

2023年05月11日
辉隆股份(002556.SZ)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

贸易 III

农资流通行业领先企业，薄荷醇国产化工艺突破，成长可期

“工贸一体化”战略打造从生产到贸易到服务全产业链，农资行业+精细化工双轨并行：

据公告，公司是安徽省供销合作社联合社控股企业，农资流通行业综合竞争力排名安徽省内第一、全国第三。基于农资产品代理分销业务，公司向上游拓展肥药生产，向下游建立农事服务中心，打通从生产到贸易到消费端一站式综合服务的全套链条，具备优质资源掌控力与完善的终端网络渠道优势。同时公司还积极向最上游资源端拓展，参与中盟磷业破产重整，涉足优质磷矿资源，据查储量可达9500万吨，资源优势突出。公司通过收购海华科技切入精细化工领域，间甲酚-百里香酚-L-薄荷醇工艺路线打破了国外技术垄断，成为公司未来重要利润增长点。

间甲酚-百里香酚-薄荷醇产业链打通，有望逐步成长为公司的第二业绩支柱：

据公告，公司3000吨薄荷醇项目、1万吨间甲酚扩产项目于2022年陆续顺利投产，海华科技成为全球唯一一家拥有从“甲苯—氯化甲苯—间甲酚—百里香酚—L-薄荷醇”核心产业链的企业，国际竞争力大幅提升。目前公司薄荷醇工序运行良好，产销持续提升，发展态势良好。以工业合成方法制备的薄荷醇较天然提取的纯度更高、成本更低，且供给稳定，有望逐步替代天然薄荷醇的市场空间，在日化、食品等领域需求持续提升；公司所采用的百里香酚路线重点在于手性拆分技术，免去了前期手性还原步骤所需的昂贵催化剂配体及苛刻的工艺条件，污染相对较小，产业化优势显著。在公司间甲酚原料充足的条件下，未来薄荷醇产能有望大吨位扩张，逐步成为公司的第二利润支柱产业。同时，海华的产业链有望持续向多项小品种及更下游凉味剂产品方向拓展，将进一步提供成长弹性。

投资建议：

预计公司2023-2025年归母净利润分别为6.75亿元、8.94亿元、11.8亿元，对应PE 11.7、8.8、6.7倍。给予公司2023年16倍PE，对应目标价11.32元，首次覆盖给予买入-A评级。

风险提示：产品及原料价格波动、产能建设进度不及预期、对外投资风险、创新产业发展不确定性等。

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

11.32元

股价(2023-05-10)

8.25元

交易数据

总市值(百万元) 7,870.44

流通市值(百万元) 7,778.97

总股本(百万股) 953.99

流通股本(百万股) 942.91

12个月价格区间 8.07/12.2元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.9	-6.3	-22.4
绝对收益	-0.7	-8.9	-20.4

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

乔璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100001

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	19,081.3	18,249.3	21,722.4	23,780.0	26,245.0
净利润	506.0	510.5	675.2	893.5	1,176.5
每股收益(元)	0.53	0.54	0.71	0.94	1.23
每股净资产(元)	4.03	4.27	4.82	5.40	6.31

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	15.6	15.5	11.7	8.8	6.7
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
净利润率	2.7%	2.8%	3.1%	3.8%	4.5%
净资产收益率	13.2%	12.5%	14.7%	17.3%	19.5%
股息收益率	4.8%	0.0%	3.4%	4.3%	3.8%
ROIC	19.7%	15.8%	25.8%	31.7%	32.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 录

1. 公司是中国农资连锁经营的倡导者，“工贸一体化”战略下深耕精细化工产业	5
1.1. 以供销社系统农资流通业务为基石，向上游生产与下游服务方向持续拓展	5
1.2. 经营情况稳定向好，盈利水平持续提升	8
2. 农资行业重要参与者，资源与实力并行	9
2.1. 农资流通行业是串联上游大工业和下游高分散需求的重要部分	9
2.2. 行业逐步朝效率最大化方向变革	9
2.3. 公司依赖自身优势，农资流通业务快速发展	11
2.3.1. 终端网络完善，国内外广泛布局	11
2.3.2. 具备优质的资源掌控力	12
2.3.3. 国企背景，信贷资源丰富	13
2.3.4. 高研发费用支持自主品牌产品开发	13
2.4. 上游肥药生产端蓬勃发展，涉足优质磷矿资源进一步补齐产业链	14
3. 进军高端香精香料行业，打造新的增长极	16
3.1. 海华科技产业格局较好，主要产品居于国内领先地位	16
3.2. 海华业绩规模快速提升，为公司增厚利润	18
3.3. 百里香酚-薄荷醇：延伸产业链，跨入高端香精香料领域	19
4. 盈利预测	22
5. 风险提示	23

目 录

图 1. 公司股权结构图	5
图 2. 公司主营营收占比分布（外圈 2022 年，内圈 2021 年）	6
图 3. 公司主营毛利占比（外圈 2022 年，内圈 2021 年）	6
图 4. 公司主营毛利率水平变动情况	6
图 5. 公司主营业务链条	7
图 6. 公司历史沿革	7
图 7. 公司贸易业务模式	7
图 8. 公司营收及增速	8
图 9. 公司归母净利润及增速	8
图 10. 公司毛利率净利率呈现逐步提升趋势	8
图 11. 公司期间费用率变动	8
图 12. 公司资产负债率维持在较平稳的状态	8
图 13. 公司 ROE 及 ROIC 水平	8
图 14. 农资流通行业上游大工业下游高度分散	9
图 15. 农资流通行业业态变革	10
图 16. 农资流通连锁经营模式示意图	10
图 17. 公司国内国际贸易图	12
图 18. 公司农资产品收入体量大	13
图 19. 公司研发费用逐年提高	13
图 20. 复合肥价格与价差走势	14
图 21. 磷酸一铵价格与价差走势	14
图 22. 中农立华原药价格指数	14
图 23. 中农立华原药品种价格较去年涨跌数量统计	14

图 24. 磷矿石价格强势上涨	15
图 25. 海华科技产业链示意图	16
图 26. 间甲酚进口量及进口价格走势	17
图 27. 对氨基苯甲醚价格受环保影响一路上涨	17
图 28. 海华规模快速增长	18
图 29. 从间甲酚合成百里香酚再合成 L-薄荷醇的化学过程	20
图 30. 薄荷醇进口量快速提升	21
图 31. 长期看薄荷醇底部价格在 9-10 万元/吨	21
图 32. 薄荷味食品的开发需求带动薄荷醇需求	21
图 33. 含有薄荷成分的日化用品需求增量大会	21
表 1: 公司主要产品产能情况	7
表 2: 2019/2020 全国农资流通企业综合竞争力百强榜单前 20 名	11
表 3: 公司销售农药产品市占率	14
表 4: 2019 年全球杀虫剂销售额排名	15
表 5: 公司 1,000t/a 百里香酚及 3,000t/a L-薄荷醇项目利润测算	19
表 6: L 薄荷醇的工艺路线对比	20
表 7: 公司薄荷醇产业链催化剂研发进度	20
表 8: 公司盈利预测拆分	22
表 9: 可比公司 PE	23

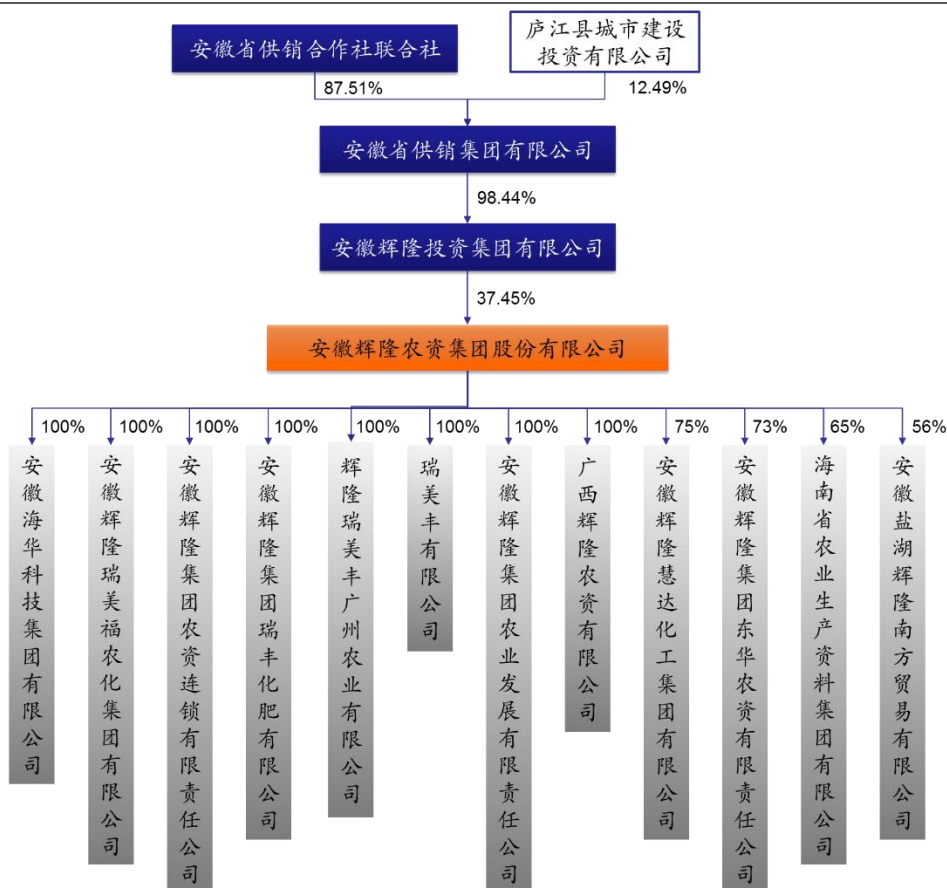
1. 公司是中国农资连锁经营的倡导者，“工贸一体化”战略下深耕精细化工产业

1.1. 以供销社系统农资流通业务为基石，向上游生产与下游服务方向持续拓展

安徽辉隆农资集团股份有限公司前身为安徽辉隆农资集团有限公司，于2008年11月经发起人协议，安徽省供销合作社联合社的批复及股东决议，整体变更为股份有限公司，于2011年3月2日在深交所上市。

公司是安徽省供销合作社联合社控股企业，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、农药及精细化工产品生产与销售。据公告，作为中国农资流通行业第一家上市公司、供销社“新网工程”示范企业，行业综合竞争力排名省内第一、全国第三，是安徽省农资供应龙头企业；多个精细化工产品产能及产量位居国内前列，在细分市场上占据领先地位。

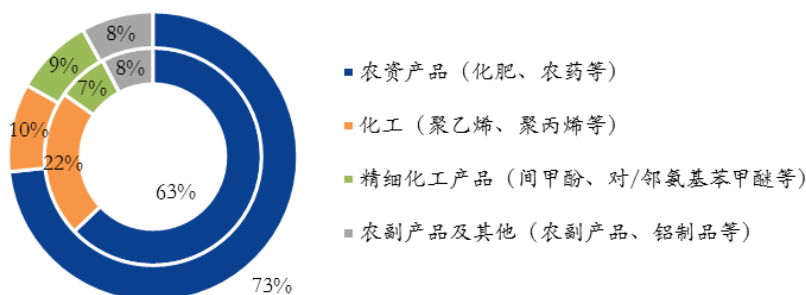
图1. 公司股权结构图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

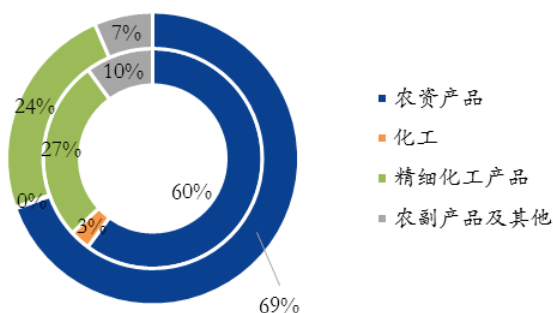
据公告，目前公司主营业务发展态势良好，自主品牌复合肥年产能155万吨，磷酸一铵年产能20万吨，全年化肥销售总量超过400万吨；公司农药业务主要是作为先正达、拜耳等国际知名农药企业的全国平台代理，掌控优质农药进口资源，年分销量超过30亿元，位列全国前三；公司已具备10500吨/年农药制剂的产能，每年均产生稳定盈利；目前，年产2,000吨氯虫苯甲酰胺原药及中间体项目已开工建设，项目稳步推进。公司农资业务发展稳中有进，销售规模和利润水平继续保持良好发展态势，市场影响力不断提升。

图2. 公司主营营收占比分布（外圈 2022 年，内圈 2021 年）



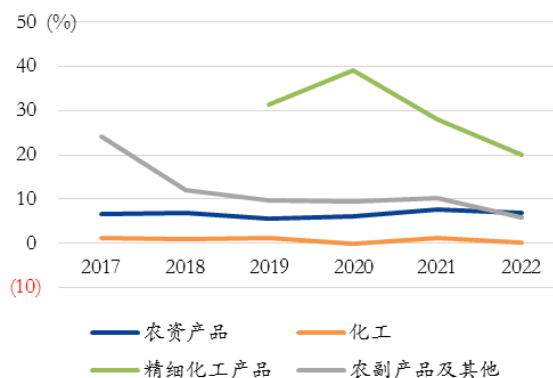
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图3. 公司主营毛利占比（外圈 2022 年，内圈 2021 年）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图4. 公司主营毛利率水平变动情况



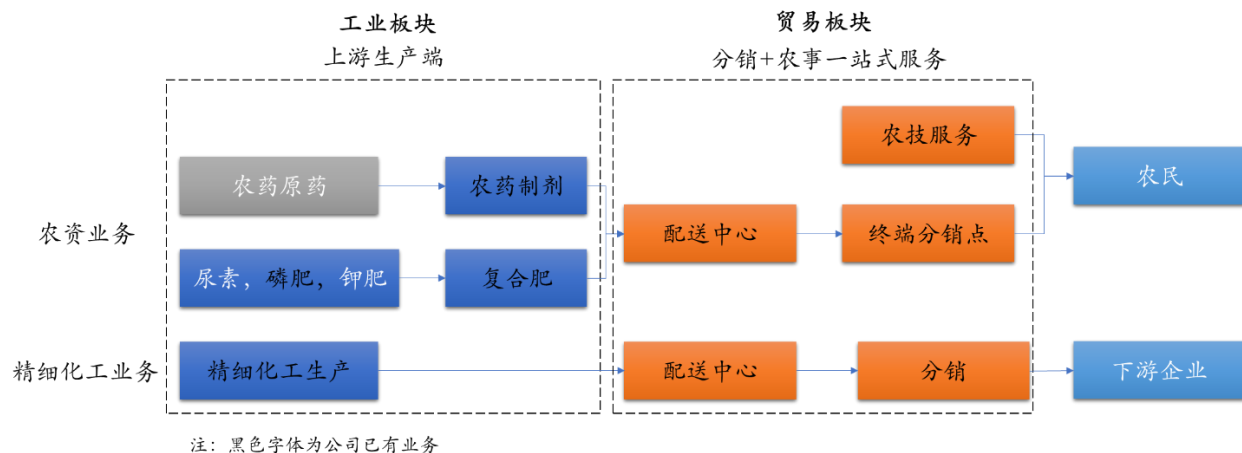
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司坚持“工贸并举、工业强企、以工带贸、以贸助工、以工哺农”的“工贸一体化”战略，打造从生产到贸易到服务全产业链优势。

农资主板块以农资流通为基础，向上游切入农药化肥生产环节，向下游抓住农业现代化机遇，积极涉入农业服务环节，加强终端控制能力：公司拥有六大肥药生产基地，“辉隆”“五禾丰”等自主品牌肥药蓬勃发展。与国内外知名农资厂商建立战略合作关系，贸易网络覆盖全国 32 个省区，出口遍及 60 多个国家和地区。致力于作物营养及保护事业，坚持以科技服务为核心竞争力，打造“种得好、管得好、收得好、加工好、卖得好”的“辉隆五好”模式，实施产前优质农资供应、产中技术指导、产后粮食烘干收储销售全程系列化服务，将碎片化的服务整合成为“耕种管收储”一站式综合服务，农事服务中心结合公司的肥药资源，嫁接优质种子资源，着力开展种肥药一体化的订单种植、土地托管、农技培训、示范基地建设、飞防植保等综合服务，真正将种植端和消费端有效衔接起来，打造中国最伟大的现代农业综合服务商。据公告，目前农事服务中心已实现盈利，未来公司将加快农事服务中心建设，在条件成熟地区复制推广。据公告，中成科技 30 万吨/年复合肥项目已投产，农药原药项目建设稳步推进。

精细化工板块技术水平领先，间甲酚-百里香酚-薄荷醇产业链打破国外技术垄断：公司拥有先进的染料中间体、医药及农药中间体等精细化工产品的合成技术和稳定的产品生产能力，形成稳产、低耗、节能、环保、安全的生产工艺，技术水平国内领先。据公告，公司在甲酚系列产品（间甲酚、百里香酚、薄荷醇）上打破了国外技术垄断，海华科技集团薄荷醇工序已全线贯通，产品达国际一流水平；2022 年 3000 吨 L-薄荷醇、1 万吨间甲酚、1.5 万吨 BHT 扩产等重点项目建成投产；同时进军生物医药赛道，打造“华韵”护肤国民品牌。

图5. 公司主营业务链条



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表1：公司主要产品产能情况

主要产品	设计产能	2022年产能利用率	新增产能	投资建设情况
对/邻氨基苯甲醚	10,500 吨/年	95.03%		
间氯苯胺	1,500 吨/年	95.01%		
硫代硫酸钠	25,426 吨/年	66.97%		
间甲酚 (新)	10,000 吨/年	74.57%		2022年8月正式投产
间甲酚 (旧)	10,000 吨/年	67.07%		
BHT	15,000 吨/年	88.03%		2022年10月投产
对/邻氯甲苯	29,000 吨/年	96.10%		
百里香酚	4,000 吨/年	52.30%		其中3,000吨产能用于下游薄荷醇生产
L-薄荷醇	3,000 吨/年	67.16%		2022年3月正式试车投产
复合肥	1,250,000 吨/年	70.00%	300,000 吨/年	在建产能已于2023年1月投产
磷酸一铵	150,000 吨/年	95.00%		
农药制剂	10,500 吨/年	80.00%		
水溶肥	20,000 吨/年	10.00%		
其他	光伏边框	80,000 吨/年	35.00%	2022年7月投产

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图6. 公司历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图7. 公司贸易业务模式

