

广信股份 (603599.SH) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 29.45 元

产业链持续完善, 成长潜力巨大

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.65
已上市流通 A 股(亿股)	4.62
总市值(亿元)	136.85
年内股价最高最低(元)	33.91/14.96
沪深 300 指数	5047
上证指数	3435



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,847	3,110	3,511	5,301	6,731
营业收入增长率	21.35%	9.25%	12.89%	50.96%	26.98%
归母净利润(百万元)	469	506	582	1,050	1,190
归母净利润增长率	39.09%	7.80%	15.18%	80.37%	13.27%
摊薄每股收益(元)	1.009	1.088	1.253	2.261	2.561
每股经营性现金流净额	0.65	1.06	1.20	2.57	3.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.11%	9.94%	11.38%	18.28%	18.42%
P/E	10.40	13.78	23.50	13.03	11.50
P/B	1.05	1.37	2.67	2.38	2.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **完善产业链布局, 构筑光气化平台。**公司拥有涵盖光气、中间体、原药的各生产环节的化学农药生产一体化产业链, 自行供应上游关键中间体, 完整的产业链有利于降低成本, 特别是在质量保障、新产品开发方面能够掌握主动地位。公司的发展史即是一部光气产业链完善史, 公司上市以来, 营业收入由 12.14 亿元增长至 31.1 亿元, 复合增速达 21%; 净利润由 1.53 亿元增长至 5.06 亿元, 复合增速达 27%。
- **围绕精细化工中间体, 布局杀虫剂、除草剂和杀菌剂产品。**公司以广德和东至两个产业基地为中心, 依托丰富的光气资源生产杀菌剂和除草剂多种产品, 未来公司将积极推动杀菌剂、除草剂以及杀虫剂产品的布局。若公司未来产品能够顺利投产, 我们保守测算未来 2-3 年内, 这些项目的投产将为公司带来每年 20 亿以上收入增量, 3 亿左右净利润增量。现有产品方面, 公司拥有杀菌剂多菌灵 (1.8 万吨/年) 和甲基硫菌灵 (1 万吨/年) 等, 除草剂敌草隆 (1 万吨/年) 和草甘膦 (2 万吨/年) 等, 目前杀菌剂和除草剂产品价格处于上行通道。
- **邻(对)硝基氯化苯往下游可延伸至农药、医药中间体和染料中间体。**公司拥有 10 万吨邻(对)硝基氯化苯, 未来公司将在现有装置基础上扩产 10 万吨邻(对)硝基氯化苯。对硝基氯化苯方面, 公司将延伸下游对硝基苯酚、对氨基苯酚、3, 4-二氯苯胺 (公司敌草隆产品的核心原材料) 等; 公司已将邻硝基氯化苯延伸至邻苯二胺; 根据公司环评报告, 公司未来将布局延伸邻苯二胺产品布局甲苯达唑农药, 此外, 邻苯二胺可以往下游持续布局医药、染料中间体等。

投资建议

- 公司围绕光气进行产业链布局, 长期成长性明确, 考虑到 2021 年公司部分产品价格上涨, 且 2021-2022 年有新产品的不断推出, 我们修正公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.8 亿元、10.5 亿元、11.9 亿元 (前值为 6.3 亿元、7.6 亿元和 8.8 亿元); EPS 分别为 1.25 元、2.26 元和 2.56 元, 当前市值对应 PE 为 22.9/12.7/11.2, 维持“买入”评级。

风险提示

- 农药产品价格下跌; 产能建设进度不及预期; 产品需求不及预期; 汇率风险

相关报告

1. 《依托光气资源, 持续优化产业链布局-【国金基化】广信股份深度报...》, 2020.12.29

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

内容目录

一、深化产业链布局，构筑光气化平台.....	4
1.1 公司发展史是一部光气产业链完善史.....	4
1.2 伴随着公司产业链的完善，公司业绩呈现持续增长趋势.....	7
二、延伸产业链布局新产品，未来成长潜力巨大.....	8
2.1 从产业链布局来看，公司仍有充足的成长空间.....	9
2.2 邻（对）硝基氯化苯下游可进一步延伸精细化工中间体.....	9
2.3 杀虫剂：茚虫威、噻嗪酮需求稳定，公司具备产业链优势.....	11
2.4 除草剂：环嗪酮、噁草酮具有产业链一体化优势.....	13
2.5 杀菌剂：吡唑醚菌酯和噁唑菌酮均是光气产业链下游延伸.....	14
三、原有产品竞争优势显著，价格中枢上行.....	15
3.1 草甘膦价格中枢上行，敌草隆维持在稳定水平.....	16
3.2 甲基硫菌灵和多菌灵价格中枢上行.....	17
3.3 邻（对）硝基氯化苯和邻苯二胺处于高景气周期.....	18
四、核心假设与盈利预测.....	20
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：公司成立之初仅有光气和多菌灵产品.....	4
图表 2：公司逐步实现产品多元化发展.....	5
图表 3：进一步拓宽延伸光气衍生品.....	5
图表 4：深化精细化工产品布局.....	6
图表 5：打造一体化产业链.....	7
图表 6：公司营业收入稳健增长（亿元）.....	7
图表 7：公司归母净利润稳健增长（亿元）.....	7
图表 8：精细化工占比逐步提升.....	8
图表 9：公司各产品毛利率中枢上行.....	8
图表 10：公司各基地主要产品及产能情况.....	8
图表 11：一期项目收入和盈利测算.....	9
图表 12：未来公司规划产品及盈利测算.....	9
图表 13：硝基氯化苯可延伸至下游多个产品.....	10
图表 14：邻苯二胺产业链可延伸农药、医药和精细化工产品.....	10
图表 15：茚虫威合成工艺.....	11
图表 16：茚虫威市场保持稳定增长.....	11
图表 17：我国茚虫威主要生厂企业及产能.....	12
图表 18：近年来茚虫威价格走势（万元/吨）.....	12
图表 19：噻嗪酮光气法生产工艺.....	12

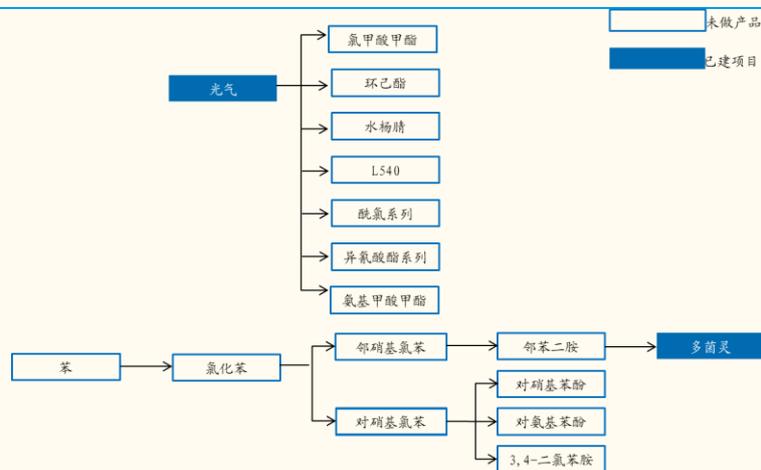
图表 20: 近年来噻嗪酮价格走势 (万元/吨)	13
图表 21: 环嗪酮主要销售市场为拉丁美洲.....	13
图表 22: 环嗪酮主要用于甘蔗作物.....	13
图表 23: 环嗪酮主要登记厂商情况.....	13
图表 24: 噁草酮主要厂商情况.....	14
图表 25: 近年来噁草酮原药价格走势 (万元/吨)	14
图表 26: 全球吡唑醚菌酯销售额情况 (亿美元)	14
图表 27: 全球吡唑醚菌酯应用情况.....	14
图表 28: 吡唑醚菌酯国内主要厂商产能情况.....	15
图表 29: 近年来吡唑醚菌酯原药价格走势 (万元/吨)	15
图表 30: 2016 年噁唑菌酮全球销售情况 (百万美元)	15
图表 31: 2016 年噁唑菌酮应用作物情况.....	15
图表 32: 国内噁唑菌酮主要登记企业.....	15
图表 33: 2020 年国内企业草甘膦产能 (万吨)	16
图表 34: 我国草甘膦产量情况.....	16
图表 35: 草甘膦价格走势 (万元/吨)	16
图表 36: 近年来全球敌草隆需求分布.....	17
图表 37: 敌草隆国内产能分布.....	17
图表 38: 敌草隆原药价格走 (万元/吨)	17
图表 39: 2019 年多菌灵国内生产厂商.....	18
图表 40: 多菌灵价格中枢上行.....	18
图表 41: 2019 年甲基硫菌灵国内生产厂商.....	18
图表 42: 甲基硫菌灵价格中枢上行.....	18
图表 43: 2019 年硝基氟苯国内主要生产企业产能.....	19
图表 44: 国内邻苯二胺应用情况.....	19
图表 45: 邻 (对) 硝基氯化苯价格上行 (元/吨)	20
图表 46: 邻苯二胺价格上行 (元/吨)	20
图表 47: 公司主要产品盈利预测.....	20
图表 48: 可比公司估值情况.....	21

