

中旗股份 (300575.SZ)

创新药产业化在即，未来成长可期

非专利农药市场逐步提升，公司积极融入国际农化巨头供应链，细分产品领域极具竞争力：在目前全球农药市场增速放缓以及上市新品种的数量逐渐减少的背景下，非专利农药市场份额持续提升。在非专利农药领域，公司已成为科迪华、拜耳、先正达、巴斯夫等跨国农药企业的战略供应商，战略供应商模式下，未来有望通过不断增加其他新产品的合作来强化合作关系，承接更多的跨国企业原药订单。

依托技术平台打造化学合成和生物发酵等核心竞争力：经过十余年的研发积累，公司自主开发了多种具备知识产权的合成关键技术，形成了完整的产业化能力，打造出具备创新能力的技术平台和人才队伍，同时，公司提前布局生物发酵及相关领域，未来有望在原药工艺路线设计、成本控制等技术领域实现跨越式发展，对公司未来长远发展具有重要战略意义。

厚积爆发，发力创新农药，突破传统农药行业天花板：基于已有的技术积累，公司尝试进入具有良好活性和市场前景的自主知识产权绿色新农药领域。截止2020年中报公司拥有专利52件，其中发明专利证书30件，实用新型专利证书22件，新申请发明专利49件，专利包括多种新型结构类型的除草剂、杀虫剂品种。通过“Me-too”或“Me-better”药物设计，公司的新专利化合物在特定杀虫或除草领域往往具有更好的生物活性和安全性。这是公司长期以来技术研发积累的产业延伸，同时也是公司在农药产业链上游创制农药领域拓展的尝试，有利于增强公司盈利能力，打开公司中长期发展的空间。

打造第三生产基地，募投项目驱动未来高成长：公司在淮北基地投资约20亿元，新建15500吨新型农药原药项目，项目包括9个非专利期原药（4个扩产品种、5个新品种）和1个自研新农药品种精噁唑甘草胺（CN201610137444.9）。9个原药品种都是下游市场需求增长较快而国内供应较少或没有的产品；创新药对抗性杂草青稗、毛马唐及大龄杂草都有很好的生物活性，并且对水稻有很好的安全性，未来投放市场有望获得客户高度关注并快速推广。公司目前拥有农药原药及中间体产能约7400吨，淮北项目投产后，公司原药产能体量将增加两倍，届时公司盈利空间将得以大幅提升，淮北项目的建设奠定了公司未来3-5年发展的基础。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2020~2022年归母净利润分别为2.75、3.52和4.65亿元，EPS为1.99、2.55及3.37元/股，当前股价对应PE为23X、18X、14X。结合相对估值，我们给予公司目标价63.8元，对应2021年25倍PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新项目建设进度不及预期、创新农药市场开拓不及预期、原材料价格大幅波动、安全生产风险、汇率大幅波动风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,650	1,569	2,080	2,665	3,056
增长率 yoy (%)	27.4	-4.9	32.6	28.1	14.7
归母净利润(百万元)	209	150	275	352	465
增长率 yoy (%)	78.3	-28.4	83.4	28.1	32.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.52	1.08	1.99	2.55	3.37
净资产收益率 (%)	17.3	11.4	17.9	19.0	20.7
P/E (倍)	30.3	42.3	23.0	18.0	13.6
P/B (倍)	5.3	4.9	4.2	3.5	2.9

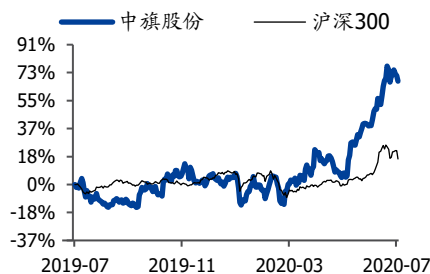
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	化学制品
最新收盘价	44.72
总市值(百万元)	6,173.57
总股本(百万股)	138.05
其中自由流通股(%)	59.02
30日日均成交量(百万股)	1.65

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

研究助理 杜鹏

邮箱: dupeng@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1136	1069	1049	1380	1713
现金	543	471	286	530	895
应收票据及应收账款	217	143	235	273	237
其他应收款	4	4	6	7	8
预付账款	43	45	59	81	79
存货	254	280	337	363	368
其他流动资产	74	126	126	126	126
非流动资产	1102	1171	1670	1710	1769
长期投资	0	2	3	4	6
固定资产	536	818	1298	1309	1367
无形资产	65	63	69	76	78
其他非流动资产	502	289	300	320	319
资产总计	2238	2240	2719	3090	3482
流动负债	773	649	865	1014	1080
短期借款	222	163	260	360	450
应付票据及应付账款	407	348	422	449	429
其他流动负债	144	138	182	206	201
非流动负债	257	301	324	257	191
长期借款	222	270	293	226	160
其他非流动负债	36	31	31	31	31
负债合计	1030	950	1189	1271	1271
少数股东权益	11	8	6	-0	-10
股本	73	132	138	138	138
资本公积	472	413	413	413	413
留存收益	645	736	944	1204	1543
归属母公司股东权益	1197	1282	1523	1819	2220
负债和股东权益	2238	2240	2719	3090	3482

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	280	255	303	471	632
净利润	209	147	273	345	456
折旧摊销	57	85	104	137	152
财务费用	5	13	12	28	20
投资损失	1	-4	-1	-1	-1
营运资金变动	10	0	-86	-39	5
其他经营现金流	-2	14	-0	-0	-0
投资活动现金流	-452	-207	-602	-176	-210
资本支出	452	155	497	39	58
长期投资	-3	-57	-1	-1	-1
其他投资现金流	-3	-110	-106	-139	-153
筹资活动现金流	97	-95	114	-51	-57
短期借款	85	-60	97	100	90
长期借款	116	48	23	-68	-66
普通股增加	0	59	6	0	0
资本公积增加	0	-59	0	0	0
其他筹资现金流	-103	-84	-13	-84	-81
现金净增加额	-73	-49	-185	244	365

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1650	1569	2080	2665	3056
营业成本	1253	1199	1541	1959	2193
营业税金及附加	3	5	6	8	8
营业费用	27	23	30	39	46
管理费用	84	106	112	141	153
研发费用	35	44	62	80	92
财务费用	5	13	12	28	20
资产减值损失	-1	-7	-6	3	6
其他收益	6	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	4	1	1	1
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	249	180	323	408	539
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	2	7	2	3	3
利润总额	247	174	321	406	536
所得税	38	27	48	61	80
净利润	209	147	273	345	456
少数股东损益	0	-3	-1	-7	-9
归属母公司净利润	209	150	275	352	465
EBITDA	316	272	436	558	698
EPS (元/股)	1.52	1.08	1.99	2.55	3.37

