

# 广信股份 (603599)

## 光气化农药细分领域龙头，深化布局蓄势待发

### 基于光气化平台的特色精细化工民营企业

公司是国内规模较大的以光气为原料的农药原药及精细化工中间体的研发、生产与销售企业。现有产品的布局思路主要是从：1、基于拥有光气资源，布局下游农药产品多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆，同时兼顾产品需具备一定市场空间，三类产品的产销规模、出口量及出口额均居国内同行业前列；2、大体量的农药单品草甘膦；3、基于现有产品的配套角度，2018年新增较大体量精细化工产品对（邻）硝基氯化苯。2019年，公司实现营业收入31.10亿元，净利润5.06亿元。同时，公司为加强对原料成本、供应稳定性的控制能力，依托现有资源，提高各种原材料的自给比例。特别地，在其东至基地布局有热电联产、码头、30万吨/年离子膜烧碱（在建），是农化企业中较为少见的具备后向一体化布局意识的企业。

### 在手资源丰富为后续发展奠定坚实基础

公司土地储备丰富，现广德、东至两大生产基地合计占地面积达4200亩。同时，公司在目前农药类企业中手握最多光气资源，两大生产基地合计拥有光气许可产能17万吨/年，现使用产能6.8万吨/年，仅占许可产能40%。此外，公司2020年三季度账面资金达38.82亿元，充裕的在手现金为中长期资本开支提供坚实基础。

### 农化业务加速品类拓展，丰富产品矩阵

结合公开数据统计，据我们测算，公司已批未建的农药项目和新规划建设的农药项目合计有7个，总投资超过17亿元，假设项目能够按公司规划进度投产，达产后按现价测算预计贡献超过20亿元收入。在新农药产品布局上，公司依然延续了光气资源下游、供给有序、具备一定市场空间的思路。此外，公司还进一步向上配套离子膜烧碱，强化基础原材料配套。

### 硝基氯化苯产品受益于竞争对手停产造成阶段性供给缺口，价格快速上涨

中国占全球硝基氯化苯产能81.65%，且国内前四大企业合计产能占国内总产能75%。2020年12月，国内最大生产企业安徽八一化工危险化学品生产企业安全生产许可证被注销并被责令停止生产经营，对市场供给端造成较大阶段性缺口，对硝基氯化苯国内价格自20年10月中旬以来已上涨超过90%。广信股份具备10万吨/年对、邻硝基氯化苯产能，此轮价格上涨预计将为公司带来较大的利润增量。

### 光气、氯硝基苯两大产业链下游产品拓展具备广阔空间

以光气和硝基氯化苯为基础，下游可衍生出数百种精细化学品，依托光气产能余量及对（邻）硝基氯化苯二期新增10万吨的投产，将为公司未来进一步发展下游具备更高附加值的系列产品链奠定基础。

### 盈利预测与估值

预计公司2020/2021/2022年净利润分别为5.71/7.20/8.26亿元，按4.65亿股总股本计，对应EPS预测分别为1.23/1.55/1.78元。考虑到公司在杀菌剂和除草剂细分领域具有竞争性优势以及2021-2022年有较多增量项目。我们参考广信股份历史PE估值水平区间，按照2021年净利润预测值7.20亿元，历史29倍平均PE水平估值，目标市值为208.8亿元，目标价格44.95元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

**风险提示：**市场竞争风险、汇率波动风险、安全生产风险、环境保护风险、应收账款发生坏账风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,846.97	3,110.36	3,348.74	3,760.82	5,082.99
增长率(%)	21.35	9.25	7.66	12.31	35.16
EBITDA(百万元)	905.00	824.57	830.39	1,014.28	1,145.44
净利润(百万元)	469.06	505.65	571.41	719.94	825.83
增长率(%)	39.09	7.80	13.00	25.99	14.71
EPS(元/股)	1.01	1.09	1.23	1.55	1.78
市盈率(P/E)	32.46	30.11	26.65	21.15	18.44
市净率(P/B)	3.28	2.99	2.80	2.52	2.27
市销率(P/S)	5.35	4.90	4.55	4.05	3.00
EV/EBITDA	4.10	4.04	13.31	10.23	8.29

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	31.81元
目标价格	44.95元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	464.68
流通A股股本(百万股)	461.51
A股总市值(百万元)	14,781.44
流通A股市值(百万元)	14,680.50
每股净资产(元)	11.81
资产负债率(%)	22.31
一年内最高/最低(元)	33.90/14.23

### 作者

**唐婕** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**李辉** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517040001  
hulii@tfzq.com

**张峰** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518080008  
zhangfeng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 基于光气化平台的特色精细化工民营企业	4
1.1. 股权结构清晰，积极引入资深技术高管为公司注入新活力	4
1.2. 拥有丰富土地资源，围绕光气原料布局农药及精细化工产品，完善一体化优势	5
• 安徽两大生产基地，土地资源储备丰富	5
• 拥有较大规模光气产能储备，围绕光气资源布局下游产品	6
• 稀缺的具备产业链布局意识的精细化工企业，存量产品的一体化建设初见成效	8
1.3. 营收规模及毛利率水平稳步提升，在手资金充裕	9
2. 存量产品分析：善用资源优势，产品发展稳健	11
2.1. 基于光气资源布局三大农药单品，具备规模和成本优势	11
2.2. 草甘膦：全球最大体量农药单品，景气修复带来盈利提升	13
2.3. 对、邻硝基氯化苯：竞争对手停产造成阶段性供给缺口，价格快速上涨	14
3. 农化业务加速品类拓展，丰富产品矩阵	16
4. 光气、氯硝基苯两大产业链下游产品拓展具备广阔发展空间	18
5. 核心盈利预测假设	19
6. 首次覆盖，给予“买入”的投资评级	20
7. 风险提示	21

## 图表目录

图 1：公司大事记	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：广德厂区图	5
图 4：东至厂区图	5
图 5：广信股份产业链	7
图 6：业务涉农药类光气企业光气产能情况	8
图 7：2019 年公司营业收入、毛利结构	9
图 8：2011-2019 年公司分业务营业收入增长情况	9
图 9：2011-2019 年公司分业务营业收入结构	10
图 10：2011-2019 年公司毛利率及杀菌剂和除草剂销售价格情况	10
图 11：2010-2020H1 公司净利润及净利率情况	10
图 12：2010-2019 年公司期间费用率变化情况	10
图 13：公司资产负债率、经营性现金流情况	10
图 14：公司账面现金充裕	10
图 15：苯并咪唑类杀菌剂属全球份额占比	11
图 16：脲类除草剂全球份额占比	11
图 17：多菌灵和甲基硫菌灵原药国内价格	11

图 18: 敌草隆原药国内价格.....	11
图 19: 多菌灵和甲基硫菌灵原药国内主要生产企业产能情况.....	11
图 20: 敌草隆原药国内主要生产企业.....	11
图 21: 多菌灵和甲基硫菌灵生产流程图.....	12
图 22: 草甘膦全球销售额.....	13
图 23: 我国草甘膦产量和出口量.....	13
图 24: 草甘膦全球产能分布.....	13
图 25: 我国草甘膦原药产能按技术路线分份额情况.....	13
图 26: 我国草甘膦原药主要原材料价格走势.....	14
图 27: 我国草甘膦原药价格、价差走势.....	14
图 28: 2020 年我国硝基氯化苯下游应用分布情况.....	15
图 29: 我国对、邻硝基氯化苯价格走势.....	15
图 30: 茚虫威全球销售额.....	17
图 31: 我国茚虫威主要生产企业及产能.....	17
图 32: 茚虫威合成工艺.....	17
图 33: 2017-2020 年茚虫威价格走势（单位：万元/吨）.....	17
图 34: 光气下游应有图谱.....	18
图 35: 硝基氯化苯产业链图.....	19
图 36: 广信股份 PE Band.....	21
图 37: 广信股份 PB Band.....	21
表 1: 首次限制性股票激励计划对象具体分配情况.....	5
表 2: 首次限制性股票业绩考核目标.....	5
表 3: 广信股份主要产品产能梳理.....	6
表 4: 我国拥有光气生产资格企业名单.....	8
表 5: 公司主要存量产品一体化项目建设情况.....	9
表 6: 邻苯二胺技改前后清洁生产指标对比.....	12
表 7: 草甘膦产品价格上涨带来的公司业绩弹性.....	14
表 8: 国内外硝基氯化苯主要产能梳理.....	15
表 9: 对硝基氯化苯产品价格上涨带来的公司业绩弹性（按照现有 6.7 万吨产能测算）.....	16
表 10: 公司加速布局新品.....	16
表 11: 公司环评规划项目.....	17
表 12: 公司主要业务营业收入和毛利预测（单位：百万元）.....	20

## 1. 基于光气化平台的特色精细化工民营企业

安徽广信农化股份有限公司（以下简称“广信股份”或“公司”）是 2009 年由 2000 年成立的安徽广信农化集团有限公司整体变更设立的股份有限公司，2015 年在上海证券交易所挂牌上市。

公司是国内规模较大的以光气为原料的农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产与销售企业，现已经形成杀菌剂、除草剂和精细化工中间体三大类别十多个品种，是国内少数具有较为完整农药生产体系的专业厂商之一，是 2019 年中国农药销售 30 强企业，同时位于中国农药出口企业第 25 位。

公司农药原药产品中多菌灵、甲基硫菌灵和敌草隆产品的产销规模、出口量及出口创汇额均居国内同行业前列，公司也是草甘膦国内重要生产商之一。客户方面，美国杜邦公司（现科迪华）是公司的战略合作伙伴，公司还与德国汉姆、日本曹达公司、台湾兴农公司、诺普信、陕西美邦、四川利尔、山东海利尔、浙江中山、江苏剑牌、安徽丰乐、华星化工等国内外知名农药公司长期合作。

