

证券研究报告—动态报告

新三板

化工

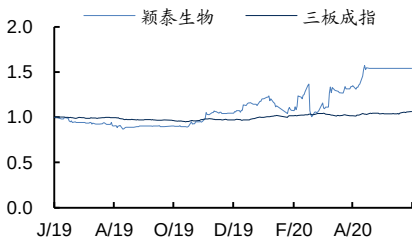
颖泰生物(833819)
增持

精选层公司快评

(首次评级)

2020 年 06 月 11 日

一年该股与三板成指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1126/1126
总市值/流通(百万元)	8950/8950
上证综指/深圳成指	2,919/11,139
12 个月最高/最低(元)	8.99/4.51

证券分析师: 张子恒

电话: 0755-81981863

E-MAIL: zhangziheng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100001

联系人: 彭若恒

电话: 0755-81981027

E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

仿制农药一甲, 首发助力扩产

● 以原药为核心全产业链发展, 并购做大做强, 发挥技术专长

公司是以农药仿制原药为主业, 营收超 50 亿的本土龙头之一, 为上市公司华邦健康 (002004) 核心资产, 主要产品包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂等, 主要客户为科迪华、安道麦等国际知名巨头。公司历经十多年发展从贸易型企业逐渐转型为生产型企业, 自产产品利润贡献已达 93%, 内销占比上升; 并延伸至上游中间体原料、下游制剂产品和渠道端, 近年来通过并购山东福尔、常隆农化、禾益股份等重要生产基地加速产能布局。

公司在主攻的三酮类、二苯醚类等领域拥有一定的研发和生产技术优势, 利用国内首个 OECD 认证的农药 GLP 实验室, 能服务客户进行产品准入登记加深合作, 通过自主登记掌握一定渠道优势。

● 公司规模稳居全国前三, 集约规模化政策引导行业整合

农药需求随人口增长持续向稳, 全球市场规模超 650 亿美元; 同时创新药研发投入大、周期过长, 因此非专利药市场份额不断提升, 预计 2023 年非专利市场将新增价值 110 亿美元。公司收入规模稳居全国前三, 七大高标准生产基地保证产能稳定, 国家政策仍在不断引导农药产业向集约化、规模化发展, 公司有望受益规模优势、行业并购机会。

● 营收调整或至拐点, 募资大规模扩产优势品类

公司受到环保严查、全球需求疲弱, 近年业绩波动较大, 但 2020Q1 疫情期间业绩表现稳健, 随着产品结构调整到位、停产的生产基地复工, 有助收入重回正增长。主要募投项目计划 3 年内增加 4 大优势产品, 合计 2 倍以上设计产能, 预计带来 30 亿高毛利增量收入, 整体收入规模在长期有望突破百亿级别。

● 风险提示: 原材料价格波动; 债务负担较重; 项目建设不达预期

● 投资建议: 受益集中度提升及扩产, 首次覆盖给与“增持”评级。

预计 2020-22 年净利润增长 15.4/37.0/35.8%; 对应 EPS 为 0.27/0.36/0.49 元, 对应 PE 为 30/22/16x。当前估值已修复至合理水平, 公司短期面临一定财务压力, 首次覆盖给与“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,232	5,295	5,209	5,875	6,953
(+/-%)	1.5%	-15.0%	-1.6%	12.8%	18.3%
净利润(百万元)	443	282	325	445	605
(+/-%)	52.1%	-36.5%	15.4%	37.0%	35.8%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.25	0.27	0.36	0.49
EBIT Margin	14.5%	14.8%	11.8%	12.8%	13.1%
净资产收益率(ROE)	11.2%	7.1%	7.8%	10.2%	12.9%
市盈率(PE)	19.8	31.8	30.0	21.9	16.1
EV/EBITDA	13.3	14.2	18.0	15.2	13.2
市净率(PB)	2.23	2.25	2.35	2.23	2.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

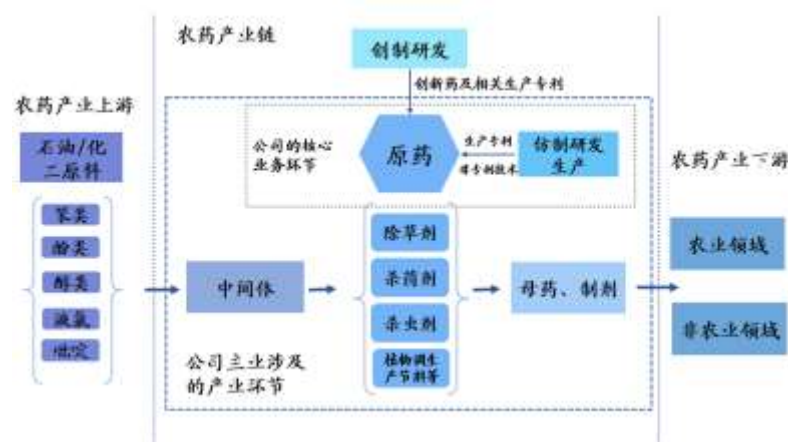
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

贸易转型自产，并购扩大规模，以原药为核心构建全产业链布局

颖泰生物成立于 2005 年，为华邦健康（002004）的核心控股子公司，是以农药仿制药的开发、生产和销售为主业、营收超 50 亿元的本土龙头公司之一。公司是众多全球知名植物保护企业的供货商，业务覆盖拉丁美洲、欧洲、亚洲等 20 余个国家，与科迪华、安道麦等巨头客户有较稳定的合作关系。公司此次申请公开发行进入精选层，计划募资 5.5 亿，各项指标较大幅度高于入层标准。

公司农药产品包括除草剂、杀菌剂和杀虫剂三大类，作为典型的仿制型农药企业，主要是在原药专利即将到期时进行研发、试验，在专利过期后登记产品生产销售。原药一般由下游企业、药厂或贸易商客户将原药复配为制剂后再销售给经销商或终端用户，公司本身也生产和销售部分中间体和制剂，如氟苯等。

图 1：公司主业及行业位置



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在创立初期，农药贸易为公司的主业，主要系在境内为跨国客户采购农药产品，利用渠道优势实现快速发展。随农药生产向新兴国家转移，公司趁势进行生产基地布局，开发和积累自有技术，经过十余年的深耕逐步实现向生产型企业的转型。近年来，公司通过对山东福尔、禾益股份、常隆农化等公司的投资并购大力提高产能实力，营收快速增长，2019 年达到 52.95 亿元，较 2015 年增长 58.87%。

此外，公司通过参股重要的原料供应商和下游核心客户，有效地延伸了产业链覆盖，强化了核心业务能力。目前来看，公司已逐步建立起全产业链商业模式，从技术研发、登记注册到生产销售各环节完善，从原料中间体到成品制剂的一体化高效生产模式初步搭建。

表 1：公司近年对外投资及并购情况

投资对象	与公司关系	投资情况	直接投资金额
阿尔宝 (Albaugh)	核心客户之一；生产、存储、批零各种农业及工业化学产品；帮助公司开拓美国及欧洲销售市场	2014：参股 20%	2.2 亿美元
山东福尔	中间体主要生产基地之一	2016：从控股股东华邦健康处购买 100% 股权	11.95 亿元
禾益股份	原药、制剂和中间体主要生产基地之一	2014：从华邦健康和原股东处购买、并参与增资后持股 33.32% 2017：增资并通过股转系统购买后持股 36.61% 2018：收购少数股东权益后持股 99.99%	2014：1.35 亿元 2017：0.68 亿元 2018：5.92 亿元
常隆农化	原药、制剂和中间体主要生产基地之一	2017：通过山东福尔、禾益股份和直接购买方式取得 91.73% 股权（现持股 93%）	2017:2.02 亿元
世杰农化	中间体原材料重要供应商	2017：参股 20%	1.2 亿元
吉隆达	中间体生产基地之一	2017：收购 40% 股份 2018：收购 16% 股份（现持股 65%）	2017:4 千万 2018:1600 万

资料来源：公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

转型高毛利率自产产品，掌握核心生产技术

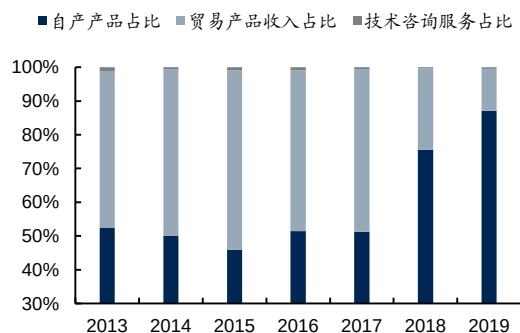
公司主营业务包括三大类：

(1) 自产产品业务：随着产能扩大，公司自产产品的收入占比快速提升，2019年已达到 87.1%，同时由于自产产品毛利率较大幅度高于贸易产品（2019 年二者分别为 26.7%和 9.8%）且逐年提升，毛利润占比在 2019 年已达 93.8%，是最主要的利润来源。

(2) 贸易产品业务：公司利用成熟供销网络和渠道优势，根据客户的具体需求在境内采购质量可靠、售后有保障的产品，主要是草甘膦、麦草畏、双甘膦等大品类广谱性除草剂原药及中间体，加价率较低，但有利于增加核心客户黏性。在业务升级和贸易环境趋严的背景下，公司主动压缩了规模并优化产品结构。

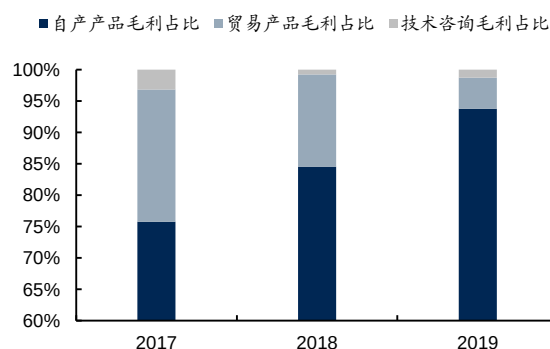
(3) 技术咨询服务：公司拥有大陆第一个受 OECD 认证的农药 GLP 实验室，利用突出检测分析技术能为国内外外药客户在欧美市场的准入注册登记提供安全性评价服务，收入占比不大但极大增强了与客户的合作关系以及业务的拓展能力，毛利率可达 75%。

图 2：2013-2019 年各主营业务收入占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

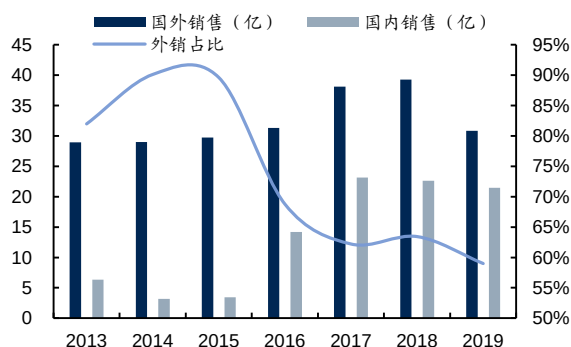
图 3：2017-2019 年各主营业务毛利润占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

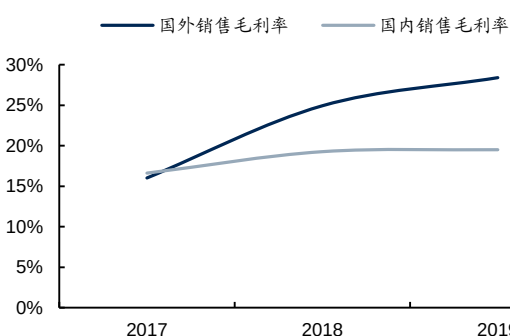
从区域来看，公司主要客户多为跨国公司，外销一直是主要收入来源，但近几年在自产产品扩产后对内销售增加，同时公司主动压缩贸易业务规模，外销占比下降明显，目前已降至 59%，同时随着自产产品占比增加以及贸易产品结构的调整优化，外销毛利率近 3 年来逐年上升。

图 4：2013-2019 年内外销售额（亿）及外销占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：2017-2019 年境内外销售毛利率（%）

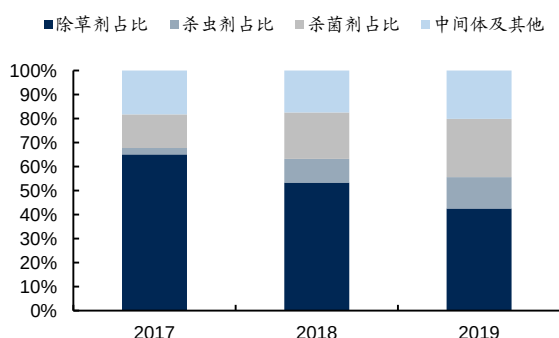


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司自产产品包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂及中间体等四大类，具体品类约百余种。其中除草剂销售额最大，占比一度达到 65.1%，但近两年随杀菌剂和杀虫剂产销量的快速增长已下降至 42.5%，不过这与全球农药市场中除草剂的整体份额基本相当，杀菌剂则扩大至 24.3%成为公司第二大品类。

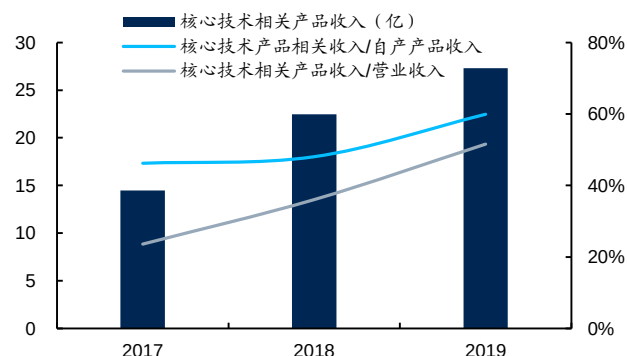
生产中的工艺和技术决定了农药产品的生产效率、单位成本、产品质量与稳定性，污染程度和处理难度等，是仿制类农药企业维持盈利并取得竞争优势的关键。公司针对重点产品大力创新研发，已形成了自主知识产权体系，而与核心技术相关的产品销售额持续快速增长，2019 年已达 27.3 亿，占自产产品和营收之比分别达 59.9%和 51.6%，皆逐年快速提升。

图 6：2017-2019 年自产农化产品分类销售额占比



资料来源：公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

图 7：2017-2019 年核心技术相关产品销售额及占比



资料来源：公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

公司当前的产品组合约百余种，其主要产品大都基于核心技术或专利的运用，主攻方向也与国内主流公司有一定差异，尤其是在除草剂和杀虫剂品类，主要产品为三嗪酮类、二苯醚类和新型脲类等，而非最广泛的草甘膦、双酰胺类等，在一定的细分领域内建立起特色优势。

具体来看，这些主要产品总体上销售额较大、毛利率较高且持续增长：

(1) 除草剂：从 2019 年来看，4 类主要产品销售额皆在 2 亿元以上，三嗪酮类的平均毛利率接近 45%，二苯醚类也达到了 35% 的高水平。合计来看销售额接近 16 亿，占除草剂大类的 81% 总营收的 30%，是最核心的自产产品。

不过在销售额最大的酰胺类方面，随环保监管加强成本逐年升高，而业内竞争相对激烈，多因素影响下毛利率持续走低，2019 年叠加国内外需求下降，尤其是天气影响推迟北美种植季而价量齐跌，是拖累当年收入和业绩的重要因素。

(2) 杀菌剂：2 类主要产品的使用都较为广泛，近年销量随杀菌剂整体使用量的稳步提升而增长较快，当前销售额皆超 2 亿，合计已近 6 亿，占杀菌剂大类销售额的 53%，总营收的 11%，毛利率也相对较高，其中三唑类可达 30% 以上。