一、深化产业链布局，构筑光气化平台

1.1 公司发展史是一部光气产业链完善史

- 广信股份所处的行业是农药及精细化工，对于传统行业而言，我们认为，一家公司内生增长必须具备三个条件：**产业链、土地、资金**，其中**产业链条的延展性决定了公司未来成长的空间**。我们认为公司的核心竞争力在于：公司未来将逐步打通**光气—精细化工—农药、医药中间体、染料中间体、新材料产业链**。打通产业链一方面可以有效降低公司现有装置的生产成本，另一方面有利于公司布局新的产品，且布局出来的新产品与竞争对手相比具备显著成本优势。通过梳理公司发展历程，我们认为，公司的发展史就是一部光气产业链不断完善的历史，未来公司将围绕光气产业链持续布局新的产品来实现收入和利润的增长。
- **2000-2004 年**：该阶段公司掌握了成熟的光气和多菌灵生产技术，投资建设光气产业基地和多菌灵产品生产线。

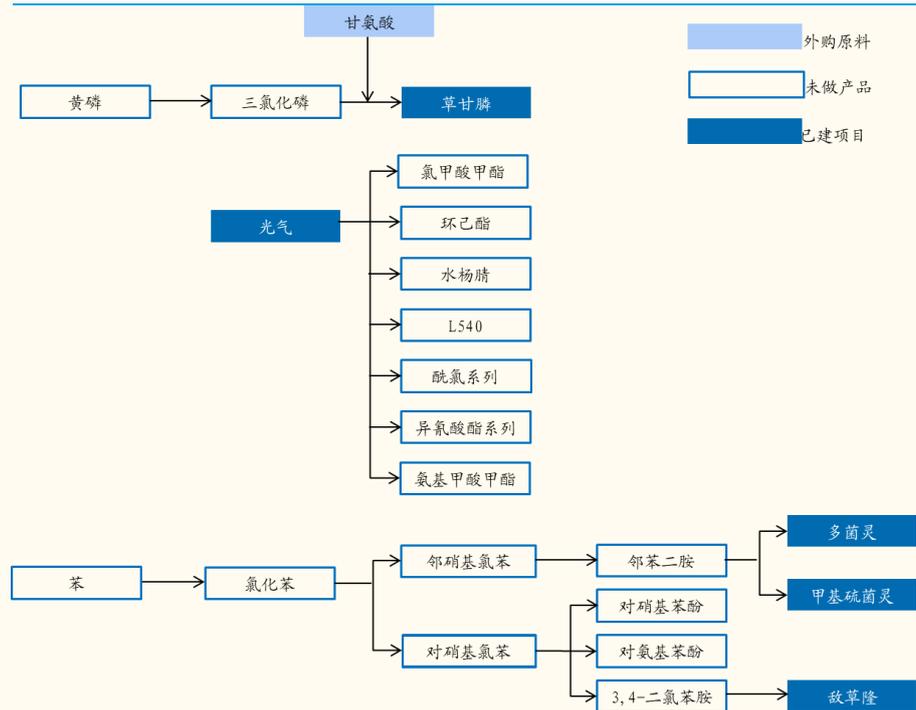
图表 1：公司成立之初仅有光气和多菌灵产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- **2004-2008 年**：该阶段公司对原有技术及产品进行改进，拓展生产技术并研制出**甲基硫菌灵、敌草隆**等新产品，实现产品结构多元化发展。公司 2005 年成功掌握了杂质 DAP/HAP 控制技术，生产的高品质多菌灵 DAP/HAP 两项重要指标优于联合国粮食及农业组织（FAO）标准，顺利进入欧美高端市场。公司于 2006 年开始投资新建甲基硫菌灵、敌草隆、草甘膦等产品生产线，从而实现产品结构多元化发展；2008 年成功研发合成甲基硫菌灵中关键的硫氰化反应技术，产品收率由原来的 85% 提高至 95%，后处理工序中采用催化剂吸收处理方式，产品含量达 97% 以上。

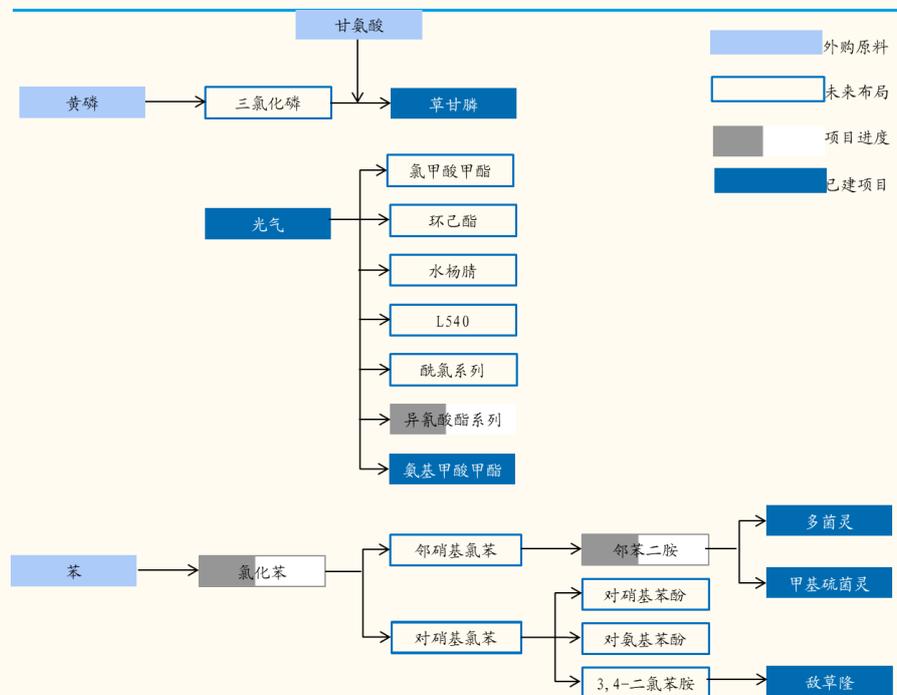
图表 2：公司逐步实现产品多元化发展



来源：公司公告，国金证券研究所

- **2008年-2015年（IPO）：**公司主导产品得到快速增长，新产品新技术不断涌现，开始进军精细化工中间体领域，进一步拓宽光气衍生产品。公司2008年成功研发氨基甲酸甲酯产品合成技术，2009年成功研发磺酰基异氰酸酯产品合成新技术，此外，公司对多菌灵、甲基硫菌灵和敌草隆产品生产线进行技术改造，产品质量和生产能力得以提升。