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	27.4	-4.9	32.6	28.1	14.7
营业利润 (%)	75.1	-27.6	79.3	26.5	32.0
归属母公司净利润 (%)	78.3	-28.4	83.4	28.1	32.0
获利能力					
毛利率 (%)	24.1	23.6	25.9	26.5	28.2
净利率 (%)	12.7	9.5	13.2	13.2	15.2
ROE (%)	17.3	11.4	17.9	19.0	20.7
ROIC (%)	12.6	8.9	13.0	14.3	15.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.0	42.4	43.7	41.1	36.5
净负债比率 (%)	-0.5	2.0	24.3	8.9	-8.1
流动比率	1.5	1.6	1.2	1.4	1.6
速动比率	1.0	1.0	0.6	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	7.3	8.7	11.0	10.5	12.0
应付账款周转率	3.4	3.2	4.0	4.5	5.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.52	1.08	1.99	2.55	3.37
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.03	1.85	2.19	3.41	4.58
每股净资产 (最新摊薄)	8.67	9.29	10.99	13.13	16.04
估值比率					
P/E	30.3	42.3	23.0	18.0	13.6
P/B	5.3	4.9	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	20.0	23.3	15.3	11.6	8.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司概况	5
2. 高端农药定制行业市场仍在增长	7
2.1. 农药行业整体市场规模趋于稳定	7
2.2. 非专利农药市场逐步提升	8
2.3. 农药整合大背景下资源向头部企业集中	9
2.4. 公司积极融入国际农化巨头供应链，细分领域极具竞争力	10
3. 依托技术平台打造核心技术竞争力	11
3.1. 技术为导向，打造化学合成技术平台	11
3.2. 布局生物技术，抢占未来技术发展制高点	12
4. 厚积爆发，发力创新农药，突破传统农药行业天花板	14
4.1. 农药产业链微笑曲线两侧附加值不断提升	14
4.2. 公司创制药技术储备丰富，具备开发潜力	15
4.3. 成立中旗作物，为下游制剂销售铺设渠道	16
5. 打造第三生产基地，募投项目驱动未来高成长	17
6. 盈利预测与投资评级	18
6.1. 盈利预测假设	18
6.2. 相对估值	19
7. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司产品布局	5
图表 2: 2012-2020Q1 营业收入及同比增速	6
图表 3: 2012-2020Q1 归母净利润及同比增速	6
图表 4: 2019 年各项业务营业结构	6
图表 5: 公司销售毛利率与净利率	6
图表 6: 公司资产负债率	7
图表 7: 公司在建工程固定资产比	7
图表 8: 公司股权结构	7
图表 9: 全球农药行业规模及增速 (亿美元)	8
图表 10: 2013-2019 年全球各地区作物用农药销售额 (百万美元)	8
图表 11: 2019 年全球作物用农药各产品销售额占比	8
图表 12: 1980-2018 年全球植保化学品新活性成分引入数量 (个)	9
图表 13: 全球非专利农药市场占比逐年提升占比	9
图表 14: 全球农药市场份额	10
图表 15: 2019 年全球农化企业农药销售 TOP6 (亿美元)	10
图表 16: 中旗股份主要产品国内行业格局	11
图表 17: 公司部分核心技术统计	11
图表 18: 安和生物股权结构	12
图表 19: 国内乳酸市场需求领域	12
图表 20: L-乳酸与 D-乳酸下游应用	13
图表 21: 聚乳酸分类及应用	13
图表 22: 安和生物环评公告主要产品	14
图表 23: 农药产业链“微笑曲线”两侧附加值不断提升	15

图表 24: 公司申请的新化合物品种	15
图表 25: 公司专利化合物对稻田间杂草活性优于已公开化合物	16
图表 26: 公司专利化合物对棉铃虫生物活性优于已公开化合物	16
图表 27: 中旗作物股权结构	17
图表 28: 公司淮北基地投产主要产品及产能	17
图表 29: 公司各项业务盈利预测	19
图表 30: 可比上市公司估值比较	19

1. 公司概况

江苏中旗科技股份有限公司成立于2003年，2014年挂牌新三板，2016年在深交所创业板上市。公司主要从事高端除草剂、杀虫剂原药的研发、生产和销售，是国家级高新技术企业，截止2020年中报公司拥有专利52件，其中发明专利证书30件，实用新型专利证书22件，新申请发明专利49件。公司是国内较早自主掌握氟化、不对称合成和手性技术、相转移催化、氯化等关键性技术的企业。公司拥有良好的技术创新及研发机制，历经十余年发展已开发并使用的农药原药已达600余个，境内共计取得105项农药登记证书、55项生产许可证书/批准证书，境外主要市场与客户联合登记取得多个登记证书，许可证资源丰富。公司已成为跨国农药公司科迪华（陶氏杜邦农化）、拜耳、先正达、巴斯夫农化等的战略供应商。

图表1: 公司产品布局

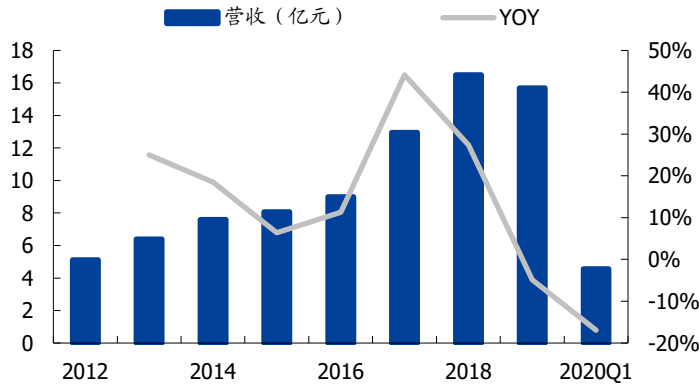
类别	产品	产能(吨)	新增产能(吨)
除草剂	氯氟吡氧乙酸	1200	
	精噁唑禾草灵	800	
	炔草酯	700	
	异噁唑草酮	500	
	磺草酮	200	
	甲氧咪草烟		500
	甲咪唑烟酸		500
杀虫剂	噻虫胺	1000	
	虱螨脲	400	
	氟酰脲		300
	螺甲螨酯		300
中间体	HPPA		400
	HPPA-ET		600

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司南京基地募投项目300吨98%氟酰脲原药及年产300吨96%螺甲螨酯原药项目、年产500吨97%甲氧咪草烟原药及年产500吨97%甲咪唑烟酸原药项目、以及淮安基地年产400吨HPPA及600吨HPPA-ET项目目前正在试生产，预计将于2020年会逐步有产能释放。2019年公司因环保问题开工负荷有所下降，目前淮安基地已经复产，南京基地基本正常生产，开工负荷不断提升，公司经营也恢复到正常水平。

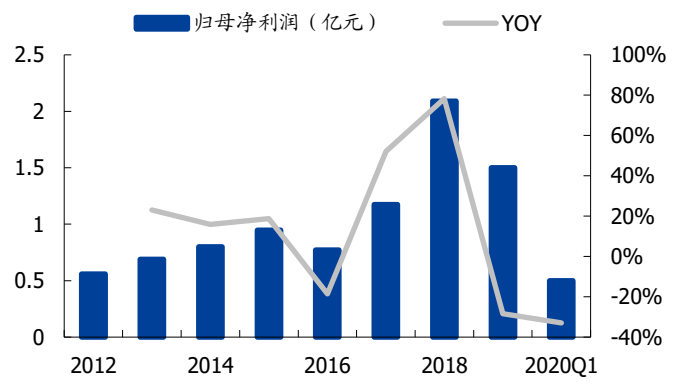
从历年营收和归母净利润看，近年来公司实现营业收入稳步增长，2019年公司营业收入15.69亿元，归母净利润1.50亿元，分别同比下滑4.9%、28.4%；主要是淮安基地因为环保停产，开工负荷下降导致。2020年一季度，公司营业收入4.57亿元，归母净利润0.50亿元，分别同比下滑16.9%和32.9%，主要是受到疫情的意向，但环比2019年Q4，痛死业绩增长78.6%，说明江苏环保安全整治对公司带来的影响逐渐减少，公司各项经营生产也在逐步恢复。

