

扬农化工(600486)

草甘膦提升短期业绩，新项目奠定长期增长

强烈推荐(维持)

现价：30.43 元

主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.yngf.com
大股东/持股	扬农化工/36.17%
实际控制人/持股	扬州市国资委/0%
总股本(百万股)	172
流通 A 股(百万股)	172
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	52.34
流通 A 股市值(亿元)	52.34
每股净资产(元)	11.39
资产负债率(%)	36.5

行情走势图



证券分析师

鄢祝兵
投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

陈建文
投资咨询资格编号
S1060210020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

研究助理

郭敏
一般从业资格编号
S1060112070096
0755-22626270
guomin465@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ **公司为国内菊酯、草甘膦、麦草畏龙头企业。**公司主营杀虫剂、除草剂及精细化工产品的研发、生产及销售，是我国主要农药出口企业之一。其中，国内卫生杀虫剂市场占有率达 70%，全球销量排名第二，草甘膦、麦草畏产能位居全国前列。公司注重产品研发创新，目前已自行研发新产品 58 个，承担省级以上科技项目 13 项。目前公司已取得专利授权 37 项，其中国外专利 2 项，另申请专利 106 项，科技的不断创新支撑公司持续发展。

■ **草甘膦持续景气，大幅提升业绩。**在环保政策趋严致部分企业开工不足和转基因作物需求持续旺盛的背景下，目前很多草甘膦企业订单已排到 6 月份，供需紧俏使价格不断上扬，目前已有部分企业报价 4 万元/吨。公司具有采用 IDA 生产工艺草甘膦产能 3 万吨，IDA 清洁工艺生产线在愈严环保政策下竞争优势愈明显，草甘膦价格每上升 1000 元/吨，增厚公司业绩 0.13 元/股。

■ **麦草畏市场供不应求，公司新产能投放正当时。**麦草畏为低毒环保型农药符合市场发展趋势，在不考虑转基因作物推广影响下，全球每年麦草畏原药总需求量在 1.9 万吨左右；若考虑耐麦草畏转基因作物影响，麦草畏需求量将达 4 万吨。目前全球有效产能仅 1.8 万吨左右，市场处于供不应求的局面，麦草畏售价已上升至 14 万元/吨。公司现有麦草畏产能为 1000 吨/年，2012 年麦草畏超负荷生产，年产量约 1300 吨，如东 5000 吨/年新项目计划 2014 年投产，公司麦草畏工艺成熟，且已申请专利保护，最为受益麦草畏景气提升。

■ **菊酯业务保持稳定，如东项目奠定长期增长。**公司菊酯类业务盈利保持稳定。2014~2015 年如东项目 5000 吨/年中间体贲亭酸甲酯及 800 吨/年联苯菊酯、氟啶胺、抗倒酯等项目投产后，业绩长期稳定增长。

■ **盈利预测与投资建议。**2013 年公司将受益草甘膦均价提升，2014~2015 年如东新项目助公司业绩长期增长。公司技术优势明显，发展思路清晰，业绩增长确定，我们预计公司 2013~2015 年 EPS 分别为 2.18 元、2.65 元、3.16 元，目前最新收盘价对应于 2013~2015 年动态 PE 分别为 13.9、11.4、9.6 倍左右，我们维持公司“强烈推荐”投资评级。

■ **风险提示。**环保政策低于预期致草甘膦价格回落，新项目进展低于预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,843	2,219	2,463	2,902	3,344
YoY(%)	17.6	20.4	10.9	17.8	15.2
净利润(百万元)	154	194	389	472	563
YoY(%)	14.7	26.3	100	21.3	19.2
毛利率(%)	16.5	17.9	24.7	25.0	25.3
净利率(%)	8.3	4.5	8.7	15.3	15.7
ROE(%)	8.6	9.9	16.1	17.3	18.1
EPS(摊薄/元)	0.89	1.13	2.18	2.65	3.16
P/E(倍)	31.0	24.6	13.9	11.4	9.6
P/B(倍)	2.7	2.4	1.78	1.57	1.38

正文目录

一、公司为经营稳健的优质农药企业	5
1.1、公司主营业务稳步发展	5
1.2 引进中化国际战略合作，强化出口优势	7
1.3 财务状况稳健，现金流充沛	7
1.4 技术领先+产业链配套完整+如东新项目，保障公司长期发展	8
二、草甘膦均价提升，公司除草剂盈利大增	9
2.1 预计 2013~2015 年全球草甘膦需求量增速在 8~10%	9
2.2 中国是草甘膦出口大国，但生产工艺落后	9
2.3 环保政策趋严致生产企业成本提高	10
2.4 受益草甘膦均价提升，公司草甘膦业绩大幅增加	11
三、麦草畏供不应求，公司新增产能盈利前景良好	13
3.1 麦草畏为低毒环保型农药	13
3.2 耐麦草畏转基因作物助推麦草畏原药市场爆发增长	13
3.3 依托领先的工艺扩大产能，公司麦草畏盈利快速增长	15
四、菊酯业务企稳回升，如东项目如虎添翼	16
4.1 我国拟除虫菊酯类杀虫剂占比有待提升	16
.2 我国非农用市场农药需求潜力巨大	17
4.3 2013 年公司公用卫生菊酯销售额有望恢复增长	17
4.3 公司农用菊酯发展较为稳定	19
4.4 2014~2015 年如东项目顺利投产后，公司迎新一轮长期增长	19
五、盈利预测与投资建议	20
六、风险提示	21

图表目录

图表 1	公司的主营产品.....	5
图表 2	公司的产品产能分布	5
图表 3	公司产品收入分布（亿元）	6
图表 4	公司产品利润分布（亿元）	6
图表 5	2012 年公司除草剂毛利率大幅提升	6
图表 6	2012 年公司综合销售毛利率提升	6
图表 7	2012 年公司境外收入占比提升	6
图表 8	2012 年境外利润占比提升	6
图表 9	公司股权结构	7
图表 10	公司三项管理费用控制稳健.....	7
图表 11	折旧绝对额和相对额趋势将逐步下降	7
图表 12	公司在手现金充裕	8
图表 13	2012 年公司的申请专利情况	8
图表 14	全球转基因作物占比不断提高	9
图表 15	2013~2015 年全球草甘膦需求量增速在 8~10%左右	9
图表 16	全球草甘膦供给分布.....	9
图表 17	2011 年我国草甘膦出口区域分布	9
图表 18	草甘膦生产工艺比较.....	10
图表 19	我国 IDA 法草甘膦产量及占比	10
图表 20	我国主要草甘膦生产企业工艺统计	10
图表 21	环保政策对农药门槛要求越来越高	11
图表 22	甘氨酸法草甘膦生产成本	11
图表 23	IDA 草甘膦法生产成本	11
图表 24	公司在国内草甘膦生产企业中规模排名靠前	12
图表 25	2012 年除草剂占公司利润占比提升	12
图表 26	公司 2012 年除草剂毛利率快速提升	12
图表 27	草甘膦价格一路上扬（美元/吨）	13
图表 28	公司受益草甘膦价差不断扩大（元/吨）	13
图表 29	麦草畏为低毒、环保的农药品种	13
图表 30	麦草畏广泛应用于玉米种植上	14
图表 31	全球玉米种植面积趋势看涨（千公顷）	14
图表 32	耐麦草畏转基因作物最新进展	14
图表 33	2013~2017 年全球转基因作物种植面积增 8%.....	15
图表 34	预计 2014 年麦草畏原药需求快速增长.....	15
图表 35	目前全球麦草畏产能仅 2 万吨.....	15
图表 36	麦草畏价格不断上扬（万元/吨）	15
图表 37	2012 年公司麦草畏申请专利情况.....	16
图表 38	扬农化工麦草畏的生产工艺.....	16
图表 39	公司麦草畏销售情况.....	16
图表 40	菊酯类农药的主要品种.....	16
图表 41	我国拟除虫菊酯杀虫剂占比有待提高	17
图表 42	菊酯杀虫剂在公共卫生领域将有广阔空间	17

图表 43	全球非农用农药的销售额年均增速 5.5%.....	17
图表 44	我国非农用农药人均支出远低于平均水平（美元/人）.....	17
图表 45	扬农化工卫生用菊酯生产工艺流程.....	18
图表 46	国内市场主流灭蚊菊酯产品对比.....	18
图表 47	公司卫生菊酯产品结构.....	18
图表 48	预计未来公司卫生用菊酯收入企稳回升.....	18
图表 49	扬农化工农用菊酯生产工艺流程.....	19
图表 50	我国茶园面积不断扩大.....	19
图表 51	预计未来公司农用菊酯收入稳定增长.....	19
图表 52	公司主要产品未来三年盈利预测假设.....	20

一、公司为经营稳健的优质农药企业

1.1、公司主营业务稳步发展

公司主营杀虫剂、除草剂及精细化工产品的研发、生产和销售，是全国唯一以拟除虫菊酯仿生农药为主导产品的上市公司，其中国内卫生杀虫剂市场占有率达 70%，全球销量排名第二，公司产品远销东南亚、欧洲、中东等十多个国家和地区，是我国主要的农药出口企业。

图表1 公司的主营产品

公司主营产品分类	产品代表
卫生原药产品	氯氟醚菊酯、氯烯炔菊酯、生物烯丙菊酯等
卫生制剂产品	0.05% 氟虫氰杀蟑饵剂、0.2% Es-生物丙烯菊酯蚊香、0.05% 四氟醚菊酯蚊香、1% 吡虫啉杀蝇饵剂
农用原药	草甘膦、麦草畏、40% 高效氯氟氰菊酯、联苯菊酯等
农用制剂	4.5% 高效氯氟氰菊酯水乳剂、10% 氟氯菊酯乳油、10% 联苯菊酯乳油等

资料来源：公司公开资料、平安证券研究所

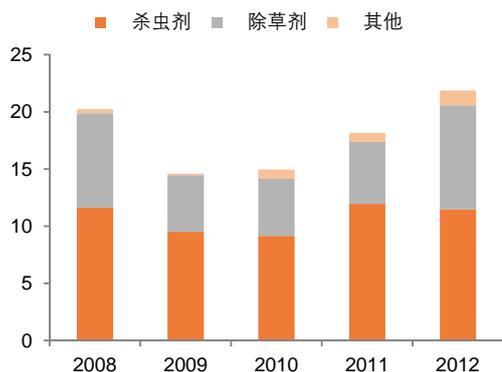
图表2 公司的产品产能分布

	地区	产品与产能状况	未来规划
母公司	扬州本部	3000 吨卫生菊酯等	维持
优士化学 (95%)	东区(200 亩)	4000 吨农用菊酯、1000 吨麦草畏、1 万吨草甘膦(已停)	维持
	西区(青山厂区 500 亩)	3 万吨草甘膦、2000 吨乙腈	维持
优嘉化学 (90%)	如东	农药及中间体、化工产品	建设 5000 吨/年贲亭酸甲酯、800 吨/年联苯菊酯、5000 吨/年麦草畏、600 吨/年氟啶胺及 300 吨/年抗倒酯

资料来源：公司公开资料、平安证券研究所

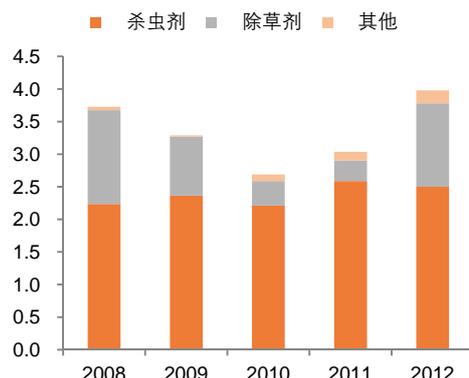
随着环保压力增大、国际草甘膦企业补库存及转基因作物种植面积增加等因素影响，公司 2012 年销售除草剂 2.99 万吨，同比增长 51.03%，草甘膦等产品价格提升导致除草剂毛利率大幅上升，除草剂收入和利润占比分别由 2011 年的 29.44%、10.61% 上升到 2012 年的 40.97%、32.58%。

图表3 公司产品收入分布（亿元）



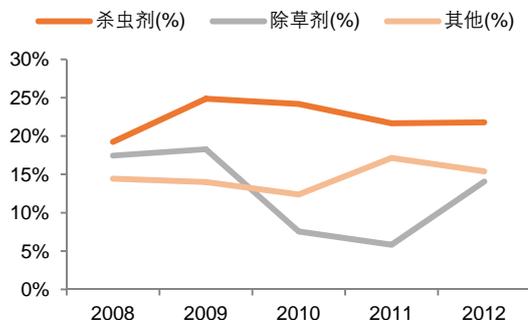
资料来源: wind、平安证券研究所

图表4 公司产品利润分布（亿元）



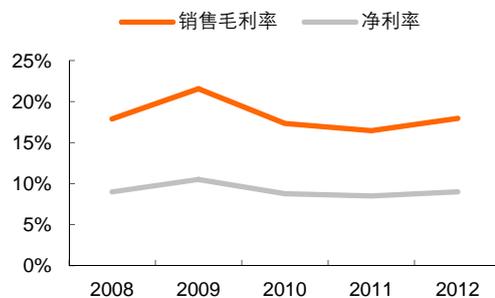
资料来源: wind、平安证券研究所

图表5 2012年公司除草剂毛利率大幅提升



资料来源: wind、平安证券研究所

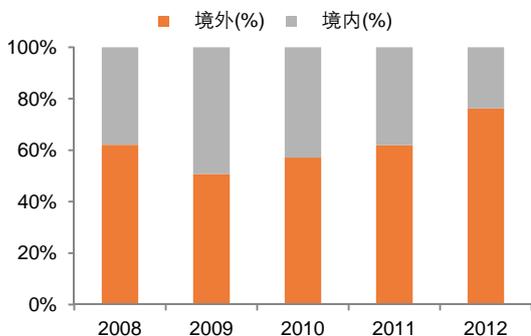
图表6 2012年公司综合销售毛利率提升



资料来源: wind、平安证券研究所

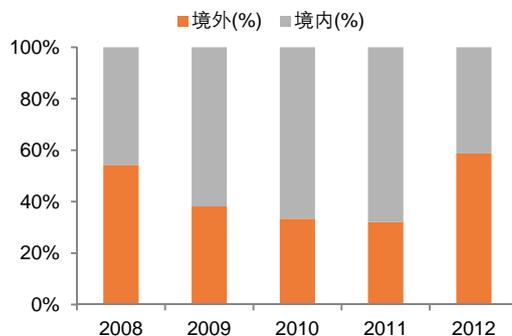
公司不断积极开拓国外产品的销售渠道，目前，公司产品已先后出口到亚洲、欧洲、非洲和美洲多个国家和地区。2012年，公司出口收入增长48.32%达16.67亿元，占总收入的75.13%，占营业利润总额59.58%。

图表7 2012年公司境外收入占比提升



资料来源: wind、平安证券研究所

图表8 2012年境外利润占比提升

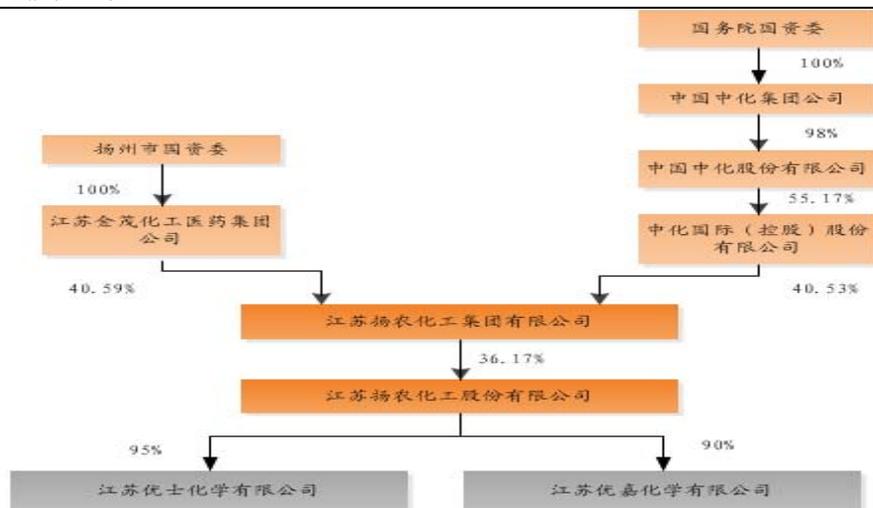


资料来源: wind、平安证券研究所

1.2 引进中化国际战略合作，强化出口优势

公司控股股东为江苏扬农化工集团有限公司，实际控制人为扬州市国资委。扬农化工共两家控股子公司，分别为：江苏优士化学有限公司和江苏优嘉化学有限公司。截至目前，中化国际累计持有扬农集团约 40.53% 股权，中化国际的加入利于公司草甘膦、麦草畏等除草剂的出口，同时中化国际的外贸经验和在东南亚的营销优势可以进一步强化其在同业中竞争力。

