自供

除草剂, 特别是大吨位的除草剂品种的盈利能力受中间体供应情况以及行业周期性的影响较为显著, 因此对于除草剂企业保证中间体的供应以应对原材料价格大幅波动, 以及具有较低的生产成本以抵御周期性的价格低谷是能够持续维持良好盈利的主要手段。

2018 年以来随着对邻硝基氯化苯等关键中间体的投产, 公司敌草隆的一体化程度显著提升, 后续随着公司其他中间体配套的陆续完成, 预计公司除草剂业务的竞争力将再上一个台阶。

图 13 公司主要除草剂产品价格（2018 年）



资料来源：行业网站、东兴证券研究所

表 4 除草剂装置产能利用率

时间	设计产能 (万吨)	产能利用率
2016	2.8	119.39%
2017		116.80%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.2.1 敌草隆是前景好的小品种除草剂

敌草隆是具有内吸传导作用和触杀作用的水用和旱用化学除草剂，具有无公害、低毒、低残留、广谱高效等特性。主要用于甘蔗、棉花、芦笋、柑桔、凤梨、温带树木和灌木水果种植的前期除草，也可以和其他农药复配使用，有效于一年生和多年生杂草，防治稗草、异型莎草、鸭舌草、野慈草、节节草、佰上菜、四叶萍、萤兰、眼子菜等效果达 90%-100%。该产品在巴西、德国、法国和以色列等国家和地区得到广泛应用。

敌草隆产品系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，甘蔗种植面积直接影响到敌草隆产品需求。甘蔗主要用于加工食糖和燃料乙醇。除受到天气变化等偶然影响因素外，食糖产业及燃料乙醇的发展趋势决定甘蔗的种植面积，并进而影响敌草隆产品的整体市场需求。

公司的合成反应处于国内领先水平。公司采用冷热光化法相结合的方法，对中间体 3,4-二氯苯基异氰酸酯合成采用原料 3,4-二氯苯胺和光气同时滴加法，严密控制配比，减少了两个杂质脲的生成；在设备方面，采用耐腐蚀、传热性强的特种材料作为光气化反应器设备材质，极大提高光气利用率和光气化反应效率，实现高收率和低成本的目的。结晶过程中加入混合溶剂，收率高，产品含量达到 98%以上、

公司作为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，目前产品已批量销往巴西、印度、以色列等国家和地区。自 2010 年以来，公司不断加强与美国杜邦在敌草隆产品上合作，美国杜邦系敌草隆的研发者，市场占有率较高。公司与杜邦

公司为战略合作伙伴，体现出客户对于公司产品品质的认可。

### 2.2.2 草甘膦价格预计回暖

草甘膦是全球最大宗的除草剂品种，约占全球农药总用量的 15% 左右，是目前世界上产量最大、应用最广的除草剂。广泛用于橡胶、桑、茶、果园及甘蔗地。另外，在 80 年代，草甘膦的发明者美国孟山都公司开始研究抗草甘膦转基因作物，目前已经取得了一系列抗草甘膦作物，其中包括大豆、棉花、玉米、小麦、花生、向日葵、水稻等。这些抗草甘膦作物发展迅猛，带动了草甘膦需求的增加。2018 年 11 月中旬开始至今日，草甘膦原药价格呈现阶梯式下滑。市场价格由 29000 元/吨走低至 26500 元/吨，预计草甘膦价格将在 19 年回暖。