图 1：公司大事记

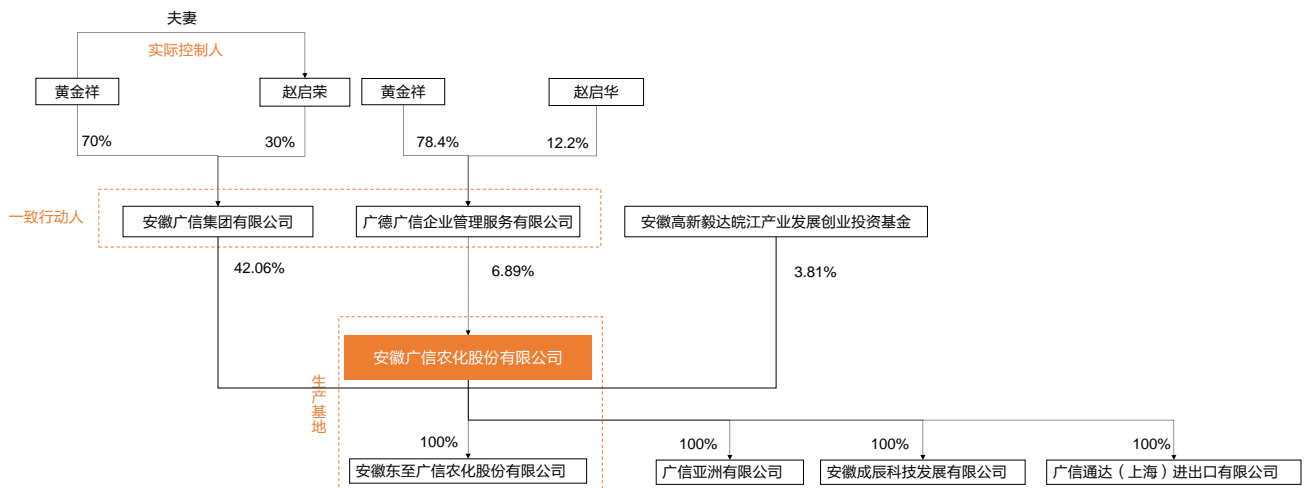


资料来源：公司公告、招股说明书、天风证券研究所

### 1.1. 股权结构清晰，积极引入资深技术高管为公司注入新活力

公司实际控制人为黄金祥（现任公司董事长、总经理；任广信集团执行董事）、赵启荣（现任广信房产、新徽商房产执行董事，广信集团监事）夫妇。黄金祥、赵启荣夫妇合计持有广信股份第一大控股股东安徽广信集团有限公司（以下简称“广信集团”）100%的股权，此外黄金祥还持有公司第二大股东广德广信企业管理服务有限公司（以下简称“广德广信”）78.4%的股权。广信集团和广德广信为公司一致行动人，综上黄金祥、赵启荣夫妇通过广信集团和广德广信直接、间接控制公司 47.46%的股份。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所



**引入资深技术高管为公司注入新活力。**公司 2020 年 11 月 4 日公示，聘请寿王鸽博士担任广信股份副总经理。寿王鸽博士曾任职于富美实(FMC)上海技术有限公司、上海杜邦(FMC)农化有限公司及 FMC(香港)农品国际有限公司，在农药研发方面具有丰富经验。寿博士的加入预计将为公司后续新项目的开发和落地提供更多战略性指导意见。

2020 年 11 月公司发布第一次限制性股票激励计划草案，授予 317.33 万股（通过二级市场回购，于 20 年 12 月 22 日完成授予登记），授予价格为 10 元/股（满足授予条件后，激励对象可以每股 10.00 元的价格购买公司回购的股票）；计划激励对象包括覆盖主要高管及核心骨干员工共 97 人。

表 1：首次限制性股票激励计划对象具体分配情况

姓名	职务	获受限制性股票数量（万股）	占授予总量比例	占本激励计划公告时公司总股本的比例
何王珍	董事、财务总监	15.00	4.73%	0.03%
寿王鸽	副总经理	15.00	4.73%	0.03%
龚荣霞	董事	15.00	4.73%	0.03%
袁晓明	副总经理	15.00	4.73%	0.03%
核心骨干员工（93 人）		257.33	81.09%	0.55%
<b>合计（97 人）</b>		<b>317.33</b>	<b>100%</b>	<b>0.68%</b>

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：首次限制性股票业绩考核目标

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标（净利润）	考核目标同比增长
第一个	自授予登记完成之日起 12 个月后	40%	2020 年不低于 5.57 亿元	不低于 10%
第二个	自授予登记完成之日起 24 个月后	30%	2021 年不低于 6.38 亿元	不低于 14.5%
第三个	自授予登记完成之日起 36 个月后	30%	2022 年不低于 7.59 亿元	不低于 19.0%

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：业绩考核目标以公司 2019 年净利润（5.06 亿元）为基数

## 1.2. 拥有丰富土地资源，围绕光气原料布局农药及精细化工产品，完善一体化优势

### • 安徽两大生产基地，土地资源储备丰富

公司现有两大主要生产基地广德基地（母公司）和东至基地（全资子公司安徽东至广信农化股份有限公司），均位于安徽省。广德基地位于广德县精细化工园区，占地 1200 亩，该厂区是我国规模较大的光气产业基地之一，已被列入安徽省“861”行动计划。东至厂区位于安徽东至经济开发区(香隅化工产业园区)，占地 3000 亩。

2017 年以来公司东至基地发展降速，主要系 2017 年原安徽省环保厅对东至经济开发区实施建设项目环评限批。而后，东至县制定了《东至经济开发区环境问题限批整改方案》，并委托专业机构编制了《河沟治理提升工程方案》《东至经济开发区河沟两侧浅层地下水污染治理技术方案》等技术方案并组织实施。2019 年 8 月，省生态环境厅解除东至经济开发区区域限批。相应地，公司 2019 年下半年以来项目环评申报也逐步提速（后文分析）。

图 3：广德厂区图



资料来源：谷歌地图，天风证券研究所

图 4：东至厂区图



资料来源：谷歌地图，天风证券研究所

• 拥有较大规模光气产能储备，围绕光气资源布局下游产品

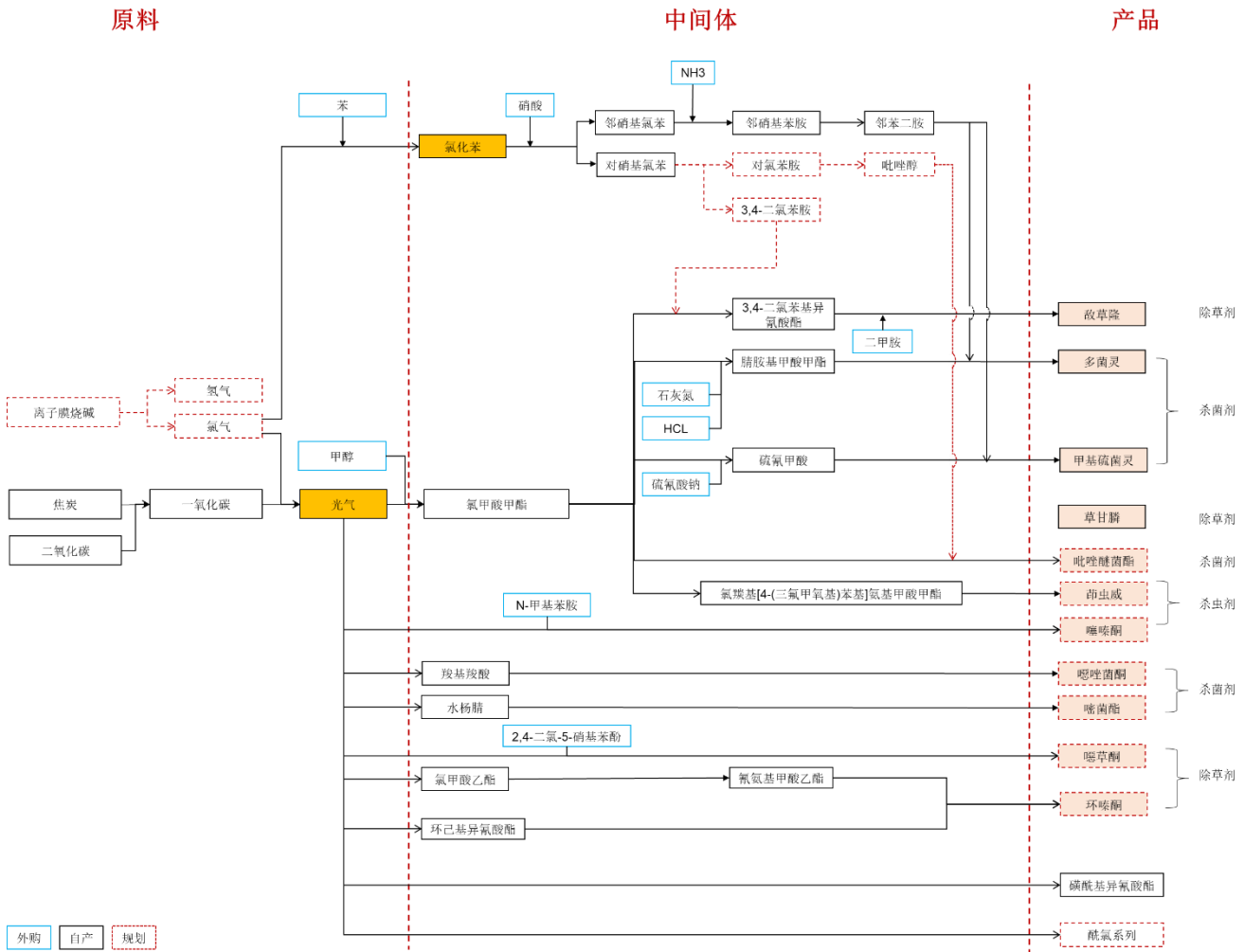
公司两个生产基地均拥有光气产能，通过丰富的光气资源，形成以光气为基础、涵盖中间体、原药和制剂的农药生产体系以及多元精细化工品，广德基地目前主要生产光气化衍生品和高端绿色农药；东至基地主攻万吨级农药项目及较大体量的精细化工品。公司现有主要农药产品除菌剂多菌灵、甲基硫菌灵和除草剂敌草隆等均以光气为上游原材料，具备较强市场竞争力，公司目前规划建设的产品也多以光气为主要原料。

表 3：广信股份主要产品产能梳理

基地	项目	产品	状态	产能（吨）
广德基地	原材料	光气	已建	$2 \times 10^4 + 2.8 \times 10^4$
	光气化产品	氯甲酸甲酯	已建	3060+7000
		硬酯甲酰氯	已建	19640
	酰氯系列	酰氯系列产品	在建	10000
		磺酰基异氰酸酯	已建	600
	除草剂	敌草隆	已建	8000
		异丙隆	已建	2000
		环嗪酮	已建	1000
		噁草酮	在建	3000
		丙炔噁草酮	规划	500
	杀菌剂	甲基硫菌灵	已建	6000
		吡唑醚菌酯	在建	3000
		噁唑菌酮	在建	1200
		啉菌酯	在建	3000
	杀虫剂	茚虫威	在建	3000
		噻嗪酮	在建	5000
		氯虫苯甲酰胺	规划	7000
	农药中间体	氨基甲酸甲酯	一期已建	1000
		水杨腈	一期已建	2000
	东至基地	原材料	光气	已建
光气化产品		氯甲酸甲酯	已建	12500
基础化学品		对（邻）硝基氯化苯 I 期	已建	$10 \times 10^4$
		对（邻）硝基氯化苯 II 期	在建	$10 \times 10^4$
		离子膜烧碱	在建	$30 \times 10^4$
杀菌剂		多菌灵	已建	18000
除草剂		草甘膦	已建	20000
农药中间体		邻苯二胺	技改	15000
	3,4-二氯苯胺	在建	20000	

资料来源：公司环评、天风证券研究所

图 5：广信股份产业链



资料来源：公司环评、天风证券研究所

光气是一种重要有机中间体，具有活泼性强、合成下游产品反应路线短和生产清洁污染少等特点，下游被广泛应用于农药、医药、工程塑料、聚氨酯材料、染料及造纸化学等领域。

**但作为剧毒气体，光气被国际禁止化学武器公约组织列为第三类监控化学品，各国对光气控制严格，生产资质准入门槛高、获取难度大，是较为稀缺的资源。**在我国，根据《中华人民共和国监控化学品管理条例》及其实施细则的规定，光气生产企业需经省级禁止化学武器公约小组办公室考核、评审，条件合格后，由工业和信息化部颁发《监控化学品特别生产许可证》。截止 2017 年，国家工信部**仅批准 38 家企业**获得此生产资质，同时根据 2014 年安监总局颁布的《光气及光气化产品安全生产管理指南》，将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。