图表9 公司股权结构

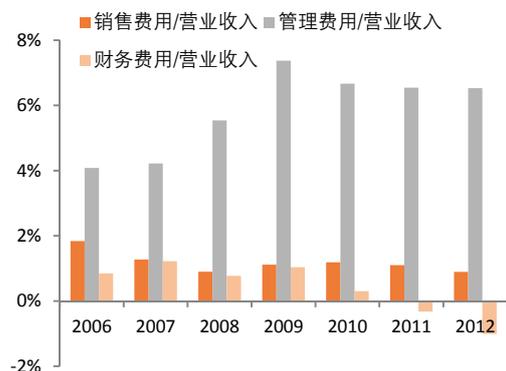


资料来源：公司公开资料、平安证券研究所

1.3 财务状况稳健，现金流充沛

公司销售费用、管理费用和财务费用控制合理，占营业收入费用比重较为稳定，显示公司强有力的管理能力。公司采用高折旧政策，前期计提较为充足，随着原有固定资产折旧逐渐计提完毕，折旧的绝对额和相对额占收入和成本比开始逐渐下降，而公司设备等经常使用年限会大于折旧年限，后期对公司净利润仍有正贡献。

图表10 公司三项管理费用控制稳健



资料来源：wind、平安证券研究所

图表11 折旧绝对额和相对额趋势将逐步下降



资料来源：wind、平安证券研究所

■ 经营现金创造能力强，在手现金充裕

公司具有较强的现金获取能力，即使景气较低的 2009~2011 年中，经营活动产生净现金流也在 2

亿元以上。目前公司资产负债表稳健，在手现金超过 15 亿元，资产负债率在 40% 以下，可为未来可能投资项目提供强大资金支持。

图表12 公司在手现金充裕

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
净利润	189.29	162.3	137.56	156.58	199.78
经营活动净现金流	570.04	255.11	376.92	365.38	445.18
货币资金	513.18	962.08	1041.75	1245.01	1595.64
资产负债率	54%	37%	33%	31%	36%

资料来源：Wind、平安证券研究所

1.4 技术领先+产业链配套完整+如东新项目，保障公司长期发展

■ 自主研发优势奠定公司行业地位

公司是国内仿生农药行业规模最大的企业，拟除虫菊酯农药的产量和营业收入一直名列全国拟除虫菊酯类农药行业第一，是国际上唯一在卫生和农用两大领域同时具有竞争优势的企业。公司先后攻克多项菊酯关键技术，自行研发新产品 58 个，其中创制品种 4 个，国家重点新产品 9 项，江苏省高新技术产品 11 项，获得市级以上科技进步奖 12 项，主导或参与制定国家标准 4 项，承担省级以上科技项目 13 项。目前公司已取得专利授权 37 项，其中国外专利 2 项，另申请专利 106 项。

图表13 2012年公司的申请专利情况

专利申请时间	专利名称	专利号
2012/3/21	聚醚胺系列产品的制备方法	CN201110259396
2012/4/18	含烯烃杂质的环氧氯丙烷的提纯方法	CN201110319618.0
2012/5/9	一种用环己烯合成环己烯酮的方法	CN201110434551.5
2012/6/20	一种对氨基苯酚重氮化水解法制备对苯二酚的后处理方法	CN201110319608
2012/6/20	由环己烯合成 1,2-环己二醇的方法	CN201110319616.1
2012/8/8	一种合成 HDI 的方法	CN201210083041.2
2012/10/17	一种制备对苯二酚的连续化工艺方法	CN201210216776.8
2012/10/24	对苯二酚的一种水解工艺	CN201210249891
2012/10/25	一种环己酮氧化制备己二酸	CN201210261319.0
2012/10/24	一种连续化制备敌草隆的工业化生产方法	CN201210249893.4
2012/10/31	一种制备 2-氯-5-甲基吡啶的工业化生产方法	CN201210238003.X
2012/11/26	一种除草剂麦草畏的合成工艺	CN201210486647.0
2012/11/26	一种麦草畏合成中间体的清洁生产工	CN201210486961.9
2012/11/19	一种含麦草畏的复配除草组合物及其	CN201210470662.6
2012/11/19	一种含麦草畏和炔草酯的除草组合物及其	CN201210470663.0

资料来源：平安证券研究所

■ 产业链配套完整带来成本优势

公司是目前国内唯一一家从基础化工原料开始，合成中间体并生产拟除虫菊酯原药的生产企业。公司生产菊酯产品的关键中间体均自成体系、配套完善，资源得到充分利用，与国内同行业企业普遍依靠进口中间体用于生产菊酯原药相比，成本优势明显。

■ 如东项目建设将成为公司 2014-2015 最主要增长来源

2012 年底，公司控股子公司江苏优嘉化学计划投资 6.14 亿元，在如东县建设 5000 吨/年贲亭酸甲酯、800 吨/年联苯菊酯、5000 吨/年麦草畏、600 吨/年氟啶胺及 300 吨/年抗倒酯五个项目，建设期

为一年。如东项目将成为公司 2014~2015 年最主要增长来源。

二、草甘膦均价提升，公司除草剂盈利大增

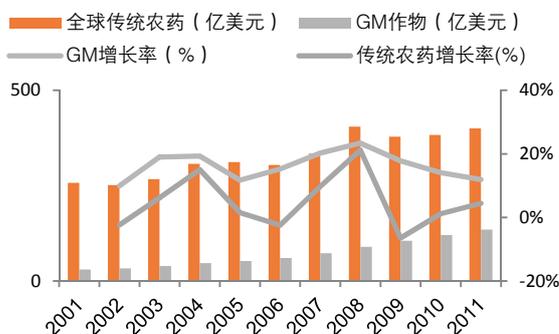
2.1 预计 2013~2015 年全球草甘膦需求量增速在 8~10%

草甘膦 (Glyphosate) 是一种高效、低毒、广谱灭生性除草剂，具有内吸传导作用，通过溶解杂草的叶直径表面蜡质层，药效迅速进入植物传导系统产生作用，使杂草枯竭死亡。由于草甘膦具有优异的除草性能，自 1971 年被美国孟山都 (Monsanto) 首先研制出来之后，在市场上得到迅速推广。

■ 转基因作物面积的扩大，将带动草甘膦需求量快速增长

草甘膦用量与转基因作物种植面积增速保持同步，据我国农药统计局公布数据，2006~2011 年每百万公顷转基因作物对应草甘膦的表观消费量，基本维持在 40 吨/百万公顷。随着发展中国家转基因作物的迅速发展，2007~2011 年全球转基因作物种植面积年均增速为 9.5%，以及随着粮食安全问题的严峻性加剧，预计 2013~2015 年全球草甘膦表观消费量增速为 8~10%。

图表14 全球转基因作物占比不断提高



资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

图表15 2013~2015年全球草甘膦需求量增速在 8~10%左右

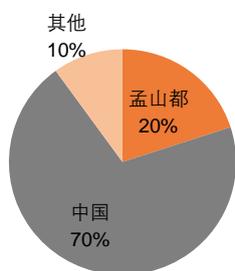


资料来源: Agranova、平安证券研究所

2.2 中国是草甘膦出口大国，但生产工艺落后

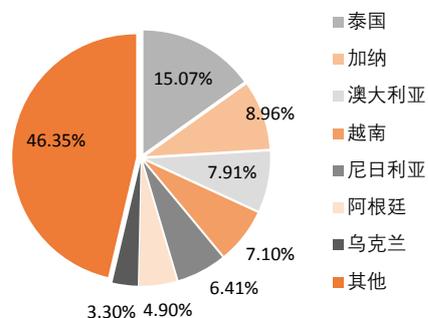
孟山都和中国贡献了全球 90%以上的草甘膦产量，其中，2012 年我国开机产能约为 52.5 万吨，占全球产能的 70%左右，而国内年消费量约为 5-6 万吨左右，产量的 85%都是靠出口。

图表16 全球草甘膦供给分布



资料来源: 百川资讯、平安证券研究所

图表17 2011年我国草甘膦出口区域分布



资料来源: 世界农药网、平安证券研究所

■ 目前我国主流草甘膦生产工艺落后

国际上，以孟山都为代表的跨国公司均采用 IDA 工艺；而我国草甘膦的合成路线分为甘氨酸路线和二乙醇胺-IDA 路线。目前，我国草甘膦生产工艺中甘氨酸法占主导位置，但该方法路线弱点非常明显，例如工艺路线长导致收率不高、产品含杂质高提纯步骤多、副产物和三废多导致环保压力大等；目前只有少数企业采用 IDA 法主要是受技术和原料限制，但随着技术逐渐突破和环保要求日益严格，一些不符合环保要求的产能将逐渐被淘汰，IDA 法将逐渐成为主流。

图表18 草甘膦生产工艺比较

工艺路线	优点	劣势	现状	国内发展趋势	代表公司
二乙醇胺	国内在脱氢、氧化等关键环节技术突破，中间副产物少，环保压力小	二乙醇胺进口量较大，设备投资高	国内 IDA 工艺占总量的 30%左右	在环保日益趋严的情况下，该工艺将逐步替代其他方法	扬农化工
氯乙酸甘氨酸法	技术成熟，投资低	产品杂质多，三废高，环保压力大	国内主流工艺，占总量的 70%左右	小企业成本高、环保压力大。技术进步和成本降低小，有被新工艺替代的趋势	新安股份

资料来源：平安证券研究所

图表19 我国IDA法草甘膦产量及占比



资料来源：中国农药工业协会、平安证券研究所

图表20 我国主要草甘膦生产企业工艺统计

企业名称	产能 (吨/年)	
	甘氨酸法	IDA法
浙江金帆达	100,000	
浙江新安 (含镇江)	80,000	
乐山福华	70,000	
南通江山	30,000	40,000
扬农化工		30,000
合计	280,000	70,000

资料来源：百川资讯、安证券研究所

2.3 环保政策趋严致生产企业成本提高

目前我国政府不断提高环保要求促使市场份额向优势企业集中，加大了对中小型污染严重企业的整治力度，国内草甘膦水剂剂型主要分为 10%、30%和 41%，但是由于 10%剂型环境污染严重已于 2012 年 1 月 1 日之后，全面退出市场。现生产企业需要采用分离技术对母液进行处理，平均成本在 2000~3000 元/吨，生产企业的环保成本加大，加之 2009~2011 年草甘膦经历持续低迷不少中小企业设备处理早已关停，再进行回复生产可能性较小。

2013 年继两会之后，农业部下发了关于开展 2013 年农药市场调查的通知，在 3、5、7、9 月针对毒死蜱、菌清、草甘膦等 66 个农药品种的原药(或母药)和制剂开展重点调查；受此影响，部分环境污染严重地区企业开工受限；环保政策收紧，使企业处理废液成本增加，故而刺激草甘膦价格上涨。

图表21 环保政策对农药门槛要求越来越高

时间	国家农药政策
2007	全面停止甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷和磷铵五种高毒有机磷农药
2007	《关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》，积极发展低毒高效农药。
2010	公布了第五批也即最后一批高毒农药替代的品种及配套使用技术。
2010	《农药产业政策》明确农药工业今后十年在总量控制、产业布局、工艺技术等方面发展目标
2011	《“十二五”农药工业发展专项规划》，推动农药原药生产进一步集中，推进产品结构调整
2011	《高毒农药淘汰和禁用工作方案》，决定对 22 种高毒农药实施淘汰和禁用工作，其中苯线磷等 10 种高毒农药自 2011 年 10 月 31 日起停止生产，2013 年 10 月 31 日起，停止销售和使用，另外 12 种高毒农药也将逐步进行淘汰
2012	为保护农业生产和生态环境安全，草甘膦混配水剂草甘膦含量做了规定，10%的水剂退出市场
2012	停止核准百草枯新增母药生产、制剂加工厂点，停止受理母药和水剂申请，登记和生产许可。自 2014 年 7 月 1 日起，撤销百草枯水剂登记和生产许可、停止生产，保留母药生产企业水剂出口境外使用登记、允许专供出口生产，2016 年 7 月 1 日停止水剂在国内销售和使用。
2012	农业部发布第 1744 号公告限制低于 30%草甘膦混配水剂，针对草甘膦含量低于 30%的草甘膦混配水剂作了出明确规定确定。
2013	农业部在 2 月份发布《2013 年种植业工作要点》，要点强调加强农药监管，推动落实低毒低残留农药补贴政策。

资料来源：中国农药网、平安证券研究所

图表22 甘氨酸法草甘膦生产成本

原料	单耗	单价 (元/吨)	成本(元)
甘氨酸	0.55	10400	5720
黄磷	0.3	18200	5460
多聚甲醛	0.485	6200	3007
液碱(50%)	2	890	1780
辅料及其他			6000
环保处理费用			2300
合计			25967

资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表23 IDA草甘膦法生产成本

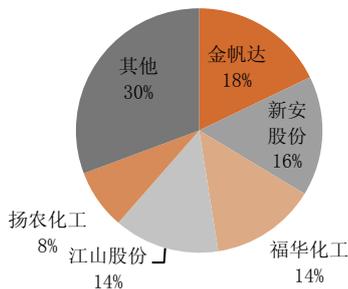
原料	单耗	单价 (元/吨)	成本(元)
二乙醇胺	0.9	12600	11340
离子膜碱(50%)	0.4	1165	466
三氯化磷	1.8	5800	10440
盐酸	0.85	450	382.5
甲醛	0.36	1275	459
其他			1000
环保处理费用			2000
合计			260875

资料来源：百川资讯、平安证券研究所

2.4 受益草甘膦均价提升，公司草甘膦业绩大幅增加

公司是我国草甘膦生产企业选用IDA工艺最大产能的企业，现有3万吨/年草甘膦生产能力，在国内草甘膦企业中位居前六位。该工艺生产工艺和杂质含量可控、更环保、低污染，产品质量已达到美国登记标准，在环保趋严的背景下，该工艺生产优势将更加明显。

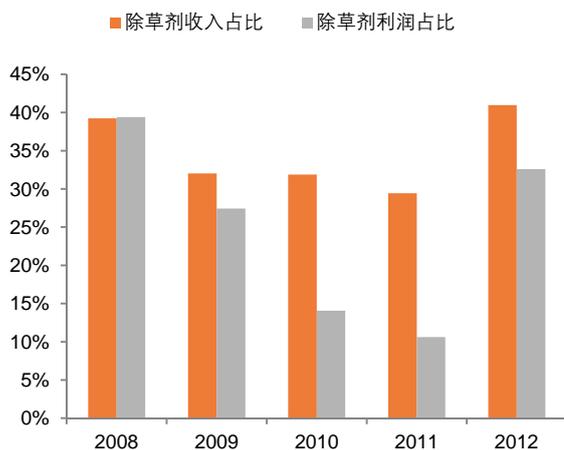
图表24 公司在国内草甘膦生产企业中规模排名靠前



资料来源：平安证券研究所

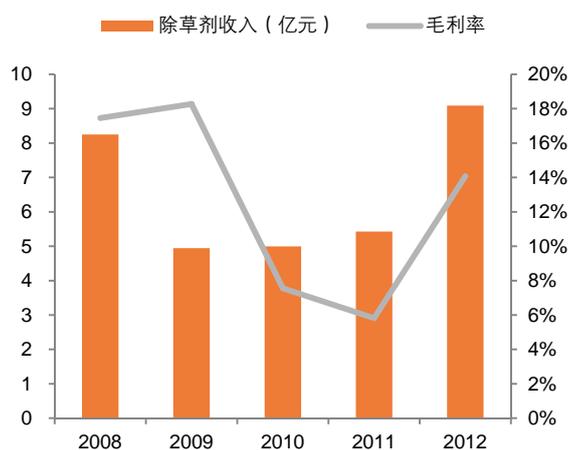
2012年受10%水剂退出、持续的去产能影响供给导致草甘膦价格持续上扬，2012年公司以草甘膦为主的除草剂业务营业利润回升，由2011年3156万元提升至2012年1.27亿元，占公司营业利润占比由2011年的20%迅速提升至32%，同时除草剂的毛利率由2011年5.72%大幅提升至14.07%。

图表25 2012年除草剂占公司利润占比提升



资料来源：平安证券研究所

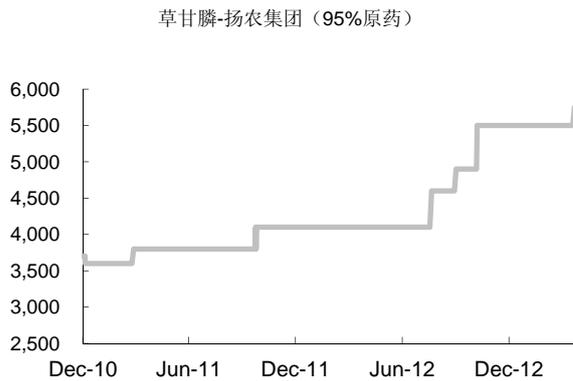
图表26 公司2012年除草剂毛利率快速提升



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

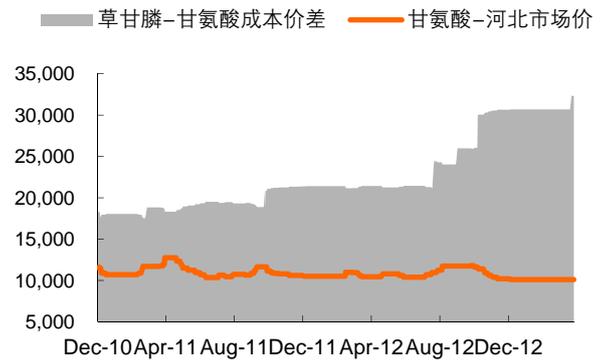
目前，市场报价集中在 3.8~4.0 万元/吨，部分高端报价至 4.1 万元/吨,实际成交价稳定至 3.65-3.75 万元/吨，港口 FOB 主流稳定 5200-5960 美元/吨。IDA 路线工厂主流稳定至 5500-5800 美元/吨，部分工厂报价走高至 6300 美元/吨。2013 年雾霾天下、地下水污染将导致化工环保制定和执行更加严厉，受环保政策趋严，预计草甘膦开工率不会大幅上升，2013 年草甘膦价格维持高位，草甘膦价格每上升 1000 元/吨，增厚公司 EPS 为 0.13 元。

图表27 草甘膦价格一路上扬（美元/吨）



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表28 公司受益草甘膦价差不断扩大（元/吨）



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

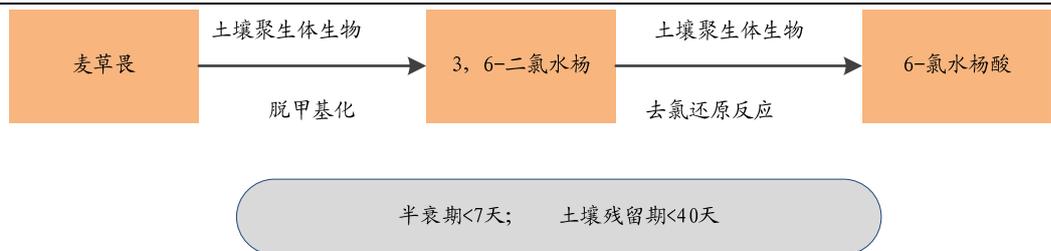
三、麦草畏供不应求，公司新增产能盈利前景良好

3.1 麦草畏为低毒环保型农药

麦草畏又名麦草威、百草敌 (Banval)，化学成分为 3,6-二氯-2-甲氧基苯甲酸。属安息香酸系除草剂，是一种高效内吸传导型的旱地选择性除草剂，主要用在玉米、小麦等作物领域。麦草畏是一种药效好、用量少、成本低、对环境影响小的优良除草剂。

由于麦草畏在土壤中能经微生物较快的分解而失效，故对环境无影响，更不会影响到下茬作物，属于低毒高效的环保型农药：麦草畏的半衰期小于 7 天，40 天后即可完全消失。根据对施用麦草畏制剂后的小麦残留的分析表明，收获期的小麦子实、麦田土壤和麦秆均无麦草畏残留。

图表29 麦草畏为低毒、环保的农药品种



资料来源：平安证券研究所

3.2 耐麦草畏转基因作物助推麦草畏原药市场爆发增长

■ 竞争产品禁用、种植面积增加推动麦草畏原药需求增长

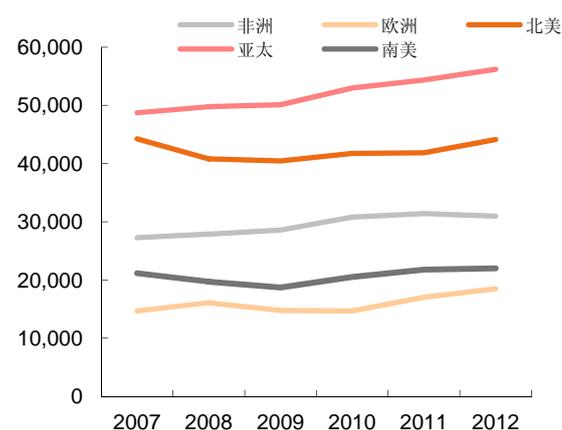
受甲磺隆等其他除草剂产品挤压因素影响，麦草畏单剂在国内市场认可度较低。近年来，随着氯磺隆和甲磺隆制剂的禁用和限制，国内麦草畏需求增长的迹象明显。目前我国麦草畏产品以出口为主，国际市场在不考虑转基因作物推广影响，目前全球每年麦草畏原药总需求量在 1.7 万吨左右。

图表30 麦草畏广泛应用于玉米种植上

序号	玉米主要用到的应用除草剂	前 10 位国家
1	草甘膦	美国
2	甲基磺草酮	巴西
3	乙草胺	法国
4	精异丙甲草胺	中国
5	莠去津	德国
6	草铵膦	意大利
7	异噁唑草酮	加拿大
8	二甲吩草胺	匈牙利
9	麦草畏	阿根廷
10	烟酰胺隆	墨西哥

资料来源：世界农药网、平安证券研究所

图表31 全球玉米种植面积趋势看涨（千公顷）



资料来源：bloomberg、平安证券研究所

■ 转基因作物的发展带来新需求爆发

由于草甘膦大面积长期使用带来的抗药性越来越明显，而麦草畏能对超过95种一年生杂草进行有效控制，并能抑制100多种多年生阔叶杂草和木质杂草物种(包括耐草甘膦的紫色苋菜、水蓼麻、问荆、牵牛花、三裂叶豚草等)。近年来国际农药公司开始培育新的耐麦草畏转基因作物品种，且抗草甘膦+麦草畏叠加性状的转基因作物成为目前相对主流的技术路线。2012年11月，孟山都公司耐麦草畏大豆获加拿大登记批准，这是生物技术行业推出的第一个同时具有耐草甘膦和麦草畏性状的转基因作物品种。随着抗麦草畏转基因作物系列产品的推出，有望带来麦草畏原药需求爆发增长。

图表32耐麦草畏转基因作物最新进展

时间	公司	事件
2012.3	孟山都	孟山都将其转基因耐麦草畏大豆商标定为 Roundup Ready 2 Xtend，新品种将兼具耐麦草畏和草甘膦性状
2012.4	巴斯夫、孟山都	巴斯夫与孟山都合作开发的低挥发性麦草畏剂型(商品名 Engenia)已申请美国登记，预计 2014 年获得等级
2012.11	孟山都	孟山都耐麦草畏大豆 Roundup Ready 2 Xtend 获加拿大登记批准，计划在 2013 年在美国进行大田试验，2014 年上市
2013.3	孟山都	孟山都将其转基因耐麦草畏棉花商标定为 Bollgard II XtendFlex，兼具抗草甘膦和抗麦草畏特性
2013.4	杜邦、孟山都	杜邦获得孟山都在美国和加拿大地区的大豆技术专利许可。杜邦先锋将在 2015 年推出 Roundup Ready 2 Xtend 耐草甘膦和耐麦草畏大豆
未来计划	孟山都	将开发耐麦草畏玉米、油菜等作物

资料来源：世界农药网、平安证券研究所

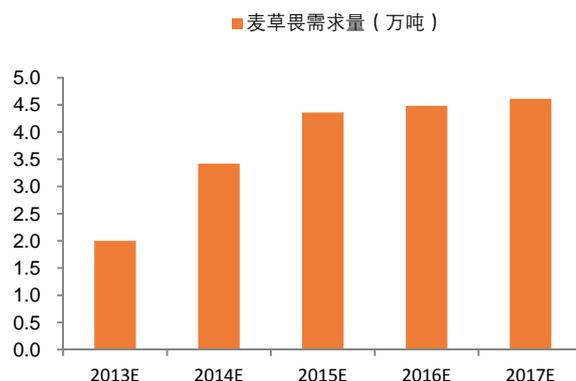
麦草畏通常与其他农药搭配使用，制成的麦草畏混剂不仅能增加防效、扩大杀草谱，还可以减少麦草畏用量，提高对作物安全性。仅以麦草畏与草甘膦的复配混剂进行保守估计：耐麦草畏转基因作物推广后，保守假设5年后30%的抗草甘膦转基因作物转为抗草甘膦+麦草畏叠加形状转基因作物，另外假设草甘膦和麦草畏复配比例为90%：10%，2017年对应麦草畏的新增市场容量约为4.5万吨原药，为现在需求量2倍左右。

图表33 2013~2017年全球转基因作物种植面积增8%



资料来源: bloomberg、平安证券研究所

图表34 预计2014年麦草畏原药需求快速增长



资料来源: 平安证券研究所

■ 麦草畏供应偏紧, 价格持续上扬

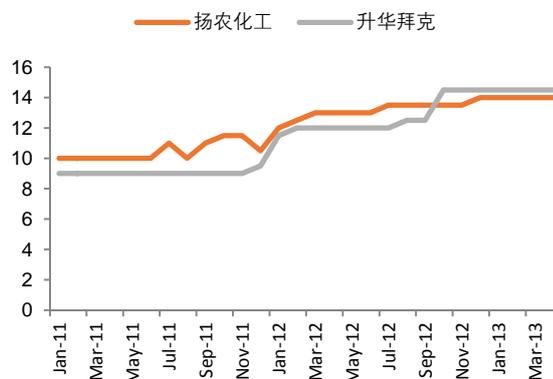
麦草畏生产存在较高的技术壁垒, 目前只有巴斯夫、先正达、扬农化工和升华拜克等少数公司在生产。目前麦草畏产品已超复合生产, 供货仍然紧张, 货源紧张导致麦草畏价格一直上扬, 目前市场价为14万元/吨, 预计未来价格维持高位。

图表35 目前全球麦草畏产能仅2万吨

	企业	产能 (万吨)	备注
国内主要产能	升华拜克	0.2	
	扬农化工	0.1	另 0.5 万吨项目报批中
	长青股份	0.2	预计 2013 年上半年投产
国际主要产能	巴斯夫	0.5	
	先正达	0.2	
	其他	0.8	
	合计	2	

资料来源: 百川资讯、平安证券研究所

图表36 麦草畏价格不断上扬 (万元/吨)



资料来源: 百川资讯、平安证券研究所

3.3 依托领先的工艺扩大产能, 公司麦草畏盈利快速增长

公司麦草畏生产工艺主要以1,2,4-三氯苯为原料, 经水解、分步结晶、羧酸化、O-烷基化制得, 该工艺产品麦草畏原药含量达98%, 该生产工艺为全球领先技术。

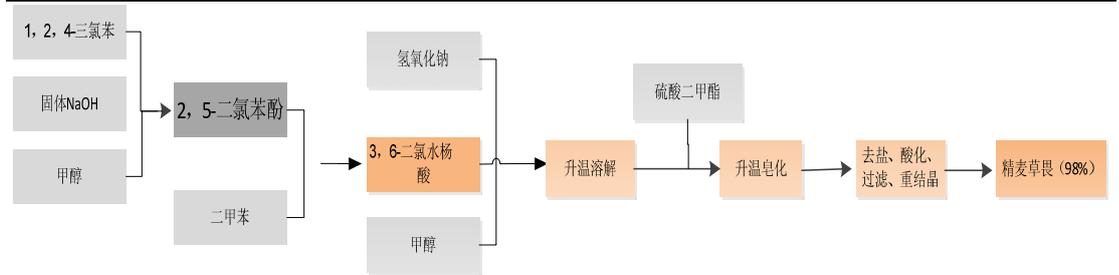
公司现有麦草畏产能为1000吨/年, 目前处于超负荷生产, 未来如东5000吨/年的麦草畏项目投产后将大幅缓解目前产能瓶颈。对照《江苏省产业结构调整指导目录》, 麦草畏项目属于鼓励类中的“化工类4. 高效、低毒、安全新品种农药及中间体开发生产”类别。

图表37 2012年公司麦草畏申请专利情况

2012/11/26	一种除草剂麦草畏的合成工艺	CN201210486647.0
2012/11/26	一种麦草畏合成中间体的清洁生产工艺	CN201210486961.9
2012/11/19	一种含麦草畏的复配除草组合物及其应用	CN201210470662.6
2012/11/19	一种含麦草畏和炔草酯的除草组合物及其应用	CN201210470663.0

资料来源：平安证券研究所

图表38 扬农化工麦草畏的生产工艺



资料来源：平安证券研究所

图表39 公司麦草畏销售情况

麦草畏	2008	2009	2010	2011	2012E
营业收入（百万人民币）	43	43	57	100	162
销售量（吨）	400	400	700	1300	1300
价格（元/吨）	85470	85470	81197	76923	106837
价格（含税，元/吨）	100000	100000	95000	90000	125000

资料来源：平安证券研究所

四、菊酯业务企稳回升，如东项目如虎添翼

4.1 我国拟除虫菊酯类杀虫剂占比有待提升

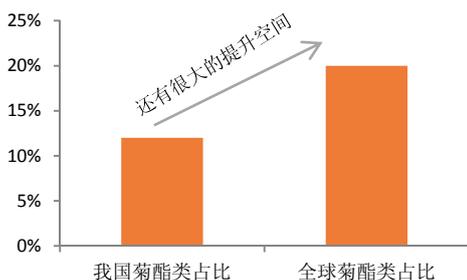
拟除虫菊酯类杀虫剂是仿效天然除虫菊化学结构的合成农药。由于其杀虫谱广、药效高，对哺乳类动物毒性一般较低(对水生动物毒性较大)，环境中残留时间较短，被国际列入高毒农药替代的主要品种，是未来杀虫剂的发展方向。目前已合成的拟除虫菊酯有上千种，但已商品化的数量有限，现我国使用的有20几种。目前，全球菊酯类杀虫剂占杀虫剂总用量的20%，而我国这一比例为12%，因此，我国菊酯类杀虫剂还有很大的发展空间。

图表40 菊酯类农药的主要品种

应用范围	主要品种
一类为农用拟除虫菊酯杀虫剂	氯菊酯、氰菊酯系列、溴氰菊酯、S-氰戊菊酯、甲氰菊酯、高效氯氟氰菊酯、联苯菊酯、氟氯氰菊酯等
另一类为卫生用拟除虫菊酯杀虫剂	拟除虫菊酯类农药除具有杀虫作用外，并兼有杀螨、杀菌和抑制霉菌作用，主要应用于家庭和公共卫生领域

资料来源：中国农科院、平安证券研究所

图表41 我国拟除虫菊酯杀虫剂占比有待提高



资料来源：中国农药工业协会、平安证券研究所

图表42 菊酯杀虫剂在公共卫生领域将有广阔空间

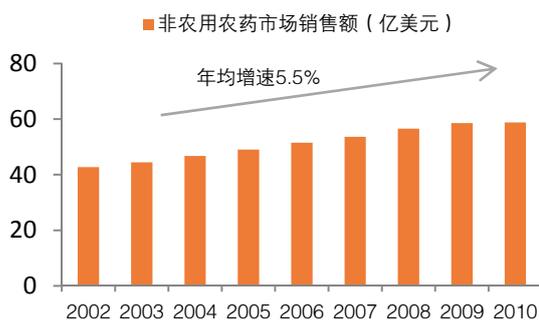


资料来源：Agranova Cropnosis、平安证券研究所

4.2 我国非农用市场农药需求潜力巨大

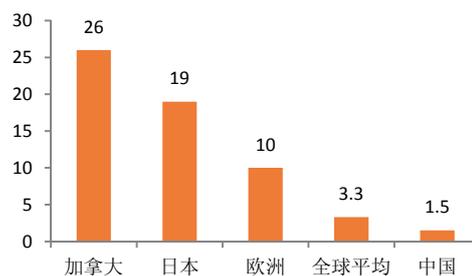
随着生活水平以及教育水平的提高，中国非农用农药行业取得了快速的发展，年均复合增长率超过14%。目前我国登记生产非农用农药和卫生杀虫用品的企业约300家，登记的产品达到2156个，包括家庭驱虫剂、杀鼠剂、公共卫生用品、建筑防蛀剂、木材防腐剂 and 驱避剂等。但按照不同的用途来看和我国非农用药支出水平来看，我国农药非农用市场需求潜力还有很大。

图表43 全球非农用农药的销售额年均增速5.5%



资料来源：世界农药网、平安证券研究所

图表44 我国非农用农药人均支出远低于平均水平 (美元/人)

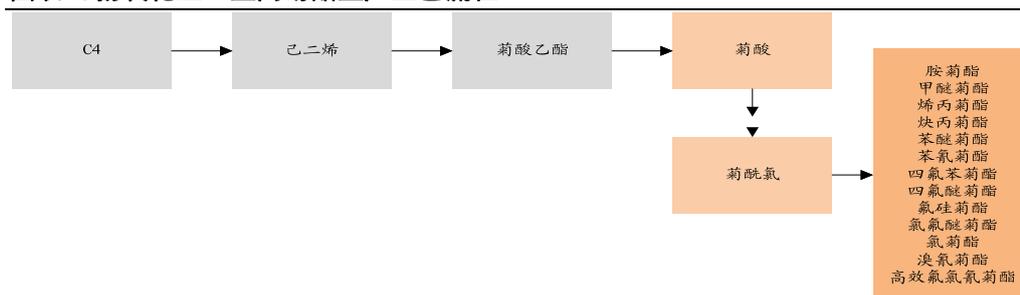


资料来源：世界农药网、平安证券研究所

4.3 2013年公司公用卫生菊酯销售额有望恢复增长

菊酯类原药对人类健康的威胁较小，适合作为家庭、公共卫生领域防虫产品，是用途最为广泛的非农用原药。公司卫生菊酯全球销量排名第二，产能3000吨，国内市场占有率前几年一度高达60~70%；同时也是为数不多的中间体可以自给的公司。

图表45 扬农化工卫生用菊酯生产工艺流程



资料来源：平安证券研究所

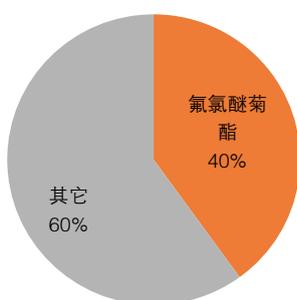
公司卫生菊酯产品的三分之二在国内出售（国内的灭蚊产品市场广阔且仍有小的增长），其它三分之一主要出口至东南亚。2012年，国内家卫行业表现疲软，受卫药市场整体不景气的影响，全年卫生菊酯销售仍有所下降。2013年出现H7N9病毒将使人们不断加强对家庭及公共领域防虫的意识加强，预计2013年公司将继续以专利产品氯氟醚作为破解困境的主要拳头，进一步开展产品的推广应用，全年卫生菊酯销售额有望恢复增长。

图表46 国内市场主流灭蚊菊酯产品对比

产品	概况	价格
富右旋反式烯丙菊酯	又名生物丙烯菊酯，灭蚊产品传统原料	25 万元/吨
四氟甲醚菊酯	日本住友公司 2005 年在中国市场推出	5%的原药价格是：20~25 万元/吨
氯氟醚菊酯	扬农化工专利产品，效果 10 倍于富右旋反式烯丙菊酯	15%的原药价格为：26 万元/吨

资料来源：平安证券研究所

图表47 公司卫生菊酯产品结构



资料来源：平安证券研究所

图表48 预计未来公司卫生用菊酯收入企稳回升

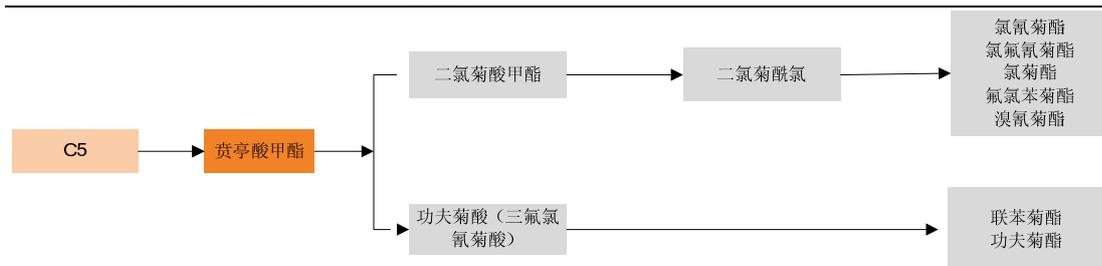


资料来源：wind、平安证券研究所

4.3 公司农用菊酯发展较为稳定

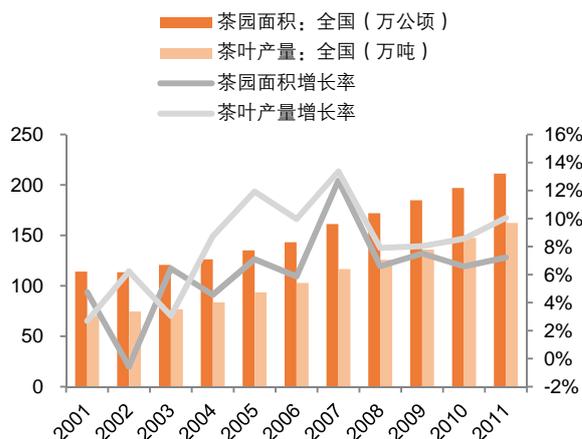
农用菊酯主要用于经济作物，尤其是茶叶种植方面。拟除虫菊酯杀虫活性强，杀虫效力一般比有机磷杀虫剂大 10 倍以上，且速效性好，击倒力强。同时由于用量少、低残留，拟除虫菊酯杀虫剂对环境污染也较轻。2011 年 11 月 9 日，美国环保局发布了除虫菊酯和菊酯杀虫剂的累积风险评估结果，结论是除虫菊酯和菊酯杀虫剂不威胁人类健康，并支持开发新用途及用于虫害防治应用。随着有机磷农药甲胺磷、甲基对硫磷等一批大吨位高毒农药被禁用和淘汰，拟除虫菊酯农药已成为主要的替代产品之一，有广阔市场前景。

图表49 扬农化工农用菊酯生产工艺流程



资料来源：平安证券研究所

图表50 我国茶园面积不断扩大



资料来源：wind、平安证券研究所

图表51 预计未来公司农用菊酯收入稳定增长



资料来源：wind、平安证券研究所

2012 年由于国内农药市场受病虫害发作较轻、国外公司抢占市场、违规产品无序涌入等不利因素影响，公司全年实现农用菊酯销售额 5.32 亿元，同比下滑 1.9%。如东项目投产后，公司农用菊酯中间体产能将进一步扩大并打破生产瓶颈，利于农用菊酯收入规模与毛利率提升。

4.4 2014~2015 年如东项目顺利投产后，公司迎新一轮长期增长

公司在如东地区设立控股公司江苏优嘉化学，计划投资 6.14 亿元建设 5000 吨/年贵亭酸甲酯、800 吨/年联苯菊酯、5000 吨/年麦草畏、600 吨/年氟啶胺及 300 吨/年抗倒酯等五个项目，建设期为一年。如东经济开发区是省政府批准设立的省级开发区，园区内目前已有多家农药公司，设施配套齐全；公司在此建立控股子公司，符合江苏省发展战略部署，未来此子公司有望成为公司新的生产基地。

除联苯菊酯和麦草畏提升现有产能外，贲亭酸甲酯是生产联苯菊酯的关键中间体，氟啶胺和抗倒酯作为新兴杀菌剂和植物生长调节剂，吨售价和毛利率高，盈利前景值得期待，如东新项目为公司2014~2015年最主要增长来源。

五、盈利预测与投资建议

公司2013年增长主要来自于草甘膦均价大幅提升，2014年如东新基地项目陆续投产后，包括麦草畏在内的品种为公司长期增长来源。此外，公司卫生菊酯业务小幅稳定增长，毛利率维持稳定水平。我们盈利预测核心假设如下：

- 1) 卫生菊酯：预计2013~2015年分别实现销量2400吨、2350吨、2300吨，2013~2015年卫生菊酯销售毛利率分别为22.50%、22.50%、22.50%；
- 2) 农用菊酯：预计2013~2015年分别实现销量3800吨、4200吨、4600吨，2013~2015年农用菊酯销售毛利率分别为24.50%、24.50%、24.50%；
- 3) 草甘膦：预计2013~2015年分别实现销量3万吨、3万吨、3万吨，2013~2015年草甘膦销售毛利率分别为30.00%、33.00%、34.00%；
- 4) 麦草畏：预计2013~2015年分别实现销量0.13吨、0.23万吨、0.43万吨，2013~2015年麦草畏销售毛利率分别为35.00%、35.00%、35.00%；
- 5) 费用假设：我们预测2013~2015年公司销售费率、管理费率、财务费率维持稳定水平。

图表52 公司主要产品未来三年盈利预测假设

		2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
卫生菊酯	收入	59036	68230	61407	62400	63450	64400
	销量(吨)		3000	2500	2400	2350	2300
	毛利率	24.05%	22.00%	22.00%	22.50%	22.50%	22.50%
农用菊酯	收入	24212.8	41009.4	43059.8	43700	49560	56120
	销量(吨)		3900	3800	3800	4200	4600
	毛利率	27.59%	24.75%	24.20%	24.50%	24.50%	24.50%
本部其他杀虫剂	收入	8190.72	10309	10293	11323	12455	13701
	毛利率	12.38%	6.99%	10.50%	15.00%	15.00%	15.00%
杀虫剂收入合计	收入	91439	119549	11476	117423	125465	134221
	毛利率	24.17%	21.65%	21.79%	22.52%	22.55%	22.57%
麦草畏	收入	8550	9000	12780	14300	26450	49450
	销量(万吨)	0.09	0.1	0.12	0.13	0.23	0.43
	毛利率	19.50%	18.50%	21.00%	35.00%	35.00%	35.00%
草甘膦	收入	48175	46000	78064	97500	99000	100500
	销量(万吨)	2.35	2.3	2.87	3	3	3
	毛利率	5.00%	5.00%	13.00%	30.00%	33.00%	34.00%

资料来源：平安证券研究所

受环保政策趋严与海外需求旺盛双重影响，草甘膦价格步入长期上扬通道，公司草甘膦盈利不断提升，麦草畏持续景气提升业绩，如东新项目2014年和2015年产能陆续释放，保障业绩持续增长。我们维持前期盈利预测，预计公司2013~2015年EPS分别为2.18元、2.65元、3.16元，目前股价对应于公司2013~2015年动态PE分别为13.9、11.4、9.6倍左右，考虑到公司增长确定性高，估值水平仍低于农药行业平均水平，我们维持公司“强烈推荐”投资评级。

六、风险提示

- 1、环保政策低于预期致草甘膦价格回落风险；
- 2、麦草畏技术扩散致国内新增产能较多，行业竞争加剧的风险；
- 3、如东新项目进展低于预期的风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2347	2719	3375	4116	营业收入	2219	2463	2902	3344
现金	1596	1967	2490	3096	营业成本	1820	1854	2176	2500
应收账款	238	296	348	401	营业税金及附加	6	8	9	11
其他应收款	12	27	32	37	营业费用	20	27	32	37
预付账款	36	49	57	66	管理费用	145	164	193	222
存货	198	222	261	300	财务费用	-22	-55	-72	-95
其他流动资产	266	159	187	215	资产减值损失	10	7	7	7
非流动资产	838	956	795	609	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	6	6	6	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	724	581	438	293	营业利润	240	458	557	663
无形资产	81	339	319	279	营业外收入	6	5	5	5
其他非流动资产	33	29	32	31	营业外支出	14	6	6	6
资产总计	3185	3675	4170	4725	利润总额	232	457	556	662
流动负债	1079	1176	1349	1524	所得税	32	69	83	99
短期借款	157	200	200	200	净利润	200	389	472	563
应付账款	514	519	609	700	少数股东损益	6	13	16	19
其他流动负债	407	457	540	624	归属母公司净利润	194	376	457	545
非流动负债	85	88	88	88	EBITDA	372	570	670	774
长期借款	75	75	75	75	EPS (元)	1.13	2.18	2.65	3.16
其他非流动负债	10	13	13	13					
负债合计	1163	1264	1438	1612	主要财务比率				
少数股东权益	62	74	90	108	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	172	172	172	172	成长能力				
资本公积	850	850	850	850	营业收入	20.4%	11.0%	17.8%	15.3%
留存收益	884	1260	1567	1929	营业利润	45.7%	90.9%	21.5%	19.1%
归属母公司股东权益	1960	2336	2643	3005	归属于母公司净利润	26.3%	93.7%	21.5%	19.2%
负债和股东权益	3185	3675	4170	4725	获利能力				
					毛利率(%)	17.9%	24.7%	25.0%	25.3%
					净利率(%)	4.5%	8.7%	15.3%	15.7%
					ROE(%)	9.9%	16.1%	17.3%	18.1%
					ROIC(%)	29.0%	48.9%	82.4%	176.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	36.5%	34.4%	34.5%	34.1%
					净负债比率(%)	19.94%	21.75%	19.13%	17.06%
					流动比率	2.18	2.31	2.50	2.70
					速动比率	1.99	2.12	2.31	2.50
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.72	0.74	0.75
					应收账款周转率	10	9	9	9
					应付账款周转率	3.80	3.59	3.86	3.82
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.13	2.18	2.65	3.16
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.59	3.20	3.64	4.15
					每股净资产(最新摊薄)	11.39	13.57	15.35	17.45
					估值比率				
					P/E	21.4	13.9	11.4	9.6
					P/B	2.1	1.8	1.6	1.4
					EV/EBITDA	8	5	4	4

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	445	551	626	714
净利润	200	389	472	563
折旧摊销	155	167	186	206
财务费用	-22	-55	-72	-95
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	57	94	40	40
其他经营现金流	57	-44	0	0
投资活动现金流	-244	-280	-25	-20
资本支出	74	0	0	0
长期投资	-170	6	0	0
其他投资现金流	-339	-274	-25	-20
筹资活动现金流	60	100	-78	-87
短期借款	127	43	0	0
长期借款	75	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-143	57	-78	-87
现金净增加额	259	371	523	607

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257