图表 2: 2012-2020Q1 营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

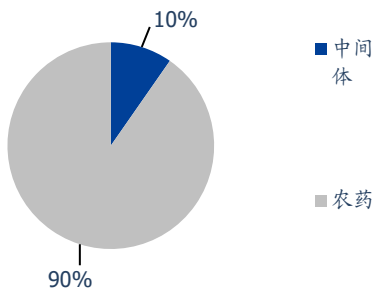
图表 3: 2012-2020Q1 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

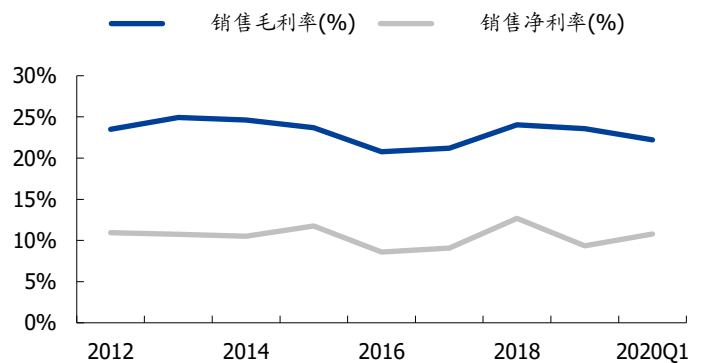
从公司产品结构看, 公司农药占比最大, 2019 年营收占比达到 90%, 包括原药和少量制剂, 中间体业务占比 10%。公司的销售毛利率较稳定, 保持在 23% 左右, 近两年随着原药中间体的自行配套, 以及高附加值原药项目的投产, 预计公司产品毛利率和净利率有升高趋势。

图表 4: 2019 年各项业务营业结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

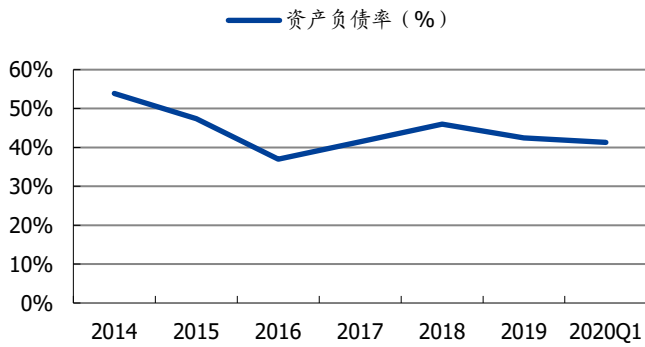
图表 5: 公司销售毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

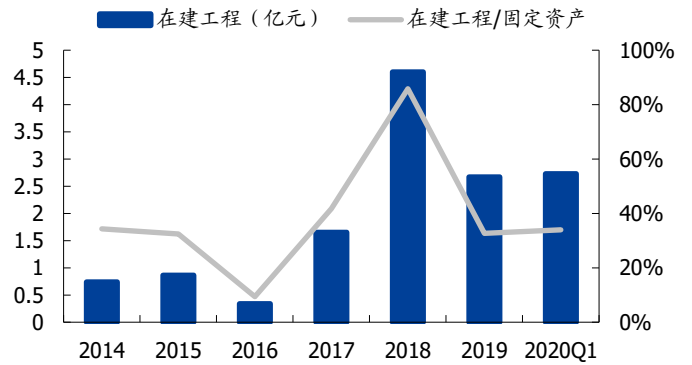
公司 2018 年在建工程大幅增加至 4.6 亿元, 在建工程固定资产比值增加到 85.82%, 这是公司上市以来第一次大规模资本开支, 募投项目主要集中在毛利率较高的小品种原药以及中间体项目, 公司一方面继续布局原药新品种, 同时也在打通已有产品的产业链, 做到关键中间体可以自己供应, 随着募投项目的建成投产公司未来盈利能力将继续提升。

图表 6: 公司资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

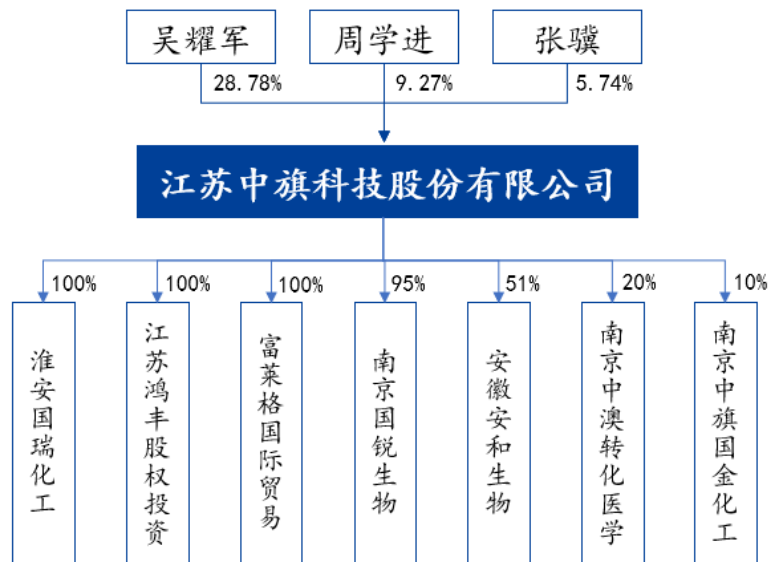
图表 7: 公司在建工程固定资产比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

截止 2020 年二季度, 公司总股本 1.38 亿股, 前十大股东累计持股 0.79 亿股, 占总股本比例 57.37%。公司实际控制人吴耀军和张骥夫妇, 二人合计持有公司 34.52% 的股份, 股权结构较为集中; 公司高管周学进 9.27% 股份。公司有七个下属子公司: 淮安国瑞化工有限公司、江苏鸿丰股权投资、江苏富莱格国际贸易有限公司、安徽安和生物科技有限公司、南京国锐生物, 其中淮安国瑞化工是目前除南京基地外主要的生产基地, 安和生物和国锐生物是公司的生物技术研发生产基地, 另外参股南京中澳转化医学、南京中旗国金化工两家企业, 其中南京中澳转化医学主要从事癌症、免疫及感染性等重要疾病早期诊断关键技术及治疗药物的创新研发及产业化。

图表 8: 公司股权结构



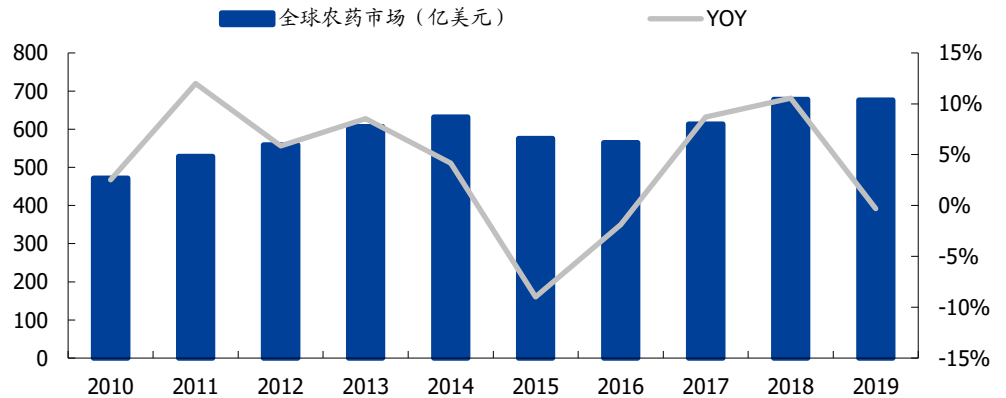
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 高端农药定制行业市场仍在增长

2.1. 农药行业整体市场规模趋于稳定

全球农药市场增长放缓，周期性相对较弱。2015年，全球主要农产品价格下行，农药需求低迷，农药市场大幅下滑，2016年开始伴随中国供给侧改革、环保安全检查，农药原药及中间体市场价格上行，同时跨国农药巨头进入补库存周期，拉动下游农药需求，全球农药市场规模重回上升趋势。2019年受到北美洪灾、欧洲320种农药禁用以及美元升值等因素影响，全球农药销售额略有下滑，根据Phillips McDougall公司的统计数据，2019年全球作物用和非作物用农药销售额为676.29亿美元，同比下降0.3%。同时该机构预计2023年作物用农药市场667.03亿美元，2018-2023年复合年均增长率3%，全球农药增长速度放缓。

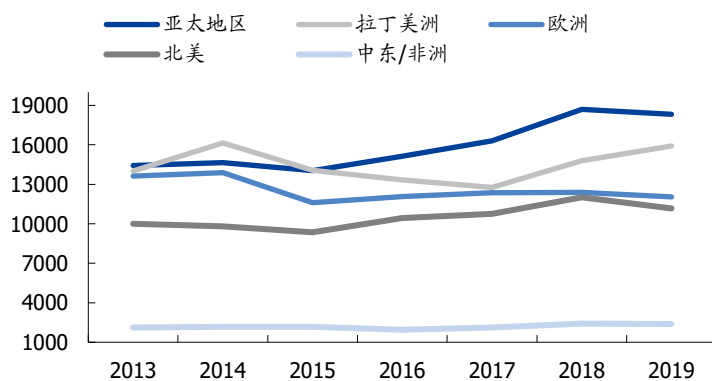
图表9: 全球农药行业规模及增速(亿美元)



资料来源: Phillips McDougall, 国盛证券研究所

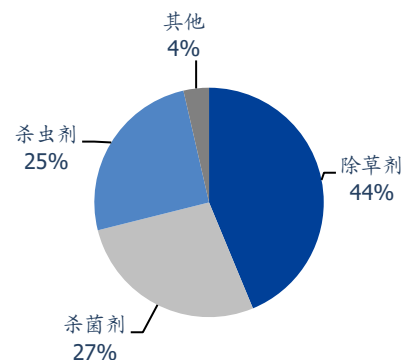
从地区看，亚太地区农药市场份额最大占比30.6%，其次是拉丁美洲(26.6%)、欧洲(20.1%)和北美地区(18.7%)。从国家看，亚太地区农药主要消费市场为中国、日本、印度；拉丁美洲地区农药增长主要来自巴西、阿根廷以及加拿大，其中巴西位居全球植保市场第一，与去年相比增长9.3%，达到109.13亿美元；美国受到极端天气影响2019年农药销售下降8.4%，为81.81亿美元，紧随巴西之后位列第二大农药消费国。

图表10: 2013-2019年全球各地区作物用农药销售额(百万美元)



资料来源: Phillips McDougall, 国盛证券研究所

图表11: 2019年全球作物用农药各产品销售额占比



资料来源: Phillips McDougall, 国盛证券研究所

2.2. 非专利农药市场逐步提升

近几年全球新农药有效成分上市的数量逐渐减少。新农药创制研发流程包括新活性成分的开发及工艺优化、活性成分的生物活性实验包括实验室筛选和田间试验、降解与残留实验和毒性实验、最后是登记。新农药产品的开发不仅要求效果好、成本低，而且要比现有产品更安全。正因为公众对安全风险评估等要求越来越高，农药登记标准在不断完善、不断提高，再加上农业病虫害种类繁多、繁殖与变异速度快，所以导致新农药研发周期越来越长，成功率越来越低，因此难度越来越大。

在1990~1999年的10年间，大约存在130个新有效成分上市，平均每年有13个新有效成分上市；在2000~2009年间，约有100个新有效成分上市，平均每年约为10个新有效成分上市；而在2010~2019年的10年间，约有51个新有效成分上市，平均每年有5个新有效成分上市。尤其除草剂新有效成分上市，平均每年不到一个。随着抗除草剂转基因作物推广和商业化种植，新型除草剂尤其是非选择性除草剂的研发吸引力在逐渐降低。

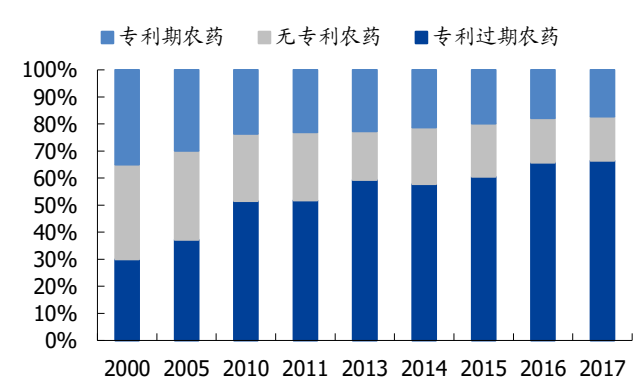
在新型农药研发难度加大，新农药产出越来越少的趋势下，相应的专利期农药市场份额逐年下滑，从2010年的35%下滑到2017年的17%；而专利过期农药市场份额却不断壮大，从2010年的30%增加到2017年的67%，随着氯虫苯甲酰胺等重磅产品专利即将到期，预计专利过期农药市场份额将进一步扩大。

图表 12: 1980-2018 年全球植保化学品新活性成分引入数量 (个)



资料来源: Phillips McDougall, 国盛证券研究所

图表 13: 全球非专利农药市场占比逐年提升占比



资料来源: Phillips McDougall, 国盛证券研究所

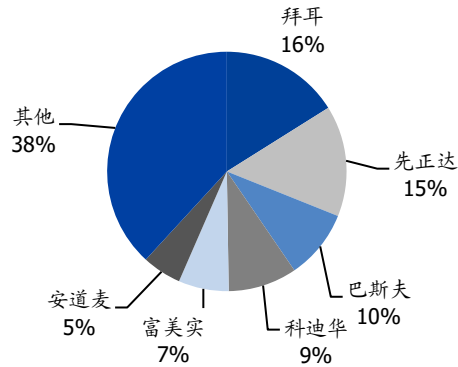
2.3. 农药整合大背景下资源向头部企业集中

在前端创制农药难度加大，公司经营压力之下，农化企业并购重组愈发频繁，通过整合研发资源和市场资源，可以降低新产品的创制成本，提高研发成功的概率，更重要的是可以市场共享，获得更高利润。2017年6月，中国化工集团以430亿美元完成对先正达的收购；2017年8月，陶氏和杜邦农化业务合并，分拆各自农化板块形成科迪华公司，2017年11月，FMC承接杜邦剥离的部分农化业务；2018年6月，拜耳完成630亿美元对孟山都的收购，剥离部分种子和非选择性除草剂业务给巴斯夫；2018年8月，巴斯夫完成88亿美元对拜耳剥离业务的收购，2019年2月，印度UPL以42亿美元完成对PSP旗下爱丽思达生命科技的收购。

从销售数据看，2019年占据全球农药市场超过5%的公司有六家，分别为拜耳(16.1%)、先正达(15%)、巴斯夫(9.4%)、科迪华(9.3%)、富美实(6.8%)、安道麦(5.3%)，前6家农化企业农药业务市场占有率为61.8%，同比2018年增长2.9个百分点，农药行业集

