

2019年07月24日

广信股份 (603599.SH)

## 供热中心技改将持续增强公司一体化优势

■事件：公司公告变更部分募集资金投资项目，拟将原先热电联产及码头项目剩余 1.55 亿元变更到公司供热中心技改项目，总投资金额 1.75 亿元。

■新增供热中心技改项目一举多得，大大增强公司竞争力：据公告，公司 24MW 热电联产与码头项目已建成投产。本期供热中心技改项目计划建设 2 台 75t/h 中温中压循环流化床锅炉替代现有分散小锅炉，实现区域集中供热。建成后，企业不仅有质量稳定持续的热力供应保证，热力生产成本也可大大降低，经济效益增强，公司预计此项目年均所得税后净利润 739.02 万元。同时大锅炉集中供热可以通过完善的烟气除尘、脱硫、脱硝设施减少环境污染，并且灰渣可以集中处理节约土地资源，一举多得利于公司长远发展。

■前期 IPO 和定增项目逐步投产，一体化布局不断完善：公司是全球多菌灵、甲基硫菌灵和敌草隆的龙头企业，市占率国内居前。公司资本开支计划投向三大原药的上游关键中间体和公用配套，我们认为完成后公司仅需要外购苯、煤炭、原盐等大宗商品即可实现终端原药的生产销售，同时自备码头和热电，并拥有安徽唯一的省级高标准化工园区，一体化优势和抗风险能力显著，是稀缺的全产业链布局原药标的。据中农立华数据，2019 年上半年多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆、草甘膦均价分别较 2018 年变动-1.33%、+0.32%、-10.52%、-8.51%，公司产业链一体化优势有利于抵抗原药价格下跌。对(邻)硝基氯化苯(二期)、吡唑醚菌酯、噁唑菌酮等项目正在有序建设中，2020 年有望逐步投产，未来业绩值得期待。

■土地和项目储备充裕，成长空间大：公司主要产能位于广德和东至两大基地，目前仍有千亩以上的土地可利用，潜力较大；光气资源富余 12 万吨产能，在手原药和精细化工产品环评多，项目储备丰富，在当前土地和项目批文稀缺的情况下优势明显，未来成长空间巨大。

■投资建议：预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5.3、6.5、8 亿元，对应 PE 12.9、10.5 和 8.5 倍，维持买入-A 评级，6 个月目标价 18 元。

■风险提示：原料价格波动、项目建设进度不及预期等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,346.1	2,847.0	3,575.8	4,290.9	5,200.6
净利润	337.2	469.1	530.3	650.3	804.4
每股收益(元)	0.73	1.01	1.14	1.40	1.73
每股净资产(元)	8.88	9.98	10.55	11.69	13.12

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	20.3	14.6	12.9	10.5	8.5
市净率(倍)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
净利润率	14.4%	16.5%	14.8%	15.2%	15.5%
净资产收益率	8.2%	10.1%	10.8%	12.0%	13.2%
股息收益率	0.9%	1.2%	1.4%	1.7%	2.1%
ROIC	21.2%	31.1%	15.2%	23.4%	30.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

农药

投资评级 买入-A

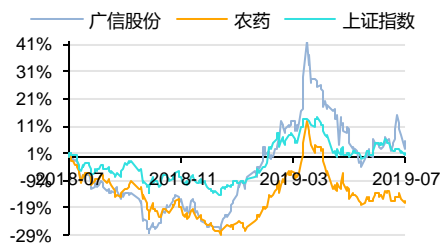
维持评级

6 个月目标价： 18 元  
 股价 (2019-07-23) 14.75 元

### 交易数据

总市值(百万元)	6,854.02
流通市值(百万元)	6,854.02
总股本(百万股)	464.68
流通股本(百万股)	464.68
12 个月价格区间	10.22/20.11 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.5	-5.78	5.03
绝对收益	0.1	-15.58	7.53

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

乔璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100001

qiaolu@essence.com.cn

### 相关报告

广信股份：业绩符合预期，在建项目稳步推进/张汪强 2019-04-17

广信股份：全产业链布局构筑护城河，高成长可期/张汪强 2019-01-22

广信股份：业绩稳定增长，全产业链布局优势明显/张汪强 2018-10-30

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,346.1	2,847.0	3,575.8	4,290.9	5,200.6	成长性					
减:营业成本	1,564.6	1,819.5	2,449.4	2,892.1	3,494.8	营业收入增长率	56.2%	21.3%	25.6%	20.0%	21.2%
营业税费	15.9	18.3	23.5	28.3	34.0	营业利润增长率	88.5%	37.0%	18.1%	23.0%	23.7%
销售费用	68.4	97.3	114.4	145.9	187.2	净利润增长率	86.2%	39.1%	13.1%	22.6%	23.7%
管理费用	306.0	298.4	373.7	452.3	546.1	EBITDA 增长率	82.1%	53.0%	0.5%	23.2%	21.8%
财务费用	0.3	-24.1	-	-	-	EBIT 增长率	127.2%	67.4%	-1.9%	23.0%	23.7%
资产减值损失	13.8	51.3	10.0	25.0	28.8	NOPLAT 增长率	136.9%	32.2%	18.4%	23.0%	23.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-10.1%	142.6%	-20.3%	-5.6%	24.0%
投资和汇兑收益	0.0	69.7	15.0	15.0	33.2	净资产增长率	71.7%	12.4%	5.7%	10.9%	12.2%
营业利润	383.2	524.9	619.8	762.4	943.0	利润率					
加:营业外净收支	0.9	3.0	4.1	2.7	3.3	毛利率	33.3%	36.1%	31.5%	32.6%	32.8%
利润总额	384.0	527.9	623.9	765.1	946.3	营业利润率	16.3%	18.4%	17.3%	17.8%	18.1%
减:所得税	46.8	58.8	93.6	114.8	141.9	净利润率	14.4%	16.5%	14.8%	15.2%	15.5%
净利润	337.2	469.1	530.3	650.3	804.4	EBITDA/营业收入	22.1%	27.8%	22.3%	22.9%	23.0%
						EBIT/营业收入	16.1%	22.2%	17.3%	17.8%	18.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	169	164	156	142	123
						流动营业资本周转天数	7	94	125	49	51
						流动资产周转天数	418	487	442	407	399
						应收帐款周转天数	27	34	32	31	32
						存货周转天数	90	70	97	87	85
						总资产周转天数	681	720	646	599	562
						投资资本周转天数	232	310	314	225	202
						投资回报率					
						ROE	8.2%	10.1%	10.8%	12.0%	13.2%
						ROA	6.1%	8.0%	7.6%	8.9%	9.0%
						ROIC	21.2%	31.1%	15.2%	23.4%	30.7%
						费用率					
						销售费用率	2.9%	3.4%	3.2%	3.4%	3.6%
						管理费用率	13.0%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
						财务费用率	0.0%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	16.0%	13.1%	13.7%	13.9%	14.1%
						偿债能力					
						资产负债率	24.8%	21.4%	29.4%	25.9%	31.5%
						负债权益比	33.0%	27.2%	41.6%	35.0%	45.9%
						流动比率	2.90	3.34	2.49	2.75	2.43
						速动比率	2.45	2.90	1.76	2.37	1.77
						利息保障倍数	1,301.46	-26.25			
						分红指标					
						DPS(元)	0.14	0.18	0.21	0.25	0.31
						分红比率	18.8%	17.3%	18.1%	18.1%	17.8%
						股息收益率	0.9%	1.2%	1.4%	1.7%	2.1%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,628.4	1,118.2	2,073.7	2,762.3	2,799.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	221.2	312.4	321.1	411.3	516.6
应收票据	54.4	103.9	123.5	131.0	178.4
预付帐款	17.9	9.5	54.1	9.3	64.1
存货	568.7	534.7	1,391.4	677.0	1,778.7
其他流动资产	171.9	1,957.2	774.8	968.0	1,233.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,120.9	1,477.4	1,618.0	1,760.0	1,790.7
在建工程	420.9	43.3	271.6	335.8	267.9
无形资产	196.6	209.5	204.2	198.9	193.6
其他非流动资产	91.4	133.7	105.5	83.5	70.0
资产总额	5,492.3	5,899.8	6,937.9	7,337.0	8,892.9
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	730.6	763.2	1,161.5	1,119.4	1,671.1
应付票据	281.4	302.6	375.7	441.9	584.0
其他流动负债	249.4	142.9	362.5	244.3	447.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	102.5	52.5	137.0	97.3	95.6
负债总额	1,363.9	1,261.2	2,036.7	1,903.0	2,798.0
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	464.7	464.7	464.7	464.7	464.7
留存收益	3,577.7	4,083.7	4,436.6	4,969.3	5,630.1
股东权益	4,128.3	4,638.6	4,901.3	5,434.0	6,094.8

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	337.2	469.1	530.3	650.3	804.4
加:折旧和摊销	140.8	161.0	176.7	219.3	252.5
资产减值准备	13.8	51.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	14.5	7.5	-	-	-
投资损失	-0.0	-69.7	-15.0	-15.0	-33.2
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	343.3	-2,146.9	1,014.2	336.8	-675.7
经营活动产生现金流量	950.5	300.2	1,706.2	1,191.4	347.9
投资活动产生现金流量	-399.0	-1,768.6	-485.0	-385.0	-166.8
融资活动产生现金流量	1,365.9	-63.2	-265.8	-117.8	-144.1

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.73	1.01	1.14	1.40	1.73
BVPS(元)	8.88	9.98	10.55	11.69	13.12
PE(X)	20.3	14.6	12.9	10.5	8.5
PB(X)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
P/FCF	13.7	-4.4	5.5	8.5	38.6
P/S	2.9	2.4	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	12.3	4.7	5.9	4.1	3.3
CAGR(%)	24.5%	19.7%	43.1%	24.5%	19.7%
PEG	0.8	0.7	0.3	0.4	0.4
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张汪强、乔璐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034