

广信股份 (603599) \基础化工

全产业链布局持续完善，丰富光气资源促长期成长

投资要点：

公司是一家农药原药企业，一体化经营是公司的业务特点。上市后，公司一方面纵向一体化经营，向上逐渐补齐氯碱-对邻硝中间体等环节，提高产业链竞争力；另一方面，公司凭借氯碱、光气全产业链优势，向下游布局噁草酮、茚虫威等光气延伸产品和对氨基苯酚等对邻硝下游精细化工中间体，进一步打开成长空间。

➤ 传统品种格局稳定、市占高，新发展品种空间大

公司涉及品种相对成熟，主要产品为多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆、草甘膦等品种，其中多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆市占率均在30%附近，行业影响力较强。新扩展原药主要有噁草酮、茚虫威、噁唑菌酮、噻嗪酮等市场空间较大，单品种市场规模均逾1亿美元，且能与传统产品能够形成原料共通，共用光气中间体和邻硝资源。

➤ 补齐上游短板，全产业链巩固竞争力

近年来，环保整治工作逐步常态化、规范化，一些采用传统工艺、污染较大的农药中间体企业无所遁形，中间体价格波动较大。公司抓住这一契机，布局30万吨氯碱、20万吨硝基氯苯项目补齐配套原料，适时并购辽宁世星，涉足对氨基苯酚，着力发展光气及其衍生物、对邻硝及其衍生物，一方面巩固传统产品的核心竞争力，一方面为下一步的发展奠定基础。

➤ 现金、土地、光气资源丰富，长期发展潜力较大

公司目前在蔡家山基地有1200亩土地，东至基地3000亩地，两个基地都有一定的土地储备，且公司拥有32万吨稀缺光气资质，尚有近79%的余量。公司在手现金较多，没有有息借债，目前在建项目多为三药中间体项目，同时自备热电厂和码头，且项目处在安徽省化工园区，看好公司长期发展的潜力。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为79/103/117亿元，对应增速分别为43%/31%/13%，归母净利分别为22/25/28亿元，对应增速分别为50%/14%/13%，EPS分别为3.40/3.86/4.37元/股，3年CAGR为24%。鉴于公司农药一体化产业布局逐渐完善，产品竞争力持续提升，参考可比公司估值，我们给予公司23年11倍PE，目标价42.46元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：在建项目或市场开拓不及预期，环保成本提高，疫情反复

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3402	5550	7923	10342	11716
增长率 (%)	9.39%	63.12%	42.76%	30.53%	13.29%
EBITDA (百万元)	896	1889	2885	3263	3694
归母净利润 (百万元)	589	1479	2212	2512	2839
增长率 (%)	16.43%	151.28%	49.50%	13.59%	13.02%
EPS (元/股)	0.91	2.27	3.40	3.86	4.37
市盈率 (P/E)	32.0	12.7	8.5	7.5	6.6
市净率 (P/B)	3.3	2.7	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	8.3	7.1	4.3	3.2	2.2

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年10月18日收盘价

投资评级：

行业：化学制品

投资建议：买入/（首次评级）

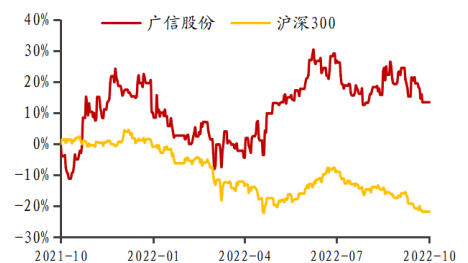
当前价格：28.97 元

目标价格：42.46 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	650/648
流通 A 股市值 (百万元)	18,767
每股净资产 (元)	11.93
资产负债率 (%)	31.68
一年内最高/最低 (元)	20.09/30.52

股价相对走势



分析师：柴沁虎

执业证书编号：S0590522020004

邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊

邮箱：shenqh@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

公司是一家农药原药企业，传统品种主要有多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆、草甘膦等品种，一体化经营是公司的核心特点。上市后，公司纵向布局氯碱-对邻硝等环节，补齐上游产业链，大幅提升公司农药产业链竞争力。

与此同时，公司凭借全产业链优势，横向布局下游噻菌酯、噁唑菌酮、噁草酮、茚虫威、噻嗪酮等光气延伸产品，以及对氨基苯酚等对邻硝下游精细化工中间体，新扩展原药产品市场空间较大。

不仅如此，公司外无借债，拥有充裕的在手现金、土地资源、光气资质储备，且自备热电厂和码头，基地均在化工园区，长期发展空间较大。

不同于市场的观点

公司一体化全产业链布局优势未被市场充分认知。

核心假设

1) 农药板块：杀菌剂方面，多菌灵和甲基硫菌灵产销量和价格毛利率保持稳定；2000吨噻菌酯于23年末投产；除草剂方面，敌草隆盈利稳定、草甘膦价格毛利率略下行，1500吨噁草酮及3000吨环嗪酮技改项目均于23年末投产；杀虫剂方面，1000吨茚虫威和5000吨噻嗪酮均于2022年末投产，23年逐步放量。

2) 精细化工中间体：硝基氯苯二期10万吨产能逐步释放，下游4万吨对氨基苯酚项目于22年年底投产放量。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为79/103/117亿元，对应增速分别为43%/31%/13%，归母净利分别为22/25/28亿元，对应增速分别为50%/14%/13%，EPS分别为3.40/3.86/4.37元/股，3年CAGR为24%。

采用PE估值法，2023年可比公司PE平均值为11.21倍。考虑到公司全产业链布局不断完善，产品竞争力和经营稳定性持续提升，我们给予公司2023年PE目标值11倍，对应2023年目标价格为42.46元，相较于当前股价有47%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

投资聚焦	2
1. 一体化全产业链农药原药企业	6
1.1 实控人持股比例较高	6
1.2 公司两个基地均有产能扩张潜力	6
1.3 在手现金充裕，财务数据稳健	9
2. 传统产品经营稳健，公司产业优势突出	10
2.1 传统品种格局稳定，向上游延伸是产业方向	10
2.2 甲基硫菌灵属于多菌灵的升级产品	11
2.3 敌草隆供求格局稳定，渠道优势明显	12
2.4 草甘膦产能出清，行业高景气	13
3. 规划品种围绕光气展开，产业前景广阔	17
3.1 新发展农药品种具有较大的产业空间	17
3.2 光气衍生物品类较多，布局前景广阔	22
4. 对邻硝及氯碱打开未来空间	25
4.1 硝基氯苯产业空间较大	26
4.2 邻苯二胺的优势进一步巩固	28
4.3 布局对氨基苯酚开拓医药中间体业务	30
5. 盈利预测、估值与投资建议	32
5.1 盈利预测	32
5.2 估值与投资建议	33
6. 风险提示	33

图表目录

图表 1: 公司的持股结构 (截至 2022 年 6 月 30 日)	6
图表 2: 广德蔡家山基地主要产品情况	7
图表 3: 东至基地主要项目及产品情况	8
图表 4: 主营业务收入持续增长 (亿元)	9
图表 5: 各产品毛利率稳步提升	9
图表 6: 公司主要思路是补齐中间体短板、延伸产业链下游品种	10
图表 7: 2020 年多菌灵产能分布	11
图表 8: 2020 年甲基硫菌灵产能分布	11
图表 9: 多菌灵与甲基硫菌灵价格中枢抬高，走势基本一致	12
图表 10: 敌草隆全球消费分布	12

图表 11: 敌草隆国内产能格局 (吨)	12
图表 12: 敌草隆价格中枢近 4 万元/吨.....	13
图表 13: 2019 年全球草甘膦使用领域 (折百, 万吨)	14
图表 14: 2019 年全球草甘膦使用分布.....	14
图表 15: 2020 年全球草甘膦生产企业情况.....	14
图表 16: 2009-2020 年我国草甘膦产量情况.....	14
图表 17: 我国甘氨酸产能情况.....	15
图表 18: 草甘膦 (95%原药) 市场价格.....	17
图表 19: 2006-2021 年国内噁菌酯新增登记证件数量	18
图表 20: 我国噁菌酯产能分布 (吨)	19
图表 21: 噁菌酯原药价格 (元/吨)	19
图表 22: 环嗪酮市场主要集中在拉丁美洲.....	20
图表 23: 2014-2018 年环嗪酮市场规模.....	20
图表 24: 茚虫威全球销售额情况	21
图表 25: 茚虫威价格于 100-120 万元/吨区间波动.....	21
图表 26: 光气下游应用领域.....	23
图表 27: 我国三大光气化产品消费量变化情况及预测.....	23
图表 28: 主要的农药光气衍生物	24
图表 29: 2014 年全球硝基氯苯的产能区域分布情况.....	26
图表 30: 2020 年中国硝基氯苯的产能分布 (万吨)	27
图表 31: 2020 年中国硝基氯苯的产量分布 (万吨)	27
图表 32: 2020 年硝基氯苯产量自用和外销情况.....	27
图表 33: 2020 年硝基氯苯下游需求结构.....	28

图表 34: 2020 年邻硝基苯的下游需求结构	28
图表 35: 邻苯二胺产能格局 (万吨)	29
图表 36: 硝基氯苯市场均价变化情况	29
图表 37: 邻苯二胺市场均价变化情况	29
图表 38: 对氨基苯酚下游消费占比	30
图表 41: 我国扑热息痛产量情况	31
图表 42: 我国扑热息痛出口量和出口金额	31
图表 43: 2020 年对氨基苯酚产能情况	31
图表 44: 2018-2020 年对氨基苯酚产量情况	31
图表 45: 公司营收测算汇总 (亿元)	32
图表 46: 可比公司估值对比表	33

1. 一体化全产业链农药原药企业

广信股份总部位于安徽广德，公司成立于 2000 年，09 年变更为股份有限公司，2015 年 5 月上交所上市。

公司的主要业务为农药原药、制剂以及光气衍生品，公司生产的多菌灵、敌草隆等产品在国内有较高的市占率和一定的行业影响力。

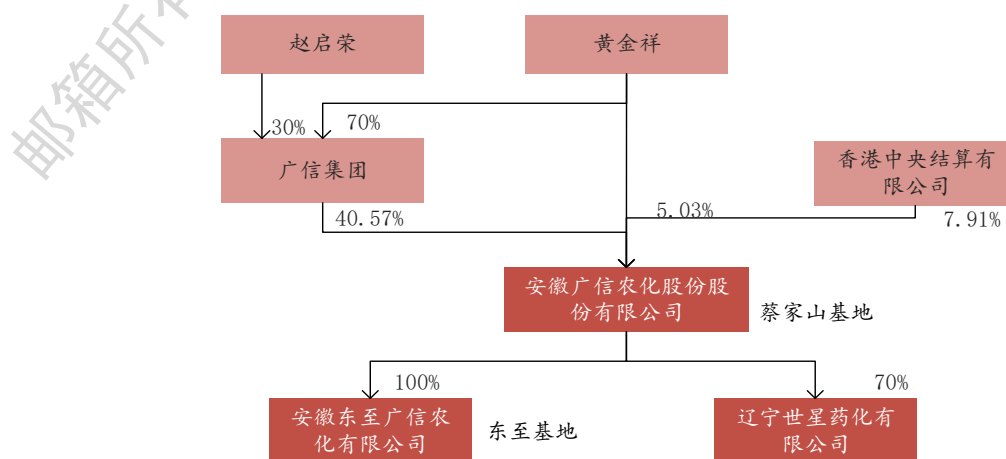
公司现有的农药原药品种相对较老，但是依托安徽的地理位置以及一体化的优势，产品竞争力较强。

随着苏北沿海化工园区综合整治和长江经济带水环境综合治理，江浙地区的化工，尤其是染料、农药以及三药中间体产业生存空间受到挤压。公司的地缘优势，产业配套优势较为突出，具备一定的产业前景和产业空间。

1.1 实控人持股比例较高

黄金祥、赵启荣夫妇持有广信集团 100% 股权。此外，黄金祥直接持有广信股份 5.03% 股权。黄金祥、赵启荣夫妇合计持有广信股份 45.60%，持股比例相对较高。

图表 1：公司的持股结构（截至 2022 年 6 月 30 日）



来源：Wind，国联证券研究所

1.2 公司两个基地均有产能扩张潜力

公司现有广德蔡家山和东至经济开发区两个生产基地。

蔡家山基地位于蔡家山精细化工园，蔡家山精细化工园是一个以广信农化集团为核心的化工园区，位于广德县祠山岗乡界区内，规划起步区面积为 1.54 平方公里，

是经宣城市人民政府批复的市级工业园区。蔡家山精细化工园借助广信农化已有光气及光气化产品的生产基础和经验，扩大光气及光气化产品生产规模，吸引以光气为原料的项目进驻。广信农化正在建设 2 台 75t/a 的燃煤锅炉（一备一用），建设完成后将淘汰厂区内现有的 1 台 25t/h 燃煤锅炉和 1 台 20t/h 的燃煤锅炉。

