

首次覆盖
投资评级 优于大市

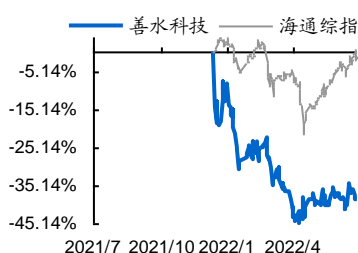
善水科技：染料中间体及农、医药中间体生产企业，扩能+新产品助力企业成长

股票数据

07月12日收盘价(元)	21.90
52周股价波动(元)	20.08-44.00
总股本/流通A股(百万股)	215/54
总市值/流通市值(百万元)	4701/1175

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.1	-2.6	-0.4
相对涨幅(%)	-7.8	-11.6	-3.6

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

分析师:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

投资要点:

- 善水科技：染料中间体及农、医药中间体生产企业。**善水科技主要经营染料中间体、农药和医药中间体的研发、生产和销售业务。2021年公司实现营业收入5.52亿元,同比上升43.94%;归母净利润1.42亿元,同比上升29.50%;扣非归母净利润1.36亿元,同比上升32.82%。公司未来收入的增长主要来源于两方面：一是通过技术改造提高现有核心产品的产能进一步提高市场占有率。二是通过研发开发新产品拓宽产品线,公司新产品氯代吡啶系列产品目前已逐步投产,公司实现了从单一产品结构向多元化产品结构的转变。
- 染料中间体：用于生产酸性染料，打造核心技术优势。**2021年公司染料中间体业务实现收入4.41亿元,占营业总收入的79.80%。公司生产的6-硝体、氧体、5-硝体等染料中间体主要用于生产酸性染料。2018年我国酸性染料行业市场规模29.98亿元,据智研咨询预测,2025年我国酸性染料行业市场规模将达到49.32亿元,2018-25年间复合增速7.37%。公司掌握有5项染料中间体相关的独有技术,打造核心技术壁垒。公司生产6-硝体的单位总成本相较于国内传统工艺6-硝体生产企业共低15803.37元/吨,成本优势显著。
- 农药/医药中间体：布局新产品，优化产品结构。**公司收购众力化工之后,逐渐将资源集中于氯代吡啶系列产品的生产,目前农药中间体产品主要是2-氯吡啶。2-氯吡啶合成的农药具有高效、低毒、低残留和高选择性的特点,符合世界农药发展趋势,需求增加非常迅速。2021年公司2-氯吡啶销售收入为0.62亿元,占营业总收入的11.28%。公司目前拥有2-氯吡啶产能3450吨/年。2-氯吡啶用途众多,可以用于生产敌草快、抗Hiv药阿扎那韦等,并广泛应用于国际知名洗护发产品。
- IPO募投新项目：扩能+新产品，提升吡啶产业链竞争力。**“年产61000吨氯代吡啶及15000吨2-氯-5-氯甲基吡啶建设项目”投资额126033万元,项目实施后预计新增年平均营业收入254218.67万元,年平均净利润46421.24万元。项目建成后公司将新增产能2-氯吡啶25000吨,2,3-二氯吡啶8000吨,2,3,5-三氯吡啶5000吨,2,3,5,6-四氯吡啶20000吨,五氯吡啶3000吨,2-氯-5-氯甲基吡啶15000吨。其中2-氯吡啶是敌草快主要原料,2,3-二氯吡啶是康宽的主要原材料,2-氯-5-氯甲基吡啶是吡虫啉关键中间体。
- 盈利预测。**我们预计公司2022-2024年净利润分别为2.08亿元、2.76亿元、3.95亿元, EPS分别为0.97元/股、1.28元/股和1.84元/股。我们给予公司2022年25-30倍PE,对应合理价值区间为24.25-29.1元/股,首次覆盖给予优于大市评级。

- 风险提示。**产品售价波动风险,技术研发风险,疫情风险,新项目产能消化。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	384	552	720	1018	1570
(+/-)YoY(%)	-14.2%	43.9%	30.3%	41.5%	54.2%
净利润(百万元)	110	142	208	276	395
(+/-)YoY(%)	-21.0%	29.5%	46.2%	32.5%	43.3%
全面摊薄EPS(元)	0.51	0.66	0.97	1.28	1.84
毛利率(%)	41.4%	38.5%	44.1%	42.0%	39.9%
净资产收益率(%)	24.6%	7.2%	9.5%	11.2%	13.8%

资料来源：公司年报(2020A-2021A),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.善水科技：染料中间体及农、医药中间体生产企业	5
2.染料中间体：用于生产酸性染料，打造核心技术优势	8
2.1 下游酸性染料需求推动染料中间体发展.....	8
2.2 公司占据染料中间体行业优势竞争地位.....	11
3.农药/医药中间体：布局新产品，优化产品结构	12
3.1 进军农药和医药中间体行业，突破单一产品限制	12
3.2 收购众力化工，技改专注氯代吡啶系列产品，释放新产能.....	14
4.IPO 募投新项目：扩能+新产品，提升吡啶产业链竞争力.....	15
5.盈利预测与盈利假设	16
6.风险提示	18
财务报表分析和预测	19

图目录

图 1 2018-2020 年主要产品销量情况	5
图 2 2018-2020 年主要产品单价情况	5
图 3 2018-2021 年营业收入、归母净利润情况	6
图 4 2018-2022 年 Q1 善水科技及行业利率情况	7
图 5 6-硝体与主要原材料 2-萘酚价格对比图	7
图 6 5-硝体与主要原材料邻氨基苯酚价格对比图	7
图 7 公司股权结构图	8
图 8 染料行业产业链	8
图 9 2016 年-2020 年中国锦纶产量情况	10
图 10 2017-2019 我国化学纤维制造业营业收入占比	10
图 11 酸性染料行业市场规模	10
图 12 全球吡啶类农药化学品需求情况	13
图 13 我国洗发护发产品市场规模	13
图 14 2016-2021 年国内防脱洗发水市场规模及预测	13
图 15 2012 年-2019 年氯虫苯甲酰胺销售额	15

表目录

表 1 2021 年善水科技主要产品及其用途	5
表 2 公司营业总收入情况	6
表 3 2018-2021 年公司主要产品毛利率变动情况	7
表 4 酸性染料按照化学结构分类	9
表 5 染料种类及用途	9
表 6 公司染料中间体产品市场需求情况	11
表 7 公司染料中间体核心技术情况	11
表 8 染料中间体、农药和医药中间体技术共通情况	12
表 9 众力化工技改前后产能情况	14
表 10 年产 61000 吨氯代吡啶及 15000 吨 2-氯-5 氯甲基吡啶项目情况	15
表 11 分业务盈利预测	17
表 12 可比上市公司估值比较	17

1. 善水科技：染料中间体及农、医药中间体生产企业

善水科技是国内具有较强竞争力的精细化学品专业生产企业之一，主要经营染料中间体、农药和医药中间体的研发、生产和销售业务。其中染料中间体包括 6-硝体、氧体、5-硝体和邻氨基苯磺酸，农药和医药中间体包括 2-氯吡啶等氯代吡啶系列产品。根据公司招股说明书，公司核心产品 6-硝体在全球的市场容量约 3.5 万吨，2021 年公司 6-硝体产量 11423.33 吨，市占率达 32.64%。

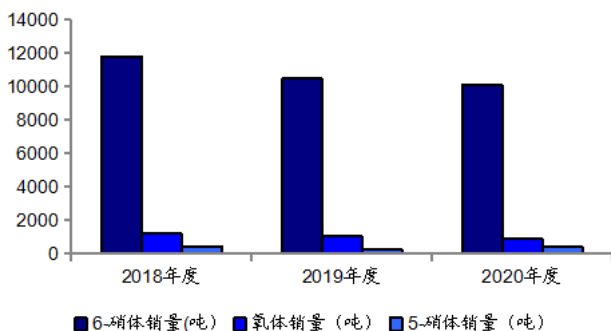
表 1 2021 年善水科技主要产品及其用途

类别	产品	产能(吨)	具体应用场景	终端产品	终端产品用途
染料中间体	6-硝体	20000	主要用于制取酸性染料	酸性黑等	用于羊毛、蚕丝和锦纶织物的染色；也可用于皮革的染色
	氧体			酸性黑、酸性紫、酸性蓝等	
	5-硝体	1000	酸性蓝、中性桃红等		
	邻氨基苯磺酸	-	主要用于制取活性染料	活性艳红、活性紫等	
农药和医药中间体	2-氯吡啶	3450	主要用于制取农药	氟磺隆等	玉米田防除禾本科杂草和阔叶杂草
				敌草快	用于传导性触杀灭生性除草剂，也可以用作马铃薯和地瓜的茎叶催枯
			用于制取医药	氯吡脞	用于农业，促进细胞分裂，扩大伸长，促进果实肥大，提高产量等
				非尼拉敏、利他灵、曲唑酮、丙吡胺等	非尼拉敏为镇静类抗组胺药，临床上主要用于皮肤黏膜过敏性疾病；林他灵直接兴奋延脑呼吸中枢，适用于呼吸衰竭和各种原因引起的呼吸抑制；曲唑酮 (Trazodone) 是四环类非典型抗抑郁药；丙吡胺用于维持房颤和房扑的窦性节律,或预防室性心动过速和心室纤颤的复发；
用于日化领域	吡啶硫酮盐	用于抗头皮屑和杀菌剂等			

资料来源：善水科技招股说明书，海通证券研究所

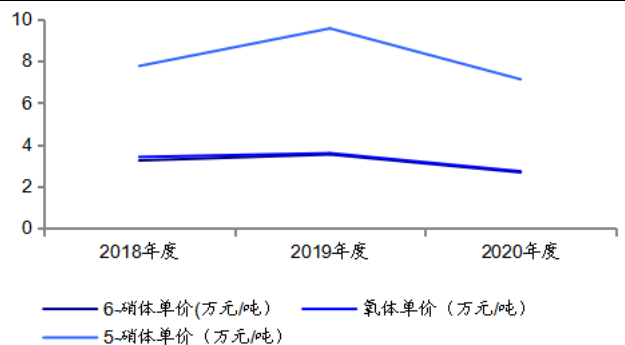
2019-2020 年度公司营业收入略有下滑。根据公司招股说明书，2018 年度、2019 年度、2020 年度公司营业收入分别为 4.81 亿元、4.47 亿元和 3.84 亿元，净利润分别为 1.46 亿元、1.39 亿元和 1.10 亿元。2019 年营业收入和净利润较 2018 年分别小幅下降 7.00% 和 4.72%，主要是公司核心产品 6-硝体等产品价格 2019 年度继续上涨，不断上涨的价格对市场需求有一定影响，导致公司销量减少所致。2020 年营业收入较 2019 年下降 14.22%，主要是核心产品 6-硝体价格下降所致，根据公司招股说明书，2020 年度 6-硝体的平均销售单价同比下降 24.28%。

图1 2018-2020 年主要产品销量情况



资料来源：善水科技招股说明书，海通证券研究所

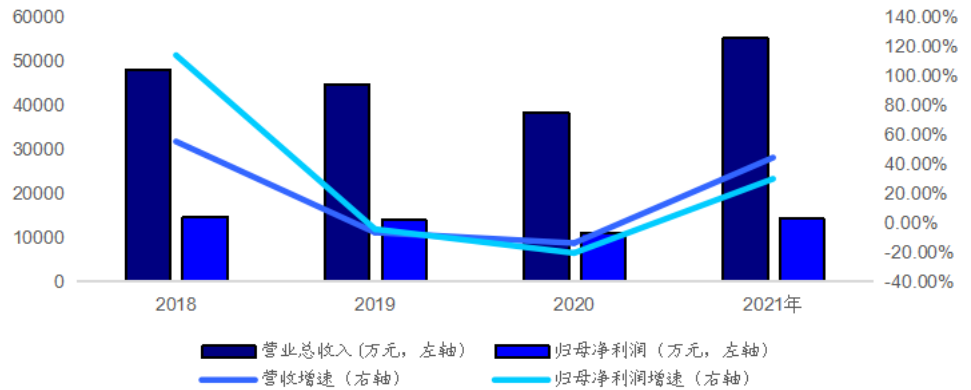
图2 2018-2020 年主要产品单价情况



资料来源：善水科技招股说明书，海通证券研究所

2021 年公司订单数量及营收规模回升。根据公司 21 年年报，2021 年公司实现营业收入 5.52 亿元，同比增长 43.94%，归母净利润为 1.42 亿元，同比增长 29.50%。2021 年公司业绩回暖主要系下游需求回暖，公司 6-硝体、氧体产品实现了量价齐升，5-硝体产品在相关医药领域的应用，也带来了其销量的增长，再加上氯代吡啶产品市场的开拓。公司未来收入的增长主要来源于两方面：一是通过技术改造提高现有核心产品的产能进

一步提高市场占有率。二是通过研发开发新产品拓宽产品线，公司新产品氯代吡啶系列产品目前已逐步投产，实现了从单一产品结构向多元化产品结构的转变。

图3 2018-2021年营业收入、归母净利润情况


资料来源：善水科技招股说明书，Wind，海通证券研究所

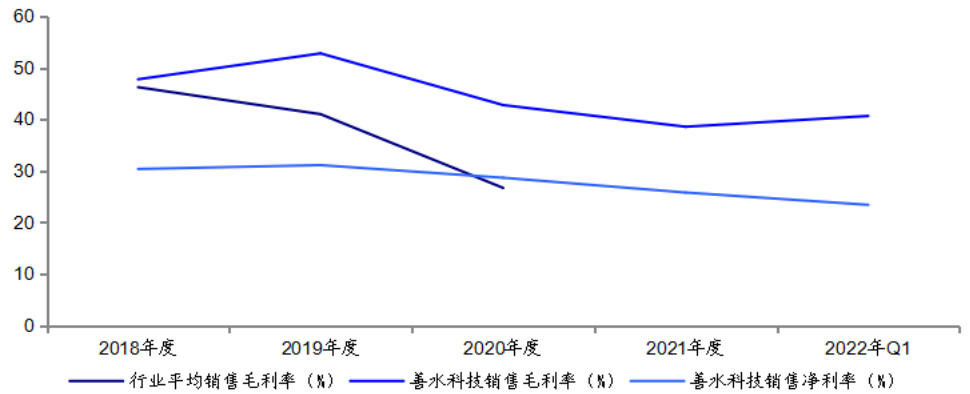
染料中间体系列产品是公司主要收入来源。根据 Wind 及公司 2021 年年报数据，2018 年度、2019 年度、2020 年度和 2021 年染料中间体销售收入分别为 4.56 亿元、4.3 亿元、3.24 亿元和 4.41 亿元，占营业总收入的比重分别为 94.78%、96.13%、84.42% 和 79.80%。2020 年度占比下降的主要原因是受新冠疫情影响，该系列产品收入下降，而同期 2-氯吡啶主要用于农药、医药及日化领域，受疫情影响较小，同时由于产能扩张带动销售增长。

表 2 公司营业总收入情况

	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年	
	收入 (亿元)	收入占比 (%)	收入 (亿元)	收入占比 (%)	收入 (亿元)	收入占比 (%)	收入 (亿元)	收入占比 (%)
6-硝体	3.81	79.29	3.69	82.44	2.70	70.36	3.49	63.26
氧体	0.41	8.50	0.38	8.54	0.25	6.51	0.36	6.45
5-硝体	0.34	6.98	0.23	5.14	0.29	7.56	0.56	10.09
小计	4.56	94.78	4.30	96.13	3.24	84.42	4.41	79.80
2-氯吡啶	0.24	5.04	0.16	3.52	0.51	13.27	0.62	11.29
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.49	8.81
其他业务	0.01	0.18	0.17	0.06	0.54	0.10	0.01	0.10
合计	4.81	100.00	4.47	100.00	3.84	100.00	5.52	100.00

资料来源：Wind，海通证券研究所

公司毛利率自 2020 年起呈下降趋势，2022 年毛利率有所好转。根据公司招股书及 Wind 数据，2018 年至 2021 年及 2022 年 1 季度公司综合毛利率分别为 47.75%、52.79%、42.76%、38.55% 和 40.64%。

图4 2018-2022年Q1 善水科技及行业利率情况


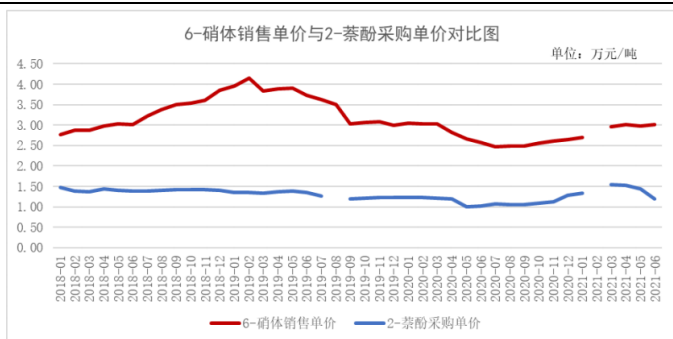
资料来源: 善水科技招股说明书, 海通证券研究所

受疫情及原材料涨价影响, 2020-2021年公司毛利率有所下滑。2020年度公司综合毛利率下降主要是6-硝体等染料中间体毛利率下降, 同时公司农药和医药中间体尚未形成规模优势, 其毛利率低于染料中间体且收入占比提高所致。根据公司招股书, 6-硝体2020年度毛利率相较于2019年度下降6.92个百分点, 主要系受新冠疫情影响, 海内外市场下游需求萎缩, 产品销售单价同比下降24.28%, 高于同期单位成本12.72%的降幅所致。2020年末开始, 因原油价格上涨及疫情影响供给, 基础化工品价格全面上涨, 2-萘酚等6-硝体主要原材料价格大幅上涨, 造成单位成本上升较多。

表3 2018-2021年公司主要产品毛利率变动情况

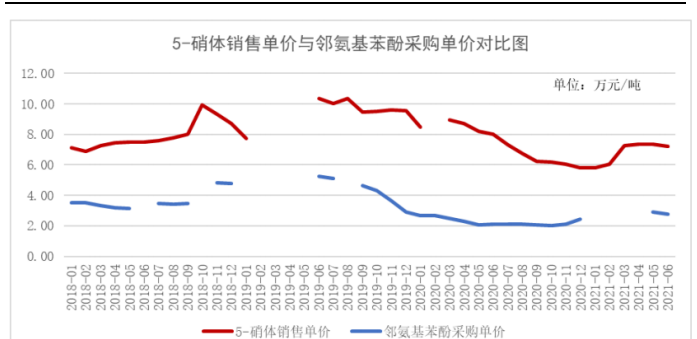
类别	2021年		2020年		2019年		2018年	
	毛利率	变动	毛利率	变动	毛利率	变动	毛利率	
染料中间体	6-硝体	47.74%	-0.02%	47.76%	-6.92%	54.68%	5.02%	49.66%
	氧体	50.79%	-1.24%	52.03%	-6.64%	58.66%	4.06%	54.60%
	5-硝体	45.96%	-9.08%	55.04%	11.34%	43.70%	-2.07%	45.77%
农药和医药中间体	2-氯吡啶	1.32%	-17.07%	18.39%	8.20%	10.18%	-1.73%	11.91%
综合毛利率		38.55%	-4.21%	42.76%	-10.03	52.79%	5.04	47.75%

资料来源: 善水科技招股说明书, Wind, 海通证券研究所

图5 6-硝体与主要原材料2-萘酚价格对比图


注: 因某些月份未发生销售或采购, 故相关走势线不连续。

资料来源: 善水科技招股说明书, 海通证券研究所

图6 5-硝体与主要原材料邻氨基苯酚价格对比图


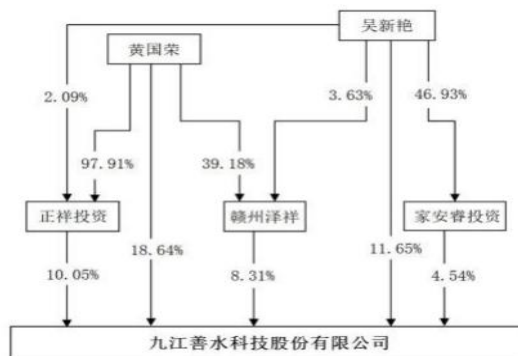
注: 因某些月份未发生销售或采购, 故相关走势线不连续。

资料来源: 善水科技招股说明书, 海通证券研究所

公司控股股东为黄国荣, 实际控制人为黄国荣和吴新艳夫妻二人。公司控股股东为黄国荣, 直接持有公司18.64%的股份, 通过正祥投资间接控制本公司10.05%的表决权

股份，通过赣州泽祥间接控制本公司 8.31% 的表决权股份，合计控制公司 37% 股份。公司实际控制人为黄国荣和吴新艳夫妻二人。

图 7 公司股权结构图

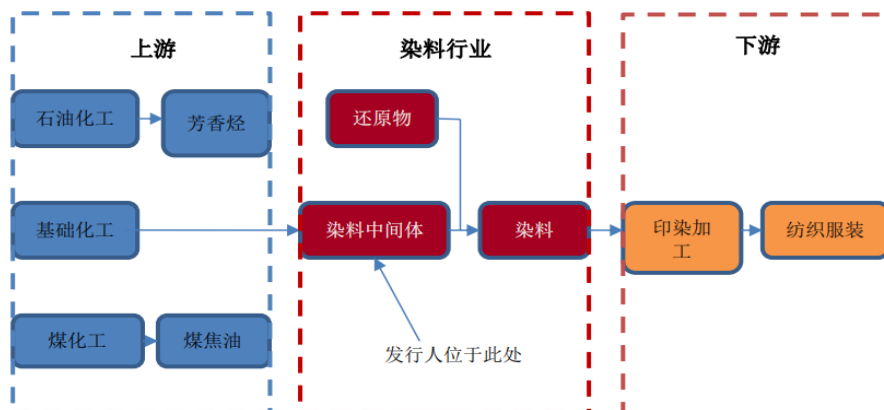


资料来源：公司 21 年年报，海通证券研究所

2. 染料中间体：用于生产酸性染料，打造核心技术优势

公司在染料行业产业链中处于中游，生产的染料中间体主要用于生产酸性染料。改革开放以来，特别是二十世纪九十年代以后，随着世界服装、纺织、纤维、印染行业的转移，带动了我国染料工业的迅猛发展。根据华经产业研究院数据，2020 年我国染料总产量达到 76.9 万吨，染料行业销售收入达 609 亿元，2021 年中国染料产量已经占据全球总产量的 70% 以上。

图 8 染料行业产业链

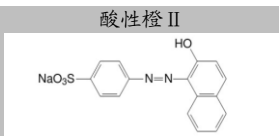
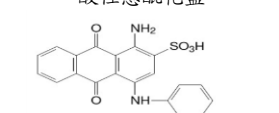



资料来源：善水科技招股说明书，海通证券研究所

2.1 下游酸性染料需求推动染料中间体发展

公司生产的染料中间体主要用于生产酸性染料。酸性染料是指在染料分子中含有酸性基团，又称阴离子染料，能与蛋白质纤维分子中的氨基以离子键相结合，在酸性、弱酸或中性条件下适用，酸性染料多适用于蛋白质纤维与尼龙纤维及真丝等高端织物的染色。酸性染料按照化学结构可以分为偶氮型、蒽醌型和三芳甲烷型。

表 4 酸性染料按照化学结构分类

分类	特点	示例结构图
偶氮型	单、双偶氮染料，以浅色为主（黄、橙、红、紫、蓝），品种数量占大多数	 <p>酸性橙 II</p>
蒽醌型	单蒽醌为主，主要为深色（紫、蓝、绿），品种占第二位，日晒牢度最好	 <p>酸性蒽醌艳蓝</p>
三芳甲烷型	色泽鲜艳、强度大，以紫蓝绿为主，日晒牢度最差	 <p>酸性艳蓝 R</p>

资料来源：豆丁网，海通证券研究所

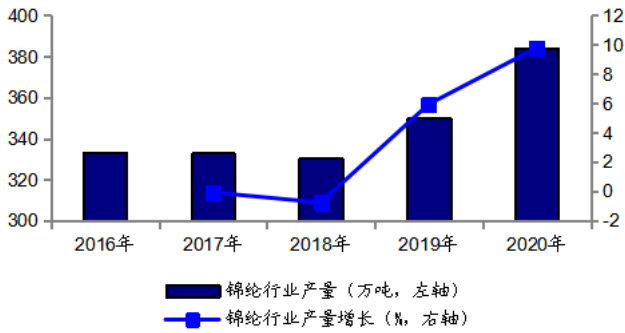
酸性染料用于毛、丝、锦纶染色优势明显。分散染料染色工艺中温度一般为 125~130℃，属于高温染色，不适合毛、丝和锦纶的染色；活性染料与毛、丝、锦纶的结合度不好，染色过程中废水较多。相比其他染料，酸性染料在羊毛、蚕丝、锦纶等材料染色和印花中，色泽更加鲜艳，染色更加牢固。酸性染料在价格上也更具优势，根据公司招股说明书，目前市场上分散黑 3.30 万元/吨，活性黑 2.50 万元/吨，酸性黑只有 2.15 万元/吨。酸性染料在羊毛、蚕丝、锦纶等材料染色和印花拥有其他类型染料不可替代的优势。

表 5 染料种类及用途

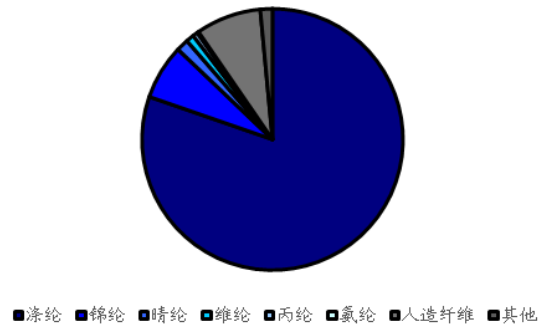
分散染料	主要用于合成纤维（涤纶、锦纶、醋酸纤维等）的染色
活性染料	主要用于棉纤维及其纺织品的染色
酸性染料	主要用于羊毛、蚕丝、聚酰胺纤维的染色
直接染料	主要用于针织、丝绸、棉纺、皮革、毛麻的染色
还原染料	主要用于棉、涤棉混纺织物染色
硫化染料	主要用于棉纤维染色

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

受益于下游锦纶需求的进一步提高。近年来，随着居民可支配收入的稳步提高，年度人均衣着消费支出持续提升，逐渐加强的消费升级趋势将会助力高档服饰消费扩张。棉、毛、丝等高档面料受制于产量的提高，而锦纶作为合成纤维具有巨大的产量提升空间。此外，锦纶性能优势明显，具有耐低温、良好耐磨性、良好弹性、重量轻、吸湿性等优点，在户外、运动、防寒、休闲服装等领域具有较大优势。根据中国产业发展研究院援引中经先略数据，2020 年，锦纶已成为纺织领域仅次于涤纶的第二大化学纤维，占世界化纤总产量的 7.36%。我国锦纶产量也在快速增长，据研观天下援引中国化纤工业协会及国家统计局数据，截至 2020 年我国锦纶产量已达 384.25 万吨，同比增长 9.79%。

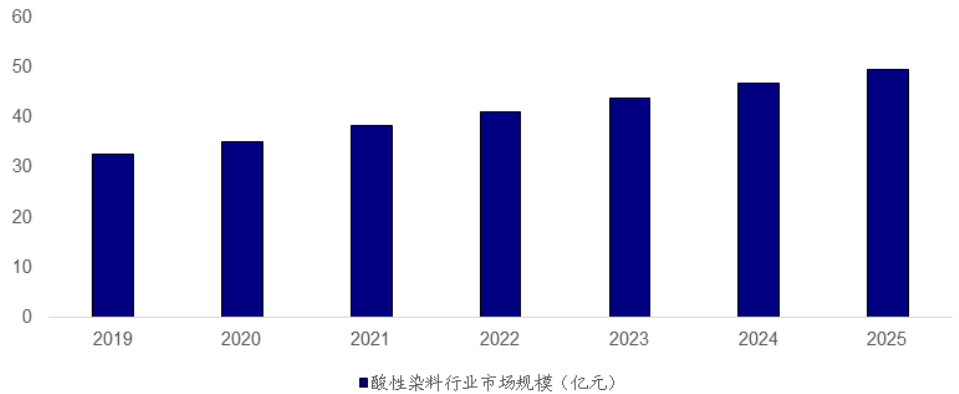
图 9 2016 年-2020 年中国锦纶产量情况


资料来源：据研观天下援引中国化纤工业协会及国家统计局，海通证券研究所

图 10 2017-2019 我国化学纤维制造业营业收入占比


资料来源：中国产业发展研究院援引中经先略，海通证券研究所

我国酸性染料市场需求呈稳步增长趋势。除纺织领域外，酸性染料还可应用于皮革、墨水、造纸、木材、日化及食用色素等领域。据招股书援引智研咨询数据，2018 年我国酸性染料行业市场规模 29.98 亿元。据智研咨询预测，2025 年我国酸性染料行业市场规模将达到 49.32 亿元，2018 年-2025 年酸性染料市场规模复合增速为 7.37%；2018 年我国酸性染料市场需求 4.75 万吨，2025 年将增长至 6.38 万吨，2018 至 2025 年酸性染料市场需求复合增速 4.30%。我们认为，酸性染料需求增长将带动酸性染料中间体需求增加。

图 11 酸性染料行业市场规模


资料来源：招股说明书援引智研咨询，海通证券研究所

预计未来染料中间体市场有广阔发展空间。公司生产的 6-硝体主要用于生产酸性黑，氧体主要用于生产酸性染料蓝 193、酸性染料紫 90，5-硝体主要用于生产酸性染料 317、酸性染料蓝 284、中性桃红。根据招股书中公司及公司客户提供的数据，我国酸性黑市场规模占酸性染料的 75%，2018 年酸性黑全球市场年需求 10 万吨，以每吨酸性黑染料需要 6-硝体 350 公斤计算，需要耗用 6-硝体 3.5 万吨，其中国内 1.25 万吨，国外 2.25 万吨。假设海外 6-硝体市场需求不变，估算 2025 年全球 6-硝体市场需求将增长至 3.93 万吨，其中国内 1.68 万吨，国外 2.25 万吨。

表 6 公司染料中间体产品市场需求情况

公司产品名称	下游产品	下游产品市场需求 (吨)	公司产品耗用量 (KG/吨)	公司产品在下游产品单位成本占比	公司产品市场需求 (吨)	公司产品 2020 年产量 (吨)	公司产品 2020 年销量 (吨)
6-硝体	酸性黑	100000	350	45%	35000	10122.37	10135.89
	酸性染料蓝 193	12000	250	62%	3000	-	-
	酸性染料紫 90	1000	300	46%	300	-	-
	小计	13000	-	-	3300	881.01	920.55
5-硝体	酸性染料蓝 317	2000	311	63%	622	-	-
	酸性染料蓝 284	1800	185	45%	333	-	-
	中性桃红	1800	136	33%	244.8	-	-
	小计	5600	-	-	1199.8	550.23	407.22

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2.2 公司占据染料中间体行业优势竞争地位

公司染料中间体市占率高，具有优势竞争地位。根据公司招股书，2020 年公司 6-硝体产量 10122.37 吨，市占率达 28.92%。公司主要竞争对手为山东东澳化学科技有限公司和绍兴市三丰化工有限公司，其中山东东澳化学科技有限公司 6-硝体联产项目批文为 5000 吨，绍兴市三丰化工有限公司 6-硝体及氧体年产量约为 2,000 吨。与同类竞争企业相比，善水科技 6-硝体年产量大，市占率高。公司在 6-硝体、氧体细分市场的竞争对手较少、竞争对手的产能规模与公司差距较大而且生产不稳定，公司在相关细分市场中占据明显的竞争优势地位。

公司在持续的研发、生产活动中，通过自主设计、工艺技术改进等方式积累了一系列有关研发设计、生产工艺及产品检测方面的核心技术。公司掌握有 5 项染料中间体相关的独有技术，分别是一种氧体及其制备方法、一种 1, 2-重氮氨基茶-4-磺酸的溶剂硝化方法、一种 6-硝基-1,2 重氮氨基茶-4-磺酸的氧化水解方法、5-硝基-2-氨基苯酚生产工艺和 2-氨基苯磺酸加氢还原。公司根据自身的技术工艺创新、研发成果及专利技术积累以及生产实践总结，在生产成本上有较大的优势。根据公司招股书，与传统工艺 6-硝体生产企业相比，原料采购成本低 4812.59 元/吨，环保费用低 10257.09 元/吨，人工成本低 708.81 元/吨，公司生产 6-硝体的单位总成本相较于国内传统工艺 6-硝体生产企业共低 15803.37 元/吨，具有显著的成本优势。

表 7 公司染料中间体核心技术情况

核心专利与技术名称	应用产品	在生产过程中的应用情况	是否独有技术	技术壁垒	公司核心专利与技术优势	核心专利与技术名称
一种氧体及其制备方法	氧体	2-萘酚升温熔融；液下多角度缓慢滴加套用稀硫酸进行亚硝化；使用焦亚硫酸钠和硫酸亚铁进行还原反应；还原物在弱中性条件下进行重氮反应，降低亚硝酸钠量，过滤掉不溶物后进行酸析得到产品氧体。	2-萘酚升温熔融，并加入助剂增加分散效果，是公司对于传统工艺的突破创新，是公司独有技术	提高反应浓度，改善分散效率。	减少液碱用量和 2-萘酚的氧化损耗，并增加产能，同时减少了三废排放；高反应浓度提升了产品转化率，并降低了单位制造成本。	一种氧体及其制备方法
一种 1, 2-重氮氨基茶-4-磺酸的溶剂硝化方法	6-硝体	氧体在溶剂条件下进行硝化得到产品。	氧体在溶剂条件下硝化实现均相体系反应，是发行人独有技术	均相体系反应，提升反应浓度。	(1) 减少硫酸使用量，工艺操作简单化，降低生产成本，无需进行精制重结晶，大幅度提高了硝化的收率和纯度；(2) 产品游离酸降低，保证产品不易结块，方便下游客户使用。	一种 1, 2-重氮氨基茶-4-磺酸的溶剂硝化方法
一种 6-硝基-1,2 重氮氨基茶-4-磺酸的氧化水解方法	6-硝体	在 6-硝体的硝化工艺过程中，适当加入助剂，抑制氧化水解副反应。	是公司独有技术	抑制氧化水解副反应。	有效减少氧化水解副反应，降低了废气的产生，降低了废水量，并提高了硝化收率和产品的纯度。	一种 6-硝基-1,2 重氮氨基茶-4-磺酸的氧化水解方法
5-硝基-2-氨基苯酚生产工艺	5-硝基-2-氨基苯酚	以邻氨基苯酚为原料，在硫酸体系中与尿素进行环合反应闭环后保护氨基，然后在溶剂中进行硝化反应，减压	环合、硝化、水相水解是化工行业通用技术，但在本产品上添加	尿素取代光气环合，硝化步骤提升收率，提高安全	相比对硝基苯胺重氮化、缩合、水解反应工艺，收率提高至 90% 以上，产品纯度提高至 98% 以上，污染物减少。	5-硝基-2-氨基苯酚生产工艺

	蒸馏回收溶剂，在水相高温高压条件下添加催化剂进行水解。	特有助剂进行硝化提升反应收率，以及添加催化剂进行水相水解，是公司独有技术	系数、减少损耗。
2-氨基苯磺酸加氢还原	邻氨基苯磺酸 将纯化后的邻硝基苯磺酸溶液，加入少量催化剂后，在一定压力下加氢气将硝基还原，得到邻氨基苯磺酸和水，不产生常规反应的大量危废，全流程液相反应，减少了常规反应需要投入铁粉及过滤铁粉的 人工操作，实现了产品的连续化和自动化，极大地减少人工成本、危废处置费用及极大地提高生产效率。	加氢还原是目前化工行业中较先进的通用性技术，但运用于邻氨基苯磺生产的企业较少，公司是该产品生产领域技术较先进的企业之一	添加特有催化剂，使还原反应经济可行。 不产生常规反应的大量危废，全流程液相反应，减少了常规反应需要投入铁粉及过滤铁粉的人工操作，实现了产品的连续化和自动化，极大地减少人工成本、危废处置费用及极大地提高生产效率，提高产品纯度。

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3. 农药/医药中间体：布局新产品，优化产品结构

3.1 进军农药和医药中间体行业，突破单一产品限制

公司的主要产品染料中间体、农药和医药中间体，均属于精细化学品的范畴，本质上都是依据氯化反应、硝化反应、还原反应等经典通用化学反应原理，将各类基础化工原料通过化学合成、纯化等过程制备成具有特定功能性的产品。

长期深耕精细化工领域为进军农药和医药中间体行业提供基础。公司核心技术人员深耕精细化工行业超过 10 年，积累了丰富的化学合成、纯化、量产体系的经验，具备拓展农药和医药中间体业务领域的技术基础。同时，公司建立了完善的研发和生产体系，培养了一支优秀的研发和生产团队，并配备了先进的生产及科研设备，为公司拓展农药和医药中间体业务提供了良好的软件和硬件基础。

染料中间体、农药和医药中间体具有技术共通性。公司与四川大学开展产学研合作，成功将公司在染料中间体合成领域积累的技术应用延伸至农药和医药中间体领域，吡啶系列产品进行了试生产。随着公司氯代吡啶系列产品的投产，公司产品下游应用由染料行业为主，实现了染料和农药为主同时进军医药行业的格局，全面打开公司未来成长的空间，有利于公司实现收入的持续增长。

表 8 染料中间体、农药和医药中间体技术共通情况

用途	核心技术	染料中间体	农药和医药中间体
项目立项	有机物合成方案设计技术	✓	✓
	新型催化偶联反应技术	✓	✓
化学合成工艺	管道化连续反应技术	✓	✓
	新型催化加氢反应技术	✓	✓
	光催化反应技术	-	✓
纯化技术	低、中、高压层析纯化技术	-	✓
	金属离子控制与纯化技术	-	✓
	精馏、特殊精馏纯化技术	✓	✓
杂质分析和分离技术	杂质仪器分析和分离技术	✓	✓
量产体系	高效工业化生产技术	✓	✓

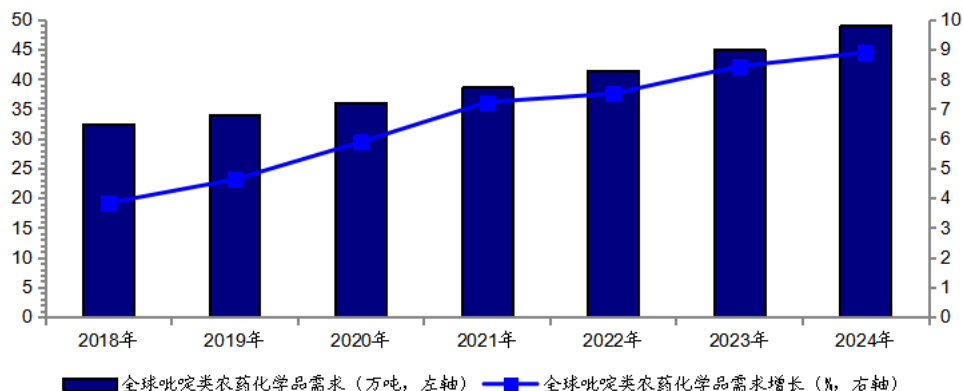
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

布局新产品，突破单一产品限制。公司目前推出的农药中间体产品主要是 2-氯吡啶，主要应用于农药、医药和日化领域。根据天天化工搜狐号援引中国化工报，2019 年 2-

氯吡啶全球用量为 4 万吨。

(1) 在农药领域, 2-氯吡啶主要应用在吡啶类农药领域。吡啶类农药作为全球第四代新型农药, 具有高效、低毒、持效期长以及良好环境相容性等优良特点, 含吡啶环的化合物已成为农药创制的主要方向之一。我们认为, 吡啶类农药需求的快速增长将带动 2-氯吡啶需求持续增加。根据中金企信国际咨询数据, 2018 年全球吡啶类农药化学品需求量为 32.5 万吨, 2024 年该市场需求规模将达到 49 万吨, 2018 年至 2024 年全球吡啶类农药化学品需求量复合增速将达到 7.08%。

图 12 全球吡啶类农药化学品需求情况



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

(2) 在医药领域, 2-氯吡啶可生产抗组胺剂——非尼拉敏 (Pheniramine), 抗心律失常药——双异丙吡胺 (disopyramide), 中枢神经兴奋药——醋吩甲酯 (林他林, methylphenidate) 等。公司已生产的 2-氯吡啶产品还可用于生产抗 HIV 药阿扎那韦。作为 HIV-1 蛋白酶的高选择性和高效抑制剂, 阿扎那韦通过选择性抑制 HIV-1 感染细胞中病毒 Gag 和 Gag-Pol 多聚蛋白的特定加工过程, 从而阻断成熟病毒体的形成, 治疗 HIV 感染的患者。阿扎那韦的中国化合物专利已于 2017 年到期。2019 年, 中国国家药监局药品审评中心受理了安若维他药业在中国申报抗 HIV 药物硫酸阿扎那韦胶囊的 5.2 类药品上市申请。2018 年 7 月, 安若维他药业泰州项目开工仪式在中国医药城举行。根据公告, 项目建成全部达产后, 年生产片剂 35 亿片, 年产胶囊剂 5 亿粒; 投产后产品将销往欧美发达国家及中国市场, 年销售将突破 20 亿元。

(3) 在日化领域中, 2-氯吡啶氧化后得 2-氯吡啶氮氧化物, 它和硫化钠反应后得巯氧吡啶, 其锌盐即吡啶硫酮锌 (zincpyrithione, 简称 ZPT) 是优良的杀真菌剂、抗鳞片化剂和抗溢脂剂, 具有止痒、去头皮屑、减少脱发和保护头发色泽等功效。目前全球著名品牌的洗护发产品均将其配伍在香波及护发液中, 具有广泛的市场。根据 360 化妆品网数据, 2016 年我国防脱发洗发水市场规模为 8.7 亿元, 2020 年市场规模增长到 15.4 亿元, 防脱发市场规模逐年增长, 年均增长率超过 10%。

图 13 我国洗发护发产品市场规模



资料来源: 360 化妆品网, 海通证券研究所

图 14 2016-2021 年国内防脱洗发水市场规模及预测



资料来源: 360 化妆品网, 海通证券研究所

公司氯代吡啶系列产品目前仍处于起步阶段。根据公司招股书，子公司众力化工氯代吡啶项目达产后产能为 4400/年；山东绿霸化工股份有限公司吡啶产能约 18000 吨/年，并有 43000 吨/年氯代吡啶项目在建，2019 年农药中间体收入 3.53 亿元；南京红太阳股份有限公司吡啶碱产能约 8.2 万吨/年、2-氯吡啶产能约 6000 吨/年，并有 20000 吨/年四氯吡啶、50000 吨/年吡啶碱、4000 吨/年 2-氯吡啶、5000 吨/年 2,3-二氯吡啶在建产能。

3.2 收购众力化工，技改专注氯代吡啶系列产品，释放新产能

收购众力化工，技改扩大氯代吡啶系列产品产能。公司分三步收购众力化工。2014 年 6 月，善水有限出资 150 万元，收购众力化工 50.00% 股权；2014 年 11 月，善水有限出资 15.00 万元，收购众力化工 5.00% 股权；2017 年 3 月，善水科技出资 135.00 万元，收购众力化工剩余 45.00% 股权。收购时众力化工已获得获得“年产 4400 吨溶剂紫 59#、涂料、染料及医药中间体建设项目”的相关环评批复，包括子项目：500 吨/年溶剂紫 59#、2000 吨/年吡啶克、800 吨/年 2-氯吡啶、800 吨/年 2,3,5,6-四氯吡啶、200 吨/年 2,3-二氯吡啶，100 吨/年二乙基二硫醚，各产品产能合计为 4400 吨/年。公司收购众力化工之后，舍弃了众力化工原有的吡啶克、二乙基二硫醚生产线，逐渐将资源集中于氯代吡啶系列产品的生产，并在此期间形成两次技改方案的调整。

表 9 众力化工技改前后产能情况

产品	技改前产能 (吨/年)	技改后产能 (吨/年)
溶剂紫 59#	500	-
吡啶克	2000	-
2-氯吡啶	800	3450
2,3,5,6-四氯吡啶	800	400
2,3-二氯吡啶	200	550
二乙基二硫醚	100	-
合计	4400	4400

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

(1) 第一次技改，连续化管道反应工艺提高生产效率。众力化工于 2016 年进行第一次 2-氯吡啶试生产。第一次试生产为间歇式自动化反应工艺，根据这次试生产的实际效果，公司将间歇式自动化反应工艺全面改造为连续化管道反应工艺。连续化管道反应可以在不停车情况下连续投料，相较于间歇式自动化反应生产效率更高。2017 年 9 月众力化工暂停生产并对生产设备实施技术改进和升级调试，并于 2018 年 5 月再次申请 800 吨 2-氯吡啶项目试生产，连续化管道反应改造获得成功，当年生产 1196.65 吨。

(2) 第二次技改，进一步扩产并延伸产品线。为集中精力发展氯代吡啶产品，同时为募投项目实施做好前期准备，公司将 500 吨/年溶剂紫 59#、2000 吨/年吡啶克、二乙基二硫醚 100 吨/年产能全部替换为氯代吡啶产品产能，并将 2-氯吡啶产能由 800t/年调整为 3450t/年。前述产品线调整获得《九江市生态环境局关于江西众力化工有限公司年产 4400 吨氯吡啶技改项目环境影响报告书的批复》(九环评字[2019]12 号)。2019 年 11 月生产线调整完成，2019 年 12 月再次进入试生产阶段。2020 年 12 月，众力化工年产 4400 吨氯代吡啶技改项目已通过环境保护和安全设施竣工验收，并取得安全生产许可证，进入正式生产阶段。

4.IPO 募投新项目：扩能+新产品，提升吡啶产业链竞争力

IPO 募投新项目扩大公司现有产能，提升公司营收能力。公司 IPO 募集资金主要用于年产 61000 吨氯代吡啶及 15000 吨 2-氯-5 氯甲基吡啶项目，扩大公司现有氯代吡啶产能规模，并对现有产品进一步精加工。公司的子公司江西众力化工有限公司以氯代吡啶产品为主，现拥有氯代吡啶系列产品产能 4400 吨/年。年产 61000 吨氯代吡啶及 15000 吨 2-氯-5 氯甲基吡啶项目建成后，将新增产能 76000 吨/年，其中 2-氯吡啶 25000 吨，2,3-二氯吡啶 8000 吨，2,3,5-三氯吡啶 5000 吨，2,3,5,6-四氯吡啶 20000 吨，五氯吡啶 3000 吨，2-氯-5-氯甲基吡啶 15000 吨。项目实施后预计新增年平均营业收入 25.42 亿元，年平均净利润 4.64 亿元。

表 10 年产 61000 吨氯代吡啶及 15000 吨 2-氯-5 氯甲基吡啶项目情况

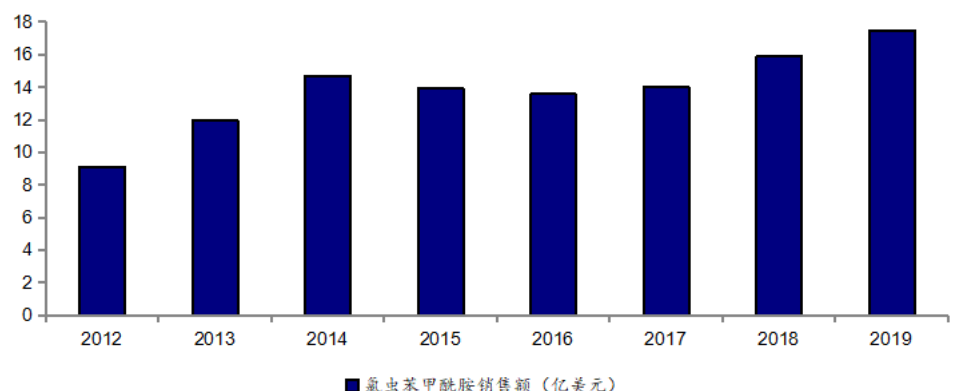
项目名称	项目总投资 (万元)	使用募集资金 金额(万元)	产品	已有产能(吨/年)	募投新增产能(吨/年)	合计产能(吨/年)
年产 61000 吨氯代吡啶 及 15000 吨 2-氯-5 氯甲 基吡啶项目	126033	126033	2-氯吡啶	3450	25000	28450
			2,3,5,6-四氯吡啶	400	20000	20400
			2,3-二氯吡啶	550	8000	8550
			2,3,5-三氯吡啶	-	5000	5000
			五氯吡啶	-	3000	3000
			2-氯-5-氯甲基吡啶	-	15000	15000
			合计	4400	76000	80400

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2-氯吡啶，敌草快主要原料，发展空间广阔。2-氯吡啶主要用于生产农药敌草快、氯吡脞等，敌草快是全球仅次于草甘膦和百草枯的第三大灭生性除草剂，随着高毒农药百草枯水剂被禁用，草甘膦屡陷致癌风波，敌草快的市场用量将进一步扩大，2-氯吡啶也将迎来广阔的发展空间。在非选择性除草剂“家庭”中，敌草快的除草特点是“见绿就杀”，也是典型的光合系统抑制剂，具有速效、不伤根、遇土钝化、利于后茬等特点，是百草枯制剂（水剂、胶剂）被禁用之后的替代产品之一。根据农药快讯信息网数据，2020 年，全球敌草快产能约在 20000 t（折百）左右，每吨敌草快生产需要消耗 900KG 的 2-氯吡啶

2, 3-二氯吡啶，进口药物替代，把握国际市场话语权。本项目中的 2, 3-二氯吡啶是美国杜邦公司明星专利杀虫剂产品氯虫苯甲酰胺（又名康宽）的核心原材料，这一产品中国发明专利“杀虫的邻氨基苯甲酰胺”（CN1419537B、CN1419537A）于 2001 年 3 月 20 日申请，将于 2021 年 3 月 19 日专利保护期届满。氯虫苯甲酰胺是目前防治鳞翅目害虫最有效的产品之一，特别是对幼虫具有持久活性，且具有一定杀卵作用。根据农药资讯网数据，2019 年氯虫苯甲酰胺销售额达 17.50 亿美元，2014 年以来，其销售额都位列杀虫剂销售榜首，具有极大的市场价值。

图 15 2012 年-2019 年氯虫苯甲酰胺销售额



资料来源：农药资讯网，海通证券研究所

2-氯-5-氯甲基吡啶，吡虫啉关键中间体。2-氯-5-氯甲基吡啶是新型高效农药吡虫啉和烯啶虫胺等多种农药及医药的关键中间体。吡虫啉是全球第三大杀虫剂产品，一种新烟碱类高活性杀虫剂，具有高效、低毒、环保等特点，用于防治刺吸式口器害虫（蚜虫、飞虱等），主要应用作物为大豆、小麦、水稻、棉花等作物。吡虫啉一经推出，并很受欢迎，规模一直占据杀虫剂市场领先地位。吡虫啉在拌种剂（玉米、水稻、小麦、棉花等）领域的应用前景广阔。随着传统拌种剂逐步退出市场，吡虫啉凭借有效且低毒的特点逐步渗透传统拌种剂市场中。根据观研《2019年中国杀虫剂行业分析报告-行业运营态势与发展潜力评估》，2019年长青股份是吡虫啉龙头企业之一，具有3000吨的产能；其他企业还有中农联合、克胜化工、海利尔，产能在3000-4000吨左右。

2,3,5-三氯吡啶是农药炔草酯的重要中间体，目前2,3,5-三氯吡啶的合成均采用环合法，收率低，废水量大、难处理，募投项目生产的2,3,5-三氯吡啶采用四氯吡啶为原料，通过氯化加氢得到高纯度的2,3,5-三氯吡啶产品，产品品质好，对环境友好，对比环合路线具有明显的成本优势；2,3,5,6-四氯吡啶是高效低毒农药毒死蜱、四氯草定和除草剂乙氧草定的重要中间体，根据招股书，毒死蜱年需求量高达8万吨，是全球第四大农药品种；五氯吡啶为农药氟草烟的重要中间体。

5.盈利预测与盈利假设

我们预计公司2022-2024年净利润分别为2.08亿元、2.76亿元、3.95亿元，EPS分别为0.97元/股、1.28元/股和1.84元/股。我们给予公司2022年25-30倍PE，对应合理价值区间为24.25-29.1元/股，首次覆盖给予优于大市评级。

盈利假设：

（1）价格假设。2020年末开始，因原油价格上涨及疫情影响供给，基础化工品价格全面上涨。我们预计2022年产品价格上涨，此后产品价格高位运行，2022-2024年6-硝体平均售价为36000元/吨、36000元/吨和36000元/吨；5-硝体均价为78000元/吨、78000元/吨和78000元/吨；氧体均价为36000元/吨、36000元/吨和36000元/吨；2-氯吡啶均价为26000元/吨、26000元/吨和26000元/吨。

（2）销量假设：随着疫情得到逐步控制，公司的订单数量逐步回升。未来公司一将通过技术改造提高现有核心产品的产能提高市场占有率，并通过研发开发新产品拓宽产品线。我们预计未来公司销量稳步提升。61000吨氯代吡啶及15000吨2-氯-5-氯甲基吡啶项目预计于2023年6月份投产，将为公司带来新的营收增长。

表 11 分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (万元)	55234.28	71967.00	101818.87	157012.61
营业成本 (万元)	33944.22	40231.60	59088.82	94335.05
毛利 (万元)	21290.06	31735.40	42730.05	62677.56
综合毛利率	38.55%	44.10%	41.97%	39.92%
6-硝体				
销售收入 (万元)	34939.75	50400.00	54000.00	57600.00
销售成本 (万元)	18259.17	25200.00	27000.00	28800.00
毛利 (万元)	16680.58	25200.00	27000.00	28800.00
毛利率 (%)	47.74%	50.00%	50.00%	50.00%
5-硝体				
销售收入 (万元)	5574.27	7020.00	7410.00	7800.00
销售成本 (万元)	3012.07	3790.80	4001.40	4212.00
毛利 (万元)	2562.20	3229.20	3408.60	3588.00
毛利率 (%)	45.96%	46.00%	46.00%	46.00%
气体				
销售收入 (万元)	3563.51	4500.00	4680.00	5040.00
销售成本 (万元)	1753.46	2340.00	2433.60	2620.80
毛利 (万元)	1303.56	2160.00	2246.40	2419.20
毛利率 (%)	36.58%	48.00%	48.00%	48.00%
2-氯吡啶				
销售收入 (万元)	6,231.66	8710.00	8970.00	8970.00
销售成本 (万元)	6,149.60	7664.80	7893.60	7893.60
毛利 (万元)	82.06	1045.20	1076.40	1076.40
毛利率 (%)	1.32%	12.00%	12.00%	12.00%
61000 吨氯代吡啶及 15000 吨 2-氯-5 氯甲基吡啶项目				
销售收入 (万元)			25421.87	76265.61
销售成本 (万元)			16524.22	49572.65
毛利 (万元)			8897.65	26692.96
毛利率 (%)			35.00%	35.00%
其他主营业务				
销售收入 (万元)	4868.44	1300.00	1300.00	1300.00
销售成本 (万元)	4701.99	1200.00	1200.00	1200.00
毛利 (万元)	166.45	100.00	100.00	100.00
毛利率 (%)	3.42%	7.69%	7.69%	7.69%
其他业务				
销售收入 (万元)	56.65	37.00	37.00	37.00
销售成本 (万元)	67.93	36.00	36.00	36.00
毛利 (万元)	-11.28	1.00	1.00	1.00
毛利率 (%)	-19.91%	2.70%	2.70%	2.70%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 12 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002250	联化科技	15.62	0.34	0.52	0.73	52.60	30.13	21.29
000739	普洛药业	19.59	0.81	0.97	1.24	43.28	21.17	15.75
	平均值					47.94	26.80	19.74

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2022 年 7 月 12 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

6.风险提示

产品售价波动风险，技术研发风险，疫情风险，新项目产能消化风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	552	720	1018	1570
每股收益	0.66	0.97	1.28	1.84	营业成本	339	402	591	943
每股净资产	9.20	10.17	11.45	13.30	毛利率%	38.5%	44.1%	42.0%	39.9%
每股经营现金流	0.47	0.29	0.75	0.86	营业税金及附加	3	5	8	11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	1	2	2	3
P/E	34.15	23.36	17.63	12.30	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	2.46	2.23	1.98	1.70	管理费用	31	50	71	110
P/S	8.80	6.76	4.77	3.10	管理费用率%	5.7%	7.0%	7.0%	7.0%
EV/EBITDA	28.54	16.03	11.87	7.66	EBIT	161	238	315	455
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-1	-1	-1	-1
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
毛利率	38.5%	44.1%	42.0%	39.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	25.8%	28.9%	27.1%	25.2%	投资收益	3	4	6	5
净资产收益率	7.2%	9.5%	11.2%	13.8%	营业利润	168	245	324	465
资产回报率	6.4%	8.7%	10.2%	12.5%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	6.8%	9.1%	10.7%	13.4%	利润总额	167	245	324	465
盈利增长 (%)					EBITDA	176	247	363	551
营业收入增长率	43.9%	30.3%	41.5%	54.2%	所得税	25	37	49	69
EBIT 增长率	34.1%	48.5%	32.2%	44.5%	有效所得税率%	14.8%	15.0%	15.0%	14.9%
净利润增长率	29.5%	46.2%	32.5%	43.3%	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	142	208	276	395
资产负债率	11.1%	8.5%	8.7%	9.4%					
流动比率	10.77	11.12	8.30	8.01	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	10.31	10.43	7.46	7.02	货币资金	1518	944	597	685
现金比率	7.89	6.38	3.32	2.82	应收账款及应收票据	226	282	406	622
经营效率指标					存货	84	98	144	230
应收账款周转天数	2.88	3.63	3.38	3.47	其它流动资产	245	323	345	409
存货周转天数	89.96	88.52	89.00	88.84	流动资产合计	2074	1646	1492	1946
总资产周转率	0.25	0.30	0.38	0.50	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.84	6.82	2.18	1.46	固定资产	114	106	468	1072
					在建工程	2	602	702	102
					无形资产	21	21	20	20
					非流动资产合计	147	738	1200	1204
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	2221	2384	2692	3150
净利润	142	208	276	395	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	8	15	20	33
非现金支出	15	9	48	96	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-4	-1	-3	-2	其它流动负债	184	133	160	210
营运资金变动	-52	-154	-161	-303	流动负债合计	193	148	180	243
经营活动现金流	101	61	160	186	长期借款	47	47	47	47
资产	-4	-600	-510	-100	其它长期负债	6	6	6	6
投资	-35	-37	0	0	非流动负债合计	53	53	53	53
其他	4	4	6	5	负债总计	246	201	233	296
投资活动现金流	-35	-633	-504	-95	实收资本	215	215	215	215
债权募资	47	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1975	2183	2458	2854
股权募资	1401	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-9	-3	-3	-3	负债和所有者权益合计	2221	2384	2692	3150
融资活动现金流	1440	-3	-3	-3					
现金净流量	1506	-575	-347	88					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 12 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 基础化工行业
邓勇 石油化工行业

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： 恒力石化, 卫星化学, 三力士, 扬农化工, 滨化股份, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 玲珑轮胎, 联瑞新材, 润阳科技, 利安隆, 合盛硅业, 七彩化学, 镇洋发展, 中核钛白, 万润股份, 三联虹普, 东华能源, 德美化工, 三友化工, 东材科技, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 长鸿高科, 苏博特, 洁美科技

投资评级说明

	类别	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;	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。
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。	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

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

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
联系人
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李林芷(021)23219674 llz13859@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
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
联系人
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
曹君豪(021)23219745 cjh13945@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
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com
陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com
魏玮(021)23219812 ww14694@htsec.com

固定收益研究团队

姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
联系人
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com
藏多(021)23154116 zd14683@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李超(021)23154117 ly11082@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@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
李姝醒(021)2315411361 lsx11330@htsec.com
联系人
纪尧(021)23154113 jy14213@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

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
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆(010)56760096 ml13172@htsec.com
联系人
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com
肖治键(021)23219164 xzj14562@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余玖翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglit@htsec.com
联系人
曹蕾娜(021)23154125 cln13796@htsec.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅(021)23154113 zjy12711@htsec.com
余金花(021)23154113 yjh13785@htsec.com
张恒浩(021)23154113 zhh14696@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 02123219748 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 朱 彤 zt14684@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com 柳文韬(021)23219389 lw13065@htsec.com 吴锐鹏 wrp14515@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 王天璐 wtl14693@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 联系人 曹有成(021)63411398 cyc13555@htsec.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com	军工行业 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com 胡舜杰 021-2315-4483 hsj14606@htsec.com
银行业 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wj13985@htsec.com	家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com
造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@htsec.com		

研究所销售团队

深广地区销售团队 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com	北京地区销售团队 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@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