中度在快速向头部企业集中。

图表 14: 全球农药市场份额



资料来源: 各公司公告, Phillips McDougall, 国盛证券研究所

图表 15: 2019 年全球农化企业农药销售 TOP6 (亿美元)

企业名称	总部地址	2019 年农药业务销售额 (亿美元)	同比增长率 (%)
拜耳	德国	108.7	9.8%
先正达	瑞士	101.2	1.7%
巴斯夫	德国	63.6	8.5%
科迪华	美国	62.6	-2.9%
FMC	美国	46.1	7.5%
安道麦	以色列	35.7	2.6%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

2.4. 公司积极融入国际农化巨头供应链，细分领域极具竞争力

中旗股份产品主要是除草剂和杀虫剂，除草剂主要包括氟吡氧乙酸、精噁唑禾草灵、炔草酯、异噁唑草酮、磺草酮、甲氧咪草烟等，其中氟吡氧乙酸、精噁唑禾草灵、异噁唑草酮、炔草酯国内市场份额第一，磺草酮国内市场份额第二。杀虫剂主要包括噻虫胺、虱螨脲、氟啶脲、螺甲螨酯等，其中噻虫胺、虱螨脲市场份额国内第一。公司的主要 9 个原药产品被江苏省科技厅认定为省级高新技术产品，其中 95%精噁唑禾草灵原药被科技部等四部委认定为国家重点新产品。

目前，公司已成为跨国农药公司科迪华（陶氏杜邦农化）、拜耳、先正达、巴斯夫农化的战略供应商，在战略供应商模式下，未来有望通过不断增加其他新产品的合作来保持、强化这种合作关系，承接更多的跨国企业原药订单。

图表 16: 中旗股份主要产品国内行业格局

氯氟吡氧乙酸	产能(吨)	精噁唑禾草灵	产能(吨)	炔草酯	产能(吨)	虱螨脲	产能(吨)
江苏中旗	1200	江苏中旗	800	江苏中旗	700	江苏中旗	400
山东绿霸	1000	江苏天容	500	利尔化学	500	浙江世佳	200
利尔化学	500	浙江海正	350	一帆生物	300	埃森化学	200
重庆双丰	500	安徽丰乐农化	150	永农生物	300		

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3. 依托技术平台打造核心技术竞争力

3.1. 技术为导向, 打造化学合成技术平台

公司创立之初就以技术为导向, 通过承接跨国企业原药订单积累了大量化学合成技术, 是国内较早自主掌握氟化、不对称合成和手性技术、相转移催化、氯化等关键性技术的企业。经过十余年的研发, 公司自主开发了多种合成关键技术, 截止 2020 年中报, 公司拥有专利 52 件, 其中发明专利证书 30 件, 实用新型专利证书 22 件, 新申请发明专利 49 件, 形成了完整的产业化能力, 打造出具备创新能力的技术平台和人才队伍。并且随着研发团队规模的扩大和技术水平的提高, 公司能够开发出更多的具有良好市场前景的新产品。

图表 17: 公司部分核心技术统计

主要产品	技术名称	技术来源	对应技术
氯氟吡氧乙酸	多氟代吡啶类化合物选择性氟化	原始创新	非专利技术
	吡啶类化合物氯化	原始创新	非专利技术
	脂肪酯的酯交换技术	原始创新	非专利技术
噻虫胺	二元复合催化剂催化反应	原始创新	非专利技术
	连续合成技术	原始创新	非专利技术
	一种烟碱类杀虫剂噻虫胺的合成方法	原始创新	ZL201410780575.X
精噁唑禾草灵	绿色合成工艺技术	原始创新	ZL201110262636.X
异噁唑草酮	农药除草剂异噁唑草酮的合成方法	原始创新	专利申请已受理
	一种除草剂异噁唑草酮中间体的生产废液的回收方法	原始创新	专利申请已受理
	5-环丙基-4-[2-甲硫基-4-(三氟甲基)苯甲酰基]异噁唑的制备方法	原始创新	ZL201410823435.6
磺草酮	缚酸剂选择和提纯技术	原始创新	非专利技术
非特定产品核心技术	不对称合成和手性技术	原始创新	非专利技术
	相转移催化技术	原始创新	非专利技术
	氯化技术	原始创新	非专利技术
	氧化技术	原始创新	非专利技术
	偶联反应技术	原始创新	非专利技术
	环化合成技术	原始创新	非专利技术
	溴化技术	原始创新	非专利技术

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

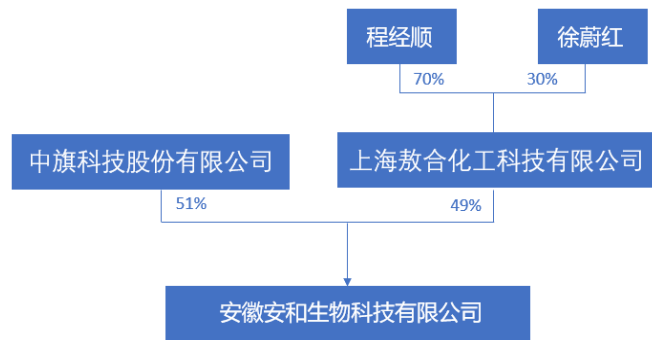
3.2. 布局生物技术，抢占未来技术发展制高点

全球化工材料绝大多数来自石油，而石油作为一种不可再生资源，随着人类历史的快速进步和发展，能源枯竭问题亟待解决；同时，传统化工生产带来的环境污染矛盾也日渐突出。在此背景下基于基因组学与系统生物学在 20 世纪 90 年代兴起，合成生物学于 21 世纪初应运而生，成为近年来发展最为迅猛的新兴前沿交叉学科之一。理论上，绝大多数石油化学品都能够借助合成生物技术从生物原料制得，并且还可以合成传统化工法不能合成的新材料，反应过程绿色、条件温和，原材料获取便利，未来发展空间广阔。生物产业核心技术主要包括生物发酵、合成生物学等技术。早在 2016 年中旗股份便在生物技术领域做了产业布局。

工业发酵产品包括酒精类、醋酸和面包等食品，胰岛素、抗生素、维生素等药物，杀虫剂、除草剂等农药，氨基酸、香料、有机酸等工业原料，产品应用领域涉及医药、化工、食品、农业、环境等众多产业。目前，我国已成为全球发酵类药物产品的主要供应国，产能产量位居世界第首位。2019 年，我国生物发酵产业产值超过 3000 亿元，主要发酵产品年产量超过 3000 万吨。国内生物发酵市场已经形成了一批优势产品，比如大宗发酵产品中的味精、赖氨酸、柠檬酸等产品的产量和贸易量位居世界前列，其他如山梨醇、葡萄糖酸钠、木糖醇、麦芽糖醇、甘露糖醇、酵母和酶制剂等产品也处于快速发展阶段；生物基材料、化学中间体的生物制造等尚处于起步阶段。

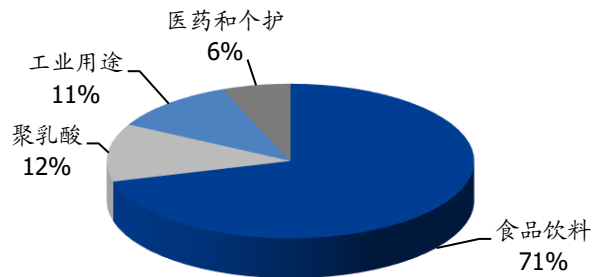
2016 年中旗股份与自然人张开旋共同出资成立安和生物，2018 年 12 月，公司受让张开旋先生持有安和生物 7% 的股权，股权转让完成后，公司合计持有安和生物 51% 的股权，安和生物位于安徽省马鞍山市和县乌江镇安徽省精细化工产业基地，专业从事乳酸等生物发酵产品的研发、生产及销售，主要产品乳酸及系列产品，主要用于食品行业、医药农药、化妆品、农业畜业等。

图表 18: 安和生物股权结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所

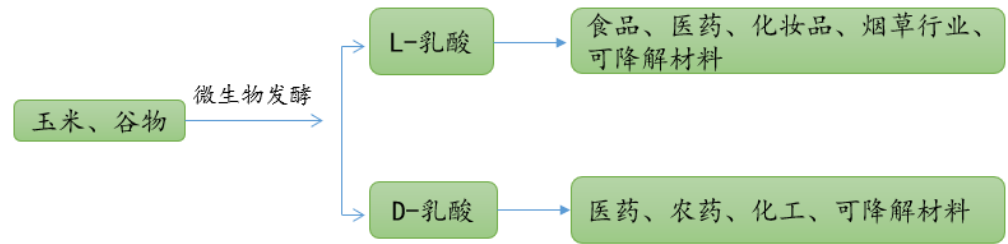
图表 19: 国内乳酸市场需求领域



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

2018 年全球乳酸市场（包含乳酸盐、酯及聚乳酸）消费量约为 51.8 万吨，市场需求以 L-乳酸为主，L-乳酸可用于食品、医药、化妆品、烟草行业、可降解材料 PLLA 等领域；D-乳酸需求相对较少，主要用于医药、农药、化工、可降解材料 PALLA 等领域。目前乳酸的下游应用中，用于食品饮料领域的乳酸在 2018 年占整体市场的 46.40%，其次为应用于聚乳酸市场占比约为 37.60%，国内乳酸下游仍以食品饮料为主，占比为 71%。

图表 20: L-乳酸与 D-乳酸下游应用



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

聚乳酸 (PLA) 是一种优良生物相容性和生物可降解性的合成高分子材料, 生产过程无污染, 且可生物降解, 因此成为近年来开发研究最活跃、发展最快的生物可降解材料。乳酸存在两种光学对映体 (D-乳酸和 L-乳酸), 合成的聚乳酸包括左旋聚乳酸 (PLLA), 右旋聚乳酸 (PDLA), 外消旋聚乳酸 (PDLLA) 等几种类型。商业化的 PLA 基本是 PLLA 和少量的 PDLLA 组成。

PLLA 的降解产物 L-乳酸能被人体完全代谢, 且容易制备, 所以一般生产的聚乳酸即指 PLLA, 但 PLLA 有很大缺陷, 如耐热性较低、力学强度低、韧性差等。实际应用中较多采用 L 和 D 型聚合单体合成 PLA, 通过改变 PDLA 的添加量可以制备不同结晶性能的 PLLA/PDLA 共聚材料并可调控最终材料的降解速度。

图表 21: 聚乳酸分类及应用

聚乳酸类型	性质
聚 L-乳酸 (PLLA)	商业化, 降解产物 L-乳酸能被人体完全代谢, 且容易制备, 用作医用缝合线、降解材料等领域
聚 D-乳酸 (PDLA)	D-乳酸聚合的聚乳酸不能被人体利用, 用作降解材料等领域
聚 D, L-乳酸 (PDLLA)	无定型结构, 机械性能较差, 降解时间较短, 应用受到局限
PLLA/PDLA 共聚材料	比 PLLA、PDLA 具有更高的熔点、耐热性

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

2017 年, 安和生物发布“年产 6000 吨 D、L-乳酸及系列产品项目”环评公告, 公司拟建设乳酸及乳酸衍生物相关产品, 产能规模 6000 吨, 产品包括乳酸、乳酸甲酯、乳酸乙酯以及合成聚乳酸的关键中间体丙交酯, 以乳酸单体为突破口, 公司正式进入生物发酵领域。公司提前布局生物发酵及相关领域, 未来有望在原药工艺路线设计、成本控制、安全环保控制等技术领域实现跨越式发展, 对公司未来长远发展具有重要战略意义。

图表 22: 安和生物环评公告主要产品

期数	序号	产品名称	设计规模(吨)
一期	1	乳酸	2500
	2	乳酸钙	500
	3	乳酸甲酯	1250
	4	乳酸乙酯	500
	5	乳酸丙酯	30
	6	乳酸异丙酯	30
	7	乳酸丁酯	100
	8	乳酸异丁酯	30
	9	乳酸异戊酯	50
	10	乳酸异辛酯	40
	11	乳酸叶醇酯	30
	12	乳酸月桂酯	40
	13	乳酸薄荷酯	30
	14	乳酸丙二醇酯	40
	15	丙交酯	30
二期	1	乳酸	2608
	2	乳酸钠/钾	500
	3	乳酸甲酯	1250
	4	乳酸乙酯	500
合计			6000

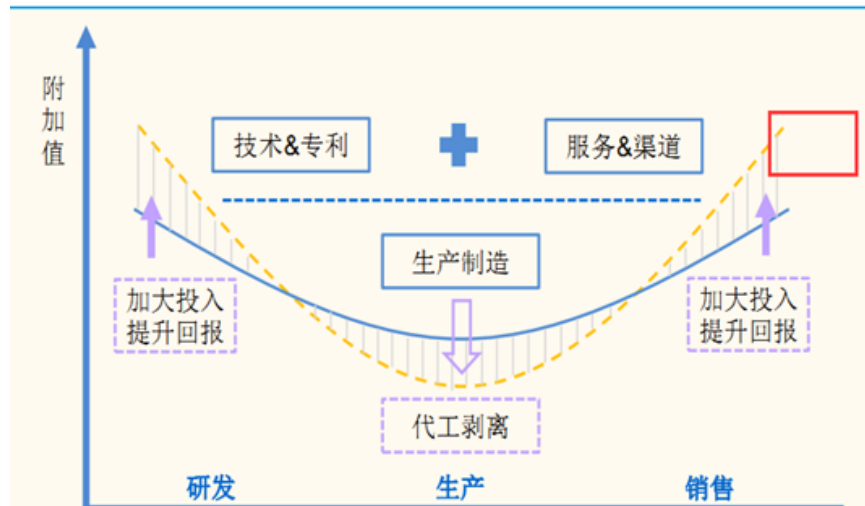
资料来源: 安和生物环评公告, 国盛证券研究所

4. 厚积爆发, 发力创新农药, 突破传统农药行业天花板

4.1. 农药产业链微笑曲线两侧附加值不断提升

农药行业微笑曲线结构明显, 产业链利润集中在壁垒更高的上游创制药和下游制剂领域。国际农化龙头企业凭借多年的发展积淀, 在研发、销售环节优势极为突出, 资金的投入回报也明显较高。国内企业目前仍大多集中在附加值较低的原药生产环节, 在产业链上下游, 尤其上游创制药研发环节仍处于起步阶段, 大多属于“Me-too”或“Me-better”的创制研发模式, 与跨国农化企业存在较大差距, 这也是长期以来制约中国农药企业发展的瓶颈所在。