安徽东至经济开发区位于安徽省东至县香隅镇境内，是经安徽省人民政府批准、设立的省级开发区，园区按 10 平方公里进行总体规划设计，按 20 平方公里作建设性控制。园区内依托现有硝酸及合成氨等化工基础，重点发展硝基、医药和农药中间体等系列产品。目前已建成区面积 3 平方公里，入园企业 40 余家，多为本省企业。

1.2.1 蔡家山基地规划扩建光气及其衍生物

广德蔡家山基地占地 1200 亩。

2016 年以来，公司对广德基地多次投资扩建，期间先后布局了 3000 吨吡唑啉菌酯（后变更为 4 万吨对氨基苯酚）、1200 吨噁唑菌酮、4.8 万吨光气扩产、2 万吨环保型农药制剂、3000 吨噻菌酯和 1500 吨水杨腈、1 万吨多种酰氯技改、3000 吨噁草酮、1000 吨噁草酮酚、500 吨丙炔噁草酮、5000 吨噻嗪酮、3000 吨茚虫威、2 万吨二氯苯胺、3000 吨环嗪酮等产能。

部分规划产能已经验收投产，广德基地目前有 4.8 万吨光气生产装置，下游衍生品主要是 10000 吨敌草隆（异丙隆）、1000 吨氨基甲酸甲酯、3000 吨磺酰基异氰酸酯、6000t 甲基硫菌灵、1000 吨环嗪酮等以及配套的 2 万吨 3,4-二氯苯胺、4.8 万吨光气及光气化系列产品项目。

图表 2：广德蔡家山基地主要产品情况

项目	产品	备注
2 万吨/年光气及光气化系列产品技改项目	2 万吨光气及光气化系列产品	已建
年产 10000 吨敌草隆（异丙隆）项目	1 万吨敌草隆	已建
年产 10000 吨甲基硫菌灵技改项目	1 万吨甲基硫菌灵	已建 6000 吨
年产 2000 吨氨基甲酸甲酯项目	2000 吨氨基甲酸甲酯项目	已建 1000 吨
年产 3000 吨磺酰基异氰酸酯系列产品项目	3000 吨磺酰基异氰酸酯	部分建成
1000t/a 环嗪酮产品项目及其中间体 1000t/a 环己基异氰酸酯	1000 吨环嗪酮	环嗪酮已建、环己基异氰酸酯未建
4.8 万 t/a 光气及光气化系列产品技改扩能项目	2.8 万吨光气扩产	已建
	7000 吨氯甲酸酯	已建
	2000 吨亚氨基二苯甲酰	已建
	1000 吨二甲氨基甲酰氯	已建

年产 20000 吨环保型农药制剂项目	2 万吨环保型农药制剂	已建
年产 3000 吨噁唑啉菌酯生产项目	3000 吨噁唑啉菌酯	项目变更, 未建
年产 1200 吨噁唑啉菌酮项目	1200 吨噁唑啉菌酮, 1 期 500 吨, 2 期 700 吨	在建
年产 3000 吨噁唑啉菌酯及 1500 吨水杨腈项目	3000 吨噁唑啉菌酯	在建
	1500 吨水杨腈	在建
年产 10000 吨多品种酰氯系列产品技改项目	甲酸苯甲基酯、奥卡酰氯等多种酰氯系列产品	在建
年产 2000 吨水杨腈溶液配制项目	2000 吨水杨腈溶液	在建
年产 3000 吨噁草酮、1000 吨噁草酮酚、500 吨丙炔噁草酮项目	3000 吨噁草酮, 1 期 1500 吨, 2 期 1500 吨	在建
年产 5000 吨噁嗪酮项目	5000 吨噁嗪酮	在建
年产 3000 吨茚虫威项目	3000 吨茚虫威	在建
年产 3000 吨环嗪酮技改项目	3000 吨环嗪酮	在建

来源: 公司公告, 环境评价报告, 国联证券研究所

1.2.2 东至基地向上游补齐对邻硝及氯碱

东至基地是公司重点打造的一体化生产基地, 规划面积 3000 亩。

东至基地前期主要承接铜陵广信的搬迁, 一期项目主要建设了 2 万吨光气 (许可产能 12 万吨)、1.2 万吨多菌灵、1.5 万吨邻苯二胺 (多菌灵中间体)、2 万吨草甘膦、以及 2*12MW 热电联产项目和危化品专用码头项目。后续向上游拓展 20 万吨/年对 (邻) 硝氯化苯项目、30 万吨离子膜烧碱也基本完成。

目前, 东至基地正在建设和规划建设的项目主要是: 年产 10000 吨甲基硫菌灵项目、1.5 万吨/年邻苯二胺、4.8 万 t/a 光气及光气化系列产品技改项目、码头安全环保提升项目及配套储存罐区项目等。

图表 3: 东至基地主要项目及产品情况

项目	产品	备注
20kt/a 光气及光气化系列产品异地搬迁扩规技改项目	2 万吨光气	已建
	1.25 万吨氯甲酸甲酯	已建
	1.2 万吨多菌灵	已建
	2 万吨草甘膦	已建
年产 1.5 万吨邻苯二胺清洁化生产技改项目	1.5 万吨邻苯二胺	已建
年产 20 万吨对邻硝基氯化苯项目	20 万吨对邻硝基氯化苯	已建
30 万吨离子膜烧碱项目	30 万吨离子膜烧碱	已建
4.8 万 t/a 光气及光气化系列产品技改项目	3.5 万吨氯甲酸甲酯、2500 吨六亚甲基二异氰酸酯 (HDI) 等	已批未建
专用码头变更项目/码头安全环保提升项目	-	已建、改造提升中

年产 10000 吨甲基硫菌灵项目	1 万吨甲基硫菌灵	在建
年产 4 万吨对氨基苯酚项目	4 万吨对氨基苯酚	在建

来源：公司公告，环境影响评价报告，国联证券研究所

1.2.3 收购辽宁世星，涉足对氨基苯酚

2022 年 6 月，公司投资 2.1 亿元收购辽宁世星药化有限公司 70% 股权。

辽宁世星药化位于辽宁省港口城市-葫芦岛市，是东北地区、华北地区对氨基苯酚唯一生产厂家。世星药化是邻氨基苯酚和邻硝基苯酚行业标准的起草单位，曾是 2008 年版对氨基苯酚国家标准的起草单位，有一定的技术研发实力。

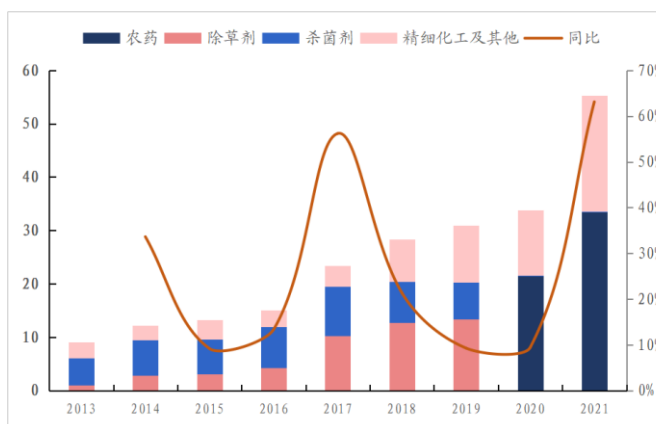
对氨基苯酚是重要的精细化工中间体，下游主要用于医药行业，用于合成扑热息痛、安妥明等。目前，广信东至基地有 4 万吨对氨基苯酚项目在建。公司通过收购辽宁世星，快速向下游延伸产业链，进入医药中间体行业。辽宁世星在该领域的渠道资源和技术实力有望为公司对氨基苯酚业务赋能。

1.3 在手现金充裕，财务数据稳健

从收入端看，公司的主营收入大部分源于杀菌剂和除草剂，相关品种不算新品，但是随着国家环保综合治理的深入，行业格局有明显好转，产品的毛利率基本稳定。

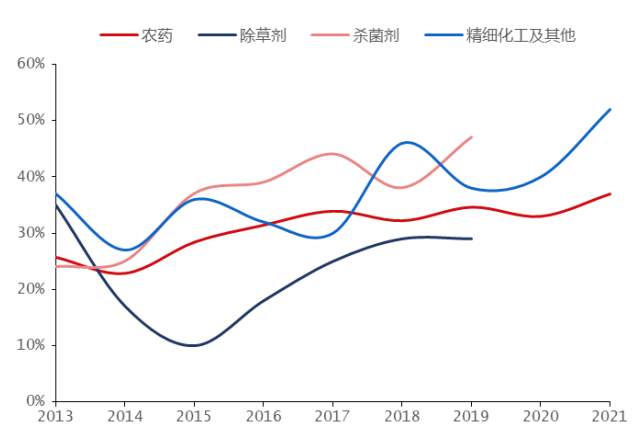
从毛利角度看，杀菌剂和除草剂贡献了绝大部分毛利，其中杀菌剂的贡献相对稳定。

图表 4：主营业务收入持续增长（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：各产品毛利率稳步提升



来源：Wind，国联证券研究所

分品种看，公司的杀菌剂、精细化工中间体毛利率平稳向好，除草剂由于草甘膦的周期性，呈现一定的波动性。

随着 IPO 和定增项目逐步投产，公司的业绩有望加速释放。

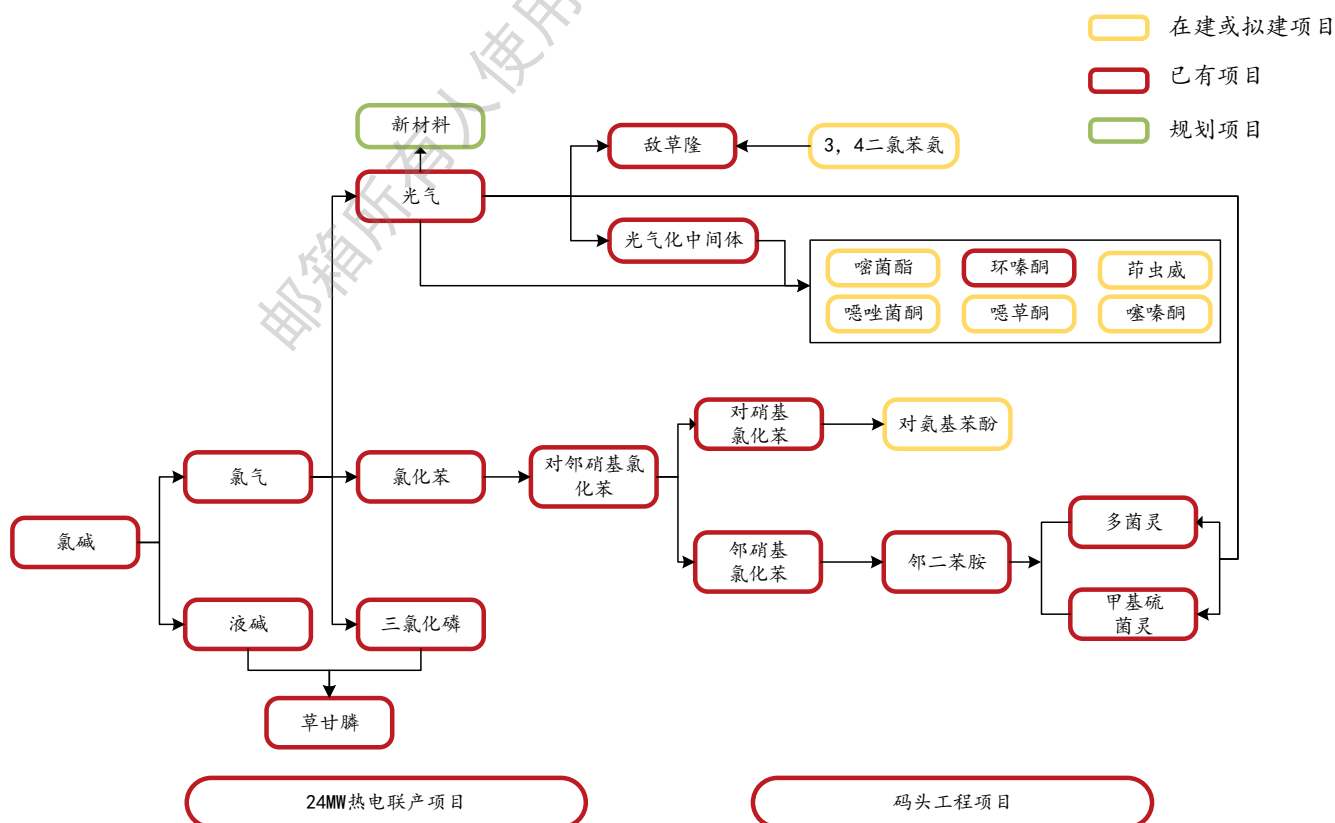
不仅如此，公司在广德和东至都还有空余土地，账面现金也比较多，基本没有有息负债，从这个角度看，公司具备一定的发展潜力。

2. 传统产品经营稳健，公司产业优势突出

公司传统的农药原药产品主要是多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆和草甘膦，这些品种贡献了农药原药的主要营收和盈利。

公司传统品种品类较老，但是随着国家环保综合整治力度的加大，相当一批小散乱企业逐步退出相关领域，存量企业也有退城入园的困扰。同时，公司一直致力于纵向一体化，逐步向上游延伸，完善相关上游产品的配套，成本优势较为突出，产业景气反而较高。

图表 6：公司主要思路是补齐中间体短板，延伸产业链下游品种



来源：公司公告，国联证券研究所

2.1. 传统品种格局稳定，向上游延伸是产业方向

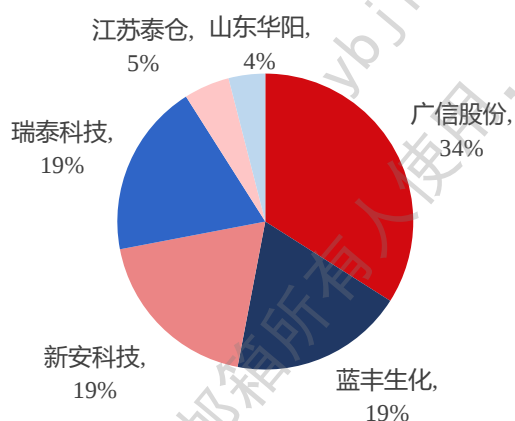
多菌灵是一款内吸性杀菌剂，1967 年杜邦公司开发研制。

根据立鼎产业研究网数据，2020 年全球多菌灵产能近 6 万吨，主要产能全部集中在中国。相关生产企业主要有广信股份、蓝丰生化、新安化工和宁夏瑞泰（扬农集团）。全球的多菌灵需求量大约为 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。

多菌灵属于品类较老的品种，但是由于其广谱高效，成本较低，因而仍有一定的发展空间。

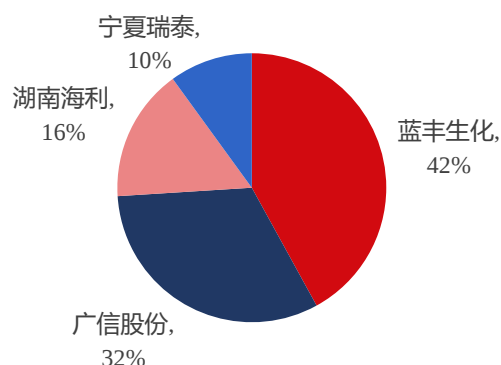
展望未来，多菌灵的生产格局基本稳定。随着环保整治工作的深入，邻硝基氯苯价格可能会出现波动，为维持多菌灵的竞争力，向产业链上游延伸有望成为厂商保持竞争力的有效途径。

图表 7：2020 年多菌灵产能分布



来源：立鼎产业研究网，国联证券研究所

图表 8：2020 年甲基硫菌灵产能分布



来源：立鼎产业研究网，国联证券研究所

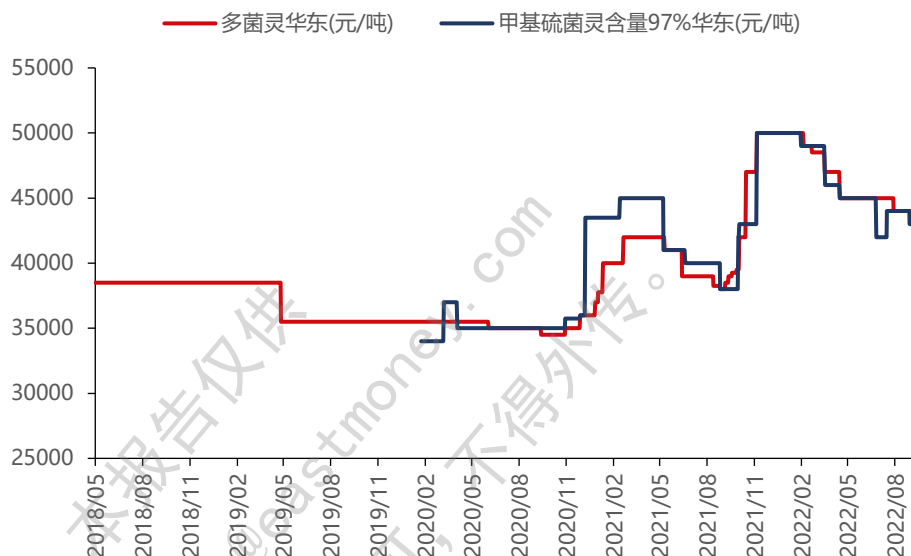
2.2. 甲基硫菌灵属于多菌灵的升级产品

多菌灵和甲基硫菌灵的装置有一定的共通性，只是后处理环节略有差异。不过，多菌灵如果盲目用药、超范围、超剂量用药，可能会导致农残超标，可致脑麻痹、肝脏长肿瘤。从这一点看，可以认为甲基硫菌灵是多菌灵的升级版。

甲基硫菌灵是一款内吸低毒杀菌剂，进入植物体内代谢成多菌灵，然后实现其活性。由日本曹达株式会社研发，具有内吸、预防和治疗的作用。

国内的产能主要集中在广信股份、蓝丰生化、宁夏瑞泰（扬农集团）和湖南海利四家企业，行业格局较为稳定。从价格上看，多菌灵与甲基硫菌灵走势基本一致，2020 年以来，受成本端邻硝基氯苯价格不断上涨，多菌灵与甲基硫菌灵价格中枢随之抬升。

图表 9: 多菌灵与甲基硫菌灵价格中枢抬高, 走势基本一致



来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

2.3. 敌草隆供求格局稳定, 渠道优势明显

敌草隆是一款高效、广谱的脲类除草剂, 杜邦 1951 年开发研制, 主要用于甘蔗的前期除草, 是大规模甘蔗种植的特效除草剂, 现广泛用于防治田间和非耕地的一年生和多年生杂草, 也可以作为棉花种植的脱叶剂和渔业生产中的除藻剂。

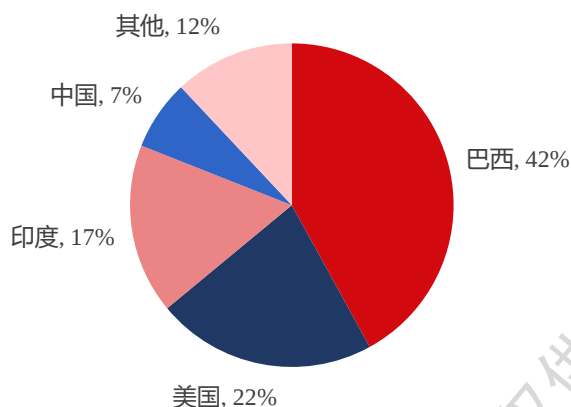
市面上防治棉花等作物杂草时有着多种替代品, 但相比之下, 敌草隆不但防效优异且价格优势显著, 同时也是抗性管理中一种有效的轮换用药品种。

目前, 全球生产敌草隆的国家和地区较多。根据立鼎产业研究网数据, 全球敌草隆的需求量约 2 万吨, 巴西、印度、美国和中国是主要的需求市场, 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。国内的主要生产企业包括广信、蓝丰、快达、新安和安道麦等企业。目前国内的产能 2 万吨左右, 产品近一半外销。

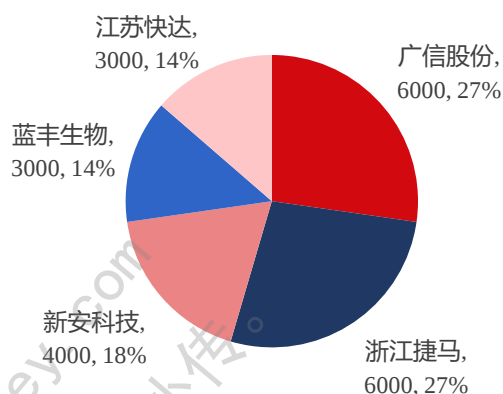
敌草隆的原料 3,4-二氯苯胺剧毒, 对硝基氯苯氯化生成 3,4-二氯苯胺的工艺相对复杂, 且三废处理较为复杂。广信股份配套关键中间体, 同时产品质量得到杜邦的认可, 渠道优势明显。

图表 10: 敌草隆全球消费分布

图表 11: 敌草隆国内产能格局 (吨)

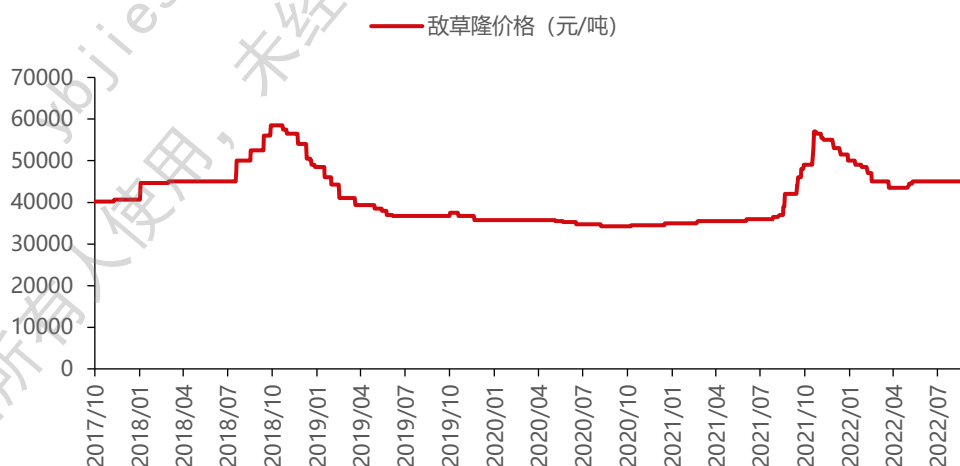


来源：立鼎产业研究网，国联证券研究所



来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表 12：敌草隆价格中枢近 4 万元/吨



来源：百川盈孚，国联证券研究所

2.4. 草甘膦产能出清，行业高景气

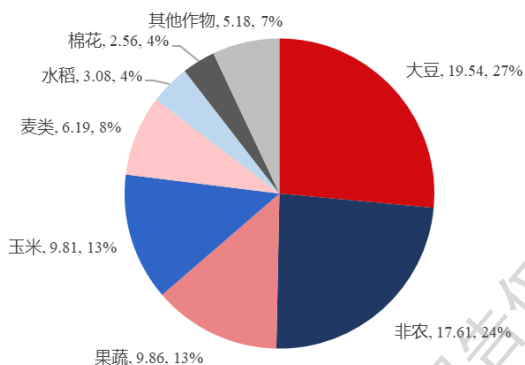
草甘膦是全球第一大农药品类，由于其兼具高效广谱、低毒安全等特性，属于高性价比的农药品种，被广泛用于田间、坡地以及草坪灯防除杂草。

草甘膦上市的前 20 年间，在农业和非农上使用量稳步上升，使用范围逐步扩大，尤其是 1996 年草甘膦抗性作物推出以后，需求高速增长。草甘膦抗性作物包括大豆、玉米、棉花等，其中耐草甘膦大豆为最主要的品种。

2014-2019 年，全球草甘膦使用总量均保持在近 70 万吨水平，2019 年全球草甘膦使用量达 73 万吨，占全球农药使用量的 17%。用量最多的国家是美国、巴西和阿根廷，2019 年三者草甘膦用量达 33.5 万吨，占全球用量的 45%，中国草甘膦用量