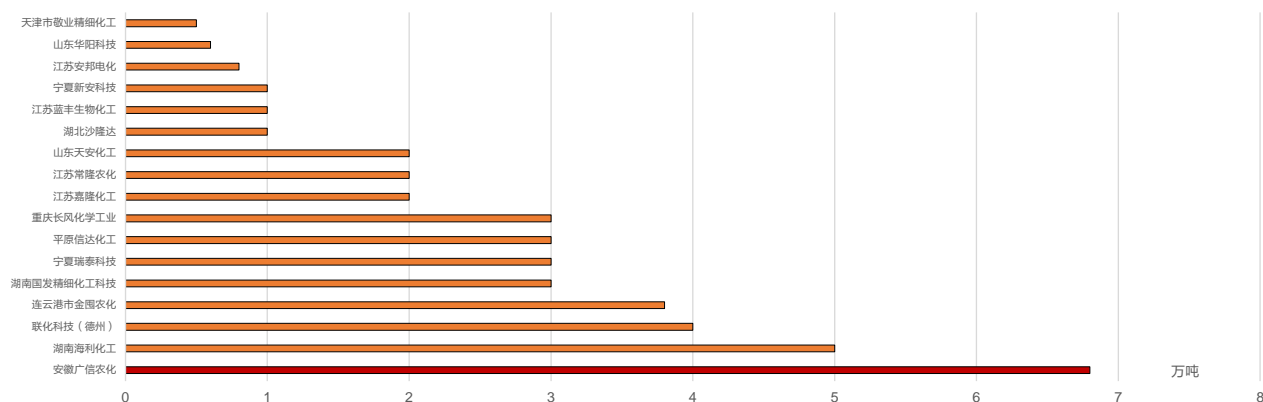
**广信股份是目前农药类企业中手握最多光气资源的公司。**2000 年，广信股份（母公司）成为全国 13 家光气生产企业之一，也是当时全国唯一一家生产光气的民营企业，填补了安徽省光气产能空白。**截至目前，公司广德、东至两大生产基地合计拥有光气许可产能 32 万吨，是国内光气产能最大的农药企业，公司现使用光气产能 6.8 万吨/年，仅占许可产能 21.25%。**

表 4：我国拥有光气生产资格企业名单

行业	省份	公司名称	省份	公司名称	
农药及精细化工	江苏	益海嘉里（连云港）化工有限公司	安徽	安徽广信农化股份有限公司	
		江苏嘉隆化工有限公司	河南	开封华瑞化工新材料股份有限公司	
		江苏常隆农化有限公司	黑龙江	鹤岗市旭祥禾友化工有限公司	
		江苏蓝丰生物化工股份有限公司	湖北	湖北沙隆达股份有限公司	
		连云港市金围农化有限公司		沙隆达藜春有限公司	
		江苏安邦电化有限公司	湖南	湖南国发精细化工科技有限公司	
	山东	平原信达化工股份有限公司		湖南海利化工股份有限公司	
		山东天安化工股份有限公司	江西	海利贵溪化工农药有限公司	
		山东华阳科技股份有限公司	辽宁	辽宁红山化工股份有限公司	
	浙江	联化科技（德州）有限公司		金凯（辽宁）化工有限公司	
		海宁三联化工有限公司	宁夏	宁夏瑞泰科技股份有限公司	
		浙江龙游绿得农化有限公司		宁夏新安科技有限公司	
	重庆	重庆长风化学工业有限公司	天津	天津市敬业精细化工有限公司	
	聚氨酯	山东	万华化学集团股份有限公司	浙江	万华化学（宁波）有限公司
			烟台巨力精细化工股份有限公司	福建	福建省东南电化股份有限公司
上海		拜耳材料科技（中国）有限公司	甘肃	甘肃银光聚银化工有限公司	
		上海联恒异氰酸酯有限公司	河北	沧州大化 TDI 有限责任公司	
		上海巴斯夫异氰酸酯有限公司	辽宁	辽宁北方锦化聚氨酯有限公司	
聚碳酸酯	浙江	帝人聚碳酸酯有限公司	山西	蓝星化工有限责任公司	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所；备注：2017 年数据

图 6：业务涉农药类光气企业光气产能情况



资料来源：公司官网、公司公告、招股说明书、天风证券研究所

• **稀缺的具备产业链布局意识的精细化工企业，存量产品的一体化建设初见成效**

为加强对原料成本和供应稳定性的控制能力，公司依托现有资源，提高各种原材料的自给比例。特别地，公司在其东至基地布局有热电联产、码头、30 万吨/年离子膜烧碱（在建），是农化企业中较为少见的具备后向一体化布局意识的企业。

**建设配套的自备电厂，提升自给率。**电力在生产成本中所占比例较高，公司 2016 年起在东至厂区积极建设 2 × 12MW 热电联产项目，于 2019 年建成投产，建成后不仅可满足公司的热负荷使用需求，还可有效降低公司的用电、用汽成本。广德厂区也将通过供热中心技改项目，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。集中供热为连续运行，为企业稳定生产提供了坚实保证。

**自建码头，降低运输成本。**公司于 2016 年开始建设东至广信码头工程项目，于 2019 年正式建成投产。该码头既能够保障公司农药产品的原料供应，同时也能满足公司产品外运的需求，降低运输成本。一期码头年吞吐量为 92 万吨/年，其中液体化学品泊位运输货种包括甲醇、纯苯、盐酸、副产盐酸、液碱，年吞吐量 56 万吨；散杂货泊位运输货种为煤炭，年吞吐量 36 万吨。截止 2019 年 3 月，离子膜烧碱项目正在建设中，工业盐尚未进口。



**关键农药产品中间体自供。**公司 2017 年实现三氯化磷——草甘膦原料、氯甲酸甲酯——多菌灵、甲基硫菌灵和吡唑醚菌酯中间体生产自给；2019 年起 10 万吨/年对（邻）硝基氯化苯投产，其中邻硝为公司多菌灵农药主要原料（邻硝用于生产邻苯二胺——多菌灵中间体）；根据最新环评显示，公司在建项目中包括敌草隆的中间体 3,4-二氯苯胺。

表 5: 公司主要存量产品一体化项目建设情况

属性	项目名称	产能	状态
运输	东至广信码头工程	-	已建
能源	2×12MW 热电联产	2×12MW	已建
	供热中心技改	2 台 75t/h 中温中压循环流化床锅炉	在建
上游基础化工原料	离子膜烧碱	30 万吨	规划
	液氯气化	4 万吨/年	在建
关键中间体	邻硝基氯化苯	3.3 万吨/年	已建
	3,4-二氯苯胺	2 万吨/年	在建

资料来源：公司环评、天风证券研究所

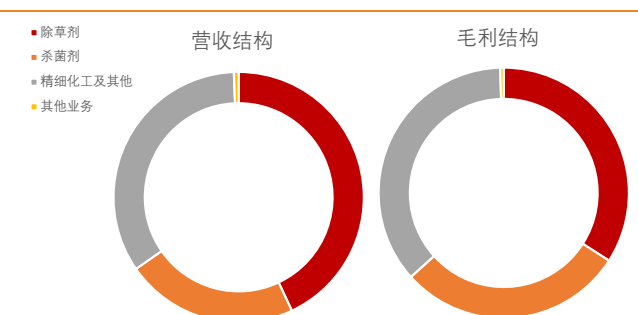
### 1.3. 营收规模及毛利率水平稳步提升，在手资金充裕

**收入及利润来源主要来自农药和精细化工两块业务。**2019 年，公司实现营业收入 31.10 亿元，其中除草剂实现收入 13.38 亿元，占比 43.0%，实现毛利 3.79 亿元，占比 34.1%；杀菌剂实现收入 6.94 亿元，占比 22.3%，实现毛利 3.25 亿元，占比 29.2%。公司除草剂和除菌剂的营业收入及毛利 2011~2019 年占比始终维持在 60%以上。同时，公司发力精细化工业务，2019 年实现营收 10.60 亿元，占比 34.1%；实现毛利 4.03 亿元，占比 36.2%；收入、毛利占比从 2011 年 16.4%、19.0%逐步提升至 2019 年的 34.1%、36.2%。依托规模扩张，公司净利润从 2010 年的 1.10 亿元增长至 2019 年 5.06 亿元。

2001~2017 年，公司农药业务（除草剂+杀菌剂）销售收入合计占总收入比例约在 70~80%，公司 2014、2017 两年收入同比增速较快，从结构上来说除草剂业务收入是主要增量来源，我们推测主要系草甘膦产品放量，价格相对高位所致，此外 2017 年杀菌剂业务销售同比亦有较大提升，我们推测是因多菌灵销量及销售价格均有所提升。2018~2019 年，公司收入增长主要来自精细化工业务，我们推测主要系伴随对（邻）硝基氯化苯 1 期 10 万吨/年产能投产（其中对硝基氯化苯以外售为主），带动该业务销售规模显著提升；此外，公司除草剂业务也保持了稳定的增长，我们推测是因敌草隆产品价格期间上涨，同时销量增加。

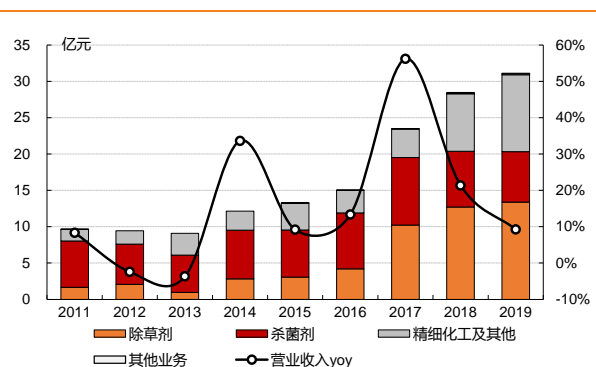
**综合毛利率水平稳步提升，来自产品价格上涨和原材料配套后的成本降低。**精细化工毛利率提升最为明显，2019 年达到 38.0%。产品价格上涨是其毛利率上升的主要原因，根据公司经营数据显示，2018 年精细化工产品价格较 2017 年上涨 111.45%。我们推测对硝基氯化苯价格上涨贡献较多，根据百川资讯，2018 年对硝价格经历一段上涨周期，达到历史高位 11000 元/吨。杀菌剂方面，受益于重要中间体邻苯二胺在 2018 年 11 月实现自供后成本大幅降低，其在成本中的占比较 2018 年下降了 7.6%。

