

化工

2016年12月12日

长青股份 (002391)

——基本面见底，受益行业好转，开启新一轮成长

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2016年12月12

收盘价(元)	17.12
一年内最高/最低(元)	18.65/12.11
市净率	2.1
息率(分红/股价)	1.77
流通A股市值(百万元)	
上证指数/深证成指	/

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30

每股净资产(元)	8.07
资产负债率%	23.71
总股本/流通A股(百万)	360/220
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《孟山都麦草畏用药批文下达，推荐买入扬农化工，长青股份——麦草畏行业点评》
2016/11/15

《欧盟批准进口 Roundup Ready 2 Xtend 转基因大豆，麦草畏推广打开新局面——麦草畏行业点评》
2016/07/26

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

陈俊杰 A0230115110002
chenjj@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **基本面见底，开启新一轮成长。**公司是生产和销售原药、制剂的民营农药企业，2010年上市。综合毛利率超25%，主要产品市场占有率突出。公司出口规模近8年翻了7倍，农药行业不景气加速国际巨头整合，公司作为先正达、拜耳、陶氏益农等国外巨头的主要外包商之一，将随着CMO厂商集中化而成为受益的一员。公司2016年前三季度资产周转率、净利率均降至历史低点，ROE下滑至历史底部，短期负债创新高，今年基本面大概率见底，我们预计公司未来新产能投放、主要产品涨价有望带动ROE提升。今年上半年折旧同比持续增加，预计2014年可转债募投项目投建接近尾声，明年将进入业绩释放期。2015年底公司管理层换届，领导班子趋于年轻化，预期公司对未来发展将更加开放。
- **新烟碱杀虫剂：涨价提供向上弹性，扩产中间体提升产业链盈利能力。**新烟碱类杀虫剂已经成为全球杀虫剂主流，吡虫啉、啶虫脒等的拌种剂需求逐步打开。公司拥有3000t吡虫啉及1000t啶虫脒，目前产品均在涨价，明年有望增厚业绩。产品涨价主因是此轮环保督查导致吡虫啉装置集中停产供给不足，库存低位叠加出口旺季。吡虫啉进入门槛提高，行业无新增产能，由于高排污特征不达标产能有望退出。吡虫啉主要环保问题集中在中间体CCP生产环节，公司CCP中间体环投占比高达27.2%，远高于行业均值4.86%，受环保督查冲击小。同时扩产中间体将提升产业链盈利能力。
- **氟磺胺草醚：国内最大供应商，支撑公司业绩稳定增长。**公司是先正达在国内最大的氟磺胺草醚供应商，目前拥有产能2400吨，国内市占率超60%，出口量及毛利稳定提升，公司掌握核心合成工艺，未来有望进一步扩产。氟磺胺草醚属于二苯醚类除草剂，具有极优秀的防除杂草功能，在传统和转基因领域都能推广，空间大，市场需求稳定增长，行业格局稳定，公司作为产品龙头优先受益。
- **麦草畏：受益转基因需求打开，为公司打开成长性。**2016年11月孟山都麦草畏制剂使用获批，打开了麦草畏在转基因领域推广的大门。巴斯夫也在申请相关制剂登记，我们认为国外巨头将分割南北美麦草畏市场，同时未来农业形势相对利好大豆种植，欧盟批准进口相关大豆产品，麦草畏有望迎来需求爆发。长期来看，与草甘膦复配将创造至少16万吨年需求，折合25亿美元市场规模。未来两年麦草畏供需格局有望持续向好，行业格局稳定，现有产能将优先受益，公司明年新增2000吨产能，远期扩至10000吨，麦草畏放量将为公司打开成长性。
- **盈利预测及投资评级：**我们预计16-18年公司营收分别为18.16、24.79、34.03亿元，归母净利润分别为1.73、2.61、3.40亿元，17/18年增速为51%/30%；当前股价对应PE为36X/24X/18X。参考可比农药上市公司，2017年行业平均PE为29倍，公司PE仅有24倍；同时公司PB只有2.1倍，低于行业均值3.2倍，PE、PB均被低估。考虑公司未来的高成长性，短期负债较高对业绩或存在一定诉求，给予29倍估值，第一目标价21.2元。首次覆盖给予“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,821	1,344	1,816	2,479	3,403
同比增长率(%)	0.65	0.27	-0.26	36.51	37.27
净利润(百万元)	238	135	173	261	340
同比增长率(%)	1.45	-26.94	-27.18	50.87	30.27
每股收益(元/股)	0.66	0.38	0.48	0.73	0.94
毛利率(%)	26.8	25.7	24.6	25.8	24.6
ROE(%)	8.3	4.7	5.7	7.9	9.3
市盈率	26		36	24	18

投资案件

投资评级与估值

我们预计 16-18 年公司营收分别为 18.16、24.79、34.03 亿元，归母净利润分别为 1.73、2.61、3.40 亿元，17/18 年增速为 51%/30%；当前股价对应 PE 为 36X/24X/18X。参考可比农药上市公司，2017 年行业平均 PE 为 29 倍，公司 PE 仅有 24 倍；同时公司 PB 只有 2.1 倍，低于行业均值 3.2 倍，PE、PB 均被低估。考虑公司未来的高成长性，短期负债较高对业绩或存在一定诉求，给予 29 倍估值，第一目标价 21.2 元。首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

吡虫啉、啉虫脒价格坚挺；氟磺胺草醚销量稳定增长；麦草畏逐步扩放。

有别于大众的认识

市场有人认为，公司产品较为分散，整体弹性不够。我们认为，一是公司产品布局具有前瞻性，部分品种产能不大，但是毛利率高，具备竞争优势。未来重点打造麦草畏、氟磺胺草醚等品种，产品越来越集中，弹性提升。

市场有人质疑吡虫啉涨价的持续性，我们认为此轮涨价同时有多层驱动因素，环保严查下装置集中停产供给不足、行业库存低位、正值出口旺季；另明年气候回暖国内需求复苏，我们认为吡虫啉需求缺口有望延续较长时间，涨价有望超预期。

市场有人认为当前估值偏贵，我们认为公司基本面已经见底，而行业处在底部逐渐复苏时期，伴随新投产能投放和产品涨价，公司业绩将重拾高增长。判断行业处于底部逐步复苏，基于两点：（1）明年油价中枢上调，作物种植面积有望扩大，农药需求逐步提升；（2）孟山都种子销售同比超预期，或意味着下游进入扩大播种准备。公司目前 PB 仅为 2.1，行业最低，明年行业 PE 为 28 倍，公司未来成长性强，理应给予更高估值。

股价表现的催化剂

吡虫啉、啉虫脒持续涨价；新产能投放进度加快；公司有外延动力。

核心假设风险

农药行业景气下行；麦草畏转基因推广不达预期。

目录

1. 基本面见底，开启新一轮成长	6
1.1 优质农药股，产品丰富，毛利率高	6
1.2 出口型企业，国外巨头的主要外包商	7
1.3 ROE 降至上市以来最低点，基本面大概率见底	9
1.4 募投项目接近尾声，将进入业绩释放期	10
1.5 管理层趋于年轻化，强化研发实力	11
2. 新烟碱杀虫剂：提供业绩弹性，扩产中间体提升产业链盈利能力	12
2.1 新烟碱类杀虫剂是全球杀虫剂主流	12
2.2 环保督查带来价格暴涨，公司环投充足直接受益	15
2.3 自备中间体产能，产业链优势突显	16
3. 氟磺胺草醚：国内最大供应商，支撑公司业绩稳定增长 ..	17
3.1 二苯醚类除草剂：异军突起的除莠专家	17
3.2 先正达国内唯一 CMO 厂商，为公司业绩提供稳定支撑	18
3.3 掌握氟磺胺草醚核心合成工艺，具备扩产条件	19
4. 麦草畏：受益转基因需求打开，为公司打开成长性	20
4.1 孟山都率先发力，引领抗麦草畏转基因种子推广，美洲市场将整体爆发	20
4.2 外部环境两大利好：农业形势相对利好大豆，欧盟批准进口	21
4.3 草甘膦复配有希望助麦草畏成就第二大除草剂地位	22
4.4 行业格局稳固，现有厂商优先受益，麦草畏放量提供成长性	23
5. 盈利预测及投资评级	23
5.1 弹性分析	23
5.2 盈利预测及投资评级	24

图表目录

图 1: 除草剂和杀虫剂是主要业务	6
图 2: 综合毛利率超 26%	6
图 3: 出口 8 年翻 7 倍 亿元	7
图 4: 出口毛利占比及毛利率均高于内销	7
图 5: 应收账款交割节奏 亿元	7
图 6: 出口规模处于国内第一阵容 亿元	7
图 7: 国际农药市场高度集中	8
图 8: 国际农药需求下滑	8
图 9: 6 大国际农化巨头 15 年收入下滑	8
图 10: 公司营收增速放缓	9
图 11: 公司净利润出现负增长	9
图 12: 公司 ROE 与净利率、资产周转率的相关度相对更高	9
图 13: 资产周转率、净利率将至历史最低	9
图 14: 短期负债创新高	9
图 15: ROE 降至上市以来最低	10
图 16: 在建工程、固定资产逐年增长	10
图 17: 今年上半年折旧明显增长	10
图 18: 公司股权结构	11
图 19: 2010-2015 年研发支出	12
图 20: 全球杀虫剂市场份额比较	12
图 21: 吡虫啉全球消费量相对稳定	13
图 22: 2012 至 2015 年国内吡虫啉均价下滑明显	13
图 23: 拌种剂推广历程	14
图 24: 不同渗透率下吡虫啉拌种剂市场需求预测 (吨)	14
图 25: 国内吡虫啉主要产能在江浙、山东	15
图 26: 国内吡虫啉产能 (吨) 及开工率	15
图 27: 吡虫啉和啶虫脒价格强势上涨	15
图 28: 吡虫啉、啶虫脒生产和推广具有协同效应	16

图 29: 吡虫啉生产成本组成.....	17
图 30: 二苯醚类除草剂销售额 (亿美元)	18
图 31: 主要的二苯醚类除草剂	18
图 32: 2009-2014 年氟磺胺草醚全球销售额及同比.....	18
图 33: 全球大豆播种面积稳步增长 (百万公顷)	19
图 34: 长青股份氟磺胺草醚合成工艺.....	19
图 35: 种子业务市场份额	20
图 36: 农药业务市场份额	20
图 37: 孟山都 Roundup Ready 2 Yield 在美推广计划.....	21
图 38: 麦草畏全球转基因需求预测值 万吨.....	21
图 39: 玉米处于亏损, 大豆盈亏平衡.....	21
图 40: 玉米库存过高, 大豆库存相对合理.....	22
图 41: 孟山都 Q4 超预期, 种子业务明显好转.....	22
表 1: 公司主要原药产品及产能.....	6
表 2: 可转债募投项目进展.....	11
表 3: 管理层队伍年轻化	11
表 4: 2014 年销售额较大的新烟碱类杀虫剂	13
表 5: 与常规拌种剂相比, 吡虫啉优势明显	14
表 6: 未来麦草畏市场空间测算.....	23
表 7: 未来麦草畏主要新增产能	23
表 8: 主要产品弹性分析	23
表 9: 行业可比公司财务数据.....	24

1. 基本面见底，开启新一轮成长

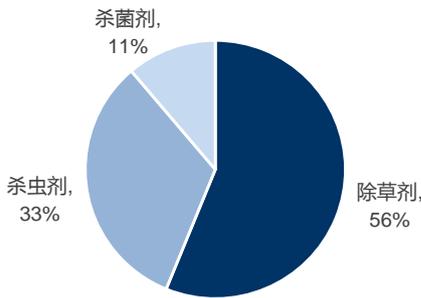
1.1 优质农药股，产品丰富，毛利率高

公司是国内主要农药上市公司之一，同时生产和销售原药与制剂。产品涉及 30 余种原药、100 余种制剂，专攻高效、低毒、低残留农药产品。经过近几年不断扩产，生产规模达到年产 17500 吨原药及中间体和 12000 吨制剂。公司下设四个厂区及子公司，沿江开发区厂区、南通子公司从事原药生产，浦头镇厂区、湖南润慷宝从事制剂生产。

公司主营业务分为除草剂、杀虫剂和杀菌剂，三者分别占比 56%、33%、11%，除草剂、杀虫剂毛利率相对稳健，杀菌剂突破新高，综合毛利率维持在 26% 以上。

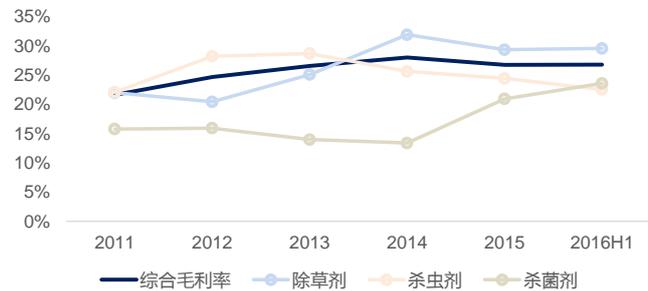
产品结构丰富，市占率高。除草剂主要包括氟磺胺草醚、麦草畏和 S-异丙甲草胺等，杀虫剂主要包括吡虫啉和啶虫脒等。主要产品中，氟磺胺草醚产销量全国第一，市占率达 60%，2009-2014 年复合增速达 11.5%，在所有产品中排第二位；吡虫啉市场占有率 15%，位居行业前三位。

图 1：除草剂和杀虫剂是主要业务



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：综合毛利率超 26%



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 1：公司主要原药产品及产能

农药种类	产品	公司产能 (吨/年)	类别	2014 年全球销售额 (亿美元)	2009-2014 年复合年增长率 (%)
除草剂	S-异丙甲草胺	3000	酰胺类	5.85	5.9
	氟磺胺草醚	2400	二苯醚类	2.15	11.5
	麦草畏	3000	安息香酸系	2.6	2.81
	烯草酮	500	环己烯酮类	3.3	10
	烟嘧磺隆	300	磺酰脲类	2.6	-0.4
杀虫剂	吡虫啉	3000	烟碱类	11.6	4.1
	啶虫脒	1000	烟碱类	2.7	7.9
	茚虫威	200	氨基甲酸酯类	1.85	2.3
	氟虫腈	500	苯基吡唑类	5.9	5.3
	噻虫嗪	300	烟碱类	11.8	9.6
杀菌剂	三环唑	600	其它唑类	1.2	4.6

	稻瘟酰胺	500	酰胺类	0.2	14.9
中间体	2-苯并咪唑酮	1000	/	/	/

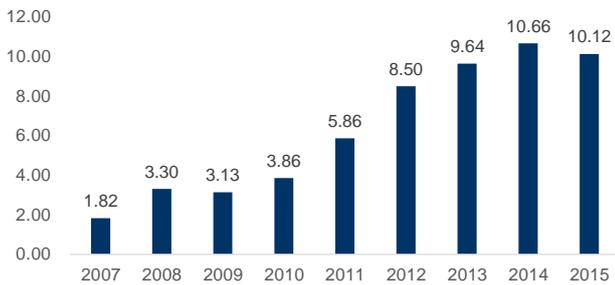
资料来源：CNKI，申万宏源研究

1.2 出口型企业，国外巨头的主要外包商

公司是一个出口导向型企业，在美国、巴西、巴拉圭、西班牙、韩国、东南亚等多个国家和地区登记产品，是先正达在亚太地区多次授予 HSE 进步奖的生产企业。公司国际客户包括先正达、拜耳、陶氏益农等，近八年出口增长将近 7 倍，位居国内主要外包农药企业中出口规模第一阵容，每年出口占比均超过一半，特别是 2015 年出口毛利率和毛利贡献均创新高，主要是由麦草畏、氟磺胺草醚、吡虫啉等重点品种的高毛利、高出口量带来的。

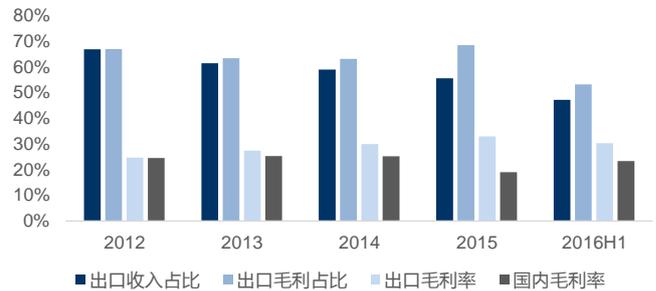
受益人民币贬值。公司应收账款规模近年来不断扩张，截至 2016 年三季度末应收账款规模达到 5.4 亿元，处于历史高位，每年下半年是公司应收账款交割时间点，今年下半年以来人民币持续贬值，且美国新总统特朗普上台或收紧财政推动美元走强，同时美联储年底加息预期较高等因素一方面利好公司出口，另一方面可使公司收获一定汇兑收益。

图 3：出口 8 年翻 7 倍 亿元



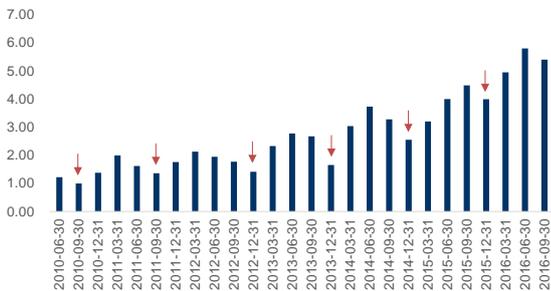
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：出口毛利占比及毛利率均高于内销



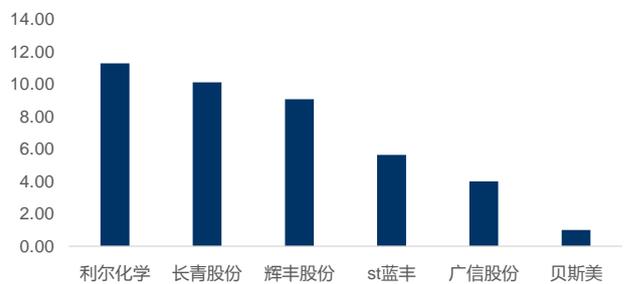
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：应收账款交割节奏 亿元



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：出口规模处于国内第一阵容 亿元



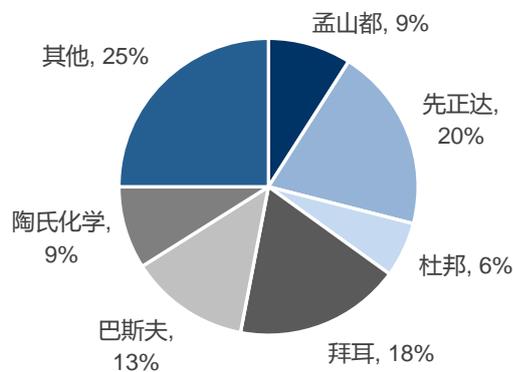
资料来源：Wind，申万宏源研究

农药外包正当时，公司有望承接 CMO 转移。受农产品价格下跌影响，全球农药需求下滑也影响到农药外包市场发展，但是这并不意味着外企农药产能转移过程已经结束。我们

认为，行业不景气恰恰会加速国际巨头的原药外包（也称 CMO）进程：1、迫于财务压力，国际农化巨头大量剥离非核心业务，聚焦核心业务如研发和农技服务。目前国际农化巨头外包比例普遍在 20%左右，未来提升空间巨大。2、行业不景气，15 年至今国际农化巨头抱团取暖，收购兼并频繁，如中国化工收购先正达、杜邦陶氏合并以及拜耳收购孟山都等，未来行业更趋集中，必将带动 CMO 厂商集中。

出于认证成本和知识产权保护等原因，国际农药巨头选择 CMO 合作商往往会比较谨慎，认证通过后将建立起长期合作关系。本轮农药行业整合完成后，一线农药巨头仅剩 4 家，考虑其 CMO 合作商存在重叠，格局稳定后农药 CMO 预计在中国布局 8-10 家，每家对应市场份额平均 10-15%。

图 7：国际农药市场高度集中



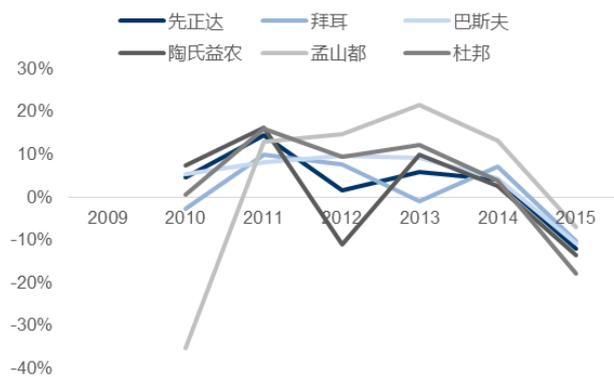
资料来源：AGROW，申万宏源研究

图 8：国际农药需求下滑



资料来源：Phillips McDougall，申万宏源研究

图 9：6 大国际农化巨头 15 年收入下滑



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

农药 CMO 龙头未来提升空间巨大。以全球农药 600 亿美元测算，原药对应 300 亿美元，一线巨头市场份额 75%对应 225 亿美元。假设一线农药巨头未来 50%比例外包，意味着其农药 CMO 市场可达 113 亿美元（750 亿人民币）。如前所述，格局稳定后一线农化巨头的 CMO 合作商预计在中国布局 8-10 家，提供 50%的市场份额，则每家企业平均

份额 10-15%，对应 40 亿元收入左右。公司作为国内农药 CMO 主要企业之一，出口收入仅 10 亿元，至少有 3 倍空间。

1.3 ROE 降至上市以来最低点，基本面大概率见底

公司 2016 年前三季度营收为 13.4 亿元，同比持平，归母净利润为 1.35 亿元，同比下滑 26.94%。受农药整体行情低迷影响，今年为公司上市以来净利润首次出现下滑。

图 10：公司营收增速放缓



资料来源：Wind，申万宏源研究

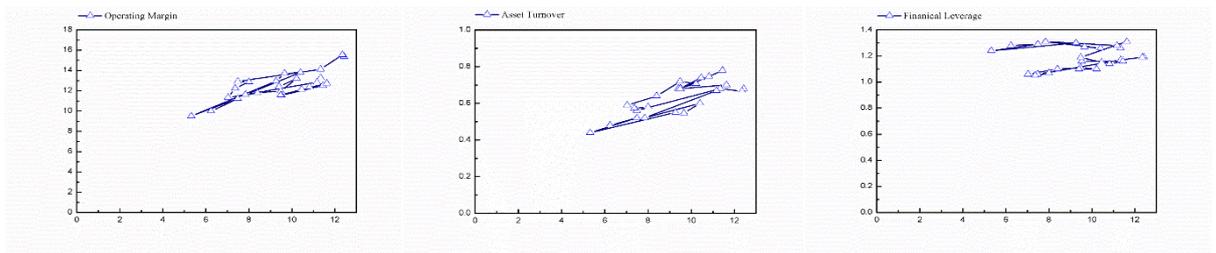
图 11：公司净利润出现负增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

根据杜邦分析，ROE 的驱动因素主要是资产周转率、净利率、权益乘数等，图 12 对公司 ROE 进行分解，发现公司 ROE 跟净利率、资产周转率的相关度相对更高。受农药整体行情低迷影响，公司目前资产周转率以及净利率都达到了上市以来的低点，ROE 降至上市以来最低，今年基本面大概率见底。我们预计公司未来新产能投放、主要产品涨价有望带动 ROE 提升。

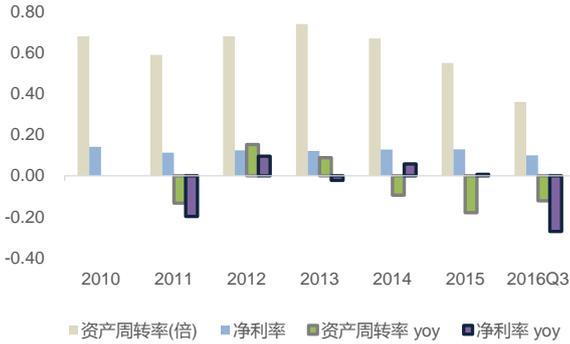
图 12：公司 ROE 与净利率、资产周转率的相关度相对更高



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：资产周转率、净利率将至历史最低

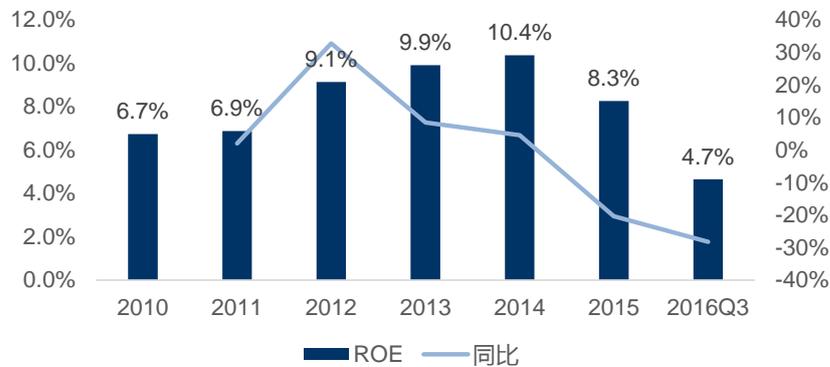
图 14：短期负债创新高



资料来源: Wind, 申万宏源研究

资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 15: ROE 降至上市以来最低

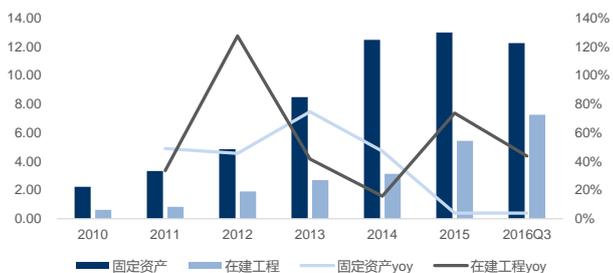


资料来源: Wind, 申万宏源研究

1.4 募投项目接近尾声，将进入业绩释放期

2015-16 年在建工程增长较快，主因是 2014 年可转债募投项目投建。然而这两年固定资产增速较低，在建工程仍未完全转固及投产。我们发现今年上半年折旧无论是绝对值还是相对值都处于增长状态，预计是公司加快建设进程，部分预投项目提前转固，我们预计募投项目建设主体已接近尾声，将于今年底或明年初投产，明年公司将进入业绩释放期。

图 16: 在建工程、固定资产逐年增长



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 17: 今年上半年折旧明显增长



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 2: 可转债募投项目进展

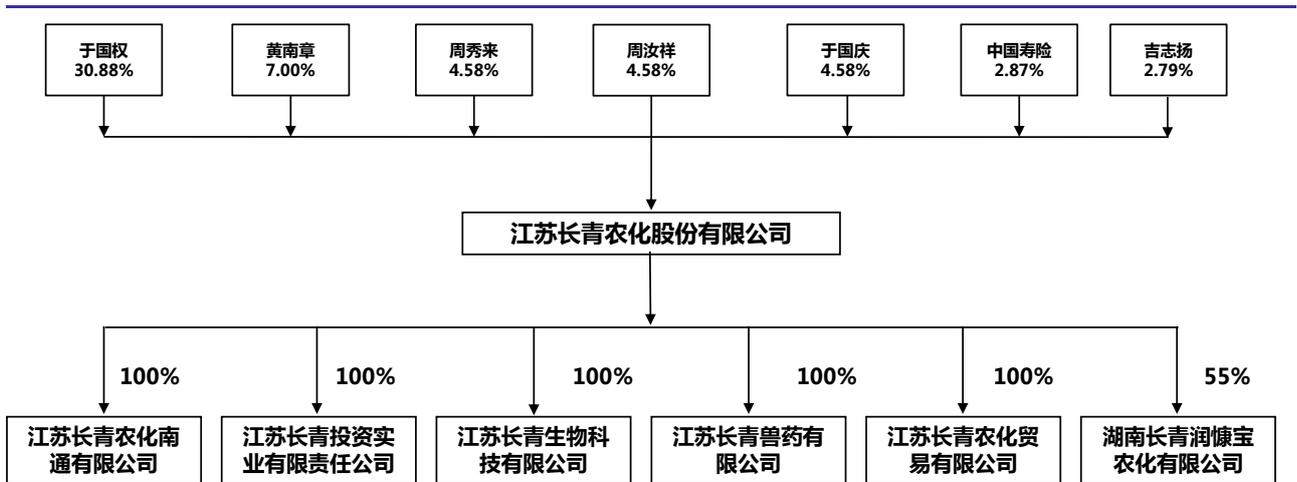
序号	项目名称	项目进度
1	年产 3000 吨 S-异丙甲草胺原药项目	2015 年中投产
2	年产 300 吨氟氟草酯原药项目	2016 年初投产
3	年产 1000 吨 2-苯并咪唑酮中间体项目	2015 年初投产
4	年产 1000 吨吡虫脒原药项目	2014 年中投产
5	年产 200 吨茚虫威原药项目	在建, 预计 2017 年初投产
6	年产 450 吨醚苯磺隆原药项目	在建, 预计 2016 年底投产
7	年产 300 吨环氧菌唑原药项目	在建, 预计 2017 年初投产

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.5 管理层趋于年轻化, 强化研发实力

公司 2010 年 4 月上市, 属民营企业, 实际控制人为于国权先生 (持股 30.88%)。2015 年底公司管理层换届, 现任整体年龄较前任减少 5 岁, 领导班子趋于年轻化, 预期公司对未来发展将更加开放。

图 18: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 3: 管理层队伍年轻化

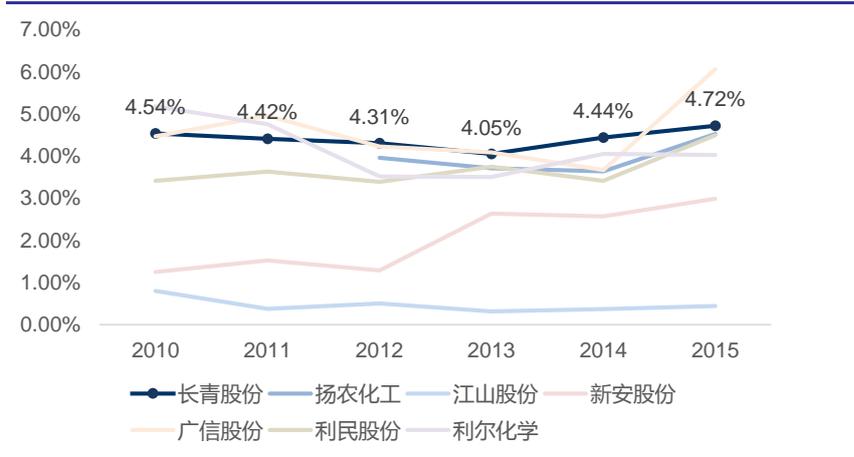
	现任高管	年龄	前任高管	年龄
董事长	连任		于国权	1960
监事会主席	于国庆	1963	周秀来	1951
总经理	孙霞林	1973	于国权	1960
常务副总经理	暂空缺		黄南章	1964
副总经理	连任		杜刚	1969
副总经理	连任		孔擎柱	1976
副总经理	赵河	1970	孙霞林	1973
副总经理	闵丹	1977	周汝祥	1952

财务总监	连任	马长庆	1977
总工程师	连任	吕良忠	1968
平均年龄		46	51

资料来源：公司公告，申万宏源研究

继续强化研发实力。公司重视研发，每年研发费用投入较高，位居行业前列。近年来累计投入超 2 亿元建设江都研发中心大楼及总部行政办公楼，接近完工。研发中心建成将强化公司研发实力，为未来开发新产品、推广新技术提供铺垫。

图 19：2010-2015 年研发支出



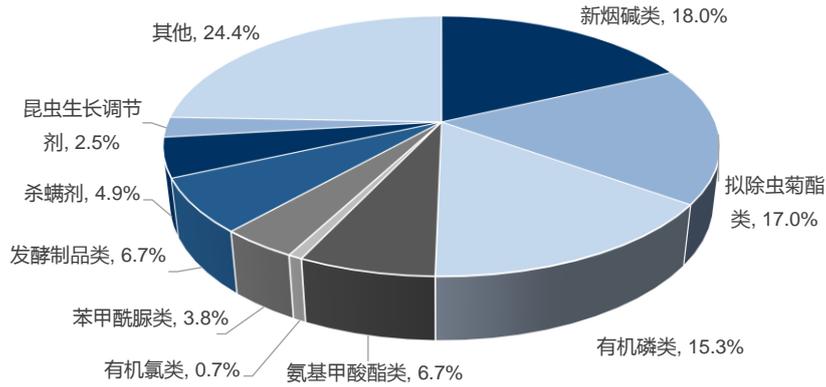
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 新烟碱杀虫剂：提供业绩弹性，扩产中间体提升产业链盈利能力

2.1 新烟碱类杀虫剂是全球杀虫剂主流

新烟碱类杀虫剂由于其高效、内吸、广谱、用量少、毒性低、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，成为高毒有机磷农药替代品种之一。而近年来随着人们环保意识的加强，对高效、低毒的新型杀虫剂的需求越来越广，新烟碱杀虫剂已成为目前全球市场份额最大的杀虫剂，超越了菊酯。公司的新烟碱类产品包括吡虫啉、啉虫脒，双双跻身全球杀虫剂销售额前 15。

图 20：全球杀虫剂市场份额比较



资料来源：CNKI，申万宏源研究

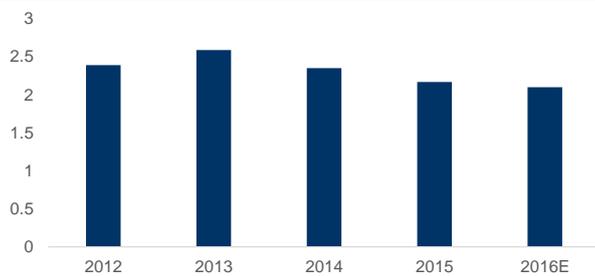
表 4：2014 年销售额较大的新烟碱类杀虫剂

种类	2014 年销售额 (亿美元)	国外生产企业	主要适用作物	主要防治对象	2009 年-2014 年复合增长率/%
噻虫嗪	11.8	先正达	大豆、玉米、水果、蔬菜、谷物、棉花	各种蚜虫、叶蝉、天牛、甲虫	9.6
吡虫啉	11.6	拜耳	大豆、水果、蔬菜、	各种蚜虫、稻飞虱	4.1
噻虫胺	4.6	拜耳、住友化学	玉米、油菜、谷物	各种蚜虫、飞虱、叶蝉	7.2
啶虫脒	2.7	日本曹达	棉花、蔬菜、水稻	各种蚜虫、金针虫、红蜘蛛	7.9
噻虫啉	1.5	拜耳	油菜、玉米、蔬菜	各种蚜虫、稻飞虱、蓟马	7.4

资料来源：CNKI，申万宏源研究

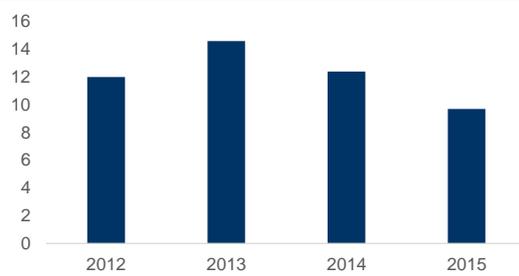
2014 年全球新烟碱类农药销售额 33.45 亿，其中吡虫啉（以制剂算）占到 35%。2015 年，受欧盟部分地区逐步退出使用，全球吡虫啉消费量略有下滑；同时由于 2013 年上马产能较多，国内均价一路下滑，国内销售经历了低谷。

图 21：吡虫啉全球消费量相对稳定



资料来源：CNKI，申万宏源研究

图 22：2012 至 2015 年国内吡虫啉均价下滑明显



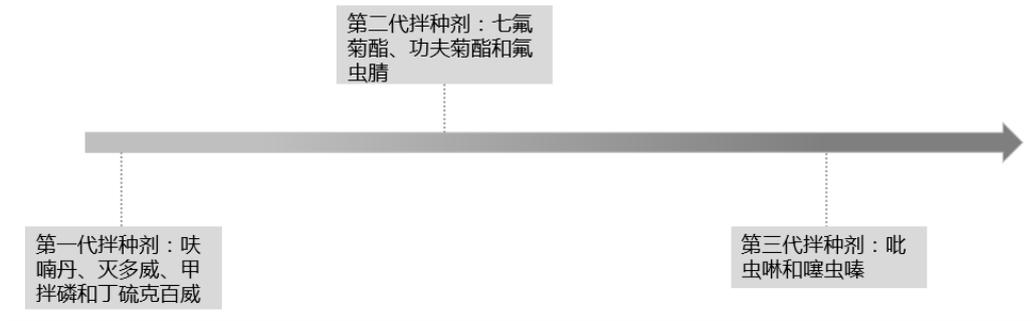
资料来源：CNKI，申万宏源研究

吡虫啉：第三代拌种剂主要成分，将逐步替代高毒磷试剂。吡虫啉作为第三代拌种剂主要成分，将逐步替代陆续被市场禁用的的克百威、甲基异柳磷和甲拌磷等高毒拌种剂。目前，小麦和玉米拌种剂迅速在我国推广，小麦拌种率已经达 90%，然而吡虫啉仅占其中的 10%，未来需求弹性大。2015 年中国小麦种植面积为 3.6 亿亩，每亩小麦种子 25-30

斤，需要 20g 吡虫啉，考虑吡虫啉在国内小麦推广接受程度高，假设未来市场全渗透，将创造 7200 吨/年需求量。

此外，吡虫啉在玉米等主粮拌种应用也陆续推广开来，玉米的种植面积达到 5.7 亿亩，每亩用量可达 30g，对吡虫啉的需求天花板更高。

图 23：拌种剂推广历程



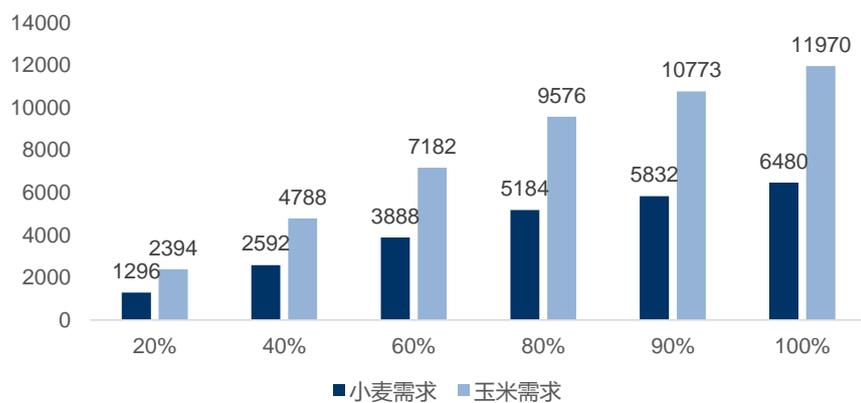
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 5：与常规拌种剂相比，吡虫啉优势明显

	吡虫啉拌种剂	常规拌种剂
应用前景	各级植保系统重点推广项目	多为克百威等老一代杀虫成分，已被国家明确限制使用
杀虫谱	广谱性好，防治效果持久	对部分害虫产生抗性，持效期短暂
对植物影响	有利于提升出芽率，增强植株抗不良环境的能力	无明显促进作用
对环境影响	对环境及有益生物无不良影响，符合绿色无公害农药的使用标准	甲拌磷和克百威为高毒成分，已被国家限制使用
有效期	在土壤及植株体内稳定性强，防效持久	多为氨基甲酸酯类成为，在酸性土壤中容易分解，对土壤环境有较大影响

资料来源：CNKI，申万宏源研究

图 24：不同渗透率下吡虫啉拌种剂市场需求预测（吨）



资料来源：申万宏源研究

吡虫啉已经在全球 160 多个国家推广，重要市场包括巴西、美国、中国、日本、印度、西班牙等。尽管近年来欧盟限制了吡虫啉的使用，但对吡虫啉市场影响不大，毕竟欧洲不是吡虫啉最主要的市场。

2.2 环保督查带来价格暴涨，公司环投充足直接受益

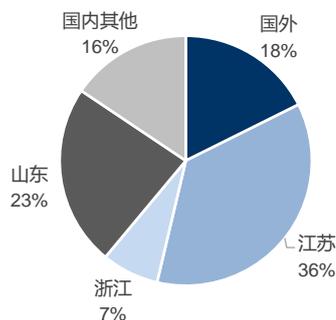
环保督查致吡虫啉装置集中停产，库存低位叠加出口旺季，价格大涨。吡虫啉国内出厂价自今年6月份以来，涨幅累计超20%。

吡虫啉全球产能在3.4万吨左右。国外供应商主要是拜耳公司，大约6000吨；国内名义产能在2.5万吨左右，实际有效产能不到2万吨，公司年产能为3000吨，国内市场占有率超过15%，位居行业前3位。我国大部分吡虫啉产能集中在江苏、浙江、山东、河北等地，其中江浙产能占比达到42%，山东产能为23%。近期环保检查组先后进入江苏、浙江、山东等地区，继江浙等南方地区吡虫啉生产装置一轮排查整顿之后，山东紧随其后，今年巡视组环保排查力度较往年有增无减，地方出现了未入驻先自检的情况，行业自律行为提升。主要产能海利尔、中农联合均涉及。

吡虫啉装置属于高污染行业，特别是重要中间体2-氯-5-氯甲基吡啶（CCP）的合成过程排废较高。如果维持环保督查的高标准，由于前期环保投入低，部分企业预计将面临长时间整改甚至永久停产，尤其是1000吨以下小产能，合计超过4000吨，占国内产能超过15%。

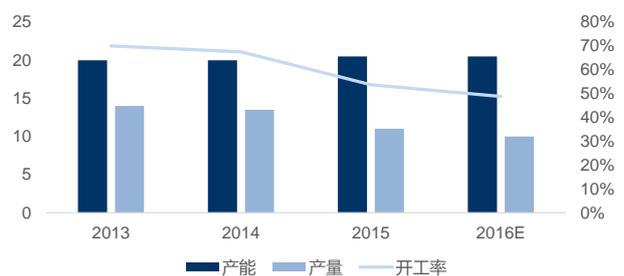
行业无新增产能，环保压力下开工不足，供给紧张带来市场反弹。2014年以来我国吡虫啉无新增产能，而由于环保要求的提升，部分企业排污不达标不能开工，开工率连续三年下降，因此导致了吡虫啉供应偏紧。吡虫啉价格底部徘徊一年，经销商买涨不买跌，我们预计库存基本消化完全。每年三四季度正值出口旺季，今年6月份以来吡虫啉市场价格不断升温，其差异化产品啉虫脒也跟着涨价。目前市场面临补库存压力，我们预计明年春季北方市场需求也将逐步回暖，国内外需求共振将带动吡虫啉行情持续向好。

图 25：国内吡虫啉主要产能在江浙、山东



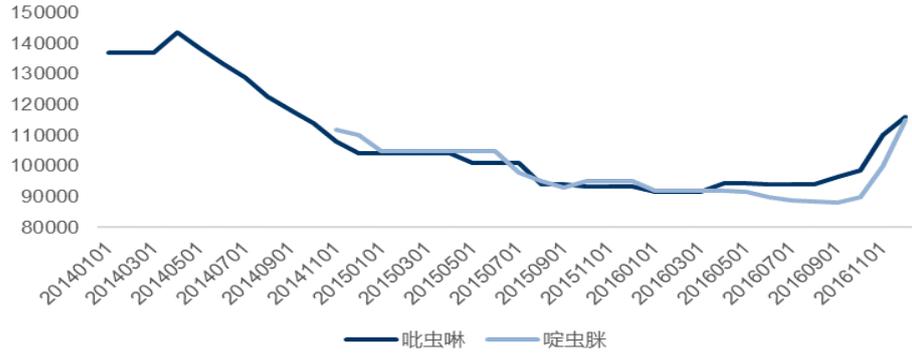
资料来源：百川资讯，申万宏源研究

图 26：国内吡虫啉产能（吨）及开工率



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 27：吡虫啉和啉虫脒价格强势上涨



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

准入门槛提高，未来产能或收缩，价格维持高位。根据国家新颁布的农药准入要求，新建吡虫啉生产装置的规模应大于 1000 吨/年，须经工信部核准，并且生产项目必须进入工业聚集区。未来吡虫啉市场新产能进入难度提升。**产能新增困难加上小产能有望退出，未来吡虫啉产能可能出现收缩，价格可能长时间维持在高位。**

公司前期环保投入高，受环保督查冲击小，收益于价格暴涨。吡虫啉生产过程主要排污难点为其中间体 CCP 生产环节。公司 2000 吨 CCP 中间体项目总投资 1.25 亿元，其中环保投资 3400 万元，占比高达 27.2%，远高于国内农药生产企业 4.86% 的平均环保投资比例。前期充足的环保投入使公司受本次环保督查冲击较小，而收益于近期吡虫啉产品价格暴涨。

此外，截至目前公司累计投资约 1 亿元，建成年处理 3 万吨固废规模的进口流化床焚烧装置，目前公司年产固废仅 5000 吨，处置空间仍较大。流化床焚烧装置的建成，一方面解决末端危废的排放问题，另一方面将为未来产能扩张提供有力支撑。

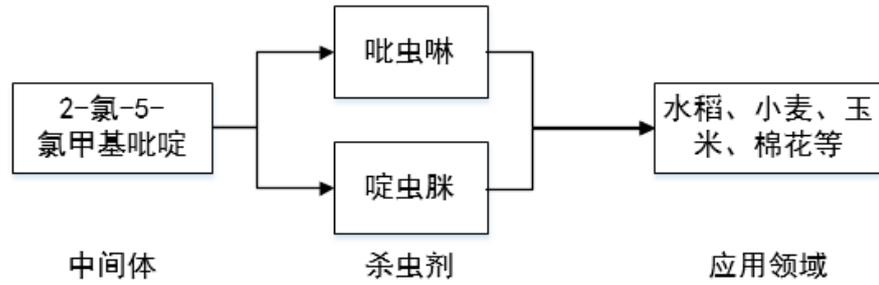
2.3 自备中间体产能，产业链优势突显

生产技术先进，拥有国家发明专利，生产成本低。公司吡虫啉原药产品创新工艺已获得国家发明专利证书，产品含量达到 98% 以上，主要为先正达出口配套。总收率达到 90% 以上，均高于国内同类产品水平，达到国际先进水平，同时核心中间体 CCP 由公司自给，单位生产成本较低。

产业链趋于完整，具有规模效应、协同效应。公司目前拥有吡虫啉原药产能 3000 吨/年，啉虫脒产能 1000 吨/年，2015 年底已在南通基地配套建成 2000 吨共用中间体 CCP，从原药向上游中间体延伸，产业链趋于一体化，规模效应、协同效应愈发凸显。

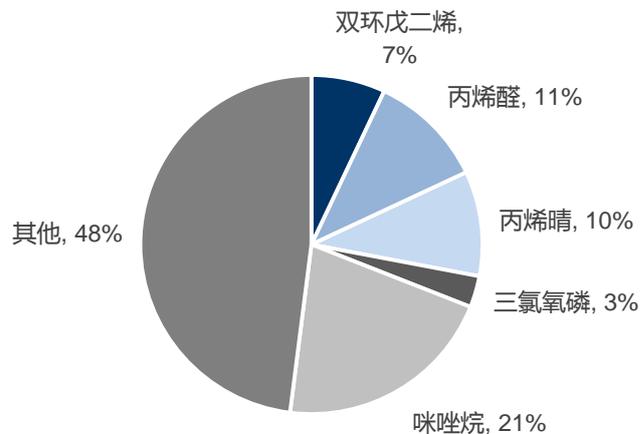
拥有关键原料供给，为长期稳定发展提供保障。咪唑烷占吡虫啉生产成本的 21%，是关键原料之一。公司与多家供应商在咪唑烷上有良好的购销关系，能够保证原料供应，是公司可持续发展吡虫啉业务的优势之一。

图 28：吡虫啉、啉虫脒生产和推广具有协同效应



资料来源：申万宏源研究

图 29：吡虫啉生产成本组成



资料来源：申万宏源研究

3. 氟磺胺草醚：国内最大供应商，支撑公司业绩稳定增长

3.1 二苯醚类除草剂：异军突起的除莠专家

二苯醚类（PPO）除草剂是一类重要的除草剂，其通过抑制原卟啉原氧化酶，从而影响叶绿素的生物合成。该类除草剂的大部分品种适用范围广，用于大豆、果树等防除阔叶杂草。2009-2014 年复合年增长率达到了 6.4%，在中小规模除草剂中增速居于第三。二苯醚类除草剂其销售额受美洲抗草甘膦大豆上市的影响，增速有所下降，但由于二苯醚类除草剂具备突出的残效杂草（草甘膦抗性杂草及难处杂草），我们认为无论是转基因需求，还是非转基因传统需求都存在较大的空间。草甘膦、百草枯（正在逐步退出国内市场）等灭生型除草剂由于多年连续使用造成多种抗性杂草泛滥，包括世界十大恶性杂草之一的马齿苋与铁苋菜，而恰好二苯醚类除草剂普遍对马齿苋和铁苋菜有非常好的防治效果，能够与草甘膦等混用体现良好的除草效果。

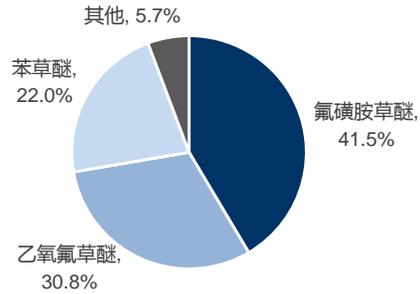
二苯醚类除草剂典型代表为氟磺胺草醚、乙氧氟草醚和苯草醚，2014 年的销售额分别为 2.15、1.60 和 1.14 亿美元，占二苯醚类除草剂 95% 的份额，品种集中度高，属于强者恒强的类型。其中，氟磺胺草醚占有 41.5%。

图 30：二苯醚类除草剂销售额（亿美元）



资料来源：CNKI，申万宏源研究

图 31：主要的二苯醚类除草剂



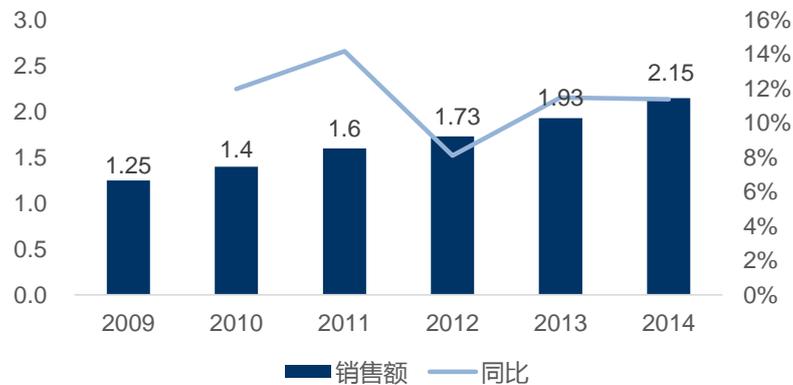
资料来源：CNKI，申万宏源研究

3.2 先正达国内唯一 CMO 厂商，为公司业绩提供稳定支撑

公司是先正达在国内唯一登记的氟磺胺草醚供应商，CMO 模式保证公司该项业务稳定。公司目前氟磺胺草醚年产量为 2400 吨，自 2010 年 IPO 以来，国内市场占有率一直稳居 60% 以上，稳居第一位。

氟磺胺草醚，俗称虎威，是一种高选择性大豆、花生田苗后除草剂，防除阔叶杂草极为有效。2014 年全球销售额为 2.15 亿美元，2009-2014 复合年增长率为 11.5%，是二苯醚类除草剂中销售额最大、增速最快的品种。

图 32：2009-2014 年氟磺胺草醚全球销售额及同比



资料来源：公司公告，CNKI，申万宏源研究

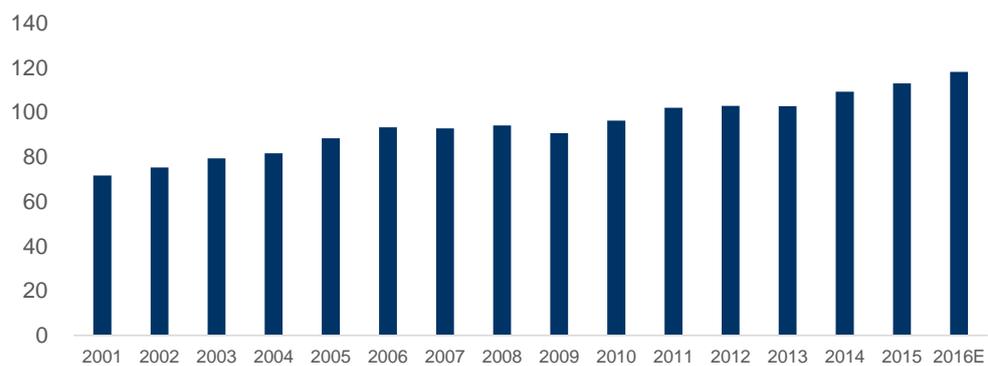
氟磺胺草醚在基因作物的推广格局已打开。孟山都 Warrant Ultra 除草剂，一款由氟磺胺草醚和乙草胺两种活性成分复配的除草剂，已于 2015 年 5 月获得美国环保署批准，并于 2016 年上市推广，可用于 Roundup Ready® 系列作物，主要涉及大豆、棉花等。在转基因作物上的获准推广有望加快提升氟磺胺草醚的消费量。美国、巴西、巴拉圭等是公司氟磺胺草醚出口的主要国家，未来海外需求有保障。

农药需求量变化和作物种植面积正相关，大豆用农药与全球大豆种植面积成正比，虽然今年大豆种植面积略有下滑，大豆用农药消费量同比有所减少，但绝对值仍然很大，随着未来大豆种植逐步回暖，预计氟磺胺草醚等产品都会有可观增量。

农业部政策指导大豆扩产，传统需求存在增量空间。以我国为例，由于国内大豆品种单产不高，相对于美国、巴西的高油转基因品种而言，市场效益较低，因此农民种植积极性低。为了促进大豆生产发展，东北三省和内蒙古地区已经开始实行大豆目标价格试点，未来有可能在全国范围内进行推广，进一步提高大豆价格补贴。而且随着国民消费观念的转变，国产非转基因大豆可能会更受消费者青睐。2016年农业部发布《关于促进大豆生产发展的指导意见》，明确提出“调减玉米，增加大豆”的结构调整思路，“力争到2020年大豆面积达到1.4亿亩，比2015年增加4000万亩。”但就国内扩产大豆而言，氟磺胺草醚的消费量存在较大的上升空间，在国内目前尚无取代其地位的品种。按照每公顷平均用量0.1kg算，2年循环使用率，2020年大豆扩产理论增量为2000吨/年。

公司2015年和2016年上半年除草剂毛利率分别为29.34%和29.56%，氟磺胺草醚作为公司主要的产品，具有一定的市场定价能力，预计其毛利率高于30%，为公司业绩可持续稳定增长提供了重要保障。

图 33：全球大豆播种面积稳步增长（百万公顷）



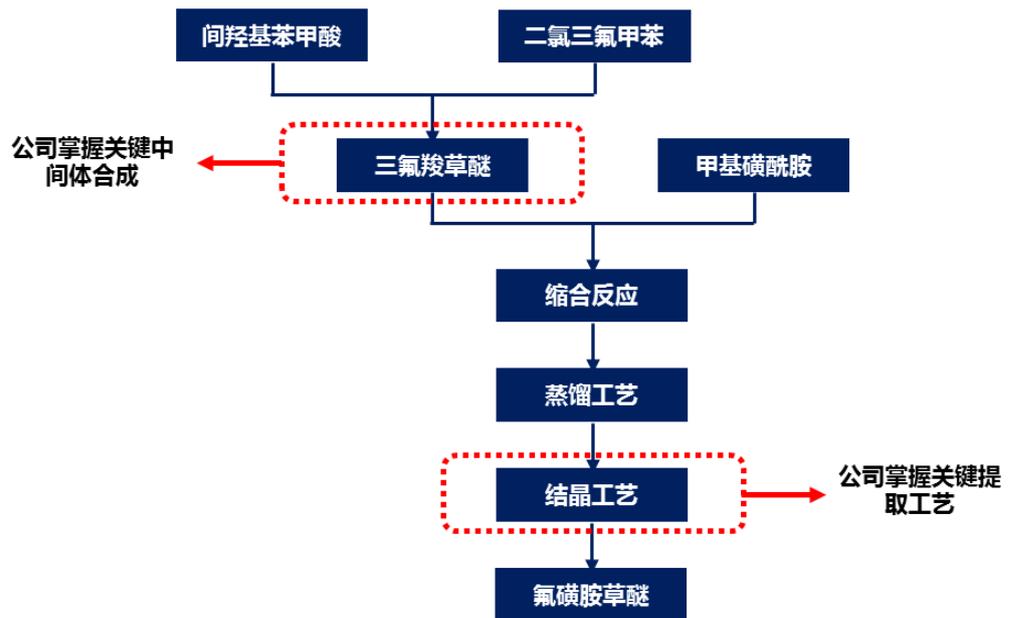
资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 掌握氟磺胺草醚核心合成工艺，具备扩产条件

氟磺胺草醚最初由捷利康公司于1982年开发，氟磺胺草醚合成工艺和提纯工艺较为复杂，技术壁垒较高。主要集中在三氟羧酸草醚关键中间体的合成，以及最后的结晶工艺。

公司有完善的技术支持，拥有完整的氟磺胺草醚合成工艺，结晶收率达到90%以上，为过去几年长期占据氟磺胺草醚市场提供有效保障。我们认为凭借此优势不排除未来通过扩产来扩大竞争优势。

图 34：长青股份氟磺胺草醚合成工艺



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

4. 麦草畏：受益转基因需求打开，为公司打开成长性

从传统市场到转基因市场：麦草畏是一种具有选择性和内吸传导型苗后生长素类除草剂，1961年由先正达开发，于1963、1967年分别在加拿大、美国获得登记。对小麦、玉米、谷子、高粱等禾本科作物比较适用。目前麦草畏的需求基本还是传统作物，小麦占了7成以上，主要市场在美洲及欧洲。

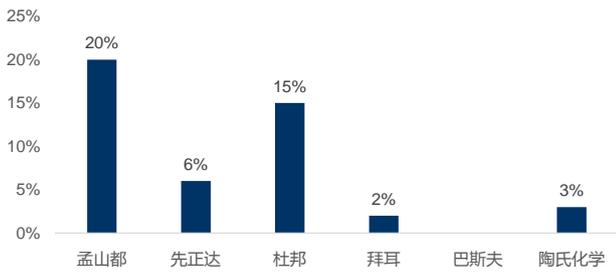
4.1 孟山都率先发力，引领抗麦草畏转基因种子推广，美洲市场将整体爆发

2016年11月9日，孟山都麦草畏产品获得美国环保署批准使用，2017年起美国将迈开抗麦草畏转基因大豆和棉花种植的步伐，麦草畏的需求拓展到转基因商业化种植领域。与此同时，巴斯夫新型麦草畏除草剂 Engenia™ 除草剂（可防除耐麦草畏棉花和大豆中最难治的芽后阔叶杂草）也正在申请相关国家的批准登记。

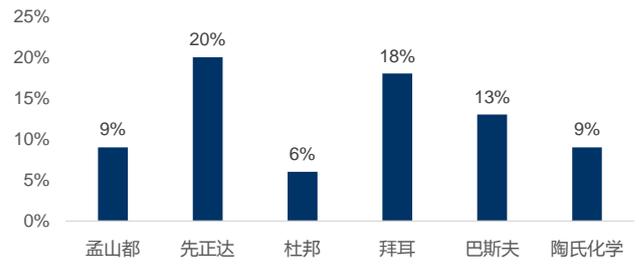
全球转基因种子主要掌握在几大国外巨头手中，同时六大巨头占了全球农药75%的市场份额。孟山都的抗麦草畏转基因种子投放北美（美国为主）市场后，预计南美市场（巴西、阿根廷为主）将紧跟北美节奏，未来巨头将分割南、北美麦草畏市场份额，麦草畏需求新趋势确定，对应种子及农药业务都将受益。

图 35：种子业务市场份额

图 36：农药业务市场份额



资料来源: Phillips McDougall, 申万宏源研究



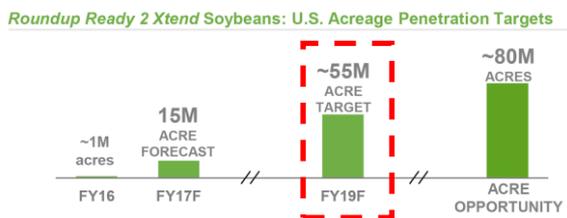
资料来源: Phillips McDougall, 申万宏源研究

根据孟山都市场报告,其计划 2017 年在美国全面推出 Roundup Ready 2 Xtend 耐麦草畏转基因大豆,到 2019 年这一数字将达到 5500 万英亩(约合 2266 万公顷),占美国大豆播种总面积的 2/3。按照 1 公斤/公顷的麦草畏施用量,我们认为 19 年仅孟山都在美国种植大豆创造麦草畏增量就有 2.3 万吨,17-19 年每年在北美或将产生 1 万吨的需求增量。

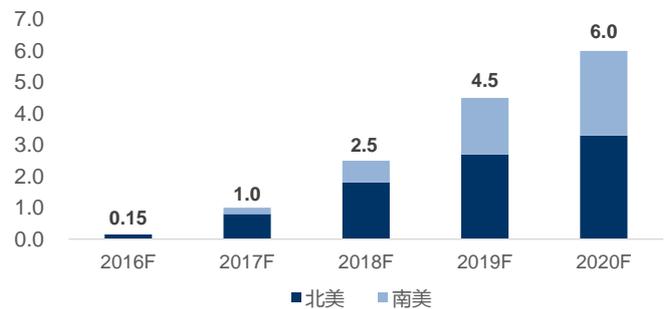
全球转基因大豆种植面积超过 9000 万公顷,假设未来 5 年抗麦草畏转基因大豆在全球渗透率达到 2/3,麦草畏转基因需求至少 6 万吨。届时麦草畏有望成为一个市场规模 8-10 万吨级别的大类品种,消费量仅次于草甘膦。

图 37: 孟山都 Roundup Ready 2 Yield 在美推广计划

图 38: 麦草畏全球转基因需求预测值 万吨



资料来源: Monsanto 财报, 申万宏源研究



资料来源: 申万宏源研究

4.2 外部环境两大利好: 农业形势相对利好大豆, 欧盟批准进口

目前农业形势: 种植玉米亏损 60 美元/英亩, 种植大豆盈利 6 美元/英亩, 农民倾向于种植大豆; 玉米库存过高, 大豆库存相对合理。

孟山都第四财报同比超预期, 种子销售比想象的乐观。大豆、棉花种子销售同比增速均超前。

图 39: 玉米处于亏损, 大豆盈亏平衡

	Corn (2016P)		Soybeans (2016P)	
<small>(per acre unless otherwise noted, illustrative, Illinois model closest to nat'l avg.)</small>				
Yield (bushels)		184		48
Price*	\$	3.82	\$	10.01
Other (Farm Bill & Ins.)	\$	30	\$	25
Revenue	\$	732	\$	505
Fertilizers	\$	125	\$	38
Seed	\$	125	\$	76
Crop Chemicals	\$	60	\$	30
Other	\$	49	\$	23
Machine/Fuel	\$	130	\$	112
Indirect (Buildings etc.)	\$	75	\$	70
Costs	\$	564	\$	349
Margin Before Rent	\$	168	\$	156
Rent	\$	228	\$	150
Margin After Rent	\$	(60)	\$	6

* Dec. 16 corn future; Nov. 16 soybeans (5/5/16 closing price)
Source: University of Illinois Dec. 2015, Chicago Board of Trade

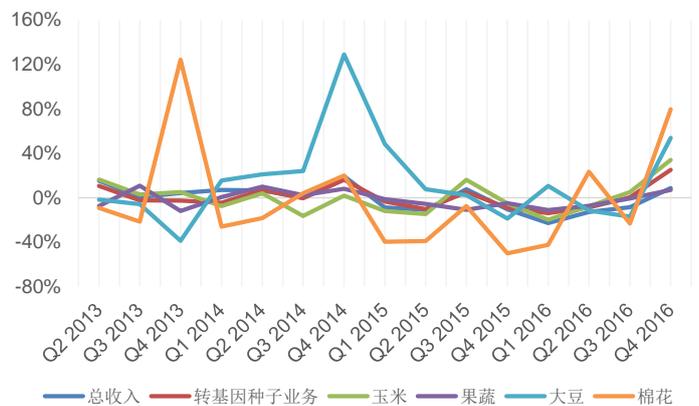
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 40: 玉米库存过高, 大豆库存相对合理



资料来源: Bloomberg、申万宏源研究

图 41: 孟山都 Q4 超预期, 种子业务明显好转



资料来源: Bloomberg、申万宏源研究

7月22日, 欧盟批准进口 Roundup Ready 2 Xtend 大豆。欧盟每年进口约 2000 万吨类似产品, 全球进口转基因大豆居于次席, 仅次于中国。8月8日, 中国提出“十三五”抗除草剂转基因大豆产业化。早在4月份农业部曾召开新闻发布会释放相关信号, 中国是最大的转基因大豆进口国, 2015年进口大豆超过 8000 万吨, 大部分为转基因大豆。随着欧盟批准 Roundup Ready 2 Xtend 大豆的进口, 我们预测未来中国也会进口类似大豆产品。

4.3 草甘膦复配有有望助麦草畏成就第二大除草剂地位

麦草畏的主要使用方式是跟草甘膦复配。美国环保署已经批准使用加之孟山都计划投资 9.75 亿美元建麦草畏产能, 都预示了麦草畏的巨大潜力。

目前全球的草甘膦消费量约为 80 万吨, 草甘膦复配比例的高低决定了麦草畏未来的需求, 较乐观估算, 我们假设未来有 60%的草甘膦与麦草畏复配, 复配比例为 3:1, 则麦草畏的需求量将达到 16 万吨, 届时麦草畏有望成为仅次于草甘膦的全球第二大除草剂, 按 10 万元/吨价格计算, 市场价值超 25 亿美元。

表 6: 未来麦草畏市场空间测算

草甘膦复配率	麦草畏需求量测算 (万吨)	
	复配比例 (1:9)	复配比例 (1:3)
30%	2.6	8.0
40%	3.6	10.7
50%	4.4	13.3
60%	5.3	16.0
70%	6.2	18.7
80%	7.1	21.3
90%	8.0	24.0

资料来源: 申万宏源研究

4.4 行业格局稳固, 现有厂商优先受益, 麦草畏放量提供成长性

2015 年全球产能 2.3 万吨, 需求近 1.8 万吨, 2016 年全球基本没有新增产能。投资麦草畏对工程化水平、原药质量等要求较高, 未来两年供给端增量主要为扬农化工 (新增 2 万吨)、长青股份 (2017 年新增 2000 吨, 远期扩至 1 万吨)、巴斯夫 (在现有产能基础上扩产 15%)。我们认为随着转基因需求局面的打开, 未来两年麦草畏供需关系有望持续向好。行业格局、分配方式相对稳固, 未来行业机会将掌握在现有几家龙头手中。

目前公司麦草畏毛利率约 30%, 公司明年新增 2000 吨产能, 远期扩至 10000 吨, 麦草畏放量将为公司提供成长性。

表 7: 未来麦草畏主要新增产能

公司	现有产能	计划新增产能	产能进度
扬农化工	6500	20000	预计 2017 年上半年投放
长青股份	3000	7000	2016 年底新投 2000 吨, 远期至 1 万吨
巴斯夫	8000		计划扩产 15%, 进度未透露
孟山都		9.75 亿美元	2019 年年中投放

资料来源: 申万宏源研究

5. 盈利预测及投资评级

5.1 弹性分析

吡虫啉、啶虫脒、氟磺胺草醚以及麦草畏每吨涨价 1 万元, 将分别增厚 Eps 0.084、0.028、0.084、0.139 元。

表 8: 主要产品弹性分析

品种	产能/吨	涨 1 万/吨增厚 EPS	股本/亿股
吡虫啉	3000	0.084	3.59
啶虫脒	1000	0.028	3.59

羧酸胺草醚	3000	0.084	3.59
麦草畏	5000	0.139	3.59

资料来源：申万宏源研究

5.2 盈利预测及投资评级

我们预计 16-18 年公司营收分别为 18.16、24.79、34.03 亿元，归母净利润分别为 1.73、2.61、3.40 亿元，17/18 年增速为 51%/30%；当前股价对应 PE 为 36X/24X/18X。参考可比农药上市公司，2017 年行业平均 PE 为 29 倍，公司 PE 仅有 24 倍；同时公司 PB 只有 2.1 倍，低于行业均值 3.2 倍，PE、PB 均被低估。考虑公司未来的高成长性，短期负债较高对业绩或存在一定诉求，给予 29 倍估值，第一目标价 21.2 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：行业可比公司财务数据（2016 年 12 月 8 日）

股票代码	简称	总市值	总股本 (亿)	股价 (16/12/8)	EPS			PE			BPS	PB
					15A	16E	17E	15A	16E	17E		
002215.SZ	诺普信	96.25	9.14	10.60	0.25	0.3	0.36	42	35	29	1.85	5.7
000525.SZ	红太阳	98.44	5.81	16.99	0.31	0.34	0.55	55	50	31	8.06	2.1
600486.SH	扬农化工	106.76	3.1	34.58	1.47	1.34	2.02	24	26	17	10.65	3.3
002496.SZ	辉丰股份	78.24	15.07	5.23	0.11	0.13	0.16	48	40	33	2.26	2.3
002258.SZ	利尔化学	63.45	5.24	11.88	0.26	0.37	0.45	46	32	26	3.74	3.2
000553.SZ	沙隆达 A	72.38	5.94	15.67	0.24	0.45	0.5	65	35	31	3.55	4.3
002513.SZ	st 蓝丰	57.37	3.4	16.95	-0.2	0.41	0.5	-85	41	34	7.33	2.3
603599.SH	广信股份	67.43	3.76	18.11	0.35	0.41	0.46	52	44	39	6.28	2.8
002250.SZ	联化科技	132.89	8.35	15.9	0.76	0.47	0.71	21	34	22	5.14	3.2
	行业均值	88.12	6.65		0.31	0.39	0.49	29.7	37.5	29.3	5.43	3.25
002391.SZ	长青股份	60.11	3.59	16.72	0.65	0.48	0.73	25.7	34.8	22.9	8.07	2.1

资料来源：Wind、申万宏源研究（可比公司采用 wind 一致预测）

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,809	1,821	1,816	2,479	3,403
吡虫啉、啶虫脒		395	390	410	438
氟磺胺草醚		209	240	320	412
麦草畏		323	300	437	585
其它		895	886	1,312	1,969
营业总成本	1,536	1,553	1,610	2,168	2,997
营业成本	1,302	1,333	1,368	1,839	2,565
吡虫啉、啶虫脒		277	280	281	311
氟磺胺草醚		144	168	227	296
麦草畏		213	211	330	446
其它		699	710	1,001	1,511
营业税金及附加	1	1	1	2	2
销售费用	54	55	54	99	126
管理费用	160	149	154	223	303
财务费用	12	5	9	8	8
资产减值损失	6	9	23	(3)	(7)
公允价值变动损益	(1)	0	0	0	0
投资收益	1	5	0	0	0
营业利润	273	273	205	312	406
营业外收支	(1)	(8)	(6)	(5)	(6)
利润总额	272	265	199	307	400
所得税	40	29	27	46	60
净利润	232	236	173	261	340
少数股东损益	(2)	(2)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	234	238	173	261	340

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	232	236	173	261	340
加: 折旧摊销减值	96	125	161	150	175
财务费用	17	13	9	8	8
非经营损失	(5)	(7)	0	0	0
营运资本变动	(140)	(184)	(145)	(181)	(200)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	225	183	197	238	323
资本开支	565	463	311	261	300
其它投资现金流	(284)	186	(0)	0	0
投资活动现金流	(848)	(277)	(312)	(261)	(300)
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	(50)	189	115	31	(15)
支付股利、利息	73	119	9	8	8
其它融资现金流	3	7	0	0	0
融资活动现金流	498	77	106	23	(23)
净现金流	(126)	(16)	(8)	0	0

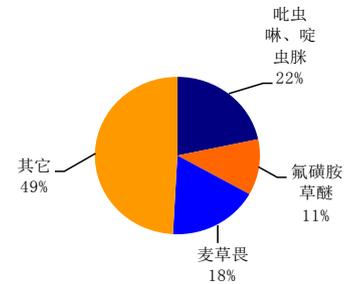
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
吡虫啉单价		10	11	10
氟磺胺草醚销量		2400	3200	4200
麦草畏销量		3000	4600	6500

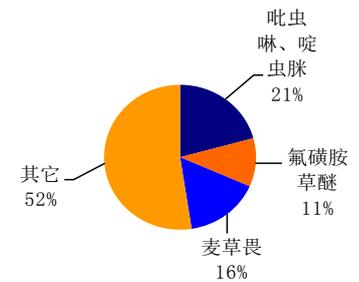
收入结构

2015年收入结构

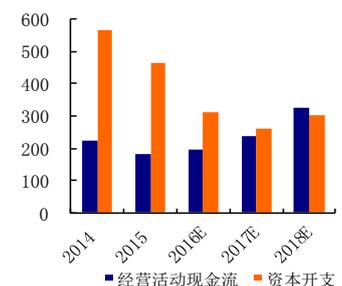


成本结构

2015年成本结构



资本开支与经营活动现金流

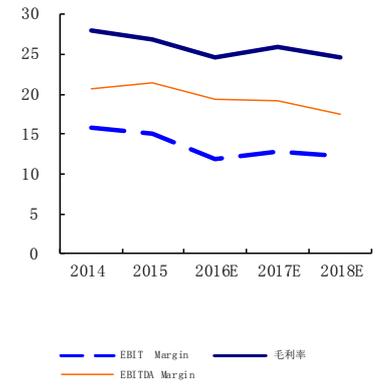


合并资产负债表

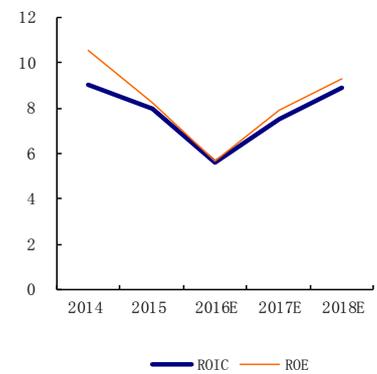
百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,377	1,467	1,738	1,894	2,068
现金及等价物	197	199	191	191	191
应收款项	453	624	891	879	793
存货净额	443	476	489	657	916
其他流动资产	285	167	167	167	167
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	1,563	1,844	2,021	2,131	2,252
无形资产及其他资产	168	239	236	233	230
资产总计	3,110	3,552	3,997	4,260	4,551
流动负债	219	576	892	845	797
短期借款	10	255	414	395	380
应付款项	173	300	457	429	396
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	650	88	44	94	94
负债合计	869	664	936	939	890
股本	315	362	362	362	362
资本公积	1,030	1,627	1,627	1,627	1,627
盈余公积	107	123	135	153	177
未分配利润	648	761	921	1,164	1,480
少数股东权益	17	15	15	15	15
股东权益	2,241	2,888	3,061	3,321	3,661
负债和股东权益合计	3,110	3,552	3,997	4,260	4,551

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



重要财务指标

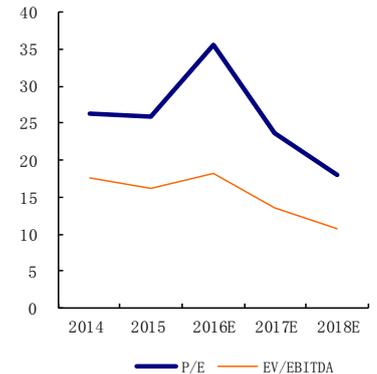
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.65	0.66	0.48	0.73	0.94
每股经营现金流	0.63	0.51	0.55	0.66	0.90
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	6.19	7.99	8.47	9.20	10.14
关键运营指标(%)					
ROIC	9.0	8.0	5.6	7.5	8.9
ROE	10.5	8.3	5.7	7.9	9.3
毛利率	28.0	26.8	24.6	25.8	24.6
EBITDA Margin	20.7	21.3	19.4	19.1	17.5
EBIT Margin	15.8	15.0	11.8	12.9	12.2
收入同比增长	15.3	0.7	(0.3)	36.6	37.3
净利润同比增长	21.6	1.4	(27.3)	51.0	30.3
资产负债率	27.9	18.7	23.4	22.0	19.6
净资产周转率	0.81	0.63	0.60	0.75	0.93
总资产周转率	0.58	0.51	0.45	0.58	0.75
有效税率	14.8	11.3	13.4	15.0	15.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	26.3	25.9	35.6	23.6	18.1
P/B	2.8	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/Sale	3.7	3.5	3.5	2.6	1.9
EV/EBITDA	17.7	16.2	18.3	13.6	10.8

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。