



中信证券研究部



袁健聪  
首席新材料分析师  
S1010517080005



王喆  
首席石油石化  
分析师  
S1010513110001

核心观点

公司旗下海华科技主要从事医药、染料、农药中间体生产，技术竞争力强。未来随着百里香酚、L-薄荷醇产线建成，形成“甲苯—氯化甲苯—间甲酚—百里香酚—L-薄荷醇”核心产业链，公司业绩料将迎来爆发式增长，预计2020~2022年净利润增速分别为62%/59%/39%。我们认为公司未来一年的合理市值在180亿元，给予目标价21元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **收购海华进入新航道，业绩大超预期。**公司主要从事化肥、化工和农药产品业务，主营业务稳定增长。2019年8月，公司收购海华科技100%股份，切入医药、农药、染料中间体生产及香精香料领域，2019/2020H1海华科技实现净利润1.37/1.28亿元，同比+118.56%/+117.22%，均大幅超额完成业绩目标。

■ **深耕多年技术优势明显，产能领先打造细分领域龙头。**海华科技技术积累足，产线竞争力强，氯甲苯精馏技术、食品级BHT生产技术、百里香酚提纯技术三大技术国内领先，甲醚系列、甲基苯酚系列、氯甲苯系列、香精香料系列四大系列产品线国内独有。产能方面，海华各主要产品产能及年产量位居细分市场领先地位，对(邻)氨基苯甲醚/间氯苯胺产能分别占市场总量的60%/80%，间甲酚产能国内领先，L-薄荷醇建成后将成为国内首家薄荷醇生产企业，打破国外垄断局面。

■ **募投项目促多赛道并行发展，消费属性逐渐强化。**2020年5月，公司增资用于1000吨/年百里香酚以及3000吨/年薄荷醇项目，大幅提升业绩的同时，形成三大核心产品：间甲酚、百里香酚、薄荷醇。百里香酚、L-薄荷醇产线预计建成后将分别贡献业绩1.68(除去自用部分)/3.4亿元。1) **间甲酚**：2018年全国消费量1.39亿吨，同比+14%(17年+0.1%)，受益于维生素E、香料产品需求提升以及反倾销调查，预计国内市场将进入快速增长期，未来5年CAGR保持15%左右；2) **百里香酚**：2019年全球市场在9500万美元，受益于“饲料禁抗”，预计50%的饲料添加剂增量来自国内，叠加下游香料市场崛起，预计国内市场将跟随上下游大幅增长，未来5年CAGR10%左右；3) **L-薄荷醇**：目前是全球最大的香料产品，2019年全球需求4万吨，预计未来5年CAGR10%，合成抗艾滋药拉米夫定、电子烟香料市场预计将成为需求提升的主增长点。

■ **农资行业整合加速，公司业绩持续向好。**公司农资业务过去三年利润稳定提升：依托“配送中心+加盟店+农村新型经营主体”，业务遍及国内17个省区及60多个国家。未来随着农资行业内部加速优化整合，料公司在农资市场份额将稳步提升。

■ **风险因素**：新业务进展不及预期，竞争加剧超预期、原材料价格上涨。

■ **投资建议**：公司农资产品收入稳定、新业务扩张迅速，我们预计公司2020~2022年归母净利润为3.12/4.97/6.91亿元，对应EPS预测为0.36/0.58/0.81元。采用分部估值法，给予存量板块17倍PE，给予新业务板块42倍PE，我们认为公司未来合理市值为180亿元，对应目标价21元，首次覆盖给予“买入”评级。

辉隆股份	002556
评级	买入(首次)
当前价	8.69元
目标价	21.0元
总股本	857百万股
流通股本	716百万股
52周最高/最低价	9.38/4.77元
近1月绝对涨幅	-2.69%
近6月绝对涨幅	-8.90%
近12月绝对涨幅	29.13%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,827.14	18,626.08	19,143.67	20,125.56	20,515.66
营业收入增长率	17%	11%	3%	5%	2%
净利润(百万元)	138.54	193.45	312.43	497.15	690.88
净利润增长率	1%	40%	62%	59%	39%
每股收益EPS(基本)(元)	0.19	0.23	0.36	0.58	0.81
毛利率%	5%	5%	5%	7%	8%
净资产收益率ROE%	5.82%	7.51%	10.67%	15.05%	18.19%
每股净资产(元)	2.78	3.01	3.42	3.86	4.43
PE	46	38	24	15	11
PB	3	3	3	2	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年9月16日收盘价

## 目录

收购海华迎新机遇，新建产线未来可期 .....	1
海华科技：技术优势领先，积极布局下游产线 .....	5
四大核心产线，打造精细化工龙头企业 .....	5
立足核心技术，产线竞争力全国领先 .....	6
三大主力产品，覆盖医药、农药、香料中间体 .....	8
间甲酚：医药、香料中间体，国产化进程加速中 .....	8
百里香酚：“饲料禁抗”促需求激增 .....	12
L-薄荷醇：海外供给为主，拉米夫定、电子烟或需求或迎来爆发 .....	13
农资板块：地区农资流动龙头，未来经营稳定 .....	16
科技服务为核，终端网络为基 .....	17
出口税率利好农资板块，未来业绩将继续保持稳定增长 .....	17
风险因素 .....	18
盈利预测、估值及投资评级 .....	19
主要产品产销量假设 .....	19
公司主要财务指标及预测 .....	19
估值及投资评级 .....	20

## 插图目录

图 1：辉隆股份历史沿革及大事件 .....	1
图 2：辉隆股份股权结构 .....	2
图 3：2017-2020 年 H1 公司营业总收入 .....	2
图 4：2017-2020 年 H1 公司归母净利润 .....	2
图 5：2017~2020Q1 海华科技营业收入走势 .....	4
图 6：2017~2020Q1 海华科技净利润走势 .....	4
图 7：甲醚系列产品产能（一分厂） .....	5
图 8：甲基苯酚、氯甲苯系列、香精香料系列产品（二分厂） .....	5
图 9：甲醚系列的生产工艺 .....	7
图 10：氯甲苯、甲基苯酚系列之一的生产工艺（粗体为产品） .....	7
图 11：甲基苯酚系列生产工艺之二（粗体为产品） .....	8
图 12：L-薄荷醇系列生产工艺（粗体为产品） .....	8
图 13：间甲酚下游需求结构 .....	9
图 14：2016~2018 中国间甲酚表观消费量 .....	9
图 15：2017Q3-2020Q2 农药原药产量及同比 .....	9
图 16：以间甲酚为原料的 VE 产能占比 .....	10
图 17：2000~2020 维生素 E 净出口金额&数量 .....	10
图 18：国产维生素 E 粉（50%）市场报价 .....	10
图 19：2000~2020 维生素 E 净出口金额&数量 .....	10
图 20：全球间甲酚竞争格局 .....	11
图 21：2016~2020 间甲酚进出口数量变化 .....	11
图 22：间甲酚进口单价走势图 .....	11
图 23：2013-2019 年我国饲料添加剂产量 .....	13
图 24：未来 5 年百里香酚市场规模 .....	13
图 25：拉米夫定合成路线 .....	14
图 26：L-薄荷醇产量生产方法占比 .....	15
图 27：L-薄荷醇化学合成法产能分布 .....	15
图 28：2016Q3-2020H1 年国内薄荷醇进口量 .....	15
图 29：2017-2020 年 H1 公司农资产品营业收入 .....	16
图 30：2017-2020 年 H1 公司农资产品营业收入占比 .....	16
图 31：2016Q3-2020H1 公司农资板块毛利率 .....	16
图 32：辉隆连锁安徽省网络分布图 .....	17
图 33：辉隆连锁全国布局 .....	17
图 34：2017-2020 年尿素出口金额 .....	18
图 35：2017-2020 年磷酸氢二铵出口金额 .....	18
图 36：公司出口退税情况 .....	18

## 表格目录

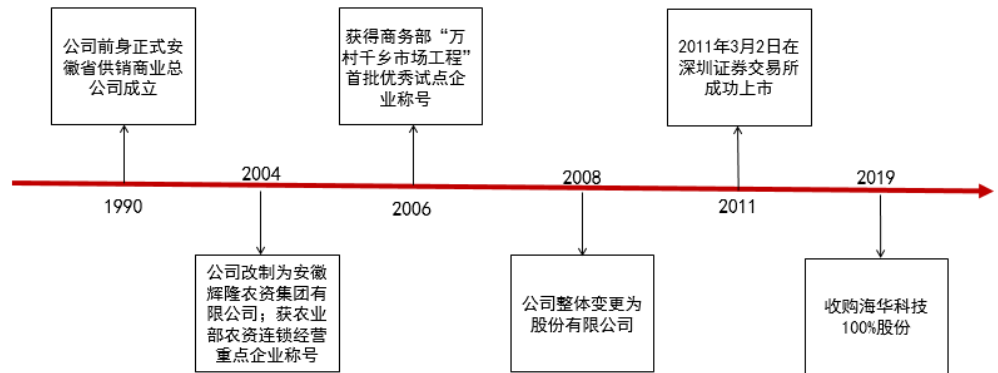
表 1：海华科技产品介绍 .....	6
表 2：L-薄荷醇合成路线 .....	15
表 3：主要财务指标预测 .....	19
表 4：可比公司估值情况 .....	20

## ■ 收购海华迎新机遇，新建产线未来可期

### 收购海华科技，切入新航道

**历史沿革：**安徽辉隆农资集团股份有限公司（简称“辉隆股份”），1990年7月4日建立公司前身——安徽省供销商业总公司。2008年11月公司整体变更为股份有限公司，2011年3月2日在深圳证券交易所上市。

图 1：辉隆股份历史沿革及大事件

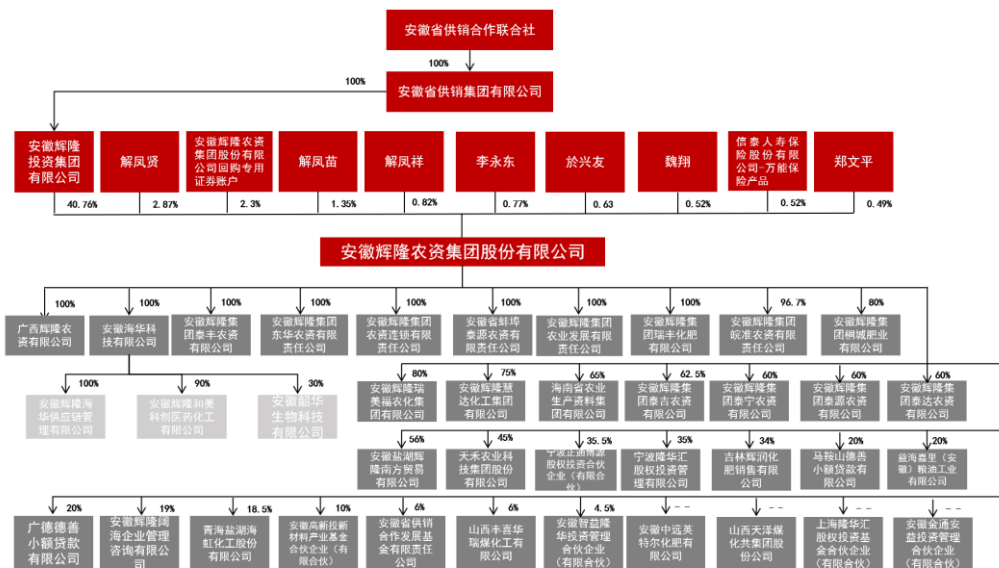


资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

**主营业务：**目前公司主要从事化肥、化工和农药产品的内外贸分销业务，自主品牌复合肥和农药的生产与销售以及精细化工产品生产和销售。拥有辉隆商业、辉隆工业、辉隆农业、辉隆投融资四大板块业务。

**股权结构：**截至 2020H1，辉隆投资持有公司 40.76% 的股份，为公司的控股股东，安徽省供销合作联社通过安徽省供销集团有限公司持有公司 40.76% 的股份，为公司实际控制人。截至 2020H1，公司拥有广西辉隆、海华科技、辉隆瑞丰等 11 家控股子公司。

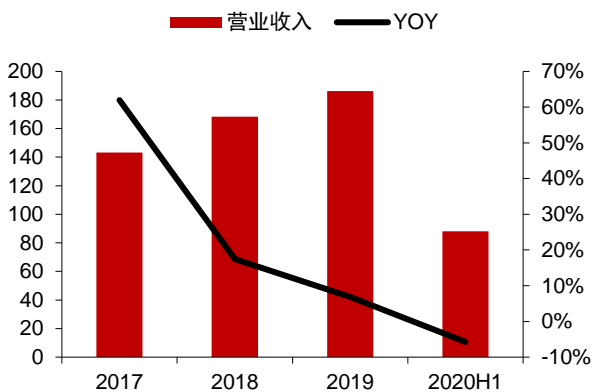
图 2：辉隆股份股权结构



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

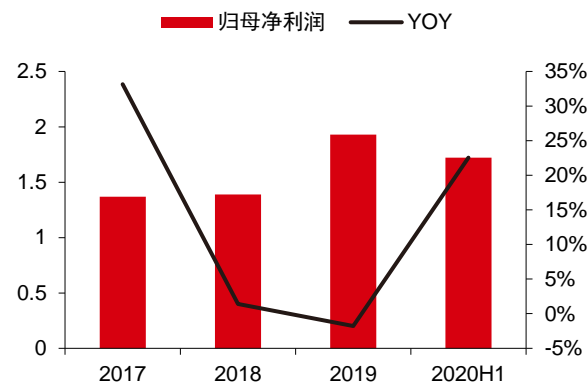
**营业收入与净利润：**2017-2019 年公司实现营收分别为 143.3/168.3/186.3 亿元，同比增长分别为 61.96%/17.43%/6.82%，公司 2017-2019 年实现归母净利 1.37/1.39（调整后为 1.96）/1.93 亿元，同比分别+33.15% /+1.41%（-1.78%调整后）；2020 年上半年公司实现营收 88 亿元，同比减少 5.73%，归母净利 1.72 亿元，同比增长 22.54%。

图 3：2017-2020 年 H1 公司营业总收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

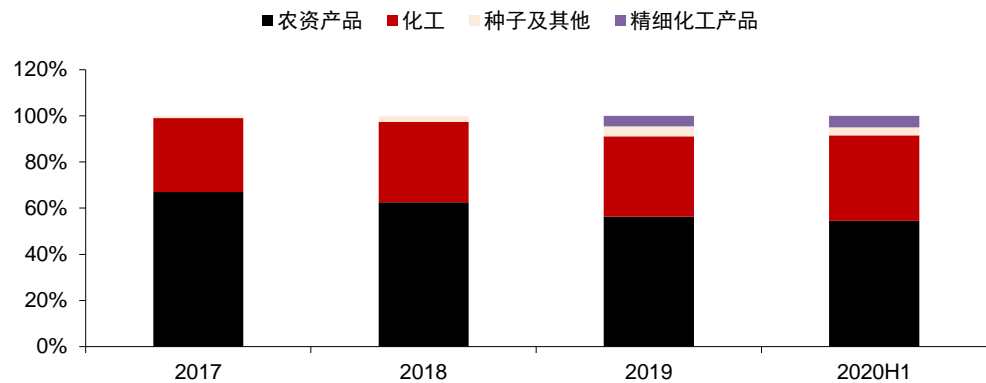
图 4：2017-2020 年 H1 公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**业务占比：**营业收入按产品分类，主要分为农资产品、化工、精细化工产品和种子及其他。其中农资产品连年营收占比最大，但占比呈下降趋势；种子及其他虽占比最小，但逐年稳定增长；2019 年新增业务精细化工产品占比稳定增长，并超过了种子及其他产品占比；化工产品占比第二，处于稳步增长阶段。

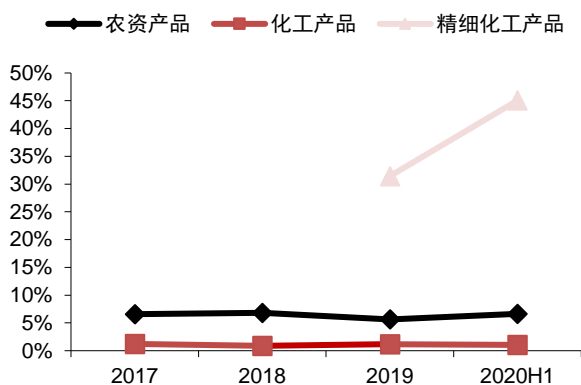
图 5：2017-2020 年 H1 公司各产品收入占比



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

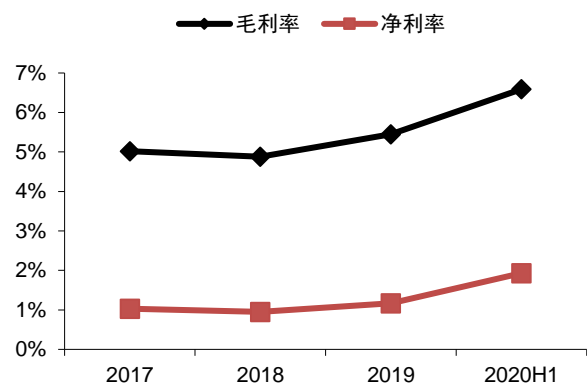
**毛利率及净利率：**公司近三年毛利率与净利率呈稳定增长态势。三年内公司各业务中农资产品和化工产品毛利率保持稳定，2019 年新增精细化工产品毛利率增长幅度较大，系公司收购所致。

图 6：2017-2020 年 H1 公司各业务毛利率——按产品分类



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：2017-2020 年 H1 公司毛利率/净利率

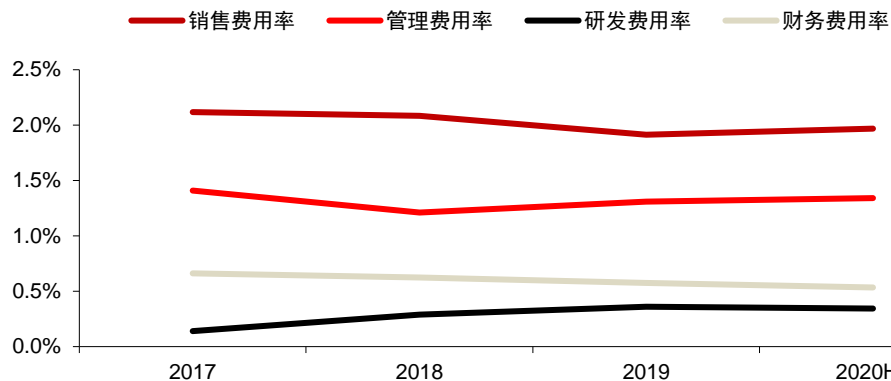


资料来源：Wind，中信证券研究部

**费率情况：**从费用控制的角度来看，2017 至 2020 年 H1 公司的三项费用发展趋势保持平衡状态，其中销售和财务费率略有下降。研发投入处于较为缓慢增长的态势。



图 8: 2017-2020 年 H1 公司费率情况



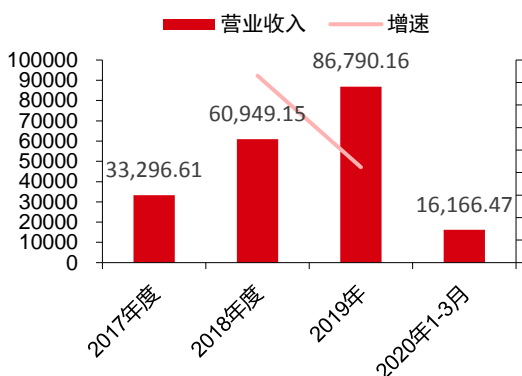
资料来源: 公司公告, Wind, 中信证券研究部

**收购海华科技 100% 股权, 正式切入精细化工领域。**2019 年 8 月中旬, 辉隆股份公告拟通过发行股份、可转债及支付现金方式收购海华科技 100% 股权, 最终交易价格确定为 8.28 亿元。交易对方作出业绩承诺, 2019 年~2021 年标的公司实现归母净利润(扣非前后孰低)分别不低于 8000 万元、8210 万元和 8780 万元。2019 年, 公司向辉隆投资、蚌埠隆海以及解凤贤、解凤苗、解凤祥等 40 名自然人发行股份、可转换公司债券及支付现金购买其持有的海华科技 100% 股权, 海华科技已于 2019 年 12 月 31 日正式并表。

海华科技经营业务主要包括 3, 4--二氯硝基苯、对(邻)氨基苯甲醚、间氯苯胺、盐酸、邻甲酚、间甲酚、对甲酚、食品添加剂、L-薄荷醇的生产、销售, 产品广泛应用于医药、农药、食品添加剂、日用化学品等行业。2013 年, 公司被评为高新技术企业。

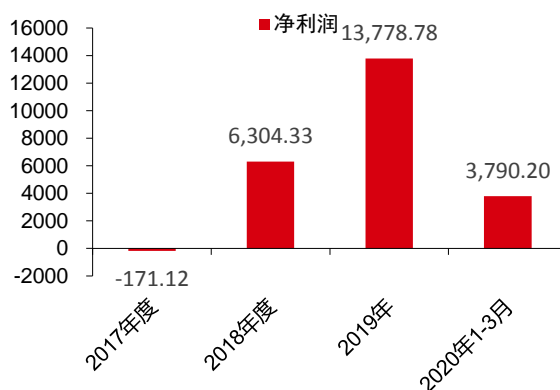
2017~2019 年海华科技营业收入分别为 33297/60949/86790 万元, 实现净利润 -171/6304/13778 万元, 受益于产品产量提升、技术壁垒高, 利润、利润率持续提升。

图 5: 2017~2020Q1 海华科技营业收入走势



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 6: 2017~2020Q1 海华科技净利润走势



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部



**新建百里香酚、薄荷醇，产业链持续向下拓展。**2020年5月，公司使用募集资金2.77亿元向海华科技进行增资，用于1000吨/年百里香酚项目以及3000吨/年薄荷醇项目，符合公司以“甲苯—氯化甲苯—间甲酚—L-薄荷醇”为核心产业链逻辑。公司通过此次增发，逐步向下游延伸拓展。

## ■ 海华科技：技术优势领先，积极布局下游产线

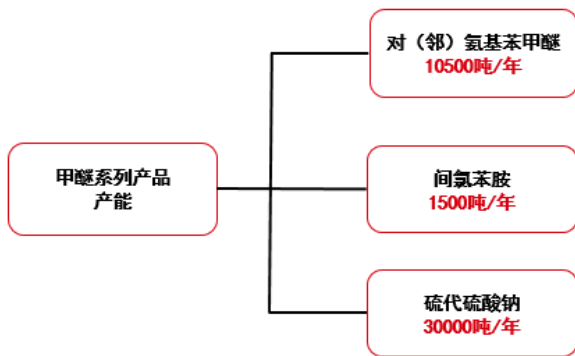
### 四大核心产线，打造精细化工龙头企业

目前，海华科技生产一分厂、生产二分厂两个厂区未来共有**四条主要产品线**：**甲醚系列产品、甲基苯酚系列产品、氯苯酚系列产品以及香精香料产品**。其中甲醚系列产品主要包括：10500吨/年对（邻）氨基苯甲醚、1500吨/年间氯苯胺、30000吨/年硫代硫酸钠（大苏打）；**氯甲苯系列产品**包括：800吨/年次氯酸钠、1.4万吨/年对氯甲苯、1.6万吨/年邻氯甲苯、38000吨/年盐酸；**甲基苯酚系列产品**主要包含：4000吨/年邻甲酚、10000吨/年间甲酚、1100吨/年对甲酚、8000吨/年BHT。在建的**香精香料系列产品**包括：1000吨/年百里香酚、3000吨/年薄荷醇。

未来随着香精香料系列产品投建，海华科技将形成以甲醚系列、甲基苯酚系列、氯甲苯系列、香精香料系列为四大核心主打产品系列的精细化工生产龙头企业。

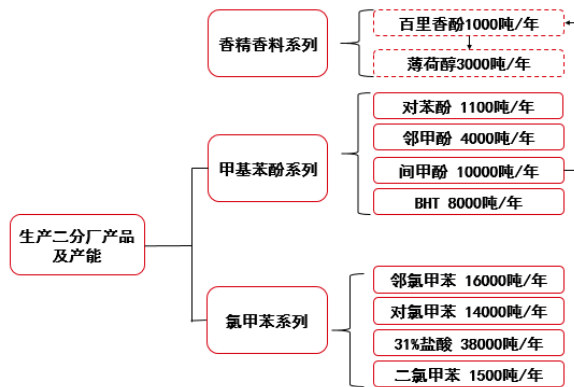
甲醚甲酚两大主线，未来向下延伸。

图 7：甲醚系列产品产能（一分厂）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：甲基苯酚、氯甲苯系列、香精香料系列产品（二分厂）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

截至目前，海华科技的主要产品 3,4-二氯硝基苯、对（邻）氨基苯甲醚、间氯苯胺、盐酸、甲酚、次氯酸钠、甲苯、乙醇、硫代硫酸钠、二甲苯基醚、食品添加剂（2,6-二叔丁基对甲酚（BHT）、克利西丁、百里香酚、L-薄荷醇等，产品广泛应用于医药、农药、食品添加剂、日用化学品等行业。

表 1：海华科技产品介绍

系列	产品	用途
甲醚系列产品 (生产一分厂)	邻氨基苯甲醚	<b>医药和染料的中间体。</b> 用于制取偶氮染料、冰染染料及色酚 AS-OL 等染料以及愈创木酚、安痢平等医药。也用于食品工业制取香兰素等。用作测定汞的络合指示剂，偶氮染料中间体及杀菌剂，染料、香料及医药中间体
	对氨基苯甲醚	<b>染料、农药中间体。</b> 主要用于制取还原物、阳离子染料、制取冰染染料；是枣红色基 GP、蓝色盐 VB、色酚 AS-RL、色酚 AS-SG、C.I.分散蓝 79 等染料和消炎痛、阿的平、伯喹等医药的中间体
	间氯苯胺	<b>染料、农药、医药的中间体，</b> 其盐酸盐为冰染染料色基，主要用于棉、麻、粘胶织物的染色和印花的显色剂，在医药上可制氯丙嗪、磷酸氯喹等。也可制杀虫剂等
	硫代硫酸钠	<b>主要用作定影剂；</b> 纺织、化纤除氯剂；医药上的洗涤剂、消毒剂；食品螯合剂、抗氧化剂；杀虫单、双；减水剂
氯甲苯系列产品 (生产二分厂)	邻氯甲苯	用于有机合成，制备 <b>染料、医药、农药等有机合成的中间体。</b> 如生产医药“克霉唑”、农药“灭幼脲”、“螨死净”，染料“CI·酸性艳蓝”等，也作橡胶、合成树脂的溶剂
	对氯甲苯	用于生产对氯次苄基三氯、对氯苄基氯、对氯苯甲醛（用作染料和医药中间体）、对氯苯甲酰氯（医药消炎痛的中间体）、对氯苯甲酸（染料和纺织整理剂的原料）等。对氯甲苯也是制造氰戊菊酯、多效唑、烯效唑和氟乐灵、禾草丹、杀草隆等农药的中间体
甲基苯酚系列产品 (生产三分厂)	苯酚	<b>生产某些树脂（如酚醛树脂）、杀菌剂、防腐剂以及药物（如阿司匹林）的重要原料</b>
	邻甲酚	<b>用作合成树脂，</b> 还可用于制作 <b>农药二甲四氯除草剂、医药上的消毒剂、香料和化学试剂及抗氧化剂</b> 等，其下游产品主要有合成树脂邻甲酚酚醛树脂、邻甲基水杨酸等。此外还可用于癸二酸生产的稀释剂、消毒剂以及增塑剂等
	间甲酚	主要用作农药中间体（生产杀虫剂杀螟松、倍硫磷、速灭威、二氯苯醚菊酯）；医药中间体（维生素 E）以及香料中间体（百里香酚、薄荷醇等）
	二甲苯基醚	广泛用于石油精练及后道产品加工、化工及精细化工、染料合成、农药合成、医药中间体、高分子材料、合成树脂、余热回收及供暖等诸多加热领域，也可以用于诸多冷却系统和用作良好的高温溶剂油
	BHT	在食品级塑料和包装食品中 <b>作为食品抗氧化剂、稳定剂</b> 能延迟食物的酸败。也可以用于聚乙烯(PE)、聚苯乙烯(PS)、PP(聚丙烯)、聚氯乙烯、ABS 树脂、聚酯、纤维素树脂和泡沫塑料（尤其是白色或浅色制品）、食品级塑料、天然橡胶、合成橡胶（丁苯、丁腈、聚氨酯、顺丁橡胶等）、动植物油脂以及含动植物油脂的食品、化妆品等产品中
	百里香酚	<b>用于配制止咳糖浆、椒样薄荷口香糖和辛香料等香精。</b> 用于香料、药物和指示剂等，也常用于皮肤霉菌和癣症检定氨、锑、砷、钛、硝酸盐和亚硝酸盐；测定氨、钛和硫酸盐；香料；防腐剂；驱虫剂
	L-薄荷醇	薄荷脑和消旋薄荷脑均可用作 <b>牙膏、香水、饮料和糖果等的赋香剂。</b> 在 <b>医药上用作刺激剂</b> ，作用于皮肤或粘膜，有清凉止痒作用；内服可作为驱风药，用于头痛及鼻、咽、喉炎症等。其酯用于香料和药物

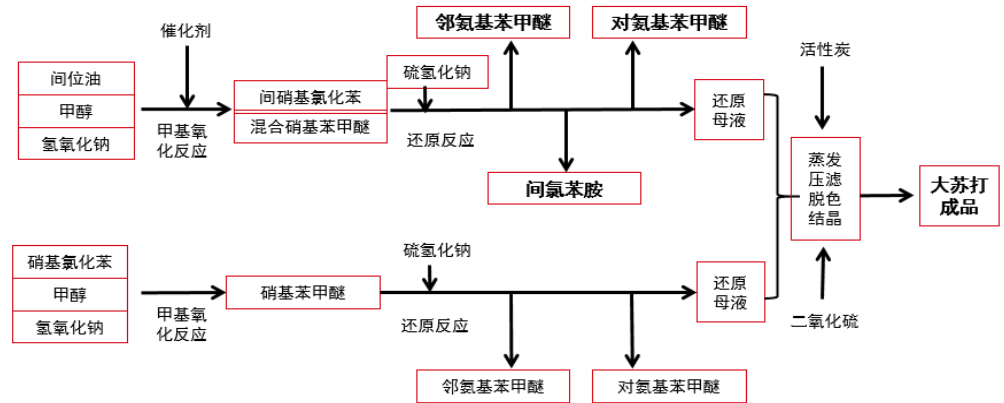
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 立足核心技术，产线竞争力全国领先

甲醚系列产品目前主要包括邻氨基苯甲醚、对氨基苯甲醚、间氯苯胺、大苏打。产线优势主要为：①海华科技生产连续化能力强，自动化水平高，且海华科技未来计划进一步升级相关产线，做到一键式启动；②间氯苯胺生产工艺为海华科技自主研发专利，产线竞争力全国领先。

由于甲醚系列产品下游扩展性很强，我们认为公司未来会持续进行资本开支。

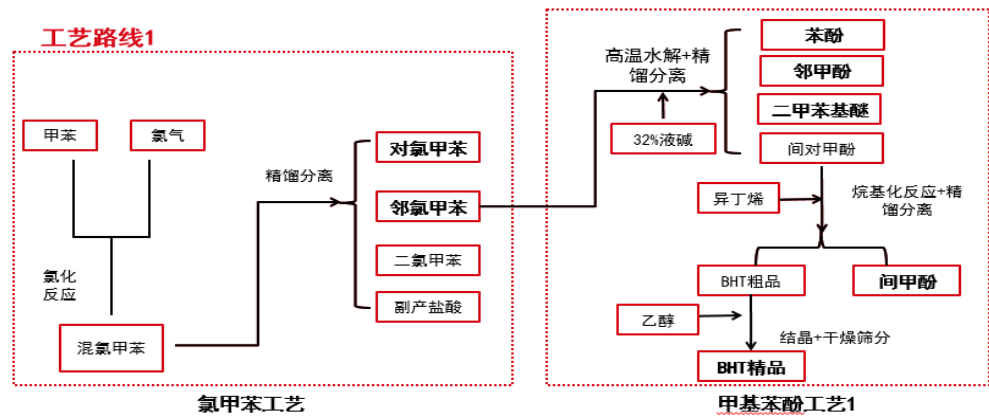
图 9: 甲醚系列的生产工艺



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

氯甲苯系列产品目前主要包括邻氯甲苯、对氯甲苯、盐酸等。产线技术优势主要为：  
①海华科技氯化反应采用连续生产、与同规格设备相比，产能高出 30%；②全自动化控制，参数实时监控；③氯化反应建立 SIS 控制系统，保障紧急情况的安全停车。

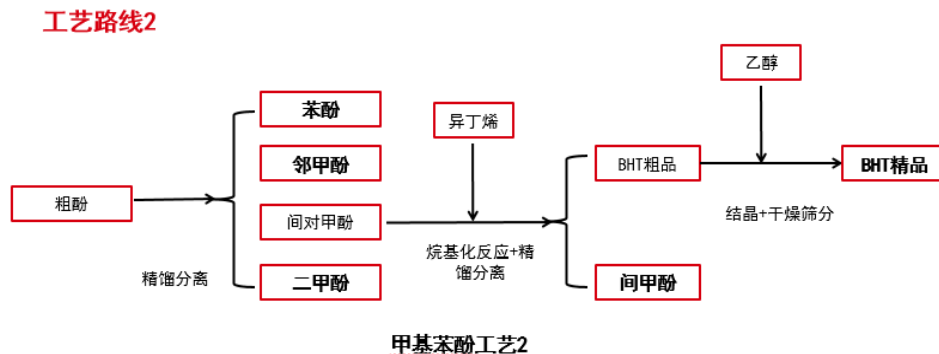
图 10: 氯甲苯、甲基苯酚系列之一的生产工艺（粗体为产品）



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

甲基苯酚系列产品主要包括甲酚、邻甲酚、间甲酚、对甲酚、BHT，产线技术优势主要为：  
①氯甲苯与氢氧化钠反应生产甲酚属海华自主研发、国内首创的生产工艺。相比于煤焦油路线，其生产连续稳定，产品质量高；②烷基化反应分离间对甲酚为自主研发工艺，已稳定运行 6 年；③食品级 BHT 成品生产技术国内领先，产能居国内首位；④烷基化建立 SIS 控制系统，保障紧急情况的安全停车。此外海华科技产线还具备环保优势，废水、废气、固废都会进行处理后达标再排放。

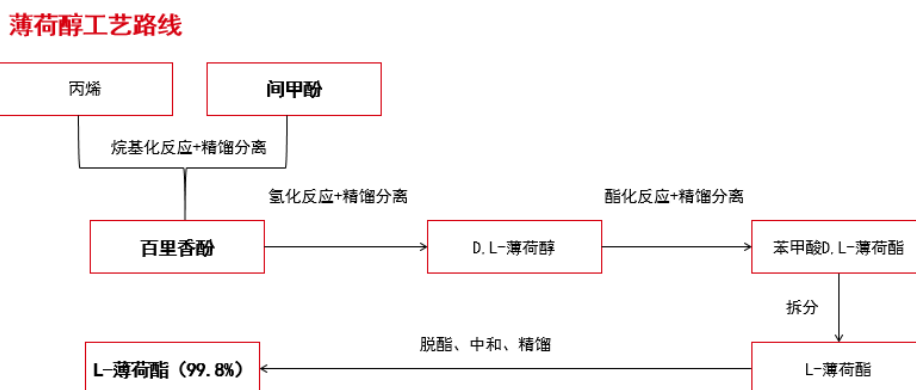
图 11：甲基苯酚系列生产工艺之二（粗体为产品）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

香精香料系列产品主要包括未来将投建的百里香酚、薄荷醇。产线技术优势主要为：  
①海华科技拥有自主研发的百里香酚氢化反应、精馏分离技术；②海华科技间甲酚原料供应充足；③烷基化反应分离间甲酚为自主研发工艺，属行业先进工艺。

图 12：L-薄荷醇系列生产工艺（粗体为产品）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 三大主力产品，覆盖医药、农药、香料中间体

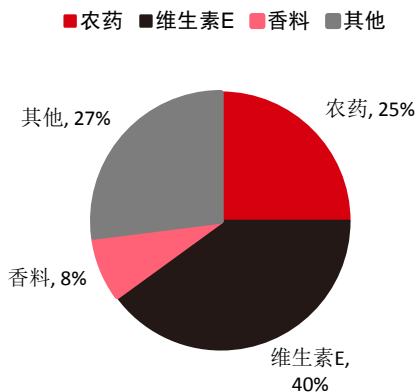
### 间甲酚：医药、香料中间体，国产化进程加速中

间甲酚，又名间甲基苯酚，在常温下通常为无色或淡黄色液体，有间甲酚气味，微溶于水，可溶于乙醇、乙醚、氢氧化钠等溶剂，可燃。

**需求：**间甲酚属于精细化工品，用于农药、医药、抗氧化剂、香料、染料、杀菌剂、防腐剂等领域。主要用作**农药中间体**（生产杀虫剂杀螟松、倍硫磷、速灭威、二氯苯醚菊酯）；**医药中间体**（维生素 E）；**香料中间体**（百里香酚、薄荷醇等）；**染料中间体**（合成纤维燃料、传真复印纸着色材料）。

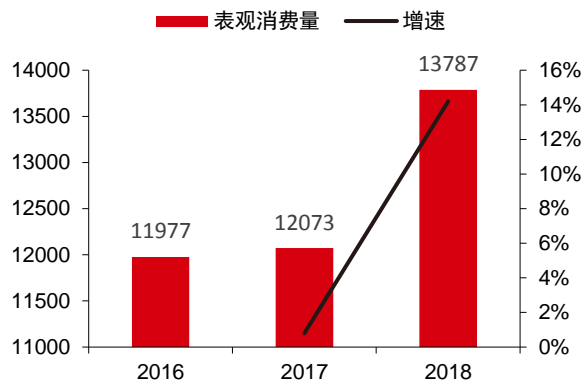
据中国产业信息网统计,2018年中国间甲酚表观消费量达到1.38亿吨,同比增长14%,其中农药、香料、抗氧化剂等下游产品所使用的间甲酚量约占60%,维生素E占据40%。我们预计未来5年间甲酚消费量将保持10~15%的增速增长。

图 13: 间甲酚下游需求结构



资料来源: 中国产业网, 中信证券研究部

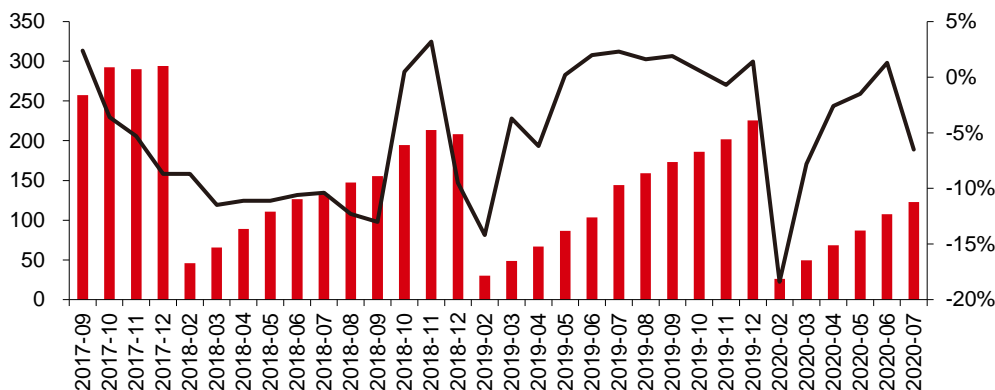
图 14: 2016~2018 中国间甲酚表观消费量



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

- **农药: 原药产量处于上涨周期, 拉动间甲酚需求回暖。**间甲酚主要用作农药中间体, 生产杀虫剂杀螟硫磷、倍硫磷、速灭威和拟除虫菊酯醇部分间苯氧基苯甲醛等。一方面, 农药原药产量具有明显的周期性, 目前正处于产量上涨周期, 短期内将拉动对原料间甲酚的需求快速上升; 另一方面, 随着近几年监管部门对农药行业环保督察力度的提升, 国内农业市场加速出清, 低端落后产能陆续退出, 随着行业整顿进入尾声, 农药行业将迎来景气度的上升。作为原材料的间甲酚需求料将极大受益于农药市场景气。

图 15: 2017Q3-2020Q2 农药原药产量 (万吨) 及同比



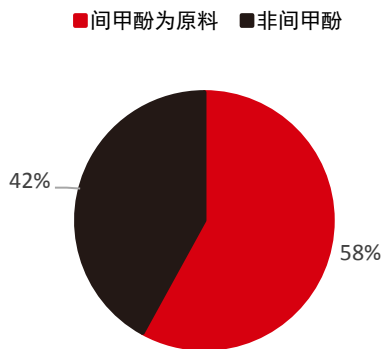
资料来源: Wind, 中信证券研究部

- **维生素 E: 价格持续上升, 作为中间体的间甲酚供应相对稀缺, 市场有望持续景气。**目前, 全球绝大部分维生素 E 为合成品, 占总产量的 80%左右, 天然维生素 E 只占 20%左右。合成维生素的生产过程中, 以间甲酚约为原料的维生素 E 产能占比为 58%。

目前国内间甲酚生产维生素 E 的水平较低, 主要反映在生产规模小、产品档次低, 目前尚不能满足国内日益增长的维生素 E 需求, 2015 年前, 维生素 E 进口量一直持续上升, 2015 年以后随着国内维生素 E 生产水平的提升以及技术路线的拓展, 维生素进口量进入平稳期。

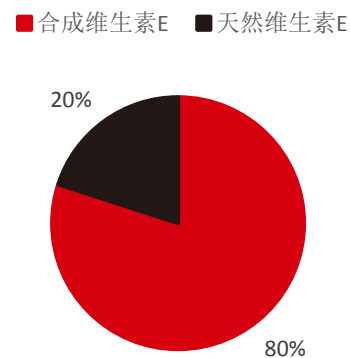
2019 年下半年, 朗盛间甲酚装置复产推迟, 叠加 20 年初新冠肺炎疫情的影响, 中间体间甲酚及维生素 E 供应紧缩, 维生素 E 价格迅速上行, 间甲酚需求市场广阔。

图 16: 以间甲酚为原料的 VE 产能占比



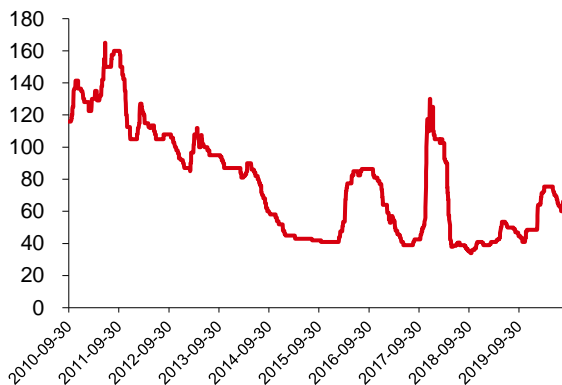
资料来源: 中国产业信息网, 中信证券研究部

图 17: 2000~2020 维生素 E 净出口金额&数量



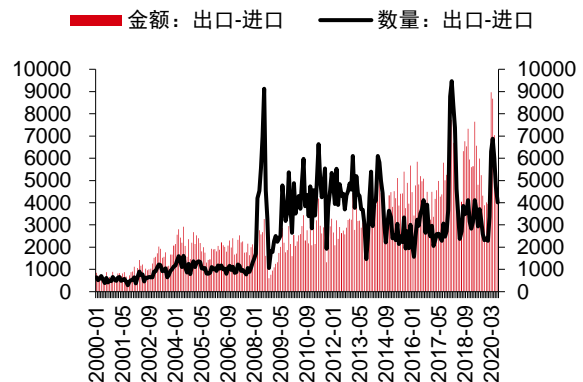
资料来源: 医药经济报, 中信证券研究部

图 18: 国产维生素 E 粉 (50%) 市场报价



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 2000~2020 维生素 E 净出口金额&数量

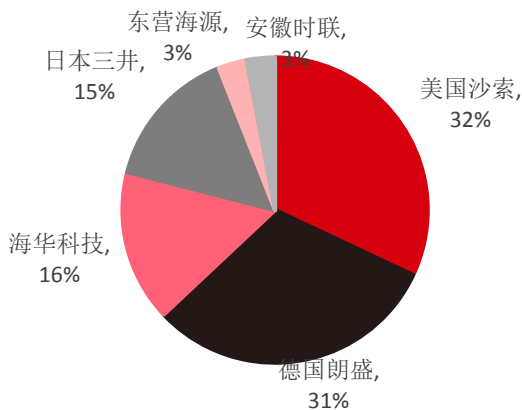


资料来源: Wind, 中信证券研究部

**供给: 竞争格局高度集中, 国内仍以进口为主。** 目前全球共有 6 家间甲酚生产商, 总体产能约为 6.2 万吨, 国外产能占比约 80%, 国内占比约 20%, 国外生产厂家有美国沙索、德国朗盛、日本三井, 国内生产厂家有海华科技、东营海源化工、安徽时联, 全球最大生产厂家是美国沙索和德国朗盛, 产能各 2 万吨左右, 各占 32%、31%。国内最大的是海华科技, 目前产能约 1 万吨。2018 年国内产量约为 7200 吨, 2018 年进口量 6641 吨, 进口依赖虽然相比前几年有所缓解, 但进出口比例依然悬殊。

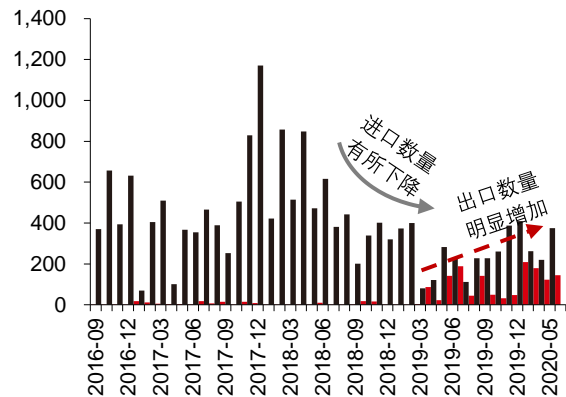


图 20: 全球间甲酚竞争格局



资料来源: 中国产业网, 中信证券研究部

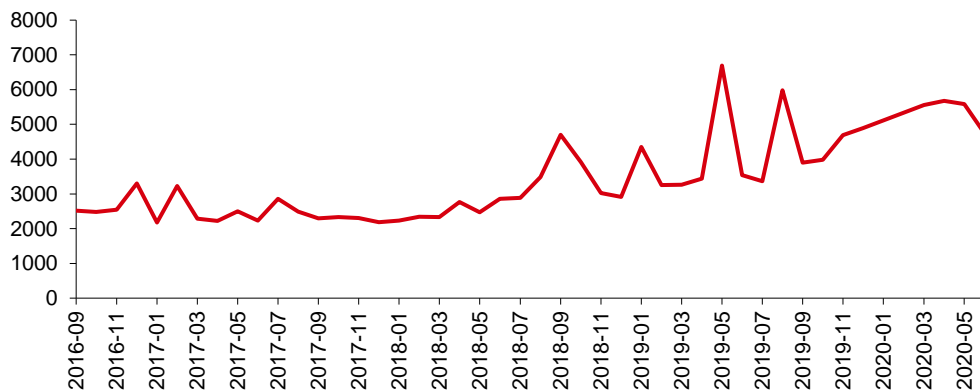
图 21: 2016~2020 间甲酚进出口数量变化



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

**受益于反倾销, 间甲酚市场国产化加速。**针对国外间甲酚采取的降价销售行为, 中华人民共和国商务部 (以下简称商务部) 于 2019 年 6 月 20 日收到海华科技代表国内间甲酚产业正式提交的反倾销调查申请, 申请人请求对原产于美国、欧盟、日本的进口间甲酚进行反倾销调查。受益于反倾销, 国内间甲酚出口量迎来大幅上升, 进口量下降, 价格也随之高涨。根据 Wind 数据, 间甲酚进口平均单价从 2019 年 7 月的 3364.33 美元/吨快速上涨至 2020 年 5 月的 5581.54 美元/吨, 2020 年 6 月有所回落至 4749.33 美元/吨, 但仍处于高位。

图 22: 间甲酚进口单价走势图 (单位: 美元/吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

目前公司拥有间甲酚产能 8000 万吨, 占全球产能 16%, 国内产能 80%, 下游包括用于百里香酚的原料及供给医药、农药染料企业, 间甲酚单位价格/成本分别为 55000/20000 元/吨。未来随着国内反倾销案件的进一步落地, 我国对间甲酚的进口数量将呈现进一步缩减态势, 同时由于国内间甲酚扩产有限, 进口单价将保持高位。通过价格优势, 国内厂商将极大受益于反倾销, 进一步加快间甲酚的国产化进程。



## 百里香酚：“饲料禁抗”促需求激增

百里香酚，即 5-甲基-2-异丙基苯酚，有百里草或麝香草的气味，其酯用于香料和药物，主要用于配制止咳糖浆、椒样薄荷口香糖和辛香料等香料以及医药刺激药。赋香剂方面，在口香糖中使用量为 100mg/kg；冷饮中 44mg/kg；软饮料中 2.5~11mg/kg；糖果中 9.4mg/kg；烘烤食品中 5.0~6.5mg/kg。医药刺激药方面，作用于皮肤或粘膜，有清凉止痒作用；内服可作为驱风药，用于头痛及鼻、咽、喉炎症等。用于香料、药物和指示剂等，也常用于皮肤霉菌和癣症检定氨、锑、砷、钛、硝酸盐和亚硝酸盐的，或取代饲料中的杀菌剂，作为饲料添加剂。

百里香酚可分为两种：天然百里香酚和合成百里香酚。合成百里香酚在 2019 年占有约 84.21%的份额，主要用于生产薄荷醇。天然百里香酚提取自百里香花。

**需求：“饲料禁抗”一触即发，百里香酚需求激增。**动物饲养过程中使用抗生素促生长剂造成的细菌耐药性和残留问题，不仅使抗生素的促生长效果越来越差，对人类健康和环境安全也会造成威胁。以百里香酚为主要成分代表的植物提取物不仅具有促生长、抗菌和抗氧化作用，还具有天然、无毒且无残留的特性，因而具有成为新型促生长剂的潜质。

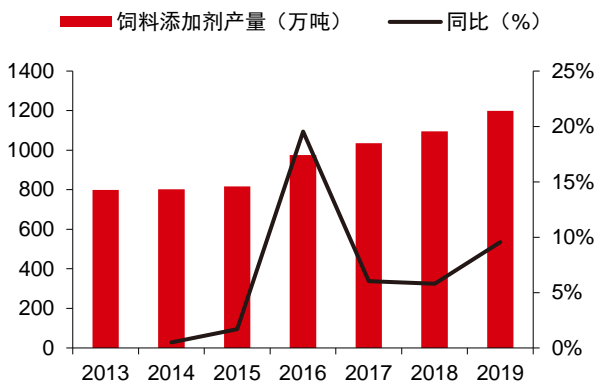
2019 年 7 月 9 日，农业农村部第 194 号公告提出：自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品，同时注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。该政策意味着养殖端“减抗、限抗”、饲料端“禁抗”的大势已定。

据中国饲料工业协会统计，2019 年全国饲料添加剂产量 1199.2 万吨，同比增长 9.57%。曾经一吨猪料里的抗生素成本，在 80 元至 100 元之间。“禁抗”后，不同企业的生产成本增加了 50 元至 100 元。**在“禁抗”政策刺激下，以百里香酚为代表的替抗功能性添加剂需求将迎来爆发。**

“禁抗”前，饲料添加剂方面百里香酚需求在 2000~3000 吨，其中国内约占 45%~50%，我们预计全球禁抗后饲料添加剂方面需求将提升至 1 万吨，其中约 50%的增量来自中国。

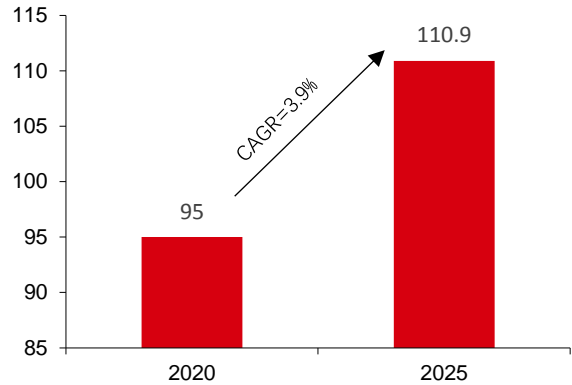
根据 LP Information INC 的资料，2019 年全球百里香酚的市场规模在 9500 万美元左右，2025 年将达到 1.11 亿美元，2020~2025 年 CAGR 为 3.9%。

图 23: 2013-2019 年我国饲料添加剂产量



资料来源: 中国饲料工业协会, 中信证券研究部

图 24: 未来 5 年百里香酚市场规模 (百万美元)



资料来源: LP Information INC (含预测), 中信证券研究部

**供给:** 2019 年百里香酚的产量在 7000 万吨左右, 主要产自印度, 年出口量在 1000 吨左右。竞争格局方面, 目前主要供给来自朗盛, VDH 集团, Shree Bankey Behari Lal Flavors, 回龙集团和 Vigon。

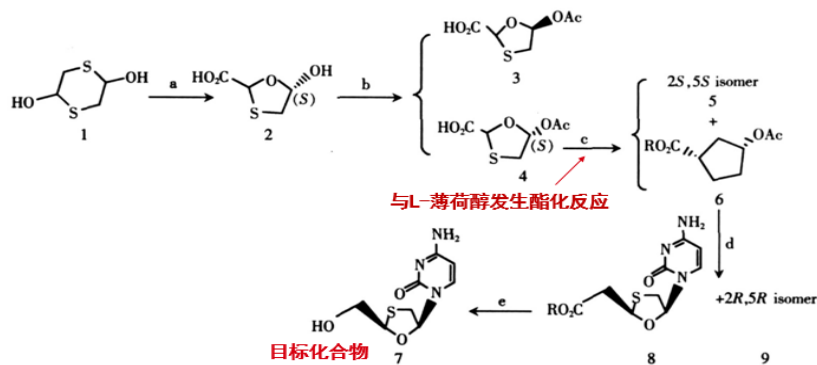
海华科技增资建设 1000 吨/年百里香酚产线, 我们预计其将在 2021 年贡献公司业绩约 1.68 亿元, 且一定程度缓解国内百里香酚供应紧张的情况, 但相对于“禁抗”后百里香酚的需求暴增以及食品添加剂、医药市场需求的稳定增长, 我们认为未来 3 年国内百里香酚市场将持续依赖海外进口。

### L-薄荷醇: 海外供给为主, 拉米夫定、电子烟或需求或迎来爆发

薄荷醇俗名薄荷脑, 为薄荷和欧薄荷精油中的主要成分, 有 8 种异构体, 其中左旋薄荷醇(L-薄荷醇)具有薄荷香气并有清凉的作用, 作为香料用于日化领域。**L-薄荷醇是全球最大的香料产品**, 广泛用于牙膏、香水、饮料、花露水和糖果等的赋香剂。在医药上用作刺激药, 作用于皮肤或粘膜, 有清凉止痒作用; 内服可作为驱风药, 用于头痛及鼻、咽、喉炎症等。

**需求: 薄荷醇是合成抗艾滋药拉米夫定的关键原料。**拉米夫定, 化学名为 2' 3' -双脱氧-3' -硫代胞嘧啶, 是核苷类似物, 抗病毒药物, 对病毒 DNA 链的合成和延长有竞争性抑制作用, 与其它逆转录病毒药物联合使用, 用于治疗人类免疫缺陷病毒(HIV)感染的成人和儿童。目前国内的合成方法主要是以 L-薄荷醇为起始原料与 L-酒石酸发生酯化反应, 再通过一系列反应得到目标化合物拉米夫定, 合成方法中加入薄荷醇作为手性拆分试剂后, 更易获得高收率的手性药物, 于商业上的大量制备有重要意义, L-薄荷醇是生产拉米夫定的关键原料。

图 25：拉米夫定合成路线



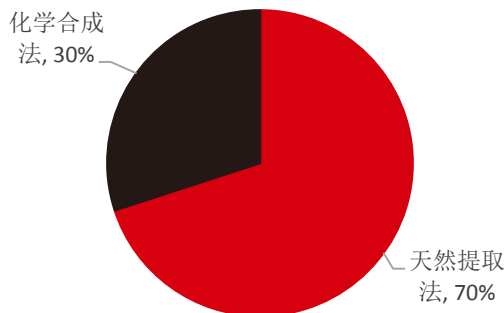
资料来源：《拉米夫定的合成和应用研究进展》（刘玮炜），中信证券研究部

**多替拉韦/拉米夫定片将挺进国内市场，为 L-薄荷醇带来下个强劲增长点。**多替拉韦/拉米夫定片是一种由固定剂量的多替拉韦和拉米夫定组成的单一片剂，于 2019 年 4 月被 FDA 批准用于治疗此前未接受过抗逆转录病毒治疗，且对多替拉韦或拉米夫定未发生耐药的 HIV-1 感染成年患者，商品名为 Dovato，2019 年 12 月被 EMA 批准用于 12 岁以上的 HIV-1 感染者。2020 年 2 月 18 日，该药物的上市申请拟被纳入优先审评品种名单。作为双联抗病毒疗法组药物，其 96 周治疗效果接近三联抗病毒疗法组药物，若能成功挺入国内市场，预计其二联疗法所具有的价格优势将助其夺取较大的市场份额，而作为拉米夫定片的重要原料，L-薄荷醇也将迎来强劲增长。

**全球 L-薄荷醇的市场需求 4 万吨，未来 5 年 CAGR 将会在 10%左右。**我们预计未来随着拉米夫定、烟草行业（电子烟）需求的增长，薄荷醇供不应求的局面将更为明显。

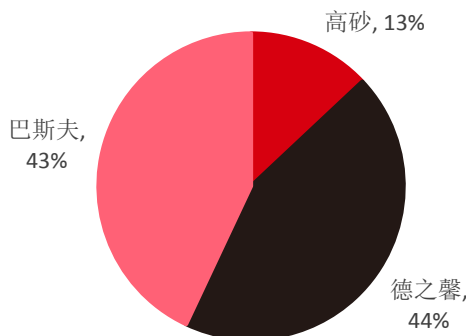
**供给：天然提取为主，产量不稳定致人工提取占比不断上升。**全世界的薄荷醇消耗量每年约 4 万吨。目前 L-薄荷醇的来源主要是从植物中提取，天然提取的产量占全球总产量的 70%左右，剩下的 30%是通过有机合成制备而得，因此人工提取薄荷醇的量约为 1.2 万吨。由于原料受自然环境、产量等因素的影响，外加印度、巴西人力成本增长较快，天然 L-薄荷醇的产量十分不稳定，未来可预见人工合成的 L-薄荷醇产量占比将凭借价格、产量更稳定的优势而持续上升。

图 26: L-薄荷醇产量生产方法占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 27: L-薄荷醇化学合成法产能分布



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

目前合成薄荷醇的工艺主要分为两种。一种是以月桂烯为原料合成 R-香茅醛进而合成 L-薄荷醇, 一种是以百里香酚为原料合成 L-薄荷醇, 另外巴斯夫、新和成、万华化学目前正在规划以柠檬醛合成 L-薄荷醇。

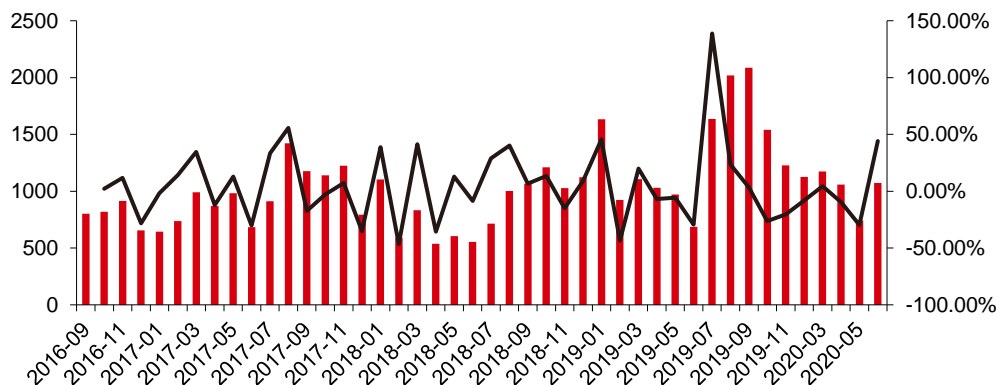
表 2: L-薄荷醇合成路线

原料	公司
月桂烯	高砂
百里香酚 (间甲酚)	德之馨、朗盛、海华科技 (在建)
柠檬醛	巴斯夫、新和成 (规划)、万华化学 (规划)

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

国内目前无 L-薄荷醇生产企业, 合成 L-薄荷醇均进口自国外。国内每年需进口 L-薄荷醇 14000-16000 吨左右, 产品主要来自德国德之馨、日本高砂等大型国际薄荷醇厂商。2014 年薄荷醇进口量达到 1.54 万吨, 为 2013 年以来最高, 之后进口量虽然有所回落, 但也都维持在 15000 吨以上。预计随着海华科技薄荷醇生产线建成, 薄荷醇完全依赖进口的局面将有所改善。

图 28: 2016Q3-2020H1 年国内薄荷醇进口量 (单位: 吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

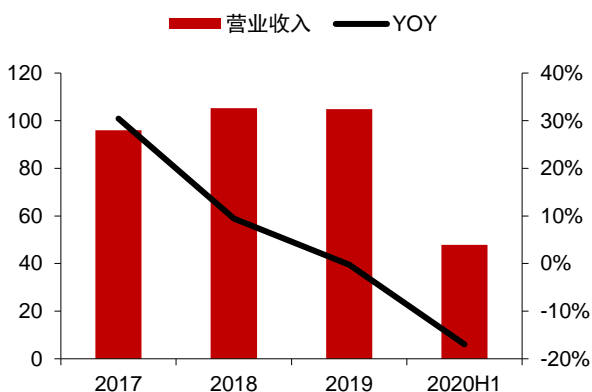
未来随着拉米夫定、电子烟市场需求的提升，国内薄荷醇市场份额将加速提升，海华科技增资建设 3000 吨/年薄荷醇产线，建成后将有效改变合成薄荷醇市场完全由海外垄断的局面，提升公司业绩。

我们假设公司 2021~2022 年薄荷醇产销量分别为 2000/3000 吨。价格成本方面，我们按照 2021 年单位价格/成本 200000/80000 元/吨，2022 年 220000/70000 元/吨进行测算，预计 2021~2022 将贡献业绩 1.8/3.4 亿元。

## ■ 农资板块：地区农资流动龙头，未来经营稳定

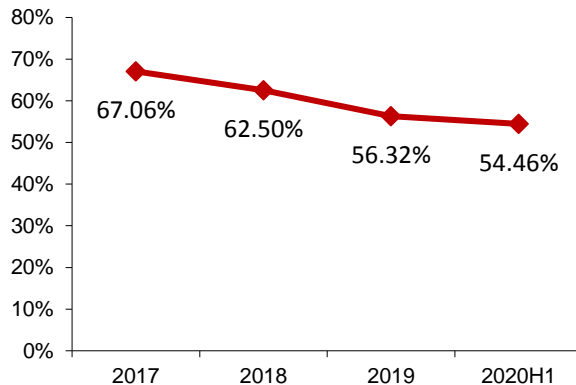
公司农资板块主要从事农资产品的生产及内外贸分销，产品包括化肥、农药等，是公司主要营收来源，过去 3 年半内利润保持稳定。

图 29：2017-2020 年 H1 公司农资产品营业收入（单位：万元）



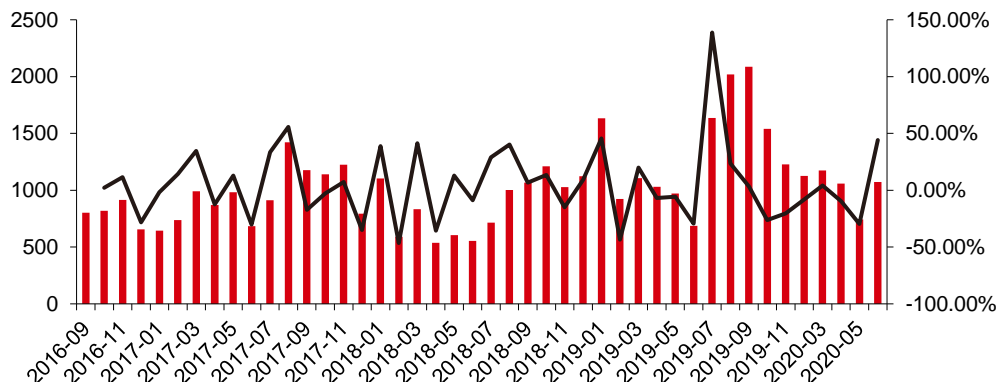
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：2017-2020 年 H1 公司农资产品营业收入占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：2016Q3-2020H1 公司农资板块毛利率



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

## 科技服务为核，终端网络为基

公司实施“科技服务+自主品牌”双轮驱动战略。

**打造全程农化技术服务体系。**从农资供应、建立农贷、农技指导、粮食储销实施一条龙服务。在电台讲座、辉隆科技大讲堂、试验示范、飞防植保服务的基础上，为广大农村新型经营主体提供作物全程解决方案，并采用“组合套餐+营养植保”一体化服务模式，辅助现代微推手段，提升服务品质和客户粘度。2019年，农化中心专家全年接听“400”电话1000余个，编写各类专业技术资料40余篇，并获中国农资行业服务类知名品牌荣誉称号。

**以打响辉隆自主品牌为发力点。**依托设备和研发优势，建设五个新型肥药生产加工基地，研发高效绿色的自主品牌系列复合肥、农药产品。其中，尿素经营继续保持行业领先，获批郑商所首批指定、安徽唯一的尿素交割仓库，并完成国内首个尿素期货基差合同。

**终端网络是辉隆主业的根基。**依托商务部“万村千乡市场工程”以及全国供销总社的“新网工程”，公司大力开展农资连续经营，构建了以“配送中心+加盟店”为基础的辉隆连锁网络，拓展出“配送中心+加盟店+农村新型经营主体”的服务模式，目前，公司化肥业务遍及国内17个省区，农药业务覆盖10省，出口遍及60多个国家。

图 32：辉隆连锁安徽省网络分布图



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 33：辉隆连锁全国布局



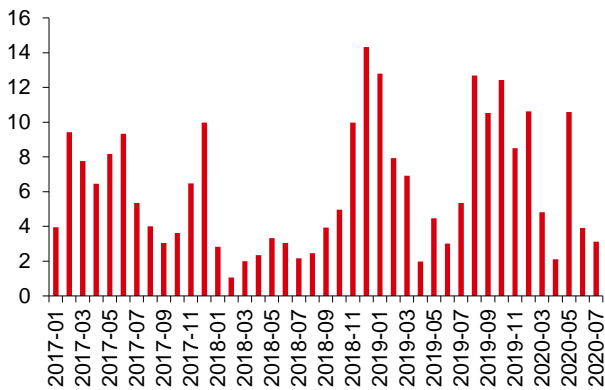
资料来源：公司官网，中信证券研究部

## 出口税率高利好农资板块，未来业绩将继续保持稳定增长

**化肥出口继续保持零关税，农药制剂出口退税率提高，利好化肥、农药出口规模。**自2019年1月1日起，国家对化肥、磷灰石、铁矿砂、矿渣、煤焦油等94项商品不再征收出口关税；自2020年3月20日起，对农药制剂出口退税率提高至9%，有利于扩大化肥、农药出口规模并优化产能结构。2020年上半年，公司出口退税账面余额为274.83万元，变动额为215.66万元，其中变动额近两年来首次翻正。受20年初疫情影响，化肥出口数量有所下降，未来随着疫情控制趋稳以及出口零关税双重利好因素叠加，农资板块景气度料将有所回升。

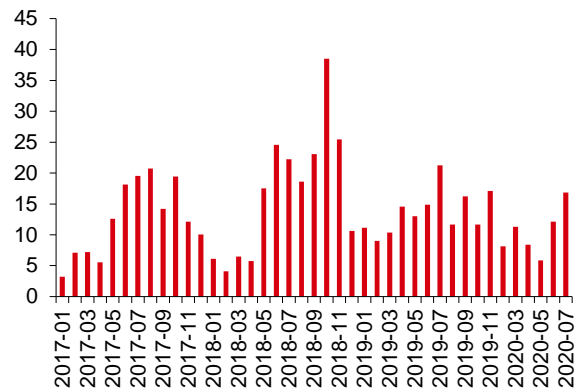


图 34: 2017-2020 年尿素出口金额 (单位: 亿美元)



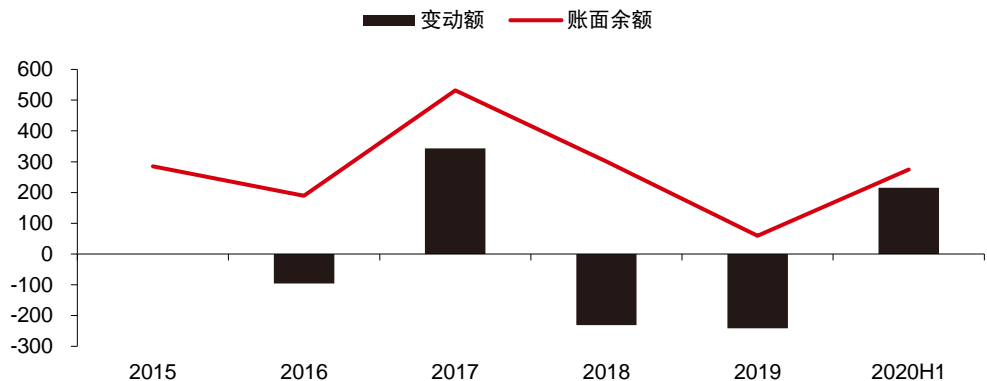
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 35: 2017-2020 年磷酸氢二铵出口金额 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 36: 公司出口退税情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

**国家政策日趋严厉, 加速产能优化。**随着农业农村部制定实施的《到 2020 年化肥、农药使用量零增长行动方案》以及新《环保法》的出台, 国家对农药化肥的监管趋于严格, 长期来看有助于推进农资行业内部的优化整合, 淘汰落后产能, 推动行业朝向绿色化、健康化发展。作为行业内的区域龙头, 我们预期公司在未来行业优化进入尾声后, 公司在农资市场将取得更大的市场份额, 长期看好未来表现。

## ■ 风险因素

- 1) 新业务进展不及预期;
- 2) 竞争加剧超预期;
- 3) 原材料价格上涨。



## ■ 盈利预测、估值及投资评级

### 主要产品产销量假设

**农资、种子、一般化工业务：**考虑到公司目前在相关领域没有新增产能计划，我们认为相关业务产销量、价格将趋于稳定，预计三项业务 2020~2022 年营业收入/营业成本增速分别为 2%/1%/0。

**海华科技存量业务：**目前公司存量业务主要包括：**甲醚系列产品**主要包括：10500 吨/年对（邻）氨基苯甲醚、1500 吨/年间氯苯胺、30000 吨/年硫代硫酸钠（大苏打）；**氯甲苯系列产品**包括：800 吨/年次氯酸钠、1.4 万吨/年对氯甲苯、1.6 万吨/年邻氯甲苯、38000 吨/年盐酸；**甲基苯酚系列产品**主要包含：4000 吨/年邻甲酚、10000 吨/年间甲酚、1100 吨/年对甲酚、8000 吨/年 BHT。考虑到间甲酚、对甲酚产品的需求提升以及国产化替代，我们认为单位产品毛利将维持稳定，间甲酚按照单位价格/成本 55000/30000 元/吨测算；BHT 按照单位价格/成本 21000/15000 元测算。预计存量业务 2020~2022 年营业收入增速分别为 12.50%/11.75%/12.50%，营业成本增速分别为 12.64%/13.15%/14.03%。

### 海华科技增量业务：

- 百里香酚：**公司计划投产 1000 吨/年百里香酚，预计 2020 年年底投产，2021 年贡献产能。我们预计 2020~2022 年产量分别为 0/1000/1000 吨，下游包括①销售；②供应公司薄荷醇原料。价格/成本方面，我们按照单位价格 140000/50000 元/吨进行测算。
- 薄荷醇：**公司计划投产 3000 吨/年薄荷醇，预计 2020 年年底投产，2021 年贡献产能。我们预计 2020~2022 年产量分别为 0/2000/3000 吨，2020~2022 年销量分别为 0/2000/3000 吨。价格成本方面，我们按照 2021 年单位价格/成本 200000/80000 元/吨，2022 年 220000/70000 元/吨进行测算。

根据上述预测，我们预计百里香酚、薄荷醇产线满产后，将分别贡献利润 0.80/2.9 亿元。

### 公司主要财务指标及预测

表 3：主要财务指标预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,827.14	18,626.08	19,143.67	20,125.56	20,515.66
营业收入增长率	17%	11%	3%	5%	2%
净利润(百万元)	138.54	193.45	312.43	497.15	690.88
净利润增长率	1%	40%	62%	59%	39%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.19	0.23	0.36	0.58	0.81
毛利率%	5%	5%	5%	7%	8%
净资产收益率 ROE%	5.82%	7.51%	10.67%	15.05%	18.19%
每股净资产(元)	2.78	3.01	3.42	3.86	4.43
PE	46	38	24	15	11

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,827.14	18,626.08	19,143.67	20,125.56	20,515.66
PB	3	3	3	2	2

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 9 月 15 日收盘价

## 估值及投资评级

考虑到公司本身农资产品、种子、化工等业务未来盈利料将趋于稳定, 而海华科技将持续保持高增长, 带动公司整体业绩高增长, 因此我们认为采用**分部估值法与 PEG 估值法**较为合理。

### 分部估值法:

公司农资产品、种子、化工业务较为稳定, 未来业绩料将稳步增长, 预计公司未来常态净利润将保持在 1~1.5 亿元左右, 参考可比公司中旗股份、扬农化工、诺普信的平均估值, 给予相关板块 17 倍 PE, 对应市值 21 亿元 (净利润取中值 1.25 亿元)。

公司精细化工板块由于收购海华股份, 业绩将迎来快速上升通道, 随着公司间甲酚、百里香酚、薄荷醇等产品的产线建成释放产量, 公司相关产品业绩料将迎来爆发式增长, 我们预计 2020~2022 年精细化工板块净利润分别为 1.95/3.80/5.70 亿元。参照医药中间体、香精香料行业估值, 同时考虑到公司未来下游具备一定的消费属性, 参考科思股份、新和成相关估值, 给予相关板块 2021 年 42 倍 PE, 对应市值 160 亿。

根据分部估值分析, 公司合理市值为 180 亿元, 对应目标价 21 元。

**PEG 估值法:** 公司 2020~2022 年归母净利润分别为 3.12/4.97/6.91 亿元, 同比分别增加 62%/59%/39%, 给予公司 1 倍 PEG, 对应目标价为 28 元。

综合上述分析, 我们认为给予公司 2021 年 37 倍 PE 估值较为合理, 对应目标价 21 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
农资产品可比公司										
300575.SZ	中旗股份	43.18	1.13	1.84	2.51	3.24	38	23	17	13
600486.SH	扬农化工	90.28	3.78	3.90	4.75	5.72	24	23	19	16
002215.SZ	诺普信	6.39	0.32	0.36	0.45	0.59	20	18	14	11
行业平均							27	21	17	13
精细化工可比公司										
300856.SZ	科思股份	101.40	1.82	1.68	2.04	2.49	56	60	50	35
002001.SZ	新和成	31.18	1.05	1.83	2.13	2.54	30	17	15	12
行业平均							43	39	32	26

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 中旗股份、扬农化工为中信证券研究部预测, 其余为 Wind 一致预期; 股价为 2020 年 9 月 15 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,827	18,626	19,144	20,126	20,516
营业成本	16,006	17,611	18,200	18,791	18,957
毛利率	4.88%	5.45%	4.93%	6.63%	7.60%
营业税金及附加	18	25	23	24	26
销售费用	351	356	348	368	380
营业费用率	2.08%	1.91%	1.82%	1.83%	1.85%
管理费用	204	244	230	264	261
管理费用率	1.21%	1.31%	1.20%	1.31%	1.27%
财务费用	105	107	56	41	37
财务费用率	0.62%	0.58%	0.29%	0.20%	0.18%
投资收益	93	73	90	80	81
营业利润	189	226	397	654	900
营业利润率	1.13%	1.22%	2.08%	3.25%	4.39%
营业外收入	2	27	15	10	17
营业外支出	1	6	4	4	5
利润总额	190	247	408	661	912
所得税	30	29	61	99	137
所得税率	15.89%	11.84%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	21	24	35	64	84
归属于母公司股东的净利润	139	193	312	497	691
净利率	0.82%	1.04%	1.63%	2.47%	3.37%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,174	1,586	1,532	1,577	1,665
存货	2,142	1,976	1,982	2,223	2,145
应收账款	205	253	251	250	268
其他流动资产	2,671	1,527	1,636	1,626	1,658
流动资产	6,192	5,342	5,402	5,676	5,735
固定资产	557	957	992	1,119	1,159
长期股权投资	778	787	787	787	787
无形资产	197	349	349	349	349
其他长期资产	523	745	960	1,021	1,164
非流动资产	2,055	2,840	3,089	3,277	3,459
资产总计	8,247	8,182	8,491	8,953	9,195
短期借款	2,683	2,049	1,145	1,381	1,036
应付账款	159	188	194	196	201
其他流动负债	2,796	2,722	3,542	3,326	3,329
流动负债	5,638	4,958	4,881	4,903	4,565
长期借款	0	330	330	330	330
其他长期负债	28	75	75	75	75
非流动性负债	28	405	405	405	405
负债合计	5,667	5,364	5,286	5,308	4,970
股本	718	836	857	857	857
资本公积	826	757	846	846	846
归属于母公司所有者权益合计	2,382	2,577	2,928	3,304	3,799
少数股东权益	198	242	277	341	426
股东权益合计	2,581	2,819	3,204	3,645	4,224
负债股东权益总计	8,247	8,182	8,491	8,953	9,195

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	190	247	408	661	912
所得税支出	-30	-29	-61	-99	-137
折旧和摊销	56	121	65	73	78
营运资金的变化	-1,121	730	757	-462	29
其他经营现金流	69	105	-77	-20	-37
经营现金流合计	-837	1,175	1,093	152	845
资本支出	-87	-120	-205	-115	-65
投资收益	93	73	90	80	81
其他投资现金流	6	-80	-111	-147	-195
投资现金流合计	13	-126	-226	-182	-179
发行股票	24	21	109	0	0
负债变化	5,748	6,708	-904	236	-345
股息支出	-50	-50	-72	-121	-196
其他融资现金流	-4,908	-7,434	-55	-41	-37
融资现金流合计	813	-755	-921	74	-578
现金及现金等价物净增加额	-11	293	-54	44	89

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	17.43%	10.69%	2.78%	5.13%	1.94%
营业利润增长率	7.22%	19.62%	75.49%	64.64%	37.46%
净利润增长率	1.41%	39.63%	61.50%	59.13%	38.97%
毛利率	4.88%	5.45%	4.93%	6.63%	7.60%
EBITDA Margin	2.06%	2.54%	2.59%	3.53%	4.59%
净利率	0.82%	1.04%	1.63%	2.47%	3.37%
净资产收益率	5.82%	7.51%	10.67%	15.05%	18.19%
总资产收益率	1.68%	2.36%	3.68%	5.55%	7.51%
资产负债率	68.71%	65.55%	62.26%	59.29%	54.06%
所得税率	15.89%	11.84%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	36.26%	43.21%	38.75%	39.41%	40.45%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。