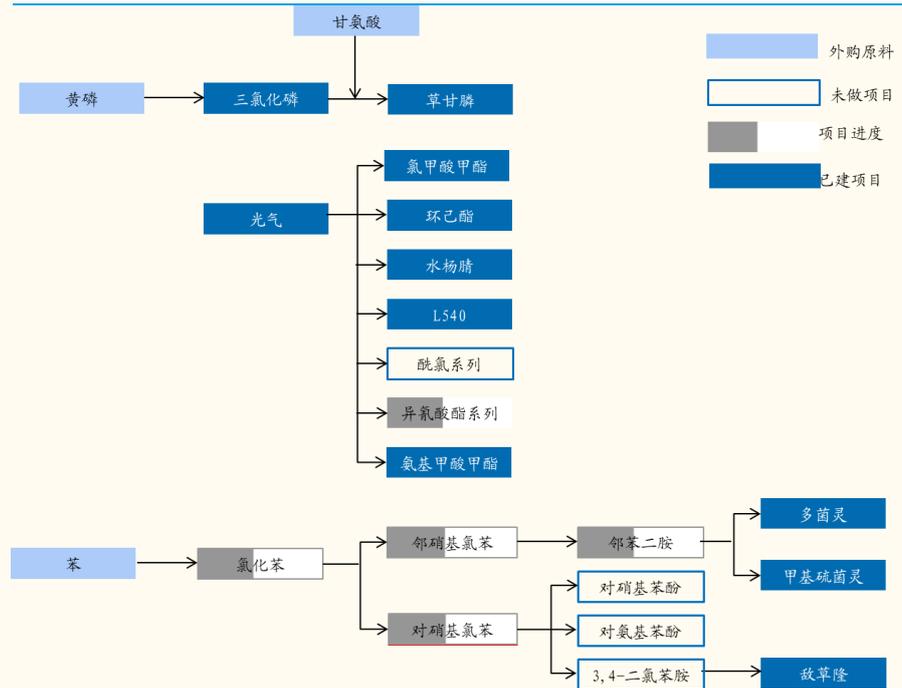
图表 3：进一步拓宽延伸光气衍生品



来源：公司公告，国金证券研究所

- **2015年（IPO）-至今：**完善精细化工品布局，进一步巩固主导农药产品的竞争优势，公司整体盈利能力不断提升。

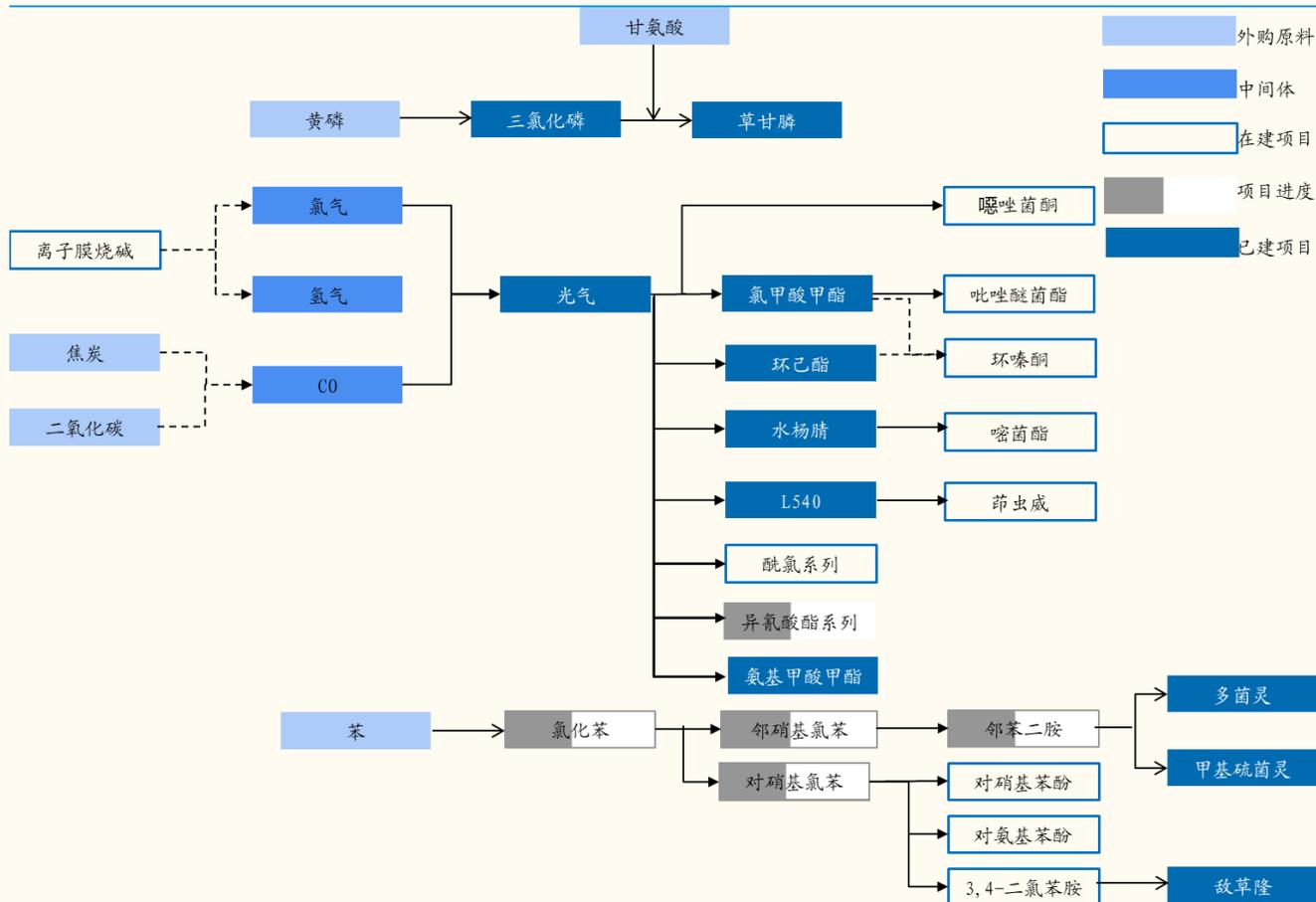
图表 4：深化精细化工产品布局



来源：公司公告，国金证券研究所

- **2021-2022 年：公司围绕产业链延伸，未来有望持续成长。**根据公司公告和环评报告，公司目前拥有的光气下游中间体为：氯甲酸甲酯、环己酯、水杨腈、L540 等，他们分别是吡唑醚菌酯、环嗪酮（除草剂）、嘧菌酯、茚虫威的原材料，而根据公司公告及公开信息，公司未来将逐步布局这些农药产品。至于酰氯系列产品，根据我们产业链调研以及公司环评报告，公司所布局的大部分酰氯系列产品和异氰酸酯系列产品的单吨价值量在 10 万元以上。除此之外，公司将打通光气产业链上游离子膜烧碱技术，离子膜烧碱装置布局完成后，对于公司的意义在于：**1、解决光气原材料液氯的运输问题；2、有益于公司自配草甘膦核心原材料甘氨酸；3、进一步打通氯化苯上游原材料。**

图表 5：打造一体化产业链



来源：公司公告，环评报告，国金证券研究所

1.2 伴随着公司产业链的完善，公司业绩呈现持续增长趋势

- 自上市以来，公司的营业收入不断增长，2014-2019 年公司营收由 12.14 亿元增长至 31.1 亿元，复合增长率达 21%；净利润由 1.53 亿元增长至 5.06 亿元，复合增速达 27%。2020 年前三季度公司实现营收 27.6 亿元，同比增长 6%，净利润 4.35 亿元，同比增长 5%。

图表 6：公司营业收入稳健增长（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司归母净利润稳健增长（亿元）



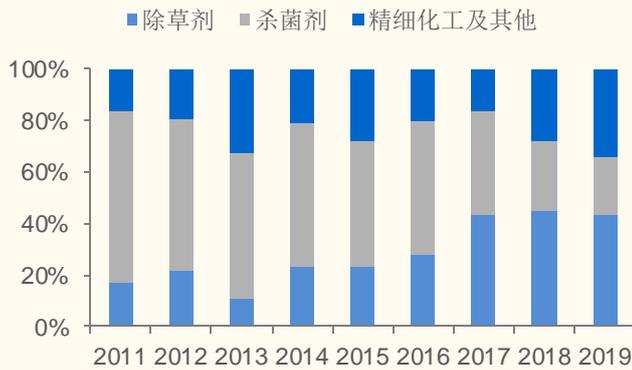
来源：公司公告，国金证券研究所

- 从公司主营业务构成来看，公司最初收入主要由杀菌剂构成，近年来公司不断拓展新的产品，除草剂收入占比不断提升。2015 年公司上市之后，公司围绕光气资源，不断打通除草剂和杀菌剂核心中间体及上游精细化工品，

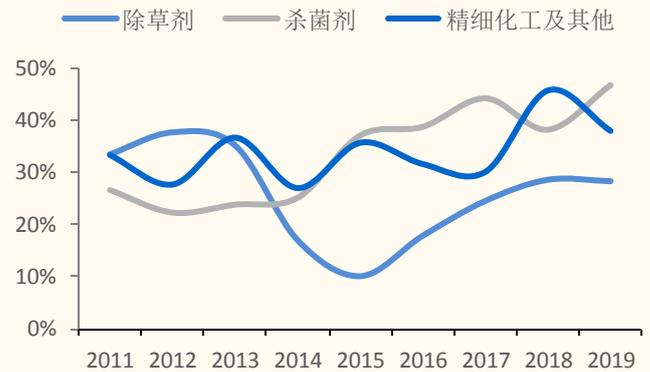
精细化工的营业收入占比不断提升，公司整体营业收入构成逐渐呈现多元化。

- 从毛利率来看，2011-2014年，公司杀菌剂产品毛利率整体波动不大，2015年之后，公司杀菌剂毛利率不断提升，这主要是因为公司完善了杀菌剂核心原材料的布局，实现了杀菌剂产品的降本增效。除草剂毛利率在2014年下滑，主要是公司的除草剂产品草甘膦价格下跌而导致。公司的精细化工品多为光气下游的衍生，而随着光气下游衍生品的丰富，公司的精细化工产品毛利率整体呈现稳中向上趋势。

图表 8：精细化工占比逐步提升



图表 9：公司各产品毛利率中枢上行



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前公司拥有广德、东至两大生产基地，其中广德基地是 2007 年在广德县精细化工园区内设立，占地 1200 亩。2009 年公司设立东至基地，东至厂区规划占地 3000 亩。广德基地和东至基地具有充足的土地来支持公司长期发展。

图表 10：公司各基地主要产品及产能情况

产品	厂区	产能 (吨)											
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	未来
除草剂													
敌草隆	广德	4000	8000	8000	8000	8000	8000	10000	10000	10000	10000	10000	10000
草甘膦	东至			10000	10000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000
噁草酮	广德										1500	1500	3000
环嗪酮	广德											3000	3000
杀虫剂													
噻嗪酮	广德										5000	5000	5000
茚虫威	广德										1000	1000	3000
杀菌剂													
多菌灵	东至	15000	15000	18000	18000	18000	18000	18000	18000	18000	18000	18000	18000
甲基硫菌灵	广德	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	10000	10000	10000	10000
吡唑醚菌酯	广德										1000	1000	3000
噁唑菌酮	广德										1200	1200	1200
啶菌酯	广德										2000	2000	3000
精细化工品													
邻苯二胺	东至	10000	10000	10000	10000	15000	15000	15000	20000	20000	20000	20000	20000
氨基甲酸甲酯	广德	250	250	250	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
磺酰基异氰酸酯	广德	500	1000	1000	1000	1000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
邻(对)硝基氯化苯	东至					100000	100000	100000	100000	100000	200000	200000	200000
光气	东至	20000	20000	20000	20000	20000	20000	40000	68000	68000	68000	68000	68000
离子膜	东至										300000	300000	300000
对氨基苯酚	东至											20000	40000

来源：公司公告，环评报告，国金证券研究所

备注：公司目前光气许可 32 万吨，实际产能 6.8 万吨；邻苯二胺实际产量可以达到 2 万吨；甲基硫菌灵通过技改，实际产量可以到 1 万吨

二、延伸产业链布局新产品，未来成长潜力巨大

2.1 从产业链布局来看，公司仍有充足的成长空间

- 根据环评报告和公司公告，我们对公司规划的产品收益进行测算，测算有如下假设：1.产能建设方面，假设公司公告项目能够如期投产；2.市场销售方面，假设公司投产项目可以顺利销售；3.价格方面，根据当前中农立华原药价格来谨慎预测未来价格；4.净利率方面，茚虫威、噁唑菌酮以及对（邻）硝净利率假设 15%左右，其余农药产品净利率假设 13%左右，离子膜净利率假设 6%。若公司未来产品能够顺利投产，我们保守测算预计未来 2-3 年内，这些项目的投产将为公司带来每年 20 亿以上收入增量，3 亿左右净利润增量。由此可见，公司产业链的可延展性足够强，成长潜力巨大。