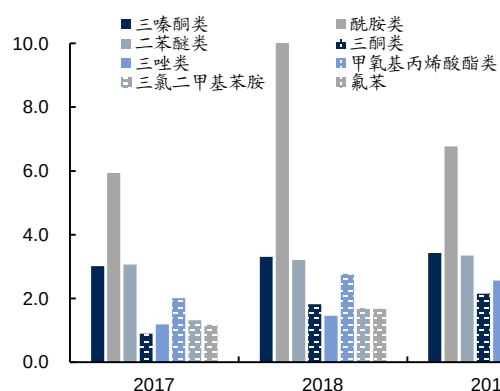
(3) 中间体：公司中间体种类相对分散，部分供自身使用，在对客户销售时主要产品氟苯、三氯二甲基苯胺，毛利率都比较高，分别超过 28% 和 31%。其中氟苯收入快速增长，目前销售额也已达 2 亿元；三氯二甲基苯胺接近 1.5 亿。

表 2: 公司主要自产产品及相关核心技术举例

	化学种类	代表产品	功能特点	应用范围	相关核心技术举例	专利技术
除草剂	三嗪酮类	苯嗪草酮	通过抑制光合作用中的希尔反应起到杀草作用。	用于糖用甜菜和饲料甜菜。主要用于防除单子叶和双子叶杂草。	三嗪酮类除草剂核心技术	是（申请中）
	酰胺类	乙草胺	进入植物体内抑制蛋白酶的合成,使幼芽、 幼根停止生长。	用于大豆、花生、玉米、水稻、棉花、甘蔗、马铃薯、蔬菜等。用于防除一年生禾本科杂草和某些阔叶杂草	酰胺类除草剂核心技术	否
	二苯醚类	乙氧氟草醚	触杀型除草剂,在有光的情况下发挥杀草作用。	用于水稻、棉花、麦类、油菜、果园等。主要用于防除阔叶杂草、稗草、异型莎草等。	（1）连续硝化法绿色催化新工艺制高效低毒乙氧氟草醚原药 （2）高效、安全含氟二苯醚系列除草剂协同清洁生产技术及产业化 （3）二苯醚类除草剂核心技术	（1）否 （2）是 （3）否
	三酮类	硝磺草酮	HPPD 抑制制,在植物木质部和韧皮部传导,具有触杀作用和持效性。	用于玉米。广谱除草剂,用于防除苘麻、刺苋等多种杂草	（1）高效安全除草剂硝磺草酮清洁生产技术研发与应用 （2）环境友好型 50%烟嘧磺隆+硝磺草酮+氯氟吡氧乙酸水分散粒剂生产	（1）是 （2）是
杀菌剂	三唑类	戊唑醇	醇甾醇脱甲基抑制制,不仅具有杀菌活性,还可促进作物生长,从而提高产量。	用于小麦、大麦、燕麦、玉米、高粱等重要经济作物。可以防治白粉菌属、柄锈菌属、喙孢属、核腔菌属和壳针孢属菌引起的病害。	（1）98%戊唑醇原药生产技术 （2）水基化制剂生产技术	（1）是 （2）是
	甲氧基丙烯酸酯类	啮菌酯	通过抑制线粒体呼吸,从而杀死细胞。	用于禾谷类作物、花生、马铃薯、果树等。是一种广谱杀菌剂,几乎对所有真菌性病害均有效。	（1）甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂核心技术 （2）水基化制剂生产技术	（1）是 （2）是
杀虫剂	新型脲类	丁醚脲	线粒体呼吸抑制制。对幼虫、成虫有触杀、胃毒作用,也显示一些杀卵作用	用于棉花等多种田间作物、果树、观赏植物和蔬菜等。对植食性螨虫、小菜蛾、菜青虫等有较好效果。	（1）新型脲类杀虫剂核心技术 （2）水基化制剂生产技术	（1）否 （2）是
中间体	中间体	三氯二甲基苯胺	——	——	——	——
	中间体	氟苯	——	——	含氟农药绿色化关键技术研发及应用	否

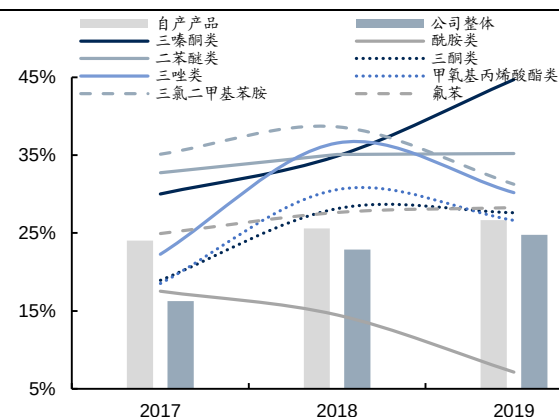
资料来源:公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

图 8: 2017-2019 年主要产品销售额(亿)



资料来源:公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

图 9: 2017-2019 年主要产品毛利率(%)



资料来源:公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

主要客户为国际知名植保公司，合作稳定形成背书效应：公司的核心客户基本都具有较的大规模和良好的品牌声誉，对产品质量的要求很高，对供应商的选定有严格的标准和流程，选定后也不会轻易变更，出于对公司产品及服务能力的信赖已形成了稳定的战略合作关系。

具体而言，全球巨头安道麦和科迪华近年来一直是公司的前 5 大核心客户，在 2019 年分列前两位；第 3、4 大客户为分别为阿尔宝和纽发姆，为全球第二梯队的知名农化公司，公司本身持有阿尔宝 20% 的股权，形成了更深入的绑定关系，这些客户也为公司的业务拓展形成了背书。此外，经过业务结构的不断调整优化及新客户的拓展，公司对前五大客户的依赖度逐渐下降。

表 3：部分核心客户情况

核心客户	公司简介	规模实力
科迪华 (CORTEVA)	美国两大化学巨头陶氏化学和杜邦公司合并完成后于 2017 年 8 月拆分出的农化业务主体。	融合原杜邦、陶氏益农和先锋 3 家公司的技术专长和全球规模，将陶氏和杜邦拥有的种子、作物保护等业务整合，近年营收规模约为 150 亿美元，市场份额全球前 3。
安道麦 (ADAMA)	全球作物保护行业的领军企业之一，拥有七十多年历史，2011 年被中国化工集团收购，2017 年与沙隆达合并，目前为 A 股上市公司（000553.SZ），实际控制人为国务院国资委。	业务覆盖 100 多个国家，拥有全球最广泛和差异化的产品组合，包括 270 多种原药和 1000 多种终端产品，可以为各市场所有主要农作物的全部需求提供解决方案，18 年销售额达 39 亿美元列全球第 6。
纽发姆 (NUFARM)	创建于 1957 年的世界领先的专业性农药公司，总部在墨尔本。	全球共登记了约 2100 多个农药产品，并向 100 多个国家销售，是苯氧羧酸类除草剂全球第一大供应商，草甘膦和 2,4-D 全球第二大供应商。近年来农药业务销售额跻身全球前 10。
阿尔宝 (Albaugh)	主要生产和销售专利后作物保护产品的美国公司，全球总部位于爱荷华州阿克尼市。颖泰生物在与之合作十余年后于 2014 年收购其 20% 股份。	美国最大的非专利农产品生产商之一，业务遍及北美市场、南美市场和欧洲市场，在北美地区有着完善的供应链，在南美地区经营多年影响力广泛，是南美共同市场中最大的草甘膦和 2,4-D 供应商之一。
Atticus	美国行业领先的农用化学品和动物保健品生产供应商，产品主要是自有品牌的非专利的农药及动物医药保健化学品等。	主要市场包括美国大田作物、特定经济作物、非农作物及宠物保健。

资料来源：公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

表 4：公司近三年前五大客户及销售情况

排名	2019 年	销售额	占比	2018 年	销售额	占比	2017 年	销售额	占比
1	安道麦	8.18	15.44%	安道麦	8.95	14.35%	安道麦	12.32	20.07%
2	科迪华	3.03	5.72%	科迪华	8.58	13.76%	阿尔宝	10.45	17.02%
3	阿尔宝	2.61	4.94%	阿尔宝	2.82	4.52%	烟台泰裕化工有限公司	8.58	13.97%
4	纽发姆	2.33	4.40%	纽发姆	2.31	3.71%	科迪华	2.72	4.44%
5	ATTICUS	1.85	3.49%	ATTICUS	2.03	3.26%	纽发姆	2.03	3.30%
	合计	17.99	33.98%	合计	24.69	39.60%	合计	36.10	58.80%

资料来源：公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

准入合作增加业务合作深度，自主登记把握渠道先发优势：药产品具特殊性，世界各国均有专门的产品登记法规和制度管控，企业必须获得权威部门颁发的许可或者登记证后才能在当地销售产品，一般会耗费很高的时间和资金成本。

表 5：世界前三大农药消费国及获取农药登记证的情况

排名	国家	世界农药市场份额	取得农药登记证时间花费
1	巴西	17.46%	5-7 年
2	美国	15.43%	不少于 1 年，费用达数十万美元
3	中国	11.32	至少 3 年

资料来源：公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

公司凭借自身技术及 GLP 实验室优势，外销时一般会与客户合作登记，提供受认可的产品数据。公司主要采用的技术支持营销模式会在开发新品前与客户沟通交流，将其要求、标准融入研发和工业化生产过程中，更好的满足客户需求。此外，为快速打开市场，公司很早就已启动了产品自主登记工作。目前公司在全球最大的农药消费地拉美地区拥有多个登记证，并拥有核心产品乙氧氟草醚和特丁噻草隆原药及制剂产品在全球 52 个主要国家的登记注册等知识产权，可通过授权或者备案等方式实现向跨国农化公司销售；在国内市场，公司拥有 403 项国内农药产品登记证，其中原药登记证 156 项，处于业内领先地位。

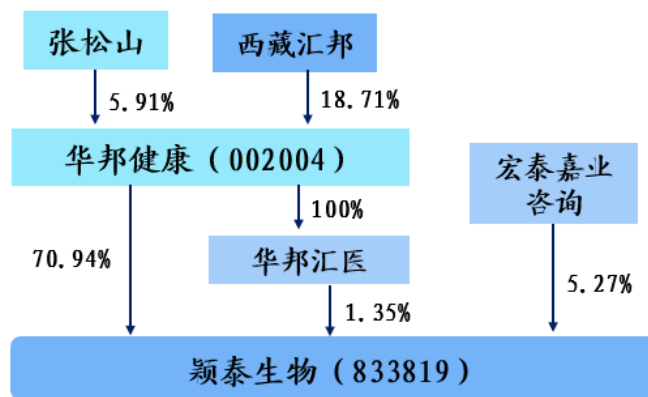
控股股东为上市公司，实控人及核心管理人员行业背景深厚，利益绑定

公司的控股股东为华邦健康，主业为农药、医药及医疗服务，合计持有公司 72.29% 的股份，19 年营收为 100.1 亿，其中并表公司部分占 52.5%，业绩为 9.3 亿，并表公司部分占 45.4%，并表公司净资产则占 30.5%。

公司与华邦健康的实际控制人均为张松山，其化工专业背景深厚同时业内经验丰富，最早于防化指挥工程学院工作，后进入北京大学化学系深造 6 年，取得

博士学位和高级工程师职称，1992 年毕业后进入华邦生化公司任总经理，于 2001 年开始担任华邦健康董事长，后又于 2012 年开始一直兼任总经理。

图 10: 颖泰生物当前股权结构



资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

公司核心管理层在化工农药行业都有相对丰富的管理经验，主要为董事长王榕，总经理兼董事陈伯阳、副总经理兼董事王满以及蒋康伟等 2 位董事、财务总监和董秘。此外，公司的 4 名核心技术人员皆具有深厚的专业背景、丰富的实践经验和较强的领导能力。

公司与核心员工形成了较紧密的利益绑定，公司高管皆直接或间接持有公司或华邦健康股权，同时公司曾于 2018 年对核心员工启动了大规模的股票期权激励计划，总授出股份占当时公司股本的 20%，第一期目标已达成行权，占授出股份的 20%，目前因新三板改革政策已提前终止。

表 6: 公司高管及核心技术人员

高管	当前职务	任职经历	当前其他兼职	
王榕	董事长	曾供职中国化工进出口总公司、中化国际贸易公司；任职万全凯迪进出口有限公司总经理、上虞颖泰精细化工董事长、颖新泰康国际贸易总经理、颖新泰康科技总经理、颖泰生物总裁、总经理	华邦健康董事、山东福尔董事、禾益股份董事、科稷达隆董事、赛赋医药研究院董事、阿尔宝（Albaugh）董事等	
陈伯阳	董事及总经理	曾任汉江药业集团总工程师、副总经理；2011 年加入公司，历任杭州颖泰生物董事及总经理、颖泰作物保护董事、杭州庆丰进出口董事等	常隆农化执行董事、禾益股份董事、山东福尔董事	
王满	董事及副总经理	曾任河北唐山汉沽农场工业处干事、汉沽管理区经贸委副主任、开放办主任、万全力华常务副总、上虞颖泰精细化工总经理及董事长、禾益股份董事、庆丰进出口执行董事等	颖泰作物保护有董事长、万全力华化工执行董事、万全宏宇执行董事、杭州颖泰生物科技董事长	
蒋康伟	董事	曾供职中国海外建筑工程总公司、中国化工进出口总公司；曾任颖新泰康国际贸易董事长、北京颖泰科技副董事长、颖泰生物副董事长及董事长、华邦健康董事及副董事长	华邦健康监事会主席、科稷达隆董事长、西藏汇邦董事等。	
于俊田	董事	曾任龙口氧气厂厂长、龙口龙泉化工厂厂长、龙口龙海精细化工董事长、龙口福尔生化执行董事、山东福尔董事长及总经理等	华邦健康董事、山东福尔董事等	
——核心技术人员——				
技术	当前职务	专业背景	任职经历	主要科研成果
乔振	技术发展中心总经理	在化学、农药学领域拥有较为坚实的理论基础和实践经验，具备独立从事化学、农药等精细化工产品研究开发及组织工业化生产的能力。	曾任山东省农药研究所高级工程师。2004 年起历任公司研发中心项目经理、合成三室主任、研发中心副经理、研发中心经理、供应链管理部经理、总经理助理、副总经理等职务。	国内外刊物发表科研论文 20 余篇，专利 10 余项。工作期间完成科研项目涉及农用助剂的合成、加工，医药中间体的制备、农药原药的技术开发、工艺优化、工业化生产。
王磊	技术发展中心副总经理	2013 年博士毕业于中国农业大学农药学专业。	曾任公司研发中心合成工程师，公司技术发展中心工艺开发经理。	主要负责公司原药合成项目的小试研究，工业化生产，从事农药、中间体以及精细化工产品的研发和生产工作。
汪春华	常隆农化总经理助理	2008 年博士毕业于南开大学化学学院，经嘉士伯基金资助 2008 年至 11 年在丹麦罗斯勒大学和南丹麦大学从事博士后研究工作，出站后加入丹麦科麦农研发中心担任研究员。	2015 至 2019 年任北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司工艺副总监。	博士后期间发表论文 13 篇。在颖泰嘉和负责丙硫菌唑，精异丙甲草胺等新项目的路线探索，在降低原有工艺成本的同时攻克了所有的技术壁垒。研发中形成发明专利 11 篇，实用新型专利 8 篇。
李相敢	科稷达隆	1993 年博士毕业于美国特拉华	拥有近 20 余年跨国公司研发和管	在 Plant Physiology 等杂志上发表论文共计 36

首席运营总监

大学，1993 年至 1996 年在美国爱荷华州立大学、美国先锋公司、美国杜邦公司从事博士后研究

理经验。在诺华和先正达任首席科学家、部门经理等职务。

篇，主持管理生产了先正达多款转基因玉米。参与申报 2 项授权发明专利，2 项公布专利，以及 4 项待批科稷达隆发明专利。

资料来源：公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

领先设施+深厚研发底力，工艺技术环保高效，新研究项目储备充分

国内领先的研发设施：当前公司已建立了省级企业研究院、省级研发中心、省级企业技术中心、省级院士专家工作站、省级协同创新中心等科研平台，院士专家工作站被评为全国 2018 年度模范院士专家工作站。总部的研发中心面积近 5000 平米，设有合成研究室、分析研究室、制剂研究室和工程研究室；在北京的颖泰分析子公司拥有农药 GLP 实验室，可实现从原料、中间体到原药产品质量的全面分析与控制，其研究报告得到美国 EPA 和主要的 OECD 成员国认可，并屡次通过 OECD 成员国的复查认证，在业内拥有良好的口碑。

较高素质的研发团队：公司现有的技术研发人员的总数达到 401 人，超 25% 为硕士以上学历，在研发团队的一致努力下解决了多项行业关键共性技术难题。较强的研发优势不仅为公司提供了持续的产品竞争力，也帮助公司与国际知名农化企业客户形成良好的合作关系，保证了产品销售渠道的畅通。

公司的技术特点体现在多个方面：（1）使用新的工艺路线及环保型原料催化降低废物生成（2）设备升级，利用连续化装置提高生产安全性、生产效率并降低成本（3）通过自研化学制剂对三废进行绿色化处理和回收套用（4）针对杂质及副产物开发回用技术，实现废物资源化。目前公司已积累了 20 余项核心技术，拥有专利 174 项，其中发明专利 106 项，研发成果获得科技部、工信部、石油化工联合会等省级以上单位的奖项认定 20 多次。

持续研发是公司巩固核心领域保证竞争优势的根本，当前公司正在独立进行的技术研究有 28 项，与中国农大、天津大学共同开发的项目有 6 项，在农药使用及管理政策日趋严格的背景下，以技术为本的发展模式符合行业趋势。

表 7：公司部分正在研发的核心技术

项目	进度	主要研发人员	拟达到的目标
新型除草剂精异丙甲草胺新工艺的技术研究	试生产建设	乔振、汪春华、杨红叶、涂俊青	实现该产品生产工段加氢、酰化的连续化生产，提高自动化生产能力，提高生产及产品质量的稳定性。
高效杀菌剂啮菌酯的工艺技术改进及关键原材料的配套研究	技术改进	乔振、汪春华、王磊、吴国林、赵永长	（1）对现有工艺进行工艺技改，提高产品收率，降低三废； （2）开发连续化工艺、提高工艺生产稳定性； （3）开发 BOF、二氯啮啉的绿色生产工艺。
高效杀虫剂丁醚脲原药的工艺技术研究	技术改进	汪春华、马浩杰、孙艳伟	（1）完成小试技改工艺，优化工艺工程方案，控制工艺副产、提高产品收率；（2）对溶剂、物料的工艺方案进行优化，实现连续套用，降低三废。
农药中间体 1,3-环己二酮的工艺技术研究	试生产建设	王磊、吴坤、倪肖元	（1）完成废水中产品的资源化回收，降低三废，提高产品收率； （2）提高产品生产收率。

资料来源：公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

此外，公司还具有生物技术研发能力，主要聚焦种业性状研究，能与农药技术研究相结合。公司的 CRISPR/Cas9 基因编辑技术达到国际先进水平，可通过对特定目标基因进行精准修饰，获得丰富的理想性状品系，显著加快育种进程。

高标准生产基地全国布局，稳定产能优势支撑持续发展

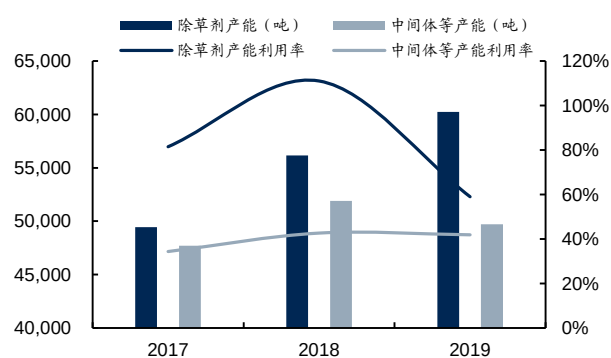
随着对山东福尔、禾益股份、长隆农化等重要子公司的收购合并，公司现已在全国布局了七个生产基地，涵盖中间体、原药和制剂的生产，拥有 6 万吨以上的优质除草剂产能，杀菌剂和杀虫剂产能也分别接近 6 千吨和 8 千吨。这些生产基地皆配备了先进生产设备，拥有自动化、高效化和清洁化的生产线，具备合规生产和可持续生产的能力，为公司的长期稳定发展打下坚实基础。

表 8: 公司主要生产型子公司及最近年度财务情况

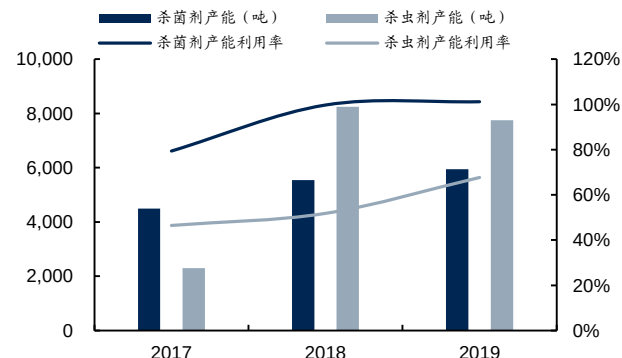
子公司	主要产品及经营活动	成立时间	经营地	控股情况	总资产(亿)	净资产(亿)	净利润(亿)
上虞颖泰	原药及制剂研发、生产、销售	2003	杭州	100%	14.47	7.20	0.96
杭州颖泰	原药及制剂研发、生产、销售	1957	杭州	上虞颖泰 100%	11.44	2.57	-0.03
颖泰作物	制剂的研发、生产	2015	杭州	杭州颖泰 100%	2.13	2.05	-0.01
万全宏宇	原药的研发、生产、销售	2002	张家口	100%	4.21	1.78	0.60
万全立华	原药的研发、生产、销售	2001	张家口	万全宏宇 100%	2.69	0.68	0.02
禾益股份	原药、制剂及中间体的研发、生产、销售	2005	九江	99.99%	8.17	5.72	0.77
常隆农化	原药、制剂及中间体的研发、生产、销售	2009	泰兴	禾益股份 51.00%; 山东福尔 31.42%; 颖泰生物 10.58%	14.52	6.39	1.05
山东福尔	中间体产品的研发、生产、销售	1994	烟台龙口	100%	16.20	7.75	1.23
盐城南方	原药及中间体产品的研发、生产、销售	2004	盐城响水	100%	3.53	0.90	-0.47
吉隆达	中间体产品的研发、生产、销售	2005	连云港	65%	1.28	0.54	-0.09

资料来源: 公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

具体来看, 通过并购和生产工艺的改进, 公司产能总体持续提升, 其中除草剂的产能利用率 18 年的成功改进中大幅突破 100%, 但 19 年因酰胺类生产计划调整和盐城南方停产而下降, 而杀虫剂和中间体的产能利用率还有提升空间。

图 11: 2017-2019 除草剂和中间体及其他产品的产能情况


资料来源: 公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

图 12: 2017-2019 杀菌剂和杀虫剂的产能情况


资料来源: 公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

从环保监管来看, 近年政策高压常态化, 17 年发布的《农药管理条例》规定新设化学农药企业必须在省级以上化工园区内建厂, 全国各地大力引导“退城入园”, 同时部分地区化工园区数量也在持续削减。公司主要生产基地皆位于国家级或省级化工园区内, 反而能在稳定的供应中体现出龙头企业的相对优势。

同时, 多基地布局也在一定程度上分散了单一基地的生产集中风险。 如去年在响水“3.21”爆炸事件发生后, 区域内大量化工厂不得不在一段时间内关停, 虽然公司子公司盐城南方也受其影响而产生一定亏损, 但一些将重要生产基地集中于该地的同行则面临较严重的经营停滞。

另外, 由于直接材料占农药生产成本的 80% 以上, 原材料供应的稳定性和价格波动对公司的经营和利润水平影响较大, 而行业上游石油化工行业在产量和价格方面不确定性较高, 因此规模大、产业一体化程度高的企业能更稳定的生产、更有效的降低成本, 对抗价格周期波动和宏观风险的能力也更强。公司不仅自身能生产一部分中间体, 也持有重要中间体供应商世杰农化 20% 的股份, 未来有望不断发挥全产业链优势。

非专利药前景广, 公司国内规模靠前, 政策引导下有望受益集中度提升

2018 年全球农药市场总规模已达 651 亿美元, 由于全球人口持续增长与耕地面积受限的矛盾长期存在, 增加单位产出的要求将推动农药需求的稳定增长。另

一方面，创制新型农药所需投入不断增加，目前单个新药的平均开发投入已接近 3 亿美金，花费 11 年以上时间，因此非专利类农药占比近年来显著提升，在 15 年时已超 60%，根据 Phillips McDougall 预测，到 2023 年将有约 160 个农药专利到期，新增市场价值达 110 亿美元，为仿制类企业提供了广阔空间。

另一方面，农药行业在全球范围内高度集中，我国虽为世界第一农药生产大国，出口规模巨大且企业众多，但整体规模较小、实力较弱。2018 年国际六大农药巨头在合计占有 75.20% 的市场份额，分别为拜耳、先正达、巴斯夫、科迪华（陶氏杜邦）、富美实以及安道麦，基本为研发能力极强的创制型公司，把持高利润的专利药和制剂销售两端。国内企业绝大部分销售额在 50 亿人民币之下，能跻身全球第二、三梯队（世界市场份额超过 0.5%）的公司仅 10 家左右，几乎都以仿制原药为主业，为头部企业供货，产品以低端竞争为主，同质化严重。

因此国家一直致力于引导农药工业向“集约化、规模化、专业化、特色化”的方向转变，例如《农药工业“十三五”发展规划》提出到 2020 年我国农药原药企业数量减少 30%，年销售额 50 亿元以上的农药生产企业达到 5 个以上，着力培育 2-3 个年销售额超过 100 亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。

公司连续多年位于全国农药行业销售百强企业前三名，在央企中国化工集团收购巨头安道麦并与沙隆达整合前，曾于 2017 年位夺得农药百强企业首位，而二者主要为上下游合作关系，未有直接竞争。

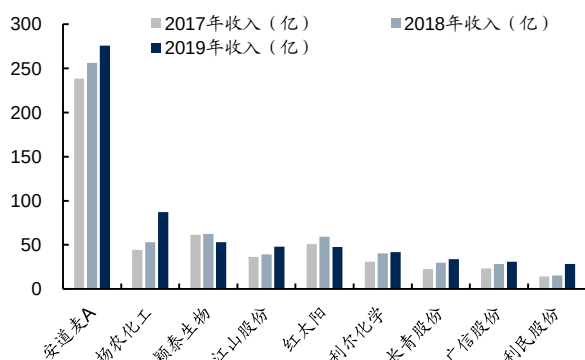
表 9：中国农药行业销售百强企业榜单 TOP10

排名	19 年榜单	上年销售额	18 年榜单	销售额	17 年榜单	销售额	16 年榜单	销售额	2015 年榜	销售额
1	安道麦	238.75	沙隆达 (现安道麦)	220.34	颖泰生物	45.49	红太阳	35.45	新安化工	38.05
2	颖泰生物	61.74	颖泰生物	60.83	润丰股份	37.51	新安化工	33.98	颖泰生物	37.37
3	红太阳	58.83	润丰股份	50.47	福华通达	36.64	颖泰生物	33.33	红太阳	35.47
4	润丰股份	53.44	红太阳	47.99	红太阳	34.96	扬农化工	30.5	润丰股份	37.51
5	扬农化工	52.02	扬农化工	43.66	辉丰农化	31.78	润丰股份	29.12	金帆达	30.97
6	福华通达	47.63	福华通达	43.18	新安化工	30.14	辉丰农化	28.54	沙隆达	30.19
7	新安化工	43.93	新安化工	42.1	扬农化工	28.76	联化科技	27.56	扬农化工	28.2
8	利尔化学	40.01	立本科技	35.67	中化作物	28.37	中化作物	26.3	福华通达	26.52
9	立本科技	37.05	辉丰农化	34.16	滨农科技	25.37	滨农科技	23.72	中山化工	25.89
10	兴发集团	33.64	利尔化学	30.81	江山股份	20.90	中山化工	20.07	联化科技	25.70

资料来源：中国农药工业协会、国信证券经济研究所整理

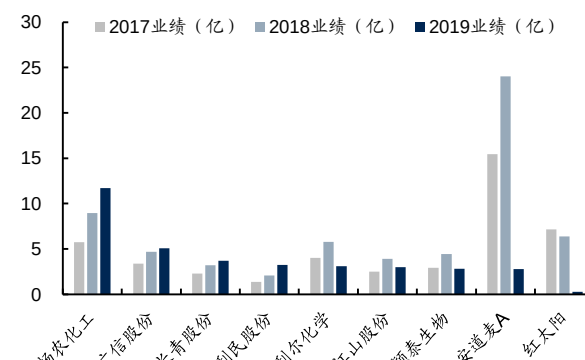
从与以原药为主业的上市公司比较来看，公司 2019 年收入规模 53.0 亿元排名第三，而排名升至第二的扬农化工则是在多次并购后收入大幅增加 64.5% 至 87.0 亿，不过二者主攻的具体产品品类差异较大，业务结构也有所不同。

图 13：2017-2019 公司营收及业内主要上市公司比较



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：2017-2019 归母净利润及业内主要上市公司比较



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

可以看到，在近年农化产业并购潮中，央企中化工集团已先后将非专利农药巨头安道麦和创制型综合具体先正达收购，而包括公司在内的部分优质本土企业也通过收购合并实现快速发展。我们认为公司本身已具备较强的综合实力，有望在政策助推下通过扩产、并购等方式持续扩大规模份额。

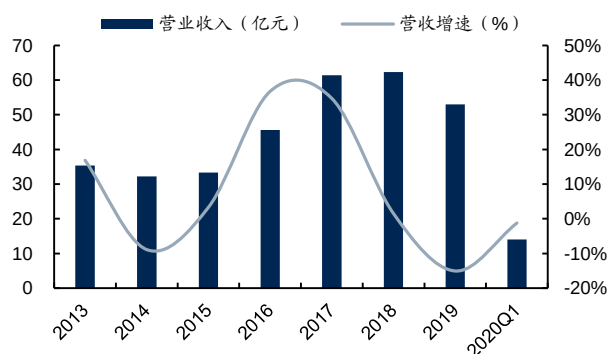
财务分析：营收调整或现拐点，疫情期间经营稳健

营收方面，2016-2017 年间公司营收快速增长，增速分别达 36.7%和 34.7%，主要系先后收购了山东福尔和常隆农化，同时国际农药市场在 15 年触底迎来景气周期。到 18 年时虽然也并表了禾益股份但营收增速大幅回落至 1.5%，而在 2019 年则出现 15.0%的下滑，主要系公司开始大力调整贸易业务，同时加环保监管持续趋严、“3.21”响水爆炸事件造成停工影响，叠加 2019 年全球市场景气度有所回落导致占比较大的酰胺类产品价格齐降。

不过可以看到 2020 年 Q1 在疫情的影响下收入仅下滑 1.2%，呈现拐点之势。综合而言，我们认为业务及产品结构调整到位、产能建设项目的顺利推进以及停产基地的复工都有望较强推升公司收入，假设行业景气度趋稳的情况下，今年有一定几率止跌回升，而长期来看也具较好的增长潜力。

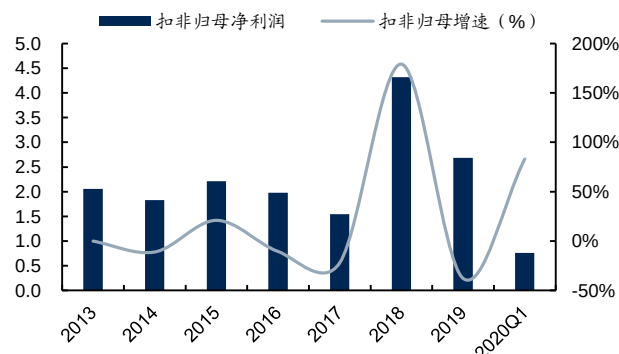
利润方面，公司近年扣非后净利润在并购、业务和产品结构调整等因素影响下呈现较大波动，且 2019 年出现大幅下滑，但长期来看增长动力仍然充足，而 2020 年 Q1 大幅增长则主要与财务费用同比大幅减少有关，其中净利息较大幅度下降，其余预计主要为汇兑损益。

图 15：2013-2020Q1 公司营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16：2013-2020Q1 公司扣非净利润增速

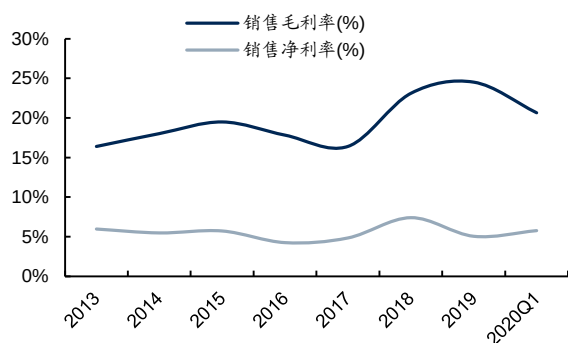


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从盈利能力来看，公司毛利率自 2018 年起明显抬升，从 16.4% 上升至 23.1%，主要系毛利率较低的贸易产品业务占比大幅下降，2019 年则进一步上升至 24.5%，2020 年 Q1 同比下滑 2.4pct 预计受到疫情影响。

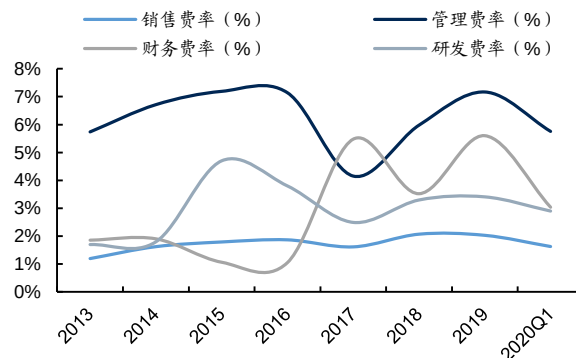
在费用方面，公司管理费用率（含研发）在 2017 年随收入规模快速增长而快速下降至 4.2%，之后又因在营收放缓至下降的背景下，折旧及职工薪酬等增加较快，同时产生了一定的停产费用，在 2019 年回升至 7.2% 左右；财务费用率自 2017 年开始明显上升且波动较大，2019 年为到 5.6%，主要系并购扩张中银行贷款增加较快，同时汇率变动带来较大损益影响，但 2020Q1 财务费用同比大幅下降 5.6pct，金额净减少 0.8 亿，其中利息支出减少 0.23 亿，其余部分预计与汇率变动有关。销售费用率一直保持相对平稳在 2% 左右，而研发费用率则在 3.5% 左右。

图 17: 2013-2020Q1 毛利率&净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

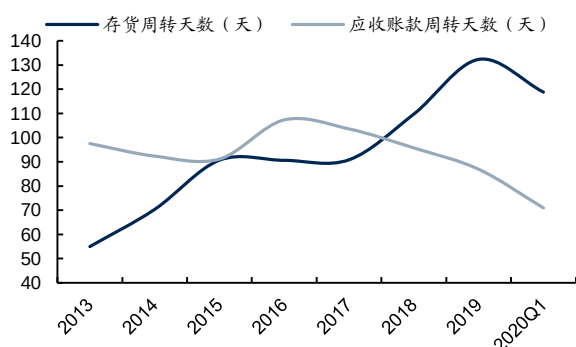
图 18: 2013-2020Q1 各项费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

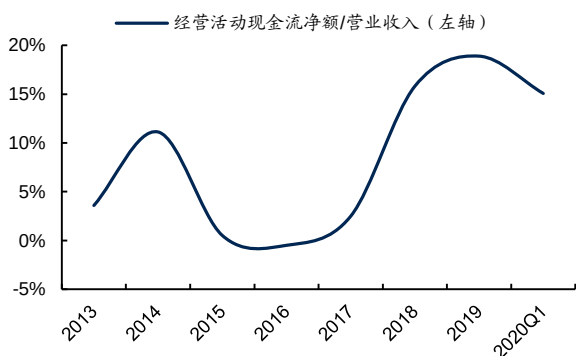
在运营和现金流方面, 公司**存货周转天数**随自产业务占比的提高, 自 17 年的 91 天上升至 19 年的 132 天左右, 而**应收账款周转天数**持续下降从 17 年的 104 天下降至 19 年的 87 天左右, 同时公司**经营现金流**情况也得到大幅优化, 与营收之比从 2.5% 上升至 18.9%

图 19: 公司存货&应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

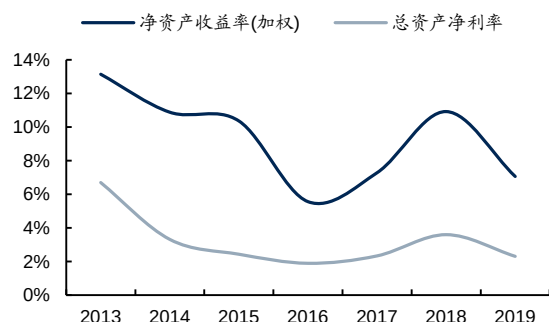
图 20: 经营活动现金流净额比营收



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

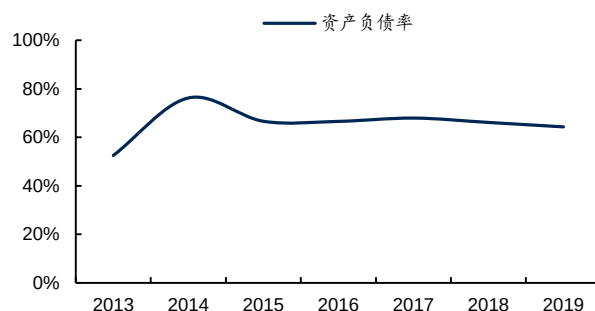
公司近年净资产收益率 ROE (加权) 在 6-12% 左右波动, 2019 年为 7.1%, 其资产负债率较高, 近年来基本维持在 65% 左右, 高于行业平均, 对收益波动的放大效应较强。总资产净利率较低, 主要受净利率波动影响, 2019 年为 2.3%。

图 21: 净资产收益率(加权)和总资产净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 资产负债率(%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

拟募集 5.5 亿元, 预计产能扩充超 2 倍

公司本次公开发行拟募资 5.5 亿, 其中 4.5 亿元将投入“农药原药产品转型升级及副产精酚综合回收利用”项目, 由子公司上虞颖泰在自有土地上建设, 目前已取得备案开始建设, 项目规划总建设时间 3.67 年, 截至公开发行说明书日剩余 2.67 年, 总计新增核心产品产能达 1.3 万吨, 相关产品产能增幅预计达 224%。其余的 1 亿募集资金将用于偿还银行贷款。

表 10: 募投项目情况

募投项目	分期内容	项目计划投资总额(万元)	拟投入募集资金金额(万元)
1	农药原药产品转型升级及副产精酚综合回收利用	4000 吨/年-硝磺草酮、4000 吨/年-噻菌酯、3000 吨/年-戊唑醇和 1000 吨/年-乙氧氟草醚	51,745.89
2	偿还银行贷款		10,000

资料来源: 公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

具体来看, 此次主要募投项目包括现有优势品类的扩产、新工艺生产线的运用以及配套公共工程、环保设施的建设。相关的硝磺草酮、噻菌酯、戊唑醇及乙氧氟草醚类产品近年收入皆快速增长, 市场前景良好, 项目完全投产后生产能将获力极大提升, 产量预计分别增加 444%、400%、211%和 50%, 在价格不变的情况下对应可增收 9.4、13.2、5.4 和 1.7 亿元, 同时也将实现工艺升级, 副产物精酚能得到更好利用而达成绿色联产, 进一步提高效益, 强化竞争优势。

表 11: 主要募资建设规划及时间安排

项目实施计划	2019	2020	2021	2022
公共工程建设		Q4	Q1 Q2 Q3 Q4	
硝磺草酮				
项目设计	Q2 Q3 Q4	Q1		
项目建设		Q2 Q3		
试生产			Q4 Q1	
噻菌酯				
项目设计		Q2 Q3		
项目建设			Q4 Q1 Q2 Q3	
试生产				Q4 Q1
戊唑醇及乙氧氟草醚				
项目设计		Q2 Q3 Q4		
项目建设			Q1 Q2 Q3 Q4	Q1
试生产				Q2 Q3 Q4

资料来源: 公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

另外，由于前几年并购扩张较快贷款较多，公司 2019 年年报显示公司带息债务占总资产的 44%，较大程度高于行业平均，净利息则占营收的 5.46%，利用募集资金偿还银行贷款有利于公司减轻财务负担，改善财务结构，降低风险。

投资建议

公司为农药行业本土龙头之一，凭借较强的技术和研发优势在主攻的产品领域建立了一定优势，近年来较高毛利率自产产品收入增长迅速，公司规模长期位于国内公司前列，在国家产业及环保政策的大力引导下有望受益集中度提升，本次主要募投项目有望大规模提升优势产品产能，带动未来规模再上台阶。当前估值已修复至合理水平，公司短期面临一定财务压力，首次覆盖给予“增持”评级。我们测算得到公司 2020-2022 年收入预计分别为 52.09/58.75/69.53 亿元。归属母公司净利润 3.25/4.45/6.05 亿元，利润同比增长 15.38/37.04/35.83%。对应每股收益分别为 0.27/0.36/0.49 元，对应 PE 估值 30.0x/21.9x/16.1x

表 12：可比上市公司估值对比

代码	简称	股价	EPS			PE			PB (2019)	总市值(亿元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
833819	颖泰生物	7.95	0.25	0.27	0.36	31.8	30.0	21.9	1.7	90
可比上市公司：										
000553	安道麦 A	9.18	0.11	0.34	0.46	81.1	27.0	20.1	1.1	215
600486	扬农化工	82.13	3.77	4.22	5.04	21.8	19.5	16.3	4.2	255
600389	江山股份	19.35	1.01	1.11	1.35	19.2	17.4	14.3	3.0	57
002258	利尔化学	17.00	0.59	0.81	1.06	28.6	20.9	16.0	2.3	89
002391	长青股份	8.24	0.69	0.63	0.75	12.0	13.1	11.0	1.3	54
	均值					32.5	19.6	15.5	2.4	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注：股价截止至 2020 年 6 月 9 日；可比公司盈利预测采用万得一致预期

风险提示

一、疫情下海外需求风险：公司大部分收入来自海外，在新冠疫情全球蔓延影响下存在一定不确定性，特别是对于巴西和美国两个农药最大市场，当前也是累计感染人数和新增人数最多的两个国家，而两国政府首脑针对抗疫都未显示出足够的重视，对于强有力的控制手段态度并不积极，最终可能导致疫情持续不下甚至二次爆发，拖累实际需求。

二、债务负担及汇率风险：农药制造本为重资产行业，业内企业负债率本身较高，近年公司通过并购快速扩张，负债增加较多，当前负债率和利息负担都在业内处于较高水平，带来一定程度的偿债风险。此外，公司外汇收入占比较高，汇率波动带来的损益对公司净利润可能造成一定影响。

三、募投项目建设风险：公司此次产能建设项目计划对未来业绩影响较大，本身投资较大，时间周期较长，可能受到多种因素影响而无法照原计划进度开展，如上半年疫情导致停工情况，而在产能建设完成后，也可能因招工不足等原因导致投产不足，产能利用率不达预期，最终导致收益不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1493	1900	1700	1627	营业收入	5295	5209	5875	6953
应收款项	1202	1142	1207	1429	营业成本	3997	3986	4429	5210
存货净额	1492	1622	1690	2001	营业税金及附加	29	26	29	35
其他流动资产	369	365	411	348	销售费用	108	130	159	209
流动资产合计	4630	5029	5009	5405	管理费用	380	451	504	590
固定资产	3184	3283	3451	3538	财务费用	297	262	261	247
无形资产及其他	846	812	779	745	投资收益	18	30	30	50
投资性房地产	958	958	958	958	资产减值及公允价值变动	15	10	13	13
长期股权投资	1689	1689	1689	1689	其他收入	(198)	0	0	0
资产总计	11307	11772	11885	12334	营业利润	320	394	537	725
短期借款及交易性金融负债	3774	4140	3792	3500	营业外净收支	(1)	(10)	(10)	(10)
应付款项	1232	1217	1352	1601	利润总额	319	384	527	715
其他流动负债	980	935	1043	1239	所得税费用	52	77	105	143
流动负债合计	5985	6291	6187	6340	少数股东损益	(15)	(18)	(24)	(33)
长期借款及应付债券	1193	1193	1193	1193	归属于母公司净利润	282	325	445	605
其他长期负债	94	94	94	94					
长期负债合计	1287	1287	1287	1287					
负债合计	7272	7578	7474	7627	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	49	45	39	33	净利润	282	325	445	605
股东权益	3986	4149	4372	4674	资产减值准备	16	0	0	0
负债和股东权益总计	11307	11772	11885	12334	折旧摊销	360	345	380	410
					公允价值变动损失	(15)	(10)	(13)	(13)
					财务费用	297	262	261	247
					营运资本变动	(347)	(125)	64	(24)
					其它	(6)	(4)	(5)	(6)
					经营活动现金流	290	531	870	972
					资本开支	(403)	(400)	(500)	(450)
					其它投资现金流	(72)	72	0	0
					投资活动现金流	(564)	(328)	(500)	(450)
					权益性融资	110	0	0	0
					负债净变化	(1428)	0	0	0
					支付股利、利息	(474)	(163)	(223)	(302)
					其它融资现金流	3621	366	(347)	(292)
					融资活动现金流	(74)	204	(570)	(595)
					现金净变动	(348)	407	(200)	(73)
					货币资金的期初余额	1841	1493	1900	1700
					货币资金的期末余额	1493	1900	1700	1627
					企业自由现金流	266	313	547	664
					权益自由现金流	2459	469	(9)	174

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.25	0.27	0.36	0.49
每股红利	0.42	0.13	0.18	0.25
每股净资产	3.54	3.38	3.57	3.81
ROIC	10%	7%	8%	10%
ROE	7%	8%	10%	13%
毛利率	25%	23%	25%	25%
EBIT Margin	15%	12%	13%	13%
EBITDA Margin	22%	18%	19%	19%
收入增长	-15%	-2%	13%	18%
净利润增长率	-36%	15%	37%	36%
资产负债率	65%	65%	63%	62%
息率	5.3%	1.8%	2.5%	3.4%
P/E	31.8	30.0	21.9	16.1
P/B	2.2	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	14.2	18.0	15.2	13.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032