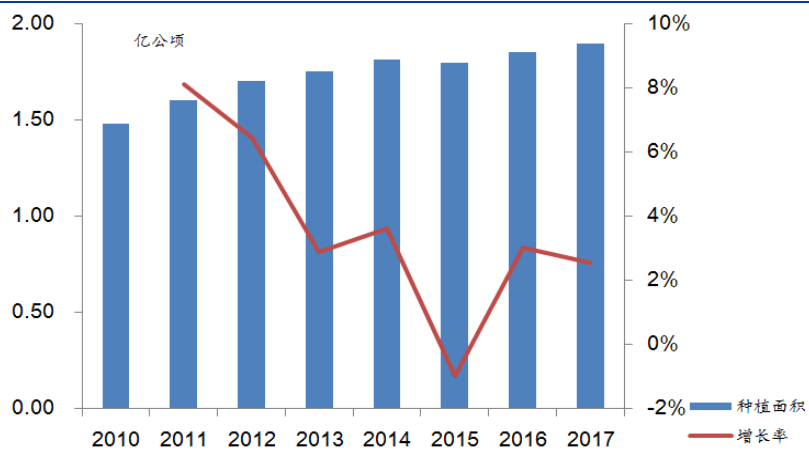
表 5 草甘膦的主要应用领域

主要用途	具体作用对象	草甘膦施用量
耐草甘膦转基因作物除草	大豆、玉米、棉花、油菜等	小麦、玉米用量 0.25-0.85kg/hm <sup>2</sup> ，棉花用量 0.85-4.0kg/hm <sup>2</sup>
非耕地除草	果园、胶园、桑园、茶园等	胶园与果园用量在 0.85-4.2kg/hm <sup>2</sup>
少耕或免耕作物种植	稻田等	0.20-2.24kg/hm <sup>2</sup>

资料来源：中国知网、东兴证券研究所

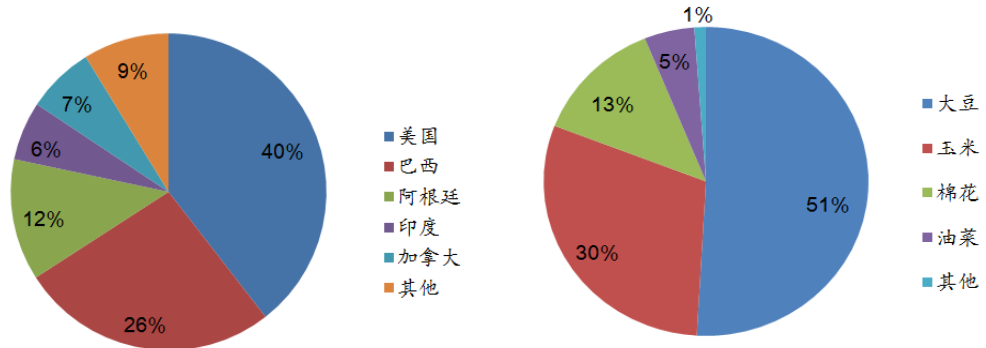
目前，草甘膦主要来自中国和美国孟山都。而中国生产草甘膦 80% 以上都用于出口，占我国农药出口总量约三成，出口地区涵盖美国、巴西、阿根廷、澳大利亚等几十个国家。