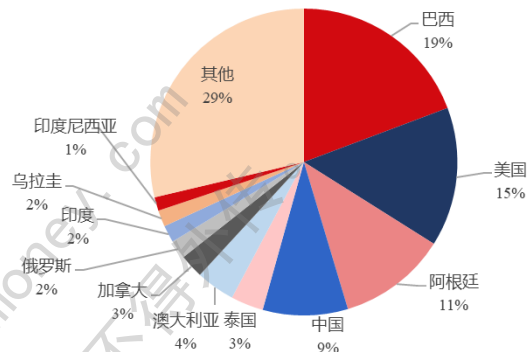
6.6 万吨，占全球草甘膦使用量比重的 9%。

图表 13: 2019 年全球草甘膦使用领域 (折百, 万



来源: Phillips McDougall, KLEFFMANN, 国联证券研究所

图表 14: 2019 年全球草甘膦使用分布



来源: Phillips McDougall, KLEFFMANN, 国联证券研究所

从供给端看，草甘膦行业产能经历了深度出清，行业集中度有明显提升。

根据中农纵横数据，2020 年，全球草甘膦产能约 104 万吨，生产企业 10 家左右，其中美国孟山都产能 37 万吨居行业首位，其余产能主要集中在在中国。

2020 年，我国草甘膦产能约 67 万吨，过去近 6 年，我国草甘膦产能减少了 30 多万吨，多家中小生产企业因环保问题而关停，草甘膦生产企业已缩减至 10 家左右，目前产能主要集中在兴发泰盛、内蒙兴发、乐山福华、新安化工、广信股份、红东方。

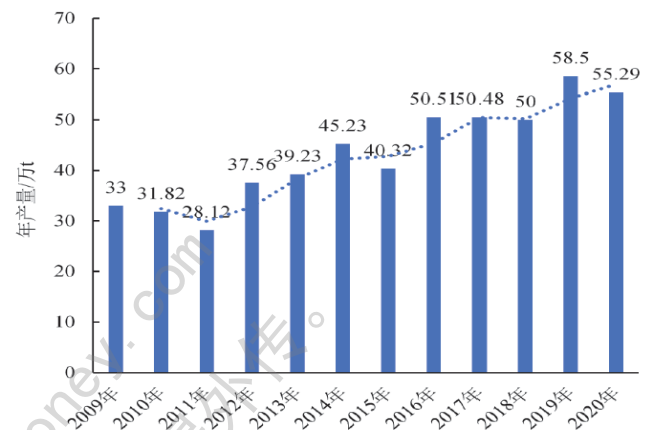
2014-2020 年，国内草甘膦小产能出清比较充分，而我国草甘膦产量从 45 万吨提升至 55 万吨，供应增量主要来自于开工率提升，2020 年我国草甘膦产能利用率已提升至 83%，草甘膦逐渐进入景气周期。受环保因素限制，《产业结构调整指导目录（2019 年本）》已将新建草甘膦列入限制类产业目录，未来产能增量有限，仅内蒙兴发有 5 万吨在建，草甘膦行业景气周期有望持续较长时间。

图表 15: 2020 年全球草甘膦生产企业情况

图表 16: 2009-2020 年我国草甘膦产量情况

产能 (万吨)	工艺类别
泰盛化工	13 甘氨酸法
福华化工	12 甘氨酸法
新安化工	8 甘氨酸法
内蒙古腾龙	5 甘氨酸法
红东方	3 甘氨酸法
广信股份	3 甘氨酸法
江山股份	3+4 甘氨酸法、IDA 法
孟山都	37 IDA 法
好收成韦恩	7 IDA 法
和邦股份	5 IDA 法
扬农化工	4 IDA 法
合计	104

来源：中农纵横，国联证券研究所



来源：中农纵横，国联证券研究所

草甘膦生产工艺有 IDA 法和甘氨酸法。孟山都等国外企业主要采用 IDA 法，而国内主要采用甘氨酸法，原料相对易得，成本比 IDA 法低，但环保压力较大，甘氨酸法生产草甘膦的路线有多种，工业上绝大部分用亚磷酸二甲酯路径生产草甘膦。

每吨草甘膦约消耗 0.55 吨甘氨酸和 0.3 吨黄磷。甘氨酸和黄磷的供给形势对草甘膦价格影响显著。

全国甘氨酸产能接近 60 万吨，主要集中在环保问题较严重的河北、山东等地。河北地区的甘氨酸产能 25.5 万吨，约占全国总产能的 45%，一旦遇到环保检查或者是集中检修，将对甘氨酸供应市场产生较大影响。

图表 17：我国甘氨酸产能情况

地区	公司	产能 (万吨)
河北	东华金龙	10
	东华冀衡	9
	东华舰	3.5
	冀州华恒	3
	元氏宏升	3
山东	鸿泰化工	5
	卫东化工	1
	振兴化工	1
重庆	三峡英力	3
四川	诚信化工	3
四川	福华集团	4
湖北	金信化工	10
河南	许昌东方	2
内蒙	内蒙腾龙	1.5
合计		59

来源：观研天下、国联证券研究所

目前草甘膦处于行业产能出清后的景气周期。

草甘膦历史上经历了非常典型的几段周期波动：

2007-2009 年，投资过热：随着国外转基因作物推广，行情高涨，价格上行至 12 万元/吨的高价，这个时期国内草甘膦产能迅速扩张，2009 年产能一度达到 100 多万吨；

2010-2011 年，小产能淘汰：产能过剩之后行业迅速坠入低谷，价格经历了两年的低迷，这期间 90% 的企业被淘汰，只剩下 10 家左右的核心企业，行业集中度提升；

2012-2013 年，大企业扩张：伴随草甘膦价格所回升，大型企业又开始产能扩张，2014 年产能又回升到 93.6 万吨，行业供需格局又开始恶化；

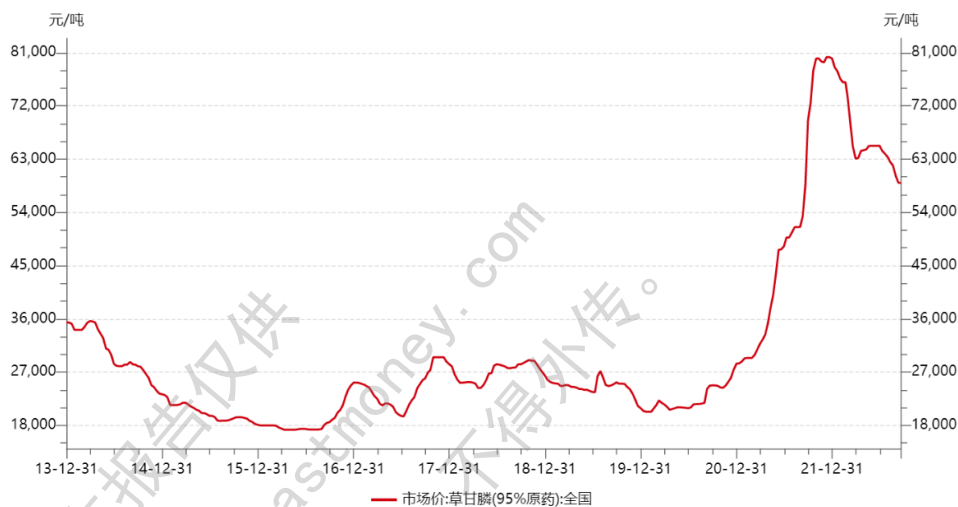
2014-2016 年，漫长深度调整：行业产能过剩，且大企业之间的竞争更为激烈，草甘膦价格又经历了漫长的下滑，行业低迷持续到 2016 年 8 月份，价格一度下跌至 1.7 万元。

2016-2019 年，环保主导：环保检查对供给侧改革起到了助推作用，2016 年下半年，环保检查，各种原材料涨价，叠加国内外企业补库存驱动，草甘膦价格出现了大幅反弹。由于草甘膦需求端较为稳定，而供给仍有一定弹性，所以反弹过程中波动较大。

2020 年 8 月，四川乐山洪水致使 2 家规模企业近 17 万吨草甘膦和 15 万吨双甘膦生产中断，草甘膦价格开始大幅上涨，叠加年尾石家庄突发疫情事件，对甘氨酸路线产能造成一定影响，价格持续高涨。2021 年，国内草甘膦受限电、环保影响，产量下行，同时海外孟山都产能受极端天气及境外疫情恶化而停产减产，推动这草甘膦价格大涨，单吨价格一度升至 8 万元。

2022 年草甘膦价格有所下行，但行业仍高景气，盈利能力较强。未来产能增长受限，现有产能的环保和能耗的限制因素仍存，我们认为草甘膦价格中枢有望维持在较高水平。

图表 18: 草甘膦 (95%原药) 市场价格



来源: Wind, 国联证券研究所

3. 规划品种围绕光气展开，产业前景广阔

公司的发展思路较为明确，依托现有的多菌灵、敌草隆等核心产品，逐步向上游延伸，完善相关上游产品的配套，进一步巩固基本盘。

光气是产业链上游的核心资源：公司的大部分产品生产需要依托光气，随着国家对危化品的生产审批限制和运输管制力度的加强，相关产品的生产将受制于光气的约束。公司目前在东至基地和蔡家山基地都有光气资源，依托公司的光气及光气化产品的生产基础和经验，有望逐步扩大光气及光气化产品生产规模。

随着环保整治工作逐步常态化、规范化，在环境容量相对宽裕的地区，采用清洁工艺发展精细化工及其化工中间体产业，产业前景值得期待。

3.1. 新发展农药品种具有较大的产业空间

公司规划布局多种农药原药，在杀菌剂方面主要是嘧菌酯、噁唑菌酮；除草剂方面主要是环嗪酮、噁草酮，杀虫剂方面主要是茚虫威和噻嗪酮。以上项目建设均已进入实施阶段。

公司新发展产品基本都是光气衍生物，其中杀菌剂方面，嘧菌酯企业数量较多，竞争较为激烈，噁唑菌酮的产业前景可能更加值得关注；除草剂环嗪酮和噁草酮几乎为刚需产品，市场空间较大；杀虫剂方面的茚虫威和噻嗪酮市场均有较快增速，茚虫

威作为新型农药或更值得期待。

3.1.1 杀菌剂：嘧菌酯前景承压，噁唑菌酮市场向好

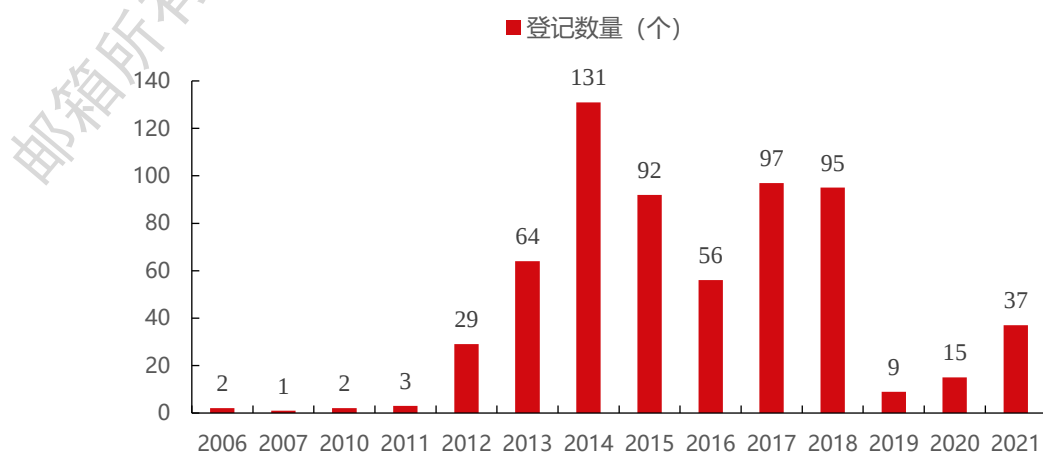
1) 嘧菌酯是一种呼吸作用抑制杀菌剂

嘧菌酯，是一种甲氧基丙烯酸酯类的高效、广谱杀菌剂，属于线粒体呼吸作用抑制剂，其可以限制真菌细胞的呼吸作用致病菌死亡，对几乎所有的真菌界病虫害均有良好活性，且低毒安全，与多数杀菌剂无交互抗性。

嘧菌酯作为上世纪 92 年先正达开发的一款产品，目前已经在世界上所有重要杀菌剂市场上取得登记，并已发展成为欧洲谷物市场的主要杀菌剂品种。根据农药资讯网数据，2014 年嘧菌酯的销售额已经达 12.15 亿美元，2009-2014 年的复合年增长率为 6%。

2010 年之前，由于专利保护，全球嘧菌酯市场由先正达独占；2011 年嘧菌酯专利到期，全球产能快速扩张，国内嘧菌酯登记企业快速增多。根据农药资讯网数据，截至 2021 年末，国内嘧菌酯证件总量 633 个，原药 73 个占 11.53% (95%、97%、98%)，单剂 208 个占 32.86%，复配 352 个占 55.61%，竞争相对激烈。