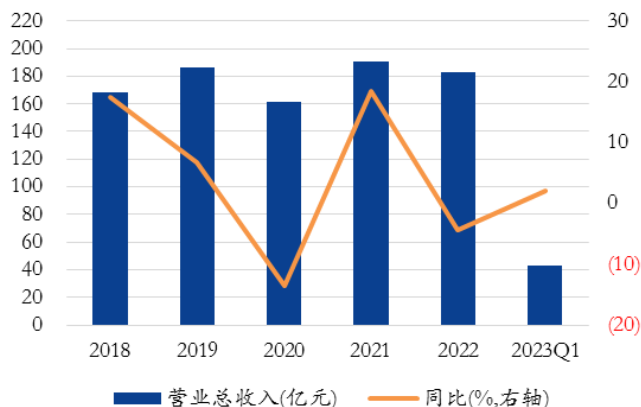


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 经营情况稳定向好，盈利水平持续提升

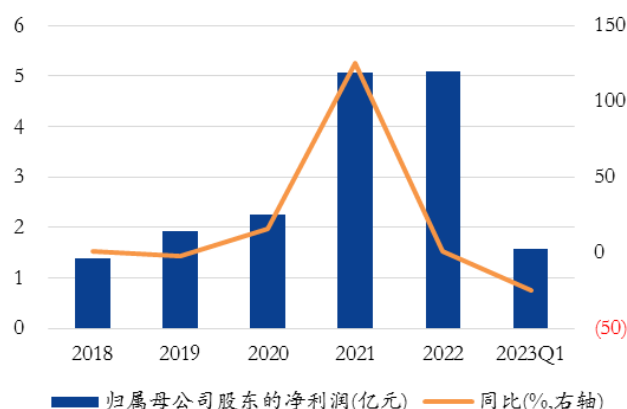
2022 年公司实现营业收入 182 亿元，同比下滑 4.36%，归属于母公司的净利润 5.10 亿元，同比增长 0.88%。2022 年下半年受需求下滑及产品价格下降拖累了盈利水平。2023 年一季度公司实现营收 43.3 亿元，同比增长 2.04%，归母净利润 1.57 亿元，同比下滑-24.9%，环比有所回升。

图8. 公司营收及增速



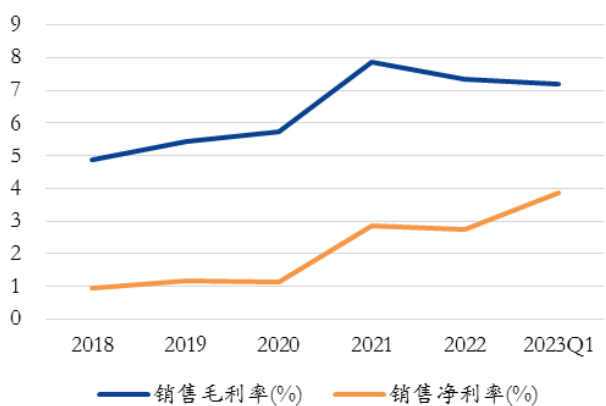
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图9. 公司归母净利润及增速



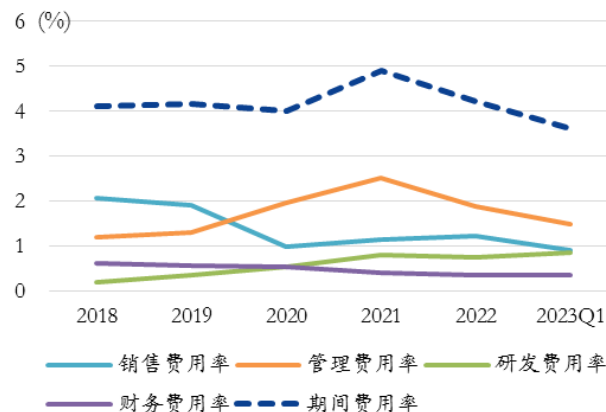
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图10. 公司毛利率净利率呈现逐步提升趋势



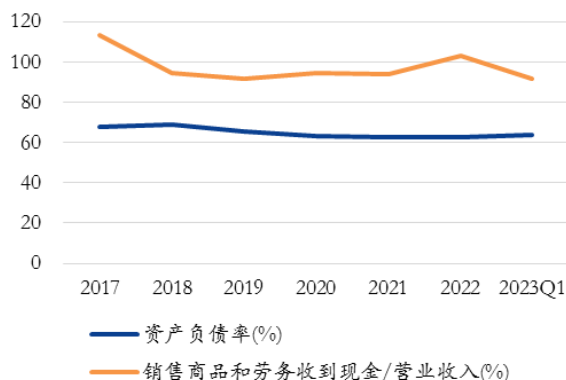
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图11. 公司期间费用率变动



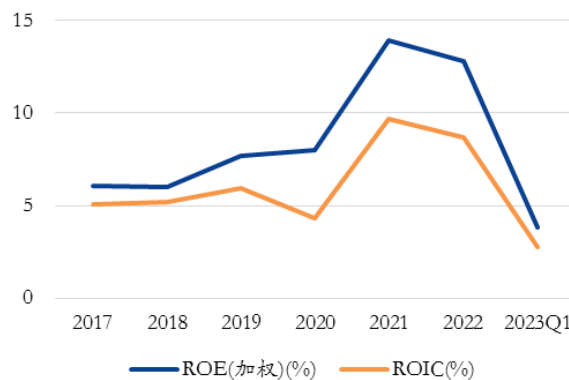
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图12. 公司资产负债率维持在较平稳的状态



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图13. 公司 ROE 及 ROIC 水平



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 农资行业重要参与者，资源与实力并行

2.1. 农资流通行业是串联上游大工业和下游高分散需求的重要部分

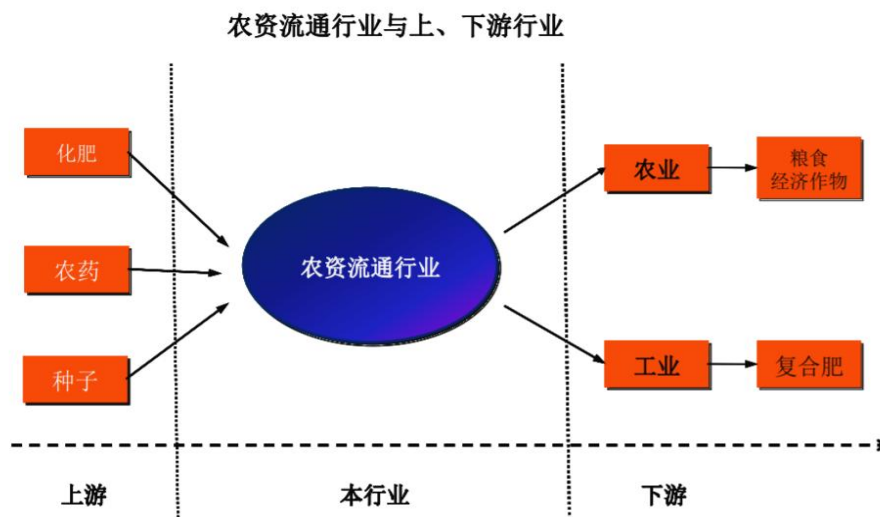
农资流通行业主要是负责农药化肥种子等农业生产资料的购买、存储、运输、分销等各个环节。农资流通行业直接服务“三农”，是连接上游生产企业和下游农户的桥梁，肩负着保障农业增产，农民增收的重大使命，是牵涉到国家粮食安全的关键行业。

农资流通行业的上游是农药、化肥、种子的生产商，一般属于大工业生产，规模较大。例如盐湖钾肥 500 万吨产量占全中国需求的三成（据百川），氮肥单套装置 50 万吨，足够 1000 万亩土地使用，农药一般单套装置千吨到万吨级别，而单亩使用量只有几克（据耕种帮种植网），因此农资上游企业一般规模较大，属于大宗原材料生产商，在运输上和分销上都不具备优势。

农资流通下游一方面主要是农户及农场，据自然资源部，我国人均耕地面积约 1.4 亩，家庭式耕作依然是主流，小农户需求量一般较少，属于一个需求高度分散的市场。另一方面是复合肥企业的工业需求，复合肥企业装置具备区域性，属于较小而分散的行业。总的来看，农资下游是一个庞大而高度分散的需求市场。

同时，据百川，全国尿素年消费量在 5000 万吨级别，磷肥和钾肥在 1500 万吨级别，而化肥大工业生产需要持续性才经济，而下游的使用具备季节性，化肥天性具备淡储旺供的特点，化肥作为大宗货物，从工厂到农户的储运过程需要有中间企业进行精心安排，这也是农资流通行业存在的原因。

图14. 农资流通行业上游大工业下游高度分散



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

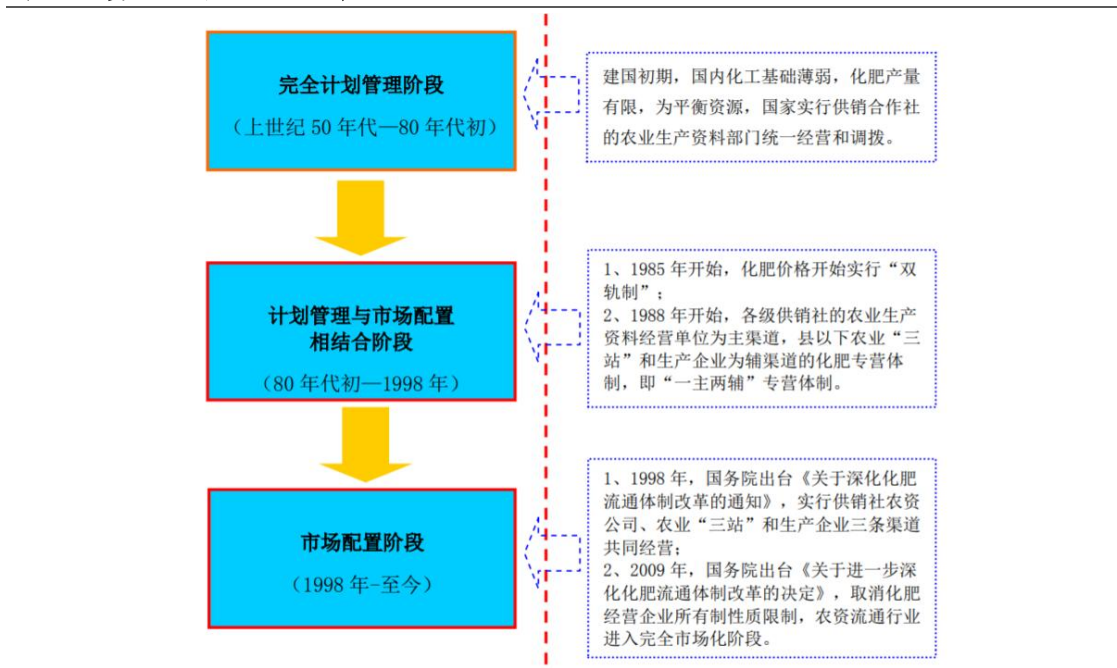
2.2. 行业逐步朝效率最大化方向变革

农资流通行业涉及国计民生，在建国初期由于受制于农资工业基础薄弱，国家统一调配农资。一直到改革开放以后，才逐步放开农资流通市场，形成目前的完全市场竞争体系。

农资流通行业牵涉面广，涉及大宗采购、仓储、配送销售及庞大销售渠道维护管理等诸多方面，同时由于农资流通行业利润较薄，企业管理水平的高低对企业发展乃至生存至关重要。

采购方面，必须对化肥等重要农资未来价格走势做出准确预判；仓储配送方面，必须尽最大可能优化业务流程，降低流通成本；更重要的是，针对庞大的销售网络，企业首先必须对其实施有效可控的统一管理，同时还要根据不同地区的实际情况实行一定的差异化管理，并对目标市场变化及时作出反应。这些管理能力的形成需要较长时间的摸索与积累。在逐步市场竞争中，行业业态也经历了新的变革。

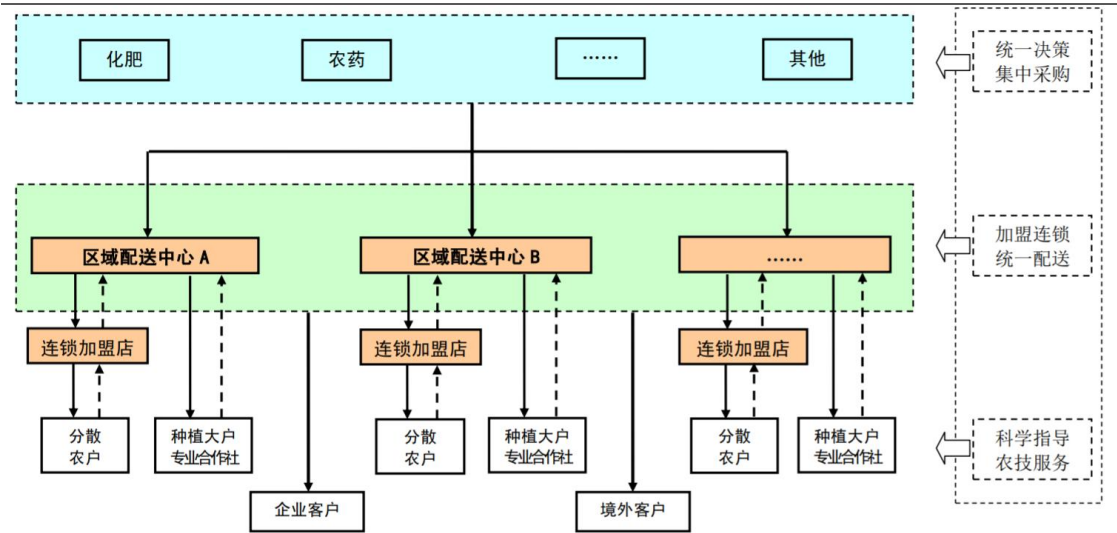
图15. 农资流通行业业态变革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

行业朝效率最大化方向变革，连锁经营取代批发分销。我国农资流通行业较长时间内一直实行“批发分销”经营模式，即大型批发商从上游厂商大批量采购后，逐级批发给下一级，流通环节较多，流通成本高，已经被新型业态连锁经营所替代，连锁经营是公司直接公司层面统一采购，全国范围内设置配送中心，并在县以下地区自建或加盟设立终端网点，由公司配送中心直接对终端网点进行配送，同时公司对连锁网点统一管理，统一采购，统一配送，统一品牌，统一服务。相当于采购端规模化，配送渠道扁平化，终端网点下沉化。实现了农资渠道效率最大化。

图16. 农资流通连锁经营模式示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

连锁经营实现了农技服务下乡。由于连锁经营是公司统一对终端网点及品牌进行管理，因此公司可以针对农民组织农业技术服务，一方面提高自身品牌影响力，一方面提高自身产品的使用效率，提高用户粘性，不断实现市场份额扩张。

国内农资流通市场还具备分散性和地域性。国内农资流通市场由于经营同质化，发展时间短，还处于大行业、小企业的格局阶段。据中华供销合作社发布的数据显示，2020年全国农业生产资料连锁企业数量约为2344个，行业头部企业市占率低，行业竞争较为激烈，利润率较低。同时由于农资行业本身运输半径有限，各企业本地化发展严重，呈现一定的区域化特征。

农资流通行业在农业现代化过程中有一席之地。农资流通行业在向“一网两用，双向流通”方向发展，利用农资流通企业的物资储运能力，对农民进行农产品收储，实现渠道效率最大化。随着国内土地流转政策推行，农村劳动力老龄化，我国农业耕地也在逐步从单一农户到种粮大户或合作社，农场集中。下游用户集中度提高有利于农资流通行业的品牌连锁企业发挥自身优势，利用品牌和农技服务，扩大市占率。同时品牌连锁可以借用自身大B优势，拓展从订单农业到农资、大田托管、粮食烘干收储的农业全系列化服务。

公司积极探索打造农业产业链服务闭环，探索出一套成熟的农业综合服务经营模式，建成庐江、涡阳、六安、全椒、含山、岗集、水湖等标准化现代农业综合服务中心，围绕订单农业，实现种肥药组合供应、农技服务、粮食收储一体化，种植端和消费端有机对接，助力农民丰产增收，为推动乡村振兴和促进现代农业发展做出新探索、新贡献。据公告，目前公司的农事服务中心已实现盈利。

2.3. 公司依赖自身优势，农资流通业务快速发展

2.3.1. 终端网络完善，国内外广泛布局

终端网络是公司主业的根基，公司按照“省内做连锁，省外抓批发”和“走出去”的网络建设方针，大力开展农资连锁经营，构建了以“配送中心+加盟店”为基础的辉隆连锁网络，并顺应现代农业发展形势将其拓展至“配送中心+加盟店+农村新型经营主体”的服务模式。据公告，公司前身供销社资产，在安徽本地拥有良好的终端基础，上市前公司已有56个配送中心和2300个加盟店，上市后公司终端网络逐步扩大，目前公司化肥业务遍及国内17个省区，农药业务覆盖10多个省，出口遍及60多个国家，拥有强大的分销网络。据农资流通协会，近年来公司的综合竞争力一直保持全国行业前4名。据安徽省供销社联合社网站，安徽辉隆投资集团有限公司位列2021/2022年度中国农资流通企业综合竞争力百强第3名，较去年排名上升1名；同时，安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司位列第17名，安徽辉隆瑞美福农化集团有限公司位列第27名。

表2：2019/2020 全国农资流通企业综合竞争力百强榜单前 20 名

排名	名称	地区
1	中国农业生产资料集团公司	北京
2	云南云天化股份有限公司	云南
3	浙农集团股份有限公司	浙江
4	安徽辉隆投资集团有限公司	安徽
5	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	黑龙江
6	四川省农业生产资料集团有限公司	四川
7	广东天禾农资股份有限公司	广东
8	重庆市农业生产资料(集团)有限公司	重庆

9	新疆农资（集团）有限责任公司	新疆
10	湖北省农业生产资料控股集团有限公司	湖北
11	河北省农业生产资料集团有限公司	河北
12	福建省福农农资集团有限公司	福建
13	山西农资集团有限公司	山西
14	九禾股份有限公司	重庆
15	邦力达农资连锁有限公司	四川
16	湖南隆科农资连锁有限公司	湖南
17	华垦国际贸易有限公司	北京
18	辽宁化肥有限责任公司	辽宁
19	烟台众德集团有限公司	山东
20	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	安徽

资料来源：中国农资流通协会，安信证券研究中心

图17. 公司国内国际贸易图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.3.2. 具备优质的资源掌控力

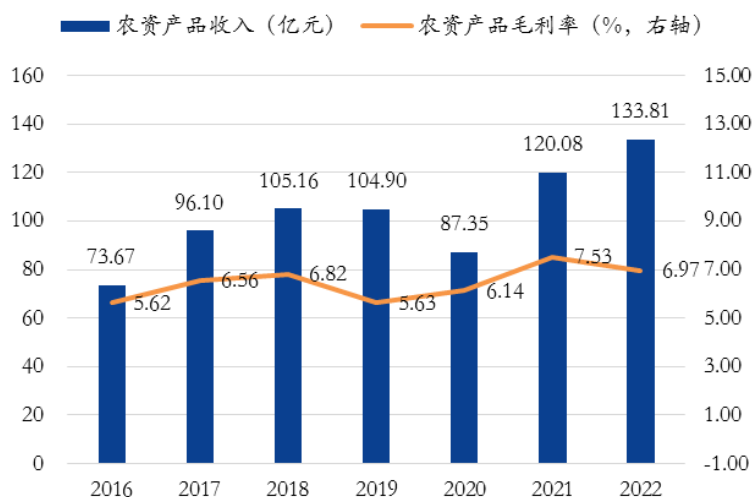
公司不断夯实上游核心资源优势，持续强化资源建设，完成资源战略全球布局。据公司官网，公司与盐湖股份、国投罗钾、米高集团、中盐昆山、祥云股份、晋煤天源、瑞星集团、中煤集团、昊源化工、山西天泽、九江心连心、中国石油西北等国内外知名农资厂商建立战略合作关系，具备了优质资源掌控力，拥有 200 多万吨氮肥、100 多万吨钾肥的年销售能力。在化肥经营上，公司始终保持行业领先水平，成为郑南所“商储无忧”项目首批过点企业、首批尿素交割仓库。

同时公司拥有优质坚实的供货渠道，据公司官网，公司与先正达、拜耳、科迪华、巴斯夫、富美实、日产化学、中化作物、安道麦、乐山衣福、浙江新安、南通江山、台湾兴农、江苏扬农、四川利尔、UPL、西大华特、四川国光、世科姆、江门植保、上海生农等多家国内外供应商建立战略合作关系，取得了多种商品的独家代理权，代理产品种类包含除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂等，同时承担多家跨国企业在中国区域的物流服务平台。

2.3.3. 国企背景，信贷资源丰富

由于农资生产的常年性和农资消费的季节性特征，为保证市场稳定供应，流通企业必须实行大规模的“淡储旺销”。大规模的“淡储旺销”导致存货占用流动资金量大且周期较长，势必要求企业必须具备雄厚的资金实力。因此，农资流通行业具有较高的资金壁垒。公司作为老牌供销社体系下的国企，在信贷资金上具备得天独厚的优势。公司作为安徽省供销社控股的上市公司，银行授信超过100亿（公司公告），为公司农资流通持续增长奠定了基础。

图18. 公司农资产品收入体量大

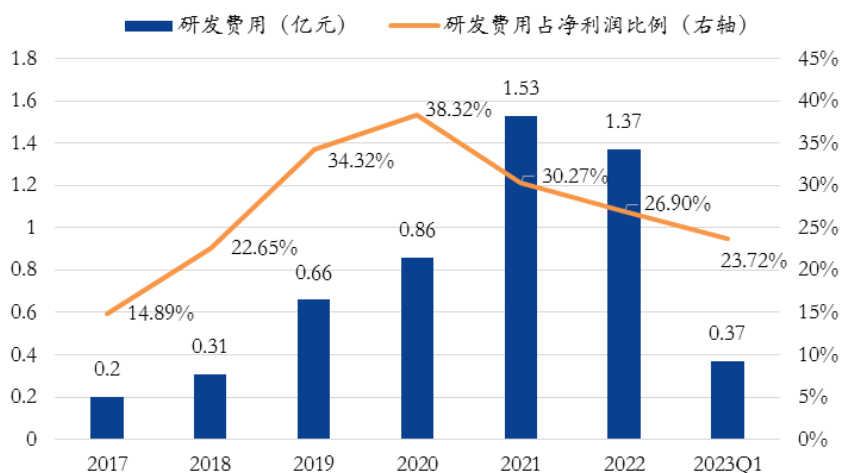


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3.4. 高研发费用支持自主品牌产品开发

为了开发自主产品，公司连年投入大量研发费用，用于开发新型复合肥产品、磷肥、农药制剂的生产。

图19. 公司研发费用逐年提高

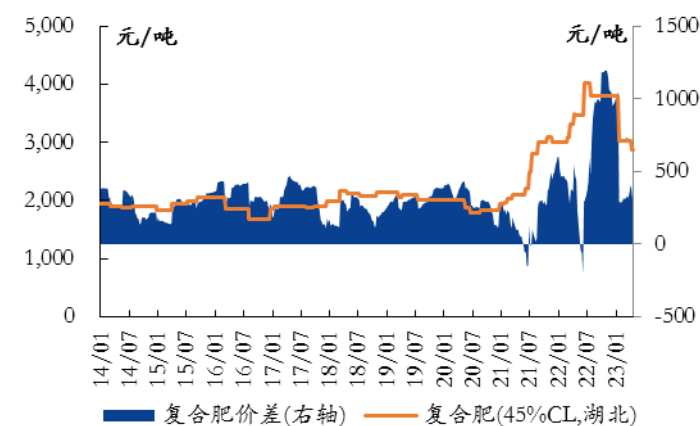


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.4. 上游肥药生产端蓬勃发展，涉足优质磷矿资源进一步补齐产业链

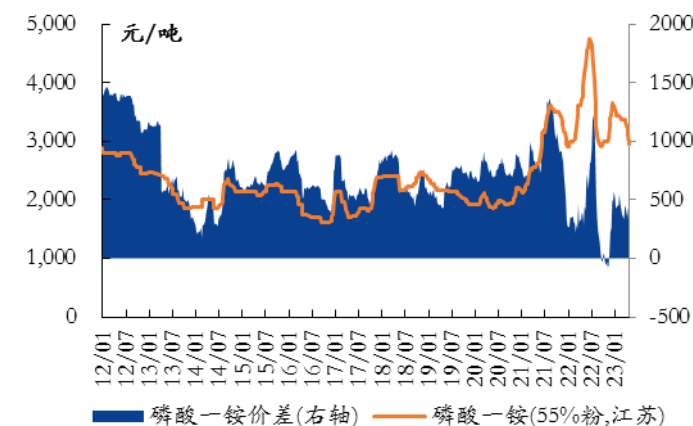
公司从农资流通到生产，实行“工贸一体化”战略，发展自有品牌药肥提高利润率。公司在做流通农资的同时，不断上游扩张，扩展自身产品利基。在化肥产品上，自建复合肥基地，不断开发新型高端复合肥，进军高端蔬菜水果花卉市场。在农药上开发自有品牌，自建制剂工厂。公司拥有六大肥药生产基地，“辉隆”“五禾丰”等自主品牌肥药蓬勃发展。据公告，目前公司拥有自主品牌复合肥产能155万吨/年，磷酸一铵产能20万吨/年；具备10500吨/年农药制剂产能，年产2000吨氯虫苯甲酰胺原药及中间体项目已开工建设，项目稳步推进。据中国农药工业协会，2021年公司自产品牌农药制剂销售额全国排行前30。

图20. 复合肥价格与价差走势



资料来源：百川，安信证券研究中心

图21. 磷酸一铵价格与价差走势



资料来源：百川，安信证券研究中心

表3: 公司销售农药产品市占率

产品分类	产品品种	用途	市场占有率（安徽）
除草剂	灵斯科系列、三唑磺草酮、氟氯草酯系列产品	用于水稻田主要杂草防治	65% 左右
杀虫剂	氯虫系列产品	用于各类作物主要虫害防治	58% 左右
杀菌剂	丙烯酸酯类、三唑类	用于各类作物主要病害防治	25% 左右

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

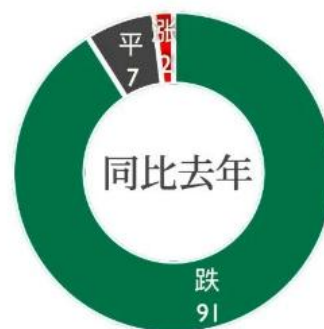
据中农立华，农药原药价格指数自2022年初开始持续走低，大部分农药品种价格下跌，景气处于周期底部区间，将利好制剂端利润水平提升。

图22. 中农立华原药价格指数



资料来源：中农立华，安信证券研究中心

图23. 中农立华原药品种价格较去年涨跌数量统计



资料来源：中农立华，安信证券研究中心

据农药市场信息，氯虫苯甲酰胺（国内产品为 20%氯虫苯甲酰胺悬浮剂，商品名为康宽）是美国杜邦推出的一款新型杀虫剂（后由富美实买断），自 2007 年上市以来，现已在世界上 100 多个国家销售，在市场上推广了十几年，杀虫效果仍然非常突出，是全球市场销售额位居榜首的杀虫剂品种。氯虫苯甲酰胺专利 2022 年 8 月 13 日到期。据中国农药信息网，氯虫苯甲酰胺的药剂登记信息有 90 条，包括原药、单剂、混配剂。据爱采购，氯虫苯甲酰胺原药价格约 50~70 万元/吨。公司在建项目若落地，有望贡献一定利润增量。

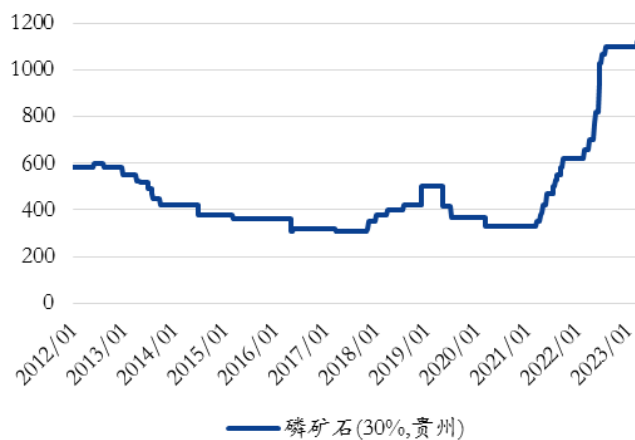
表4：2019 年全球杀虫剂销售额排名

排名	有效成分	销售额（亿美元）	类型
1	氯虫苯甲酰胺	17.5	双酰胺类
2	噻虫嗪	10.72	新烟碱类
3	吡虫啉	9.3	新烟碱类
4	高效氯氟氰菊酯	6.32	拟除虫菊酯类
5	毒死蜱	5.62	有机磷类
6	阿维菌素	5.79	生物发酵产品类
7	氟苯虫酰胺	5.07	双酰胺类
8	氟虫脲	4.41	其他类
9	噻虫胺	4.18	新烟碱类
10	乙酰甲胺磷	3.75	有机磷类
11	多杀霉素	3.67	生物发酵产品类
12	氯氟菊酯	3.57	拟除虫菊酯类
13	溴氟菊酯	3.45	拟除虫菊酯类
14	啉虫脒	3.11	新烟碱类
15	联苯菊酯	2.65	拟除虫菊酯类

资料来源：农药资讯网，安信证券研究中心

同时，公司积极参与中盟磷业破产重整，通过“债转股”方式，公司持有中盟磷业 11.28% 股份。据公告，中盟磷业具有优质的磷矿资源，根据《贵州省瓮安县白岩磷矿补充详查地址报告》显示，中盟磷业白岩磷矿储量可达 9500 万吨，资源优势突出，未来公司有望进一步补齐产业链，满足资源保障，同时也能获得一定的投资收益。

图24. 磷矿石价格强势上涨



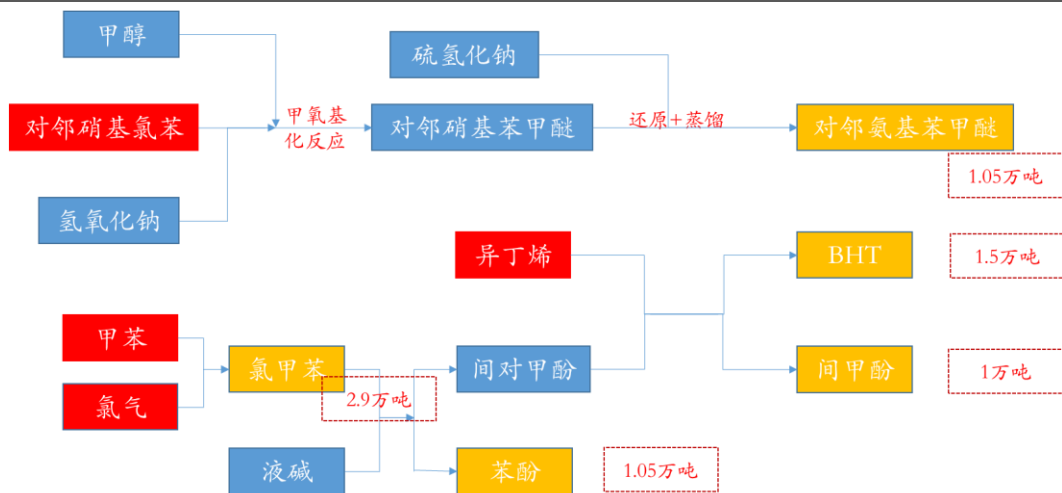
资料来源：百川，安信证券研究中心

3. 进军高端香精香料行业，打造新的增长极

3.1. 海华科技产业格局较好，主要产品居于国内领先地位

公司 2019 年并购海华科技，海华科技属于高端精细化工材料行业，主要产品包括氨基苯甲醚、间甲酚、氯甲苯，主要领域包括染料、医药、农药、食品添加剂的中间体。

图25. 海华科技产业链示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

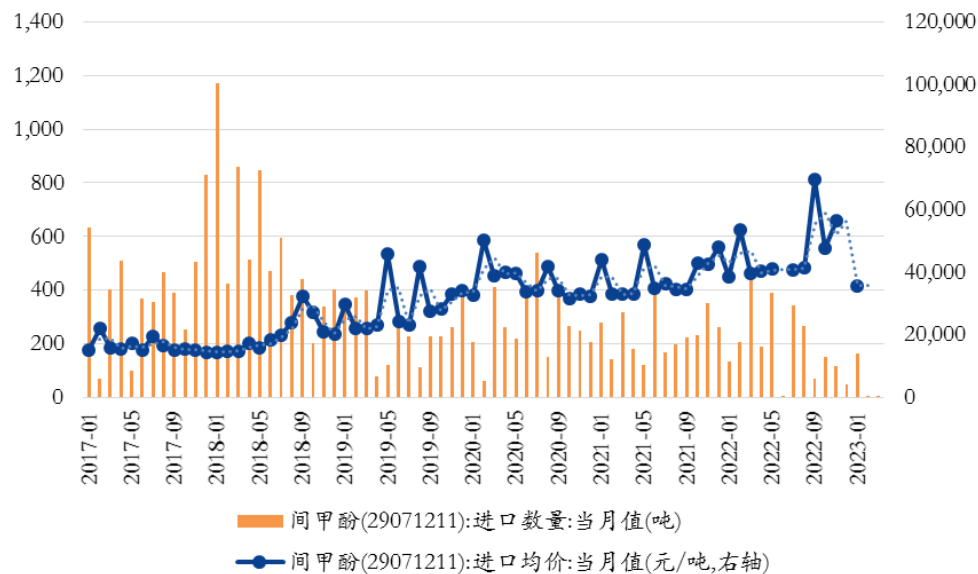
公司原料主要是精细化工和大化工，上游供给有保障。公司主要原料包括邻对硝基氯苯、甲苯、异丁烯。甲苯和异丁烯是大炼化产物，近年来，随着国内新增炼化产能和大乙烯项目增多，甲苯和异丁烯产能也在逐年增多，供给保障性强，未来有望保持价格相对平稳。邻对硝基氯苯属于精细化工品，据世界农化网，国内硝基氯苯年产能约 83 万吨，有效产能 60 多万吨，此前主要供应商八一厂搬迁，导致 20 万吨产能间歇性停产，价格出现较大幅度上涨，但随着广信股份的 20 万吨新产能投产，同时八一厂搬迁完成，邻对硝基氯苯价格回归前期低位。

产品行业格局较好，公司在细分品种上产能、产量在同行业中位居前列，有望充分受益于产品景气向上。

间甲酚：据华经网，全球间甲酚产能约 6 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，国内最大的是海华科技，产能 8000 吨。据公告，国内间甲酚 2018 年产量 7,200 吨，进口量 6,641 吨，2018 年海华科技公司的间甲酚销售量为 4,418.95 吨，占整个国内市场需求量的 31.93%，占国内销量的 61%，占有较大的市场份额。随着下游维生素 E 和聚酯类农药需求量的增加，间甲酚的市场需求量将进一步提高。2022 年 8 月，海华新建 10000 吨/年间甲酚投产。

海外由于间甲酚下游百里香酚和薄荷醇需求上升，2019 年起进口量下滑。2019 年 7 月 29 日，商务部发布公告，决定对原产于美国、欧盟和日本的进口间甲酚进行反倾销立案调查；根据商务部终裁公告，原产于美国、欧盟及英国、日本的进口间甲酚存在倾销，并根据终裁决定征收反倾销税，实施期限自 2021 年 1 月 15 日起 5 年。此举将促进间甲酚的进口替代，同时间甲酚价格上移。据海关总署，我国间甲酚进口价格趋势波动向上，价格中枢由 2018 年 2 万元/吨逐步上移至 2022 年 5-6 万元/吨。2022 年下半年开始随着原料价格下降，间甲酚价格也有所回落。

图26. 间甲酚进口量及进口价格走势

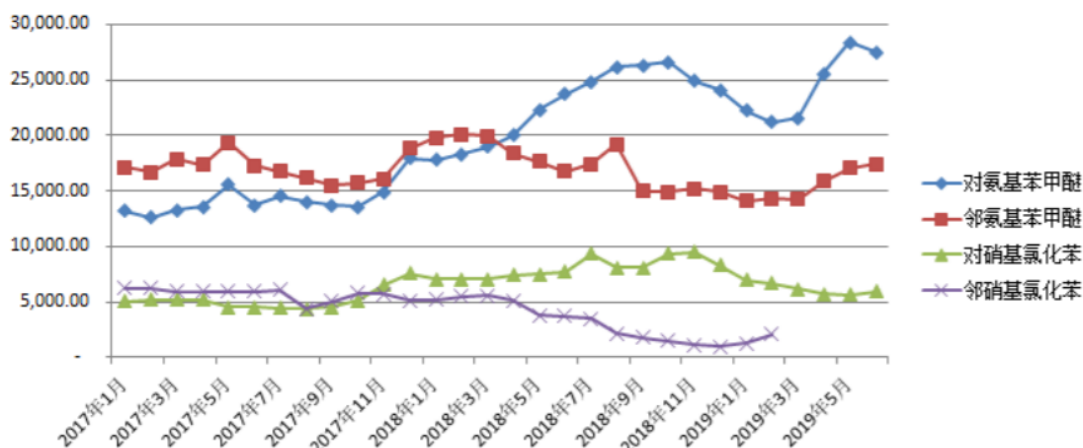


资料来源：海关总署，安信证券研究中心

对/邻氨基苯甲醚：据新思界，2015-2020年我国对氨基苯甲醚市场规模以5.0%左右的增速增长，2020年需求规模接近6万吨。我国对氨基苯甲醚产能不断扩张，现阶段已经成为全球对氨基苯甲醚主要生产国之一，海华科技产能1.05万吨，除海华科技外，其他主要生产企业有江苏中丹化工集团、宁夏华御化工有限公司、沧州联海化工有限公司等。受安全和环保监管的影响，部分厂商停产或搬迁，带来产品价格从2018年以来的大幅上涨。据生意社，2021-2022年中对氨基苯甲醚价格维持在4.1万元/吨的高位。海华科技是少数能够规模化生产和销售的企业。

邻氨基苯甲醚供求较为平衡，价格波动幅度不大，据化工网，2022年9月对氨基苯甲醚价格由前期低位上调至2万元/吨，目前价格约为2.3万元/吨。

图27. 对氨基苯甲醚价格受环保影响一路上涨



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

邻（对）氯甲苯：据公告，整体国内邻（对）氯甲苯产能在10万吨左右，除海华科技外，国内主要生产企业包括：中盐常州化工股份有限公司、江苏超跃化学有限公司、江苏长三角精细化工有限公司和河北三川化工有限公司，海华科技产能占到国内总产能的20%-30%。

下游染料和农药行业格局已经相对稳定，公司客户具备稳定长期需求。

据公告，对（邻）氨基苯甲醚产品广泛应用于染料行业，目前国内染料行业的巨头企业，如浙江龙盛、闰土股份等均是海华科技多年的稳定客户。

间甲酚产品主要应用于医药和农药中间体，主要供应给浙江医药生产维生素 E、长青农化生产聚酯类农药，其他还包括扬农集团、山东富康等均有长期稳定的合作。海华科技通过多年的合作，已经成为浙江医药指定的间甲酚重要战略合作伙伴，被长青农化列入长期稳定的合格供应商名单。

对（邻）氯甲苯主要应用于农药行业。2018 年海华科技对（邻）氯甲苯上市后，不断的得到客户认可及好评，主要客户有浙江联化科技、江苏丰山集团、浙江康丰、山东道可、江西永芳等国内知名企业，并成为其重要战略合作伙伴。

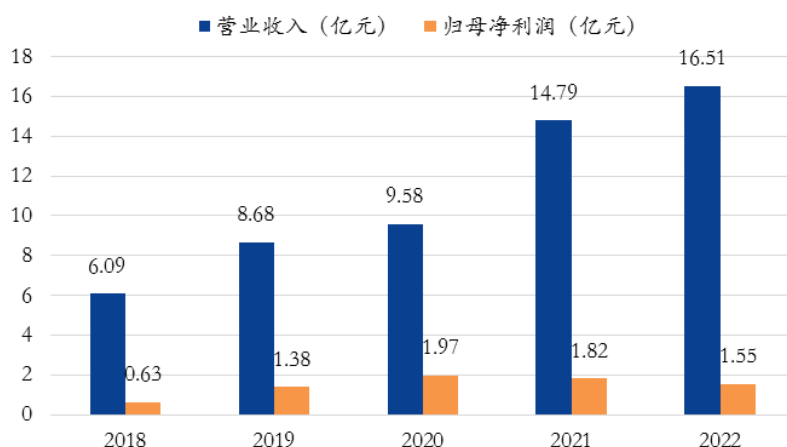
经过多年环保整治和供给侧改革，下游染料和农药行业基本上已经实现小企业退出，少数巨头控制行业大部分份额的寡头局面。由此可以判断，未来公司下游客户将相对稳定，并且伴随下游扩张需求将形成稳中有升的局面。

3.2. 海华业绩规模快速提升，为公司增厚利润

公司收购海华科技 100% 股权后，打通从“化工原料—农药中间体—农药制剂—农资服务”的全产业链，将资金、管理、技术、网络等各种先发优势充分发挥，进而更加深入地推动公司工贸一体化进程，夯实工业板块作为辉隆第二大主业的定位。公司未来将充分利用海华科技的原材料供给的成本优势及子公司瑞美福在农药工业化领域已建立的稳固的分销网络等优势，打造农药中间体项目，从而提高产品核心竞争力和推广能力，提升上市公司盈利水平。

海华科技产品格局改善，收入利润高速增长。伴随了海华上游氯化苯开工顺畅，下游间甲酚、苯甲醚产品价格受环保和需求刺激开始大涨，公司收入利润实现快速增长。公司净利润已经从并购完成前 2018 年的 6304 万元上升到 2021 年的 1.82 亿元，复合增速达 42%。收入从 2018 年 6 亿元，上升到 2021 年 14.8 亿元，复合增速达 34%。2022 年上半年海华净利润即达到 1.41 亿元，下半年受需求下滑及产品价格下跌拖累业绩。2023 年薄荷醇将实现满产，有望拉动业绩重回增长。

图28. 海华规模快速增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 百里香酚-薄荷醇：延伸产业链，跨入高端香精香料领域

公司利用自身产业链优势，开发间甲酚下游产品百里香酚和薄荷醇。据公司可研报告，公司投资总额 4.03 亿元，建设 1000 吨百里香酚、3000 吨 L-薄荷醇产能，项目投产后可产生收入超 4 亿元、净利润约 8000 万元，有望构成公司成长的新里程碑。

表5：公司 1,000t/a 百里香酚及 3,000t/a L-薄荷醇项目利润测算

项目	数量 (吨)	单价 (元 / 吨)	销售收入 (万元)	项目测算净利润 (万元)
百里香酚	1,000	60,000	6,000	
L-薄荷醇	3,000	120,000	36,000	
甲醇	251	2,700	67.77	
合计	-	-	42,067.77	7,947.71

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司以薄荷醇为龙头的一批重点项目稳步推进。据公告，3000 吨薄荷醇项目（2022 年 3 月正式试车投产，6 月正式量产）、1 万吨间甲酚扩产项目（2022 年 8 月正式投产）、1.5 万吨 BHT 扩产项目（2022 年 10 月正式投产）均陆续顺利投产。海华科技成为全球唯一一家拥有从“**甲苯—氯化甲苯—间甲酚—百里香酚—L-薄荷醇**”核心产业链的企业。公司的薄荷醇及百里香酚合成技术打破了国际垄断，属于国际最先进的生产技术，大幅提高了公司的核心竞争力。据公告，公司间甲酚产能除了供应现有客户、拓展新客户、出口等，将进一步作为原材料生产百里香酚、薄荷醇等产品。

百里香酚化学名称 5-甲基-2-异丙基苯酚，俗称百里酚、麝香草酚。最初从百里草中分离而得名，有百里草或麝香草的气味，具备防腐杀菌效果，是制薄荷脑（薄荷醇）的一种重要原料。用于制香料、药物和指示剂等，例如香皂，牙膏等日化品的香味剂，并且起到人体皮肤、口腔黏膜杀菌效果。历史上百里香酚合成一般是植物萃取，但成本过高难以形成大规模应用，人工合成低成本工艺是能够大规模应用的前提。

薄荷醇俗名薄荷脑，学名 5-甲基-2-异丙基-环己醇，化学式 $C_{10}H_{20}O$ ，是薄荷和薄荷精油中的主要成分，以游离和酯的状态存在。薄荷醇由于其含有薄荷香气和清凉效果，因而被大量用于香烟、化妆品、牙膏、口香糖、甜食和药物涂擦剂中。天然薄荷醇主要用于医药、食品饮料、卷烟加工业，合成薄荷醇主要用于化妆品和日化工业。

据香料网，印度是世界主要的薄荷油生产国和出口国，薄荷油主要从薄荷叶中提取而得。薄荷主要种植与印度北部喜马拉雅山麓地区，一年两个产季，原先印度种植的亚洲薄荷油产量约为 100 公斤/公顷，中国的产量可达 235 公斤/公顷，后来印度采用更科学的种植方法以提高产量和质量。在印度，薄荷油广泛用于提取薄荷醇晶体，通过慢速冷冻、结晶、离心和干燥而得到薄荷醇晶体，它广泛用于印度医药和香精香料行业及出口到国外市场，印度市场上薄荷油、薄荷醇晶体交易很活跃。

据公告，薄荷醇是全球需求最大的香料单体之一，目前全球需求量约 5 万吨，70%依赖于植物中提取，30%通过有机合成。当前，L-薄荷醇主要从植物中提取，天然薄荷醇品质高，但价格昂贵，且由于原料受自然环境、产量等因素的影响，天然薄荷醇的产量十分不稳定，目前天然提取薄荷醇的产量已无法满足日益增长的工业需要；而化学合成法成本较低，供给稳定，容易满足工业化大生产的要求，逐渐成为弥补天然薄荷醇的短缺的良好解决方案，未来化工合成替代天然种植的空间较大。

当前国际上通过合成制备 L-薄荷醇的企业主要是日本 Takasago（高砂）、德国 Symrise（德之馨）和巴斯夫。Takasago（高砂）公司采用的合成路线主要是以月桂烯为原料制备 L-薄荷醇。Symrise（德之馨）公司是目前世界上最大的供应外消旋薄荷醇和液态薄荷醇的企业，是全球最大的合成薄荷醇供应商，其合成 L-薄荷醇的路线主要是采用百里香酚为原料合成 L-

薄荷醇。巴斯夫(BASF)公司利用柠檬醛合成L-薄荷醇，催化剂具有很高的转化数，产品在市场上广泛销售。

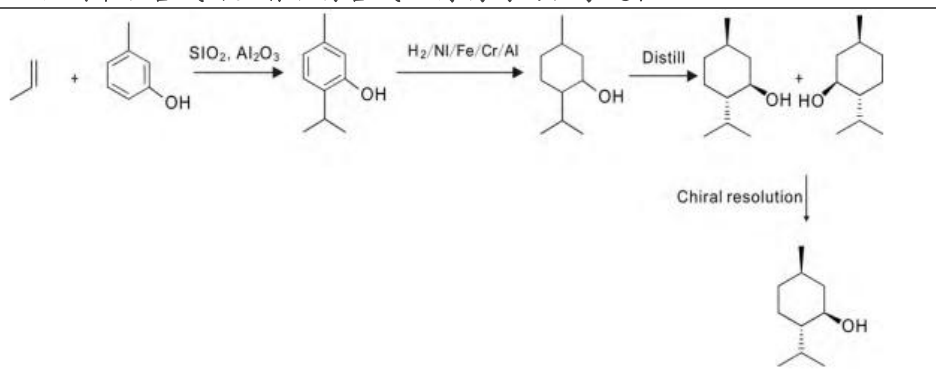
表6: L-薄荷醇的工艺路线对比

工艺路线	天然提取	工业合成				
原料	薄荷叶	月桂烯	柠檬醛	柠檬醛	α -柠檬醛	百里香酚
代表企业	占比约70%	日本高砂	日本高砂	巴斯夫	巴斯夫	德国德之馨
具体方法	蒸馏提取	月桂烯-香叶基胺-香茅醛烯胺-R 香茅醛-L 异胡薄荷醇-L 薄荷醇	柠檬醛-烯胺中间体-R 香茅醛-L 薄荷醇	柠檬醛-香叶醇和橙花醇-香茅醇-香茅醛-L 薄荷醇	香叶醛(α -柠檬醛)-香茅醛-L 薄荷醇	间甲酚-百里香酚-薄荷醇混合物-L 薄荷醇
优点	天然薄荷醇品质高	工艺简单，立体选择性强	柠檬醛手性氢化即可直接得到手性香茅醛，免去了柠檬醛的分离过程	立体选择性强	手性催化剂在特定条件下可以实现重复利用，具有很高的转化数	反应步骤较少，污染相对较小
缺点	价格昂贵，且供应容易受天时影响，非常不稳定	催化剂昂贵，氢化过程中需要大量的二乙胺，香茅醛环化制备异胡薄荷醇过程中使用大量的溴化锌，在溴化锌回收过程中需要大量的热能且溴化锌对自然界水体污染也较为严重	手性配体的使用量较大，且该手性配体稳定性较弱，无法长时间重复利用，配体制备过程复杂、成本较高	柠檬醛需要经过分离、醛基还原、碳碳双键还原及醇羟基的氧化得到香茅醛，在资源上存在一定的浪费	配体价格昂贵，生产工艺条件要求苛刻	后处理复杂，对拆分技术要求高
成本	高	较低				

资料来源: 夏美芳等《L-薄荷醇的合成研究进展》，安信证券研究中心

从间甲酚到百里香酚再到薄荷醇，是目前工业合成的主要路线之一。据新思界，万华与新和成采用的是柠檬醛路线(巴斯夫工艺)，所用催化剂配体制备难度高、成本高；而海华采用百里香酚路线，步骤较少效率更高，免去了柠檬醛路线手性还原步骤中昂贵的催化剂配体及苛刻的工艺条件，但对手性拆分技术要求高，据公告，公司的薄荷醇目前已稳定量产，薄荷醇纯度高达99.9%，通过食品级认证，销量稳步上升，同时消旋催化剂研发制备生产破题。

图29. 从间甲酚合成百里香酚再合成L-薄荷醇的化学过程



资料来源: 章雨龙《L-薄荷醇生产现状及市场分析》，安信证券研究中心

表7: 公司薄荷醇产业链催化剂研发进度

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
间甲酚烷基化新催化剂研发	提高产品利润，提高百里香酚的市场竞争力，提高百里香酚的产能，降低公司生产成本，在之前原有催化剂的基础上进行了间甲酚烷基化新催化剂的研发。	稳步推进中	间甲酚和丙烯反应，选用新催化剂后可提高间甲酚的转化率、提高百里香酚的选择性，减少反应副产物。
百里香酚氢化新催化剂研发	L-薄荷醇是全球最大的香料产品，天然提取薄荷醇的产量已无法满足日益增长的工业需要，公司已生产出品质好、价格低的合成薄荷醇的主要原料，降低合成薄荷醇的生产成本，但氢化工艺的核心“催化剂”一直由美国提供，一直以美国为首的西方国家长期的技术封锁，公司积极加强与各高校合作开发国产化催化剂。	稳步推进中	实现国产化催化剂研发成功，应用于大生产。

4. 盈利预测

公司薄荷醇工艺突破，新建 3000 吨产能有望稳定运行，后续有望继续扩大产能，同时向下游持续拓展品类，将贡献较大业绩增量。化肥农药分销业务全球布局不断加强，渠道终端拓展有望进一步夯实利润。同时肥药行业景气处于周期低位，具备向上修复空间，公司自产品种利润水平有望提升。

核心假设：

1. 农药部分，复合肥因 30 万吨新投产后产销提升，复合肥、磷酸一铵价格按市场价格波动，假设 2023-2025 年价格位于目前低位进行测算；农药新品氯虫苯甲酰胺预测 2024 年开始贡献利润；肥药分销业务随着分销规模扩大逐年扩张，年增速约 10%，毛利率保持稳定。
2. 精细化工产品部分，间甲酚及薄荷醇产销提升，其他产品逐步开发贡献增量，价格假设以目前市场价格与成本进行测算。
3. 其他部分主要为分销业务，假设体量略有增长，毛利率水平较 2021 年保持稳定。

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.75 亿元、8.94 亿元、11.8 亿元，对应 PE 11.7、8.8、6.7 倍。

表8：公司盈利预测拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
农药（化肥、农药制剂、肥药分销）						
营业收入(万元)	873,452.13	1,200,787.42	1,338,106.44	1,585,435.10	1,701,000.00	1,781,000.00
营业成本(万元)	819,829.91	1,110,427.17	1,244,888.25	1,489,795.75	1,597,800.00	1,670,200.00
营业利润(万元)	53,622.22	90,360.25	93,218.18	95,639.35	103,200.00	110,800.00
毛利率(%)	6.14	7.53	6.97	6.03	6.07	6.22
精细化工产品（间甲酚-薄荷醇，邻对氨基苯甲醚等）						
营业收入(万元)	86,003.20	144,419.68	159,770.58	186,800.00	227,000.00	293,500.00
营业成本(万元)	52,311.00	104,103.20	127,695.93	132,000.00	150,650.00	183,200.00
营业利润(万元)	33,692.20	40,316.48	32,074.65	54,800.00	76,350.00	110,300.00
毛利率(%)	39.18	27.92	20.08	29.34	33.63	37.58
化工（化工产品分销）						
营业收入(万元)	592,909.35	416,114.08	180,150.84	250,000.00	300,000.00	400,000.00
营业成本(万元)	593,590.71	411,556.18	179,950.75	247,000.00	296,400.00	395,200.00
营业利润(万元)	-681.36	4,557.91	200.09	3000	3600	4800
毛利率(%)	-0.11	1.10	0.11	1.20	1.20	1.20
农副产品及其他						
营业收入(万元)	57,882.53	146,809.38	146,906.18	150,000.00	150,000.00	150,000.00
营业成本(万元)	52,343.72	131,674.44	138,158.29	135,000.00	135,000.00	135,000.00
营业利润(万元)	5,538.81	15,134.94	8,747.89	15000	15000	15000
毛利率(%)	9.57	10.31	5.95	10.00	10.00	10.00
总营收	1,610,247.20	1,908,130.56	1,824,934.04	2,172,235.10	2,378,000.00	2,624,500.00
增速	-13.55%	18.50%	-4.36%	19.03%	9.47%	10.37%
毛利	92,171.86	150,369.58	134,240.82	168,439.35	198,150.00	240,900.00
毛利率	5.72%	7.88%	7.36%	7.75%	8.33%	9.18%

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

参考香精香料领域中生产化学品原料、从事农资行业的可比标的 PE，给予公司 2023 年 16 倍 PE，对应目标价 11.32 元，首次覆盖给予买入-A 评级。

表9：可比公司 PE

证券代码	证券名称	市盈率 (PE, TTM) 最新 (2023-05-10)
002001.SZ	新和成	16.86
300856.SZ	科思股份	23.17
002215.SZ	诺普信	21.82
	平均值	20.62
002556.SZ	辉隆股份	17.17

资料来源：Wind，安信证券研究中心

5. 风险提示

产品及原料价格波动风险：受国际市场行情走势、进出口政策、增值税政策以及煤炭、天然气、石油等原材料价格波动、下游市场消费需求影响，公司经营的主要品种价格随之波动，将会对公司经营产生一定影响。

产能建设进度不及预期：公司有多项在建工程，且后续规划新建项目，产能的扩张为公司业绩提供增量，若建设投产进度不及预期，将对预测的利润水平有所影响。

对外投资风险：公司先后参股了小额贷款、典当、融资租赁等类金融企业，参与发起设立产业并购基金。尽管公司对外投资前已经过充分调研、论证，履行了相关审批程序，但仍不能排除市场、利率、宏观经济、社会政治及政策法律等方面带来的不确定性，无法完全规避投资风险。

创新产业发展不确定性的风险：公司上市后积极探索新业务、新模式，先后参与农村土地流转和政策性粮食收储等领域，未来可能存在资金投入大、培育周期长等因素导致的风险。

假设及预测不及预期：盈利预测基于对公司产品产销及市场价格行情的假设，若产销量、投产时间、价格及成本波动等因素不及预期，将对盈利预测产生影响。

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034