图表 23: 农药产业链“微笑曲线”两侧附加值不断提升



资料来源: 农药市场信息, 国盛证券研究所

在做专利到期农药新工艺开发的同时, 基于已有的技术积累, 中旗股份也尝试进入具有良好活性和市场前景的自主知识产权绿色新农药领域, 这一方面是公司长期以来技术研发积累的产业延伸, 同时也是公司在农药产业链上游创制农药领域拓展的尝试, 有利于增强公司盈利能力, 为公司中长期发展打开了新的空间。

4.2. 公司创制药技术储备丰富, 具备开发潜力

截止 2020 年中报, 公司拥有专利 52 件, 其中发明专利证书 30 件, 实用新型专利证书 22 件, 新申请发明专利 49 件, 包括多种新型结构类型的除草剂、杀虫剂农药品种。通过“Me-too”或“Me-better”设计, 公司新的专利化合物在特定的杀虫或除草领域往往具有更好的生物活性和安全性。

图表 24: 公司申请的新化合物品种

专利号	专利名称	备注
CN111320573A	一种吡啶胺类化合物的制备方法	除草剂
CN111116494A	一类含喹唑啉二酮结构的酰胺类化合物、其制备方法与应用	除草剂
CN105801513B	具有除草活性的 N-取代烷基芳氧苯氧基丙酰胺类化合物及其制备与应用	除草剂
CN109988149A	一种具有杀虫活性的吡唑酰胺类化合物及其应用	杀虫剂
CN105037324B	具有杀虫活性的邻甲酰氨基苯甲酰胺类化合物及其应用	杀虫剂
CN107915718A	具有杀虫活性的 N 酰基烷基苯甲酰氨基类化合物及其应用	杀虫剂

资料来源: 国家专利局, 国盛证券研究所

公司的第一个自研产业化除草剂精噁唑甘草胺 (专利授权号: CN201610137444.9), 该系列新型化合物不仅对稻田恶性杂草活性优异, 比如对稗草、马唐、千金子等杂草活性明显优于已知专利化合物, 并且对水稻没有损害, 安全性也明显优于已知专利化合物。

图表 25: 公司专利化合物对稻田杂草活性优于已公开化合物

化合物	处理用量 (200 克/公顷)			
	稗草	马唐	千金子	水稻
2	98	100	98	0
4	100	100	100	0
CK-3	40	50	40	20
CK-4	60	60	56	35
CK-5	38	45	45	25
CK-6	59	55	65	30
CK-7	56	58	52	35
CK-8	30	45	40	20
CK-9	42	55	45	30
CK-10	40	30	45	15

资料来源: 公司专利, 国盛证券研究所 (备注: 2、4 为公司化合物)

此外在杀虫剂领域公司也有新型专利化合物储备, 比如公司专利一种具有杀虫活性的吡唑酰胺类化合物及其应用 (CN109988149A) 中, 发现新化合物 1.1 和 1.2 在用于棉铃虫实验时, 在 15ppm 和 5ppm 浓度下, 专利化合物生物活性均明显好于现有技术公开的化合物 KC1 和 KC2, 显示出较好的应用前景。

图表 26: 公司专利化合物对棉铃虫生物活性优于已公开化合物

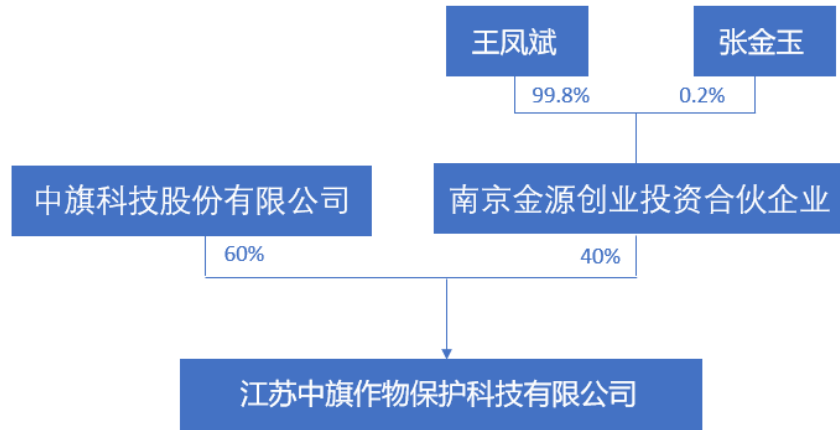
化合物	浓度 (ppm)	
	15	5
1.1	87.5	75.0
1.2	90.0	75.9
KC1	46.7	10.0
KC2	37.5	16.7

资料来源: 公司专利, 国盛证券研究所

4.3. 成立中旗作物, 为下游制剂销售铺设渠道

2020年3月, 公司与南京金源投资成立合资子公司江苏中旗作物保护科技有限公司, 其中公司以自有资金出资 1800 万元, 持股比例 60%。中旗作物主要致力于农药制剂、种子等农资产品的国内销售, 有助于公司拓展国内农药制剂业务和提升公司品牌形象, 为公司中长期发展做布局。新公司实施事业合伙人制度, 有利于激发销售人员工作激情, 提升公司竞争力。

图表 27: 中旗作物股权结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所

5. 打造第三生产基地，募投项目驱动未来高成长

继南京基地和淮安基地后，公司重点建设安徽淮北基地。公司 2020 年 6 月，公司与江苏依斯特投资管理有限公司共同投资设立项目公司，初始注册资本 3 亿元，其中公司出资占比 97%，依斯特出资占比 3%。项目公司负责年产 15500 吨新型农药原药及相关产品项目的建设及建成后的运营。该项目用地位于安徽(淮北)新型煤化工合成材料基地，用地约 417 亩，总投资约 20 亿元，其中固定资产投资约 18 亿元。建设项目主要利用公司已授权的发明专利技术和自主开发的非专利专有技术，预计建设期为六年，分为两期建设。

公司淮北项目包含 10 个原药品种，其中一个产品精噁唑甘草胺为公司自主研发的新农药品种，公司拥有该产品的授权发明专利：具有除草活性的 N-取代烷基芳氧苯氧基丙酰胺类化合物及其制备与应用（专利授权号：CN201610137444.9），新产品的作用靶点跟恶唑啉草胺、氟氟草酯不完全相同，可以很好的对抗抗性杂草。对抗性青稗、毛马唐、千金子及大龄杂草都有很好的生物活性，并且对水稻有很好的安全性，未来投放市场有望获得客户高度关注并快速推广。

图表 28: 公司淮北基地投产主要产品及产能

产品名称	产品类别	产能(吨)	备注
氯氟吡氧乙酸异辛酯	除草剂	3000	一期产品(扩产品种)
丙炔氟草胺	除草剂	1000	一期产品(新产品)
苯嘧磺草胺	除草剂	1000	二期产品(新产品)
苯唑草酮	除草剂	500	二期产品(新产品)
精噁唑甘草胺	除草剂	1500	二期产品(自研农药)
异噁唑草酮	除草剂	1000	二期产品(扩产品种)
唑草酮	除草剂	500	二期产品(新产品)
虱螨脲	杀虫剂	3000	二期产品(扩产品种)
螺虫乙酯	杀虫剂	1000	一期产品(新产品)
噻虫胺	杀虫剂	3000	一期产品(扩产品种)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

淮北项目 9 个非专利期原药品种中，有 4 个产品是原有产品的产能扩产，包括氯氟吡氧乙酸异辛酯、异噁唑草酮、虱螨脲和噻虫胺；5 个新产品，包括丙炔氟草胺、苯嘧磺草胺、苯唑草酮、唑草酮、螺虫乙酯。