图表 11：一期项目收入和盈利测算

项目名称	产品性质	生产基地	一期销量 (吨)	一期投资额 (亿元)	单位价格 (万元/吨)	收入 (亿元)	净利润 (亿元)
噁草酮	除草剂	广德	1500	3.5	29	4.35	0.57
噻嗪酮	杀虫剂	广德	5000	1.22	6	3	0.39
茚虫威	杀虫剂	广德	1000	1	105	10.5	1.58
对（邻）硝	中间体	东至	100000	1.5	1.15	11.5	1.73
离子膜	氯碱	东至	300000	8.5		4.5	0.27
吡唑醚菌酯	杀菌剂	广德	1000	1.8	15.5	1.55	0.20
醚菌酯	杀菌剂	广德	2000	1.75	32	6.4	0.83
环嗪酮	除草剂	广德	扩产	2			
对氨基苯酚	中间体	东至	20000	3			
噁唑菌酮	杀菌剂		1200		45	5.4	0.81
总计				24.27		47.2	6.37

来源：公司公告，环评报告，中农立华原药，国金证券研究所

备注：部分产品价格无公开信息，统计不完全

图表 12：未来公司规划产品及盈利测算

项目名称	产品性质	生产基地	年产 (吨)	总投资 (亿元)	单位价格 (万元/吨)	收入 (亿元)	净利润 (亿元)
噁草酮	除草剂	广德	3000	4.2	29	8.7	1.13
噻嗪酮	杀虫剂	广德	5000	1.22	6	3	0.39
茚虫威	杀虫剂	广德	3000	2.16	105	31.5	4.73
对（邻）硝	中间体	东至	100000	3.55	1.15	11.5	1.73
离子膜	氯碱	东至	300000	8.5	0.15	4.5	0.27
吡唑醚菌酯	杀菌剂	广德	3000	5.3	15.5	4.65	0.60
醚菌酯	杀菌剂	广德	3000	2.52	32	9.6	1.25
环嗪酮	除草剂	广德	3000	2			0.00
对氨基苯酚	中间体	东至	40000	4.9			0.00
噁唑菌酮	杀菌剂		1000	3.76	45	4.5	0.68
总计				34.35		77.95	10.77

来源：公司公告，环评报告，中农立华原药，国金证券研究所

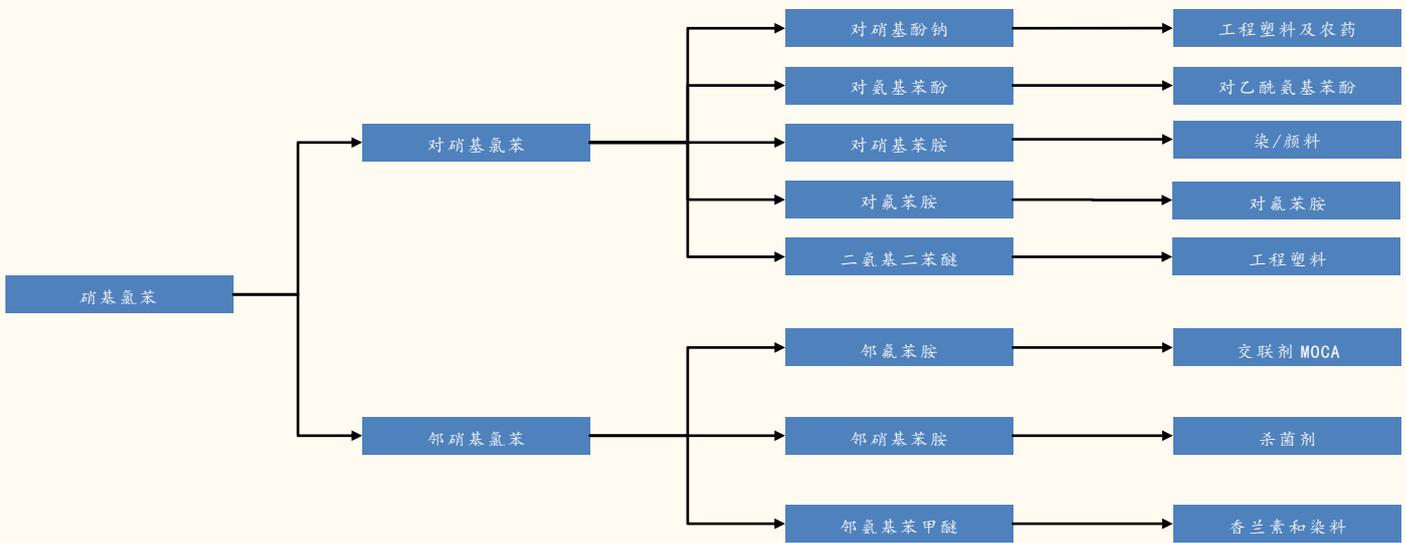
备注：部分产品无公开信息，统计不完全

2.2 邻（对）硝基氯化苯下游可进一步延伸精细化工中间体

- 目前公司具备邻（对）硝基氯化苯产能 10 万吨，其中邻硝基氯化苯 3.3 万吨，对硝基氯化苯 6.6 万吨。邻硝基氯化苯进一步生成邻苯二胺（1 吨邻苯二胺消耗 1.5 吨邻硝基氯化苯，其余部分产品外卖）。未来，公司将布局对硝基氯化苯下游原材料对硝基苯酚、对氨基苯酚、3,4-二氯苯胺（敌草隆的核心原材料）等。
- 此外，公司将在现有 10 万吨邻（对）硝基氯化苯装置基础上扩产 10 万吨邻（对）硝基氯化苯。具体而言，对硝基氯化苯的衍生物可用于染料中间体、

农药、医药、橡胶助剂等化工行业。邻硝基氯苯为制造农药的中间体之一，它经氨化还原为邻苯二胺，再经环化等过程而制成多菌灵，它也是制取染料、香料、橡胶促进剂的重要中间体。

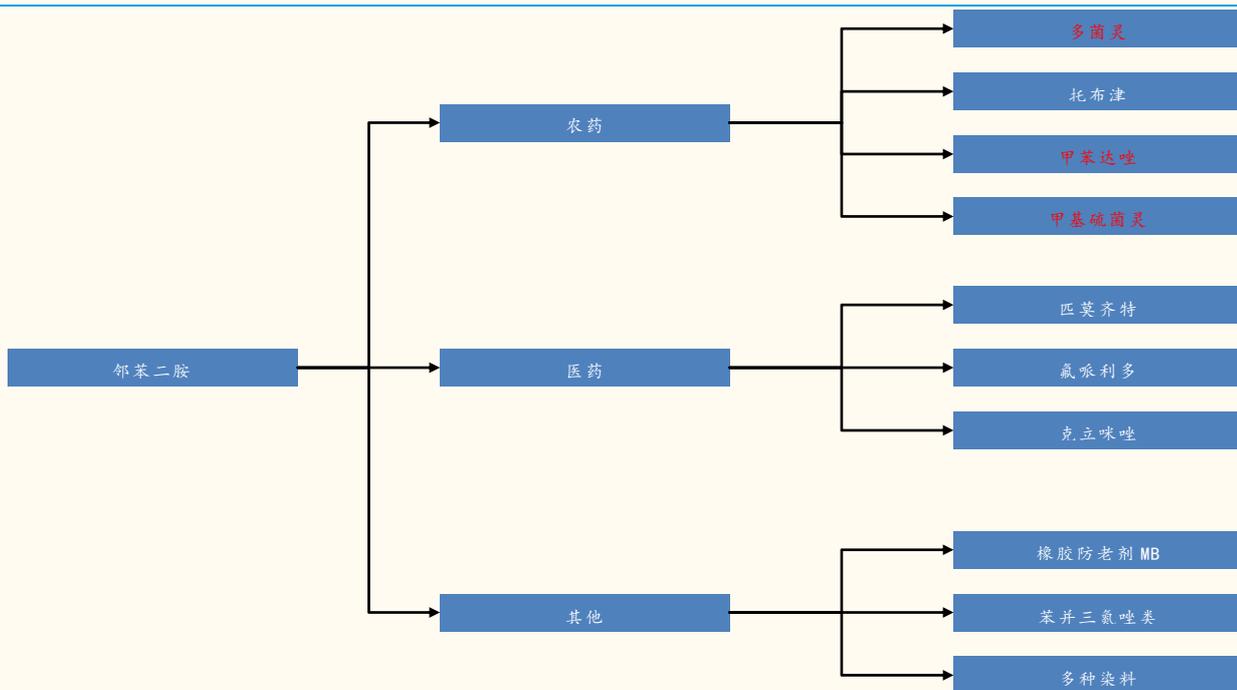
图表 13：硝基氯化苯可延伸至下游多个产品



来源：CKNI，国金证券研究所

- 公司目前具备 2 万吨的邻苯二胺产能（消耗 3 万吨邻硝基氯化苯），目前公司邻苯二胺部分外卖，部分自用生产多菌灵和甲基硫菌灵。根据公司环评报告，公司未来将布局延伸邻苯二胺
- 产品布局甲苯达唑农药，除此之外，伴随着 10 万吨邻（对）硝基氯化苯产能的扩建，公司将深化布局邻苯二胺产品，并且将邻苯二胺往下游进一步延伸。在医药行业，邻苯二胺可以合成抗精神病药物匹莫齐特、氟哌利多、组胺药克立咪唑等；此外，邻苯二胺是染料中间体，用于生产阳离子染料和还原染料，另外还可以生产橡胶助剂、显影剂和表面活性剂等。