图 7: 2019 年公司营业收入、毛利结构



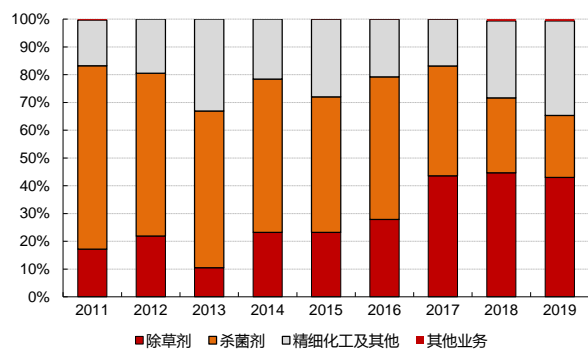
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8: 2011-2019 年公司分业务营业收入增长情况



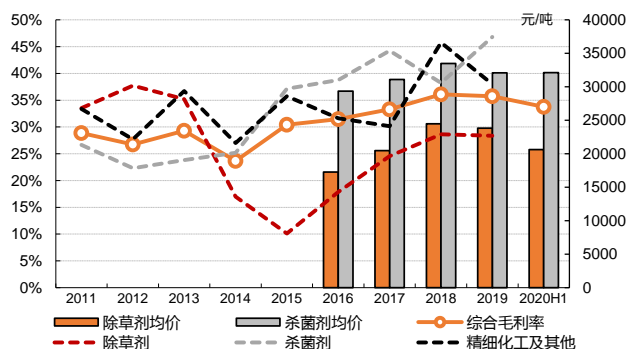
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：2011-2019 年公司分业务营业收入结构



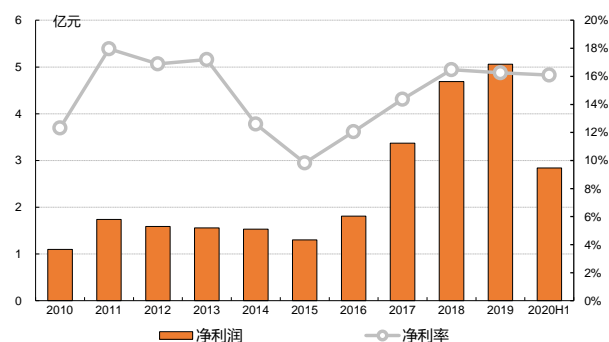
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：2011-2019 年公司毛利率及杀菌剂和除草剂销售价格情况



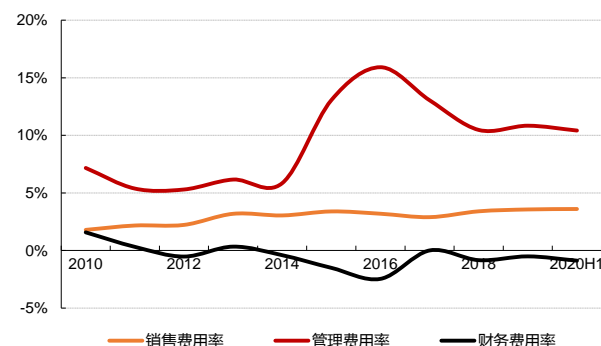
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 11：2010-2020H1 公司净利润及净利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

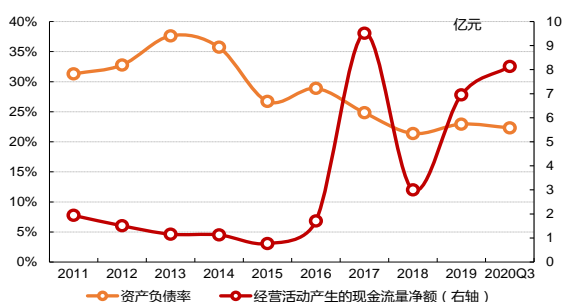
图 12：2010-2019 年公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

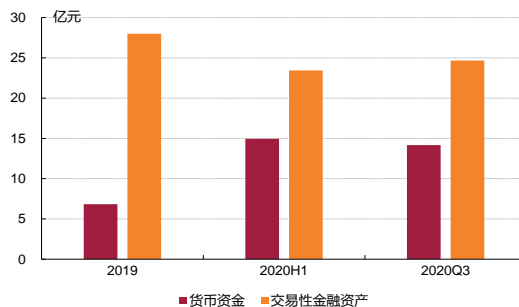
**在手资金充裕为后续投入提供坚实基础。**公司 2020 年三季度时账面资金达 38.82 亿元(账面资金+交易性金融资产)；2015~2019 年资产负债率稳定在 25% 上下的较低水平。充裕的在手现金、良好的现金流水平、较低的负债率，都为公司中长期资本开支提供坚实基础。

图 13：公司资产负债率、经营性现金流情况



资料来源：公司公告、WIND、天风证券研究所

图 14：公司账面现金充裕



资料来源：公司公告、WIND、天风证券研究所

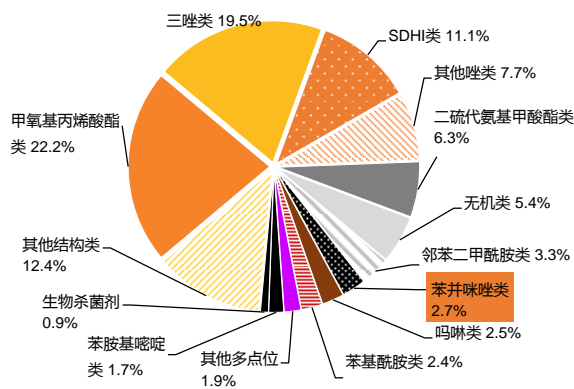
## 2. 存量产品分析：善用资源优势，产品发展稳健

公司现有产品的布局思路主要是从：1、基于拥有光气资源，布局其下游产品多菌灵、甲基硫菌灵和敌草隆，同时兼顾产品需具备一定的市场空间；2、选择大体量的农药单品草甘膦。3、基于现有产品的配套角度，新增较大体量精细化工产品对（邻）硝基氯化苯。

### 2.1. 基于光气资源布局三大农药单品，具备规模和成本优势

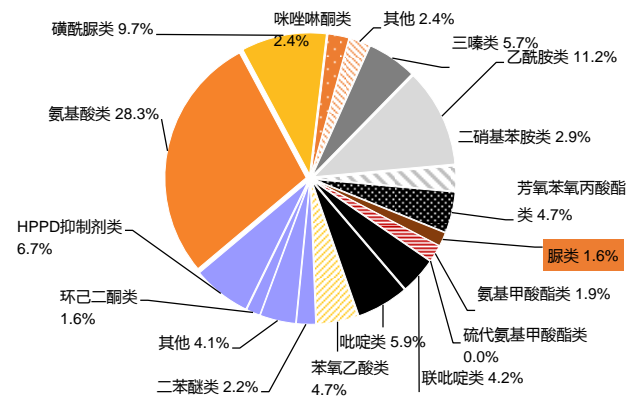
多菌灵和甲基硫菌灵均属于苯并咪唑类杀菌剂，是高效低毒的广谱内吸性杀菌剂。敌草隆属于脲类除草剂，1951年由美国杜邦开发，主要应用于甘蔗、棉花、玉米等农作物种植的前期除草。该三类属于利基市场的品种，供给均比较有序，国内生产企业数量较少，且终端具备一定市场空间（全球终端销售额均在约1~2亿美金左右），原药价格总体比较稳定。（值得注意的是12月份以来甲基硫菌灵有明显上涨，据农药资讯网信息，主要系其核心原料硫氰酸钠供应有所收紧、价格上涨所致）。