图 14 世界转基因作物种植面积



资料来源：wind、行业网站、东兴证券研究所

图 15 转基因作物的国别、物种分布

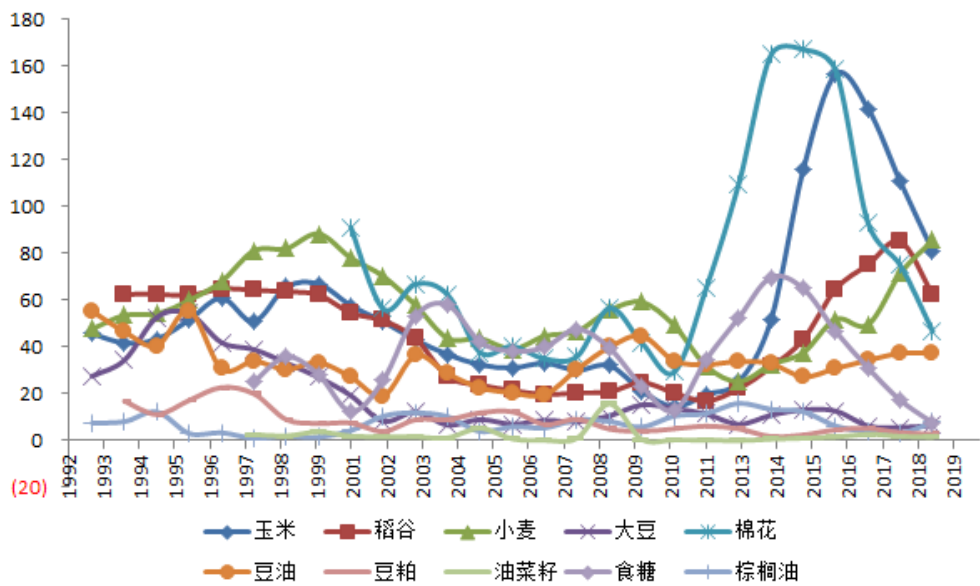


资料来源: wind、行业网站、东兴证券研究所

### 2.2.3 农产品价格预计上涨, 带动农药消费提升

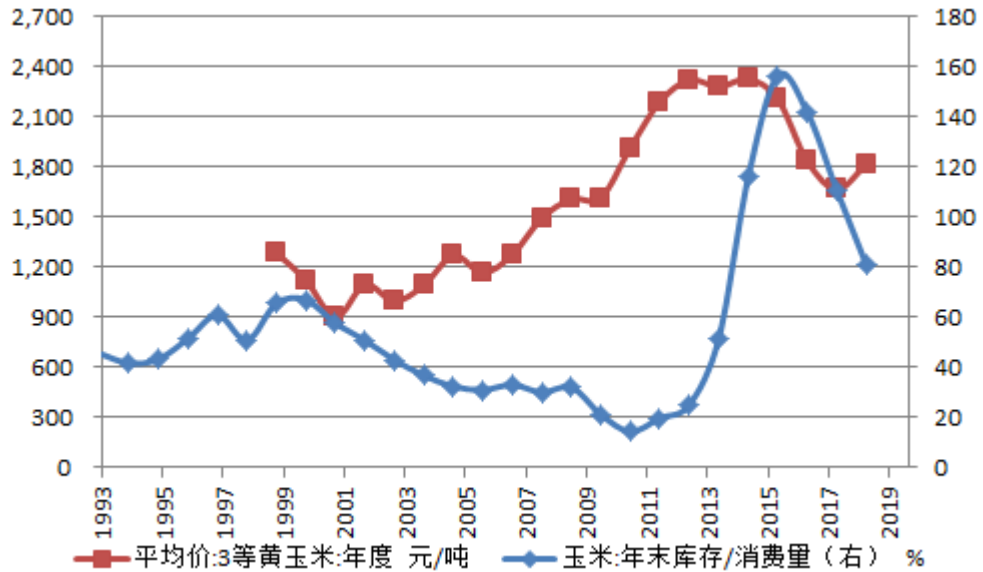
农产品去库存已接近尾声。按照农产品运行规律, 库存消费比下降 (尤其是被动去库存阶段) 意味着农产品价格进入上涨周期。例如, 从历史角度看, 当库存消费比低于 30% 时, 玉米市场供应紧张, 价格会显著上涨。

图 16 从国内主要作物及相关农产品库消比变动情况看, 整体上库存持续去化



资料来源: Wind, 中国汇易, 东兴证券研究所

图 17 库存消费比下降 (尤其是被动去库存) 阶段通常对应着农产品价格上涨



资料来源: Wind, 中国汇易, 东兴证券研究所

农产品价格回暖有望带动上游化肥等农资品需求。历史来看库存消费比与价格呈强相关的反向变动关系, 目前玉米、棉花库消比降幅较大, 稻谷库消比也开始下降, 除了小麦外, 其他农产品价格或迎来上涨, 由于农药产品性价比高, 有望受益于农产品景气度的提升。

### 3. 丰富的光气资源提供较强壁垒

与一般农药企业相比, 公司的核心竞争优势之一在于其拥有光气资源优势, 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、染料中间体的合成, 具有成本低、工艺流程先进、生产清洁污染少的特点。而无光气资源的企业多采用氯化亚砷工艺 (或固体光气工艺), 该工艺与光气工艺相比较为落后。

表 6 光气工艺的优势较大

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
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	部分原料含有硫、磷等杂质, 对下

	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。	游产品质量有影响
<b>环境保护</b>	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
<b>安全性</b>	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

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

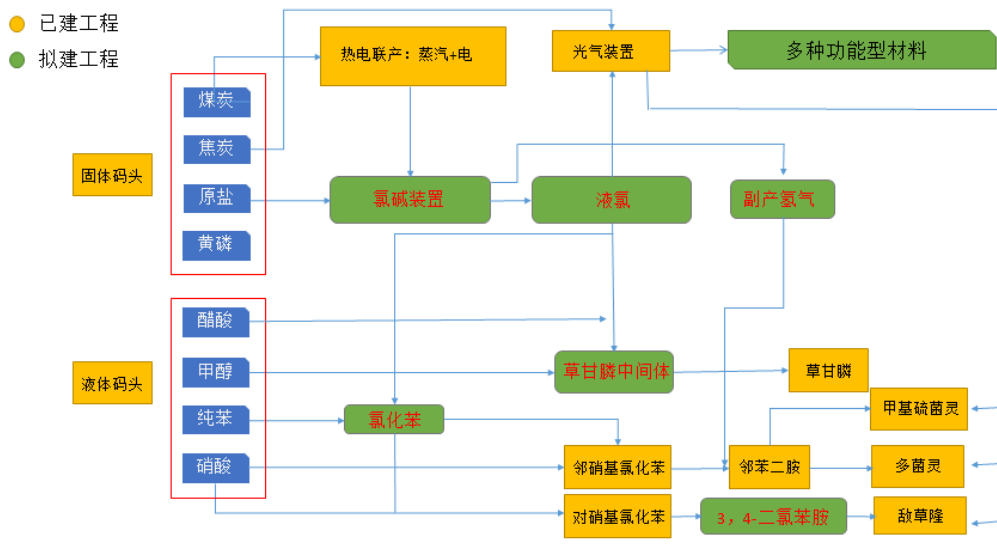
由于光气为剧毒气体, 在国际上受到各国的严格控制, 且光气生产资质准入门槛高, 难以获得。公司是工业和信息化部对生产光气监控的定点企业, 已取得《监控化学品生产特别许可证书》。公司生产利用光气已 20 年左右, 技术成熟稳定, 安全生产率高。目前, 公司是国内拥有光气资源量最大的民营农化企业, 其广德基地和东至工业园基地均有丰富光气资源。

公司设计了新型光气发生器, 采用高性能的特殊材料制作, 并采用专门配套的活性炭作为特定催化剂, 催化效率显著高于同行, 大幅提高了单台光气发生器的设计产能, 光气含量达到 95%, 具有较为显著的成本优势。

#### 4. 一体化的东至基地预计提升进一步提高盈利水平

广信股份在 2018 年完成定向增发, 共募集资金 14.35 亿元。该笔资金主要用于打造东至基地。公司拥有的丰富光气资源目前依然主要消耗仍是在多菌灵、甲基硫菌灵等传统产品上, 但未来具有向基于光气的大体量材料类产品进行拓展的能力。

图 18 公司东至一体化基地愿景



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**表 7 募集资金具体投资计划**

投资项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
广信股份 3000 吨/年吡唑醚菌酯项目	49,133.02	41,254.90
广信股份 1200 吨/年噁唑菌酮项目	38,090.43	31,471.00
东至广信 1.5 万吨/年邻苯二胺清洁化生产 技改项目	18,189.93	15,305.20
东至香隅化工园北区 24MW 热电联产项目	40,160.00	31,952.00
东至广信码头工程项目	17,157.17	14,222.46
广信股份研发中心项目	6,725.55	5,704.00
<b>合计</b>	<b>169,456.10</b>	<b>139,909.56</b>

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

广信股份主要项目介绍如下:

(1) 3000 吨/年吡唑醚菌酯项目。吡唑醚菌酯又名唑菌胺酯, 它能防治由子囊纲、担子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, 促进作物的生长。该品种不仅毒性低, 对非靶标生物安全, 而且对使用者和环境均安全友好。随着环保观念的加强和可持续发展战略的实施, 高效、低毒、高活性、低残留已成为农药发展的必然趋势。本项目充分利用公司现有技术优势, 通过合成生产吡唑醚菌酯原药, 所生产产品既可用于外销, 也可进一步深加工提升相关产品的附加值, 有利于打造完善生物化工产业链, 丰富公司产品结构。根据估算, 项目达产后, 预计税后内部收益率 26.34%。

(2) 1200 吨/年噁唑菌酮项目。噁唑菌酮是新型高效、广谱杀菌农药, 适宜作物如小麦、豌豆、甜菜等, 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、颖枯病等。它具有亲脂性、活性高、作用机理独特, 与现有杀菌剂无交互抗性等特点, 在低剂量使用具有显著的预防效果。该项目符合国家的产业政策、顺应市场潮流、依托现有技术力量, 实现产品间的相互配套, 根据估算, 项目达产后, 预计税后内部收益率 32.13%。

东至广信 3 个项目具体情况如下:

(1) 1.5 万吨/年邻苯二胺清洁化生产技改项目。邻苯二胺是重要的精细化学中间体, 主要用于生产高效低毒农药“多菌灵”、“托布津”等原料。东至广信现有邻苯二胺的产能是 1.5 万吨/年, 采用的是硫化碱还原法。为了克服硫化碱还原法转化率不高, 工艺废水量大且难于处理等缺点, 因此公司决定对原有装置进行清洁化技改, 采用转化率高、成本低、三废少且易于处理的催化加氢法生产邻苯二胺。由于上游原材料中间体行业的集中度明显低于下游原药企业, 所以环保对中间体的供给冲击显著大于对于原药企业的供应冲击, 公司通过改进东至基地的上游配套产品, 实现一体化战略, 可打开公司新的成长空间。具体时间进度: 2018 年邻苯二胺清洁化改造一期完成, 新工

艺节约成本 6000 万左右, 同时降低环保处理压力; 预计 2019 年中技改二期投产。根据估算, 项目达产后, 预计税后内部收益率 30.40%。

(2) 东至香隅化工园北区 24MW 热电联产项目。东至广信位于东至香隅化工园区沿江北部地块, 园区产业定位为“以硝酸、氨、氯碱产品为龙头, 农药、医药、化工新材料为特色的精细化工园区”, 规划热负荷东至广信占 70%以上, 其供汽压力部分为 1.96Mpa, 其它用户供汽压力要求为 0.6Mpa。本项目建设可满足公司的热负荷使用需求, 为公司节减电力费用, 而且节约能源、保护环境, 具有良好的社会效益和经济效益。热电联产在 2018 年三季度调试成功, 开始供应园区所有装置的蒸汽, 根据估算, 项目达产后, 预计税后内部收益率 15.26%。

(3) 东至广信码头工程项目。东至广信计划项目投产后, 从水路共需要进出港固体化学品 15 万吨, 进出港液体化学品 64 万吨, 进港煤炭和工业盐 81 万吨, 原材料及产成品主要来自及发送到长三角地区。目前香口港区已建和在建泊位通过能力仅为 287 万吨, 预测到 2020 年香口港区吞吐量将达到 1,120 万吨, 泊位通过能力瓶颈矛盾突出。为充分发挥紧邻长江的资源优势, 有效降低企业运输成本, 保障原料供应和成品出口, 需配套建设码头工程。本次设计吞吐量为 145 万吨, 共需建设 3 个 1000 吨级泊位, 其中 1 个 1000 吨级兼顾 3000 吨级化学品浮式泊位, 2 个 1000 吨级兼顾 3000 吨级散杂货泊位。

## 5. 盈利预测与估值

预计公司 18-20 年 EPS 为 1.04、1.27 和 1.54 元/股, 对应 PE 为 11.66、9.55 和 7.87 倍, 首次覆盖, 给予公司“强烈推荐”评级。

盈利预测关键假设:

1. 公司生产基地及相应项目的规划进度符合预期
2. 主要产品及原材料价格不出现突发性剧烈波动
3. 公司不会遭受长期停产、限产
4. 公司新产品的销售情况符合预期
5. 海外需求变化趋势维持且出口环境不会显著恶化

表 8 可比公司估值 (截止 2019 年 1 月 21 日收盘)

代码	公司	最新收盘价	EPS			PE		
			18E	19E	20E	18E	19E	20E
600486.SH	扬农化工	38.18	3.35	3.88	3.41	11.40	9.85	8.66
002258.SZ	利尔化学	13.11	1.18	1.56	1.89	11.15	8.41	6.95
000525.SZ	红太阳	13.56	1.72	1.98	2.33	7.89	6.85	5.81
002391.SZ	长青股份	10.70	0.95	1.17	1.36	11.23	9.18	7.86
<b>603599.SH</b>	<b>广信股份</b>	<b>11.35</b>	<b>1.04</b>	<b>1.27</b>	<b>1.54</b>	<b>11.66</b>	<b>9.55</b>	<b>7.87</b>