图表 14：邻苯二胺产业链可延伸农药、医药和精细化工产品



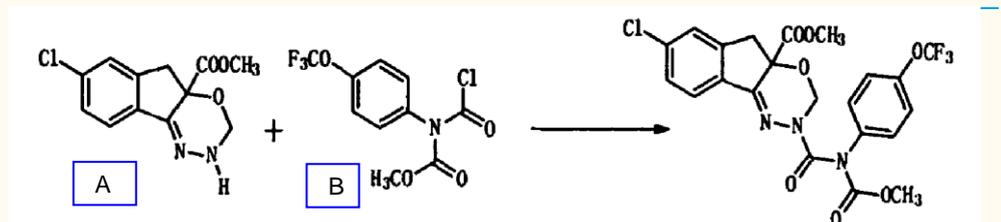
来源：《硝基氯化苯及其下游产业链投资分析》，国金证券研究所

备注：甲基硫菌灵和多菌灵是公司已有产品，甲苯达唑是根据环评报告查出公司未来要布局产品

2.3 杀虫剂：茚虫威、噻嗪酮需求稳定，公司具备产业链优势

- 茚虫威是市场上防控鳞翅目害虫的具有独特作用机制的杀虫剂。其具备高效、低毒且不易产生交互抗性、用量低对几乎所有鳞翅目害虫都有效，可以有效防治粮、棉、果、蔬菜作物上的多种害虫，而具有对人类、环境、作物和非靶标生物安全的特点。
- 工业上，茚虫威的合成方式是利用 7-氯-2, 5-二氢茚并[1,2-e][1,3,4]噁二嗪-4a(3H)羧酸甲酯(A)，与 N(氯羰基)[4-(三氟甲基甲酸甲酯)(B)反应脱掉 HCl 即可得到茚虫威。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，同时公司具备成本优势。

图表 15：茚虫威合成工艺



来源：CKNI，国金证券研究所

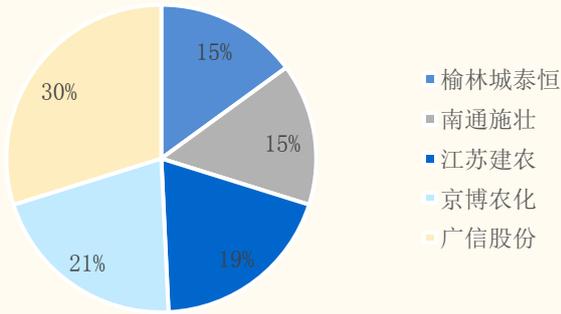
- 2003 年，茚虫威在印度上市，2012 年，先正达收购了杜邦的专用产品业务，其中包括茚虫威产品 Advion，用于草坪防治火蚁等。2013 年，杜邦与爱利思达达成协议，在缅甸销售茚虫威和氯虫苯甲酰胺。2014 年，茚虫威产品 Avatar 在巴西上市，用于防治大豆和棉花上的棉铃虫。2015 年，茚虫威的全球销售额为 2.05 亿美元，同比 2014 年的 1.85 亿美元增长了 10.8%；我们预计，未来茚虫威整体市场保持 4%左右的增速。

图表 16：茚虫威市场保持稳定增长



来源：世界农化网，国金证券研究所

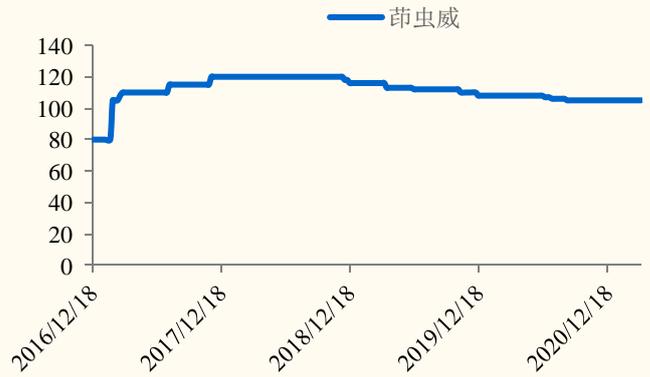
图表 17: 我国茚虫威主要生厂企业及产能



来源: 公司公告, 国金证券研究所

备注: 广信股份产能为投产后产能

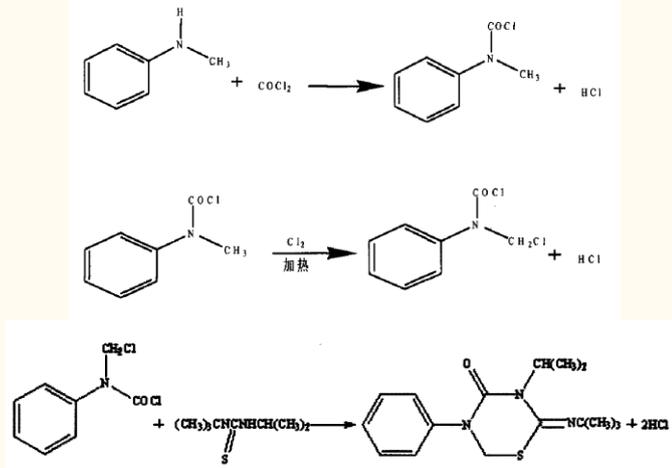
图表 18: 近年来茚虫威价格走势 (万元/吨)



来源: 中农立华原药, 国金证券研究所

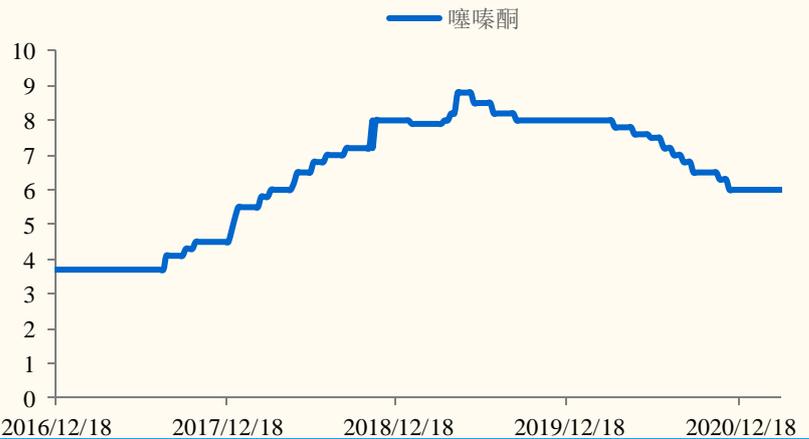
- 噻嗪酮是日本农药株式会社开发的, 一种通过抑制昆虫几丁质的合成和干扰新陈代谢的新型选择性杀虫剂, 主要用于水稻、果树、茶树、蔬菜等作物的害虫防治。噻嗪酮作为一个老产品, 其国内市场相对已经比较成熟, 目前全球需求量约 2 万吨左右, 主要生产企业有青岛正道、江苏健谷、连云港金固等。
- 噻嗪酮的生产工艺采用 N-甲基苯胺与光气, 酰化反应生成 N-甲基-N-苯基氨基甲酰氯, 与氯气, 发生氯化反应合成 N-氯甲基-N-苯基氨基甲酰氯。N-甲基-N-苯基氨基甲酰氯和丁丙脒, 在碱性环境下, 反应生成噻嗪酮。公司具备光气资源, 与竞争对手相比, 噻嗪酮的生产具备一定成本优势。

图表 19: 噻嗪酮光气法生产工艺



来源: CKNI, 国金证券研究所

图表 20：近年来噻嗪酮价格走势（万元/吨）

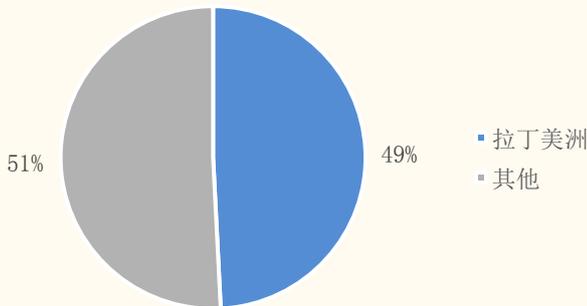


来源：中农立华原药，国金证券研究所

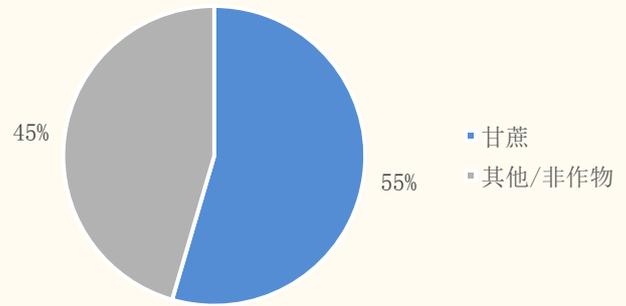
2.4 除草剂：环嗪酮、噁草酮具有产业链一体化优势

- 环嗪酮是一种广谱、非选择性除草剂，主要用于甘蔗、森林、种植园等。环嗪酮的主要复配产品包括：敌草隆、甲嘧磺隆等。公司拥有除草剂明星产品敌草隆，未来可采取环嗪酮可与敌草隆捆绑销售的形式。
- 2018 年环嗪酮的全球销售额为 1.15 亿美元，环嗪酮的主要销售市场为拉丁美市场，占总市场的 49.2%，在亚洲和北美自由贸易区等地区市场较小。环嗪酮主要用于甘蔗、其他/非作物，使用占比分别为 54.5%、45.5%。