图 15：苯并咪唑类杀菌剂属全球份额占比



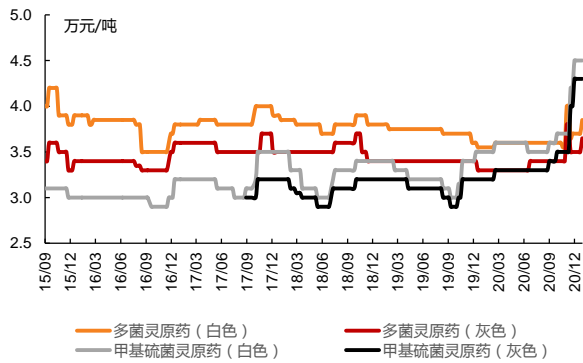
资料来源：好农资，天风证券研究所

图 16：脲类除草剂全球份额占比



资料来源：好农资，天风证券研究所

图 17：多菌灵和甲基硫菌灵原药国内价格



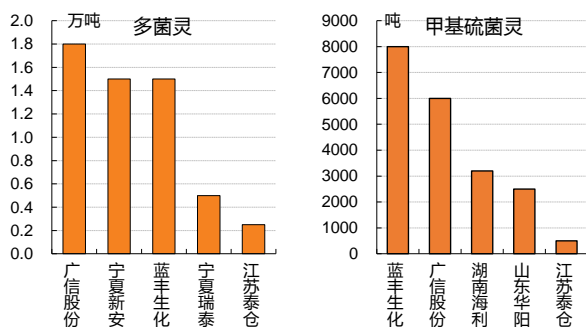
资料来源：中农立华，天风证券研究所

图 18：敌草隆原药国内价格



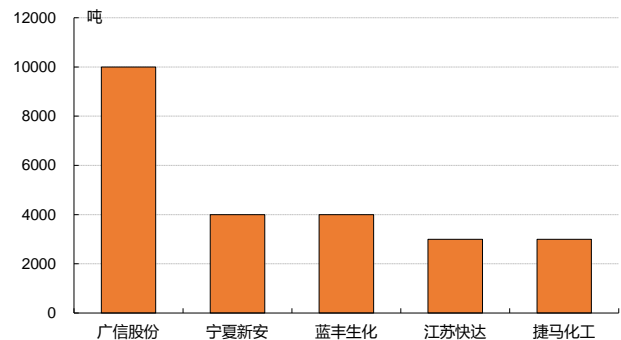
资料来源：中农立华，天风证券研究所

图 19：多菌灵和甲基硫菌灵原药国内主要生产企业产能情况



资料来源：公司公告，企业环评，红桃三，天风证券研究所

图 20：敌草隆原药国内主要生产企业



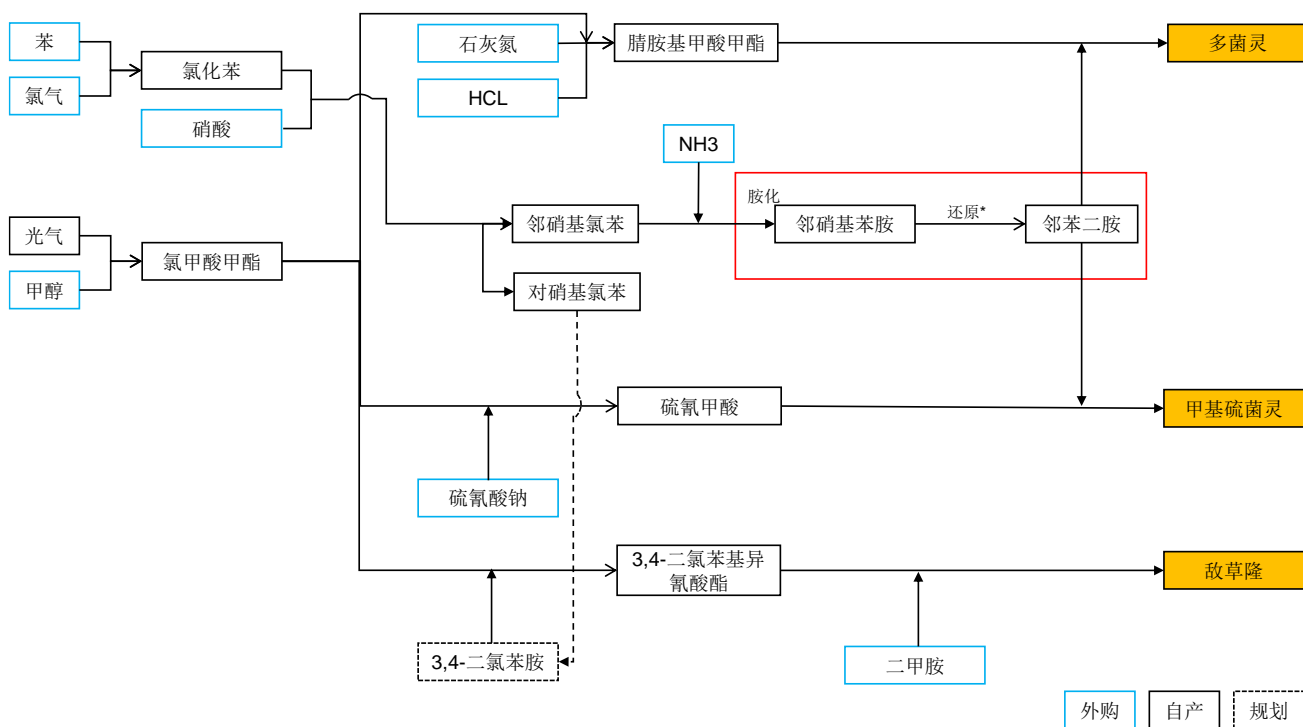
资料来源：公司公告，企业环评，天风证券研究所

多菌灵和甲基硫菌灵生产的共用核心中间体包括氯甲酸甲酯和邻苯二胺，公司均实现自供，且对应上游原材料光气、邻硝基氯化苯亦实现自我配套，公司只需外采包括苯、液氯、甲醇等基础大宗化工原料，保障其生产的稳定性及成本优势。

2016 年公司开展中间体邻苯二胺的清洁化技术改进，2018 年年底完成验收：东至广信原有邻苯二胺采用的是硫化碱还原法，转化率不高，工艺废水量大且难于处理，且硫化碱需要外购（根据公司公告数据，2016~2018 年，公司硫化碱（固态+液态）合计采购额分别为 8355、7981、608 万元，2019 年无采购）；公司新工艺则采用转化率高、成本低、三废少且易于处理的催化加氢法生产邻苯二胺。

同样地，敌草隆主要原料也为光气，其他还有 3,4-二氯苯胺、二甲胺等，公司是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。自 2010 年以来不断加强与美国杜邦（现科迪华）在敌草隆产品上合作，而杜邦作为敌草隆的研发者，在终端市场占有率较高。此外，公司正积极规划敌草隆另一中间体 3,4-二氯苯胺（是对硝基氯化苯下游）的建设，预计未来自给配套后成本将进一步下降。

图 21：多菌灵和甲基硫菌灵生产流程图



资料来源：招股书，天风证券研究所

表 6：邻苯二胺技改前后清洁生产指标对比

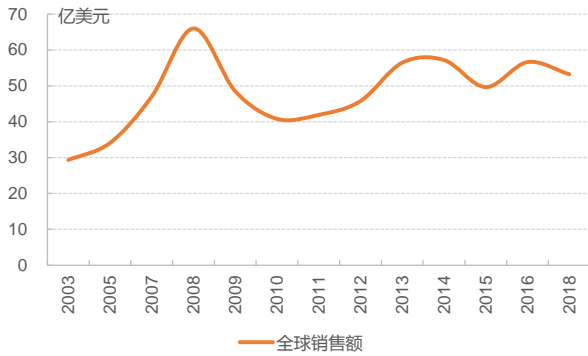
类别	项目	单位	硫化碱法	催化加氢法
资源、能源利用指标	蒸汽	t/t	2.08	1.92
	水	t/t	20.1	19.08
	电	万 kWh/t	0.95	0.8
原辅料	邻硝基氯化苯	t/t	1.556	1.485
	液氯	t/t	0.328	0.32
	硫化碱	t/t	2.132	0
	硫磺	t/t	0.128	0
	环己烷	t/t	0	2.69*10 <sup>-4</sup>
	无水甲醇	t/t	0	0.396
污染物指标	废水	m <sup>3</sup> /t	8.64	6.3
	固废	t/t	0.027 (产生量)	0.014 (产生量)

资料来源：公司环评报告，天风证券研究所

## 2.2. 草甘膦：全球最大体量农药单品，景气修复带来盈利提升

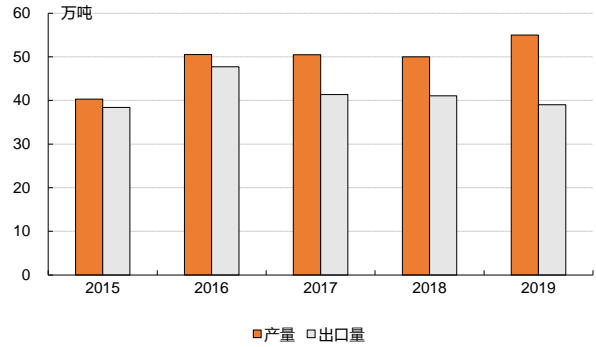
依托耐草甘膦转基因作物在美国、巴西等地的大量种植（主要是大豆、玉米、棉花等），草甘膦成为目前全球销售规模最大的农药单品（2018 年全球终端产品销售额近 60 亿美元）。从供给端看，全球逾六成原药产能在中国，中国是草甘膦原药的主要生产和出口国。

图 22：草甘膦全球销售额



资料来源：世界农化网，天风证券研究所

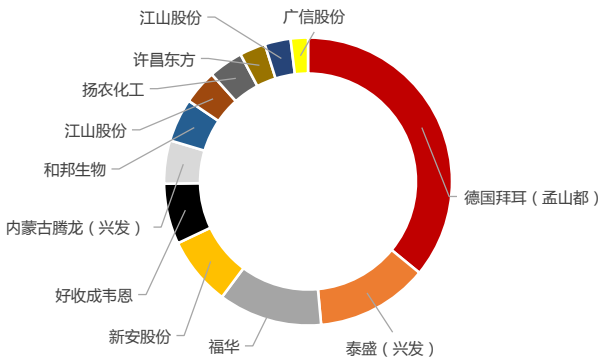
图 23：我国草甘膦产量和出口量



资料来源：农药快讯，天风证券研究所

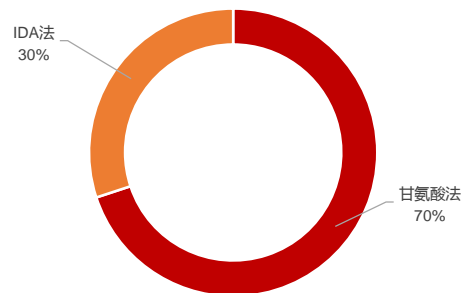
目前全球草甘膦原药最大生产商为拜尔（收购孟山都），中国形成以新安股份、江山股份、兴发集团、福华化工等大企业为主的较集中的供应格局，行业整体结构调整趋于合理，生产稳定性较强。广信股份现拥有草甘膦产能 2 万吨/年，在已稳定的行业格局中有一席之地。

图 24：草甘膦全球产能分布



资料来源：农药快讯、天风证券研究所

图 25：我国草甘膦原药产能按技术路线分份额情况



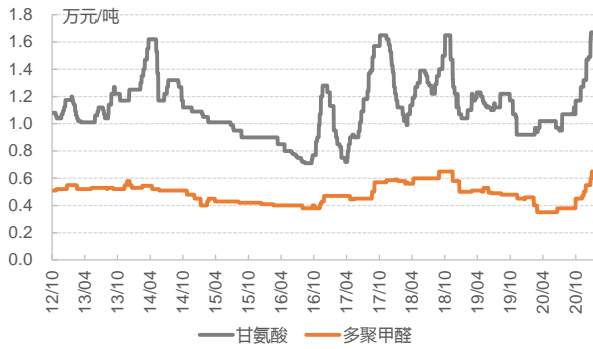
资料来源：红桃三、天风证券研究所

我国草甘膦生产工艺主要分为 IDA 法和甘氨酸法，据统计，目前国内甘氨酸路线草甘膦产能占比约 70% 左右。甘氨酸法上游原材料主要包括甘氨酸、黄磷、甲醇、多聚甲醛、液氯等。而甘氨酸、多聚甲醛半数产能在河北地区，20 年下半年受疫情影响，预计相关原料生产企业开工和运输受到一定影响，产品价格持续上涨（20 年 9 月以来，甘氨酸和多聚甲醛分别上涨约 56%、71%），并推动草甘膦价格上行（20 年 9 月以来上涨约 33%）。同时我们推测因四季度是农药原药传统出口旺季，2020 年四季度预计国外对草甘膦的需求量亦有所增加，原药出口订单较为充裕；叠加内贸需求逐步启动，制剂企业采购积极性也有所升温。

原料配置、产业链、现金和库存管理，是草甘膦生产企业利润水平的主要影响因素。广信股份虽有部分原材料需要外购，但基于前文分析的公司在手现金充裕，库存管理能力亦较强，预计将受益于此轮价格上涨带来的收益。中期看，结合供需变化和原材料价格情况，草甘膦原药预计仍将维持良好的盈利水平区间。