图表 19：2006-2021 年国内噁菌酯新增登记证件数量



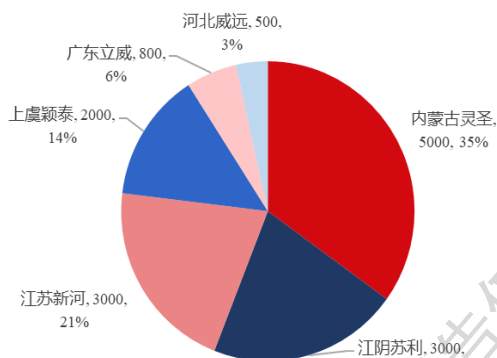
来源：中农资讯网，国联证券研究所

目前，中国已成为全球最大的嘧菌酯生产国，产能主要分布在内蒙古灵圣、江阴苏利、江苏新河、上虞颖泰等几家企业。根据百川盈孚数据，2021 年我国嘧菌酯产能达 14300 吨，产量为 7534 吨，一半以上用于出口，产能利用率约为 53%。

嘧菌酯杀菌剂市场竞争充分，参与者和潜在参与者较多，但公司配套的光气资源，

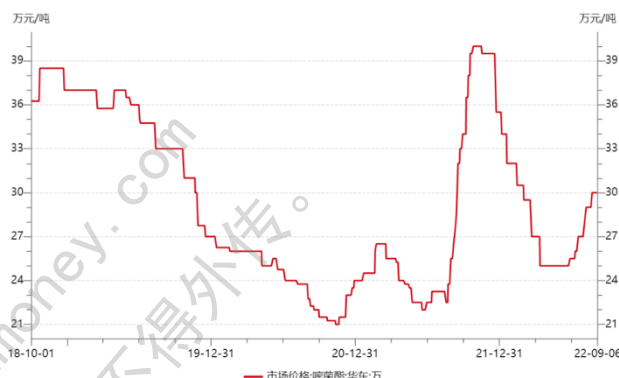
发展噁菌酯可以实现关键中间体水杨腈的自行配套，布局噁菌酯优势明显。

图表 20：我国噁菌酯产能分布（吨）



来源：中国农药信息网，国联证券研究所

图表 21：噁菌酯原药价格（元/吨）



来源：百川盈孚，国联证券研究所

2) 噁唑菌酮属于高效低毒、环境友好的杀菌剂

噁唑菌酮，是杜邦公司 98 年研制开发的一款新型高效、广谱杀菌剂。噁唑菌酮作用机理独特，与现有杀菌剂无交互抗性，可有效缓解内吸性杀菌剂的抗性。主要用于经济作物，属于高效低毒环境友好型新型农药。

目前噁唑菌酮原药产品我国获批登记的企业有：美国杜邦公司、江苏如东众意化工有限公司、浙江博仕达作物科技有限公司、美国默赛技术公司。

公司计划在蔡家山精细化工园投资 3.76 亿元，建设年生产噁唑菌酮 1200 吨，分两期建设，一期建设 500 吨/年，二期 700 吨/年。

3.1.2 除草剂：环嗪酮、噁草酮为光气下游延伸品种

1) 噁草酮为水、旱两用的芽期除草剂

噁草酮，又名恶草灵，是含氮杂环类除草剂，法国罗纳普朗克公司 70 年代初研制推广的一种选择性水、旱两用的芽期除草剂。

目前，噁草酮在我国主要用于水稻作物的土壤封闭处理，是稻田杂草防治中重要农药。

噁草酮制备较为复杂，合成路线较长，生产难度较大。根据中农立华原药数据，目前我国噁草酮原药设计产能近 5400 吨/年，产能集中在连云港金屯、宁夏蓝田、安徽科立华等 6 家企业。噁草酮原药在国内的实际产能不到 2,000 吨，国内需求在 400-500 吨，其他均为出口销售。

2019 年，公司计划投资建设 3000 吨噁草酮项目、1000 吨噁草酮酚、500 吨丙炔噁草酮项目（一期、二期）。项目分两期实施，目前一期 1500 吨/年噁草酮正在建设。

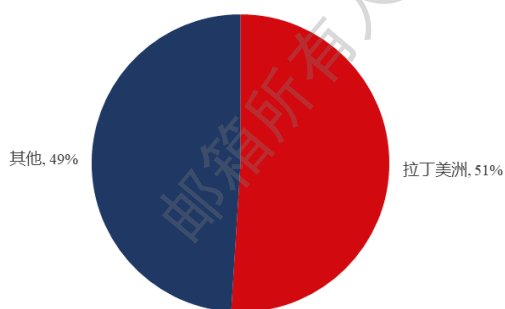
2) 环嗪酮是一种环境友好的三嗪类除草剂

环嗪酮，是 1974 年由美国杜邦公司研制的一种内吸选择性、芽后触杀性三嗪类除草剂。其通过抑制被防除作物的光合作用，阻止其根和叶向吸收，从而达到防除效果。环嗪酮在土壤中可被微生物降解，对环境友好，是目前国际上最优良的除草剂品种之一。

目前，环嗪酮已在美国、澳大利亚、新西兰等诸多国家得到广泛的应用，主要用于甘蔗和主要的针叶树种植园中，也用于造林前整地、林分改良、森林防火道、道路两侧、铁路两侧、机场油库、房前屋后等空旷地带的杂草杂灌灭除。

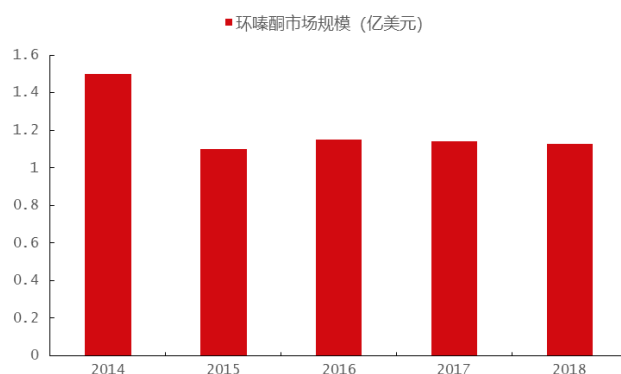
近年来，全球环嗪酮市场基本稳定在 1.10 亿以上，2018 年全球销售额为 1.13 亿美元。环嗪酮的主要市场是拉丁美洲，约占全球市场的 49%，其中巴西是环嗪酮最重要的国家市场。

图表 22：环嗪酮市场主要集中在拉丁美洲



来源：农化信息网，国联证券研究所

图表 23：2014-2018 年环嗪酮市场规模



来源：农药资讯网，国联证券研究所

截至目前，我国取得环嗪酮原药登记的生产企业有 14 家，含量均为 98%。原药登记企业包括：江苏禾裕泰、江苏蓝丰生物、内蒙古百灵、江苏龙灯、江苏瑞东、安徽广信农化、上虞颖泰等。

环嗪酮由中间体胍类化合物与环己基异氰酸酯经加成、环合反应制得，而中间体胍类化合物与环己基异氰酸酯均为光气衍生物，公司自有光气资源布局优势明显，目前，公司环嗪酮现有产能 1000 吨/年，年产 3000 吨环嗪酮技改项目正在建设。

3.1.3 杀虫剂：茚虫威、噻嗪酮市场稳增，公司产业优势明显

1) 受益酰胺类杀虫剂抗性，茚虫威市场稳步提升

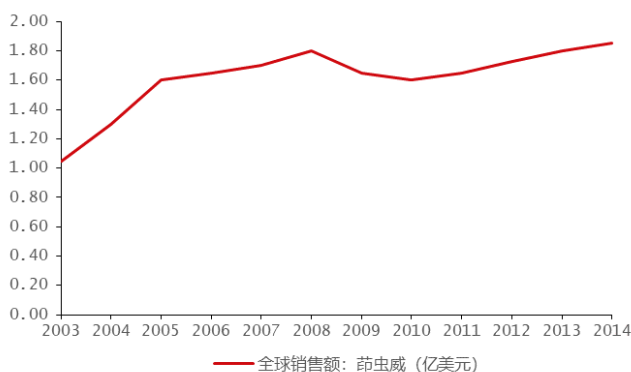
茚虫威，是 1992 年杜邦公司开发出来的第一个商品化的噁二嗪类杀虫剂，属于钠阻断型杀虫剂，可以阻断昆虫神经细胞的神经冲动，使其不能进食，最终导致麻痹和死亡。

茚虫威主要用于棉花的害虫防治，也可施用于豆类、葡萄、土豆、玉米等作物，或作为卫生用药，用于防治蚂蚁、白蚁等害虫。凭借低毒高效、对环境作物安全、低残留等优点，茚虫威成为了高毒、高残留、高抗性杀虫剂的理想替代药剂，2000 年美国 EPA 授予茚虫威为“减风险产品”。

2003 年，茚虫威全球销售额已达 1.05 亿美元，2004 年增长至 1.30 亿美元，2008 年达 1.80 亿美元峰值水平。2007 年后，在杜邦公司两个酰胺类杀虫剂的重压下（氯虫苯甲酰胺和溴氰虫酰胺），茚虫威市场略有下行，2009 年全球销售额降回落至 1.65 亿美元。

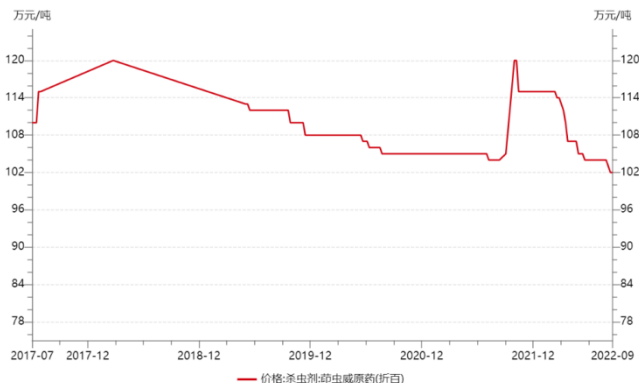
2010 年茚虫威销售额下降至 1.60 亿美元，随后氯虫苯甲酰胺类产品抗性逐渐凸显，茚虫威由于不属于新烟碱类，对酰胺类杀虫剂抗性严重的虫害有良好的防治作用，尤其对鳞翅目害虫杀虫活性优异，需求量逐年回升。2013 年茚虫威全球销售额会升值 1.80 亿美元，2014 年销售额增长至历史高点 1.85 亿美元，2009~2014 年复合年均增速为 2.3%，并保持平稳增长势头。

图表 24：茚虫威全球销售额情况



来源：世界农化网，国联证券研究所

图表 25：茚虫威价格于 100-120 万元/吨区间波动



来源：Wind，国联证券研究所

2016 年 3 月，茚虫威的化合物专利已在欧盟失效，给予了国内原药和制剂的开发机遇。目前我国茚虫威原药累计登记数量为 34 个，绝大多数集中在 2013-2017 年

登记。

公司积极布局茚虫威杀虫剂，现有 3000 吨/年的茚虫威项目在建。光气化产品氨基甲酸甲酯为合成茚虫威的重要中间体，安徽广信农化光气生产装置配套的 2000 吨氨基甲酸甲酯项目一期 1000 吨已生产多年，工艺技术成熟，二期 1000 吨尚在建设。公司布局茚虫威的工艺技术和产业链优势明显。

2) 噻嗪酮是一种几丁质合成抑制剂

噻嗪酮又称扑虱灵、稻虱净，属于昆虫几丁质合成抑制剂，通过干扰昆虫新陈代谢而实现选择性杀虫，对人、畜和水生生物以及昆虫天敌安全，主要用于水稻、果树、茶树等作物的害虫防治。

噻嗪酮由日本农药株式会社开发，1983 年 12 月在日本登记。根据世界农化网数据，2009-2014 年噻嗪酮销售额年均复合增速达 14.9%，2014 年其全球销售额已达 1.45 亿美元，是销售额较大的 29 个杀虫剂品种之一。

作为一个老产品，噻嗪酮国内市场相对已经比较成熟，目前国内共有 22 个噻嗪酮原药登记，180 个制剂单剂登记。根据世界农化网数据，2016 年我国水稻用噻嗪酮销售额已达 0.23 亿美元。近年来噻嗪酮价格稳定在近 8 万元/吨，国内主要生产企业有江苏健谷、连云港金国等。

噻嗪酮属于光气延伸产品，由 N-甲基苯胺经光氯化、缩合等反应制得。2020 年，公司凭借光气及光气化产品优势，投资 1.26 亿元用于建设噻嗪酮生产车间，项目建成后可年产 5000 吨噻嗪酮，目前项目建设仍在有序推进。

3.2. 光气衍生物品类较多，布局前景广阔

光气，学名碳酰氯，又名羰基二氯、氧氯化碳、氯代甲酰氯等。

由于光气有两个酰氯，所以化学性质活泼，是生产异氰酸酯、碳酸酯、光气化中间体等重要化工产品的关键原料，广泛应用于聚氨酯、工程塑料、医药、农药、合成材料助剂等多个领域。

图表 26: 光气下游应用领域

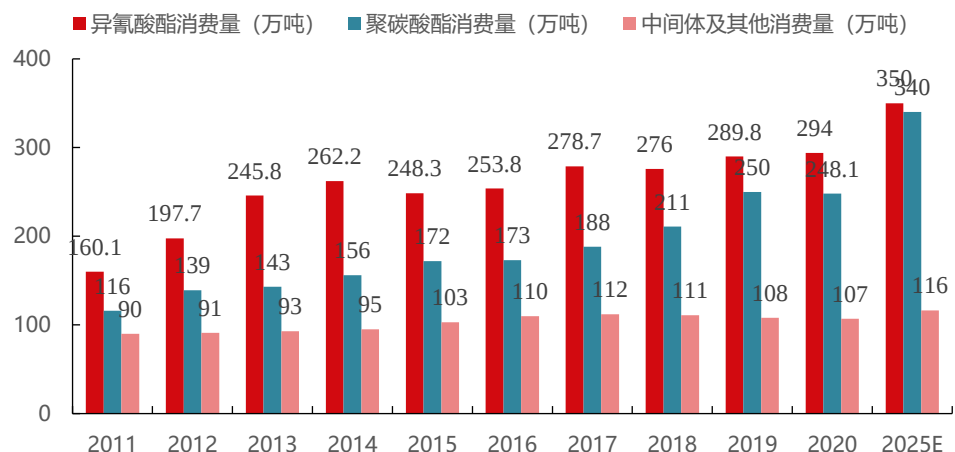
下游类别	应用领域	市场规模
异氰酸酯	聚氨酯材料, 如 TDI、MDI 等, 是全球市场规模最大的光气化产品;	2020 年, 我国异氰酸酯总产能达到 524.5 万吨/年, 占全球总产能的 40.6%
聚碳酸酯	工程塑料, 是我国第二大光气产品	2020 年, 我国聚碳酸酯产量 110.2 万吨, 进口量 163.0 万吨, 出口量 25.1 万吨, 表观消费量 248.1 万吨
中间体及其他产品	农药、医药、染料、新材料等精细化工领域	2020 年, 我国光气化中间体总产能达到 153 万吨/年, 产量及消费量约 107 万吨

来源:《光气化产品发展现状及行业成长性分析》, 国联证券研究所

光气化产品下游需求保持快速增长。从全球范围看, 异氰酸酯类和聚碳酸酯是最重要的光气衍生物。2011 年至 2020 年, 异氰酸酯消费量从 160 万吨提升至 294 万吨, 年均复合增速达 7%; 聚碳酸酯消费量从 116 万吨提升至近 248 万吨, 年均复合增速达 8.8%; 农药、医药等中间体及其他消费量也从 90 万吨提升至 107 万吨。

“十四五”期间, 随着改性聚碳酸酯和聚氨酯门类的扩增以及市场的开拓, 光气下游有望保持高速增长, 据《光气化产品发展现状及行业成长性分析》估计, 异氰酸酯及聚碳酸酯需求量将分别达 350 万吨、340 万吨, 年均复合增速分别为 3.50%、6.50%。

图表 27: 我国三大光气化产品消费量变化情况及预测



来源:《光气化产品发展现状及行业成长性分析》, 国联证券研究所

尽管光气下游需求持续快速扩张, 但由于光气属于剧毒气体, 是一战期间大量使用的化学武器, 光气化生产存在潜在的危险性, 是我国三类监控化学品, 生产资质准

入门槛高，新上项目必须经过国家工信部禁止化学武器公约组织办公室核准，部分省市禁止新增光气生产点，山东省原则上不在批准新的光气及光气化产品生产装置，广东省禁止引进涉及光气额项目，江苏省禁止新增光气生产装置和光气布点，在政策约束之下，光气逐渐成为一种特殊的发展资源。

2008 年，我国登记光气生产企业 46 家，总产能 116 万吨，截止 2010 年底，我国登记光气生产企业 48 家，总产能 150 万吨，产量大约 120 万吨。2012 年光气的产能 260 万吨。由于历史原因，目前国内的光气企业，仍有一批规模较小，产能不足万吨的有 10 余家，产能在 1-2 万吨的企业约 20 余家。但我们根据行业经验判断，年产量 1 万吨以下企业基本保本或微利，2 万吨以上企业效益较好。

光气下游的农药产品丰富，包括杀虫剂茚虫威等，除草剂胺唑草酮等，以及杀菌剂嘧菌酯、咪鲜胺等，公司未来可以发展布局的种类较多，发展空间广阔。

图表 28：主要的农药光气衍生物

大类	种类	具体品种
异氰酸酯类	异氰酸甲酯	克百威、灭多威、涕灭威、丁硫克百威\异丙威、速灭威、残杀威、西维因、仲丁威、灭杀威、混灭威
	正丁基异氰酸酯	烟嘧磺隆、绿磺隆、嘧磺隆、苯磺隆、醚苯磺隆\胺苯黄隆、氯嘧磺隆、氟草隆、甲磺隆、乙氧嘧磺隆、玉嘧磺隆、氟啶嘧磺隆等一系列磺酰脲类除草剂以及苯菌灵
	叔丁基异氰酸酯	除草剂隆草特、胺唑草酮
	异丙基异氰酸酯	二羧酰亚胺类杀菌剂异菌脲
	己基异氰酸酯	环嗪酮，噻螨酮等
	苯基异氰酸酯	环草隆、苯胺灵、非草隆、卡草胺、落草胺、戊菌隆、禾穗安、甜菜安、脱叶灵、调吡脲、戊菌隆等
	氯苯基异氰酸酯	灭草隆、三氯乙酸灭草隆、绿谷隆、播土隆、除虫脲、灭幼脲等
	氯苯基异氰酸酯	氯苯胺灵、燕麦灵、稗蓼灵等
	对溴苯基异氰酸酯	秀谷隆
	4-三氟甲氧基苯基异氰酸酯	高效除草剂绿麦隆等
	3-(三氟甲基)异氰酸苯酯	伏草隆
	3-氯-4-甲氧苯基异氰酸酯	甲氧隆
	3,5-二氯-4-(1,1,2,2-四氟乙氧基)苯基异氰酸酯	氟铃脲

氯甲酸酯类	氯甲酸甲酯	多菌灵，甲基硫菌灵；茚虫威，恶虫酮，苯菌灵，氯酯磺草胺，磺草唑胺，氟唑草胺，环嗪酮，甜菜宁，甜菜安，唑菌胺酯，Flometoquin (ANM-138)，Pyrifluquinazon (NNI-0101)。
	氯甲酸乙酯	氟噻乙草酯，氟胺草酯，环戊恶草酮，苯氧威，螺乙酯，啉啉磺隆，氯吡啉磺隆，吡啉磺隆，砒啉磺隆，甲啉磺隆，甲氧咪草胺，氟吡啉草酯，氟草烟
	氯甲酸异丙酯	联苯肼酯，乙霉威，消螨通，氯苯胺灵，异丙菌胺，苯噻菌胺
	氯甲酸苯酯	氟啉啉磺隆，环氧啉磺隆，四唑啉磺隆，唑吡啉磺隆，磺酰磺隆，氟氟虫脒，害扑威，甲磺胺磺隆，烟啉磺隆，三氟啉磺隆，氟胺磺隆
杂环类	2-氯-5-氯甲基吡啶	噻虫啉、吡虫啉、啉虫咪、烯啉虫胺、啉虫啉等
	2-氯-5-氯甲基噻唑	噻虫啉、噻虫胺、AKD-1022、氯噻啉等
	2-甲基-1,3,4-噁二唑-5(4H)-酮	吡蚜酮等
	2-甲基-1,3,4-噁二唑-5(4H)-酮	噁草酮等
	5-异丙基-1,3,4-噁二唑-2(3H)-酮	胺唑草酮等
	3-碘-N-(1,1-二甲基-2-甲硫基乙基)邻苯二甲酰异亚胺	氟虫双酰胺等
	6-氯-8-甲基-2H-3,1-苯并噁嗪-2,4(1H)-二酮	氟虫酰胺(康宽)
氯化及脱水反应	6-氟基-8-甲基-2H-3,1-苯并噁嗪-2,4(1H)-二酮	氟虫酰胺等
	2-氯丙酸乙酯	除草剂精喹禾灵
	1-氯-2-(4-氯苯氧基)丙烷	环苯草酮。
	2,6-二氯喹啉	喹草酯
	2-氯代苯并噻唑	苯噻草胺。
	1-氯-2-(3-氯苯基)丙烯	茚草酮
	4-叔丁基-2,6-二硝基氯苯	双丁乐灵
	水杨腈	啉菌酯

来源：百川资讯，国联证券研究所

公司光气资源丰富，是目前拥有最多光气资源农药类民营企业，公司蔡家山、东至两大生产基地合计拥有光气许可产能 32 万吨/年，现合计使用产能 6.8 万吨/年，仅占许可产能 21%。在光气资源越发紧张背景下，公司掌握着发展的主动权。

4. 对邻硝及氯碱打开未来空间

为了进一步巩固现有产品的优势，公司逐步向上游进行业务延伸，先后发展了对邻硝以及氯碱业务。

公司募投项目“20万吨/年对（邻）硝基氯化苯”（分两期建设，一期10万吨/年），以及配套建设的“15万吨/年氯化苯项目”（分两期建设，一期7.5万吨/年），实现中间体自给，大大降低了公司的生产成本。此外，公司还在东至基地布局了30万吨离子膜烧碱项目，实现原料配套。

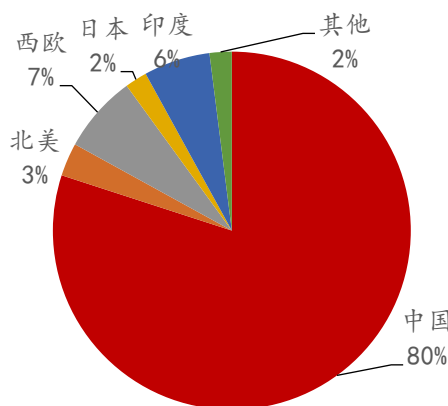
目前公司上游原料及中间体布局已基本完成，产业链一体化优势逐渐凸显，公司进入产业布局的收获阶段。

4.1. 硝基氯苯产业空间较大

对（邻）硝基氯化苯是公司重要的上游原材料。其中对硝基氯苯可以生产3,4-二氯苯胺，进而生产敌草隆。邻硝基氯苯可以生产邻苯二胺，进而生产多菌灵和甲基硫菌灵。

由于中国硝基氯苯的竞争力较强，海外的硝基氯苯生产逐步萎缩。目前我国已经是全球最大的硝基氯苯的生产国和消费国。根据氯碱工业数据，2014年我国硝基氯苯产能的全球占比近80%。至2020年，据《硝基氯苯市场现状分析及未来应对策略》数据，我国硝基氯苯行业产能合计95万吨，全球产能占比已提升至近90%。

图表 29：2014 年全球硝基氯苯的产能区域分布情况



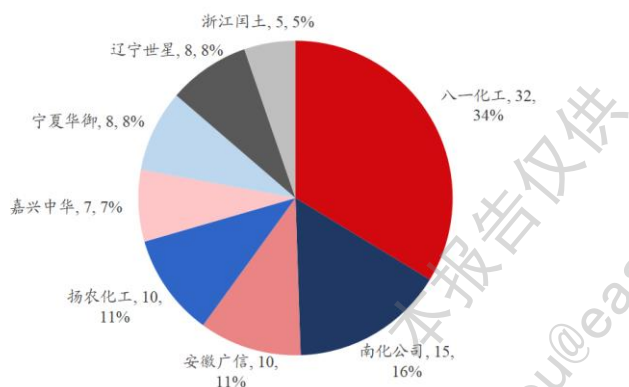
来源：氯碱工业，国联证券研究所

我国硝基氯苯产能分布较为集中，生产企业主要有八一化工、扬农化工、广信股份等8家企业，其中八一化工是我国最大的硝基氯苯生产企业，年产能32万吨，占行业总产能的34%，南化公司年产能15万吨居行业第二，其后广信股份、扬农化工均有10万吨产能。

由于部分企业因自身安全环保、装置老化等问题被迫关停，2020年我国硝基苯酚的产量为53.5万吨，行业开工率仅56.3%。2020年八一化工由于装置老化，开工

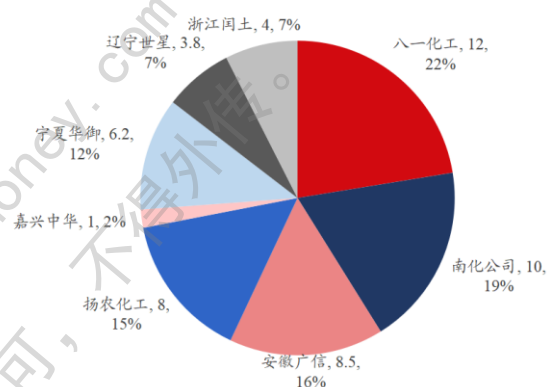
水平维持低位，2020 年产能 12 万吨占国内总产量的 22%；2020 年嘉兴中华因 2019 年 11 月的闪爆安全事故基本处于停车状态。而业内广信股份、杨农化工等企业全年保持相对较高的开工水平，2020 年产能利用率分别达 85%和 80%。

图表 30：2020 年中国硝基氯苯的产能分布（万吨）



来源：《硝基氯苯市场现状分析及未来应对策略》，国联证券研究所

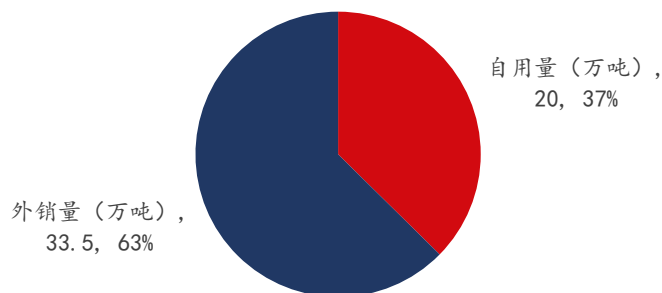
图表 31：2020 年中国硝基氯苯的产量分布（万吨）



来源：《硝基氯苯市场现状分析及未来应对策略》，国联证券研究所

硝基氯苯产能多有下游生产装置配套，生产企业中仅南化公司和嘉兴中华无下游配套产品。硝基氯苯行业产量的自用比例也较高，2020 年硝基氯苯生产企业的自用量的 20 万吨，占总产量的 37%。

图表 32：2020 年硝基氯苯产量自用和外销情况



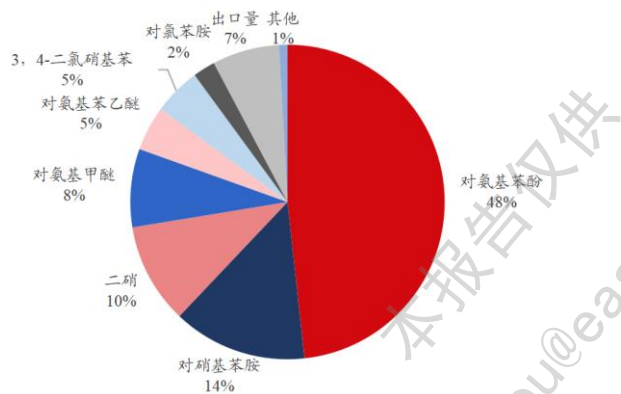
来源：《硝基氯苯市场现状分析及未来应对策略》，国联证券研究所

根据《硝基氯苯市场现状分析及未来应对策略》数据，2020 年我国硝基氯苯的需求量为近 53.7 万吨，供需基本平衡。其中对硝基氯苯的需求量占 65%，邻硝基苯酚需求量约占 35%。

硝基氯苯是重要的基础有机氯中间体，衍生品数以百计。对硝基氯苯下游 48%用于合成对氨基苯酚，后者是重要的解热镇痛药物；近 14%的对氨基氯苯用于制备对硝

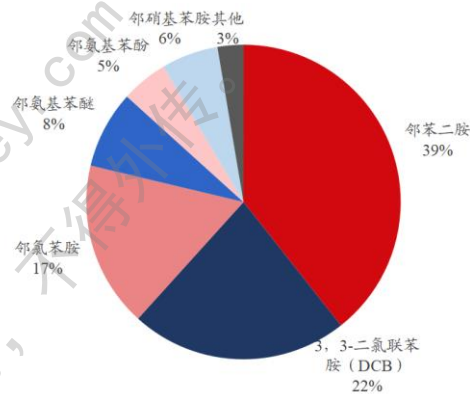
基苯胺，其为染料工业极为重要的中间体；另外，2,4-二硝基氯化苯对氨基甲醚、对氨基苯乙醚、3,4-二氯硝基苯也均为重要的染料、医药等精细化工中间体。邻硝基苯酚下游则主要用于合成邻苯二胺、DCB、邻氯苯胺等重要化工中间体。

图表 33：2020 年硝基氯苯下游需求结构



来源：《硝基氯苯市场现状分析及未来应对策略》，国联证券研究所

图表 34：2020 年邻硝基苯的下游需求结构



来源：《硝基氯苯市场现状分析及未来应对策略》，国联证券研究所

2021 年，由于八一化工停产搬迁致使供给收缩明显，硝基氯苯的价格高企，对硝基氯苯和邻硝基氯苯价格一度达到 1.8 万元/吨和 1.3 万元/吨；2022 年随着八一化工复产，二者价格分别重回近 0.9 万元/吨和 0.6 万元/吨水平。

硝基氯苯行业安全风险较大，业务曾发生多起爆炸事故；且硝基氯苯有异味，污染较重，近年来，随着环保整治工作的常态化、规范化，硝基氯苯的价格波动较大。从减排的角度看仍有一定的改进空间，传统的硝基氯苯工艺混酸硝化，三废严重，改进后的环形硝化或者绝热硝化也没有根本上改进这个问题。由于安全、环保因素，业内硝基氯苯产能后续存因意外事件停产的可能性。

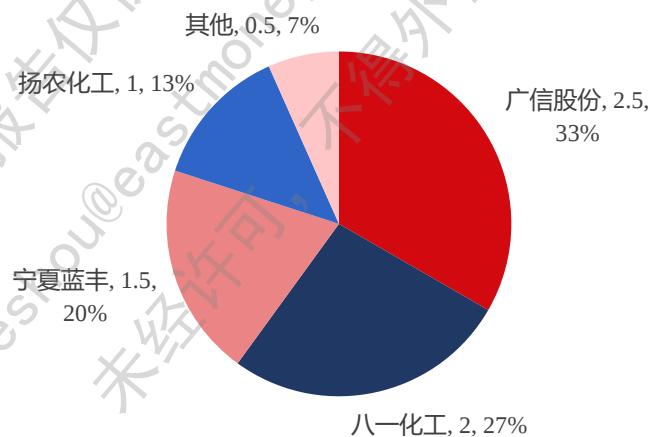
2021 年末，公司年产 20 万吨的对（邻）硝基氯化苯项目转固，东至基地硝基氯苯产能达 20 万吨/年。在硝基氯苯产业下游，公司不仅配套多菌灵、甲基硫菌灵等农药产品，还布局 4 万吨对氨基苯酚医药中间体；同时，公司向上游布局了 15 万吨氯化苯及 30 万吨/年氯碱项目以提供原料支持，给予了硝基氯苯产业链较强的竞争力和经营稳定性。

4.2. 邻苯二胺的优势进一步巩固

邻苯二胺是邻硝基氯化苯消费量最大的下游产品，主要用于农药、染料、聚氨酯发泡剂、水处理剂、橡塑助剂等领域。国内邻苯二胺消费比例大致为：农药杀菌剂 60%，医药领域 5%，橡胶助剂 4%，苯并三氮唑类 20%，其他领域 11%。

邻苯二胺供需格局相对稳定而集中，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：安徽广信农化股份有限公司、蓝丰生物化工股份有限公司、内蒙古盛达化工有限公司、安徽八一化工股份有限公司、扬农化工股份有限公司等。其中广信股份拥有 2.5 万吨邻苯二胺产能居行业首位，下游配套多菌灵、甲基硫菌灵等产品。

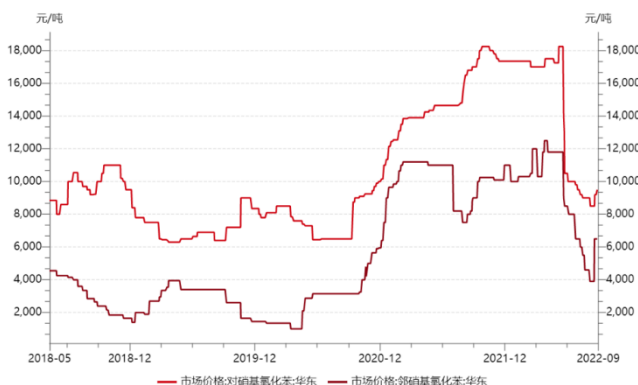
图表 35：邻苯二胺产能格局（万吨）



来源：《硝基氯苯市场现状分析及未来应对策略》，国联证券研究所

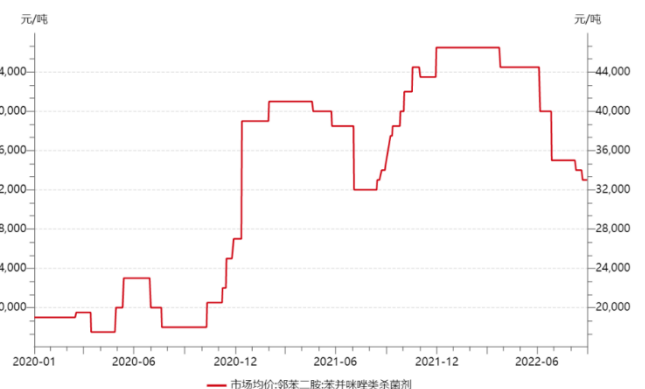
2020 年末，八一化工退城入园搬迁致使硝基氯苯停产，邻苯二胺市场供给亦收缩，邻苯二胺价格跟随硝基氯苯价格大幅上涨，盈利能力高涨。2022 年 5 月后随着八一化工复产，硝基氯苯和邻苯二胺价格逐渐恢复。但由于邻苯二胺行业集中度较高，价格跌幅相对平缓，截至 2022 年 9 月底，邻苯二胺市场价格仍有 3.3 万元/吨。

图表 36：硝基氯苯市场均价变化情况



来源：Wind，国联证券研究所

图表 37：邻苯二胺市场均价变化情况



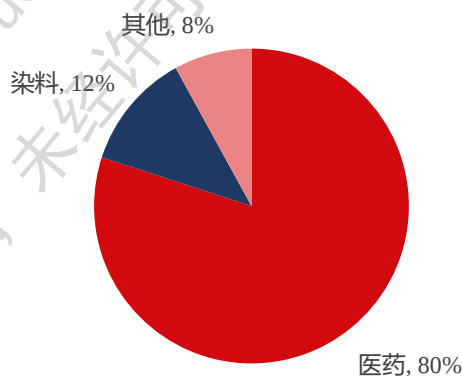
来源：Wind，国联证券研究所

4.3. 布局对氨基苯酚开拓医药中间体业务

对氨基苯酚是一种用途广泛的有机精细化工中间体，工业上主要由硝基苯催化加氢或对硝基苯酚催化氧化等方法制备，为硝基氯苯的下游第一大应用领域。

对氨基苯酚下游用于医药、染料、橡胶等领域。根据《全球扑热息痛市场报告》的数据，全球对氨基苯酚下游主要用于医药领域，约占对氨基苯酚下游总消费量的80%，染料助剂占12%，其他化工用途的消费占比近8%。在医药领域，绝大部分的对氨基苯酚用于合成扑热息痛（对乙酰氨基酚），后者常用于各种感冒药中起解热镇痛作用。

图表 38：对氨基苯酚下游消费占比



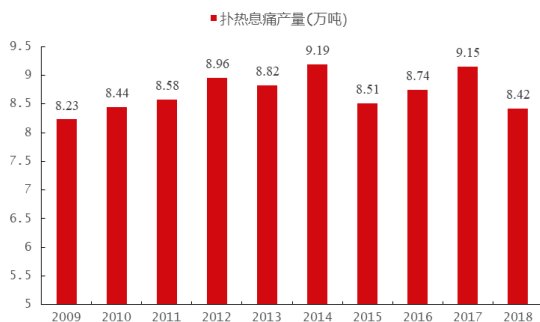
来源：《全球扑热息痛市场报告》，国联证券研究所

根据智研咨询数据，2016 年，全球扑热息痛产量近 16.5 万吨，我国是扑热息痛最大的生产国和出口国，2009-2018 年间，我国扑热息痛产量基本稳定在 8-10 万吨水平，16 年我国扑热息痛产量为 8.74 万吨，约占全球的总产量的 53%，对应对氨基苯酚需求约 7.5 万吨。

据中国海关统计，2009-2021 年间我国扑热息痛出口量基本维持在 3.5-5.4 万吨之间，居住全球首位，2018 年以来随着扑热息痛价格的快速提升，我国扑热息痛出口金额不断提升，至 2021 年已达 3 亿美元规模。

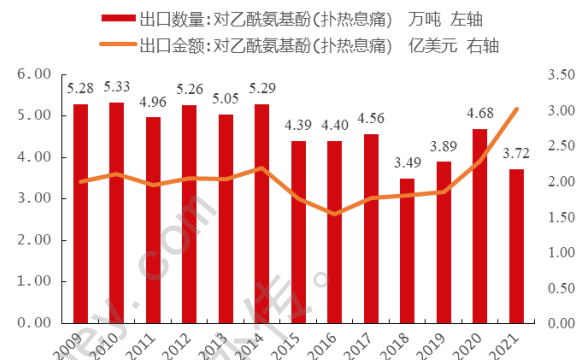
目前国内一些安乃近、氨基比林等解热镇痛老品种仍在使用的，年消费量在 1 万吨以上，这些药物副作用大，将被扑热息痛等逐步取代，对氨基苯酚需求尚有提升空间。

图表 39: 我国扑热息痛产量情况



来源: 智研咨询, 国联证券研究所

图表 40: 我国扑热息痛出口量和出口金额

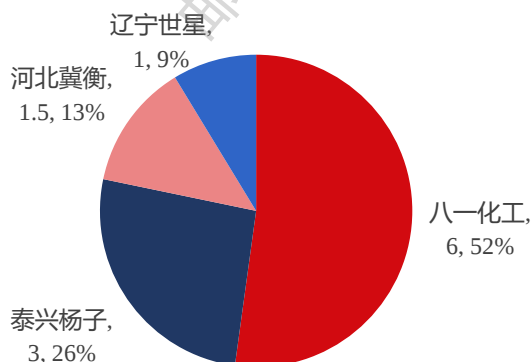


来源: 海关统计数据平台, 国联证券研究所

从供给端看, 2015 年以来对氨基苯酚行业万吨以下的产能逐渐出清, 行业逐渐集中。根据氯碱工业数据, 2015 年我国对氨基苯酚生产企业有近 20 余家, 其中 6 家产能逾万吨规模, 行业产能达 15.5 万吨。至 2020 年, 我国对氨基苯酚行业总产能下降至 11.5 万吨/年, 且产能主要集中在八一化工、泰兴扬子、河北冀衡、辽宁世星 4 家企业中。

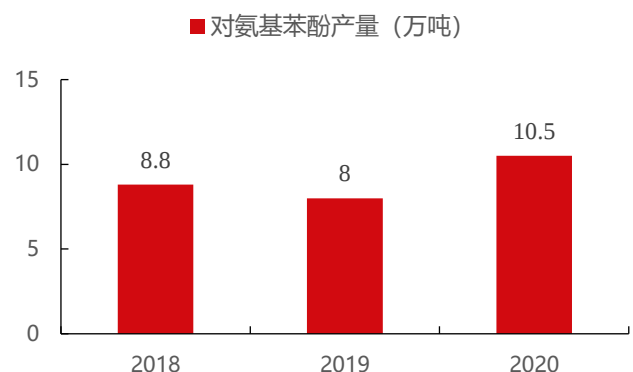
伴随着行业内产能的出清和集中度的提升, 对氨基苯酚行业的产能利用率持续改善, 2019 年对氨基苯酚行业产能利用率已达近 70%。2020 年新冠疫情致感冒药物需求增加, 对氨基苯酚产量提升至 10.5 万吨, 行业产能利用率达到 91.3%。

图表 41: 2020 年对氨基苯酚产能情况



来源: 《硝基氯苯市场现状分析及未来应对策略》, 国联证券研究所

图表 42: 2018-2020 年对氨基苯酚产量情况



来源: 《硝基氯苯市场现状分析及未来应对策略》, 国联证券研究所

2022 年公司收购辽宁世星涉足对氨基苯酚行业。目前公司东至基地拥有 4 万吨/年对氨基苯酚产能在建, 叠加辽宁世星现有产能 1 万吨/年, 待公司投产以后将拥有 5 万吨/年对氨基苯酚产能, 仅次于八一化工, 且公司拥有氯碱-对硝基氯苯-对氨基

苯酚全产业链优势，产品经营稳定性及竞争力较强。对氨基苯酚项目是公司对医药中间体领域的拓展，有望进一步打开公司成长空间。

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1. 盈利预测

核心假设：

1) 农药板块：杀菌剂方面，多菌灵和甲基硫菌灵产销量和价格毛利率保持稳定；2000吨嘧菌酯于23年末投产；除草剂方面，敌草隆盈利稳定、草甘膦价格毛利率略下行，1500吨噁草酮及3000吨环嗪酮技改项目均于23年末投产；杀虫剂方面，1000吨茚虫威和5000吨噻嗪酮均于2022年末投产，23年逐步放量。

2) 精细化工中间体：硝基氯苯二期10万吨产能逐步释放，下游4万吨对氨基苯酚项目于22年年底投产放量。

基于以上核心假设，我们预计公司2022-24年收入分别为79/103/117亿元，对应增速分别为43%/31%/13%，归母净利分别为22/25/28亿元，对应增速分别为50%/14%/13%，EPS分别为3.40/3.86/4.37元/股，3年CAGR为24%。

图表 43：公司营收测算汇总（亿元）

	2021	2022	2023	2024
营业收入合计	5,550	7,923	10,342	11,716
同比增长率	63%	43%	31%	13%
毛利润	2,373	3,381	3,955	4,485
毛利率	42.8%	42.7%	38.2%	38.3%
农药板块				
营业收入	3,361	5,169	6,856	8,084
毛利润	1,231	2,337	2,889	3,407
毛利率	36.6%	45.2%	42.1%	42.1%
精细化工中间体				
营业收入	2,175	2,559	3,169	3,314
毛利润	1,133	946	898	909
毛利率	52.1%	37.0%	28.3%	27.4%
香兰素				
营业收入	-	180	300	300
毛利润	-	85	141	141
毛利率	-	47.0%	47.0%	47.0%
其他业务				

营业收入	14.40	15.84	17.42	19.17
毛利润	4.62	8.71	9.58	10.54
毛利率	67.9%	45.0%	45.0%	45.0%

来源: ifind, 国联证券研究所

5.2. 估值与投资建议

采用 PE 估值法, 2023 年可比公司 PE 平均值为 11.21。考虑到公司全产业链布局不断完善, 产品竞争力和经营稳定性持续提升, 我们给予公司 2023 年 PE 目标值 11 倍, 对应 2023 年目标价格为 42.46 元, 相较于当前股价有 47% 的上涨空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 44: 可比公司估值对比表

股票 代码	证券 简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600486	扬农化工	321.77	103.83	6.94	7.61	8.44	14.96	13.65	12.30
000553	安道麦 A	227.39	9.76	0.48	0.58	0.64	20.14	16.85	15.24
002391	长青股份	45.80	7.05	0.61	0.81	1.01	11.58	8.72	6.95
603077	和邦生物	291.43	3.3	0.54	0.59	0.65	6.14	5.60	5.10
平均值							13.20	11.21	9.90
603599	广信股份	188.42	28.97	3.40	3.86	4.37	8.52	7.51	6.63

来源: Wind, 国联证券研究; 股价为 2022 年 10 月 18 日收盘价; 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

6. 风险提示

1) 在建项目或市场开拓不及预期风险

公司目前有啮菌酯、噁草酮、噻嗪酮等多个在建项目正在建设, 在建产能存在进展不达预期的风险, 而且在建项目投产以后, 新产品的市场推广有一定的不确定性, 存在市场开拓不及预期的风险。

2) 环保成本提高风险

东至基地毗邻长江, 并且香隅化工园曾经被央视公开报道偷排投放事宜。公司的主要产品都有一定的含盐废水排放, 随着环保标准趋严, 含盐废水的处理成本不断增加。

蔡家山基地的燃煤锅炉吨位较小, 难以满足超净排放的要求, 未来可能要逐步切换为天然气。

3) 疫情反复风险

后疫情时代，新冠肺炎疫情在我国呈多点散发态势，疫情的不确定性较强，对公司正常生产、物流运输均有一定的威胁。

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1731	2692	4144	6486	8924
应收账款+票据	388	513	832	1086	1231
预付账款	13	18	24	31	35
存货	764	1405	1657	2330	2637
其他	2298	3084	3118	3150	3168
流动资产合计	5195	7712	9776	13083	15996
长期股权投资	0	0	33	66	99
固定资产	1269	1570	1393	1246	1112
在建工程	357	456	685	834	903
无形资产	210	208	188	167	146
其他非流动资产	337	207	207	206	206
非流动资产合计	2172	2441	2505	2519	2466
资产总计	7366	10153	12281	15601	18462
短期借款	0	361	0	0	0
应付账款+票据	1272	1702	2600	3656	4139
其他	372	1023	884	1184	1341
流动负债合计	1644	3086	3484	4840	5480
长期带息负债	0	2	2	1	1
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	80	106	106	106	106
非流动负债合计	80	108	107	107	106
负债合计	1724	3194	3592	4947	5587
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	465	465	650	650	650
资本公积	2132	2155	2155	2155	2155
留存收益	3045	4340	5884	7849	10070
股东权益合计	5642	6959	8689	10654	12875
负债和股东权益总计	7366	10153	12281	15601	18462

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	589	1479	2212	2512	2839
折旧摊销	229	227	369	419	486
财务费用	-4	-26	-4	-19	-27
存货减少	-154	-641	-252	-673	-308
营运资金变动	-144	-256	148	390	166
其它	175	628	197	619	253
经营活动现金流	692	1411	2671	3249	3409
资本支出	-206	-213	-400	-400	-400
长期投资	501	-723	0	0	0
其他	132	54	21	21	21
投资活动现金流	427	-882	-379	-379	-379
债权融资	-99	363	-362	0	0
股权融资	0	0	186	0	0
其他	-20	-205	-664	-529	-591
筹资活动现金流	-119	159	-839	-529	-592
现金净增加额	970	684	1453	2341	2439

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3402	5550	7923	10342	11716
营业成本	2203	3177	4543	6388	7232
税金及附加	16	18	35	45	51
营业费用	37	54	87	109	141
管理费用	548	736	837	1051	1179
财务费用	-4	-26	-4	-19	-27
资产减值损失	-50	-8	0	0	0
公允价值变动收益	73	83	0	0	0
投资净收益	16	4	33	33	33
其他	20	12	22	22	22
营业利润	661	1683	2481	2823	3196
营业外净收益	9	5	39	39	39
利润总额	670	1688	2520	2862	3235
所得税	81	208	308	350	396
净利润	589	1479	2212	2512	2839
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	589	1479	2212	2512	2839

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	9.39%	63.12%	42.76%	30.53%	13.29%
EBIT	18.91%	149.35%	51.43%	13.03%	12.81%
EBITDA	16.66%	110.88%	52.76%	13.11%	13.19%
归母净利润	16.43%	151.28%	49.50%	13.59%	13.02%
获利能力					
毛利率	35.24%	42.76%	42.67%	38.24%	38.28%
净利率	17.30%	26.66%	27.91%	24.29%	24.23%
ROE	10.43%	21.26%	25.45%	23.58%	22.05%
ROIC	25.55%	69.86%	100.14%	105.94%	127.06%
偿债能力					
资产负债	23.40%	31.46%	29.25%	31.71%	30.26%
流动比率	3.2	2.5	2.8	2.7	2.9
速动比率	2.7	2.0	2.3	2.2	2.4
营运能力					
应收账款周转率	8.8	10.8	9.5	9.5	9.5
存货周转率	2.9	2.3	2.7	2.7	2.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6
每股指标 (元)					
每股收益	0.9	2.3	3.4	3.9	4.4
每股经营现金流	1.1	2.2	4.1	5.0	5.2
每股净资产	8.7	10.7	13.4	16.4	19.8
估值比率					
市盈率	32.0	12.7	8.5	7.5	6.6
市净率	3.3	2.7	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	8.3	7.1	4.3	3.2	2.2
EV/EBIT	11.2	8.0	5.0	3.6	2.5

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2022 年 10 月 18 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层 **上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：0510-82833337 电话：021-38991500

传真：0510-82833217 传真：021-38571373

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层 **深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：010-64285217 电话：0755-82775695

传真：010-64285805