图表 21：环嗪酮主要销售市场为拉丁美洲



图表 22：环嗪酮主要用于甘蔗作物



来源：农化信息网，国金证券研究所

来源：农化信息网，国金证券研究所

图表 23：环嗪酮主要登记厂商情况

公司	登记类型
捷马股份	原药
蓝丰生化	原药
Tessenderlo Kerley	原药
安徽华星生物	原药
山东潍坊润丰	原药
江苏中旗	原药
江苏瑞东	原药

来源：农化信息网，国金证券研究所

- 噁草酮用于防除多种一年生单子叶和双子叶杂草，主要用于水田除草，对旱田的花生、棉花、甘蔗等亦有效。未来噁草酮拟新增产能的厂家有：宁夏蓝田、安徽科立华、济南天邦等。

图表 24：噁草酮主要厂商情况

公司	产能(吨)	备注
安徽广信	3000	拟建
宁夏蓝田	1000	投产
安徽科立华	1200	拟建
济南天邦	-	-

图表 25：近年来噁草酮原药价格走势(万元/吨)



来源：农化信息网，国金证券研究所

来源：中农立华原药，国金证券研究所

2.5 杀菌剂：吡唑醚菌酯和噁唑菌酮均是光气产业链下游延伸

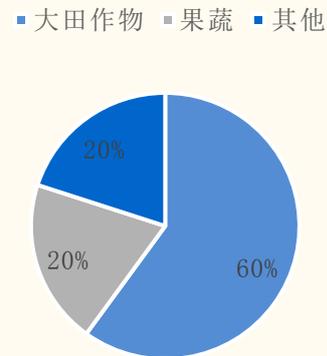
- 吡唑醚菌酯自 2002 年推广上市以来，销售额迅速上升，2017 年全球吡唑醚菌酯销售额达 9.2 亿美元，在杀菌剂中仅次于啞菌酯，在全球最重要的 15 个杀菌剂品种中位列第二。应用作物方面，大田作物（大豆、谷物、玉米）占比超过 60%。

图表 26：全球吡唑醚菌酯销售额情况(亿美元)



来源：农药快讯信息网，国金证券研究所

图表 27：全球吡唑醚菌酯应用情况



来源：农资与市场，国金证券研究所

- 吡唑醚菌酯的上游核心原材料氯甲酸甲酯属公司光气系列产品，未来公司将新建 3000 吨吡唑醚菌酯产能，持续完善一体化产业链，公司的吡唑醚菌酯自配核心原材料，与竞争对手相比，在成本端具有一定的优势。当前吡唑醚菌酯产能扩张接近尾声，价格处于相对底部位置，我们预计吡唑醚菌酯价格进一步下跌空间不大。

图表 28: 吡唑醚菌酯国内主要厂商产能情况

公司	产能(吨)	备注
河北三农	100	检修
海利尔	1000	开车
江苏托球	300	检修
河北成悦	600	开车
河北深泰	450	检修
江苏永诚	800	低负荷
山东康乔	400	未出货
江西金元莱	200	检修
扬农化工	1000	开车
广信股份	3000	在建

来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

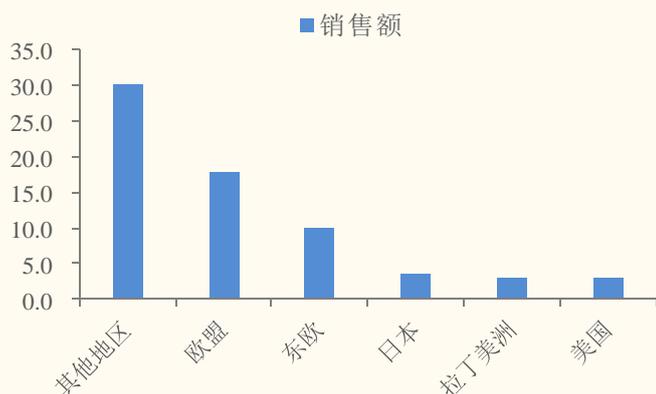
图表 29: 近年来吡唑醚菌酯原药价格走势 (万元/吨)



来源: 中农立华原药, 国金证券研究所

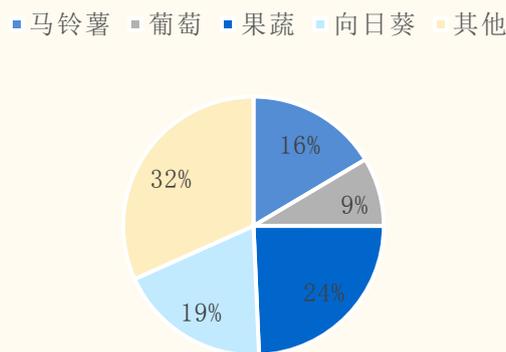
- 噁唑菌酮是广谱杀菌剂, 主要用于防治子囊菌纲、担子菌纲、卵菌亚纲中的重要病害如白粉病、锈病、颖枯病、网斑病、霜霉病、早晚疫病等。据 Amis Global 的统计数据, 2016 年, 噁唑菌酮全球销售量折百约为 538.39 吨, 销售额达 6783 万美元。

图表 30: 2016 年噁唑菌酮全球销售情况 (百万美元)



来源: AmisGlobal, 国金证券研究所

图表 31: 2016 年噁唑菌酮应用作物情况



来源: AmisGlobal, 国金证券研究所

- 噁唑菌酮主要原材料为光气, 公司多年来致力于发展以光气为原料的特色系列农药, 拥有光气生产基地。噁唑菌酮是光气的下游产品之一, 目前技术已成熟。目前主要生产厂家包括如东众意化工 (200 吨/年)、陕西美邦药业 (50 吨/年), 公司 1200 吨噁唑菌酮项目达产后将具备较大的规模优势。

图表 32: 国内噁唑菌酮主要登记企业

登记企业	省份	登记含量
众意化工有限公司	江苏	98%
博仕达作物科技有限公司	浙江	98%
北方农药化工有限公司	河北	98%
利民化工股份有限公司	江苏	98%
美邦农药有限公司	陕西	98.50%
广信农化股份有限公司	安徽	98%

来源: 中国农视网, 国金证券研究所

三、原有产品竞争优势显著, 价格中枢上行

3.1 草甘膦价格中枢上行，敌草隆维持在稳定水平

- 近年来，经历了环保督察，我国草甘膦产能有所缩减，数家无法达到环保标准的中小生产企业退出，到 2019 年草甘膦的生产企业只剩下 12 家。从国内产能情况来看，据百川资讯数据，2014-2017 年产能由 92.6 万吨减少至 67.5 万吨，2018 年新增江西金龙 3 万吨产能，总产能达 70.5 万吨，2019 年产能稳定不变，2020 年由于四川地区汛情影响，草甘膦整体产量有所下滑，目前整体供需偏紧。

图表 33：2020 年国内企业草甘膦产能（万吨）

省份	企业	路线	产能
安徽	广信农化	甘氨酸	2
湖北	泰盛化工	甘氨酸	13
江苏	南通江山	甘氨酸+IDA	3+4
江苏	扬农化工	IDA	3
江苏	好收成韦恩	IDA	7
浙江	新安化工	甘氨酸	8
浙江	浙江金帆达	甘氨酸	2.5
四川	福华通达	甘氨酸	12
四川	和邦生物	IDA	5
内蒙古	内蒙古腾龙	甘氨酸	5
江西	江西金龙	甘氨酸	3
河南	河南红东方	甘氨酸	3

来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 34：我国草甘膦产量情况



来源：百川资讯，国金证券研究所

- 公司原来在铜陵厂区拥有 1 万吨草甘膦产能，2012 年 9 月 30 日搬迁至东至基地，东至广信的“年产 2 万吨草甘膦原药项目”系对铜陵广信原有产能的承接，目前公司现有草甘膦产能 2 万吨。从市场周期看，草甘膦价格从 2018 年下半年开始下探，经过 2019 年市场库存消化，2020 年上半年低位盘整后，进入新一轮次的上调的通道。

图表 35：草甘膦价格走势（万元/吨）

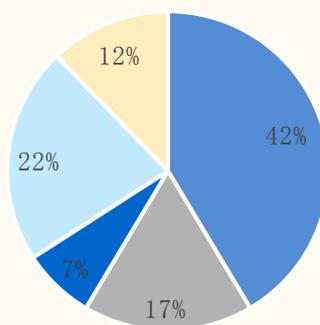


来源：中农立华原药，国金证券研究所

- 敌草隆是一种高效、低毒、广谱的除草剂，并有一定的触杀性能，主要应用于甘蔗、棉花、玉米等农作物种植的前期除草。根据中国知网数据，全球敌草隆的需求量约为 20000 吨左右，其中巴西的需求量约为 8000-9000 吨；印度约为 3000-4000 吨；美国约为 4500 吨；中国约为 1500 吨。

图表 36：近年来全球敌草隆需求分布

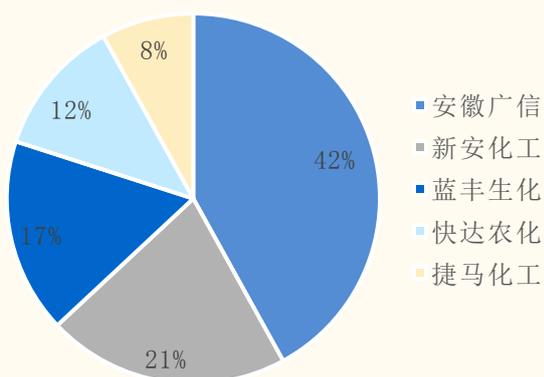
■ 巴西 ■ 印度 ■ 中国 ■ 美国 ■ 其他



来源：CNKI，国金证券研究所

- 敌草隆国内总产能约 22000 吨，行业集中度较高，广信敌草隆产能 10000 吨为国内最大，占国内总产能的 45%。国外的主要厂商为美国杜邦公司，公司与杜邦形成了长期稳定的战略互惠关系，连续多年为杜邦公司供应敌草隆原药。公司拥有完整的敌草隆生产体系，与一般的农药企业相比，公司能够依靠光气资源自行供应敌草隆的关键中间体 3, 4-二氯苯基异氰酸酯，既能保障敌草隆的品质和供货期，同时还具有相当的成本优势，而其中间体的合成技术系公司自主研发，在国内行业处于领先水平。
- 2018 年以来，在国内环保趋严，监管力度不断增强的大环境下，我国农药行业经历了企业停限产等多方面整改措施，导致供给端收缩，敌草隆价格从 17 年年中的 3.2 万元/吨不断增长，截至 18 年 10 月，价格上涨至 6.5 万元/吨，较 2017 年年中涨幅为 103%。随着行业内企业不断进行新技术新工艺改进，敌草隆产能不断增加，供给端压力缓解，因此敌草隆价格逐渐趋于平缓，截至目前，敌草隆价格维持在 3.7 万元/吨，预计未来，敌草隆价格将趋于稳定。

图表 37：敌草隆国内产能分布



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：敌草隆原药价格走（万元/吨）



来源：中农立华原药，国金证券研究所

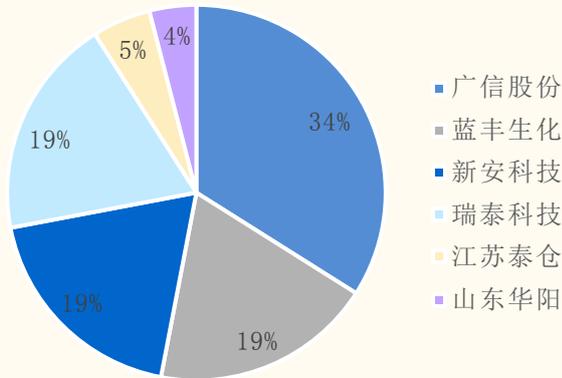
3.2 甲基硫菌灵和多菌灵价格中枢上行

目前全球多菌灵需求量为 4 万吨左右，其中，海外需求 3 万吨左右，国内需求 1 万吨左右，巴西、印度、阿根廷为多菌灵的主要进口国。从供给端来看，多菌灵全球产能 6 万吨左右，主要分布在中国，目前公司拥有 1.8 万吨多菌灵产能，产能占比 34%，居于行业首位，其他主要生产企业有江苏蓝丰生化，宁夏新安科技、瑞泰科技等。

- 工业上生产多菌灵主要是以甲醇、光气、石灰氮(氰胺化钙)为原料先合成

氰胺基甲酸甲酯，然后再与邻苯二胺缩合生成多菌灵。公司现有原材料邻苯二胺产能 2 万吨，相较于其他竞争对手来讲，拥有成本优势且拥有成熟的生产工艺流程。从价格来看，近年来多菌灵价格走势相对平稳上行。

图表 39：2019 年多菌灵国内生产厂商



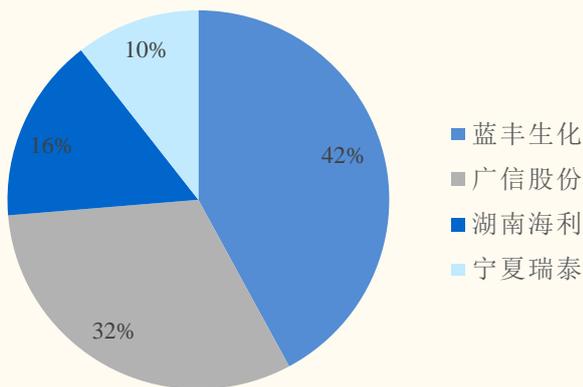
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：多菌灵价格中枢上行



来源：中农立华原药，国金证券研究所

图表 41：2019 年甲基硫菌灵国内生产厂商



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：甲基硫菌灵价格中枢上行



来源：中农立华原药，国金证券研究所

3.3 邻（对）硝基氯化苯和邻苯二胺处于高景气周期

- 目前全球硝基氯化苯生产能力约 100 万吨/年，其中中国硝基氯化苯生产能力约 80 万吨/年，是全球最大的生产国和消费国。硝基氯化苯生产企业主要有 8 家，行业具有较高的集中度，其中安徽八一化工年产 28 万吨，处于行业第一位，公司目前拥有硝基氯化苯产能 10 万吨，新建 10 万吨产能将于 2021 年上半年投产，在抢占更多市场份额的同时完善公司一体化产业链布局。

图表 43: 2019 年硝基氯苯国内主要生产企业产能

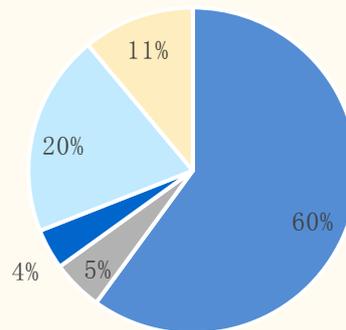
生产企业	产能 (万吨/年)	备注
安徽八一化工	28	目前处于停产搬迁状态
中石化南京化学工业	10	
扬农化工集团	10	
安徽广信股份	10	10 万吨产能预计 2021 年 2 季度投产
宁夏华御化工	8	
辽宁世星药化	8	
浙江嘉兴中华化工	3	
浙江闰土化工	3	
合计	80	

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

- 邻苯二胺供需格局相对稳定, 我国邻苯二胺生产能力约为 7.5 万吨/年, 产量约为 5 万吨, 主要生产厂家有: 蓝丰生物化工、内蒙古盛达化工、安徽广信农化、安徽八一化工、扬农化工等。公司拥有邻苯二胺产能 2 万吨, 主要用于生产多菌灵和甲基硫菌灵产品, 并外卖一部分用于染料和医药中间体。

图表 44: 国内邻苯二胺应用情况

■ 农药杀菌剂 ■ 医药 ■ 橡胶助剂 ■ 苯并三氮唑类 ■ 其他



来源: 现代农药, 国金证券研究所

- 受供给端扰动, 硝基氯化苯和邻苯二胺价格持续上涨。目前八一化工正启动退城入园建设, 硝基氯化苯以及下游的邻苯二胺价格从 2020 年 10 月份之后持续上行, 我们预计八一化工的搬迁将对硝基氯化苯的供给端形成一定扰动, 硝基氯化苯及邻苯二胺的价格将维持高位运行。

图表 45: 邻(对)硝基氯化苯价格上行(元/吨)



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表 46: 邻苯二胺价格上行(元/吨)



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

四、核心假设与盈利预测

- 除草剂:** 我们预判敌草隆销量和价格整体维持稳定; 2021 年草甘膦供需偏紧, 销量饱满, 价格中枢上行, 2022 年预计有所回落。随着环嗪酮、噁草酮产能的投产以及产能的释放, 给除草剂收入带来一定增长。毛利率方面, 我们认为环嗪酮、噁草酮产品的毛利率整体高于草甘膦和敌草隆, 预计未来公司除草剂毛利率基本保持稳定, 但趋势向上。
- 杀菌剂:** 甲基硫菌灵和多菌灵是公司优势产品, 且公司打通杀菌剂中间体, 过去杀菌剂整体毛利率在 40%以上, 2021 年多菌灵、甲基硫菌灵行业供需偏紧, 价格整体上行; 2021 年下半年到 2022 年, 预计公司新投产产品吡唑醚菌酯、噁唑菌酮、啮菌酯毛利率平均在 30-40%之间。我们认为, 公司杀菌剂业务未来更多的是量的增长, 毛利率整体有所下滑。
- 杀虫剂:** 2021-2022 年, 公司茚虫威、噻嗪酮逐步投产, 带来营业收入和利润的增长, 公司杀虫剂产品附加值较高, 且随着量的逐步增长, 公司杀虫剂毛利率持续提升。
- 精细化工产品及其他: 精细化工:** 邻苯二胺清洁化项目于 2019 年完成, 新工艺将给邻苯二胺成本端带来一定的节约; 2021 年新增 10 万吨邻(对)硝基氯化苯投产将带来收入和业绩增长。**其他:** 公司热电联产装置投产增厚业绩; 公司氯碱项目投产后, 产业链进一步完善, 将在收入和业绩端带来增长。**毛利率方面,** 我们认为 2020 年 3 季度-2021 年上半年, 公司核心产品邻对硝基氯化苯以及邻苯二胺涨价, 公司精细化工业务毛利率在 2021 年有所提升, 2022-2023 年, 产品价格回归正常水平, 整体毛利率将有所下滑。
- 整体而言,** 2021 年公司主要农药产品甲基硫菌灵、多菌灵、草甘膦等; 精细化工产品邻(对)硝基氯化苯、邻苯二胺等价格上涨, 将带来公司收入和利润的增长, 公司 2021 年收入和利润的增长更多靠价的驱动; 2021 年下半年-2022 年, 产品价格方面, 我们认为现有农药产品价格将出现一定程度回落, 但是伴随着公司新产品的投出, 我们认为公司未来的收入和业绩增长更多的是靠量的驱动。

