

环保高压抑制行业开工率，行业龙头有望受益

投资要点

- **事件:** 近日环保部发布信息表示第三批环境保护督察反馈结束, 7个中央环境保护督察组陆续向天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州等省市反馈督察意见。下半年, 环保部将继续开展第四批中央环境保护督察工作, 实现所有省(区、市)全覆盖, 积极谋划和实施对“2+26”城市开展机动式、点穴式专项中央环保督察。草铵膦行业属于三废排量很高的行业, 生产过程中会产生大量的含氟废水, 对当地环境容量提出严峻挑战。我们认为在环保高压下, 草铵膦行业的开工率将受影响, 利尔化学作为环保设施齐全的行业龙头将受益。
- **公司作为国内草铵膦行业龙头, 业绩有望保持高增长。** 公司布局草铵膦市场多年, 在国内具有领先的技术和成本优势。随着草铵膦原药扩能技改项目全面达产, 草铵膦产能从3000吨增加至5000吨。另外, 公司在广安基地还规划了10000吨草铵膦新增产能, 已经通过环评并且工程建设稳步推进, 预计未来2-3年达产, 项目达产后, 公司将成为与拜耳作物比肩的世界级草铵膦供应商。
- **草铵膦有望保持供不应求局面, 公司成为最大受益者。** 从需求端来看, 国内百草枯被禁用有望为草铵膦市场带来2万吨/年的增量; 耐草铵膦单抗和双抗转基因作物在全球范围内的不断普及为草铵膦未来的持续增长奠定了坚实基础。近期, 农业部公布2017年农业转基因生物安全证书(进口)批准清单中有7种耐草铵膦的种子, 有望拓展国内转基因市场。从供给端来看, 草铵膦生产工艺的技术壁垒高, 并且生产过程中的“三废”量(尤其是废水量)很大, 新增产能将受环境容量限制难以充分释放。我们认为2017年草铵膦价格将继续维持强势, 公司5000吨的草铵膦产能将为公司带来巨大的业绩弹性。
- **吡啶类农药业务持续发力, 打造综合性农化大平台。** 目前公司1000吨/年氯氟吡啶酸产能已经建成达产并形成批量销售, 3000吨/年毒莠定技改工程已经实施完毕。2017年公司将继续推进广安基地10000吨/年草铵膦、1000吨/年丙炔氟草胺、1000吨/年氟环唑的建设, 打造多主业并进的综合性农化大平台。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.82元、1.23元、1.64元, 对应PE分别为16倍、10倍和8倍。我们给予公司2018年15倍PE, 对应目标价18.43元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 装置运行不稳定的风险; 草铵膦价格大幅下跌的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1982.30	2627.90	3552.80	4423.83
增长率	33.12%	32.57%	35.20%	24.52%
归属母公司净利润(百万元)	208.35	428.54	644.13	857.59
增长率	50.48%	105.69%	50.31%	33.14%
每股收益EPS(元)	0.40	0.82	1.23	1.64
净资产收益率ROE	9.73%	16.92%	20.95%	22.68%
PE	32	16	10	8
PB	2.93	2.50	2.05	1.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

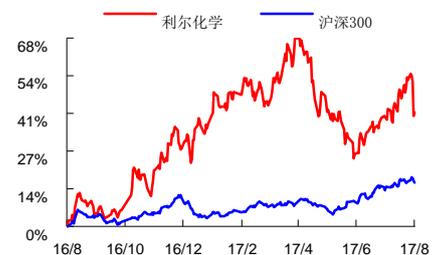
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 021-50755259
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihaiy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.24
流通A股(亿股)	5.24
52周内股价区间(元)	9.08-15.26
总市值(亿元)	67.22
总资产(亿元)	32.24
每股净资产(元)	3.99

相关研究

1. 利尔化学(002258): 中报保持高增长, 看好公司长期成长性 (2017-07-13)
2. 利尔化学(002258): 业绩符合预期, 继续看好公司未来的高成长性 (2017-02-27)

1 环保高压有望持续和深入，草铵膦行业将受影响

中央环保督查组已经进行三次环保督查，发现和了大量违法违规事项

2016年7月，第一批中央环保督察组陆续进驻内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏等8省区实施为期一个月的督察。进驻期间，8个督察组共与195位省级领导、136位省级有关部门和地市党政主要负责人进行个别谈话，调阅各类资料2.3万余份，对84个市（州、盟）开展下沉督察或补充督察，现场抽查各类点位1500多个，梳理党政领导干部生态环境损害责任追究问题100个。