丙炔氟草胺: PPO 类抑制剂类除草剂中最重要的一员，PPO 类除草剂市场份额的 30.9%，2016 年，丙炔氟草胺的全球销售额为 3.50 亿美元，2011-2016 年的复合年增长率为 19.3%。2018 年国际主要市场需求（折百）约 2800 吨。国内目前主要生产厂家有利尔化学股份有限公司、一帆生物科技集团有限公司等，实际供应能力在 1000 吨/年左右。该产品目前市场供不应求，公司将与跨国公司开展深度合作，项目建成后将成为主要供应商，长期订单稳定可靠。

苯嘧磺草胺: 2015 年全球销售额 1.80 亿美元。2011-2016 年的复合年增长率为 23.8%，在“其他 PPO 抑制剂类除草剂”增幅榜中居于首位，2018 年国际主要市场需求（折百）约 730 吨。据巴斯夫公司预测，苯嘧磺草胺可实现 3 亿欧元的年峰值销售额，国内目前暂无该产品实际产能。

苯唑草酮: 2016 年，苯唑草酮的全球销售额为 0.90 亿美元，同比 2015 年的 0.80 亿美元增长了 12.5%；2011-2016 年的复合年增长率为 10.4%。2018 年国际主要市场需求（折百）约 360 吨，国内目前暂无该产品实际产能。

唑草酮: 2014 年全球销售额达 1.85 亿美元。2018 年国际主要市场需求（折百）约 670 吨。国内目前主要生产厂家有江苏联化科技有限公司，实际供应能力在 300 吨/年左右。

螺虫乙酯: 2013 年销售额 1.65 亿美元，预计 2020 年全球销售达 3 亿欧元。2018 年国际主要市场需求（折百）约 650 吨，目前国内市场总量在 100-200 吨，2021 年预计需求可能达到 300 吨，2022 年大于 500 吨，未来有望达到上千吨。国内目前主要生产厂家有河北兰升生物科技有限公司，实际供应能力在 200 吨/年左右。

公司目前拥有农药原药及中间体产能约 7400 吨，淮北项目投产后，公司原药产能体量将增加两倍，届时公司营收空间将得以大幅提升，淮北项目的建设奠定了公司未来 3-5 年发展的基础。

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 盈利预测假设

1、我们根据以下假设对公司营业收入进行预测：

1) 农药板块：公司南京、淮安基地开工正常，在建项目甲氧咪草烟、甲咪唑烟酸、噻虫胺、虱螨脲、氟酰脲等原药产品产能 2020 年开始逐步释放，淮北原药项目 2022 年开始释放产能。

2) 中间体板块：400 吨 HPPA、600 吨 HPPA-ET 中间体产能 2020 年逐步释放产能，产品价格保持稳定。

基于以上假设，我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 20.80、26.65 及 30.56 亿元，同比增长 32.6%、28.1%及 14.7%。

2、毛利率：公司产品价格相对稳定，随着公司中间体配套和高附加值原药项目投产，我们预计产品成本会略有下降，毛利率会有所上升。我们预计公司 2020~2022 年毛利率分

别为 25.92%、26.49%、28.24%。

3、费用率：我们预计公司 2020~2022 年的期间费用率为 10.45%、10.82%和 10.17%。

图表 29: 公司各项业务盈利预测

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	营业总收入	1569.08	2080.10	2665.38	3056.24
	YOY	-4.9%	32.6%	28.1%	14.7%
	毛利润	370.63	539.14	706.16	863.01
	毛利率	23.58%	25.92%	26.49%	28.24%
一、农药	营业收入	1416.61	1652.50	2158.50	2442.30
	毛利润	325.36	434.78	576.23	685.56
	毛利率	22.97%	26.31%	26.70%	28.07%
二、中间体	营业收入	152.46	197.60	256.88	333.94
	毛利润	44.64	59.36	79.93	107.45
	毛利率	29.28%	30.04%	31.12%	32.18%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6.2. 相对估值

相对估值法: 我们选取扬农化工、利尔化学、广信股份、利民股份等农药企业作为作为可比公司, 同行业公司 2020-2022 年的平均 PE 分别为 19.2 倍、15.3 倍、13.1 倍, 中旗股份 2020-2022 年 PE 分别为 23.0 倍、18.0 倍、13.6 倍, 均高于行业平均值。公司目前 PB 为 4.7 倍, 略高于行业平均值 3.4 倍。公司 2019-2022 年 3 年 CAGR 为 45.9%, 高于行业平均水平。公司是国内农药企业中较为稀有的既具备原药定制能力又有自主研发创新农药能力的企业; 经过十余年的研发, 公司自主开发了多种合成关键技术, 形成了完整的产业化能力, 打造出具备创新能力的技术平台和人才队伍, 同时, 提前布局生物发酵及相关领域, 未来有望在原药工艺路线设计、成本控制、安全环保控制等技术领域实现跨越式发展。产业链角度看, 公司在逐渐向农药产业链附加值更高的上游创制药和下游制剂领域发展, 并开发出第一个具有优良活性的自主研发除草剂, 理应给予一定的估值溢价。此外, 公司淮北基地的 15500 吨新型农药原药及相关产品项目投产后, 公司原药产能体量将大幅提升, 是未来发展的有力保障。

图表 30: 可比上市公司估值比较

公司简称	股价 (元)		EPS			PE				CAGR	PB	市值
	2020-07-24	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			亿元
扬农化工	87.49	3.77	4.24	5.07	5.81	18.18	21.25	17.75	15.49	15.5%	5.1	271
利尔化学	20.55	0.59	0.89	1.14	1.39	23.81	25.31	19.81	16.18	32.9%	3.7	108
广信股份	17.91	1.09	1.16	1.46	1.74	13.78	16.21	12.87	10.84	16.9%	1.7	83
利民股份	16.12	1.12	1.19	1.45	1.68	12.32	14.17	11.69	10.05	24.9%	3.0	60
平均		1.64	1.87	2.28	2.66	17.02	19.24	15.53	13.14	22.6%	3.4	
中旗股份	44.72	1.13	1.99	2.55	3.37	24.38	23.0	18.0	13.6	45.9%	4.7	62

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (可比公司业绩预测取 wind 一致预期)

公司现价 44.72 元，对应 2019 年 PE 23 倍，公司作为国内稀有的具备高端农药定制和自主研发创新能力的农药企业已形成技术、产品、市场、客户渠道等核心竞争力，未来可发展空间广阔。我们预计公司 2020~2022 年归母净利润为 2.75/3.52/4.65 亿元，分别同比增长 83.4%、28.1%、32.0%，对应 EPS 分别为 1.99/2.55/3.37 元。

综合考虑，我们给予公司目标价 63.8 元，对应 2021 年 25 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

新项目建设进度不及预期：公司淮北新项目如果建设进度缓慢将影响到新产能投放和公司业绩的释放。

创新农药市场开拓不及预期：公司自主研发的除草剂在未来市场推广中存在不确定性，如果下游市场推广进度缓慢会影响到公司盈利和后续新产品的推进。

原材料价格大幅波动：公司原药生产的原材料占成本比例在 70%左右，如果原材料价格大幅波动，会对公司产品成本造成影响，进而影响到公司盈利。

安全生产风险：公司的农药原药生产属于危险作业，一旦发生安全事故会对公司业绩造成一定影响。

汇率大幅波动风险：公司原药有一部分出口国外，汇率大幅波动将会对公司业绩产生一定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com