

化工

2017年09月01日

# 辉丰股份 (002496)

——传统业务提供安全垫，草铵膦主导未来成长，仓储贸易提供业绩弹性

报告原因：首次覆盖

## 买入 (首次评级)

市场数据： 2017年08月31日

收盘价(元)	5.49
一年内最高/最低(元)	6.19/4.38
市净率	2.3
息率(分红/股价)	0.91
流通A股市值(百万元)	5619
上证指数/深证成指	3360.81/10816.64

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	2.39
资产负债率%	48.66
总股本/流通A股(百万)	1507/1024
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  
陈俊杰 A0230517070007  
chenjj@swsresearch.com

研究支持

陈俊杰 A0230517070007  
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

投资要点：

- **原药细分领域领跑者，与仓储贸易共筑双主业。**公司实际控制人仲汉根、仲玉容合计持股比例达到47.01%，是起家于农药的民企。公司依托大丰港地理优势，逐步拓展石化仓储贸易，仓储贸易业务2017年半年度营收占比达60%，规模超过农药，公司成为农药、仓储贸易双主业企业。公司2017年上半年实现归母净利润2.34亿元，实现历史半年度最高，我们认为利润创新高，并非农药行业需求景气恢复主导，而是供给端改革带来的存量替代，以及仓储贸易等新业务发力。此外公司剥离不良资产包括农一网等，彰显革新决心，未来将对经营不佳的子公司做转让清理，轻装上阵专注双主业。
- **传统主业提供业绩安全垫。**公司是多个细分原药品种龙头，咪鲜胺产能全球第一，辛酰溴苯腈、氟环唑产能国内最大，拥有较强的话语权。公司不断并购产业链上下游企业，积极延伸产业链，形成了“原料—中间体—原药—制剂”完整的产业链，传统产品的生产优势进一步凸显。海外主要农化企业进入补库存阶段，孟山都种子销售及农药业务好转反映了行业回暖预期，国内农药出口整体持续增长，公司传统产品将发挥出高水平，将为业绩提供安全垫。
- **草铵膦主导公司未来成长。**公司发行可转债募集8.45亿元用于草铵膦、抗倒酯、甲氧虫酰胺原药技改项目。此次债转股价格为7.74元/股，显著高于目前股价体现管理层对公司内在价值的信心。草铵膦受益于国内百草枯退出及转基因作物推广，有望新增较大需求空间，若草铵膦替代百草枯1/3国内市场份额，将新增6300吨原药需求；转基因领域则有望复制麦草畏成长之路。同时，由于环保安全监管提高准入门槛，未来行业扩产或低于预期，价格有望较长时间持续强势。可转债项目投产将打开公司成长性，草铵膦是主导产品。
- **多元化布局——从原药到制剂，从农药到仓储。**公司未来一是拓展制剂业务，二是打造仓储贸易业务。制剂放量将发挥特色原药优势，强化农药业务。仓储贸易规模也迅速扩大，公司二期计划再扩一倍产能，目前该业务毛利率较低，未来收入及利润弹性均较大。
- **分部估值给予今年合理估值101亿，明年净利润仍有高增长，首次覆盖给予“买入”评级。**我们预计2017-2019年营业收入分别为114.37、137.67、160.14亿元，归母净利润分别为4.30、5.35、6.07亿元，目前股价对应PE为19X/16X/14X。农药行业平均估值为15-25倍，考虑到行业下游存在复苏预期，以及环保监管趋严产品价格有望涨价，我们给予今年23倍估值，今年农药业务净利润约3.55亿，对应82亿市值。公司仓储贸易业务特点及毛利率水平更接近于中储股份，中储股份2017年PE约为25倍，公司仓储贸易业务2017年净利润约为7500万元，对应19亿市值。农药和仓储贸易业务合计对应2017年合理市值为101亿，考虑明年业绩仍有高增长，我们认为股价空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**农药行业景气下滑；草铵膦投产低于预期；辉丰石化扩张低于预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,840	6,049	11,437	13,767	16,014
同比增长率(%)	75.22	212.45	95.80	20.40	16.30
净利润(百万元)	174	234	430	535	607
同比增长率(%)	0.87	124.11	146.80	24.30	13.40
每股收益(元/股)	0.12	0.16	0.29	0.35	0.40
毛利率(%)	11.3	7.7	9.6	10.9	10.3
ROE(%)	5.1	6.5	11.1	12.1	12.1
市盈率	47		19	16	14

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

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计 2017-2019 年营业收入分别为 114.37、137.67、160.14 亿元，归母净利润分别为 4.30、5.35、6.07 亿元，目前股价对应 PE 为 19X/16X/14X。农药行业平均估值为 15-25 倍，考虑到行业下游农产品价格处于底部，复苏预期存在，以及环保监管趋严产品价格有涨价预期，我们给予今年 23 倍估值，今年农药业务净利润约 3.55 亿，对应 82 亿市值。公司仓储贸易业务特点及毛利率水平更接近于中储股份，中储股份 2017 年 PE 约为 25 倍，公司仓储贸易业务 2017 年净利润约为 7500 万元，对应 19 亿市值。农药和仓储贸易业务合计对应 2017 年目标市值为 101 亿，考虑明年业绩仍有高增长，我们认为股价空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

草铵膦、甲氧虫酰肼今年四季度顺利投产。草铵膦 17-19 年不含税均价为 14.6、12.4、11.7 万元/吨。辉丰石化仓储业务今年净利率为 1%；假设 18、19 年仓储贸易收入规模增速为 18%、22%。传统产品 2017-2019 年均价维持强势，波动小。

### 有别于大众的认识

市场对公司草铵膦项目的担忧是投产进度、成本、安全、环保问题。实际上公司产品已经于 7 月进入试生产，中报预计 9 月份实现投产。而对于上马草铵膦项目，因为子公司河北瑞凯的生产经验，我们认为公司在安全、环保各方面未雨绸缪，考虑更全面，河北瑞凯 2016 年净利润约 3600 万，用业绩体现自身生产成本优势，公司草铵膦项目有望后来居上，超市场预期。

市场可能担心草铵膦价格随着新产能的投放会快速下滑，我们认为不必过于悲观，一是草铵膦具备资金、技术、安全、环保壁垒，上马风险系数高，行业谨慎扩产，草铵膦未来扩产现象更像麦草畏而非前期的草甘膦。同时，环保监管趋严预计吡啶-百草枯产业链紧张态势不会轻易缓和，红太阳作为行业龙头拥有话语权，百草枯价格强势高位对草铵膦价格会形成一定支撑。

市场认为仓储贸易业务毛利率水平太低，对公司业绩弹性有限，我们认为公司该项业务的弹性应同时兼顾收入规模及毛利率。公司仓储贸易业务依托大丰港地理优势，未来至少再扩充一倍产能（从 14.8 到 30.8 万方），收入规模扩充有所保障，此外部分油品贸易创收但产品并没有进库，意味着实际收入规模空间大于现有产能容量。公司未来仓储贸易将推广至金融期货等领域，毛利率有一定提升空间。

### 股价表现的催化剂

龙头产品价格上涨；仓储贸易收入规模大幅扩大；草铵膦在转基因领域推广超预期

### 核心假设风险

行业景气下行产品价格下滑；草铵膦投产低于预期；辉丰石化规模扩张低于预期。

# 目录

<b>原药细分领域领跑者，仓储贸易共筑双主业</b> .....	<b>6</b>
1.1 领跑多个细分农药领域的老牌民企 .....	6
1.2 仓储贸易业务支撑营收规模大幅扩张 .....	7
1.3 剥离不良资产彰显革新决心 .....	8
1.4 员工持股计划受益面广，激励效果显现 .....	8
<b>2. 传统主业提供业绩安全垫</b> .....	<b>9</b>
2.1 多个细分原药品种龙头，具有行业话语权 .....	9
2.2 积极推动产业链一体化，提升传统产品生产优势 .....	9
2.3 传统产品受益海外补库存、下游销售好转带来的行业回暖 .....	10
<b>3. 草铵膦打开未来成长性</b> .....	<b>13</b>
3.1 草铵膦是可转债募投项目亮点，高债转股价格凸显信心 .....	13
3.2 草铵膦：受益于百草枯退出及转基因作物推广 .....	13
3.2.1 草铵膦系第3大非选择性除草剂，快速高效安全 .....	13
3.2.2 国内退出百草枯市场，草铵膦体现替代价值 .....	14
3.2.3 未来转基因市场有望继续扩大，或复制麦草畏成长之路 .....	16
3.2.4 环保安全监管严提高准入门槛，或使行业扩产低于预期 .....	18
<b>4. 多元化布局——从原药到制剂，从农药到仓储</b> .....	<b>19</b>
4.1 制剂放量，打造完整的农药产业链 .....	19
4.2 化工仓储规模迅速扩大，弹性大 .....	20
<b>5. 盈利预测及投资评级</b> .....	<b>22</b>
5.1 关键假设 .....	22
5.2 分部估值与投资评级 .....	23

## 图表目录

图 1: 公司股权结构.....	6
图 2: 公司 2017H1 主营收入构成 .....	7
图 3: 主营业务毛利率一览.....	7
图 4: 公司 2010-2016 年营收复合增速 39.87% .....	7
图 5: 公司 2017 年归母净利润大幅增长 .....	7
图 6: 剥离江苏拜克、郁金香、农一网等不良资产 (净利润/万元) .....	8
图 7: 公司自上市以来不断完善产业链 .....	9
图 8: 公司目前布局的产业链 .....	10
图 9: 2016 年巨头库存基本跌回 2011 年水平 .....	10
图 10: 库存消化明显推动 2016 年国内出口快速反弹 .....	10
图 11: 杀虫剂出口自 2016 年一直提升 .....	11
图 12: 杀菌剂出口保持 20% 的增速 .....	11
图 13: 除草剂出口量显著回升 .....	11
图 14: 孟山都种子销售额恢复较快增长 (百万美元) .....	12
图 15: 孟山都农药业务 2017 年上半年大增、先正达跌速明显止住 .....	12
图 16: 国内外营收占比 (2014 年) .....	12
图 17: 草铵膦抗性牛筋草用药后 30 天的灭生效果对比 .....	14
图 18: 百草枯、草甘膦、草铵膦对竹节草药后 25 天灭生效果对比 .....	14
图 19: 草铵膦、草甘膦与百草枯市场规模对比 (亿美元) .....	14
图 20: 草铵膦原药市场价格 (华东, 万元/吨) .....	14
图 21: 2009-2015 年百草枯全球销售额 (亿美元) .....	15
图 22: 2012-2017 年草铵膦国内新增登记数量 .....	15
图 23: 草铵膦有望替代百草枯 1/3 市场份额.....	15
图 24: 百草枯与草铵膦价格比例变化.....	15
图 25: 耐草铵膦转基因种子分类 (按作物) .....	16
图 26: 耐草铵膦转基因种子分类 (按地区) .....	16
图 27: 耐草铵膦转基因种子登记数量迎来大幅提升 .....	17
图 28: 转基因渗透率前三年从 0 到 15% .....	17

图 29: 耐麦草畏大豆渗透走势与耐草甘膦类推广相仿 .....	17
图 30: 虚拟草铵膦渗透走势 .....	17
图 31: 草铵膦上下游产业链 .....	18
图 32: 制剂收入占比 .....	19
图 33: 农一网效益不佳 .....	19
图 34: 江苏辉丰石化营业收入变化 (每半年) .....	20
图 35: 仓储业务利润水平 .....	20
图 36: 辉丰石化鸟瞰图 .....	20
图 37: 集多项资质于一身的专业化仓储贸易公司 .....	21
图 38: 仓储公司的毛利率比较 (2016 年) .....	22
表 1: 公司主要产品 .....	6
表 2: 公司主要产品的适用对象以及产能情况 .....	9
表 3: 公司可转债募投项目进度 (截止至 2017.6.30) .....	13
表 4: 草铵膦与草甘膦、百草枯性能比较 .....	13
表 5: 未来草铵膦市场空间测算 .....	18
表 6: 草铵膦主要生产厂商产能情况 .....	19
表 7: 可比公司的业务特点 .....	22
表 8: 可比农药上市公司估值水平 .....	23
表 9: 各板块业绩预测及分部估值 .....	24

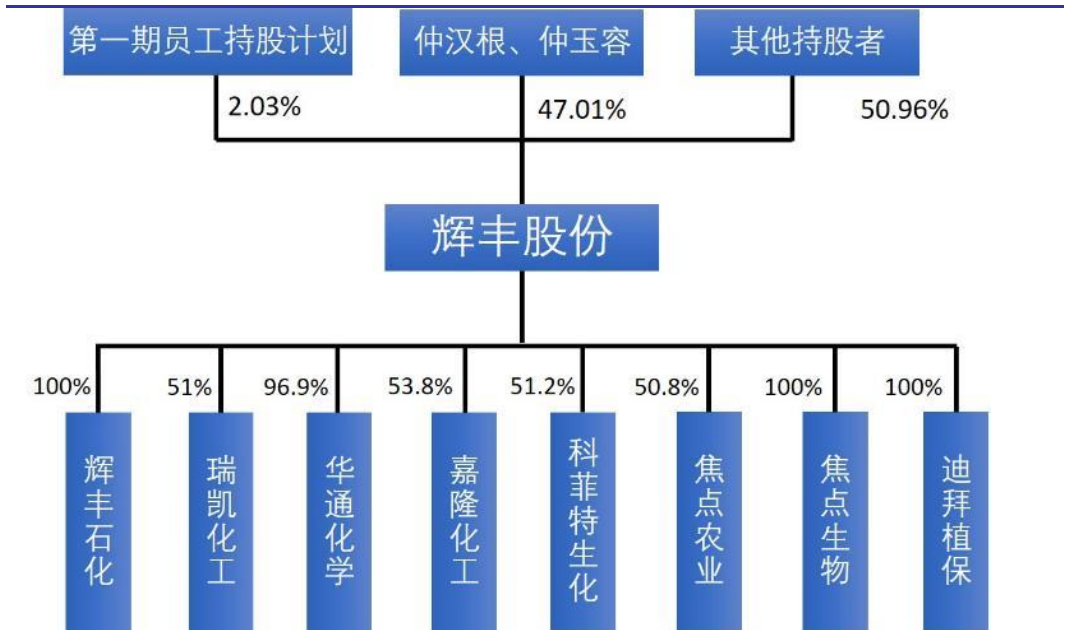
# 1. 原药细分领域领跑者，仓储贸易共筑双主业

## 1.1 领跑多个细分农药领域的老牌民企

公司成立于 1999 年，于 2010 年 10 月上市。公司实际控制人为仲汉根、仲玉容，两人合计持股比例达到 47.01%。目前公司拥有两大主业，分别为农药、仓储贸易。

公司实力雄厚，稳居国内农药销售规模第一梯队，拥有数个在国内国际市场产量、销量第一的核心产品，主要原药品质上乘。自上市以来积极开展并购延伸产业链，目前拥有 8 家控股子公司，业务范围涵盖产业链上下游。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**多个细分原药品种龙头，原药与制剂并举。**公司是目前全球最大的咪鲜胺原药生产企业，国内最大的辛酰溴苯腈原药、氟环唑原药生产企业，产能为 6800 吨/年咪鲜胺原药、7000 吨/年辛酰溴苯腈原药、1200 吨/年氟环唑原药，此外还具备超过 30000 吨/年农药制剂产能。

表 1：公司主要产品

类别	产品名称
杀菌剂	咪鲜胺（锰盐、铜盐）原药及制剂、氟环唑原药及制剂、烯酰吗啉原药
除草剂	（辛酰）溴苯腈、吡氟酰草胺、氟氟草酯原药及制剂
杀虫剂	联苯菊酯、高效氯氟啶原药及制剂
中间体	三氟氯氧酸、联苯醇、2,4-D 酸、4-二氯苯氧基乙酸、功夫酸、二甲四氯、咪唑、对羟基苯甲氨等
植物生长调节剂	抗倒酯等

资料来源：公司可转债募集说明书，申万宏源研究



## 1.2 仓储贸易业务支撑营收规模大幅扩张

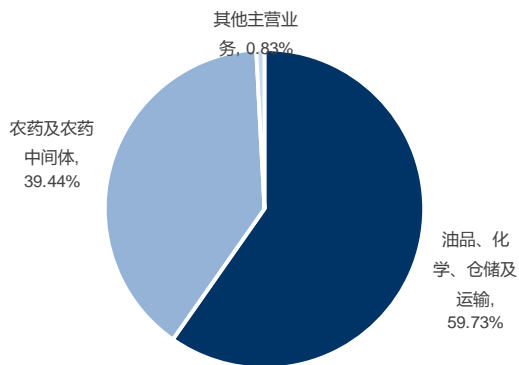
**农药主业+仓储贸易平台双主业并举。**公司从农药起家，依托大丰港地理优势，逐步拓展石化仓储业务，石化仓储业务发展迅猛，营收占比由 16 年的 42.79% 提升到 17 年中的 59.73%，营收规模超过农药，公司发展成农药生产、仓储贸易两大主业并举的企业。

**仓储贸易业务发力，营收规模快速扩张。**自 2010 年上市以来，公司营收规模不断提升，2010-2016 年期间复合增速高达 39.87%，营收的大幅增长主要受益于石化一期项目 14.8 万方仓储业务的放量增长，销售收入同比增长迅速。2017 年上半年实现营业收入 60.49 亿元，同比增长 212.45%，超过 16 年全年营收，17 年营收有望迈入百亿门槛。

公司 2017 年上半年实现归母净利润 2.34 亿元，同比上涨 124.12%，其中非经常性收益 0.57 亿元，扣非归母净利润亦达到 1.77 亿元，实现历史半年度最高。**我们认为利润创新高，并非农药行业需求景气恢复主导，而是供给端改革带来的存量替代，以及仓储贸易等新业务发力。**农药和仓储贸易发力主要归因于环保监管带来的产品价格上升，我们认为在未来两年环保监管持续趋严的大环境下，公司业绩能够持续改善或高位站稳。目前草铵膦项目已经进入生产调试阶段，在市场供给受限的情况下有望为公司带来超额收益。随着未来草铵膦和甲氧虫酰肼等新项目的陆续投产，公司净利润有望稳步提升。

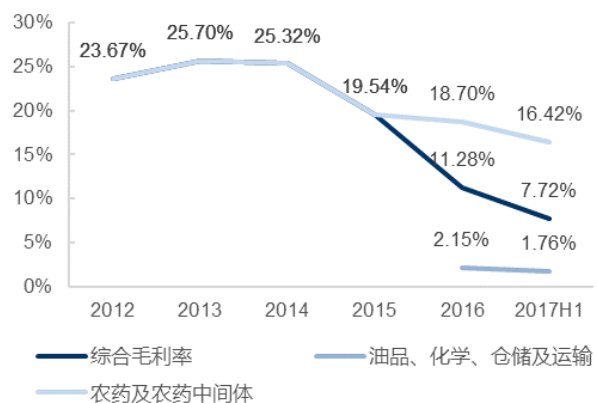
公司农药产品毛利率一直维持较高水平，特别是过去两年农药行业景气下滑，除草剂和杀虫剂毛利率下滑明显，影响综合毛利率跌至 20%，但杀菌剂毛利率仍然强劲，我们预计维持在 30% 以上。石化仓储业务的毛利率相对较低，约 2%，因此公司近两年整体毛利率有所下滑。

图 2：公司 2017H1 主营收入构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：主营业务毛利率一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司 2010-2016 年营收复合增速 39.87%

图 5：公司 2017 年归母净利润大幅增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

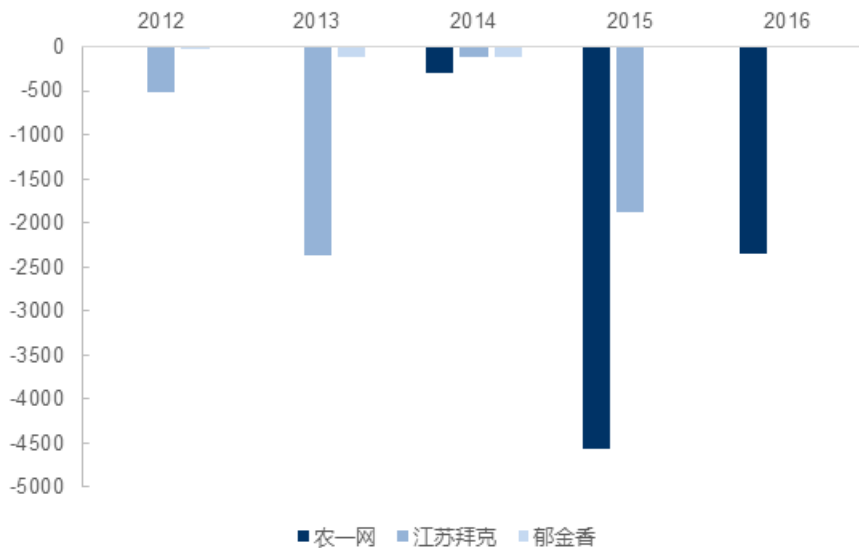


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.3 剥离不良资产彰显革新决心

壮士断腕剥离累赘，轻装上阵专注主业。公司主动应对市场变化、降低风险，2016年完成对子公司江苏郁金香旅游开发有限公司的股权转让工作，同时对产品结构调整未见明显成效以及经营不佳的部分子公司进行了转让处置。2017年一季度将农一电子商务 81.41% 股权转让给盐城农一投资管理，交易价格为 5564 万，农一网作为公司重资投入的农资电商平台，业绩未达预期，2015、2016 年分别亏损 4561 万元、2352 万元。连续对不良资产处置体现了公司壮士断腕的改革决心，未来将持续对经营不佳的子公司做转让清理，剥离累赘，实现轻装上阵，专注于农化与仓储贸易业务。

图 6：剥离江苏拜克、郁金香、农一网等不良资产（净利润/万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.4 员工持股计划受益面广，激励效果显现

公司于 2015 年 7 月推出了第一期员工持股计划，由控股股东按照 2:1 比例提供配套资金，其中全体董监高持股份额占持股计划的 44%，370 名公司员工持股份额占持股计划的



56%，持股计划覆盖面较广。8月即完成股票购买，成本价为4.64元/股，占总股本2.03%。员工持股价对公司股价形成支撑，当前股价较成本价已有约15%的浮盈。

员工持股计划的考核标准为2016年、2017年、2018年三年公司归母净利润分别不低于2.93亿元、3.51亿元、4.2亿元。2016年，受到全球农药行业景气总体下滑，同时行业竞争不断加剧的影响，公司归母净利润仅为1.74亿元，未达到考核条件。2017年公司基本面出现好转，主因源于海外补库存以及国内环保监管带来的行业格局改善，同时公司仓储贸易业务发力成为第二主业，贡献业绩增量，公司体现出完成2017年考核目标的动力。公司2017年上半年归母净利润达到2.34亿元，同比增长124.12%，业绩明显提升，大概率能够完成全年3.51亿元的考核条件。

## 2. 传统主业提供业绩安全垫

### 2.1 多个细分原药品种龙头，具有行业话语权

公司为多个细分原药品种的龙头，包括咪鲜胺、辛酰溴苯腈等，产能处于行业领先地位。其中，咪鲜胺产能6800吨/年，全球第一。辛酰溴苯腈产能7000吨/年，氟环唑产能1200吨/年，均为国内最大，拥有较强的议价权。

表2：公司主要产品的适用对象以及产能情况

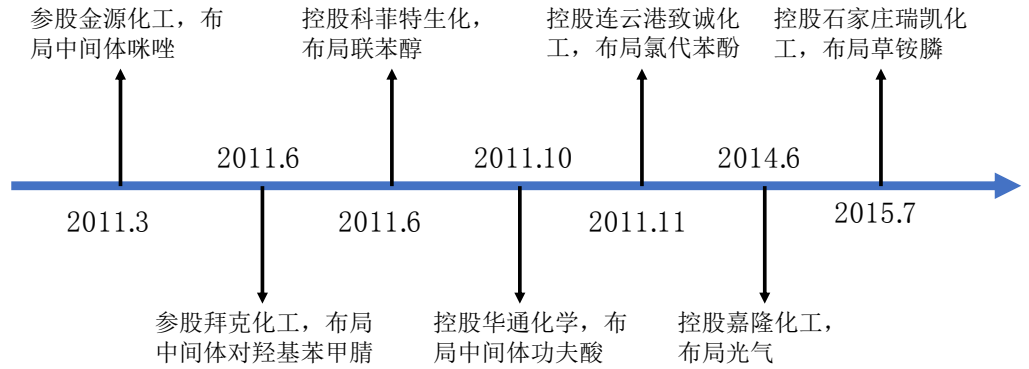
产品	类型	适用对象	产能 (吨/年)	复合年均 增长率	业绩弹性：价格每上涨 10000元/吨 EPS 变化
咪鲜胺	咪唑类杀菌剂	水稻、谷类等大田作物及果蔬	6800	7.0%	0.034
辛酰溴苯腈	选择性除草剂	多种阔叶杂草	7000	-	0.035
氟环唑	三唑类杀菌剂	禾谷类作物	1200	6.2%	0.006
抗倒酯	环己烷羧酸类植物生长调节剂	抑制株高和横向生长	1000	-	0.005
二氟萘醌	醌类杀菌剂	许多仁果、核果	1000	-	0.005
联苯菊酯	拟除虫菊酯类杀虫剂	鳞翅目幼虫	3000	-	0.015
2,4-D	选择性除草剂	单子叶杂草，莎草等恶性杂草	10000	9.6%	0.050
吡氟酰草胺	酰胺类除草剂	旱田杂草	250	3.9%	0.001

资料来源：农药快讯，申万宏源研究

### 2.2 积极推动产业链一体化，提升传统产品生产优势

公司深耕农化领域，不断并购产业链上下游企业，积极延伸产业链，形成了“原料—中间体—原药—制剂”完整的产业链。先后收购咪鲜胺、辛酰溴苯腈、联苯菊酯的中间体供应商金源化工、拜克化工、科菲特、华通化学等，产业链的不断完善一方面提高了公司应对上下游产品价格波动的抗风险能力，一方面巩固公司在细分领域的龙头地位。

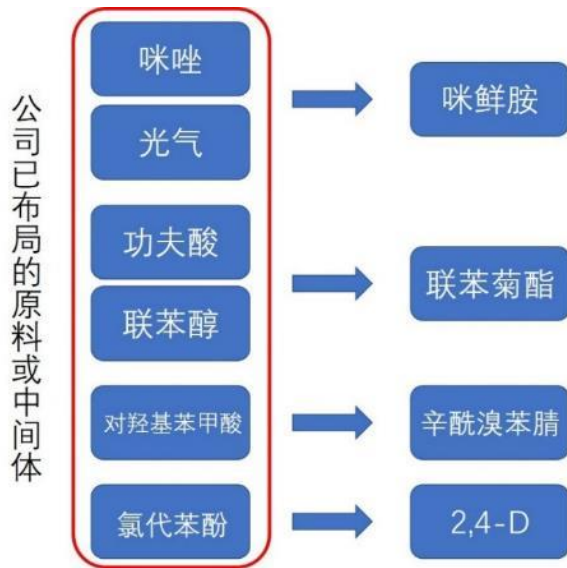
图7：公司自上市以来不断完善产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司目前形成了咪唑/光气—咪鲜胺产业链、功夫酸/联苯醇—联苯菊酯产业链、氟化工—氟环唑/吡氟酰草胺/氟氟草酯产业链、对羟基苯甲酸—辛酰溴苯腈产业链、氯代苯酚—2,4-D 产业链等多条一体化产业链，公司生产优势进一步凸显。

图 8：公司目前布局的产业链



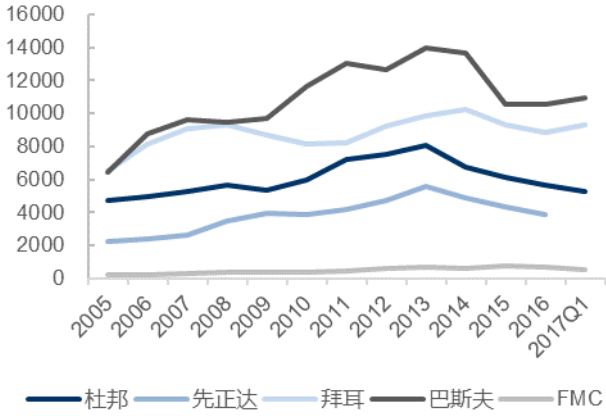
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.3 传统产品受益海外补库存、下游销售好转带来的行业回暖

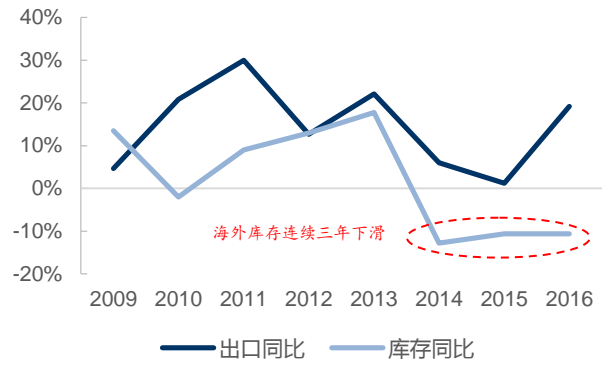
海外巨头库存跌回 5 年前水平，补库存带动出口复苏。海外主流农化巨头连续三年去库存，我们预测接近尾声，我们选择农化业务占比较大的巨头杜邦、先正达、拜耳、巴斯夫、FMC 等作为参考对象，发现其库存基本跌回 5 年前的水平。国内农药出口量在 2016 年出现快速增长，折射出国外巨头较为强烈的补库存意愿，我们预计今年出口将保持增长。

图 9：2016 年巨头库存基本跌回 2011 年水平（百万美元）

图 10：库存消化明显推动 2016 年国内出口快速反弹



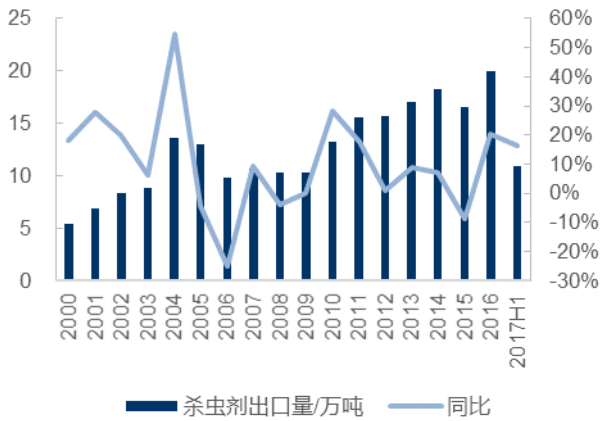
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究



资料来源：Bloomberg，Wind，申万宏源研究

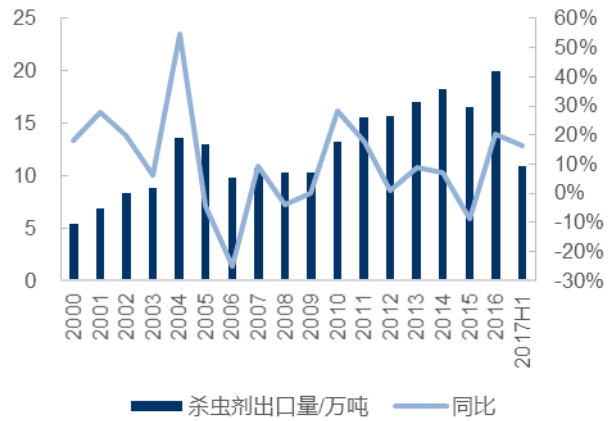
国内杀虫剂、杀菌剂、除草剂出口整体复苏，出口量均实现同比 15% 以上的增长。

图 11：杀虫剂出口自 2016 年一直提升



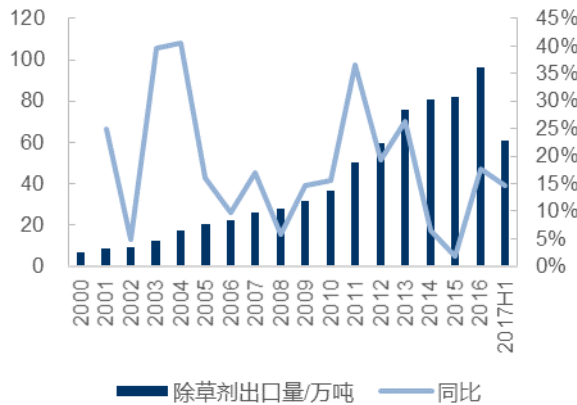
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：杀菌剂出口保持 20% 的增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：除草剂出口量显著回升

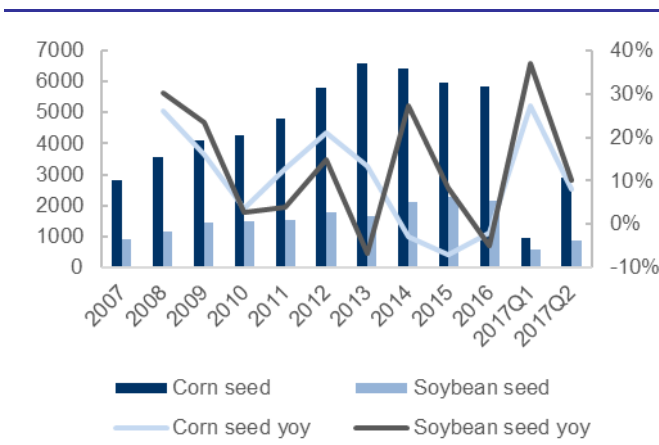


资料来源：Wind，申万宏源研究

下游种子销售、农药业务均出现回暖，国内农药出口预期持续乐观。从历史数据来看，孟山都在 2012 财年的转基因种子销售额增长超过 15%，带动了草甘膦制剂企业（主要是孟山都和先正达）的销量增长，同时 2012 年之后持续补库存。我们推断，当下游种子销售出现好转，或意味着转基因种植市场的逐步回暖，对国内农药出口需求构成利好。据 Bloomberg，孟山都 2017 财年出现类似现象，上半财年玉米、大豆收入同比增长 12%、20%，反映了后市种植市场的乐观预期。

公司原药出口占比接近四成，此外海外主导的下游复苏也将带来全行业景气，公司传统农药产品均有望受益，加上国内环保监管带来的产品持续紧张、强势，未来两年公司传统产品有望维持较高水平发挥状态，为公司业绩的安全垫。

图 14：孟山都种子销售额恢复较快增长（百万美元）



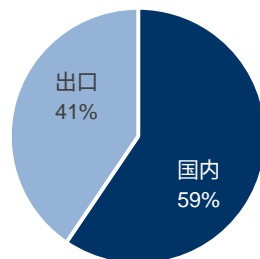
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 15：孟山都农药业务 2017 年上半年大增、先正达跌速明显止住（百万美元）



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 16：国内外营收占比（2014 年）



资料来源：Wind，申万宏源研究（采用 2014 年数据更能反映原药国内外销售比例）

## 3. 草铵膦打开未来成长性

### 3.1 草铵膦是可转债募投项目亮点，高债转股价格凸显信心

2016年4月公司发行可转债募集8.45亿元，实际控制人仲汉根、仲玉容与员工一期持股计划共认购2.13亿元，占比达到25.2%，募集资金用于草铵膦、抗倒酯、甲氧虫酰肼原药的技改项目。此次债转股价格为7.74元/股，高出目前股价约25%，体现了管理层对公司内在价值的信心。公司募投项目草铵膦、抗倒酯、甲氧虫酰肼等系列原药产品符合农药市场低毒高效发展趋势，市场需求广阔，有助于优化公司产品结构，将是公司新的利润增长点。

**可转债募投项目逐步落地，未来成长可期。**根据公司在深交所互动易平台的反馈，草铵膦项目已经进入生产调试阶段，预计产能将会很快释放；抗倒酯项目正在推进境外登记预计效益会持续改善；甲氧虫酰肼项目预计于今年底落地。草铵膦是此次可转债募投项目的最大亮点，募集资金占到84%，有望成为公司未来成长的主要驱动力。

表 3：公司可转债募投项目进度（截止至 2017.6.30）

项目	募集资金总额 (万元)	累计投入金 额 (万元)	投资比例 (%)	预计可使用日期	半年度实现的 效益 (万元)
年产 5000 吨草铵膦原药生 产线技改项目	68,622.00	25,480.65	37.13%	2017 年 9 月	
年产 1000 吨抗倒酯原药生 产线技改项目	6,550.00	5,103.61	77.92%	2016 年 9 月	306
年产 2000 吨甲氧虫酰肼原 药技改项目	6,850.00	1,475.83	21.54%	2017 年 12 月	
合计	82,022.00	32,060.09			

资料来源：公司 2017 年中报，申万宏源研究

### 3.2 草铵膦：受益于百草枯退出及转基因作物推广

#### 3.2.1 草铵膦系第 3 大非选择性除草剂，快速高效安全

草铵膦是仅次于草甘膦、百草枯的全球第 3 大非选择性除草剂，具有杀草谱广、低毒、活性高、部分传导性和环境相容性好等特点。与当前使用最多的除草剂草甘膦相比，草铵膦具有除草效果快、除草范围广、安全性高等特点。

表 4：草铵膦与草甘膦、百草枯性能比较

	草甘膦	百草枯	草铵膦
作用机理	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	积铵触杀，抑制谷氨酰胺合成
传导方式	内吸传导灭生	兼具触杀与内吸作用	触杀灭生，内吸很弱
见效时间	一般 7-10 天见效	1-2 日除草，高温下起效快	正常气温下 3-5 天见效



<b>除草范围</b>	对抗性恶性杂草无效	一年生或多年生杂草	对耐受草甘膦的部分恶性杂草有特效
<b>安全性能</b>	用于果树时，对根系有害	对根系无害，与土壤接触后失去活性	低毒，在土壤中易降解，对人、作物、环境安全
<b>抗药性</b>	杂草抗性日渐明显	耐药性杂草较少	不明显
<b>残留性</b>	药后 7 天可移栽	可随时移栽播种	1-4 天可播种移栽

资料来源：世界农化网、山东理工大学、申万宏源研究

图 17: 草铵膦对抗性牛筋草用药后 30 天的灭生效果对比

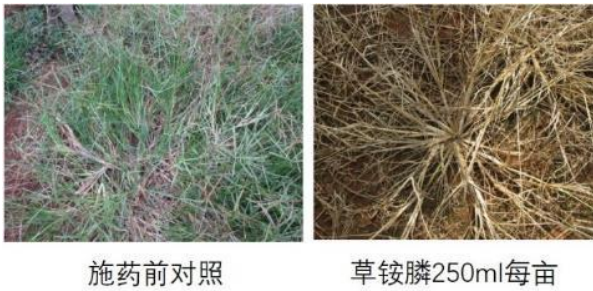


图 18: 百草枯、草甘膦、草铵膦对竹节草药后 25 天灭生效果对比



资料来源：山东理工大学、申万宏源研究

资料来源：山东理工大学、申万宏源研究

尽管草铵膦性能优异，但是其工艺复杂，价格昂贵，市场份额始终低于草甘膦与百草枯。近年来，草铵膦的市场规模一直在稳步提升，2010-2014 年复合年均增长率达到 11.29%。根据 MarketsandMarkets 报道，2016 年草铵膦全球市场市值约为 13.7 亿美元，并有望在 2016-2022 年期间以 9.25% 的复合年均增长率增长至 23.29 亿美元。

图 19: 草铵膦、草甘膦与百草枯市场规模对比 (亿美元)

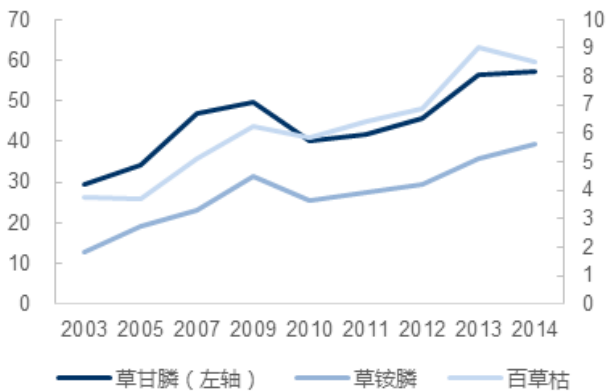


图 20: 草铵膦原药市场价格 (华东, 万元/吨)



资料来源：农药，申万宏源研究

资料来源：百川资讯，申万宏源研究

### 3.2.2 国内退出百草枯市场，草铵膦体现替代价值

百草枯被禁用为草铵膦创造需求空间。由于百草枯剧毒且尚无有效解药，2010 年以后世界各国相继出台了对百草枯的禁售令。我国自 2014 年 7 月 1 日起撤销百草枯水剂登记和



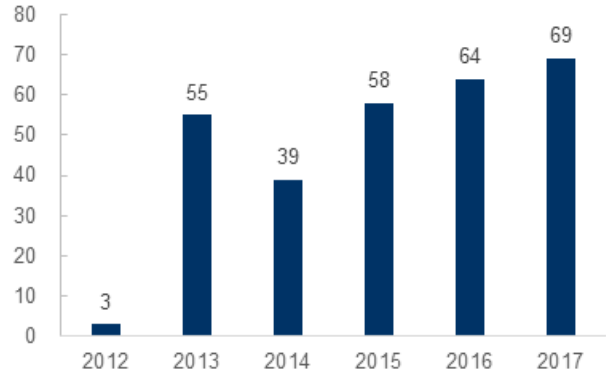
生产许可，于 2016 年 7 月 1 日全面禁售。草铵膦作为替代品中的优选，受益于百草枯退出市场，市场份额有望持续提升。国内厂家为争夺这部分市场，纷纷对草铵膦进行了登记，草铵膦在国内的登记数量在 2015 年显著增加，并在之后两年里一直保持高速增长的态势。

图 21: 2009-2015 年百草枯全球销售额 (亿美元)



资料来源: 农药, 申万宏源研究

图 22: 2012-2017 年草铵膦国内新增登记数量 (个)



资料来源: 中国农药信息网, 申万宏源研究

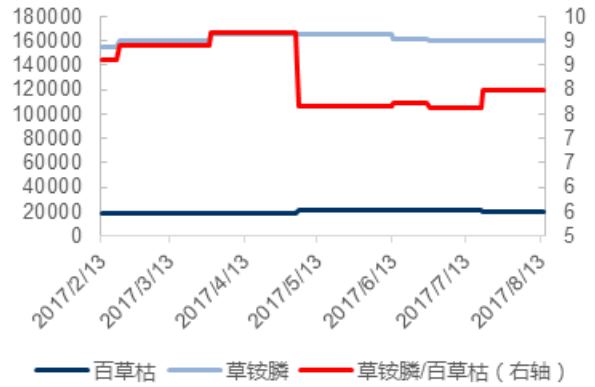
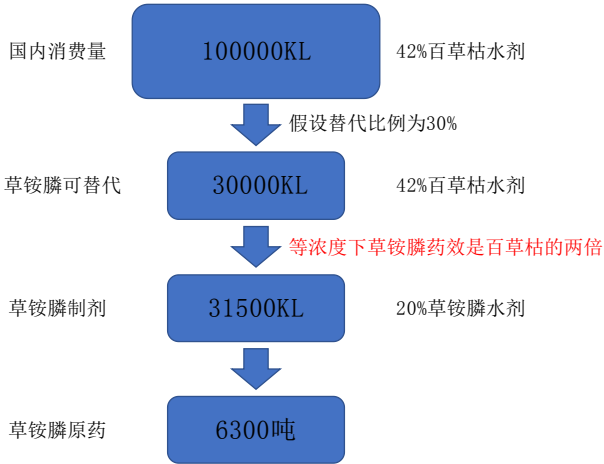
**若草铵膦替代百草枯 1/3 国内市场份额, 将新增 6300 吨原药需求。**假设国内百草枯消耗量为 100000KL (以 42%母液算), 被草铵膦替代比例为 30%, 再考虑草铵膦与百草枯的除草效率, 在等浓度的情况下, 草铵膦药效是百草枯的两倍, 测算可得百草枯在国内退出后, 将会为草铵膦创造出 31500KL 新需求, 按照 200g/L 剂型 (20%剂型) 折算约 6300 吨原药。

**百草枯价格强势, 则草铵膦替代效应提升, 价格高位获支撑。**

由于受到禁用影响, 2015 年以来百草枯价格、开工率双双下降, 步入亏损状态, 一些落后产能相继退出, 红太阳等行业龙头随即掀起整合之风, 收购山东科信, 集中度提升, 提升话语权。同时自 16 年以来环保监管趋严大环境下吡啶开工率难以提升, 导致供应紧张, 而百草枯需求端受到海外补库存拉动影响, 供需格局逐步改善, 百草枯价格迎来上涨, 自去年 10 月的 1 万/吨上涨到当前的 2 万/吨 (42%母液)。我们认为未来两年环保监管有紧无松, 吡啶和百草枯开工率难以上行, 同时行业整合后竞争格局明显优化, 对百草枯未来价格形成有力支撑, 龙头话语权提升不排除继续上涨。百草枯价格高位将凸显替代品价值, 草铵膦价格有一定支撑, 草铵膦与百草枯的价格比例由今年 3 月的 9.17 降低到当前的 8.00。

图 23: 草铵膦有望替代百草枯 1/3 市场份额

图 24: 百草枯与草铵膦价格比例变化 (元/吨)



资料来源：申万宏源研究

资料来源：百川资讯，申万宏源研究

### 3.2.3 未来转基因市场有望继续扩大，或复制麦草畏成长之路

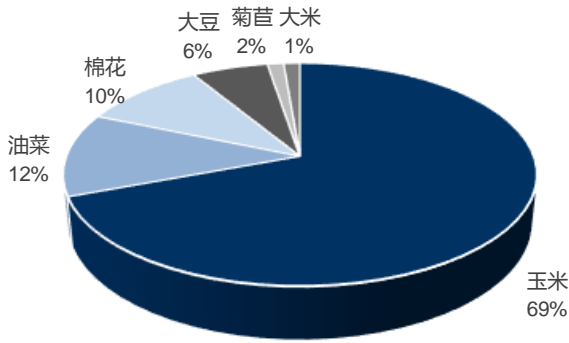
**转基因耐除草剂作物迎合现代农业发展趋势。**转基因作物推广使农业耕作管理更加方便、高效，目前开发的大部分耐除草剂转基因作物使用的是草甘膦、麦草畏、草铵膦等广谱除草剂，除草效果明显，大规模种植可以减轻除草剂浪费，符合绿色种植，可以有效提升亩产，降低亩产成本。以孟山都转基因种子为例，转基因种子的生产试验所得产量均明显高于同类普通作物。

**耐草铵膦转基因种子登记数量明显提升，草铵膦主流作物推广未来可期。**草铵膦是拜耳于上世纪 80 年代开发的，其在转基因领域的应用研究从未停过，目前在转基因领域的应用主要是棉花。耐草甘膦转基因作物抗性杂草问题亟需新的除草剂进行复配来解决，目前麦草畏作为解决耐除草剂转基因大豆/棉花抗性杂草问题的先行者，也验证了复配的重要性和迫切性。21 世纪以来每年耐草铵膦转基因种子登记数量都在上升，特别是 2014-2016 年，登记数量迎来大幅提升，反映出行业对于耐草铵膦转基因种子推广的乐观预期。

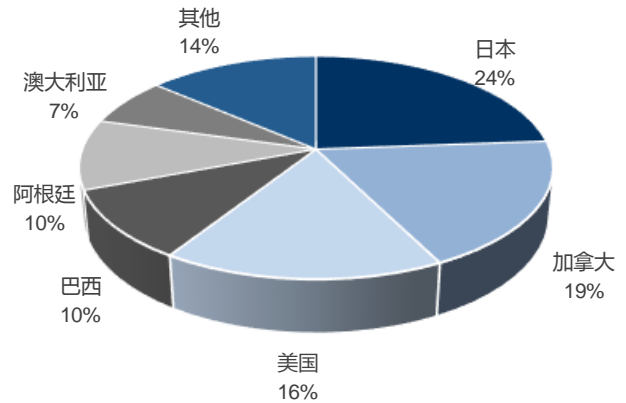
从种子登记情况来看，玉米占比最高，达到 69%，不排除会是未来草铵膦在转基因作物的重点推广对象。追溯转基因作物主流除草剂草甘膦、麦草畏的推广历程，我们发现其转基因作物渗透率在前 3 年均从 0 达到 15%，我们大胆假设耐草铵膦转基因作物推广也遵循这个规律，据统计 2015 年全球转基因玉米种植面积约 5400 万公顷，意味着耐草铵膦转基因玉米的种植面积在首推后的第三年有望达到 810 万公顷，对草铵膦需求的带动值得期待。

图 25：耐草铵膦转基因种子分类（按作物）

图 26：耐草铵膦转基因种子分类（按地区）

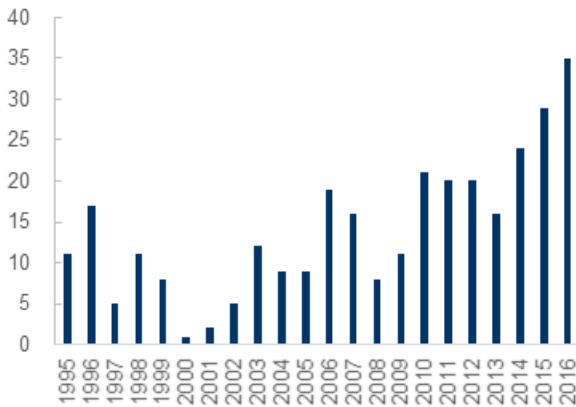


资料来源：ISAAA，申万宏源研究



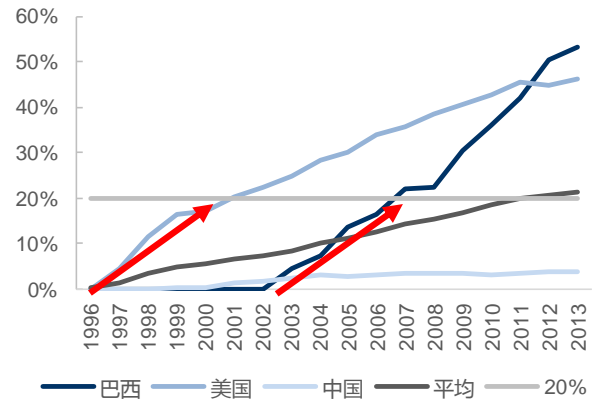
资料来源：ISAAA，申万宏源研究

图 27：耐草铵磷转基因种子登记数量迎来大幅提升（个）



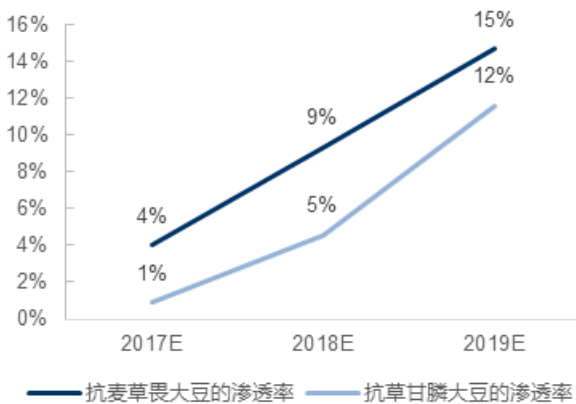
资料来源：ISAAA，申万宏源研究

图 28：转基因渗透率前三年从 0 到 15%



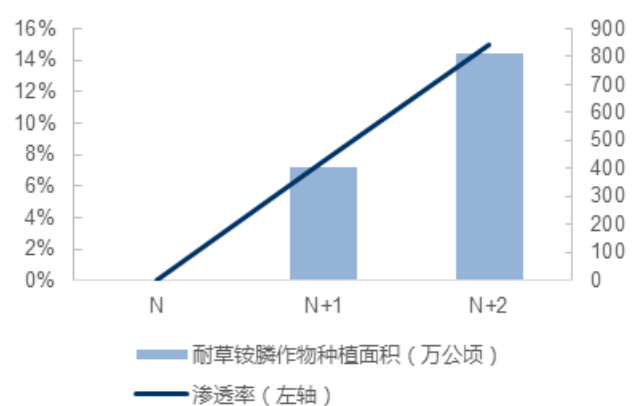
资料来源：ISAAA，申万宏源研究

图 29：耐麦草畏大豆渗透走势与耐草甘膦类推广相仿



资料来源：ISAAA，申万宏源研究

图 30：虚拟草铵磷渗透走势



资料来源：ISAAA，申万宏源研究

草铵膦与草甘膦复配新增的需求空间由草甘膦复配规模以及复配比例决定。2016 年草甘膦全球消费量 80 万吨，假设其中有 30% 的消费量与草铵膦进行复配，草甘膦/草铵膦复配比例为 10/1，则草铵膦复配对应需求为 2.4 万吨/年。

表 5: 未来草铵膦市场空间测算

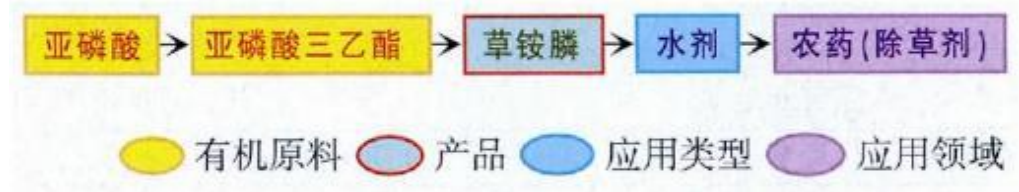
草甘膦全球消费量 80 万吨		草铵膦需求量测算 (万吨)		
草甘膦复配率		草铵膦复配草甘膦比例		
	1:30	1:20	1:10	1:5
30%	0.80	1.20	2.40	4.80
40%	1.07	1.60	3.20	6.40
50%	1.33	2.00	4.00	8.00
60%	1.60	2.40	4.80	9.60
70%	1.87	2.80	5.60	11.20

资料来源：申万宏源研究

### 3.2.4 环保安全监管严提高准入门槛，或使行业扩产低于预期

草铵膦生产存在壁垒，对技术、安全、环保有要求。(1) 国内产能以格氏技术路线为主，安全风险较高，污染严重。格氏反应本身易燃易爆，生产操作中需要绝对无水和无氧，安全风险较高。(2) 该路线副产物多，“三废”量大，每生产 1 吨草铵膦原药，工艺废水产生量约有 60 吨；含磷废水处理难度高，蒸干后部分废渣和结晶脚料难以再次利用。(3) 该路线工艺冗长，最终收率有瓶颈，存在一定技术壁垒。(4) 投资草铵膦对资金要求较高，无形之中设置了行业壁垒。

图 31: 草铵膦上下游产业链



资料来源：《农药市场信息》，申万宏源研究

环保、安全监管下草铵膦实际扩产或低于预期，行业集中度有望逐步提升。我们认为未来两年环保、安全的监管都会维持相对高压状态，农药在化工子行业中属于污染较重的行业，在环保督查时首当其冲。这意味着安全环保门槛较高的草铵膦生产企业需承担更大的风险，需对自己提出更高要求。基于此，我们认为草铵膦目前价格虽然较高，但行业不会出现盲目扩产，显得更为理性，实际扩产不会效仿以前的草甘膦，更像现在的麦草畏，未来扩产或以现有龙头拜耳、利尔、辉丰为主，行业集中度提升，强者恒强。部分小企业不排除因为环保成本高企或开工率长期较低而退出。

目前草铵膦全球产能约为 25500 吨/年，其中拜耳产能最大，达到 6000 吨/年，工艺也最为先进，产能计划翻倍至 12000 吨/年，龙头地位巩固。公司目前产能 1500 吨/年，可转债募投草铵膦项目投产后可实现总产能 6500 吨/年，有望步入第一阵容。

表 6：草铵膦主要生产厂商产能情况

企业	原药产能 (吨/年)	规划
德国拜耳	6000	计划全球产能翻倍至 12000 吨/年
浙江永农	3000	
利尔化学	5000	再扩建 10000 吨/年
辉丰股份	1500	新上 5000 吨/年
河北威远	1500	
四川福华通达	3000	计划二期 3000 吨/年
山东溪农	500	
好收成韦恩	1000	
七周绿色	500	
江苏皇马	800	
乐斯化学	1000	
济宁天盛	500	
安徽富田	600	
内蒙古佳瑞米	600	17 年计划扩至 3000 吨/年
合计	25500	

资料来源：中农立华原药，申万宏源研究

## 4. 多元化布局——从原药到制剂，从农药到仓储

### 4.1 制剂放量，打造完整的农药产业链

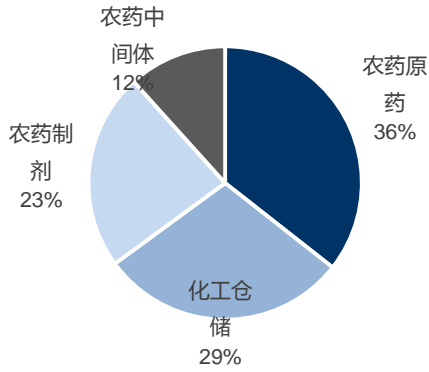
制剂是原药的下游，公司在经营多年原药之后，逐步扩大下游制剂份额。公司本身是多种特色原药的供应商，通过开发相关复配剂型，能强化自己的行业地位。实际上公司已开发出咪鲜胺与氟环唑、咪鲜胺与多菌灵、溴苯腈与烟嘧磺隆、溴苯腈与莠去津等一系列复配制剂。

国内农药市场普遍为原药生产企业与制剂生产企业分立的格局，如此一来，公司将形成“基础化工—农药中间体—农药原药—农药制剂”完整的产业链。原药供应容易出现同质化现象，但制剂供应的优势强调渠道和品牌，诺普信在制剂领域已经证明了民营企业做大做强的可行性，相信公司依托华东禀赋，有能力在制剂业务上脱颖而出。

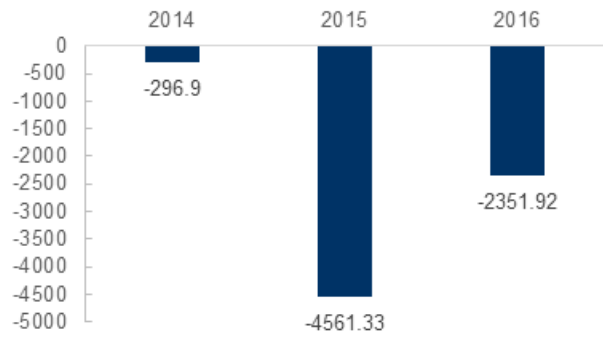
公司此前制剂有部分是通过农一网平台销售，农一网效益低一定程度上影响了销售的发挥，2017 年上半年公司剥离了农一网，并通过主要渠道上海迪拜植保来销售制剂。公司现有制剂销售规模约 6 亿元，未来制剂产能将继续扩张。

图 32：制剂收入占比

图 33：农一网效益不佳（净利润/万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究



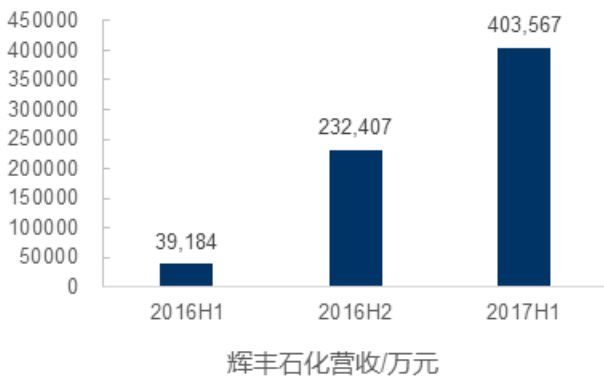
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 化工仓储规模迅速扩大，弹性大

公司 2016 年下半年仓储贸易业务开始发力，子公司辉丰石化 2016 年上半年仓储贸易收入仅有 3.92 亿元，下半年已跃升至 23.24 亿元，2017 年上半年大幅扩张至 40.36 亿元。

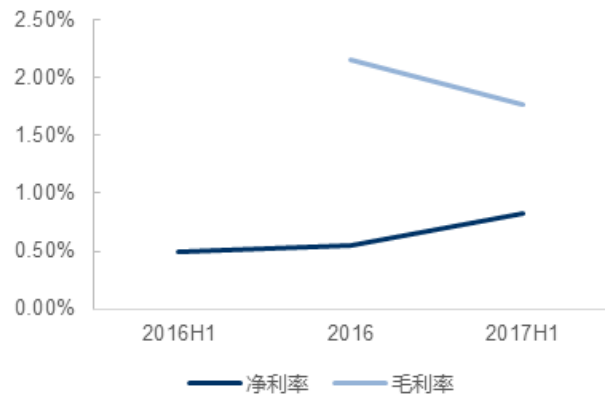
2016 年、2017 年上半年仓储贸易业务的毛利率为 2.15%、1.76%，净利率为 0.55%、0.82%，按现有仓储收入规模，仓储业务净利率每提升 1%，增厚公司 EPS 0.053 元，弹性较大。

图 34：江苏辉丰石化营业收入变化（每半年）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：仓储业务利润水平



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36：辉丰石化鸟瞰图





资料来源：公司公告，申万宏源研究

集多项资质于一身的专业化仓储公司。辉丰石化位于大丰市大丰港二期码头，具备港口经营许可证、港口作业许可、危化品经营许可证、道路运输经营许可证等资质，开国内农药企业之先河。

公司现有一期规模 14.8 万方，二期计划扩建 16 万方，直观上是仓储容量的翻倍，而公司实际上油品贸易有部分是通过锁定上下游传导来创收，并没有进库，这也说明公司的收入弹性是可能超越现有仓储产能空间的。

图 37：集多项资质于一身的专业化仓储贸易公司



港口经营许可



港口作业许可



危化品经营许可



道路运输经营许可

资料来源：公司公告，申万宏源研究

相较 A 股其他仓储类企业，公司的业务模式、毛利率水平与中储股份相对接近；而因为统计口径的因素，保税科技、恒基达鑫毛利率水平较高。

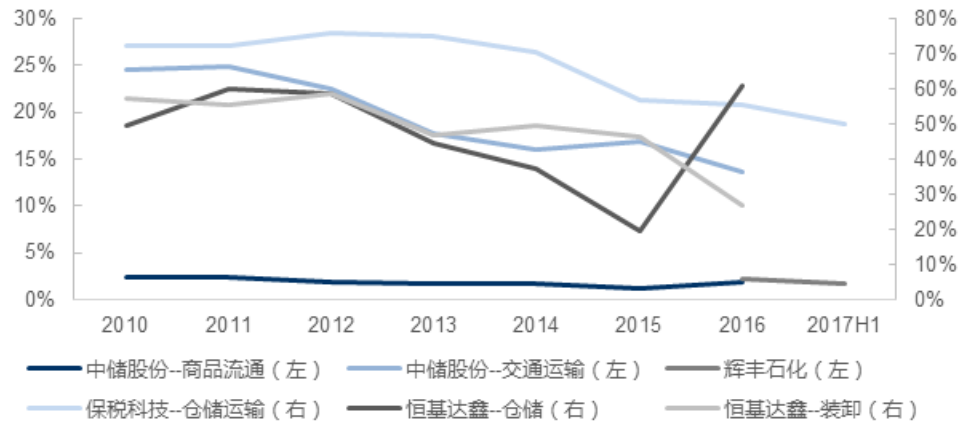
未来辉丰石化在现有基础上将全力打造保税库、质押库、期货交割库，积极开拓市场，扩大业务范围，向成为“华东地区石油化学品电子商务交易平台”稳步推进，相信未来相关金融业务拓展有助于提升该板块毛利率。

表 7：可比公司的业务特点

可比公司	业务特点	主营业务	主业务毛利率
中储股份	独有的专用线资源，库型丰富 拥有 40 多个物流中心，提供门到门配送，实现铁路联网运输	商品流通 交通运输	2% 14%
保税科技	以码头仓储业务为核心，提供配套运输、代理业务为支撑的服务模式，化工品物流供应链完整。	仓储运输	55%
恒基达鑫	货物通过连接码头的专用管道输送至储罐，为客户提供货物仓储服务 利用自有码头，为客户提供货物的装卸服务	仓储 装卸	61% 27%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 38：仓储公司的毛利率比较（2016 年）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5. 盈利预测及投资评级

### 5.1 关键假设

草铵膦、甲氧虫酰肼今年四季度顺利投产。草铵膦 17-19 年不含税均价为 14.6、12.4、11.7 万元/吨。

辉丰石化仓储业务今年净利率为 1%；假设 2018、2019 年仓储贸易收入规模增速为 18%、22%。

传统产品在环保监管趋严大环境下，2017-2019 年均价维持强势，波动小。

## 5.2 分部估值与投资评级

我们预计 2017-2019 年营业收入分别为 114.37、137.67、160.14 亿元，归母净利润分别为 4.30、5.35、6.07 亿元，目前股价对应 PE 为 19X/16X/14X。

由于公司主营业务包括农药、仓储贸易两部分，在二级市场享受不同估值，我们对公司估值采取分部式。

农药行业平均估值为 15-25 倍，考虑到行业下游农产品价格处于底部，复苏预期存在，以及环保监管趋严产品价格有涨价预期，我们给予今年 23 倍估值，今年农药业务净利润约 3.55 亿，对应 82 亿市值。

公司仓储贸易业务特点及毛利率水平更接近于中储股份，中储股份 2017 年 PE 约为 25 倍，公司仓储贸易业务 2017 年净利润约为 7500 万元，对应 19 亿市值。

农药和仓储贸易业务合计对应 2017 年目标市值为 101 亿，考虑明年业绩仍有高增长，我们认为股价空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比农药上市公司估值水平

股票代码	简称	总市值 (亿)	总股本 (亿)	股价 (17/8 /31)	EPS				PE				BPS	PB
					16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E		
000525.SZ	红太阳	117.84	5.81	20.69	0.22	1.28	1.73	2.04	93	16	12	10	8.80	2.4
600486.SH	扬农化工	125.54	3.10	40.25	1.42	1.97	2.51	2.90	28	20	16	14	11.54	3.5
002258.SZ	利尔化学	66.49	5.24	12.73	0.40	0.70	0.89	1.20	32	18	14	11	4.17	3.1
002734.SZ	利民股份	45.53	3.40	27.84	0.83	1.10	1.37	1.65	34	25	20	17	9.96	2.8
603599.SH	广信股份	63.93	3.76	17.03	0.48	0.71	0.92	1.30	35	24	19	13	6.76	2.5
603639.SH	海利尔	62.48	8.35	50.81	1.63	2.21	2.70	3.39	31	23	19	15	11.79	4.3
002391.SZ	长青股份	56.40	3.59	15.64	0.45	0.81	1.06	1.24	35	19	15	13	8.18	1.9
603585.SH	苏利股份	53.94	1.00	35.52	1.23	1.34	1.58	2.07	29	27	22	17	9.35	3.8
600596.SH	新安股份	83.03	6.79	11.84	0.11	0.45	0.54	0.62	108	26	22	19	6.02	2.0
300575.SZ	中旗股份	42.31	7.79	56.12	1.40	1.74	2.31	3.00	40	32	24	19	13.00	4.3
002250.SZ	联化科技	118.61	40.14	12.77	0.32	0.42	0.61	0.76	40	30	21	17	6.11	2.1
	平均								46	24	19	15		3.0

资料来源：wind、申万宏源研究（红太阳、利尔化学、利民股份、苏利股份、中旗股份参考 wind 一致预期）

表 9：各板块业绩预测及分部估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>农药</b>				
收入（百万元）	3178	4237	5307	5674
归母净利润（百万元）	219	358	346	420
<b>给予 2017 年 PE23 倍，对应市值（亿元）</b>		82		
<b>仓储贸易</b>				
收入（百万元）	2499	7200	8460	1034
归母净利润（百万元）	15	72	85	10
<b>给予 2017 年 PE25 倍，对应市值（亿元）</b>		19		

资料来源：申万宏源研究

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,333	5,840	11,437	13,767	16,014
原药	-	2,157	2,587	3,399	3,584
制剂	-	616	810	1,026	1,163
其他原药	-	800	840	882	926
仓储贸易	-	2,499	7,200	8,460	10,340
营业总成本	3,146	5,687	10,985	13,129	15,299
营业成本	2,682	5,181	10,336	12,269	14,357
原药	-	1,556	1,860	2,378	2,535
制剂	-	437	593	749	843
其他原药	-	784	823	864	908
仓储贸易	-	2,445	7,060	8,278	10,071
营业税金及附加	4	11	23	33	32
销售费用	127	142	217	336	368
管理费用	269	303	332	419	480
财务费用	48	50	81	73	62
资产减值损失	15	0	-3	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	10	52	65	20	30
营业利润	198	205	517	658	744
营业外收支	16	-6	0	0	0
利润总额	213	199	517	658	744
所得税	50	30	93	131	146
净利润	163	169	424	527	598
少数股东损益	-9	-5	-6	-8	-9
归属于母公司所有者的净利润	173	174	430	535	607

资料来源：申万宏源研究

### 合并资产负债表

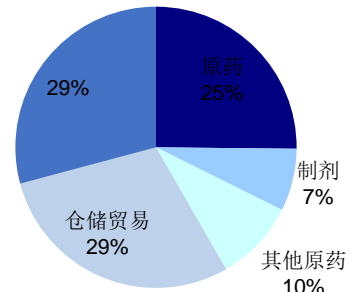
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,772	3,974	5,841	7,033	8,335
现金及等价物	702	929	993	1,481	2,057
应收款项	751	1,867	2,572	2,866	3,149
存货净额	1,224	1,096	2,194	2,604	3,047
其他流动资产	95	81	81	81	81
长期投资	85	209	209	209	209
固定资产	2,648	2,628	2,485	2,343	2,200
无形资产及其他资产	667	648	648	648	648
资产总计	6,172	7,459	9,182	10,231	11,391
流动负债	2,353	2,725	3,998	4,493	5,027
短期借款	914	1,132	1,085	1,085	1,085
应付款项	1,221	1,327	2,647	3,142	3,676
其它流动负债	5	0	0	0	0
非流动负债	205	880	907	934	962
负债合计	2,557	3,605	4,905	5,427	5,989
股本	397	1,507	1,507	1,507	1,507
资本公积	1,910	962	962	962	962
盈余公积	109	128	174	232	297
未分配利润	732	848	1,232	1,710	2,251
少数股东权益	464	408	402	394	385
股东权益	3,615	3,854	4,277	4,804	5,402
负债和股东权益合计	6,172	7,459	9,182	10,231	11,391

资料来源：申万宏源研究

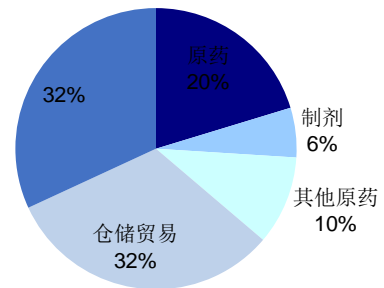
### 关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
草铵膦价 格/万元	-	14.60	12.40	11.70
制剂销量/ 万吨	-	3.60	4.30	4.70
仓储贸易 收入增速	-	1.88	0.18	0.22

### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流

合并现金流量表

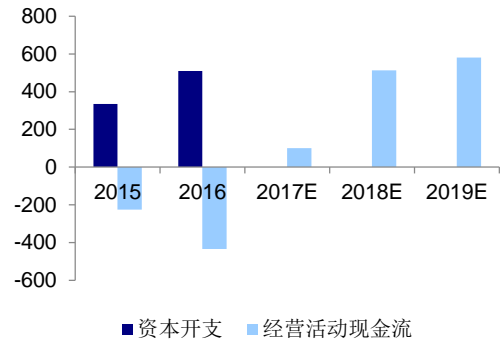
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	163	169	424	527	598
加：折旧摊销减值	216	238	139	143	143
财务费用	58	63	81	73	62
非经营损失	-19	-55	-65	-20	-30
营运资本变动	-655	-857	-480	-209	-192
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	-225	-435	100	513	581
资本开支	334	510	0	0	0
其它投资现金流	-10	-127	65	20	30
投资活动现金流	-474	-888	65	20	30
吸收投资	988	9	0	0	0
负债净变化	-186	483	-19	27	27
支付股利、利息	112	94	81	73	62
其它融资现金流	122	-31	0	0	0
融资活动现金流	812	1,212	-100	-45	-34
净现金流	116	-106	64	488	576

资料来源：申万宏源研究

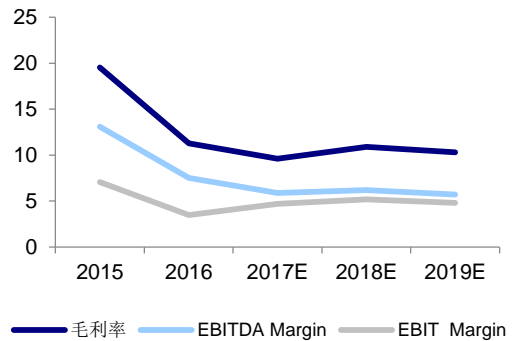
重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.12	0.29	0.35	0.40
每股经营现金流	-0.15	-0.29	0.07	0.34	0.39
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.09	2.29	2.57	2.93	3.33
关键运营指标(%)					
ROIC	4.5	3.3	9.6	11.4	12.0
ROE	5.5	5.1	11.1	12.1	12.1
毛利率	19.5	11.3	9.6	10.9	10.3
EBITDA Margin	13.1	7.5	5.9	6.2	5.7
EBIT Margin	7.1	3.5	4.7	5.2	4.8
收入同比增长	37.2	75.2	95.8	20.4	16.3
净利润同比增长	-14.1	0.9	146.8	24.3	13.4
资产负债率	41.4	48.3	53.4	53.0	52.6
净资产周转率	1.06	1.69	2.95	3.12	3.19
总资产周转率	0.54	0.78	1.25	1.35	1.41
有效税率	24.6	20.5	20.5	20.5	20.5
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	47.2	46.8	18.9	15.2	13.4
P/B	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/Sale	2.7	1.6	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	20.6	21.8	13.8	10.4	9.2

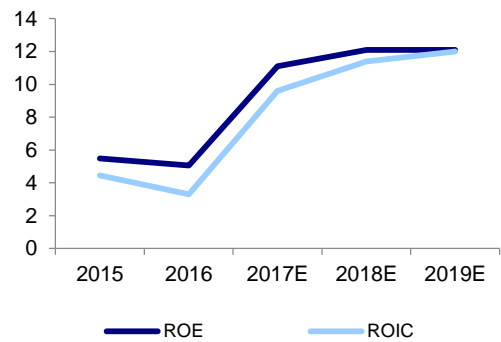
资料来源：申万宏源研究



经营利润率(%)

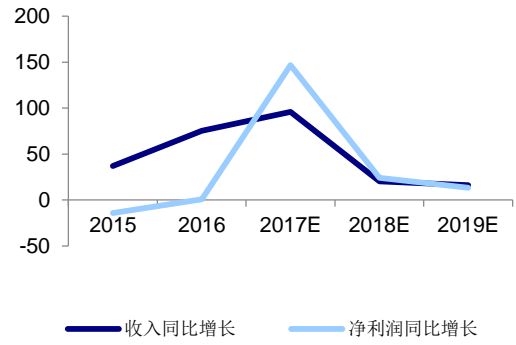


投资回报率趋势(%)

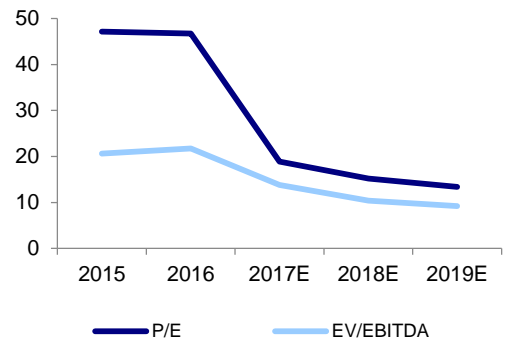


收入与利润增长趋势(%)





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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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。