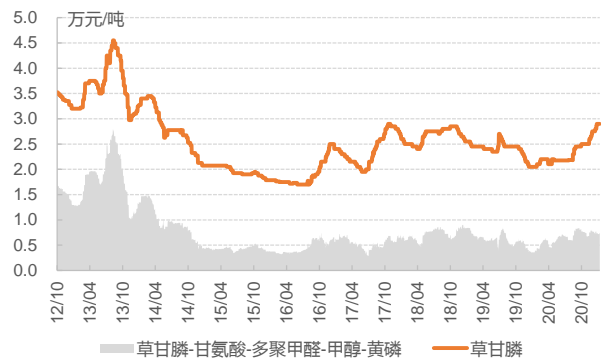


图 26：我国草甘膦原药主要原材料价格走势



资料来源：百川资讯、天风证券研究所

图 27：我国草甘膦原药价格、价差走势



资料来源：百川资讯、天风证券研究所

表 7：草甘膦产品价格上涨带来的公司业绩弹性

涨幅 \ 开工率	1000	2000	3000	4000	5000	6000	7000	8000	9000	10000
70%	0.14	0.28	0.42	0.56	0.70	0.84	0.98	1.12	1.26	1.40
75%	0.15	0.30	0.45	0.60	0.75	0.90	1.05	1.20	1.35	1.50
80%	0.16	0.32	0.48	0.64	0.80	0.96	1.12	1.28	1.44	1.60
85%	0.17	0.34	0.51	0.68	0.85	1.02	1.19	1.36	1.53	1.70
90%	0.18	0.36	0.54	0.72	0.90	1.08	1.26	1.44	1.62	1.80
95%	0.19	0.38	0.57	0.76	0.95	1.14	1.33	1.52	1.71	1.90
100%	0.20	0.40	0.60	0.80	1.00	1.20	1.40	1.60	1.80	2.00
105%	0.21	0.42	0.63	0.84	1.05	1.26	1.47	1.68	1.89	2.10
110%	0.22	0.44	0.66	0.88	1.10	1.32	1.54	1.76	1.98	2.20
115%	0.23	0.46	0.69	0.92	1.15	1.38	1.61	1.84	2.07	2.30
120%	0.24	0.48	0.72	0.96	1.20	1.44	1.68	1.92	2.16	2.40
125%	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50
130%	0.26	0.52	0.78	1.04	1.30	1.56	1.82	2.08	2.34	2.60
135%	0.27	0.54	0.81	1.08	1.35	1.62	1.89	2.16	2.43	2.70
140%	0.28	0.56	0.84	1.12	1.40	1.68	1.96	2.24	2.52	2.80
145%	0.29	0.58	0.87	1.16	1.45	1.74	2.03	2.32	2.61	2.90
150%	0.30	0.60	0.90	1.20	1.50	1.80	2.10	2.40	2.70	3.00

资料来源：天风证券研究所测算

备注：

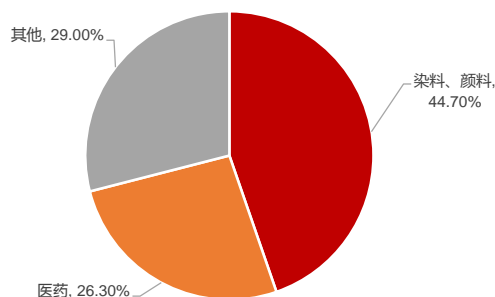
- (1) “涨幅”指不含增值税后草甘膦价格上涨幅度，单位：元/吨
- (2) 表格内容为以公司名义产能 2 万吨\*开工率\*草甘膦扣税涨幅在成本不变的情况下利润增量；单位：亿元

### 2.3. 对、邻硝基氯化苯：竞争对手停产造成阶段性供给缺口，价格快速上涨

**全球硝基氯化苯八成产能在中国。**硝基氯化苯（主要包括对硝基氯化苯、邻硝基氯化苯）由氯化苯硝化制成，是一种下游应用广泛的有机中间体，主要应用为染料颜料、医药和农药等。全球硝基氯化苯产能约为 109 万吨，其中，中国产能 89 万吨，占比 81.65%。国内硝基氯化苯产能集中度较高，安徽八一股份、中石化南京化学工业、扬农集团、广信股份四家合计产能占国内总产能的 75%。

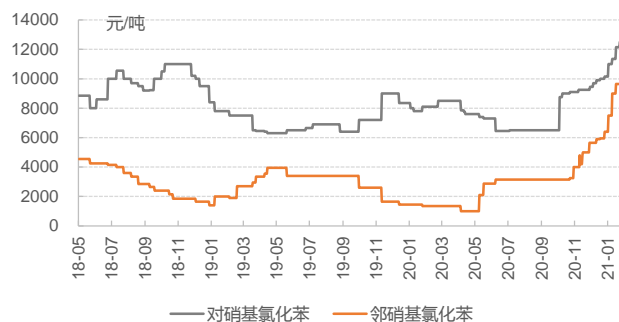
**国内第一大生产商八一化工停产带来阶段性供给缺口，价格快速上涨。**2020 年 12 月 9 日，安徽省应急管理厅宣布注销安徽八一化工股份有限公司危险化学品生产企业安全生产许可证，并责令其停止生产经营，对市场供给端造成了较大阶段性缺口，对硝基氯化苯国内价格则自 20 年 10 月中旬以来的 6500 元/吨快速上涨至 12500 元/吨（截至 21 年 2 月 2 日）。安徽八一新厂区拟搬迁至蚌埠精细化工高新技术产业基地内，规划建设有 32 万吨硝基氯化苯产能，目前在建设中。

图 28：2020 年我国硝基氯化苯下游应用分布情况



资料来源：乌海市区域经济合作局、天风证券研究所

图 29：我国对、邻硝基氯化苯价格走势



资料来源：百川资讯、天风证券研究所

表 8：国内外硝基氯化苯主要产能梳理

生产商	产能 (万吨)	备注
陶氏	3	收购孟山都装置
朗盛	3	原拜耳装置，2005 朗盛独立运营时划归过来
赫氏集团	3	为下游染料、颜料配套使用
三井东压化学公司	2	主要用于下游油墨颜料生产
英力士	1	原英国 ICI 公司氯化苯装置
印度国立化学等	6	技术原自德国赫氏，多家企业
其他	2	杜邦装置关闭，东欧和南美有小装置供应本地下游产品使用
<b>国外合计</b>	<b>20</b>	
安徽八一化工股份	32	全下游中间体配套最为齐全
中石化南京化学工业	15	配套 12 万吨氯化苯，硝基氯化苯商品量国内最大
扬农化工集团	10	为下游染料、颜料、农药配套
安徽广信股份	10	共两期 20 万吨，一期 10 万吨已经投产，二期 10 万吨在建
宁夏华御化工	8	配套氯化苯
辽宁世星药化	8	购买方大化工氯化苯生产，下游配套对氨基苯酚
浙江嘉兴中华化工	3	外购氯化苯
浙江闰土化工	3	2015 年投产，配套 4 万吨氯化苯
<b>国内合计</b>	<b>89</b>	

资料来源：中国化工杂志，天风证券研究所

**广信逆向一体化布局对邻硝，此轮价格上涨有望为公司贡献较大利润弹性，新增产能投产有望贡献近 10 亿收入增量。**

我们认为，对于硝基氯化苯生产企业形成以规模化硝基氯化苯为基础原料，并向下游开发出多种适应企业的产品，进而建立起一个系列化产品的产品树至关重要。

广信股份以多菌灵为始，逆向一体化布局了其原料邻硝基氯化苯（对、邻硝基氯化苯受限于化学反应，一般是一套装置产出，产出比例是 2：1），对硝基氯化苯则以外售为主，公司名义产能 6.7 万吨，此轮价格上涨预计将为公司带来较大的利润增量弹性（测算见下表）。

我们预计公司二期 10 万吨对、邻硝基氯化苯有望于 2021 年中下旬投产，产品规划以外销为主，届时公司销售规模将显著扩大，假设完全达产销售，按照现价测算，将贡献近 10 亿元销售收入（根据百川资讯，21 年 2 月 2 日含税市场价格，对硝基氯化苯 1.25 万元/吨，邻硝基氯化苯 0.965 万元/吨）。此外，后续公司亦有规划布局 3,4-二氯苯胺，为现有产品敌草隆原料。

表 9：对硝基氯化苯价格上涨带来的公司业绩弹性（按照现有 6.7 万吨产能测算）

涨幅 开工率	1000	2000	3000	4000	5000	6000	7000	8000	9000	10000
70%	0.47	0.94	1.41	1.88	2.35	2.81	3.28	3.75	4.22	4.69
75%	0.50	1.01	1.51	2.01	2.51	3.02	3.52	4.02	4.52	5.03
80%	0.54	1.07	1.61	2.14	2.68	3.22	3.75	4.29	4.82	5.36
85%	0.57	1.14	1.71	2.28	2.85	3.42	3.99	4.56	5.13	5.70
90%	0.60	1.21	1.81	2.41	3.02	3.62	4.22	4.82	5.43	6.03
95%	0.64	1.27	1.91	2.55	3.18	3.82	4.46	5.09	5.73	6.37
100%	0.67	1.34	2.01	2.68	3.35	4.02	4.69	5.36	6.03	6.70
105%	0.70	1.41	2.11	2.81	3.52	4.22	4.92	5.63	6.33	7.04
110%	0.74	1.47	2.21	2.95	3.69	4.42	5.16	5.90	6.63	7.37
115%	0.77	1.54	2.31	3.08	3.85	4.62	5.39	6.16	6.93	7.71
120%	0.80	1.61	2.41	3.22	4.02	4.82	5.63	6.43	7.24	8.04
125%	0.84	1.68	2.51	3.35	4.19	5.03	5.86	6.70	7.54	8.38
130%	0.87	1.74	2.61	3.48	4.36	5.23	6.10	6.97	7.84	8.71
135%	0.90	1.81	2.71	3.62	4.52	5.43	6.33	7.24	8.14	9.05
140%	0.94	1.88	2.81	3.75	4.69	5.63	6.57	7.50	8.44	9.38
145%	0.97	1.94	2.91	3.89	4.86	5.83	6.80	7.77	8.74	9.72
150%	1.01	2.01	3.02	4.02	5.03	6.03	7.04	8.04	9.05	10.05

资料来源：天风证券研究所测算；备注：（1）“涨幅”指不含增值税后对硝基氯化苯价格上涨幅度，单位：元/吨；（2）表格内容为以公司名义产能 6.7 万吨\*开工率\*对硝基氯化苯扣税涨幅在成本不变的情况下利润增量；（3）根据 13%税率测算，单位：亿元

### 3. 农化业务加速品类拓展，丰富产品矩阵

公司现有农药产品的建设在 2010 年均已完成，受制于前文所述的化工园环保制约等因素近年来公司项目发展速度相对较慢，而着力于建设包括码头、原材料等配套项目完善上游一体化布局，而伴随园区项目环评申报等工作的逐步启动，叠加引入资深技术高管，2020 年以来公司农药项目的布局提速明显。

据东至和广德政府数据统计，2020 年以来，广信股份集中发布了 10 份规划建设项目的环评，此外若包括公司已批未建的部分前期项目，未来项目计划投资总额超 30 亿。其中，据我们测算，公司已批未建的农药项目（啮菌酯、吡唑醚菌酯）和新规划建设的农药项目合计有 7 个（不考虑尚处环评初期的氯虫苯甲酰胺），总投资超过 17 亿元，假设项目能够按公司规划进度投产（有部分项目为分期建设），达产后按现价测算预计贡献超过 20 亿元收入。在新农药产品布局上，公司依然延续了了光气资源下游（自身具备原料优势）、供给有序、具备一定市场空间的思路。此外，公司还进一步向上配套离子膜烧碱，强化基础原材料配套。

与此同时，公司拟投资 4000 万元在广德基地建立多功能的中试装置，通过中试实验，为工业化生产提供设计数据和解决放大问题的数据等。项目分两期建设，其中一期建设啮菌酯和茚虫威中试装置，二期建设多取代苯胺、吡唑酸和氯虫苯甲酰胺中试装置。

表 10：公司加速布局新品

类别	产品	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
农药	多菌灵	✓																						
	甲基硫菌灵							✓																
	敌草隆							✓																
	草甘膦							✓																
	噻嗪酮																							
	茚虫威																							
	吡唑醚菌酯																							
	啮菌酯																							
	噁草酮																							
	环嗪酮																							
	噁唑菌酮																							
	氯虫苯甲酰胺																							
中间体	氨基甲酸甲酯										✓													
	邻苯二胺		✓																				优化	
精细化工品	磺酰基异氰酸酯											✓												
	对（邻）硝基氯化苯																						✓	

资料来源：公司环评、天风证券研究所；备注：橙色表示投产，灰色表示环评已经公示

表 11：公司环评规划项目

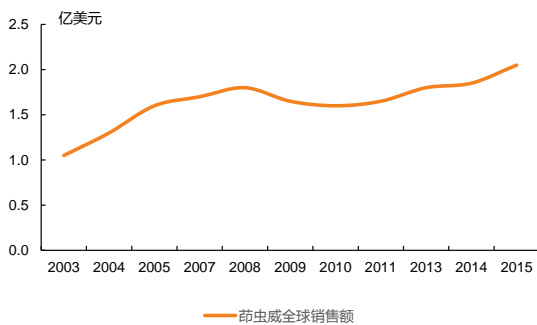
基地	时间	项目投资 (万元)	产品	产能 (吨)
广德基地	2021.01	4000	中试车间：用于企业研发，项目分两期建设，其中一期建设噁菌酯、茚虫威中试装置，二期建设多取代苯胺、吡唑酸、氯虫苯甲酰胺中试装置。	
	2020.12	11908	酰氯系列产品	10000
	2020.12	21693	茚虫威	3000
	2020.12	31471	噁唑菌酮	1200
	2020.12		氯虫苯甲酰胺	7000
	2020.11	12618	噻嗪酮	5000
	2020.07	42010	噁草酮	3000
			噁草酮酚	1000
			丙炔噁草酮	500
	2020.04		环嗪酮 (技改)	3000
	2019.08	21584	3,4-二氯苯胺	20000
	2018.05	25281	噁菌酯	3000
	2016.08	41255	吡唑醚菌酯	3000
东至基地	2020.12	32022	光气系列产品	
	2020.12	11024	邻硝基苯胺	15000
	2019.05	85000	离子膜烧碱	300000

资料来源：公司环评，公司年报，天风证券研究所

**在布局品种中，茚虫威原药现价高达 105 万元/吨，公司一期 1000 吨新增产能投产预计带来约 10 亿元收入，对公司而言是新增量中最主要的单品。**茚虫威是一种抑制昆虫生产发育的新型选择性杀虫剂，触杀作用强，低毒高效、环境兼容性好，主要作用于棉花、水果和蔬菜，2015 年全球终端销售额约 2 亿美元左右，国内供给市场亦较为有序。

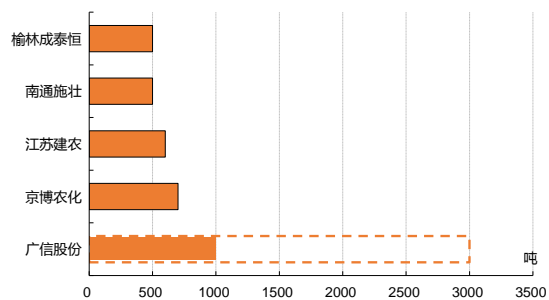
公司是茚虫威产品的新进入者，茚虫威生产过程涉及 2 个关键中间体，公司光气化产品氨基甲酸甲酯是合成茚虫威的中间体氯羰基[4-(三氟甲氧基)苯基]氨基甲酸甲酯的重要原料，公司已经生产多年，工艺较为成熟，通过建设茚虫威并配套扩大氨基甲酸甲酯产能规模，进而丰富光气系列产品树，同时公司亦具备成本优势。

图 30：茚虫威全球销售额



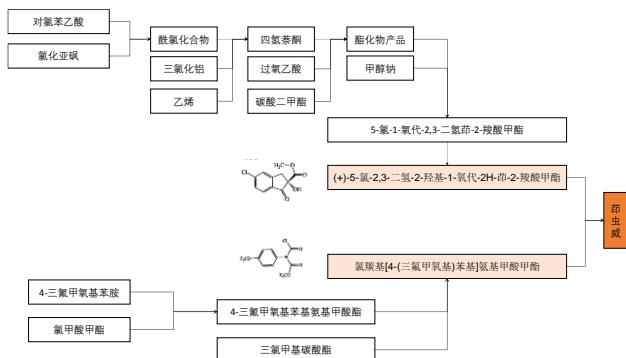
资料来源：世界农化网，天风证券研究所

图 31：我国茚虫威主要生产企业及产能



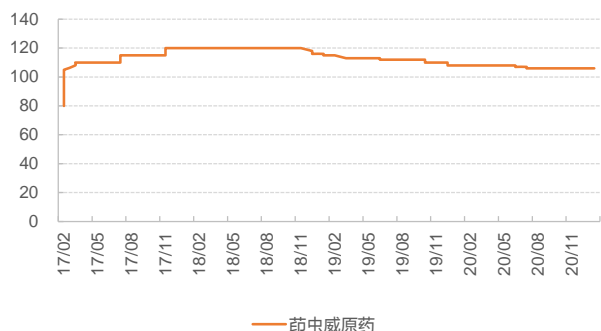
资料来源：各公司环评，天风证券研究所；备注：广信股份产能规划 3000 吨，一期 1000 吨在建

图 32：茚虫威合成工艺



资料来源：世界农化网，天风证券研究所

图 33：2017-2020 年茚虫威价格走势 (单位：万元/吨)



资料来源：中农立华，天风证券研究所

## 4. 光气、氯硝基苯两大产业链下游产品拓展具备广阔发展空间

未来公司将重点依托广德和东至两大生产基地，继续完善产业链布局，围绕光气和对、邻硝规划发展下游产品。突出打造三大产业：农药、精细化工和新材料。未来 3-5 年公司规划打造完成从氯、光气、纯苯为起始原料的新材料和精细化工中间体全产业链。在原有基础之上横向衔接和纵向发展，扩大产业链的深度，提升市场的核心竞争力。

光气主要下游应用包括农药、聚氨酯、医药、精细化工和染料颜料等。其中聚氨酯行业内，目前多为国内外化学巨头且光气产能规模都较大，皆为配套自用，进入门槛较高。但农药、医药、染料等精细化工领域仍具备广阔的市场空间可供公司涉足。

图 34：光气下游应用图谱

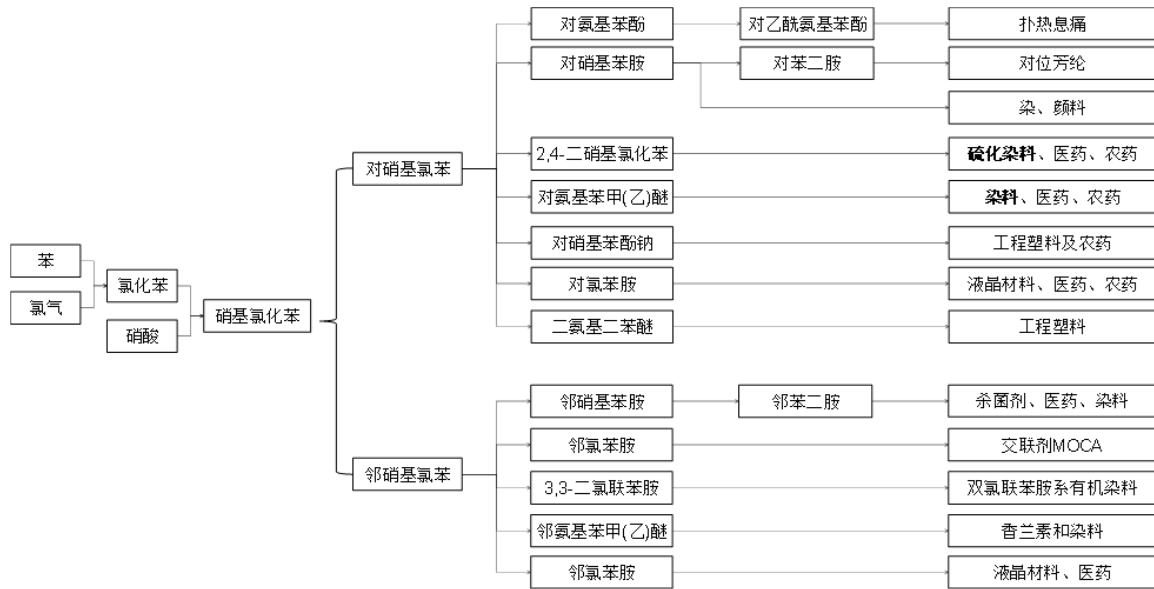


资料来源：赵美法《光气系列产品及其下游产品的开发与应用》、CNKI、天风证券研究所



硝基氯化苯作为基础有机化工原料，以其为基础衍生的下游精细化学品数百种，是生产农药、医药、染颜料、新材料、橡塑助剂、香料、造纸化学品和工程塑料等基础的有机化工原料，也是系列氯代芳烃产品中规模最大的一个品种。广信股份目前发展下游仅针对自身原有农药原药产品配套，二期新增 10 万吨对（邻）硝基氯化苯产能若能顺利投产，将为未来进一步发展下游具备更高附加值的系列产品链奠定基础。

图 35：硝基氯化苯产业链图



资料来源：朱骏《竞争日趋激烈 硝基氯化苯企业如何胜出》、中国化工信息杂志、天风证券研究所

## 5. 核心盈利预测假设

关键假设：

1. 产能：假设公司募投项目按规划投产，其中杀菌剂：吡唑醚菌酯一期 1000 吨和啮菌酯 3000 吨自 2021 年年底逐步放量；除草剂：噁草酮一期 1500 吨自 2021 年中下旬逐步放量，同时环嗪酮扩产计划自 2022 年开始贡献增量；杀虫剂：噻嗪酮和茚虫威一期 1000 吨自 2021 年底建成；精细化工：对邻硝基氯化苯 II 期 10 万吨于 2021 年下半年逐步投产贡献业务增量
2. 价格：预计杀菌剂、除草剂和杀虫剂保持稳定，精细化工品中对硝基氯化苯预计有较大涨幅，主要系八一化工于 2020 年 12 月被注销生产许可证，市场出现较大供给缺口。

表 12：公司主要业务营业收入和毛利预测（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>2,346</b>	<b>2,847</b>	<b>3,110</b>	<b>3,349</b>	<b>3,761</b>	<b>5,083</b>
杀菌剂	929	767	694	843	911	1,141
除草剂	1,022	1,272	1,338	1,317	1,357	1,556
杀虫剂						655
精细化工及其他	394	790	1,060	1,169	1,473	1,711
其他业务	2	17	19	20	20	20
<b>营业成本</b>	<b>1,565</b>	<b>1,819</b>	<b>1,998</b>	<b>2,200</b>	<b>2,291</b>	<b>3,281</b>
杀菌剂	518	474	369	454	477	691
除草剂	771	908	958	1,063	935	1,137
杀虫剂						390
精细化工及其他	275	429	657	668	864	1,048
其他业务	1	9	14	15	15	15
<b>毛利</b>	<b>782</b>	<b>1,027</b>	<b>1,112</b>	<b>1,149</b>	<b>1,470</b>	<b>1,802</b>
杀菌剂	411	293	325	389	434	450
除草剂	251	364	379	254	423	419
杀虫剂				0	0	265
精细化工及其他	119	362	403	501	609	663
其他业务	1	8	5	5	5	5
<b>毛利率(%)</b>	<b>33%</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>	<b>34%</b>	<b>39%</b>	<b>35%</b>
杀菌剂	44%	38%	47%	46%	48%	39%
除草剂	25%	29%	28%	19%	31%	27%
杀虫剂						41%
精细化工及其他	30%	46%	38%	43%	41%	39%
其他业务	48%	47%	29%	25%	25%	25%

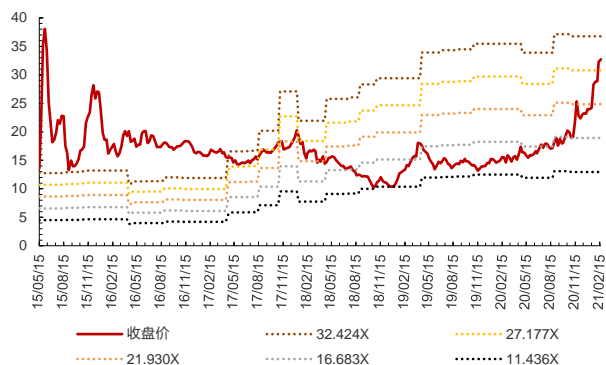
资料来源：wind、天风证券研究所预测

## 6. 首次覆盖，给予“买入”的投资评级

预计公司 2020/2021/2022 年净利润分别为 5.71/7.20/8.26 亿元，按 4.65 亿元总股本计，对应 EPS 预测分别为 1.23/1.55/1.78 元。

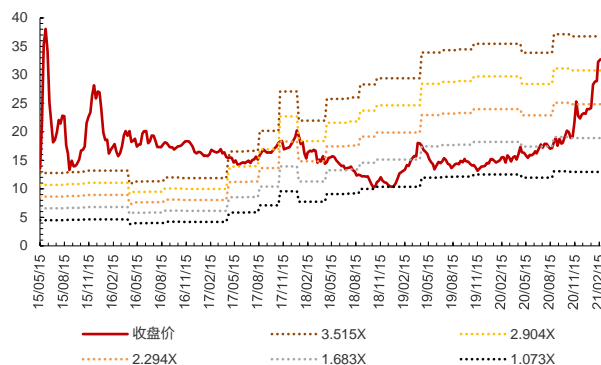
农药各企业产品差异度较大，PE(TTM) 估值水平普遍处于 15-25 倍之间，参考意义不大，无法直接进行比较，考虑到公司在杀菌剂和除草剂细分领域具有竞争性优势以及 2021-2022 年有较多增量项目。因此，我们参考广信股份历史 PE 估值水平区间，按照 2021 年净利润预测值 7.20 亿元，历史 29 倍平均 PE 水平估值，目标市值为 208.8 亿元，目标价格 44.95 元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

图 36：广信股份 PE Band



资料来源：wind、天风证券研究所

图 37：广信股份 PB Band



资料来源：wind、天风证券研究所

## 7. 风险提示

1. **市场竞争风险：**公司虽是国内较大的以光气为原料农药生产企业，生产能力位居全国前列，依然面临国内新上同类项目以及国际农药行业巨头进入国内市场，导致行业竞争日趋加剧引发的风险
2. **汇率波动风险：**公司营业收入约三分之一来自出口业务，大部分出口业务以美元结算，公司盈利水平将受人民币兑美元汇率走势影响
3. **安全生产风险：**公司主要从事农药原药及制剂、精细化工中间体的生产销售，部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，不排除因设备及工艺不完善、物品保管及操作不当和自然灾害等原因造成安全事故的风险
4. **环境保护风险：**公司属于农药行业，农药生产企业在生产经营中会产生废水、废气、固废和噪音。公司大力发展清洁生产，但仍不排除存在环境保护风险及随着未来环保政策趋严导致的环保成本增加风险
5. **应收账款发生坏账风险：**2019 年末公司应收账款账面价值为 26,059.91 万元。虽然公司客户具有良好的信用和较强的实力且与公司有多年合作关系，同时公司建立了完善的应收账款管理、催收、回款制度。但如果公司采取的收款措施不力或客户信用发生变化，则存在应收账款坏账金额增加的风险，进而对公司经营业绩的增长产生负面影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,118.21	682.19	1,317.78	2,063.88	2,899.97
应收票据及应收账款	381.21	260.60	483.56	268.60	796.40
预付账款	9.52	6.13	12.20	6.88	20.46
存货	534.73	609.72	551.45	593.85	1,137.65
其他	1,992.24	2,939.35	2,919.69	2,959.62	2,952.06
<b>流动资产合计</b>	<b>4,035.92</b>	<b>4,497.99</b>	<b>5,284.69</b>	<b>5,892.83</b>	<b>7,806.53</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,477.36	1,315.45	1,311.33	1,279.20	1,220.26
在建工程	123.99	315.87	309.52	305.71	303.43
无形资产	209.55	214.92	209.50	204.08	198.66
其他	53.00	254.46	250.51	185.22	229.55
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,863.91</b>	<b>2,100.70</b>	<b>2,080.86</b>	<b>1,974.21</b>	<b>1,951.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,899.83</b>	<b>6,598.69</b>	<b>7,365.56</b>	<b>7,867.04</b>	<b>9,758.43</b>
短期借款	0.00	99.33	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,063.32	1,207.44	1,359.37	1,440.26	2,387.26
其他	145.40	152.40	302.21	143.41	408.51
<b>流动负债合计</b>	<b>1,208.73</b>	<b>1,459.16</b>	<b>1,661.59</b>	<b>1,583.66</b>	<b>2,795.77</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	193.00	193.00	193.00
其他	52.47	54.13	69.71	58.77	60.87
<b>非流动负债合计</b>	<b>52.47</b>	<b>54.13</b>	<b>262.71</b>	<b>251.77</b>	<b>253.87</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,261.19</b>	<b>1,513.30</b>	<b>1,924.30</b>	<b>1,835.43</b>	<b>3,049.64</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	464.68	464.68	464.68	464.68	464.68
资本公积	2,149.82	2,149.82	2,149.82	2,149.82	2,149.82
留存收益	4,083.71	4,508.02	4,976.58	5,566.93	6,244.11
其他	(2,059.57)	(2,037.13)	(2,149.82)	(2,149.82)	(2,149.82)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,638.63</b>	<b>5,085.39</b>	<b>5,441.26</b>	<b>6,031.61</b>	<b>6,708.79</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,899.83</b>	<b>6,598.69</b>	<b>7,365.56</b>	<b>7,867.04</b>	<b>9,758.43</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	469.06	505.65	571.41	719.94	825.83
折旧摊销	161.00	6.83	215.88	241.36	266.64
财务费用	7.51	(5.75)	(20.94)	(35.00)	(48.10)
投资损失	(69.74)	(85.93)	(110.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(2,146.25)	1,692.19	170.17	114.38	92.27
其它	1,878.61	(1,417.93)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>300.20</b>	<b>695.05</b>	<b>826.53</b>	<b>940.68</b>	<b>1,036.64</b>
资本支出	265.79	40.03	184.42	210.94	197.90
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,034.42)	(1,181.47)	(274.42)	(310.94)	(297.90)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,768.63)</b>	<b>(1,141.44)</b>	<b>(90.00)</b>	<b>(100.00)</b>	<b>(100.00)</b>
债权融资	0.00	99.33	193.00	193.00	193.00
股权融资	21.80	38.26	(91.75)	35.00	48.10
其他	(85.04)	(121.23)	(202.18)	(322.59)	(341.65)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(63.24)</b>	<b>16.36</b>	<b>(100.94)</b>	<b>(94.59)</b>	<b>(100.55)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,531.67)</b>	<b>(430.02)</b>	<b>635.59</b>	<b>746.09</b>	<b>836.09</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,846.97</b>	<b>3,110.36</b>	<b>3,348.74</b>	<b>3,760.82</b>	<b>5,082.99</b>
营业成本	1,819.48	1,998.18	2,200.13	2,290.61	3,280.73
营业税金及附加	18.32	16.48	16.74	18.80	25.41
营业费用	97.29	110.52	117.21	131.63	177.90
管理费用	185.90	337.01	372.71	440.02	565.99
研发费用	136.47	162.47	167.44	206.85	254.15
财务费用	(24.07)	(15.81)	(20.94)	(35.00)	(48.10)
资产减值损失	51.26	(62.62)	(30.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	28.55	0.00	0.00	0.00
投资净收益	69.74	78.87	110.00	100.00	100.00
其他	(32.32)	(114.60)	(220.00)	(200.00)	(200.00)
<b>营业利润</b>	<b>524.88</b>	<b>571.30</b>	<b>635.45</b>	<b>807.92</b>	<b>926.90</b>
营业外收入	3.25	6.98	7.00	5.00	5.00
营业外支出	0.23	2.09	4.00	4.00	4.00
<b>利润总额</b>	<b>527.91</b>	<b>576.20</b>	<b>638.45</b>	<b>808.92</b>	<b>927.90</b>
所得税	58.84	70.54	67.04	88.98	102.07
<b>净利润</b>	<b>469.06</b>	<b>505.65</b>	<b>571.41</b>	<b>719.94</b>	<b>825.83</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>469.06</b>	<b>505.65</b>	<b>571.41</b>	<b>719.94</b>	<b>825.83</b>
每股收益(元)	1.01	1.09	1.23	1.55	1.78

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.35%	9.25%	7.66%	12.31%	35.16%
营业利润	36.98%	8.84%	11.23%	27.14%	14.73%
归属于母公司净利润	39.09%	7.80%	13.00%	25.99%	14.71%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.09%	35.76%	34.30%	39.09%	35.46%
净利率	16.48%	16.26%	17.06%	19.14%	16.25%
ROE	10.11%	9.94%	10.50%	11.94%	12.31%
ROIC	31.14%	14.06%	37.97%	54.32%	66.51%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.38%	22.93%	26.13%	23.33%	31.25%
净负债率	-24.11%	-11.46%	-20.67%	-31.02%	-40.35%
流动比率	3.34	3.08	3.18	3.72	2.79
速动比率	2.90	2.66	2.85	3.35	2.39
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.91	9.69	9.00	10.00	9.55
存货周转率	5.16	5.44	5.77	6.57	5.87
总资产周转率	0.50	0.50	0.48	0.49	0.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.01	1.09	1.23	1.55	1.78
每股经营现金流	0.65	1.50	1.78	2.02	2.23
每股净资产	9.98	10.94	11.71	12.98	14.44
<b>估值比率</b>					
市盈率	32.46	30.11	26.65	21.15	18.44
市净率	3.28	2.99	2.80	2.52	2.27
EV/EBITDA	4.10	4.04	13.31	10.23	8.29
EV/EBIT	4.98	4.07	17.99	13.42	10.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com