2016年11月，第二批7个中央环境保护督察组陆续对北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃等省（市）实施督察进驻。7个督察组共计受理举报26330件（其中来电16999件，来信9331件），经过梳理分析并合并重复举报，累计向被督察地方交办有效举报15396件。地方已办结12005件，其中责令整改10512家，立案处罚5779家，罚款24303.2万元；立案侦查595件，拘留（含行政和刑事）287人；约谈4066人，问责2682人。

2017年4月，第三批中央环境保护督察工作全面启动，7个中央环境保护督察组对天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州等7个省（市）开展了环境保护督察工作。2017年7月29日至8月1日，第三批中央环保督察组陆续向个省市反馈督察意见。截至督察反馈时，督察组交办的31457件环境问题举报已基本办结，共立案处罚8687家，拘留405人，约谈6657人，问责4660人。

第四次环保督查即将到来，环保压力有增无减

2017年7月25日，环境保护部召开部务会议暨2017年上半年环境经济形势分析与工作推进会，同时部署下半年工作。会议指出：下半年，将抓紧开展第四批中央环境保护督察工作，实现所有省（区、市）全覆盖，积极谋划和实施对“2+26”城市开展机动式、点穴式专项中央环保督察。强化环境监管执法，持续开展环保法实施年活动，形成更大声势和影响，推动环保执法从“宽松软”走向“严紧硬”。加快推进省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度改革，开展跨地区环保机构、按流域设置环境监管和行政执法机构试点。推动京津冀3省（市）、长江经济带11省（市）以及省级空间规划试点6省（区）完成生态保护红线划定任务。加快推进地表水环境质量监测事权上收，坚决惩处数据造假行为。完成《大气十条》《水污染防治行动计划》（以下简称《水十条》）重点行业及产能过剩行业企业排污许可证核发。生态环境损害赔偿、环境保护税法实施等改革工作都要抓紧推进。

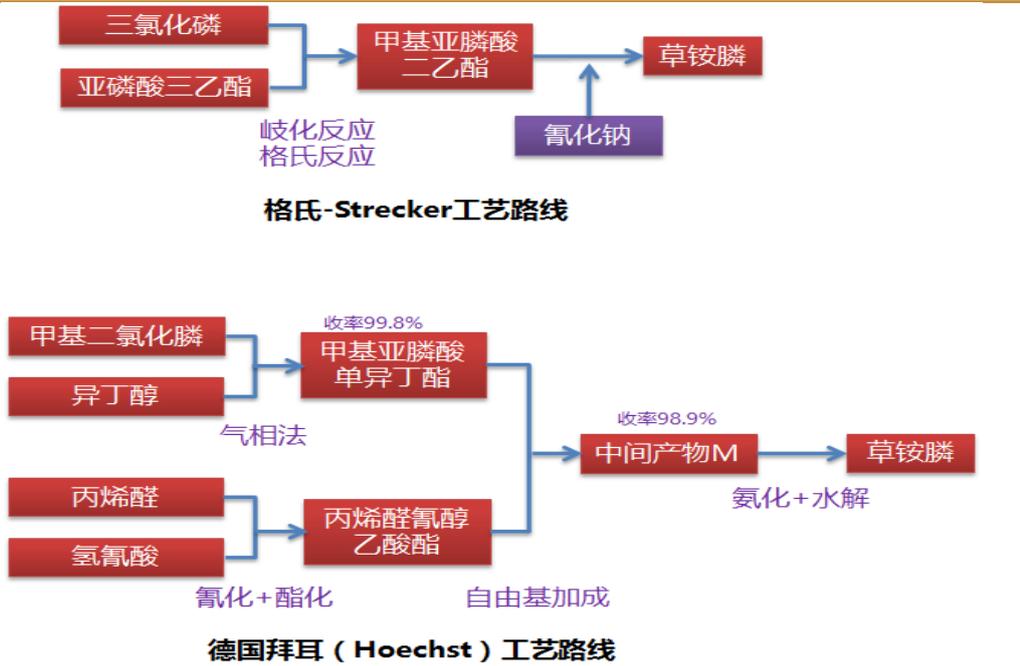
草铵膦生产工艺复杂，废水量高，对当地环境容量提出挑战

草铵膦的生产工艺比较复杂，造成了目前草铵膦的成本远高于草甘膦和百草枯。国内外的生产工艺有很大差别：

国内生产企业主要采用格氏-Strecker工艺，废水量较大，并且某些工序危险性较高；

德国拜耳的工艺则不包含格氏反应，收率和安全性更高，成本也更低。

图 1：草铵膦国内外生产工艺对比



数据来源：卓创资讯，农药快讯，西南证券

格氏—Strecker 工艺路线：

以亚磷酸三乙酯和三氯化磷为起始原料，通过岐化反应和格氏反应生成甲基亚磷酸二乙酯，然后在氰化钠的参与下生成草铵膦。Strecker 路线存在几个问题：1) 格氏反应易燃易爆，需要绝水绝氧，危险性很高；2) 甲基亚磷酸二乙酯纯度低，造成反应收率较低、分离困难；3) “三废”量大，每生产 1 吨草铵膦原药，约产生 60 吨含氟废水，废水的处理会直接增加生产成本；4) 工序多，工艺过程冗长，设备投资额高。

总之，巨大的废水量对环境容量提出很大挑战，在环保压力日趋紧张的背景之下，产能释放受到严重制约。

德国拜耳的 Hoechst 工艺路线：

甲基二氯化磷与异丁醇气相法反应生成甲基亚磷酸单异丁酯，副产氯代异丁烷和氯化氢；丙烯醛与氢氰酸先氰化再酯化生成丙烯醛氰醇乙酸酯；甲基亚磷酸单异丁酯与丙烯醛氰醇乙酸酯采用过氧特戊酸叔丁酯引发进行自由基加成生成含有甲基磷酸丁酯结构的中间体，再通过氨化、水解得草铵膦。该工艺收率高，“三废”少，具有很强的成本优势。

表 1：国内外工艺路线对比

	原料	工艺类型	添加剂	环保	成本 (万元/吨)	制剂价格 (200ml, 20%)	毛利率
拜耳作物	甲烷、三氯化磷	Hoechst 路线	无	几乎无废渣	4	15-20 元/瓶	450%
国内厂家	三氯化磷、亚磷酸三乙酯	Strecker 工艺	氰化物	含氟废水难处理	7-8	10-15 元/瓶	50%

数据来源：卓创资讯，西南证券

2 草铵膦性能优异，未来市场空间广阔

草铵膦：性能优异的广谱灭生性除草剂

草铵膦于上个世纪 80 年代由赫斯特公司开发生产，后被拜耳德国收购。草铵膦是一种有机磷类广谱灭生性除草剂，也是部分内吸的非传导性触杀型除草剂，具有活性高、吸收好、杀草谱广、低毒、环境友好等特点，可防治对草甘膦和百草枯有抗性的顽固杂草。

近两年，草铵膦逐渐引起人们的重视，国内登记量暴增，主要是由以下原因引起的：

- 1) **草甘膦受到耐药性的挑战。**由于全球转基因作物种植面积约 90% 为含有抗草甘膦性状的作物，草甘膦的大面积、大量重复使用，已经导致抗性杂草的发生与发展。草铵膦对抗性恶性杂草十分有效，目前基本不存在抗药性问题，可以用于替代草甘膦。
- 2) **百草枯因毒性高被逐步禁用。**仅次于草甘膦的全球第二大除草剂百草枯，由于没有解毒药，导致大量非生产性中毒死亡，已被很多国家强制退出市场。草铵膦低毒、安全，对人体和作物的危害较低，替代空间很大。
- 3) **抗草铵膦转基因作物的逐步普及。**拜耳已成功开发抗草铵膦作物，抗草铵膦基因的大豆、油菜种子在市场上已有不错销量，随着转基因作物种类的增多、种植面积的扩大，对草铵膦的需求也会增加，市场发展潜力巨大。

由于上述原因，位于草甘膦、百草枯之后的第三大灭生性除草剂草铵膦获得了巨大发展空间。目前制约草铵膦大规模应用的最大障碍是高昂的价格，目前草铵膦原药价格大约 12 万元/吨，大约是草甘膦价格的 6 倍和百草枯价格的 10 倍。不过由于草铵膦的持效性是百草枯的 2 倍，所以最终的使用成本并没有那么高。

表 2：草铵膦、草甘膦和百草枯对比

	草铵膦	草甘膦	百草枯
作用方式	膦酸类：积铵触杀，抑制谷氨酰胺合成	甘氨酸类：抑制烯醇丙酮基莽草素磷酸合成酶，蛋白质合成受阻	季胺盐类：破坏叶绿体层膜，阻碍光合作用
传导方式	半内吸或内吸很弱无传导的触杀灭生	内吸传导灭生	具有触杀作用和一定内吸作用
见效时间	3 天（正常气温）	7-10 天	高温下几小时后即可见效，1-2 日死草
适用范围	广谱、触杀型、灭生型、非残留除草剂，几乎适用所有作物	广谱，但具备一定选择性	快速灭生性除草，不具备选择性，见到绿草就发挥作用
危害状况	低毒、安全，对土壤、作物根系和后茬作物无影响	施用不当会造成作物畸形、减产、绝收	接触部位损伤，对根部无害，百草枯与土壤接触会失去活性
除草范围	对抗性恶性杂草有效	对抗性恶性杂草效果不明显	各种一年生杂草，多年生杂草
残效影响	施药后 1-4 天可以移栽作物	施药后 20-30 天可移栽作物	施药后可随机移栽播种
抗药性	尚不明显	杂草抗药性日趋明显	耐药性杂草很少
人体毒性	低毒	存在争议	剧毒
目前价格（万元/吨）	12	2	1.1

数据来源：CNKI，西南证券整理

下游需求方面：我们认为与草甘膦复配，解决耐药性问题产生的需求预计有 3000 吨左右；替代百草枯禁用后的市场空间大约 2 万吨左右；另外，随着耐草铵膦转基因作物在全球的不断推广，以及草铵膦生产成本降低带来新增需求将为草铵膦提供源源不断的市场空间。

2015 年之前，草铵膦的下游需求主要集中在海外，国内需求预计不足 1000 吨，全球总需求不足 10000 吨。从 2016 年起，仅国内替代百草枯的空间就达到 10000~2000 吨，我们预计短期内草铵膦的需求量将以每年 60% 以上的增速增加，2016~2018 年全球需求量有望分别达到 22000、50000 和 80000 吨。

2016 年起，海内外草铵膦巨头纷纷扩充产能以应对下游需求的增长：

国外方面：拜耳是海外最大的草铵膦生产商，目前拥有产能 6000 吨/年。公司近几年已在全球范围内投资 5 亿美元用于 Liberty® 的供应，包括投资 5000 万美元扩建位于美国马斯基根的生产设施。此外，拜耳联手 Evonik Industries 共同投资 2 亿美元在美国阿拉巴马州莫比尔县建造两处草铵膦中间体工厂，生产 Liberty® 的中间体，预计 2017 年年中投入运行，届时拜耳草铵膦原药总产能将突破 12000 吨/年。

国内方面：2016 年以来，国内草铵膦产能进入快速扩张期。浙江永农拥有草铵膦产能约 3000 吨/年；利尔化学草铵膦总产能达到 5000 吨，另有 10000 吨/年的产能目前处于环评当中；河北威远目前产能 1500 吨/年，并计划未来 2-3 年扩至 3000 吨/年；四川福华通达分两期进行投资建设的 12000 吨/年草铵膦项目于 2015 年 12 月完成备案，目前处于环评和安评公示期；内蒙古佳瑞米精细化工有限公司 3000 吨/年草铵膦项目的一条 600 吨生产线已试产，其余 4 条生产线预计明年年内建成，总产能扩至 3000 吨/年。

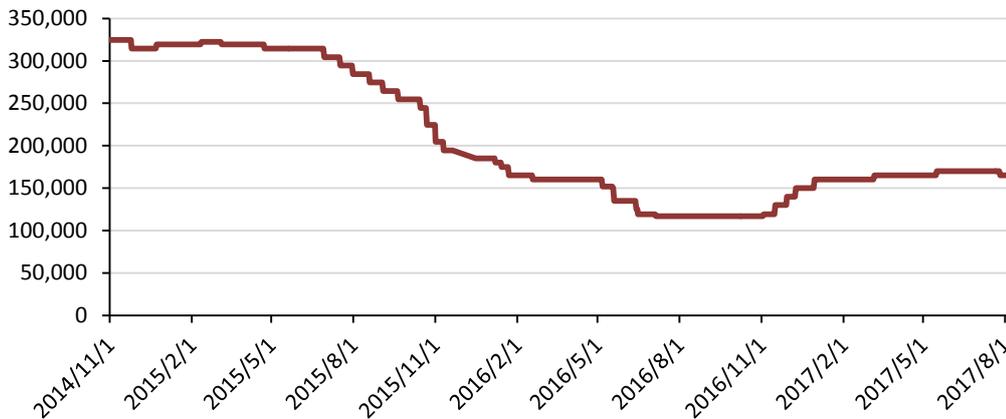
表 3：全球主要草铵膦生产厂商

生产厂家	产能 (t/a)	备注
德国拜耳	5500	目前 5500 吨产能在德国。计划在美国另建 6000 吨。2017 年中期草铵膦原药总产能将突破 12000 吨
利尔化学	5000	广安基地规划了 10000 吨草铵膦中间体氨基膦产能，对应 10000 吨草铵膦新增产能，已通过环评
河北威远 (新奥股份)	1500	环保等因素制约，开工情况不理想
河北瑞凯 (辉丰股份)	1500	环保等因素制约，开工情况不理想
浙江永农	3000	开工情况一般
江苏皇马	800	
内蒙古佳瑞米	600	项目进度缓慢
好收成韦恩	1800	
乐斯化学	1000	
七洲绿色	500	
济宁天盛	500	
安徽富田	600	
山东滨农	500	环保等因素制约，开工情况不理想
合计	约 22800	国内产能约 17300

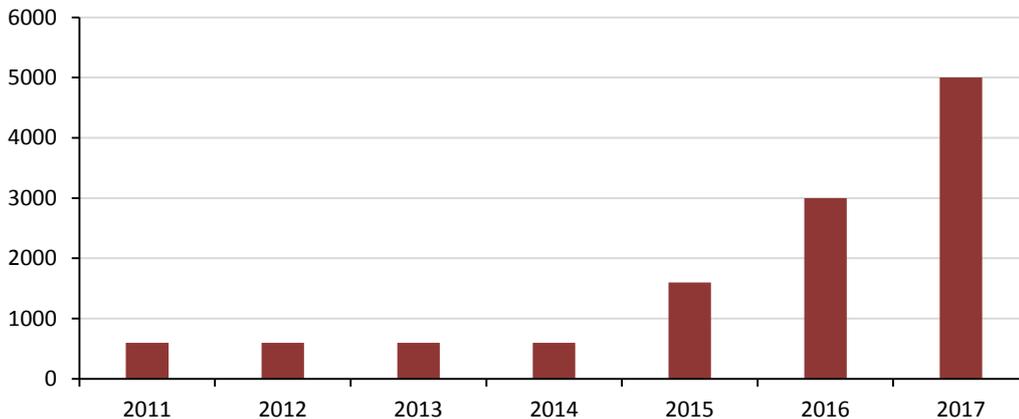
数据来源：卓创资讯，西南证券

草铵膦价格在 2015 年之前一度超过 30 万元/吨，随着以利尔化学为代表的国内厂家的产量逐步释放，价格逐步下跌，2016 年 6 月份跌至 11.7 万元/吨，打破了很多生产企业的成本线。2016 年下半年刮起的环保风暴使得河北地区的草铵膦装置开工率急剧下滑，同时随着百草枯退市，草铵膦需求出现爆发，价格逐步回升，目前价格稳定在 16~17 万元/吨的水平，同时，利尔化学的订单一直处于饱和状态。

我们认为，草铵膦目前的价格相对比较合理，一方面，合理的价格有助于下游用户接受草铵膦，这对草铵膦的推广很有好处；另一方面，以利尔化学为龙头的企业生产成本较低，在该价格下仍可保证较好盈利，同时又能抑制高成本装置复工。

图 2：95%草铵膦原药出厂价格（元/吨）


数据来源：卓创资讯，西南证券

图 3：公司历年草铵膦产能情况（吨/年）


数据来源：公司公告，西南证券

3 利尔化学有望成为农化大平台

吡啶类农药业务持续发力，打造综合性农化大平台：目前公司 1000 吨/年氯氮吡啶酸产能已经建成达产并形成批量销售，3000 吨/年毒莠定技改工程已经实施完毕。另外江苏快达完成了第二批农药及中间体产品搬迁技改项目，10000 吨/年制剂搬迁改造项目完成主体装置安装。2017 年公司将继续推进广安基地 10000 吨/年草铵膦、1000 吨/年丙炔氟草胺、1000 吨/年氟环唑的建设以及对比德生化的收购整合，打造多主业并进的综合性农化大平台。

表 4：利尔化学主要产品列表

产品分类	主要产品	产能 (吨/年)	市场价格	用途
除草剂	草铵膦	5000	165000 元/吨	有机磷类广谱灭生性除草剂，也是部分内吸的非传导性触杀型除草剂，具有活性高、吸收好、杀草谱广、低毒、环境友好等特点，可防治对草甘膦和百草枯有抗性的顽固杂草。
	氯氮吡啶酸	1000	-	陶农科开发的吡啶羧酸类新型除草剂，广泛用于山地、草原、种植地和非耕地的杂草防除，现正被研究开发应用于油菜和禾谷类作物田防除杂草。该药剂具有低毒，无致畸、致突变、致癌，对内分泌和生殖无副作用，并对人类低毒等特点。
	毒莠定	3000	-	激素型除草剂。可被植物叶片、根和茎部吸收传导。能够快速向生长点传导，引起植物上部畸形、枯萎、脱叶、坏死，木质部导管受堵变色，最终导致死亡。作用机制是抑制线粒体系统呼吸作用、核酸代谢。
	二氯吡啶酸	1200	-	是一种人工合成的植物生长激素，它的化学结构和许多天然的植物生长激素类似，但在植物的组织内具有更好的持久性。它主要通过植物的根和叶进行吸收然后在植物体内进行传导，所以其传导性能较强。
	毕克草	1800	-	内吸性芽后除草剂，其杀草的作用机制为促进植物核酸的形成，产生过量的核糖核酸，致使根部生长过量，茎及叶生长畸形，养分消耗，维管束输导功能受阻，导致杂草死亡。
	氟草烟	500	含量 98% 的原药市场报价 10.0 万元/吨附近	具有内吸传导作用，有典型的激素型除草剂反应。苗后使用，敏感作物出现典型激素类除草剂的反应。在禾谷类作物上使用逾期较宽，可用于小麦、大麦、玉米、葡萄及果园、牧场、林场等地防除阔叶杂草
	绿草定	1500	-	可防除稻田和小麦田（不能用于大麦田）杂草；也可用于种植园（如油棕和橡胶）
	炔草酯	150	21 万-22 万元/吨	主要用于防除野燕麦、看麦娘、燕麦、黑麦草、普通早熟禾、狗尾草等
	解毒唑	150	-	1.作用方式：改善植物对除草剂炔草酯的接纳度。2.用法：作为一个基层除草剂的安全剂组合对小五谷杂粮中的一年生禾本草进行控制。
杀虫剂	毒死婢	6000	38000 元/吨	1.具有胃毒、触杀、熏蒸三重作用，对水稻、小麦、棉花、果树、蔬菜、茶树上多种咀嚼式和刺吸式口器害虫均具有较好防效。2.混用相容性好，可与多种杀虫剂混用且增效作用明显（如毒死婢与三唑磷混用）。3.与常规农药相比毒性低，是替代高毒有机磷农药的首选药剂。
杀菌剂	氟环唑	150	14.65 万元/吨，（有效成分：氟环唑 12.5%（悬浮剂））	1.是一种内吸性三唑类杀菌剂，其活性成分氟环唑抑制病菌麦角甾醇的合成，阻碍病菌细胞壁的形成，并且氟环唑分子对一种真菌酶(14-dencethylase)有强力亲和性，与目前已知的杀菌剂相比，能更有效抑制病菌原真菌。2.对香蕉、葱蒜、芹菜、菜豆、瓜类、芦笋、花生、甜菜等作物上的叶斑病、白粉病、锈病以及葡萄上的炭疽病、白腐病等病害有良好的防效。

数据来源：CNKI，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1982.30	2627.90	3552.80	4423.83	净利润	223.52	455.78	687.04	913.85
营业成本	1502.10	1791.04	2348.24	2858.99	折旧与摊销	145.64	207.83	222.71	234.63
营业税金及附加	8.17	7.32	11.48	13.64	财务费用	-3.85	-6.66	-13.91	-22.35
销售费用	71.33	99.50	132.29	165.65	资产减值损失	7.81	3.00	3.00	3.00
管理费用	153.12	210.91	281.57	352.09	经营营运资本变动	15.25	-147.22	-191.97	-186.90
财务费用	-3.85	-6.66	-13.91	-22.35	其他	-203.50	-4.09	-2.72	-2.96
资产减值损失	7.81	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	184.86	508.64	704.15	939.27
投资收益	0.64	0.00	0.00	0.00	资本支出	-379.02	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	46.14	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-332.88	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	244.28	522.78	790.12	1052.81	短期借款	-243.00	13.00	0.00	0.00
其他非经营损益	14.10	5.00	5.00	5.00	长期借款	-60.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	258.38	527.78	795.12	1057.81	股权融资	706.70	0.00	0.00	0.00
所得税	34.87	72.00	108.08	143.96	支付股利	-52.44	-46.21	-101.62	-164.65
净利润	223.52	455.78	687.04	913.85	其他	-162.85	0.29	18.91	27.35
少数股东损益	15.17	27.23	42.91	56.26	筹资活动现金流净额	188.42	-32.91	-82.72	-137.30
归属母公司股东净利润	208.35	428.54	644.13	857.59	现金流量净额	41.97	425.72	571.44	751.97
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	206.63	632.36	1203.79	1955.76	成长能力				
应收和预付款项	493.75	633.40	867.74	1076.58	销售收入增长率	33.12%	32.57%	35.20%	24.52%
存货	412.11	493.30	647.49	789.04	营业利润增长率	57.36%	114.01%	51.14%	33.25%
其他流动资产	30.33	40.21	54.36	67.69	净利润增长率	54.41%	103.91%	50.74%	33.01%
长期股权投资	15.25	15.25	15.25	15.25	EBITDA 增长率	41.26%	87.52%	37.98%	26.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1648.35	1514.14	1365.04	1204.02	毛利率	24.22%	31.85%	33.90%	35.37%
无形资产和开发支出	209.76	186.60	163.45	140.30	三费率	11.13%	11.56%	11.26%	11.20%
其他非流动资产	100.26	99.80	99.34	98.88	净利率	11.28%	17.34%	19.34%	20.66%
资产总计	3116.44	3615.05	4416.45	5347.51	ROE	9.73%	16.92%	20.95%	22.68%
短期借款	87.00	100.00	100.00	100.00	ROA	7.17%	12.61%	15.56%	17.09%
应付和预收款项	502.22	581.26	785.77	956.69	ROIC	9.58%	18.63%	27.32%	35.15%
长期借款	149.00	149.00	149.00	149.00	EBITDA/销售收入	19.48%	27.55%	28.12%	28.60%
其他负债	82.14	90.50	101.98	112.92	营运能力				
负债合计	820.36	920.76	1136.75	1318.61	总资产周转率	0.70	0.78	0.88	0.91
股本	524.37	524.37	524.37	524.37	固定资产周转率	1.59	1.98	2.76	3.67
资本公积	810.14	810.14	810.14	810.14	应收账款周转率	5.79	5.90	5.98	5.73
留存收益	686.87	1069.21	1611.71	2304.65	存货周转率	3.61	3.92	4.09	3.96
归属母公司股东权益	2032.75	2403.72	2946.22	3639.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	65.92%	—	—	—
少数股东权益	263.33	290.57	333.48	389.73	资本结构				
股东权益合计	2296.08	2694.28	3279.70	4028.90	资产负债率	26.32%	25.47%	25.74%	24.66%
负债和股东权益合计	3116.44	3615.05	4416.45	5347.51	带息债务/总负债	28.77%	27.04%	21.90%	18.88%
					流动比率	1.88	2.56	3.04	3.57
					速动比率	1.20	1.86	2.33	2.84
					股利支付率	25.17%	10.78%	15.78%	19.20%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.82	1.23	1.64
					每股净资产	4.38	5.14	6.25	7.68
					每股经营现金	0.35	0.97	1.34	1.79
					每股股利	0.10	0.09	0.19	0.31
业绩和估值指标									
EBITDA	386.07	723.95	998.93	1265.09					
PE	32.27	15.69	10.44	7.84					
PB	2.93	2.50	2.05	1.67					
PS	3.39	2.56	1.89	1.52					
EV/EBITDA	17.24	8.62	5.68	3.89					
股息率	0.78%	0.69%	1.51%	2.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn