

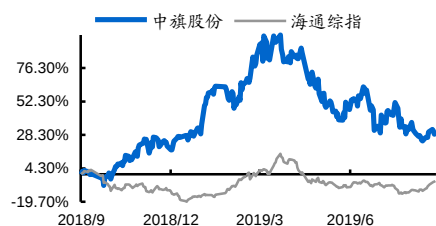
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

09 月 17 日收盘价 (元)	23.70
52 周股价波动 (元)	22.70-71.40
总股本/流通 A 股 (百万股)	132/62
总市值/流通市值 (百万元)	3129/1467

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.1	-4.3	-12.6
相对涨幅 (%)	-8.0	-6.6	-19.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

联系人: 李智

Tel: (021) 23219392

Email: lz11785@htsec.com

国内领先的农药生产企业, 新产品投产带动业绩持续高增长

投资要点:

- 中旗股份: 国内领先的农药生产企业。**中旗股份主营业务为农药及中间体的研发、生产和销售, 产品种类主要为杀虫剂和除草剂原药、制剂及中间体等。公司在氯氟吡氧乙酸、异噁唑草酮、炔草酯、噻虫胺、虱螨脲等细分产品市场上占据领先地位, 近两年通过技术创新、推出新产品, 盈利能力不断增强。
- 下游需求刚性支撑, 市场规模持续增长。**进入 21 世纪之后, 世界农药销售额总体呈现增长趋势。全球作物用农药市场规模从 2004 年的 322.04 亿美元增至 2018 年的 575.61 亿美元, 年复合增长率为 4.24%。农药快讯援引 Phillips McDougall 公司预测结果, 2022 年全球作物用农药销售额将增至 646.26 亿美元, 2018-2022 年复合增长率为 2.94%。
- 全球农药分工明确, 行业产能加速转移。**目前, 全球农药行业分工已经形成, 国际农化巨头拥有技术、品牌、渠道优势, 主要专注于具有新活性成分的农药产品的研发、生产、品牌及销售渠道建设, 以中国为代表的发展中国家日益成为后专利时期农药原药产品的生产基地, 承接其原药和大包装制剂的生产环节。目前中国已经成为全球最大的农药生产和出口国, 2018 年国内农药出口量 995 万吨, 占农药总产量的比例达到 66.78%。
- 深度绑定国际客户, 掌握多项合成技术。**公司是科迪华 (陶氏杜邦农化)、拜耳作物科学、巴斯夫农化、先正达的战略供应商。产品大多销往美国、欧盟、南美、澳洲等国际高端市场, 拥有稳定的长期客户群。此外, 公司十分注重技术的研发, 为国内较早自主掌握氟化、不对称合成和手性技术、相转移催化、氟化等关键性技术的企业。
- 募投项目扩张产能, 新产品市场前景广阔。**公司首发募集资金主要用于年产 400 吨 HPPA 及 600 吨 HPPA-ET 项目、年产 300 吨 98% 氟酰脲原药及年产 300 吨 96% 螺甲螨酯原药项目、年产 500 吨 97% 甲氧咪草烟原药及年产 500 吨 97% 甲咪唑烟酸原药项目。目前项目已于 2019 年 3 月 31 日如期完成, 预计可为公司带来年均 5.13 亿元的销售收入和 1.03 亿元的利润。其他以自有资金投入的项目也按照计划推进。
- 盈利预测与估值区间。**我们预计 2019-2021 年, 公司归母净利润分别为 2.58 亿元、3.33 亿元、4.08 亿元, 对应的 EPS 分别为 1.95 元、2.52 元、3.09 元, 我们给予公司 2019 年 15-18 倍 PE, 对应合理价值区间为 29.25-35.1 元, 给予优于大市评级。
- 风险提示。**原材料供应及价格波动风险、募投项目进度不及预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1295	1650	1994	2449	2899
(+/-)YoY(%)	44.1%	27.4%	20.9%	22.8%	18.4%
净利润(百万元)	117	209	258	333	408
(+/-)YoY(%)	52.1%	78.3%	23.2%	29.1%	22.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.89	1.58	1.95	2.52	3.09
毛利率(%)	21.2%	24.1%	24.6%	25.1%	25.5%
净资产收益率(%)	11.6%	17.5%	17.6%	19.1%	19.4%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目录

1. 中旗股份：国内领先的农药生产企业	5
2. 全球农药行业分工明确，国内集中度有待提升	7
2.1 下游需求刚性支撑，市场规模持续增长	7
2.2 全球农药分工明确，行业产能加速转移	8
2.3 除草剂占农药市场份额最大，杀菌剂占比提升	9
3. 深度绑定国外客户，盈利能力稳中向好	11
3.1 原药为主要盈利来源，内销占比持续增加	11
3.2 产品价格维持高位，盈利能力稳中向好	12
3.3 深度绑定国际客户，掌握多项合成技术	13
4. 募投项目扩张产能，新产品市场前景广阔	14
5. 盈利预测与估值区间	15
6. 风险提示	16
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1 公司 2014-2018 年营业收入、净利润情况	6
图 2 公司 2014-2018 年毛利率、净利率情况	6
图 3 中旗股份 2019 年股权结构	6
图 4 全球 2004-2018 年作物用保护农药行业市场规模	7
图 5 全球人口数量变化	7
图 6 全球 1999-2016 年人均耕地面积变化（公顷）	7
图 7 主要经济作物产量变化	8
图 8 化学农药产业链	8
图 9 农药创制类企业商业模式	9
图 10 2008-2018 年中国农药进出口情况变化	9
图 11 2008-2018 年中国农药出口占比产量情况	9
图 12 2011-2018 年全球农药细分市场销售情况（亿美元）	10
图 13 2011-2018 年全球农药细分市场占比情况	10
图 14 除草剂 2012-2017 年复合增长率变化	10
图 15 杀菌剂 2012-2017 年复合增长率变化	11
图 16 杀虫剂 2012-2017 年复合增长率变化	11
图 17 2018 年公司分产品营收占比情况	12
图 18 2018 年公司分产品毛利占比情况	12
图 19 2013-2018 年公司各地区产品营收情况（万元）	12
图 20 2013-2018 年公司各地区产品毛利情况（万元）	12
图 21 2016-2019 年公司主要除草剂产品价格变化（万元/吨）	13
图 22 2016-2019 年公司主要杀虫剂产品价格变化（万元/吨）	13
图 23 2016-2018 年公司分产品毛利率情况（%）	13
图 24 2014-2018 年公司分地区产品毛利率情况（%）	13

表目录

表 1 公司主要产品及用途.....	5
表 2 公司 2015-2018 年农药生产销售情况	6
表 3 2018 年全球农药巨头销售情况	8
表 4 公司关键技术性能情况	14
表 5 募投资金建设项目	15
表 6 新型农药项目	15
表 7 公司主要产品盈利预测	16
表 8 可比公司估值表	16

1. 中旗股份：国内领先的农药生产企业

中旗股份主营业务为农药及中间体的研发、生产和销售，产品种类主要为杀虫剂和除草剂原药、制剂及中间体等。除草剂主要包括氯氟吡氧乙酸、异噁唑草酮、炔草酯等，杀虫剂主要包括噻虫胺、虱螨脲等。公司在这些细分产品市场上占据领先地位，主要产品技术处于国内、国际先进水平，拥有 9 项省级高新技术产品，38 项专利授权，其中发明专利 17 项。根据中国农药网、农药快讯援引中国农药工业协会发布的全国农药企业销售百强排名，江苏中旗 2017 年、2018 年和 2019 年分别排名第 47 位、第 38 位和第 27 位。

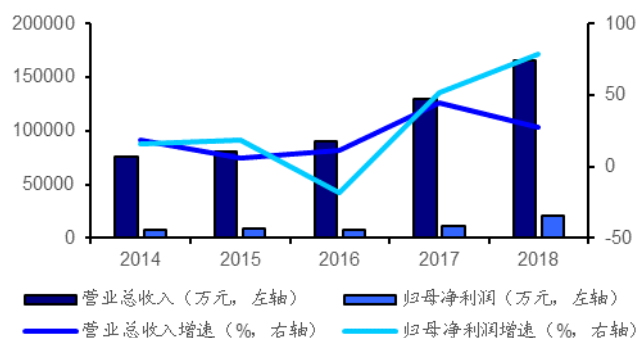
表 1 公司主要产品及用途

产品种类	主要产品	产品用途
除草剂	氯氟吡氧乙酸	一种有机杂环类选择性内吸传导型苗后除草剂，适用于防除小麦、大麦、玉米等禾本科作物田中各种阔叶杂草。氯氟吡氧乙酸具有内吸传导、高效、安全等优点，近几年来在国内得到了广泛的应用，已具有较大的市场份额。
除草剂	精噁唑禾草灵	一种苯氧羧酸类除草剂，可用于多种双子叶作物防除一年生和多年生禾本科杂草，适用作物有大豆、甜菜、亚麻、花生、油菜、马铃薯和蔬菜等，配以安全剂可用于小麦田和稻田。
除草剂	异噁唑草酮	一种用于玉米、甘蔗等旱作物田做土壤处理的有机杂环类选择性内吸型除草剂，杂草吸收了此药之后，通过抑制对羟基苯丙酮双氧酶而破坏叶绿素的形成，导致杂草失绿枯萎。
除草剂	磺草酮	一种防除玉米田阔叶和禾本科杂草的除草剂，其原药或制剂对哺乳动物的经口、经皮或吸入急性毒性均很低，皮肤吸收也低，对使用者很安全。
除草剂	炔草酯	一种苯氧羧酸类手性含氟高效低毒除草剂，对恶性禾本科杂草特别有效，与安全剂以一定比例混合，用于禾谷类作物，对禾本科杂草如鼠尾草、看麦娘、野燕麦、黑麦草、狗尾草等有优异的防效，属于内吸传导性除草剂。
杀虫剂	噻虫胺	一种新烟碱类杀虫剂，是一类高效安全、高选择性的新型杀虫剂。主要用于水稻、蔬菜、果树及其他作物上防治蚜虫、叶蝉、蓟马、飞虱等半翅目、鞘翅目、双翅目和某些鳞翅目类害虫的杀虫剂，具有高效、广谱、用量少、毒性低、药效持效期长、对作物无药害、使用安全、与常规农药无交互抗性等优点，有卓越的内吸和渗透作用，是替代高毒有机磷农药的又一品种。
杀虫剂	虱螨脲	一种具有多重杀卵作用、高效杀虫的全新功能型杀虫剂。对多种作物鳞翅目害虫有高效，特别对夜蛾类害虫如甜菜夜蛾、斜纹夜蛾、棉铃虫等（尤其是有抗性的）有优异的药效。

资料来源：中旗股份招股说明书，海通证券研究所

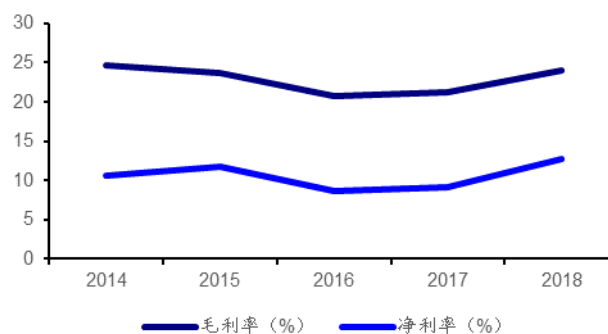
收入规模持续扩张，盈利能力稳步提升。2016-2018 年，公司营业收入分别达 8.98 亿元、12.95 亿元、16.50 亿元，同比增长 11.31%、44.14%、27.4%。归母净利润分别达 7715.93 万元、1.17 亿元、2.09 亿元，同比增长-18.62%、52.06%、78.27%。2016 年业绩下滑主要是受宏观经济增长放缓，全球农化市场总体需求疲软，部分产品价格、毛利率有所下降所致。2017-2018 年公司盈利能力不断增强，系公司通过技术创新，不断推出新产品，开拓新市场，且既有产品市场竞争力较强，市场需求旺盛。

图 1 公司 2014-2018 年营业收入、净利润情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 2 公司 2014-2018 年毛利率、净利率情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

2015-2017 年，公司产品销量分别为 4381.13 吨、5291.01 吨、7282.08 吨，呈逐年上升趋势。2018 年，部分主要原材料供应短缺导致订单未能全部执行，公司销量有所下滑。根据中农立华原药微信公众号，2018 年氯氟吡氧乙酸、炔草酯、虱螨脲等产品价格均价为 18.3 万元/吨、25.8 万元/吨、36.5 万元/吨，较 2017 年分别提升了 62.16%、15.94%、71.77%，带动了毛利率和业绩的增长。

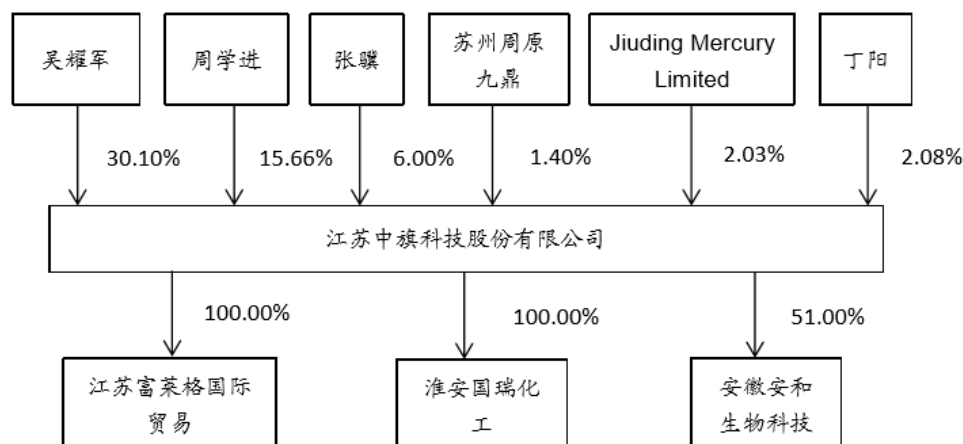
表 2 公司 2015-2018 年农药生产销售情况

	2015	2016	2017	2018
产量 (吨)	4749.88	5358.18	6651.77	6969.68
销量 (吨)	4381.13	5291.01	7282.08	6872.31
氯氟吡氧乙酸 (万元/吨)	11.77	10.6	11.3	18.3
炔草酯 (万元/吨)	22.77	23.2	22.2	25.8
虱螨脲 (万元/吨)	25.58	20.6	21.2	36.5
噻虫胺 (万元/吨)	22.76	15.1	16.8	16.7

资料来源：中旗股份招股说明书、2016 年年报、2017 年年报、2018 年年报，中农立华原药微信公众号，海通证券研究所

公司控股股东、实际控制人是吴耀军、张骥夫妇。截至 2019 年 8 月，控股股东合计持股比例为 36.10%。母公司江苏中旗坐落于南京化学工业园区，是江苏唯一的国家级石化产业基地。淮安国瑞系由江苏中旗于 2012 年 8 月出资设立的全资子公司，位于淮安市盐化新材料产业园区，该园区已被批准为国家火炬盐化工特色产业基地和省级特色园区、特色产业基地、科技园区、农药集中区。

图 3 中旗股份 2019 年股权结构



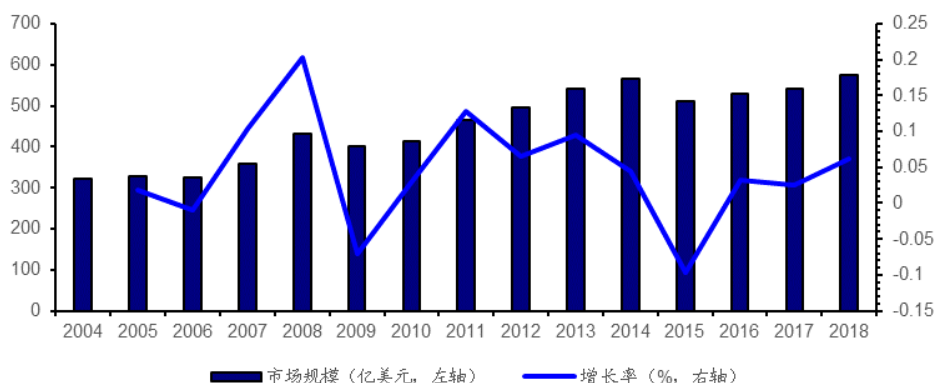
资料来源：中旗股份 2019 年半年度报告，海通证券研究所

2. 全球农药行业分工明确，国内集中度有待提升

2.1 下游需求刚性支撑，市场规模持续增长

全球农药市场规模持续增长。随着农业现代化和农业机械化的逐步推进，20 世纪 60 年代至 90 年代全球农药行业进入了高速发展期，进入 21 世纪之后，世界农药销售额总体仍然呈现增长趋势。农药快讯援引 Phillips McDougall 的统计数据，全球作物用农药市场规模从 2004 年的 322.04 亿美元增至 2018 年的 575.61 亿美元，年复合增长率为 4.24%。据世界农化网，期间 2009 年、2015 年，由于全球经济增速下滑、需求疲软，导致农药市场销售额略有下降，其后市场逐步回暖。农药快讯援引 Phillips McDougall 公司预测结果，2022 年，全球作物用农药销售额将增至 646.26 亿美元，2018-2022 年复合增长率为 2.94%。

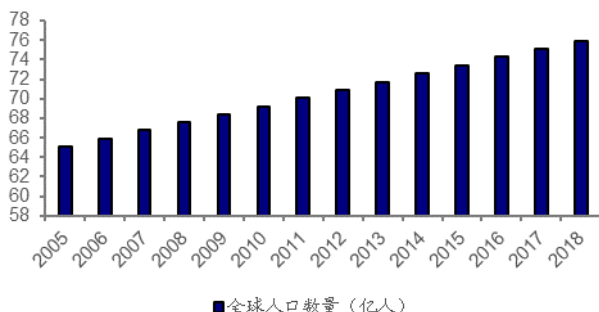
图 4 全球 2004-2018 年作物用保护农药行业市场规模



资料来源：农药快讯，海通证券研究所

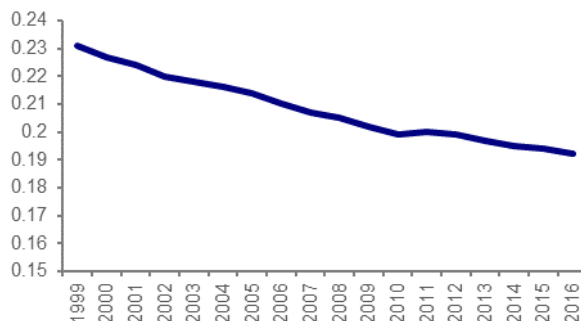
人口增长导致粮食需求不断增加，农药需求整体刚性。2018 年全球人口约为 76 亿，而根据中国新闻网援引联合国《2019 年世界人口展望》的估计，全球人口在 2030 年和 2050 年，将分别达到 85 亿和 97 亿，全球人口的增长将导致粮食需求持续上升。然而受极端天气频发、人口增长、耕地缩减及生物燃料占用农业资源的影响，全球人均耕地面积呈逐步下降的趋势。世界银行援引联合国粮农组织数据显示，1999 年世界人均耕地面积为 0.231 公顷，到 2016 年世界人均耕地面积仅为 0.192 公顷，较 1999 年下降了 16.45%。在耕地面积逐年减少而粮食需求逐年增加的趋势下，提高粮食产量必然要求进一步发挥农药等农资作用，加强农作物病虫害防治及农产品质量安全工作。

图 5 全球人口数量变化



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 6 全球 1999-2016 年人均耕地面积变化（公顷）

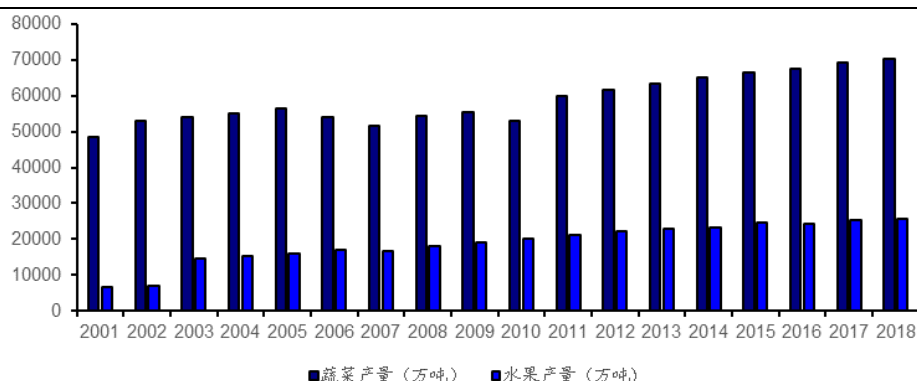


资料来源：世界银行，海通证券研究所

经济作物产量增加带动农药需求增长。国家统计局发布的数据显示，本世纪以来，我国蔬菜水果的产量逐年增长，2001 年蔬菜产量仅为 48422.36 万吨，2018 年蔬菜产量提升至 70346.72 万吨，较 2001 年提高 45.28%；2001 年水果产量为 6658.04 万吨，2018 年水果产量已达 25688.35 万吨，增长率将近 3 倍。根据招股说明书，平均每亩经济作物的农药用药水平比粮食作物高约 5~6 倍，因此经济作物产量的增加将带动农药

需求增长。

图 7 主要经济作物产量变化

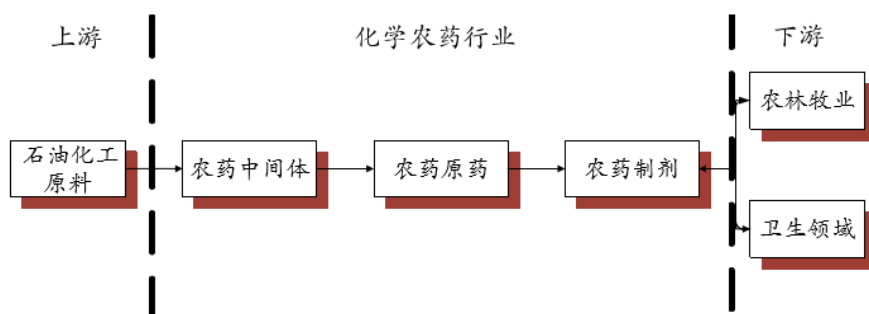


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

2.2 全球农药分工明确，行业产能加速转移

全球农药行业分工明确。化学农药产业链上游为石油化工原料，中游可分为农药研发、中间体合成、农药原药制造、农药制剂制造、农药销售等环节，行业下游为农、林、牧业生产和卫生防疫领域，用于防治病虫害以及调节植物生长、除草、杀菌等。目前，全球农药行业分工已经形成，国际农化巨头拥有技术、品牌、渠道优势，主要专注于具有新活性成分的农药产品的研发、生产、品牌及销售渠道建设，以中国为代表的发展中国家日益成为后专利时期农药原药产品的生产基地。

图 8 化学农药产业链



资料来源：中旗股份招股说明书，海通证券研究所

行业呈现寡头垄断格局。在第一梯队中，先正达、拜耳（孟山都）、巴斯夫、科迪华（陶氏、杜邦）等四大农化巨头遥遥领先，其销售额占据全球 60% 左右的市场份额。该类企业研发能力突出，专利产品优势明显，享受专利产品的高额利润，处于行业领先地位。在第二梯队中，以 ADAMA 为代表的农药仿制型企业，通过购买专利到期农药，凭借低成本优势迅速抢占市场；日本住友化学、曹达等经几十年努力，也形成了相对完善的研发体系。在第三梯队中，我国与印度等发展中国家的大型仿制原药与制剂企业最具有代表性。经多年发展，中国已成为世界化工原料的重要生产基地，为国外跨国制剂企业作配套生产。

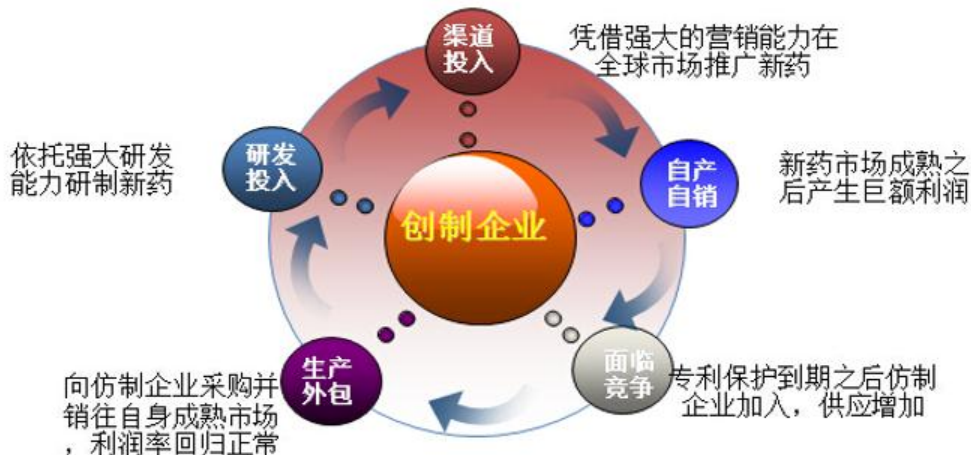
表 3 2018 年全球农药巨头销售情况

排名	公司	销售额 (亿美元)
1	先正达	99.09
2	拜耳作物科学 (孟山都)	96.42
3	巴斯夫	69.17
4	科迪华 (陶氏、杜邦)	64.45

资料来源：巴斯夫 2018 年年度报告，先正达 2018 年年度报告，拜耳作物科学 2018 年年度报告，科迪华 2018 年年度报告，海通证券研究所

跨国巨头拥有强大的研发能力和营销能力，把握创新和销售两端。招股说明书援引 Phillips McDougall 的统计结果，研制一种农药新的活性成分，从开始研发到实现产业化，平均时间需要 9.1 年，研发费用达到 2.1 亿美元。由于农药新品种的研发门槛较高，在专利保护期间利润率极高，因此第一梯队的农药创制企业占据了行业价值链的顶端，其他农药企业很难对创制企业造成威胁。新药专利保护到期之后仿制企业加入，市场供应增加，则创制企业将加工产能转移给仿制企业，向仿制企业采购并销往自身成熟市场。世界农药工业体系中的“第二梯队”，即具备一定技术实力和市场渠道的国际农药企业，他们把业务重点放在非专利农药的生产和销售领域。

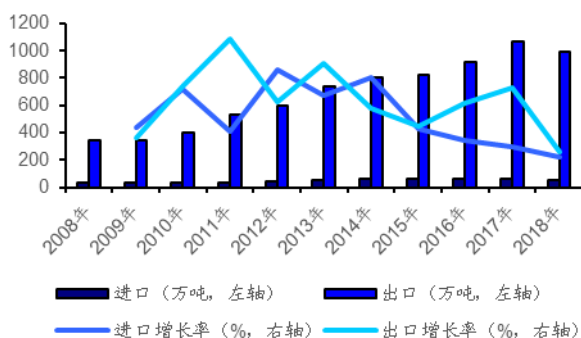
图 9 农药创制类企业商业模式



资料来源：中旗股份招股说明书，海通证券研究所

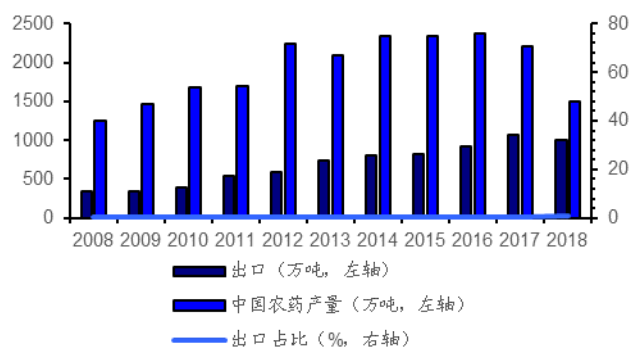
中国依托完善的产业链配套已成为全球农药主要生产基地。中国、印度等新兴市场国家的农药企业依托本国已经完善的基础化工产业链条和较低的生产成本，在全球产业转移过程中主要承接了“第一梯队”和“第二梯队”的原药和大包装制剂的生产环节。经过多年发展，我国已经成为全球最大的农药生产和出口国。据中国农药网，中国农药产品出口到 180 多个国家，市场覆盖东南亚、南美、北美、非洲和欧洲等地区。2018 年中国农药出口量 995 万吨，占国内农药总产量的比例达到 66.78%，2008-2018 年出口复合增长率达 11.16%。我国农药产品出口量持续增长，表明全球农药产业正加速向我国转移。

图 10 2008-2018 年中国农药进出口情况变化



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 11 2008-2018 年中国农药出口占比产量情况



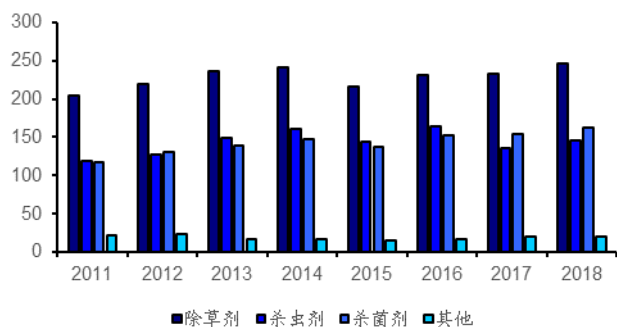
资料来源：WIND，海通证券研究所

2.3 除草剂占农药市场份额最大，杀菌剂占比提升

农药按防治对象和用途大致可分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂及其他等五大类，其中前三类为农药的主要组成类别。根据农药快讯信息网、《农药快讯》《现代农药》石凌波援引 Phillips McDougall、Agranova/Cropnosis 数据，除草剂占农药市场份额最大，2018 年销售额为 246.08 亿美元，占全球作物用农药市场规模约为 40%，2011-2018 年复合增长率为 2.67%。2010 年以来，由于美洲和亚洲地区大豆锈病爆发，促进了杀菌剂的快速增长，杀菌剂占比由 2011 年的 25.42% 上升至 2018 年的

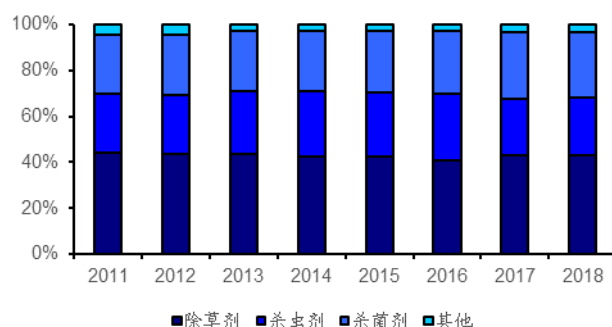
28.35%，2011-2018 年复合增长率达 4.83%。而根据前瞻产业研究院，2015 年以来，由于几个主要农化市场虫害情况较轻，以及欧盟对农药产品的监管行为，尤其是对新烟碱类杀虫剂的监管，导致杀虫剂销售额有所下滑。根据农药快讯信息网、《农药快讯》《现代农药》石凌波援引 Phillips McDougall、Agranova/Cropnosis 数据，至 2018 年全球杀虫剂市场规模仅为 145.49 亿美元，较 2014 年较少 10.01%，占全球农药销售总额的 25.28%。

图 12 2011-2018 年全球农药细分市场销售情况 (亿美元)



资料来源：农药快讯信息网、《农药快讯》《现代农药》石凌波援引 Phillips McDougall、Agranova/Cropnosis，海通证券研究所

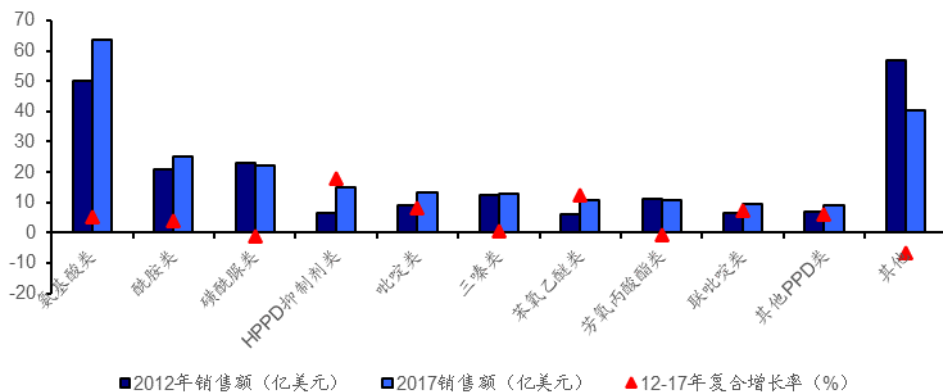
图 13 2011-2018 年全球农药细分市场占比情况



资料来源：农药快讯信息网、《农药快讯》《现代农药》石凌波援引 Phillips McDougall、Agranova/Cropnosis，海通证券研究所

HPPD 抑制剂类和苯氧乙酰类是增长最快的除草剂产品。根据 2017 年前瞻产业研究院数据，全球市场上占比最大的除草剂类别是氨基酸类产品，2017 年氨基酸类除草剂农药产品的销售额为 63.8 亿美元，占除草剂销售总额的 27.46%，2012-2017 年复合增长率达 5%。增速最快的除草剂类别是 HPPD 抑制剂类和苯氧乙酰类，2012-2017 年复合增长率分别为 17.82%和 12.49%。

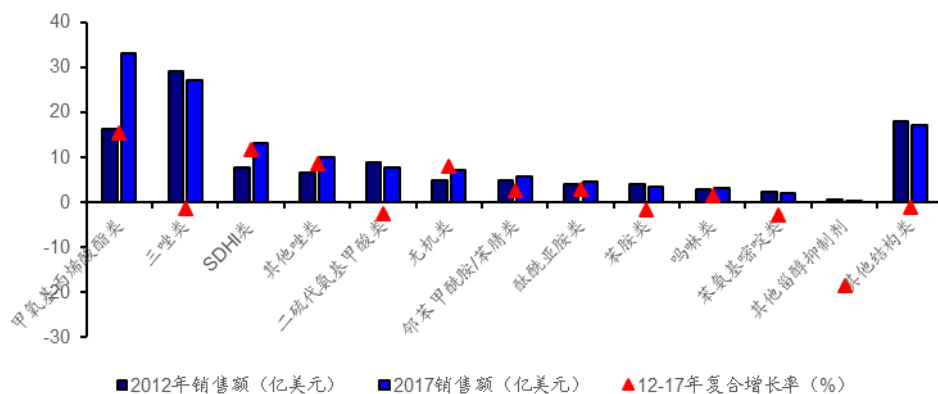
图 14 除草剂 2012-2017 年复合增长率变化



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂增长最快。根据前瞻产业院数据，甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂 2017 年销售额为 33.22 亿美元，占全球杀菌剂销售额的 21.45%，2012-2017 年销售额年均复合增长率为 15.39%，是近年来增速最快的杀菌剂产品。三唑类杀菌剂 2017 年销售额为 27.16 亿元，是全球第二大杀菌剂，但其近年来销售额呈下降趋势，2012-2017 年年均复合增长率为 -1.47%。

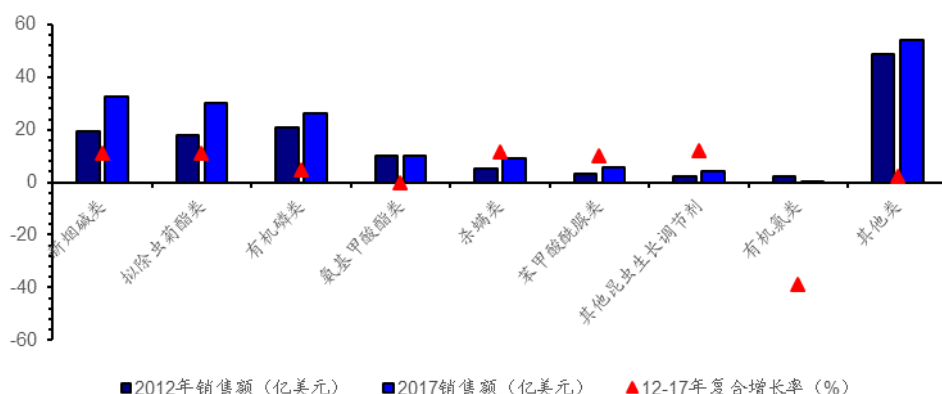
图 15 杀菌剂 2012-2017 年复合增长率变化



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

新烟碱类、拟除虫菊酯类是主流杀虫剂产品，其市场份额占比分别为 24.26%，22.33%。根据前瞻产业研究院数据，2014 年新烟碱类杀虫剂销售额为 33.45 亿美元，但由于 2015 年以来欧盟对其监管加强，近年来销售额有所下滑，2017 年销售额降为 32.8 亿美元，2012-2017 年复合增长率为 11.07%。近年来拟除虫菊酯类杀虫剂市场增速较快，2012-2017 年复合增长率达到 10.98%。

图 16 杀虫剂 2012-2017 年复合增长率变化



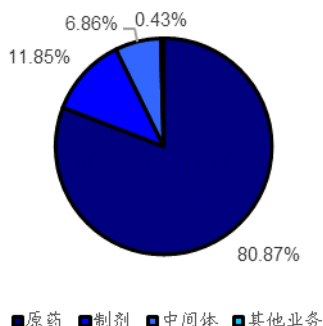
资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

3. 深度绑定国外客户，盈利能力稳中向好

3.1 原药为主要盈利来源，内销占比持续增加

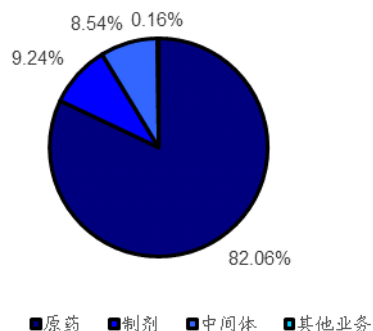
原药是公司主要收入及盈利来源。2018 年，公司原药收入为 13.34 亿元，占营业总收入的比例为 80.87%，2016-2018 年复合增长率高达 43.74%。2018 年原药毛利为 3.26 亿元，占公司总毛利比例为 82.06%，2016-2018 年复合增长率高达 55.57%。2018 年制剂收入为 1.95 亿元，营收占比为 11.85%，毛利占比为 9.24%；中间体业务收入为 1.13 亿元，营收占比为 6.86%，毛利占比为 8.54%。

图 17 2018 年公司分产品营收占比情况



资料来源: WIND, 海通证券研究所

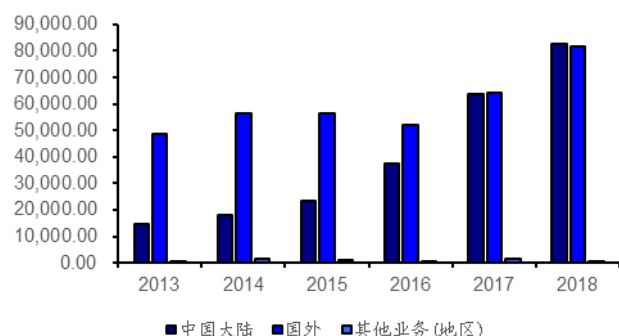
图 18 2018 年公司分产品毛利占比情况



资料来源: WIND, 通证券研究所

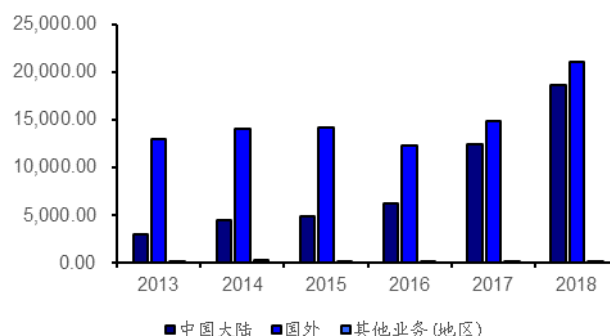
外贸业务是核心盈利来源, 但内销占比持续增加。2013 年公司内销业务收入占比仅为 23.11%, 为了优化产品结构, 实现国际国内市场并举发展, 公司近几年加大了国内市场销售。2013-2018 年, 公司国内产品销售实现了快速增长, 2018 年营收为 8.27 亿元, 复合增长率高达 41.09%, 营收占比达到 50.11%。从公司毛利情况来看, 外贸业务一直高于内销业务, 是公司目前主要盈利来源。且 2014-2018 年国外地区产品毛利率分别为 24.80%、24.98%、23.67%、23.16%、25.75%, 均高于国内。

图 19 2013-2018 年公司各地区产品营收情况 (万元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 20 2013-2018 年公司各地区产品毛利情况 (万元)



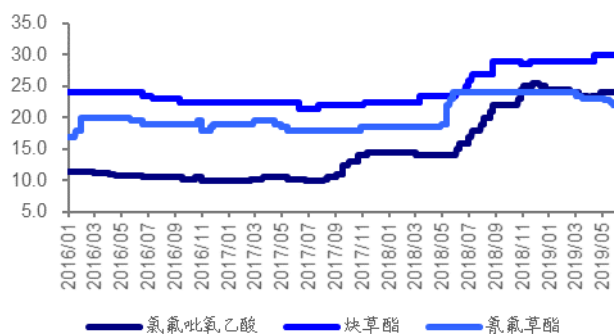
资料来源: WIND, 通证券研究所

3.2 产品价格维持高位, 盈利能力稳中向好

根据农资网(下同), 2017 年农药产品价格出现普涨, 上涨原因一是 2017 年 4 月份、8 月份, 两次中央环保督查, 导致部分农药生产企业开工受限, 货源供应紧张, 导致多数农药产品价格不断上行。二是, 由于上游基础化工原料价格上涨, 推及农药中间体价格不断上行, 导致农药生产企业成本不断增加。从行业集中度来看, 多数产品有效的产能越来越集中在大型生产企业, 尤其是各项环保设施比较健全的企业, 小型落后企业将面临淘汰的可能。

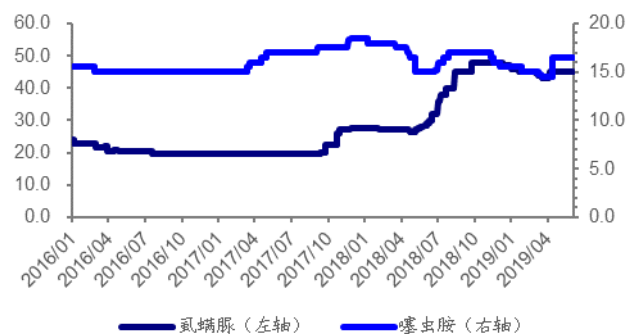
公司主要原药产品氯氟吡氧乙酸、氯氟草酯、精噁唑禾草灵等均为相对小吨位的农药品种, 竞争对手大部分是非上市农药企业, 我们认为环保压力会让很多小企业长期无法开工/负荷维持低位, 因此农药产品价格有望维持高位。根据中农立华原药微信公众号, 氯氟吡氧乙酸、氯氟草酯、炔草酯、虱螨胺等价格从 2016 年底持续上涨, 2018 年末其价格分别为 24.2 万元/吨、24 万元/吨、28.9 万元/吨、47.8 万元/吨, 较 2016 年底分别上涨了 139.35%、27.85%、28.38%、144.87%。

图 21 2016-2019 年公司主要除草剂产品价格变化 (万元/吨)



资料来源：中农立华原药微信公众号，海通证券研究所

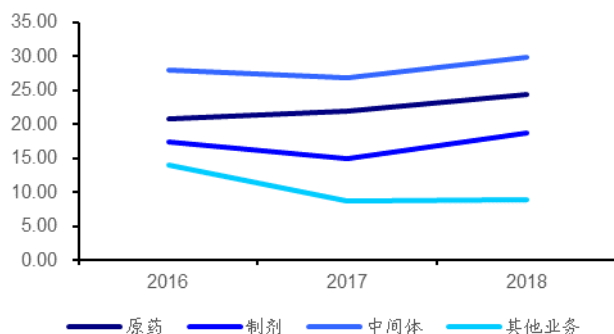
图 22 2016-2019 年公司主要杀虫剂产品价格变化 (万元/吨)



资料来源：中农立华原药微信公众号，海通证券研究所

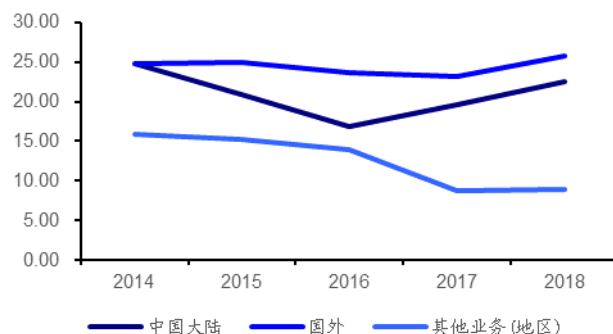
外销盈利能力稳定，总体毛利率稳中有升。公司外销毛利率稳定在 25% 左右，这是因为公司前五大客户主要为国际领先的跨国农药公司，且与公司一直保持长期的良好合作关系。其次，受益于农药产品价格持续上涨，公司 2016-2018 年毛利率分别为 20.77%、21.22%、24.05%，盈利能力稳中向好。

图 23 2016-2018 年公司分产品毛利率情况 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 24 2014-2018 年公司分地区产品毛利率情况 (%)



资料来源：WIND，通证券研究所

3.3 深度绑定国际客户，掌握多项合成技术

公司是科迪华（陶氏杜邦农化）、拜耳作物科学、巴斯夫农化、先正达的战略供应商。产品境外销往六大洲的 50 多个国家和地区，其中大多销往美国、欧盟、南美、澳洲等国际高端市场，拥有稳定的长期客户群。另外，公司还获得了派瑞杰特、沙派克农化、艾克斯博特斯等公司的联合登记证书，作为其相应产品的供应商。通过与这些客户展开合作，共同将公司产品推向国际市场。

公司十分注重技术研发，具有完整产业化能力。公司是国家级高新技术企业，设有省级企业技术中心，并被评定为江苏省重点企业研发机构和省博士后创新实践基地。公司十分注重技术的研发，拥有一支以博士、硕士为主力军的研发队伍，以及良好的技术创新及研发机制，为国内较早自主掌握氟化、不对称合成和手性技术、相转移催化、氨化等关键性技术的企业。公司经过十余年的研发，自主开发了多种合成技术，在此基础上开展了多个产品的小试、中试和大生产，形成了完整的产业化能力。

表 4 公司关键技术性能情况

技术	性能
不对称合成和手性技术	可合成具有某种特定构型的手性农药，合成产品具有收率高、产品光学纯度好、药效高、用量省，对作物和生态环境更安全、相对成本更低等优点
相转移催化技术	使某些用传统方法难以实现的反应顺利进行、反应条件温和、操作简便，改变反应的选择性，抑制副反应而提高收率。
氯化技术	使氯氟吡氧乙酸等产品的制造工艺变得更加简便、安全，废水排放量少，环境友好
氧化技术	包括甲基苯硝酸氧化为苯甲酸技术、吡唑环空气氧化脱氢技术、醇双氧水或氧气氧化为酮技术，该技术主要应用于合成多种农药的关键中间体。
偶联反应技术	使用公司自主开发的高效催化剂进行偶联反应，该技术应用于合成多种醚类农药及其关键中间体。
环化合成技术	吡唑、（异）噁唑酮、三嗪类、咪唑啉酮类等杂环类化合物的环化合成技术，应用于合成多种杂环类农药及关键中间体。
溴化技术	各种苯环以及取代甲基苯环（杂环）的溴化反应技术，应用于合成多种农药及关键中间体。

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

4. 募投项目扩张产能，新产品市场前景广阔

公司首发募集资金主要用于淮安国瑞化工年产 400 吨 HPPA 及 600 吨 HPPA-ET 项目、江苏中旗年产 300 吨 98% 氟酰脲原药及年产 300 吨 96% 螺甲螨酯原药项目、年产 500 吨 97% 甲氧咪草烟原药及年产 500 吨 97% 甲咪唑烟酸原药项目。目前项目已于 2019 年 3 月 31 日如期完成，公司预计可以带来年均 5.13 亿元的销售收入和 1.03 亿元的税后利润。

（1）精恶唑禾草灵扩产，国产化替代空间大。HPPA-ET 是精恶唑禾草灵的中间体，可用于合成精恶唑禾草灵原药产品。精恶唑禾草灵在国际上已应用多年，加入安全剂可用于小麦田，防治几乎所有禾本科杂草。我国小麦播种面积约 3000 万公顷，杂草受害面积达 75% 以上，减产达 15% 左右。因此，公司 2000 年生产的“精恶唑禾草灵+安全剂”凭借优良的性价比，已发展成为我国小麦田除草剂主导产品和替代进口的主导品牌。产品投入市场后可大量替代进口，使公司农药产品的整体竞争力得到提高，并能够获得较好的经济效益，可进一步增强公司实力。据公司测算，年产 400 吨 HPPA 及 600 吨 HPPA-ET 项目投入使用后，年均销售收入可达 1.13 亿元，年均税后利润 3388.48 万元。

（2）甲咪唑烟酸在国内、国际应用广泛，市场前景广阔。甲咪唑烟酸主要应用在花生田和部分甘蔗田，国内方面，花生田主要分布在山东鲁南地区、安徽皖北地区、河南豫南地区、东北辽宁、吉林等。甘蔗种植主要集中在广西、云南、广东等地区，2006 年总的种植面积在 1600 万亩左右；其中广西约 1000 万亩、云南 490 万亩、广东 220 万亩。另外，甲咪唑烟酸国外应用主要分布在巴西、古巴、泰国、墨西哥、澳大利亚、美国、印尼、南非等。随着甘蔗种植面积的不断扩大，甲咪唑烟酸的用量也在逐年增加。甲咪唑烟酸亦可以与其他农药复配使用，随着对其研究的深入，其市场应用也将越来越广阔。公司预测年产 500 吨 97% 甲氧咪草烟原药及年产 500 吨 97% 甲咪唑烟酸原药项目的实施，年均销售收入可达 1.75 亿元，年均税后利润可达 3984.85 万元。

（3）氟酰脲市场规模巨大，国内尚无厂家布局。氟酰脲在 40 多个国家销售，包括巴西、阿根廷、韩国、哥伦比亚、墨西哥、印度、罗马尼亚、波兰、土耳其和以色列。公司氟酰脲项目可行性研究报告援引 MAI 预测结果，该成分的年销售额饱和值可达 1 亿美元。据公司预测，与螺甲螨酯合计可带来年均 2.25 亿元的销售收入和年均 2901.46 万元的税后利润。

（4）螺甲螨酯是一种新型独特杀虫剂，应用前景广泛。螺甲螨酯（spiromesifen）是拜耳作物科学开发的新型螺环季酮酸杀虫杀螨剂，具有新颖的作用方式，通过抑制害虫脂肪生物制备起到杀虫作用，是一种有效防治粉虱和叶螨的新型杀虫、杀螨剂，因此上市后销售额稳定增长。因作用机理独特，与任何其他已商品化的杀虫剂、杀螨剂无交互抗性，故应用前景广阔。

表 5 募投资金建设项目

项目名称	产品	产品种类	具体类型	产能(吨)	总投资额(万元)	拟投入募集资金(万元)	建设期(年)	预定可使用日期	年均销售收入(万元)	年均税后利润(万元)	产区
年产 400 吨 HPPA 及 600 吨 HPPA-ET 项目	炔草酯	除草剂	芳氧苯氧丙酸类	400	10749.47	5744.81	2	2019.3.31	11252.84	3388.48	淮安
	精恶唑禾草灵	除草剂	芳氧苯氧丙酸类	600							
年产 300 吨 98% 氟酰脲原药及年产 300 吨 96% 螺甲螨酯原药项目	98% 氟酰脲	杀虫剂	苯甲酰脲类	300	9712.58	9572.58	2	2019.3.31	22507.82	2901.46	南京
	96% 螺甲螨酯	杀虫剂	杀螨剂	300							
年产 500 吨 97% 甲氧咪草烟原药及年产 500 吨 97% 甲咪唑烟酸原药项目	97% 甲氧咪草烟	除草剂	咪唑啉酮类	500	10373.38	10233.38	2	2019.3.31	17529.13	3984.85	南京
	97% 甲咪唑烟酸	除草剂	咪唑啉酮类	500							

资料来源：募投项目变更公告，项目可行性报告，海通证券研究所

另外，公司 2019 年 3 月 22 日发布了新型农药项目建设投资公告。该项目包括氟草酯等十个原药及相关产品扩建项目和年产 5700 吨农药原药技改项目两个子项目，投资金额合计 10.57 亿元。预计能够为公司带来年均 47.27 亿元的销售收入和 5.33 亿元的利润。

表 6 新型农药项目

项目名称	拟投资金额(万元)	年均销售收入(万元)	年均税后利润(万元)	厂区
氟草酯等十个原药及相关产品	46172	159955	26552	南京
年产 5700 吨农药原药技改项目	59505.54	312781.71	26775.01	淮安

资料来源：新型农药项目建设投资公告，海通证券研究所

5. 盈利预测与估值区间

我们预计 2019-2021 年，公司归母净利润分别为 2.58 亿元、3.33 亿元、4.08 亿元，对应的 EPS 分别为 1.95 元、2.52 元、3.09 元，我们给予公司 2019 年 15-18 倍 PE，对应合理价值区间为 29.25-35.1 元，给予优于大市评级。

盈利假设：

(1) 公司年产 400 吨 HPPA、600 吨 HPPA-ET 项目、300 吨 98% 氟酰脲原药项目、年产 300 吨 96% 螺甲螨酯原药项目、500 吨 97% 甲氧咪草烟原药及年产 500 吨 97% 甲咪唑烟酸原药项目于 2019 年开始进入生产阶段。我们预计，随着公司产能的逐步提升，有望逐步贡献新的增量。

(2) 公司所产农药具有高效低毒的优势，符合环保要求和未来发展趋势，在市场上比较有竞争优势。目前环保形势依旧严峻、落后小产能逐步出清，供给端有望长期维持偏紧态势，因此我们预计原药价格将维持高位，毛利率保持稳定。

表 7 公司主要产品盈利预测

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
除草剂					
收入 (万元)	77449.22	103147.92	126209.09	155090.91	179929.73
成本 (万元)	61063.14	80584.88	96578.18	117773.64	133453.99
毛利率	21.16%	21.87%	23.48%	24.06%	25.83%
杀虫剂					
收入 (万元)	22232.14	30270.00	38727.27	50545.45	63636.36
成本 (万元)	16749.11	20267.90	26623.11	34810.13	45606.59
毛利率	24.66%	33.04%	31.25%	31.13%	28.33%
其他自产					
收入 (万元)	3137.68	3608.34	4149.59	4772.03	5487.83
成本 (万元)	3279.51	3771.44	4337.15	4987.72	5735.88
毛利率	-4.52%	-4.52%	-4.52%	-4.52%	-4.52%
农化贸易产品					
收入 (万元)	25307.38	27252.88	30000.00	34000.00	38000.00
成本 (万元)	19670.74	20031.05	22500.00	25476.20	28500.00
毛利率	22.27%	26.50%	25.00%	25.07%	25.00%
其他业务					
收入 (万元)	1379.64	705.72	347.89	510.27	2862.91
成本 (万元)	1258.25	642.81	318.50	467.05	2610.89
毛利率	8.80%	8.91%	8.45%	8.47%	8.80%
合计					
收入 (万元)	129506.06	164984.86	199433.84	244918.66	289916.83
成本 (万元)	102020.75	125298.08	150356.95	183514.74	215907.35
毛利率	21.22%	24.05%	24.61%	25.07%	25.53%

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 8 可比公司估值表

代码	简称	股价(元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002942	新农股份	25.55	1.38	1.66	1.98	23.93	15.35	12.90
002250	联化科技	12.76	0.04	0.42	0.63	314.10	30.09	20.31
300261	雅本化学	4.45	0.17	0.19	0.30	26.69	23.10	14.91
	平均值					121.57	22.85	16.04

注: 收盘价为 2019 年 9 月 17 日价格

资料来源: WIND, 海通证券研究所

6. 风险提示

原材料供应及价格波动风险、募投项目进度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）					营业总收入	1650	1994	2449	2899
每股收益	1.58	1.95	2.52	3.09	营业成本	1253	1504	1835	2159
每股净资产	9.07	11.08	13.23	15.94	毛利率%	24.1%	24.6%	25.1%	25.5%
每股经营现金流	2.12	2.52	3.31	3.90	营业税金及附加	3	5	5	6
每股股利	0.80	0.38	0.38	0.38	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估（倍）					营业费用	27	31	38	45
P/E	27.02	12.15	9.40	7.66	营业费用率%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
P/B	4.72	2.14	1.79	1.49	管理费用	84	100	122	145
P/S	1.05	1.57	1.28	1.08	管理费用率%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	10.17	7.25	5.86	4.42	EBIT	248	313	396	482
股息率%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	财务费用	5	11	7	2
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.3%	0.5%	0.3%	0.1%
毛利率	24.1%	24.6%	25.1%	25.5%	资产减值损失	-1	1	0	0
净利率	12.7%	12.9%	13.6%	14.1%	投资收益	-1	0	0	0
净资产收益率	17.5%	17.6%	19.1%	19.4%	营业利润	249	307	396	486
资产回报率	9.3%	10.0%	11.2%	11.8%	营业外收支	-1	-1	-1	-1
投资回报率	18.0%	22.4%	22.9%	26.5%	利润总额	247	307	395	485
盈利增长（%）					EBITDA	305	390	482	576
营业收入增长率	27.4%	20.9%	22.8%	18.4%	所得税	38	49	62	77
EBIT 增长率	60.7%	26.3%	26.6%	21.6%	有效所得税率%	15.4%	16.0%	15.8%	15.8%
净利润增长率	78.3%	23.2%	29.1%	22.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	209	258	333	408
资产负债率	46.0%	42.6%	40.8%	38.6%					
流动比率	1.5	1.8	1.7	1.9	资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.1	1.4	1.3	1.5	货币资金	543	802	805	1086
现金比率	0.7	1.0	0.8	1.0	应收账款及应收票据	217	298	356	425
经营效率指标					存货	254	260	317	373
应收账款周转天数	49.8	54.6	53.0	53.5	其它流动资产	121	127	139	151
存货周转天数	62.9	63.1	63.0	63.0	流动资产合计	1136	1487	1617	2035
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.5	3.2	3.3	3.7	固定资产	536	710	776	784
					在建工程	460	260	460	510
					无形资产	65	68	72	75
					非流动资产合计	1102	1080	1350	1411
现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	2238	2567	2966	3446
净利润	209	258	333	408	短期借款	222	222	222	222
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	407	440	535	631
非现金支出	55	78	86	94	预收账款	21	41	45	55
非经营收益	6	28	28	28	其它流动负债	122	131	149	165
营运资金变动	10	-31	-10	-15	流动负债合计	773	835	952	1073
经营活动现金流	280	333	436	515	长期借款	222	222	222	222
资产	-452	-56	-356	-156	其它长期负债	36	36	36	36
投资	-3	0	0	0	非流动负债合计	257	257	257	257
其他	3	0	0	0	负债总计	1030	1093	1209	1331
投资活动现金流	-452	-55	-356	-156	实收资本	73	132	132	132
债权募资	187	0	0	0	普通股股东权益	1197	1463	1746	2104
股权募资	0	59	0	0	少数股东权益	11	11	11	11
其他	-90	-77	-77	-77	负债和所有者权益合计	2238	2567	2966	3446
融资活动现金流	97	-19	-77	-77					
现金净流量	-74	259	3	282					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 17 日

资料来源：公司年报（2018），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 诺普信,茶花股份,联瑞新材,皇马科技,双一科技,利安隆,七彩化学,新洋丰,扬农化工,苏利股份,梅花生物,百傲化学,苏博特,浙江龙盛,雅本化学,坤彩科技,万润股份,国光股份,鲁西化工,光华科技,利民股份,海利尔,黑猫股份,华峰氨纶,圣达生物,安道麦 A,飞凯材料,先达股份,永利股份,石大胜华

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)232154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业		煤炭行业		电力设备及新能源行业	
陈 平(021)23219646	cp9808@htsec.com	李 淼(010)58067998	lm10779@htsec.com	张一弛(021)23219402	zyc9637@htsec.com
尹 岑(021)23154119	yl11569@htsec.com	戴元灿(021)23154146	dyc10422@htsec.com	房 青(021)23219692	fangq@htsec.com
谢 磊(021)23212214	xl10881@htsec.com	吴 杰(021)23154113	wj10521@htsec.com	曾 彪(021)23154148	zb10242@htsec.com
联系人		联系人		徐柏容(021)23219171	
李 智(021)23219392		王 涛(021)23219760		联系人	
				陈佳彬(021)23154513	
基础化工行业		计算机行业		通信行业	
刘 威(0755)82764281	lw10053@htsec.com	郑宏达(021)23219392	zhd10834@htsec.com	朱劲松(010)50949926	zjs10213@htsec.com
刘海荣(021)23154130	lhr10342@htsec.com	杨 林(021)23154174	yl11036@htsec.com	余伟民(010)50949926	ywm11574@htsec.com
张翠翠(021)23214397	zcc11726@htsec.com	鲁 立(021)23154138	ll11383@htsec.com	张峰青(021)23219383	zzq11650@htsec.com
孙维容(021)23219431	swr12178@htsec.com	于成龙 ycl12224@htsec.com		张 戈 01050949962	zy12258@htsec.com
联系人		黄竞晶(021)23154131		联系人	
李 智(021)23219392		洪 琳(021)23154137		杨彤昕 010-56760095	
				ytx12741@htsec.com	
非银行金融行业		交通运输行业		纺织服装行业	
孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com	虞 楠(021)23219382	yun@htsec.com	梁 希(021)23219407	lx11040@htsec.com
何 婷(021)23219634	ht10515@htsec.com	罗月江 (010) 56760091	ljy12399@htsec.com	联系人	
李芳洲(021)23154127	lfz11585@htsec.com	李 轩(021)23154652	lx12671@htsec.com	盛 开(021)23154510	
联系人		联系人		刘 溢(021)23219748	
任广博(021)23154388		李 丹(021)23154401		ly12337@htsec.com	
建筑建材行业		机械行业		钢铁行业	
冯晨阳(021)23212081	fcy10886@htsec.com	余炜超(021)23219816	swc11480@htsec.com	刘彦奇(021)23219391	liuyq@htsec.com
潘莹练(021)23154122	pyl10297@htsec.com	耿 耘(021)23219814	gy10234@htsec.com	刘 璇(0755)82900465	lx11212@htsec.com
申 浩(021)23154114	sh12219@htsec.com	杨 震(021)23154124	yz10334@htsec.com	联系人	
		沈伟杰(021)23219963		周慧琳(021)23154399	
		周 丹 zd12213@htsec.com		zhl11756@htsec.com	
建筑工程行业		农林牧渔行业		食品饮料行业	
杜市伟(0755)82945368	dsw11227@htsec.com	丁 频(021)23219405	dingpin@htsec.com	闻宏伟(010)58067941	whw9587@htsec.com
张欣劼 zxj12156@htsec.com		陈雪丽(021)23219164	cxl9730@htsec.com	唐 宇(021)23219389	
李富华(021)23154134	lfh12225@htsec.com	陈 阳(021)23212041	cy10867@htsec.com	ty11049@htsec.com	
		联系人			
		孟亚琦 myq12354@htsec.com			
军工行业		银行行业		社会服务行业	
蒋 俊(021)23154170	jj11200@htsec.com	孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com	汪立亭(021)23219399	wanglt@htsec.com
刘 磊(010)50949922	ll11322@htsec.com	解巍巍 xww12276@htsec.com		陈扬扬(021)23219671	cyy10636@htsec.com
张恒昶 zhx10170@htsec.com		林加力(021)23214395	lj12245@htsec.com	许樱之 xyz11630@htsec.com	
联系人		谭敏沂(0755)82900489			
张宇轩(021)23154172					
家电行业		造纸轻工行业			
陈子仪(021)23219244	chenzy@htsec.com	衣桢永(021)23212208	zy12003@htsec.com		
李 阳(021)23154382	ly11194@htsec.com	赵 洋(021)23154126	zy10340@htsec.com		
朱默辰(021)23154383	zmc11316@htsec.com				
联系人					
刘 璐(021)23214390					

研究所销售团队

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队	
蔡铁清(0755)82775962	ctq5979@htsec.com	胡雪梅(021)23219385	huxm@htsec.com	殷怡琦(010)58067988	yyq9989@htsec.com
伏财勇(0755)23607963	fcy7498@htsec.com	朱 健(021)23219592	zhuj@htsec.com	郭 楠 010-5806 7936	gn12384@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022	gulj@htsec.com	李唯佳(021)23219384	jiwj@htsec.com	张丽莹(010)58067931	zlx11191@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933	liujj4900@htsec.com	黄 毓(021)23219410	huangyu@htsec.com	杨羽莎(010)58067977	yys10962@htsec.com
王雅清(0755)83254133	wyq10541@htsec.com	漆冠男(021)23219281	qgn10768@htsec.com	杜 飞 df12021@htsec.com	
饶 伟(0755)82775282	rw10588@htsec.com	胡宇欣(021)23154192	hyx10493@htsec.com	张 杨(021)23219442	zy9937@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160		黄 诚(021)23219397	hc10482@htsec.com	何 嘉(010)58067929	hj12311@htsec.com
oymc11039@htsec.com		毛文英(021)23219373	mw10474@htsec.com	李 婕 lj12330@htsec.com	
巩柏舍 gbh11537@htsec.com		马晓男 mxn11376@htsec.com		欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com	
		杨祎昕(021)23212268	yyx10310@htsec.com	郭金鑫 gjy12727@htsec.com	
		张思宇 zsy11797@htsec.com			
		王朝领 wcl11854@htsec.com			
		邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com			
		李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com			

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：（021）23219000

传真：（021）23219392

网址：www.htsec.com