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 6. 风险提示

主营产品及原材料价格大幅波动; 行业景气度低于预期。

表9 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	1781	3663	3881	4298	5355	<b>营业收入</b>	1502	2346	2915	3490	4900
货币资金	748	2628	2634	2841	3336	<b>营业成本</b>	1029	1565	1918	2272	3303
应收账款	112	203	253	302	425	营业税金及附加	10	16	20	24	33
其他应收款	13	18	18	18	18	营业费用	48	68	85	102	143
预付款项	21	18	22	26	38	管理费用	239	306	380	455	639
存货	609	569	697	826	1201	财务费用	-37	0	-44	-39	-32
其他流动资产	195	172	189	204	225	资产减值损失	13.09	13.80	13.00	13.40	13.80
<b>非流动资产合计</b>	1600	1830	2357	2773	3159	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.84	0.02	0.00	0.00	0.00
固定资产	1083	1121	1273	1414	1906	<b>营业利润</b>	203	383	543	664	800
无形资产	212	197	190	183	177	营业外收入	20.91	1.52	10.00	12.00	15.00
其他非流动资产	69	73	74	75	76	营业外支出	12.43	0.65	1.00	1.30	1.40
<b>资产总计</b>	3381	5492	6238	7072	8515	<b>利润总额</b>	212	384	552	674	813
<b>流动负债合计</b>	720	1261	1538	1814	2599	所得税	31	47	67	82	99
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	181	337	485	592	714
应付账款	448	728	893	1057	1537	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	133	198	246	295	414	归属母公司净利润	181	337	485	592	714
一年内到期的非	3	3	3	3	3	EBITDA	304	500	550	683	844
<b>非流动负债合计</b>	256	103	155	217	279	<b>EPS (元)</b>	0.48	0.90	1.04	1.27	1.54
长期借款	0	0	50	110	170	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	976	1364	1692	2031	2878	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	13.3%	56.2%	24.2%	19.7%	40.4%
实收资本(或股	376	465	465	465	465	营业利润增长	34.3%	88.5%	41.7%	22.2%	20.5%
资本公积	846	2156	2156	2156	2156	归属于母公司净利润	39.1%	86.2%	43.8%	22.1%	20.6%
未分配利润	1027	1310	1697	2155	2707	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2405	4128	4546	5041	5637	毛利率(%)	31.5%	33.3%	34.2%	34.9%	32.6%
<b>负债和所有者</b>	3381	5492	6238	7072	8515	净利率(%)	12.1%	14.4%	16.6%	17.0%	14.6%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.4%	6.1%	7.8%	8.4%	8.4%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	7.5%	8.2%	10.7%	11.7%	12.7%
<b>经营活动现金</b>	171	951	658	786	1111	<b>偿债能力</b>					
净利润	181	337	485	592	714	资产负债率(%)	29%	25%	27%	29%	34%
折旧摊销	118.18	140.83	73.83	84.79	114.79	流动比率	2.47	2.90	2.52	2.37	2.06
财务费用	-12	14	33	42	61	速动比率	1.63	2.45	2.07	1.91	1.60
应收账款减少	52	-92	-49	-50	-122	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	86	65	48	49	119	总资产周转率	0.47	0.53	0.50	0.52	0.63
<b>投资活动现金</b>	-166	-399	-602	-500	-497	应收账款周转率	5	7	6	6	7
公允价值变动收	3	6	0	0	0	应付账款周转率	1.30	1.33	1.18	1.16	1.27
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	3	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.90	1.04	1.27	1.54
<b>筹资活动现金</b>	-24	1366	-50	-79	-119	每股净现金流(最新摊)	-0.05	5.04	0.01	0.45	1.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.39	10.97	9.78	10.84	12.12
长期借款增加	0	0	50	60	60	<b>估值比率</b>					
普通股增加	188	88	0	0	0	P/E	35.25	21.81	11.66	9.55	7.87
资本公积增加	-188	1311	0	0	0	P/B	2.66	1.78	1.24	1.12	1.00
<b>现金净增加额</b>	-18	1898	6	207	495	EV/EBITDA	18.80	9.58	4.89	3.73	2.50

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

### 张明辉

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

### 徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。