图表 47: 公司主要产品盈利预测

各项业务	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
除草剂							
收入(百万元)	1022	1272	1338	1249	1426	1537	1799
成本(百万元)	771	908	958	920	1055	1150	1337
毛利(百万元)	251	364	379	328	371	387	462
毛利率(%)	24.6%	28.6%	28.4%	26.3%	26.0%	25.2%	25.7%
杀菌剂							
收入(百万元)	929	767	694	729	1279	1617	2131
成本(百万元)	518	474	369	394	716	941	1270

毛利 (百万元)	411	293	325	335	564	676	861
毛利率 (%)	44.3%	38.2%	46.8%	45.9%	44.1%	41.8%	40.4%
杀虫剂							
收入 (百万元)						600	1071
成本 (百万元)						375	641
毛利						225	429
毛利率 (%)						37.50%	40.10%
精细化工及其他							
收入 (百万元)	394	790	1060	1534	2596	2976	2893
成本 (百万元)	275	429	657	891	1361	1685	1674
毛利 (百万元)	119	362	403	643	1235	1291	1219
毛利率 (%)	30.1%	45.8%	38.0%	41.9%	47.6%	43.4%	42.1%
其他							
收入 (百万元)	1.63	17.3	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
成本 (百万元)	0.86	9.1	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
毛利 (百万元)	0.77	8.1	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
毛利率 (%)	47.24%	47.07%	28.56%	28.56%	28.56%	28.56%	28.56%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司围绕光气进行产业链布局，我们预计公司收入和业绩未来 2-3 年将保持稳定增长，我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.8 亿元、10.5 亿元、11.9 亿元；EPS 分别为 1.25 元、2.26 元和 2.56 元，当前市值对应 PE 为 22.9/12.7/11.2，维持“买入”评级。

图表 48：可比公司估值情况

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (万得一致预测均值)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1	002734	利民股份	13.29	1.20	1.40	1.61	11.05	9.49	8.27
2	002391	长青股份	7.31	0.61	0.75	0.88	11.96	9.77	8.29
3	002258	利尔化学	24.29	0.00	1.42	1.65		17.07	14.69
4	600486	扬农化工	115.45	4.02	4.93	5.77	28.73	23.44	19.99
		中位数					11.96	13.42	11.49
		平均数					17.25	14.94	12.81
	603599	广信股份	29.45	1.25	2.26	2.56	23.50	13.03	11.50

来源：Wind，国金证券研究所

备注：广信股份 EPS 为国金化工预测；其他公司取自 Wind 一致预期

五、风险提示

- **农药产品价格下跌风险**：公司草甘膦产品从 2020 年 1 季度持续上涨至今；甲基硫菌灵、多菌灵在 2021 年 1 季度价格中枢上行；邻（对）硝基氯化苯因为竞争对手搬迁的缘故，价格持续上行；若以上产品未来供需格局有所缓解，产品价格有下跌风险。
- **产能建设进度不及预期**：若公司在建项目进度不及预期，新增产能的投放节奏有所放缓，将影响公司的收入和业绩释放。
- **农化产品需求不及预期**：若公司所布局农化产品需求不及预期，则影响公司农化产品的销量，将影响公司的收入和业绩。
- **汇率影响**：公司农化产品出口海外约 20%，受汇率波动影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,346	2,847	3,110	3,511	5,301	6,731	货币资金	2,628	1,118	682	1,097	1,655	2,170
增长率		21.3%	9.3%	12.9%	51.0%	27.0%	应收款项	276	417	382	653	986	1,252
主营业务成本	-1,565	-1,819	-1,998	-2,206	-3,132	-4,151	存货	569	535	610	658	934	1,238
%销售收入	66.7%	63.9%	64.2%	62.8%	59.1%	61.7%	其他流动资产	190	1,966	2,824	2,848	2,866	2,887
毛利	782	1,027	1,112	1,306	2,169	2,580	流动资产	3,663	4,036	4,498	5,256	6,441	7,548
%销售收入	33.3%	36.1%	35.8%	37.2%	40.9%	38.3%	%总资产	66.7%	68.4%	68.2%	73.9%	76.9%	79.1%
营业税金及附加	-16	-18	-16	-18	-27	-34	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,559	1,601	1,631	1,631	1,696	1,743
销售费用	-68	-97	-111	-126	-186	-236	%总资产	28.4%	27.1%	24.7%	22.9%	20.2%	18.3%
%销售收入	2.9%	3.4%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	无形资产	198	210	216	229	242	255
管理费用	-306	-298	-337	-379	-557	-707	非流动资产	1,830	1,864	2,101	1,860	1,938	1,998
%销售收入	13.0%	10.5%	10.8%	10.8%	10.5%	10.5%	%总资产	33.3%	31.6%	31.8%	26.1%	23.1%	20.9%
研发费用	0	-143	-162	-183	-276	-337	资产总计	5,492	5,900	6,599	7,115	8,379	9,545
%销售收入	0.0%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%	短期借款	3	0	99	545	542	339
息税前利润 (EBIT)	391	470	486	600	1,125	1,267	应付款项	1,210	1,178	1,313	1,384	1,975	2,608
%销售收入	16.7%	16.5%	15.6%	17.1%	21.2%	18.8%	其他流动负债	48	30	47	69	114	137
财务费用	0	24	16	-5	-11	6	流动负债	1,261	1,209	1,459	1,998	2,632	3,084
%销售收入	0.0%	-0.8%	-0.5%	0.1%	0.2%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-14	-51	-63	-7	-3	-3	其他长期负债	103	52	54	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	29	0	0	0	负债	1,364	1,261	1,513	1,998	2,632	3,084
投资收益	0	70	79	70	80	80	普通股股东权益	4,128	4,639	5,085	5,117	5,747	6,461
%税前利润	0.0%	13.2%	13.7%	10.6%	6.7%	5.9%	其中：股本	465	465	465	465	465	465
营业利润	383	525	571	658	1,191	1,350	未分配利润	1,310	1,760	2,153	2,502	3,133	3,847
营业利润率	16.3%	18.4%	18.4%	18.7%	22.5%	20.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	3	5	5	5	5	负债股东权益合计	5,492	5,900	6,599	7,115	8,379	9,545
税前利润	384	528	576	663	1,196	1,355	比率分析						
利润率	16.4%	18.5%	18.5%	18.9%	22.6%	20.1%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-47	-59	-71	-81	-146	-165	每股指标						
所得税率	12.2%	11.1%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	每股收益	0.896	1.009	1.088	1.253	2.261	2.561
净利润	337	469	506	582	1,050	1,190	每股净资产	10.966	9.982	10.944	11.012	12.368	13.905
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.525	0.646	1.062	1.198	2.572	3.016
归属于母公司的净利润	337	469	506	582	1,050	1,190	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.501	0.904	1.024
净利率	14.4%	16.5%	16.3%	16.6%	19.8%	17.7%	回报率						
							净资产收益率	8.17%	10.11%	9.94%	11.38%	18.28%	18.42%
							总资产收益率	6.14%	7.95%	7.66%	8.18%	12.54%	12.47%
							投入资本收益率	8.32%	9.01%	8.21%	9.30%	15.70%	16.36%
							增长率						
							主营业务收入增长率	56.18%	21.35%	9.25%	12.89%	50.96%	26.98%
							EBIT增长率	121.80%	20.21%	3.28%	23.52%	87.50%	12.67%
							净利润增长率	86.18%	39.09%	7.80%	15.18%	80.37%	13.27%
							总资产增长率	62.44%	7.42%	11.85%	7.83%	17.76%	13.92%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	24.5	30.8	31.6	40.0	40.0	40.0
							存货周转天数	137.4	110.7	104.5	110.0	110.0	110.0
							应付账款周转天数	137.2	149.3	144.9	140.0	140.0	140.0
							固定资产周转天数	174.4	189.4	154.4	126.3	81.3	61.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-63.59%	-24.11%	-66.51%	-65.49%	-68.07%	-71.67%
							EBIT利息保障倍数	1,349.0	-19.5	-30.7	120.6	105.5	-215.7
							资产负债率	24.83%	21.38%	22.93%	28.09%	31.41%	32.31%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	337	469	506	582	1,050	1,190
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	155	212	69	257	188	206
非经营收益	12	-66	-118	-27	-49	-56
营运资金变动	447	-315	37	-256	6	62
经营活动现金净流	951	300	493	557	1,195	1,402
资本开支	-443	-50	-222	-36	-258	-258
投资	0	0	-1,001	0	0	0
其他	44	-1,719	82	70	80	80
投资活动现金净流	-399	-1,769	-1,141	34	-178	-178
股权募资	1,399	0	0	-205	0	0
债权募资	0	0	99	396	-3	-203
其他	-52	-71	-79	-367	-456	-505
筹资活动现金净流	1,346	-71	20	-176	-459	-708
现金净流量	1,898	-1,539	-628	415	558	516

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	13	15	26
增持	0	1	4	5	10
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.33	1.24	1.25	1.39

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH