

化工

2017年02月23日

海利尔 (603639)

——吡虫啉龙头企业，受益强周期，布局新成长

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据: 2017年02月21日

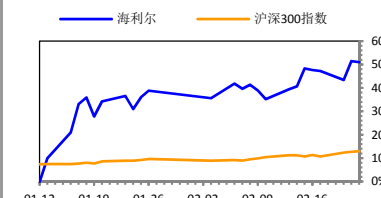
收盘价(元)	54.44
一年内最高/最低(元)	55.38/35.93
市净率	7.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1633
上证指数/深证成指	3253.33/10405.75

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2016年09月30日

每股净资产(元)	7.43
资产负债率%	30.98
总股本/流通A股(百万)	120/30
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

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

投资要点:

- 公司是一家集制剂、原药及中间体一体的综合性民营企业，是国内吡虫啉龙头企业。制剂收入占比六成，原药及中间体占比四成，主要原药为吡虫啉、啶虫脒，中间体二氯完全自供。内销占比达到75-80%，同时内销毛利率高，超过35%，此外公司也在积极拓展海外客户。公司过去5年收入复合增速为8.73%，受益于销量快速上升，2016年前三季度归母净利润为1.38亿元，超过2015年全年，我们认为未来销量好转有望持续。公司ROE处于行业最高水平，随着农药行业的供给侧改革及需求复苏，公司产品量价有望实现双提升，净利率、ROE将进一步提高。公司具备较强的自主研发实力，IPO投入3000万元扩建研发中心，将进一步提升其综合实力。
- 吡虫啉受益供需改善，迎来周期的盛宴。新烟碱杀虫剂是全球杀虫剂的主流，吡虫啉、啶虫脒是其代表品种。由于2016年底环保整顿，山东、河北吡虫啉主要产能装置较长时间停产，库存低位叠加出口旺季，吡虫啉供不应求，价格暴涨；由于暖冬因素加之春节早，亚洲等地需求提前复苏，主流企业订单显现紧张，我们认为在强需求支撑下，价格有望再突破。环保高要求会使行业复产成本逐渐提升，预计今年吡虫啉价格能高位站稳。
- 扩张水性化产品及新原药，打开成长新蓝图。公司IPO投入建设年产8000吨水性化制剂项目、年产7000吨水性化制剂项目，新增项目能支撑制剂业务稳定增长，也是公司业绩能保持增长的重要基础；同时建设5万吨水溶肥项目，水性化产品符合国家对绿色环保型溶剂要求的趋势；用自有资金投建1000吨吡啶啉菌酯，预计今年量产，自产原药可提升制剂环节盈利能力。布局第二、三代新烟碱产品如噻虫嗪、噻虫胺、呋虫胺等，计划达到3500吨产能规模。公司未来产能规划明确，具备较强的成长性。
- 盈利预测与投资评级。我们预计2016-2018年公司营业收入分别为9.80、14.64、17.76亿元，归母净利润分别为1.45、2.65、3.24亿元，每股收益分别为1.21、2.21、2.70元，当前股价对应PE分别为45X/25X/20X。参考行业可比公司估值，考虑公司未来成长性，油价中枢上移农药行业逐步回暖，结合次新股溢价，给予一年目标价66.3元，对应2017年30倍，首次评级予以“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,016	864	980	1,464	1,776
同比增长率(%)	-	-	-3.57	49.39	21.31
净利润(百万元)	130	138	145	265	324
同比增长率(%)	-1.56	-	11.14	82.76	22.26
每股收益(元/股)	1.45	1.54	1.21	2.21	2.70
毛利率(%)	34.4	35.8	34.1	39.2	39.1
ROE(%)	23.6	20.7	21.2	27.9	25.4
市盈率	37		45	25	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 9.80、14.64、17.76 亿元，归母净利润分别为 1.45、2.65、3.24 亿元，每股收益分别为 1.21、2.21、2.70 元，当前股价对应 PE 分别为 45X/25X/20X。参考行业可比公司估值，考虑公司未来成长性强，油价中枢上移农药行业逐步回暖，结合次新股溢价，给予一年目标价 66.3 元，对应 2017 年 30 倍，首次评级予以“增持”评级。

关键假设点

全年吡虫啉、啶虫脒均价为 13 万元/吨左右。水性化制剂顺利建成并投产，制剂业务收入增速保持在 20-30%。吡啶醚菌酯今年顺利实现量产。

有别于大众的认识

市场担心随着山东、河北吡虫啉产能逐步复工，吡虫啉价格会下滑，我们认为暖冬、春节早带来的需求提前复苏会使得需求紧张一定时间内难以恢复，价格有可能再突破，同时环保核查使得行业复产成本提升，未来吡虫啉价格有望在相对高位站稳。

市场质疑公司在新项目上主要是水溶性产品的推广能力，我们认为一是公司自主开发能力较强，水溶性产品领域已有丰富的技术储备，二是公司经营管理能力强，善于打造品牌效应，在 16 年上半年行业景气下滑的情况下仍实现销量的快速提升，公司在原药和制剂的推广上已经储备了大量的客户资源，公司也非常注重后续技术服务，为新项目的市场推广做了铺垫。水溶性产品推广是未来农药行业大势所趋，公司提前布局有利于优先占领市场份额，是公司成长性体现的重要基础。

股价表现的催化剂

吡虫啉、啶虫脒价格再创新高；新项目推广进度超预期。

核心假设风险

原材料涨价造成成本压力；新项目投产不达预期。

目录

1. 高 ROE，制剂与原药一体化的综合性民企	6
1.1 吡虫啉龙头企业，集制剂、原药及中间体一体的综合性企业	6
1.2 内销导向型企业，逐步开拓海外市场	8
1.3 ROE 居行业前茅，并有望进一步提升	8
1.4 研发实力强劲，主要核心技术均为自主研发	9
2. 吡虫啉受益供需改善，迎来周期的盛宴	10
2.1 新烟碱类杀虫剂是全球杀虫剂主流	10
2.2 从供给侧改革到需求复苏，惊喜不断	12
2.2.1 企业检修响应环保自查，供不应求导致价格暴涨	12
2.2.2 从供给收缩演绎成需求复苏，惊喜不断有望支撑价格高位	14
3. 扩张水性化产品及新原药，打开成长新蓝图	14
3.1 水性化制剂产能扩张有望支撑制剂业务稳定增长	14
3.2 布局水溶肥，迎接环保农业时代	16
3.3 自建吡唑醚菌酯产能，提升盈利能力	18
3.4 布局第二、三代新烟碱杀虫剂	21
4. 盈利预测与投资建议	22

图表目录

图 1: 制剂、原药分别占 60%、40%.....	6
图 2: 公司近几年毛利率维持在 30%以上.....	6
图 3: 公司营业收入 (亿元)	6
图 4: 公司归母净利润 (亿元)	6
图 5: 公司销量快速提升 (吨)	7
图 6: 公司产品价格变动情况 (万元/吨)	7
图 7: 公司股权结构.....	7
图 8: 公司内销规模稳步扩张 (亿元)	8
图 9: 公司内销毛利率高 (%)	8
图 10: 公司 ROE 值位列农药行业前茅	9
图 11: 公司 ROE 上升主要受益于销售净利率的提升	9
图 12: 全球杀虫剂市场份额比较.....	10
图 13: 吡虫啉全球消费量相对稳定	11
图 14: 2012 至 2015 年国内吡虫啉均价下滑明显	11
图 15: 拌种剂推广历程.....	11
图 16: 不同渗透率下吡虫啉拌种剂市场需求预测 (吨)	11
图 17: 国内吡虫啉主要产能在江浙、山东	12
图 18: 国内吡虫啉产能 (万吨) 及开工率.....	12
图 19: 吡虫啉和啶虫脒价格强势上涨 (元/吨)	13
图 20: 啶虫脒是吡虫啉的替代品.....	13
图 21: 吡虫啉生产成本组成 (对应 14.5 万/吨)	14
图 22: 吡虫啉市场价-生产成本价差 元/吨	14
图 23: 2016 年杀虫剂消费量下滑明显 (吨)	14
图 24: 公司杀虫剂销量及均价	14
图 25: 我国 2015 年新增农药制剂统计	15
图 26: 公司制剂产销情况 (吨)	15
图 27: 公司原药及中间体产销情况 (吨)	15
图 28: 我国水溶性肥料供需态势分析 (万吨)	16

图 29: 我国水溶性肥料价格及市场规模走势分析	16
图 30: 全球销售额前十的农药 (2014 年, 亿美元)	18
图 31: 吡唑醚菌酯销售额增长亿美元	18
图 32: 2014 年吡唑醚菌酯在主要作物上的销售额 (亿美元)	19
图 33: 国内吡唑醚菌酯登记作物分布图	19
图 34: 2014 年吡唑醚菌酯全球各区域市场分布	19
图 35: 全球前十国家和地区吡唑醚菌酯销售额 (亿美元)	19
图 36: 2016 年上半年公司杀菌剂业务增速明显	20
图 37: 去年 6 月份以来噻虫嗪价格不断上升 (元/吨)	22
表 1: 公司主要核心工艺全部来自自主研发	9
表 2: 2014 年销售额较大的新烟碱类杀虫剂	10
表 3: 与常规拌种剂相比, 吡虫啉优势明显	11
表 4: 中间体二氯合成新老工艺比较	13
表 5: 水性化制剂和传统粉剂、颗粒剂及乳油的对比	15
表 6: 公司 IPO 募集资金新投资项目 (万元)	16
表 7: 各类别水溶肥登记数量	17
表 8: 各类别水溶肥定义	17
表 9: 全球前两大杀菌剂对比	18
表 10: 我国主要吡唑醚菌酯产能一览	20
表 11: 2014 年销售前 15 位农药产品销售额及专利情况	21
表 12: 农药行业可比公司估值	23
表 13: 利润表	24

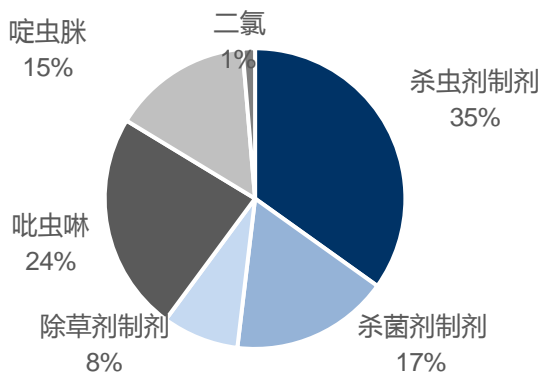
1. 高 ROE，制剂与原药一体化的综合性民企

1.1 吡虫啉龙头企业，集制剂、原药及中间体一体的综合性企业

公司是一家集制剂、原药、中间体产业链完整的综合性企业。产品结构多元化，主要制剂涉及杀虫剂、除草剂、杀菌剂；主要原药为新烟碱类杀虫剂，是国内吡虫啉龙头企业。

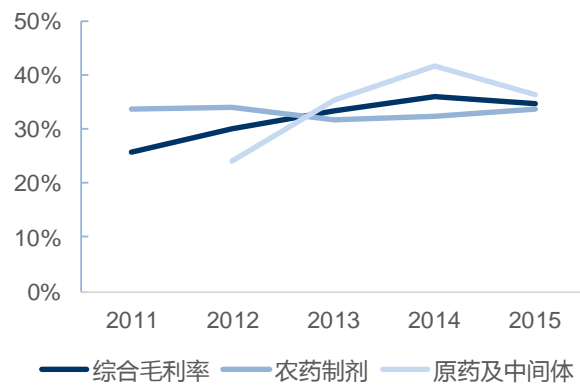
公司主营产品中，制剂类产品占比 60%，包括杀虫剂 35%、杀菌剂 17%和除草剂 8%；原药及中间体占比 40%，其中吡虫啉、啶虫脒及中间体 2-氯-5-氯甲基吡啶(以下简称“二氯”)分别为 24%、15%、1%，二氯主要为公司自主生产吡虫啉和啶虫脒使用，少量对外销售。公司生产技术领先，毛利率高，近几年一直维持在 30%以上。

图 1：制剂、原药分别占 60%、40%



资料来源：wind，申万宏源研究

图 2：公司近几年毛利率维持在 30%以上



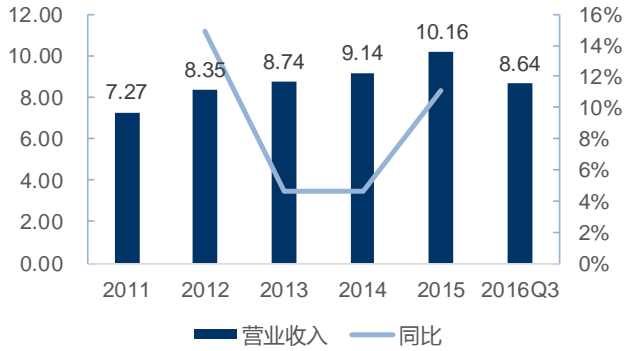
资料来源：wind，申万宏源研究

公司过去 5 年收入规模稳定增长，复合增速为 8.73%，2015 年营业收入为 10.16 亿元，公司 2011 年至今实现连续 6 年盈利，受行业景气下滑影响，2015 年归母净利润出现略微下滑，为 1.30 亿元，过去 5 年复合增速高达 59.7%。

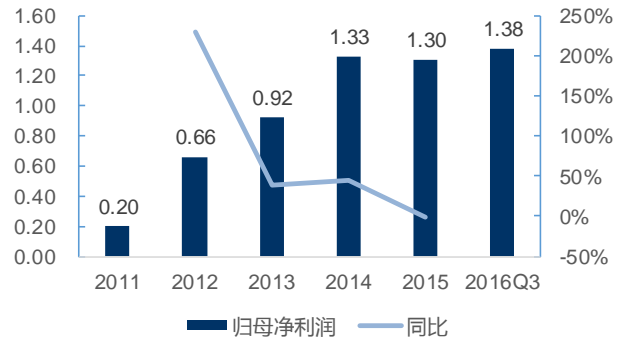
公司竞争地位突出，受益于品牌声誉、经营管理的优势，公司三大系列产品销量均实现快速上升。公司销量好转，对冲了价格下跌造成的业绩下滑，也是带来 2016 年前三季度业绩大幅提升的主要原因，2016 年前三季度实现归母净利润 1.38 亿元，超过 2015 年全年数据。伴随着粮价企稳并逐步回升，我们认为农药行业将走出寒冬逐步回暖，公司产品销量的提升有望得到延续。

图 3：公司营业收入（亿元）

图 4：公司归母净利润（亿元）

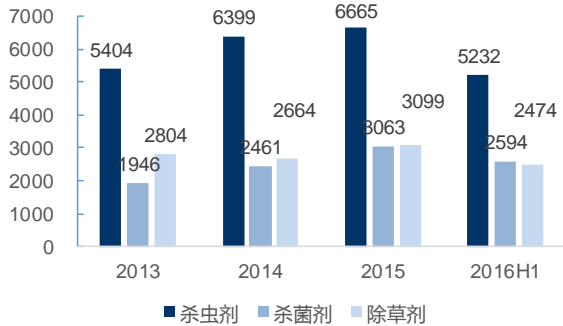


资料来源: wind, 申万宏源研究



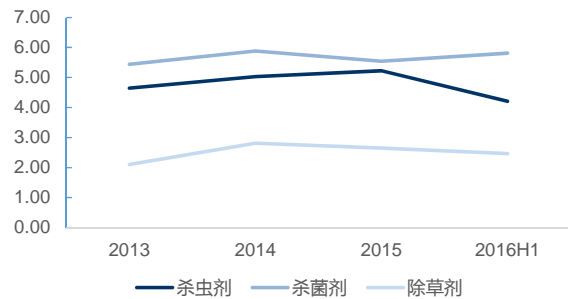
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 5: 公司销量快速提升 (吨)



资料来源: wind, 申万宏源研究

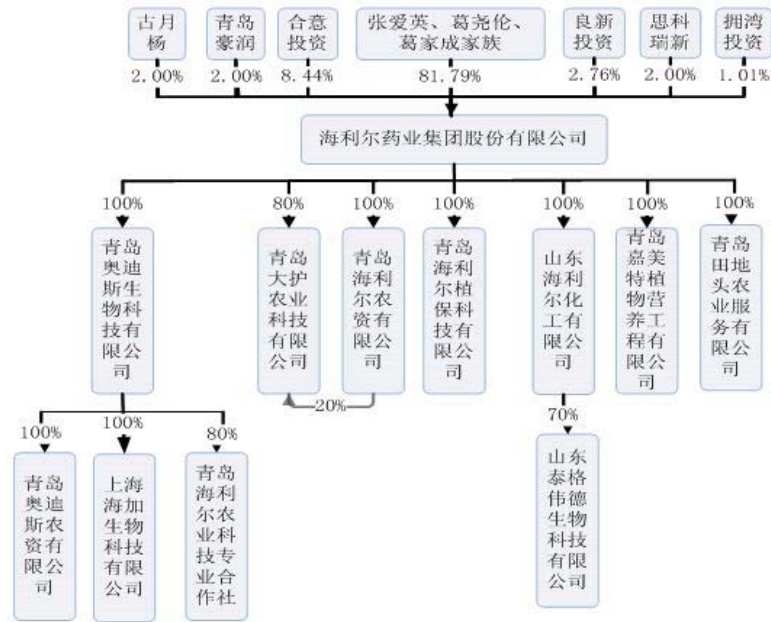
图 6: 公司产品价格变动情况 (万元/吨)



资料来源: wind, 申万宏源研究

公司是一家民营企业,实际控制人为张爱英、葛尧伦与葛家成家族,持股比例达 81.79%。公司下设子公司 7 个,孙公司 4 个,子公司之间分工明确,农药制剂由母公司海利尔药业和子公司奥迪斯生物生产,原药和中间体由子公司山东海利尔生产,其他子公司主要负责销售、进出口等。

图 7: 公司股权结构

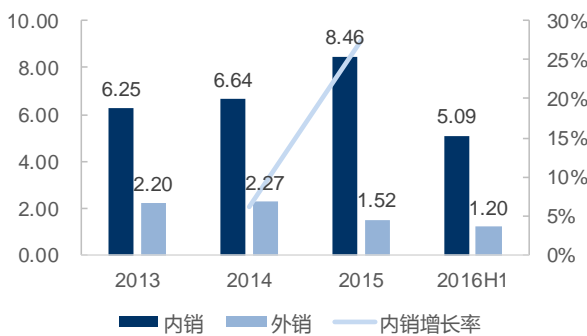


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 内销导向型企业，逐步开拓海外市场

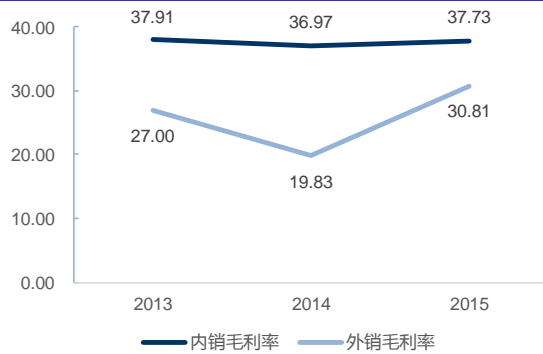
公司是内销导向型企业，营业收入中 75-80%来自内销。公司内销收入增长稳定，13-15 年综合增长率为 10.6%，内销毛利率一直维持高位，在 35%以上。内销占比高，毛利率高，使公司受国际农药行情波动影响较小，能够保证长期稳定增长。但公司也在积极开拓海外客户，有望受益海外行情复苏。

图 8：公司内销规模稳步扩张（亿元）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 9：公司内销毛利率高 (%)



资料来源：wind，申万宏源研究

1.3 ROE 居行业前茅，并有望进一步提升

公司净资产收益率 ROE 常年位列农药行业前茅，显著高于同行业的利尔化学、中旗股份、湖南海利、扬农化工、长青股份等。图中 2016 年 ROE 数据根据前三季度数据线性折算

而来，由于公司主营产品吡虫啉、啉虫脒是从 16 年 6 月份开始反弹，实际上公司 16 年业绩比图中预测值还要好。

图 10：公司 ROE 值位列农药行业前茅

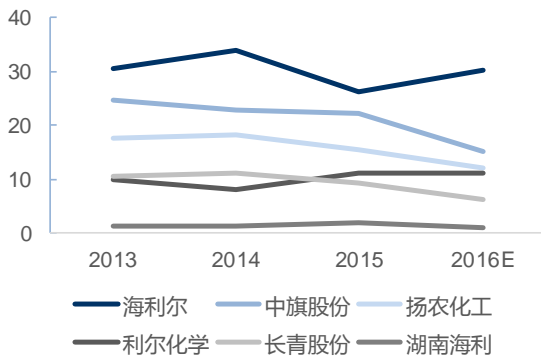
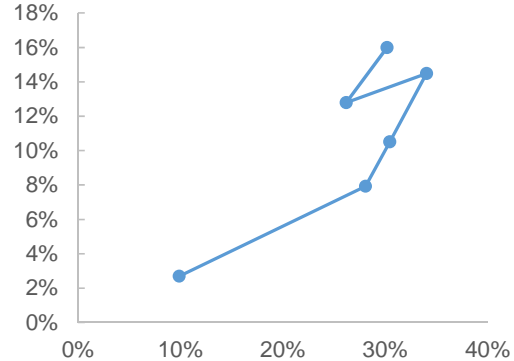


图 11：公司 ROE 上升主要受益于销售净利率的提升



资料来源：wind，申万宏源研究（2016 年 ROE 数据根据前 3 季度数据线性折算而来）

资料来源：wind，申万宏源研究

根据杜邦分析，公司 ROE 上升主要取决于销售净利率的提升，权益乘数及资产周转率对其影响不大。伴随农药行业的供给侧改革及需求复苏，公司产品量价有望实现双提升，净利率、ROE 或进一步提高。

1.4 研发实力强劲，主要核心技术均为自主研发

公司先后被认定为山东省、国家企业技术中心等，是我国北方农药行业首家国家认定企业技术中心。2013 年，公司被农业部认定为“农业部农药研发重点实验室”，同时设立“博士后科研工作站”。2016 年奥迪斯生物获得批准设立“院士专家工作站”。

公司研发实力强劲，农药制剂和原药的主要核心技术均为公司自主研发而来。同时公司有大量的技术储备和产品储备，技术方面包括水乳剂研发、悬浮剂研发、水分散粒剂研发和制剂配方核心技术等 4 个方面，产品包括草铵膦原药技术开发等 64 种配方。丰富的技术和产品储备为公司未来布局新领域业务奠定坚实基础。

本次公司 IPO 拟投入 3000 万元扩建研发中心，建设周期 18 个月，预计在 2018 年中建设完成。扩建研发中心将提升公司研究开发水平以及综合竞争力，保持公司在行业中的领先地位。公司未来布局中的吡唑醚菌酯、噻虫胺和呋虫胺等产品开发都属于公司重点在研项目，强劲的研发实力为公司未来业务拓展提供保障。

表 1：公司主要核心工艺全部来自自主研发

类别	主要研发成果	主要创新点
制剂类	70%吡虫啉水分散粒剂	处理时间短、操作简便易控制、加工过程中无粉尘污染、产品润湿分散性好、崩解快、悬浮率高，应用效果较好。
	21%甲维盐·虫酰肼悬浮剂	产品对鳞翅目害虫的持效期可达 20 天以上。
	430g/L 戊唑醇悬浮剂	4 种功能型助剂具有优异的润湿和展着性能，其中 1 种有明显的增效作用，壳聚糖后具有明显增产作用。

吡虫啉原药	原料易得，反应收率高，成本低，具有较强竞争力。该生产工艺达到国内领先水平。
杀虫杀螨剂甲维盐原药	反应总收率大于 65%，大部分产品纯度大于 90%，技术原料立足国内，基本没有三废。整体项目水平居国内领先水平。
啶虫脒原药清洁生产新工艺	使原药含量达到了 99%，收率达到 93%。项目整体水平达到国际先进水平。
新型杀菌剂啞菌脂原药	工艺流程简短，设备投资少，节能，合成收率高等特点，项目整体水平达到国内领先。

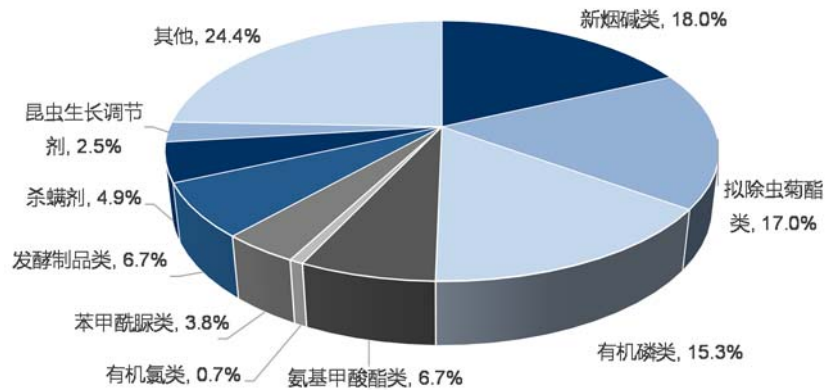
资料来源：海利尔招股说明书，申万宏源研究

2. 吡虫啉受益供需改善，迎来周期的盛宴

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、啶虫脒，双双跻身全球杀虫剂销售额前 15。

图 12：全球杀虫剂市场份额比较



资料来源：CNKI，申万宏源研究

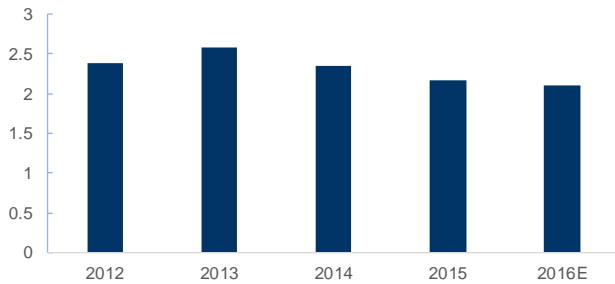
表 2：2014 年销售额较大的新烟碱类杀虫剂

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

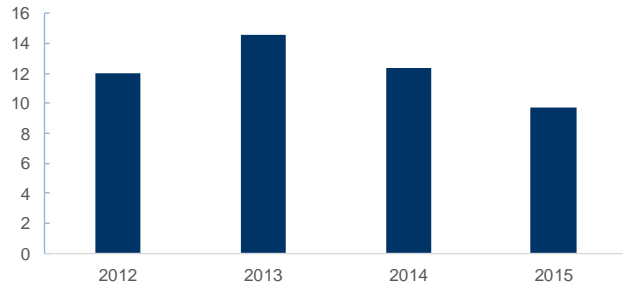
2014 年全球新烟碱类农药销售额 33.45 亿，其中吡虫啉（以制剂算）占到 35%。2015 年，受欧盟部分地区逐步退出使用，全球吡虫啉消费量略有下滑；同时由于 2013 年上马产能较多，国内均价一路下滑，国内销售经历了低谷。

图 13: 吡虫啉全球消费量相对稳定



资料来源: CNKI, 申万宏源研究

图 14: 2012 至 2015 年国内吡虫啉均价下滑明显



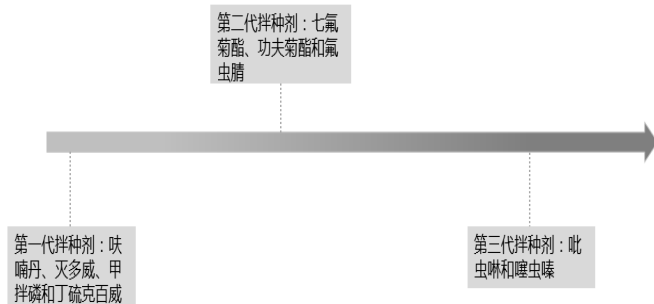
资料来源: CNKI, 申万宏源研究

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。

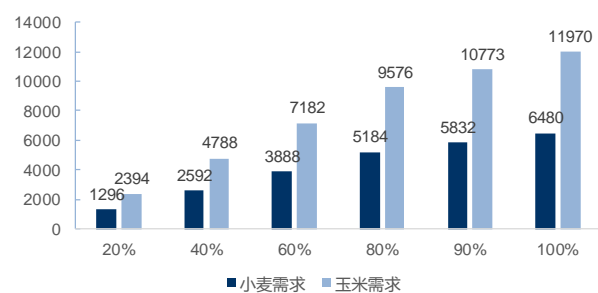
吡虫啉已经在全球 160 多个国家推广, 重要市场包括巴西、美国、中国、日本、印度、西班牙等。尽管近年来欧盟限制了吡虫啉的使用, 但对吡虫啉市场影响不大, 毕竟欧洲不是吡虫啉最主要的市场。

图 15: 拌种剂推广历程



资料来源: 申万宏源研究

图 16: 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

表 3: 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，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

2.2 从供给侧改革到需求复苏，惊喜不断

2.2.1 企业检修响应环保自查，供不应求导致价格暴涨

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 16 年 8 月份以来，涨幅累计超 50%。

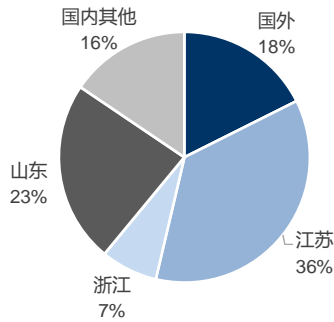
吡虫啉全球名义产能在 3.4 万吨左右。国外供应商主要是拜耳公司，产能约为 6000 吨/年；国内名义产能在 2.5 万吨左右，实际有效产能约 2 万吨，公司年产能为 2500 吨，位居行业前 3。我国大部分吡虫啉产能集中在江苏、浙江、山东、河北等地，其中江浙产能占比达到 42%，山东产能为 23%。去年环保巡视组先后进入江苏、浙江、山东等地区，巡视组环保排查力度较往年有增无减，地方出现了未入驻先自检的情况，行业自律行为提升。

吡虫啉生产装置属于高污染装置，特别是重要中间体二氯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高频停产甚至永久停产，尤其是 1000 吨以下小产能，合计超过 4000 吨，占国内产能超过 20%。

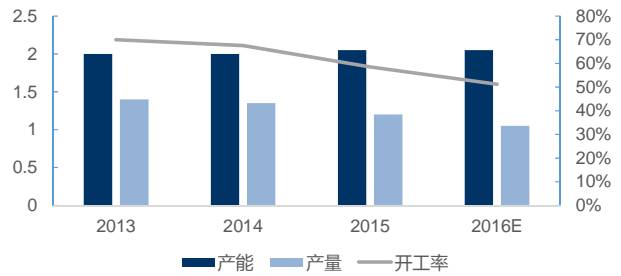
准入门槛提高，行业无新增产能，环保压力下开工不足，供给紧张带来市场反弹。根据国家新颁布的农药准入要求，新建吡虫啉生产装置的规模应大于 1000 吨/年，须经工信部核准，并且生产项目必须进入工业聚集区，我们判断未来吡虫啉基本不会有新扩产能。自 2013 年以来我国吡虫啉行业无新增产能，而由于环保要求的提升，部分企业排污不达标不能开工，到 2016 年综合开工率连续三年下降。吡虫啉价格自 2015 年底徘徊近两年，经销商买涨不买跌，库存基本消化完全。每年四季度至次年一季度正值出口旺季，2016 年四季度以来企业进入补库存，但产品明显供不应求，市场价格不断升温，其替代品啶虫脒也跟着涨价。

图 17：国内吡虫啉主要产能在江浙、山东

图 18：国内吡虫啉产能（万吨）及开工率



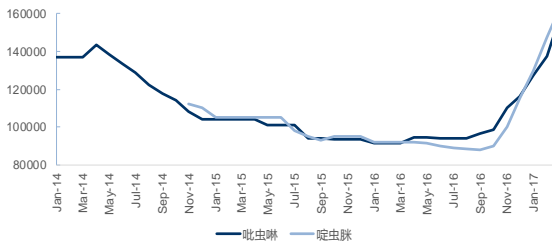
资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究



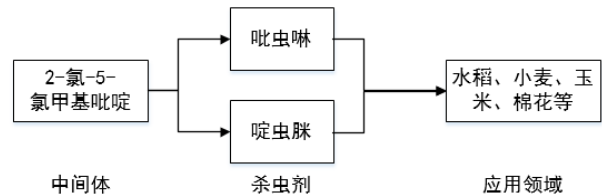
资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

图 19: 吡虫啉和啶虫脒价格强势上涨 (元/吨)

图 20: 啶虫脒是吡虫啉的替代品



资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究



资料来源: 申万宏源研究

未来产能或收缩, 行业环保成本提升, 有望支撑未来价格在相对高位。过去几年开工率的连续下滑已经表明行业不断经受环保问题的挑战, 在 2015-2016Q3 年吡虫啉低价时多数产能无法盈利, 特别是小产能, 开工情况受严重影响, 我们认为小产能复工需要重置高成本的环保投资, 或加快其退出。

公司自备中间体产能, 检修改善环保环节。吡虫啉生产过程主要排污难点在中间体二氯生产环节。公司对吡虫啉生产工艺进行改进, 废水量由原来的 8-10 吨减为 3-4 吨。同时公司承担国家 863 计划“吡虫啉创新工艺研究与废水治理技术开发”课题, 研发了中间体二氯新工艺, 使 DMF 用量由 1.4 吨减少至 0.2 吨, 吨废水量减少至 2 吨, 废水 COD 减少至 3.3 万 mgO₂/L, 且废水中不含磷, 吨产品成本大幅降低。

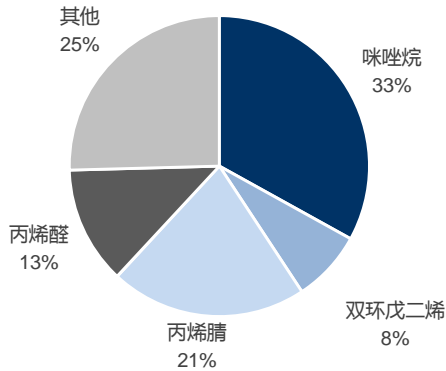
公司二氯中间体完成自供, 产品毛利变化只取决于原材料价格, 自去年 8 月底涨价以来, 吡虫啉价差已经扩大了约 3.5 万/吨。

表 4: 中间体二氯合成新老工艺比较

	新工艺	传统工艺
DMF 使用量/吨	0.2	1.4
吨废水量	2	8
废水 COD/万 mgO ₂ /L	3.3	18
含盐	不含磷, 只含少量的氮和盐	含大量磷、氮、盐

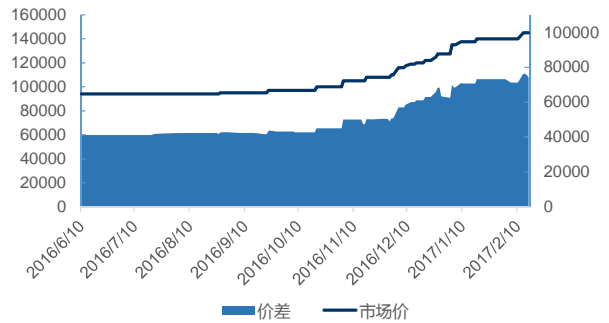
资料来源: 海利尔招股说明书、申万宏源研究

图 21: 吡虫啉生产成本组成 (对应 14.5 万/吨)



资料来源: 申万宏源研究

图 22: 吡虫啉市场价-生产成本价差 元/吨



资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

2.2.2 从供给收缩演绎成需求复苏, 惊喜不断有望支撑价格高位

2016 年是厄尔尼诺大年, 特别是上半年杀虫剂市场受影响较大, 消费量明显下滑。但由于年末是暖冬, 并且今年春节早, 特别是亚洲地区需求提前体现, 预期今年杀虫剂需求加快复苏。

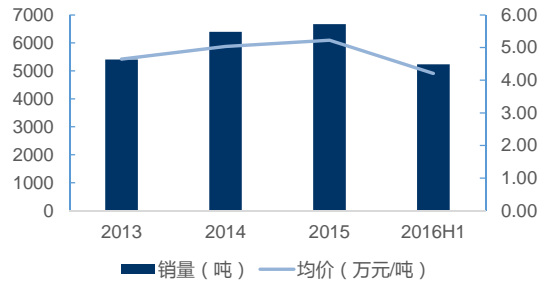
2016 年吡虫啉全球的需求预计在 2 万吨左右, 其中出口到欧美占了一半, 亚洲占了一半。今年吡虫啉需求加快复苏, 目前主流企业订单明显紧张, 预期价格有望出现新突破。

图 23: 2016 年杀虫剂消费量下滑明显 (吨)



资料来源: 百川资讯、申万宏源研究

图 24: 公司杀虫剂销量及均价



资料来源: 海利尔招股说明书、申万宏源研究

3. 扩张水性化产品及新原药, 打开成长新蓝图

3.1 水性化制剂产能扩张有望支撑制剂业务稳定增长

农药水性化剂型是指农药有效成分以微小液滴或微粒分散在水中而形成稳定的分散体系的一类剂型, 通常包括微乳剂、水乳剂、悬浮剂和悬乳剂。与传统的乳油、粉剂和颗粒剂相比, 水性化农药制剂优势明显, 是当前农药制剂的发展主流方向。2015 年所有登记的

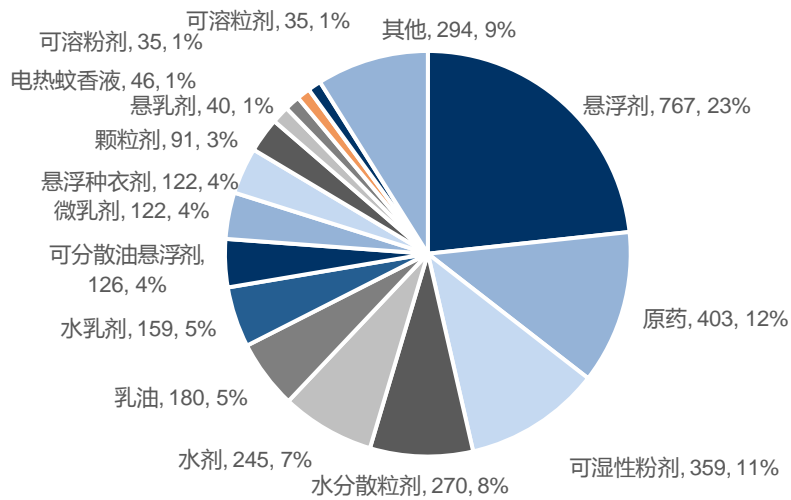
农药剂型中，水性化制剂中的单个悬浮剂就有 767 个，超过了传统的可湿性粉剂、乳油颗粒剂的剂型总数之和（630 个），约占总登记剂型的四分之一。

表 5：水性化制剂和传统粉剂、颗粒剂及乳油的对比

比较内容	水性化制剂	传统的粉剂、乳油及颗粒剂
介质	以水为介质配制	乳油需用大量有机溶剂，粉剂加工使用时粉尘对人体影响
原料消耗	有效的助剂达到农药原药微粒化分散	需要大量有机溶剂溶解
使用效果	展着性与粘着性较高，药效好	展着性与粘着性较低，药效较差
生产过程	基本无三废排放	排放大量有机废物

资料来源：中国知网、申万宏源研究

图 25：我国 2015 年新增农药制剂统计



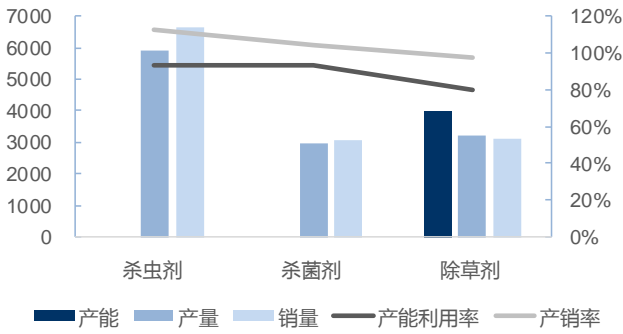
资料来源：中国农药网、申万宏源研究

产能利用率、产销量已达高位，增加产能有助于拓展盈利空间。

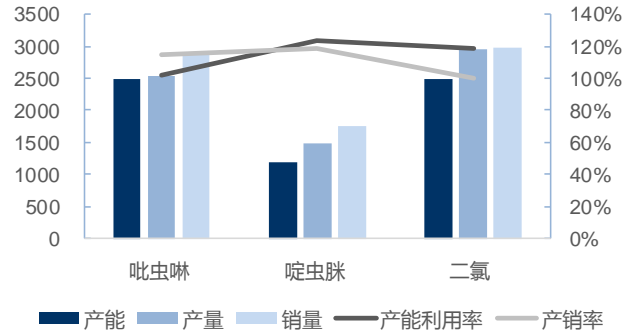
公司目前大部分制剂产品采用水性化制剂的生产工艺，技术工艺环保高效。公司产品具备较好的品牌效应，受到市场的广泛认可。制剂业务方面，2015 年杀虫剂和杀菌剂产能合计 9500 吨，产量 8862 吨，销售量 9782 吨，产能利用率达到 93%，产销量高达 110%；除草剂产能 4000 吨，产量 3191 吨，销量 3099 吨，产能利用率达到 80%，产销量高达 97%。目前制剂、原药的产能利用率、产销量已经达到高位，扩张制剂产能有助于拓展盈利空间，同时有助于消化原药产能的扩张。

图 26：公司制剂产销情况（吨）

图 27：公司原药及中间体产销情况（吨）



资料来源：海利尔招股说明书，申万宏源研究



资料来源：海利尔招股说明书，申万宏源研究

公司 IPO 计划募集资金部分用于新增年产 8000 吨水性化制剂项目、年产 7000 吨水性化制剂项目，项目均已通过环评。公司新增项目能支撑制剂业务稳定增长，也是公司业绩能保持增长的重要基础，同时符合国家对绿色环保型溶剂要求的趋势。

表 6: 公司 IPO 募集资金新投项目 (万元)

序号	项目名称	建设期	拟投资额	使用募集资金数额
1	年产 8000 吨水性化制剂项目	18 个月	13,301	13,301
2	年产 7000 吨水性化制剂项目	18 个月	13,050	13,050
3	年产 50000 吨水溶性肥料项目	15 个月	12,860	12,860
4	研发中心扩建项目	18 个月	2,998	2,998
5	补充与主营业务相关的流动资金项目		25,000	25,000

资料来源：海利尔招股说明书，申万宏源研究

3.2 布局水溶肥，迎接环保农业时代

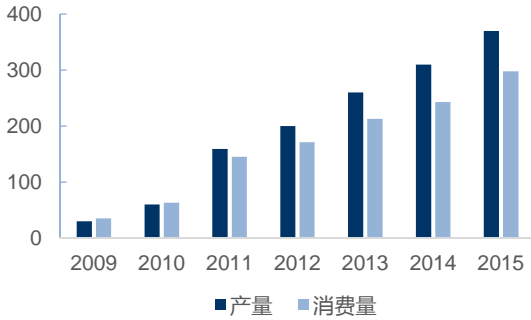
水溶性肥料，简称水溶肥，是指能够完全溶解于水的含氮、磷、钾、钙、镁、微量元素、氨基酸、腐植酸、海藻酸等复合型肥料。水溶肥水溶性好、无残渣，能迅速地溶解于水中，与传统的过磷酸钙、造粒复合肥等品种相比，水溶肥有效吸收率高出一倍多，达到 80%-90%。在目前水资源短缺的情况下，水溶肥成为保证农业持续、高效发展的有效途径之一。

水溶肥高效环保，市场规模迅速扩大。

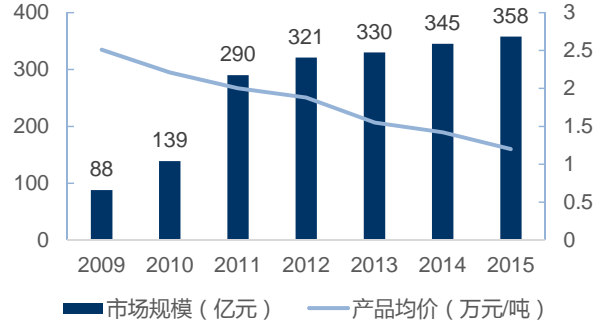
据统计，近年来我国国内水溶性肥料产品需求增长迅猛。国内消费量从 2009 年的 35 万吨增长至 2015 年的 298 万吨，过去 7 年间复合增长率为 42.9%；市场规模从 2009 年 88 亿元增长到 2015 年 358 亿元，复合增长率为 59.2%。同时均价逐步回归合理化，用户接受程度提升。

图 28: 我国水溶性肥料供需态势分析 (万吨)

图 29: 我国水溶性肥料价格及市场规模走势分析



资料来源：中国产业信息网、申万宏源研究



资料来源：中国产业信息网、申万宏源研究

按照组成不同，水溶肥分为微量元素水溶肥、含氨基酸水溶肥、含腐殖酸水溶肥、大量元素水溶肥、中量元素水溶肥。水溶肥是目前肥料产品的主流品种，截至2015年12月，我国肥料产品登记总数为9851个，其中水溶肥登记数量为7229，占比73.4%；国外公司在我国登记的化肥产品中，水溶肥的占比更高，达到81.5%。

表7：各类别水溶肥登记数量

产品登记类别	产品登记量	国外登记产品数(公司数)	国外进口产品比重
微量元素水溶肥	1753	68(34)	3.90%
含氨基酸水溶肥	1743	43(30)	2.50%
含腐殖酸水溶肥	1677	24(19)	1.40%
大量元素水溶肥	1593	76(44)	4.80%
中量元素水溶肥	304	46(29)	15.10%
有机水溶肥	159	21(13)	13.20%
水溶肥产品登记总数	7229	278(169)	3.80%
肥料产品登记总数	9851	341	3.50%

资料来源：中国产业信息网、申万宏源研究

表8：各类别水溶肥定义

产品登记类别	定义
微量元素水溶肥	由铜、铁、锰、锌、硼、钼微量元素按适合植物生长所需比例制成的水溶性肥料
含氨基酸水溶肥	以游离氨基酸为主体的，按适合植物生长所需比例，添加适量铜、铁、锰、锌、硼、钼微量元素或钙元素而制成的水溶性肥料
含腐殖酸水溶肥	以适合作物生长所需比例的腐植酸，添加适量氮、磷、钾大量元素或铜、铁、锰、锌、硼、钼微量元素而制成的水溶性肥料
大量元素水溶肥	大量元素氮、磷、钾为主要成分的，添加适量微量元素的肥料
中量元素水溶肥	为植物生长所必需，需要量中等，一般占干重的0.2%—1.0%的营养元素，如钙、镁
有机水溶肥	采用纯天然精细食品级原料生产，是一种精细化粉末状的全水溶性高含量有机肥料

资料来源：申万宏源研究

公司本次 IPO 新投 5 万吨水溶肥项目，项目建设期拟为 15 个月，该项目已通过环评。公司在目前农药业务基础上，积极布局水溶肥项目，既符合环保农业大时代的趋势，也为公司未来业绩提供新的增长点。

3.3 自建吡唑醚菌酯产能，提升盈利能力

吡唑醚菌酯——最具潜力的杀菌剂，拼的是速度。

位列巴斯夫最畅销产品之首，有成长为第一杀菌剂之趋势。吡唑醚菌酯是巴斯夫于 1993 年发现并开发的一款杀菌剂，属于目前活性最高的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，作用机理独特，保健增产效果明显。

甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂是继三唑类杀菌剂之后最具潜力和市场活力的新型杀菌剂。自 1996 年巴斯夫上市醚菌酯以来，甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂得到了迅猛发展，市场份额不断扩大，并赶超过了老牌杀菌剂三唑类，成为全球第一大杀菌剂产品类型。2014 年，甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂的全球销售额为 37.43 亿美元，同比增长 12.6%，而三唑类为 34.70 亿美元，同比下降 1.1%，前者最大品种啞菌酯达到 12.15 亿美元销售规模，而后者最大仅为 5.95 亿美元的环丙唑。同时甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂呈现出品种高度集中特点，前六大产品占该类产品的市场份额高居 96.3%，属于强者恒强的类型。

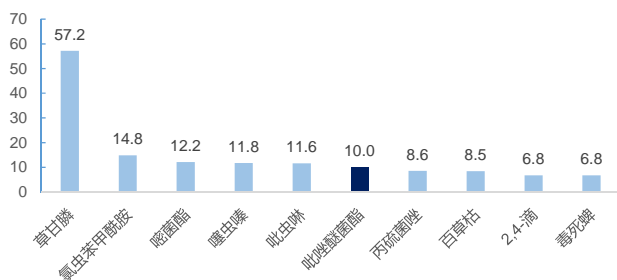
表 9：全球前两大杀菌剂对比

	2014 年销售额	品种集中度	CAGR ₂₀₀₉₋₂₀₁₄	yoy	最大品种/销售额
甲氧基丙烯酸酯类	37.43 亿美元	CR ₆ =96.3%	7.3%	12.6%	啞菌酯/12.15 亿美元
三唑类	34.70 亿美元	CR ₅ =69.7%	8.4%	-1.1%	环丙唑/5.95 亿美元

资料来源：申万宏源研究

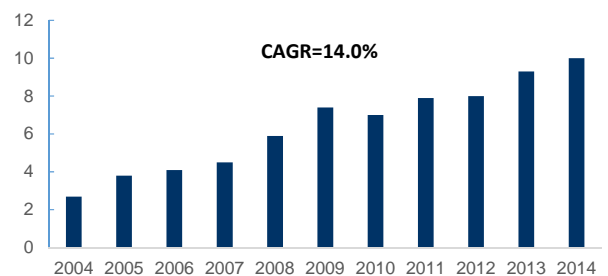
吡唑醚菌酯 2014 年市场销售额为 10 亿美元，位列世界农药产品销售额前 10 名的第六位，杀菌剂类型中的第二位，仅次于啞菌酯，也是目前销售额超过 10 亿美元的六种农药产品之一。吡唑醚菌酯已经位于巴斯夫公司十大畅销产品之首，2004-2014 年十年复合增速达到了 14.0%。

图 30：全球销售额前十的农药（2014 年，亿美元）



资料来源：世界农化网、申万宏源研究

图 31：吡唑醚菌酯销售额增长亿美元



资料来源：世界农化网、申万宏源研究

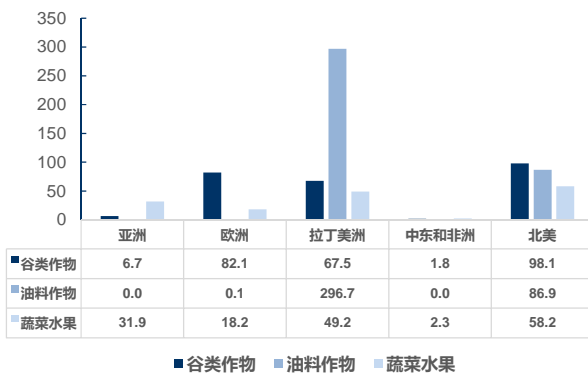
转基因、传统作物均有推广，受益大豆、果蔬等需求提升。

吡唑醚菌酯杀菌谱广，作用机理为线粒体呼吸抑制剂，即通过在细胞色素合成中阻止电子转移。被广泛用于防治小麦、大麦、大豆、花生、果蔬、茶树、烟草等。吡唑醚菌酯因其保健增产作用成为了美国环保署就此用途登记的第一个产品。

目前，吡唑醚菌酯在油料作物特别是南北美洲大豆的需求最多，据此可分析吡唑醚菌酯在传统作物及转基因作物上都能推广。

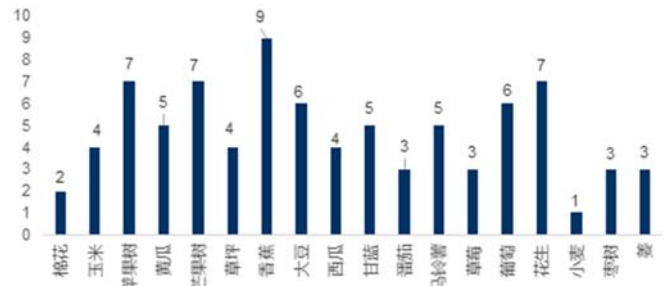
目前吡唑醚菌酯在全球 80 多个国家的 180 多种作物上进行了登记，在国内登记证超过 100 个。在果蔬领域的登记数量上升较快，但目前吡唑醚菌酯在果蔬的销售占比才 20%，我们认为主要是由于果蔬面积相对主粮小，但吡唑醚菌酯适用品种多，随着果蔬种植提出越来越多的要求，未来在果蔬的提升空间较大。

图 32: 2014 年吡唑醚菌酯在主要作物上的销售额 (亿美元)



资料来源：农药快讯、申万宏源研究

图 33: 国内吡唑醚菌酯登记作物分布图



资料来源：农药快讯、申万宏源研究

2014 年，吡唑醚菌酯在全球市场销售额达到了 10 亿美元。其中南美洲和北美洲占 64%，欧洲占 32%，亚洲只占 3%。亚洲和非洲农业面积占全球 50% 以上，因此亚非等国家吡唑醚菌酯市场空间远远没有得到开发，其销售市场有很大的增长空间。2014 年中国吡唑醚菌酯市场销售额为 1829 万美元，位于吡唑醚菌酯销售前十国家的第 7 位，由于我国农业种植面积巨大，吡唑醚菌酯未来在我国也有很大的增长空间。

图 34: 2014 年吡唑醚菌酯全球各区域市场分布

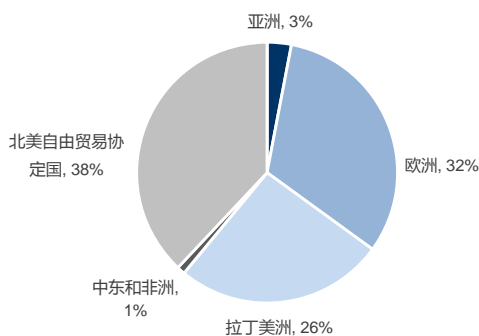
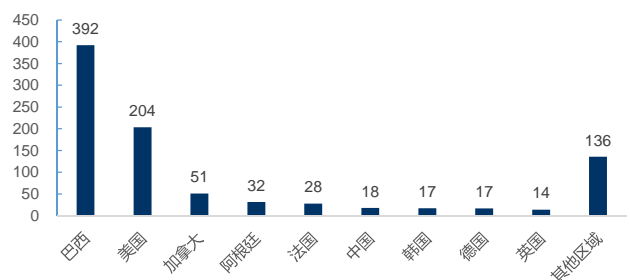


图 35: 全球前十国家和地区吡唑醚菌酯销售额 (亿美元)



资料来源：农药快讯、申万宏源研究

资料来源：农药快讯、申万宏源研究

实际量产有限，投放进度是关键。

吡唑醚菌酯原药国内专利在 2015 年 6 月过期，我国登记厂家一拥而上，虽已超过 30 家，但实际上能量产的厂家非常有限，总体开工率不足 20%。目前吡唑醚菌酯价格约 35 万/吨，市场需求仍在提升，我们认为该品种仍处于有价无市的状态。

拼的是速度。吡唑醚菌酯由于国内生产工艺与巴斯夫不同，企业需要自主设计工艺路线，从设计到投产一般需要 1.5 年以上。据此推测，吡唑醚菌酯国内专利在 2015 年 6 月过期，我国实际产量出现明显上升的时间点最早可能出现在 2017 年下半年，因此，我们预测今年吡唑醚菌酯仍将处于供不应求状态。

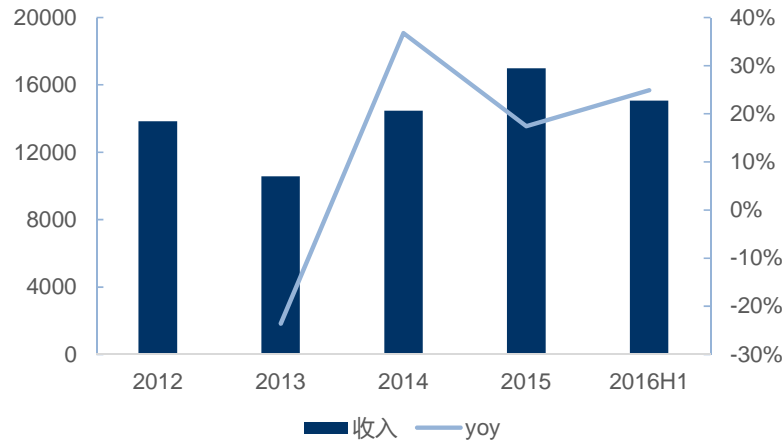
表 10：我国主要吡唑醚菌酯产能一览

企业	产能/吨	状态
山东康乔	400	已投产
石家庄深泰	2000	月产不到 10 吨
河北禾嘉	1000	16 年四季度出货
江苏托球	300	已投产
连云港永城	150	已投产
众意化工	500	计划中
安徽广信农化	3000	即将开始土建
海利尔	1000	完成中试
扬农化工	1000	计划中
合计	9350	

资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

公司一期募投 1000 吨已经进入中试状态，预计今年实现量产。2016 年上半年杀菌剂产品收入明显增加，主要是 50%吡唑醚菌酯水剂市场销售良好，公司原有吡唑醚菌酯全部外购，自产原药可提升制剂环节盈利能力。

图 36：2016 年上半年公司杀菌剂业务增速明显



资料来源：申万宏源研究

3.4 布局第二、三代新烟碱杀虫剂

公司除了目前吡虫啉和啉虫脒产能之外，还积极布局第二代和第三代新烟碱杀虫剂。公司拟研制开发第二代新烟碱类产品噻虫嗪、噻虫胺及第三代新烟碱产品呋虫胺，计划达到 3500 吨产能规模。

表 11：2014 年销售前 15 位农药产品销售额及专利情况

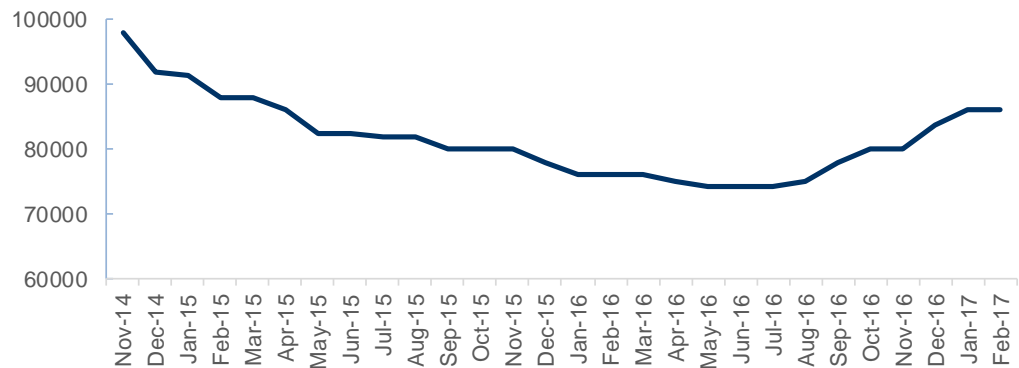
排名	原药名称	销售额 (亿美元)	上市时间(年)	分类	类别	专利情况
1	草甘膦	57.2	1972	除草剂	氨基酸类	非专利
2	氯虫苯甲酰胺	14.8	2008	杀虫剂	双酰胺类	
3	啉菌酯	12.15	1997	杀菌剂	甲氧基丙烯酸酯类	
4	噻虫嗪	11.8	1999	杀虫剂	新烟碱类	
5	吡虫啉	11.6	1991	杀虫剂	新烟碱类	非专利
6	吡唑醚菌酯	10	2002	杀菌剂	甲氧基丙烯酸酯类	
7	丙硫菌唑	8.55	2004	杀菌剂	SBI-三唑类	
8	百草枯	8.5	1962	除草剂	联吡啶类	非专利
9	2,4-滴	6.8	1945	除草剂	苯氧乙酸类	非专利
10	毒死蜱	6.8	1965	杀虫剂	有机磷酸酯类	非专利
11	肟菌酯	6.7	2000	杀菌剂	甲氧基丙烯酸酯类	
12	硝磺草酮	6.7	2001	除草剂	HPPD 类	
13	高效氯氟氰菊酯	6.4	1984	杀虫剂	拟除虫菊酯类	非专利
14	铜制剂	5.95	1885	杀菌剂	无机类	非专利
15	环唑醇	5.95	1988	杀菌剂	SBI-三唑类	非专利

资料来源：世界农化网，申万宏源研究

噻虫嗪是由先正达开发，1997 年上市，2014 年世界销售额达到 11.8 亿美元，是新烟碱类杀虫剂销售额最大产品，位列所有杀虫剂第二。**噻虫胺**是由日本 Takeda2002 年开发，2014 年销售额为 4.6 亿美元，是烟碱类杀虫剂的第三大产品。**呋虫胺**是日本三井东亚化学 2002 年开发上市的新型烟碱类杀虫剂，是唯一不含氯原子和芳环的，被称之为第三代烟碱类杀

虫剂，2010 年销售额 0.95 亿美元。新烟碱类杀虫剂 2016 年 6 月份以来迎来行业周期旺季，价格一路攀升，以噻虫嗪为例，其价格从 2016 年至今已经上涨了 16%。

图 37：去年 6 月份以来噻虫嗪价格不断上升（元/吨）



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

目前公司含噻虫嗪、噻虫胺及呋虫胺相关制剂产品所需要的原药均通过采购的方式购买。公司已经掌握了噻虫嗪的小试生产技术，噻虫胺和呋虫胺原药生产工艺是公司当前主要在研项目。未来公司实现噻虫嗪、噻虫胺及呋虫胺的自主生产，将为公司业绩增长带来新的空间。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1、全年吡虫啉、啶虫脒均价为 13 万元/吨左右；
- 2、水性化制剂顺利建成并投产，制剂业务收入增速保持在 25-40%；
- 3、假设吡啶醚菌酯今年顺利实现量产。

投资建议：吡虫啉价格在 2016 年四季度出现大涨，主要源于环保自查企业停产，同时进入出口旺季，行业没有库存；我们认为暖冬、春节早带来的今年需求提前复苏会使得需求紧张一定时间内难以恢复，价格有可能再突破，同时环保核查使得行业复产成本提升，未来吡虫啉价格有望在相对高位站稳，假设今年均价在 13 万/吨。

成长性足，主要看点在 IPO 募投项目以及 1000 吡啶醚菌酯、3500 吨新烟碱杀虫剂原药项目；我们认为 IPO 募投项目推广问题不大，一是公司自主开发能力较强，水溶性产品领域已有丰富的技术储备，二是公司经营管理能力强，善于打造品牌效应，在 16 年行业景气下滑仍实现销量的快速提升，公司在原药和制剂的推广上已经储备了大量的客户资源，公司也非常注重后续技术服务，为新项目的市场推广做了铺垫。水溶性产品推广是未来农

药行业大势所趋，公司提前布局有利于优先占领市场份额，是公司成长性体现的重要基础。此外，自投吡唑醚菌酯、新烟碱杀虫剂等原药产能有助于提升制剂业务利润。

我们预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 9.80、14.64、17.76 亿元，归母净利润分别为 1.45、2.65、3.24 亿元，每股收益分别为 1.21、2.21、2.70 元，当前股价对应 PE 分别为 45X/25X/20X。参考行业可比公司估值，考虑公司未来成长性强，油价中枢上移农药行业逐步回暖，结合次新股溢价，给予一年目标价 66.3 元，对应 2017 年 30 倍，首次评级予以“增持”评级。

表 12: 农药行业可比公司估值

股票代码	简称	总市值 (亿)	总股本 (亿)	股价 (2017/2/19)	EPS			PE		
					16E	17E	18E	16E	17E	18E
002215.SZ	诺普信	104.11	9.14	11.39	-0.17	0.25	0.30	-67	46	38
000525.SZ	红太阳	116.10	5.81	19.99	0.34	0.98	1.51	59	20	13
600486.SH	扬农化工	116.96	3.10	37.74	1.35	1.94	2.52	28	20	15
002496.SZ	辉丰股份	73.11	15.07	4.85	0.12	0.16	0.20	41	30	24
002258.SZ	利尔化学	71.00	5.24	13.54	0.40	0.80	0.91	34	17	15
002513.SZ	st 蓝丰	51.42	3.40	15.12	0.32	0.44	0.56	47	34	27
603599.SH	广信股份	64.49	3.76	17.13	0.48	0.66	0.80	36	26	21
002250.SZ	联化科技	139.61	8.35	15.43	0.47	0.71	0.98	33	22	16
002391.SZ	长青股份	65.43	3.59	18.2	0.48	0.73	0.94	38	25	19
	行业均值				0.42	0.74	0.97	39	27	21
603639.SH	海利尔	63.48	1.20	52.9	1.21	2.21	2.7	44	24	20

资料来源：wind、申万宏源研究（收盘价取 2017 年 2 月 19 日，红太阳、辉丰股份、利尔化学参考 wind 一致预期）

表 13: 利润表

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	874	914	1,016	980	1,464	1,776
营业收入同比增长率 (yoy)	-	4.6%	11.1%	-3.6%	49.4%	21.3%
减: 营业成本	587	593	667	646	890	1,081
毛利率 (%)	32.8%	35.2%	34.4%	34.1%	39.2%	39.1%
减: 营业税金及附加	1	3	4	3	5	6
主营业务利润	285	319	345	331	569	689
主营业务利润率 (%)	32.6%	34.9%	34.0%	33.8%	38.9%	38.8%
减: 销售费用	64	65	73	69	103	124
减: 管理费用	79	83	94	88	132	160
减: 财务费用	6	1	-3	-1	-2	-5
经营性利润	136	170	182	175	336	410
经营性利润同比增长率 (yoy)	-	25.5%	6.6%	-3.5%	91.7%	22.0%
经营性利润率 (%)	15.5%	18.6%	17.9%	17.9%	23.0%	23.1%
减: 资产减值损失	7	4	10	-5	6	4
加: 投资收益及其他	0	1	-0	0	0	0
营业利润	129	167	171	181	332	405
加: 营业外净收入	-6	7	1	0	0	0
利润总额	123	174	172	181	332	405
减: 所得税	31	41	42	36	67	81
净利润	92	133	130	145	265	324
少数股东损益	0	0	-0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	92	133	130	145	265	324
净利润同比增长率 (yoy)	-	44.2%	-1.6%	11.1%	82.8%	22.3%
全面摊薄总股本	90	90	90	120	120	120
每股收益 (元)	1.02	1.47	1.45	1.21	2.21	2.70
归属母公司所有者净利润率 (%)	10.5%	14.5%	12.8%	14.8%	18.1%	18.2%
ROE	27.4%	29.9%	23.6%	21.2%	27.9%	25.4%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

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。