

长青股份(002391)

产品储备丰富，业绩增长确定的创新型农药企业

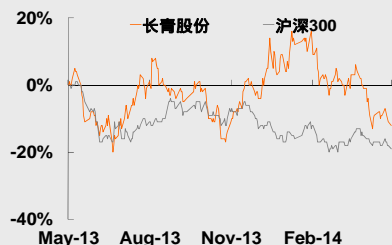
推荐 (维持)

现价：13.14 元

主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.jscq.com
大股东/持股	于国权/35.84%
实际控制人/持股	于国权/35.84%
总股本(百万股)	315
流通 A 股(百万股)	153
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	41.43
流通 A 股市值(亿元)	20.10
每股净资产(元)	6.32
资产负债率(%)	16.4

行情走势图



相关研究报告

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
021-38239638
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

■ 公司核心竞争优势：技术领先、环保和营销优势突出

公司技术水平国内领先，主要原药产品合成收率均已达到或接近国际著名农药公司的水平，环保管理达到行业先进水平，公司先后与国际农药巨头先正达、拜耳、陶氏益农和纽发姆建立了合作关系，在拓展国内外市场方面具有明显的先行优势。公司营业收入和净利润稳定增长，2004~2013年营业收入和归属于母公司所有者的净利润年均复合增速分别为24.83%与27.23%。

■ 公司吡虫啉和氟磺胺草醚业务稳定贡献利润

公司作为国内生产吡虫啉的主要企业之一，具有明显的竞争优势，生产的吡虫啉纯度达98%，收率大于90%，纯度和收率一直处于国内领先水平，预计2014年公司吡虫啉产销量有望达到3000吨，毛利率水平为30~32%左右。公司与先正达在美国和巴西市场取得了氟磺胺草醚的联合登记，公司取得的48%氟磺胺草醚登记为先正达唯一登记的该产品供应商，预计2014年公司氟磺胺草醚产销量维持在2500吨左右水平，毛利率保持在30%左右，该业务盈利较为稳定。

■ 公司麦草畏和啶虫脒 2014 年开始贡献业绩增量

耐麦草畏转基因作物助推麦草畏原药市场爆发增长，未来几年麦草畏迎长景气周期，价格有望不断上扬，2014年公司麦草畏业务正式步入收获期，目前与几个客户在商谈合作，预计2014年实现产销量达2000吨左右，产品含税售价约14万元/吨。2014年3月啶虫脒项目开始试生产，2014年2季度开始正式对外实现销售，预计2014年全年可实现销量为600~700吨，毛利率为30%左右。

■ 南通基地项目与可转债项目为公司提供长期增长动力

公司南通基地占地面积达604亩，规划在南通分两期建设19个原药项目，南通基地每年有望投产3~4个产品，南通基地滚动式发展提供业绩长期增长来源。2013年7月，公司计划发行可转债募集6.32亿元投资7个项目，项目全部达产后，年新增净利润1.04亿元，丰富品种结构，提升公司综合竞争力。

■ 盈利预测与投资评级

公司本部吡虫啉、丁醚脒、氟磺胺草醚业务稳定增长，麦草畏、啶虫脒为2014年业绩增长主要来源，2015~2016年可转债项目和南通一期其他项目陆续投产提供长期增长动力，我们预测公司2014~2016年摊薄后EPS分别0.78元、0.98元、1.24元，5月20日收盘价对应2014~2016年动态PE分别为16.7、13.4、10.6倍左右，公司与国外客户合作较为密切，储备品种较多，未来规划产品主要瞄准空间大的市场，未来3年增长较为确定，我们维持公司“推荐”投资评级。

■ 风险提示：公司产品价格回落风险、新项目进展低于预期风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,271	1,569	1,935	2,411	3,016
YoY(%)	26.9	23.4	23.4	24.6	25.1
净利润(百万元)	160	193	247	309	391
YoY(%)	40.6	20.7	28.5	25.0	26.5
毛利率(%)	24.7	26.6	27.2	27.0	26.9
净利率(%)	12.6	12.3	12.8	12.8	13.0
ROE(%)	9.1	9.9	11.7	12.7	13.9
EPS(摊薄/元)	0.51	0.61	0.78	0.98	1.24
P/E(倍)	26.0	21.5	16.7	13.4	10.6
P/B(倍)	2.4	2.1	2.0	1.7	1.5

正文目录

一、公司为技术领先、环保先行的绿色创新型农药企业	5
1.1 公司简介	5
1.2 民营控股+股权激励：管理机制灵活，提高员工积极性	5
1.3 公司核心竞争优势	6
1.4 财务分析	8
二、农药行业分析：全球农药产能加速向中国转移	9
2.1 全球农药供需分析	9
2.2 全球农药产能向中国转移是发展趋势	11
2.3 中国农药环保趋严、行业集中度提升、产品结构不断优化	12
三、公司主要产品经营分析	14
3.1 吡虫啉：产品价格维持高位，公司技改提升产能	14
3.2 氟磺胺草醚：年需求量增速为 8~10%，公司该业务盈利较为稳定	19
3.3 麦草畏：市场空间巨大，公司 2014 年步入收获期	22
3.4 啶虫脒：行业需求快速增长，公司啶虫脒 2014 年 2 季度开始正式销售	25
四、南通基地项目+可转债项目：为公司提供长期增长动力	26
4.1 南通项目滚动式发展提供业绩增长来源	26
4.2 可转债项目丰富公司品种结构	27
五、盈利预测与投资建议	28
六、风险提示	29

图表目录

图表 1	公司主营产品介绍	5
图表 2	公司股权结构	5
图表 3	公司股权激励计划	6
图表 4	公司研发费用及研发费用占营业收入比例（万元）	6
图表 5	公司主要产品生产技术和所处阶段	6
图表 6	公司环保现状与行业新规对比	6
图表 7	公司环保历程	7
图表 8	我国主要农药出口公司	7
图表 9	公司获得的品牌认可一览	8
图表 10	公司营业收入稳步增长（亿元）	8
图表 11	公司归属于母公司所有者的净利润稳步增长（亿元）	8
图表 12	公司主营业务收入构成	9
图表 13	公司主营业务毛利构成	9
图表 14	公司主要产品毛利率情况（%）	9
图表 15	公司三项费率情况	9
图表 16	全球农药市场销售额稳步增长（百万美元）	10
图表 17	1990~2013 年农药市场增长分析（%）	10
图表 18	世界人均可耕种面积逐年下降（公顷/人）	10
图表 19	中国人均可耕种面积逐年下降（公顷/人）	10
图表 20	主要经济作物因病虫害导致减产率	11
图表 21	主要经济作物因杂草害导致减产率	11
图表 22	全球农药巨头销售收入（百万美元）	11
图表 23	我国农药月度进出口情况（吨）	12
图表 24	环保政策对农药门槛要求越来越高	12
图表 25	2013 年我国农药企业兼并重组情况	13
图表 26	中国三大类农药产量(万吨)	14
图表 27	中国三大类农药产量占比	14
图表 28	2010~2015 专利到期的销售上亿美元的农药品种	14
图表 29	2-氯-5-氯甲基吡啶的生产工艺	15
图表 30	吡虫啉的合成方法	15
图表 31	吡虫啉全球市场销售额（亿美元）	16
图表 32	2011 年全球新烟碱类杀虫剂市场概况	16
图表 33	2012 年 10 大杀虫剂市场销售额情况	16
图表 34	先正达、拜耳在中国的拌种剂销售收入逐年增长	17
图表 35	国内小麦产量和播种面积呈上涨之势	17

图表 36	吡虫啉利空因素及影响	17
图表 37	吡虫啉产能全球分布（万吨）	18
图表 38	吡虫啉原药生产准入条件中对污染物的产生量与处理方案	18
图表 39	国内吡虫啉原药价格走势（万元/吨）	19
图表 40	氟磺胺草醚生产工艺	20
图表 41	全球大豆价格持续上涨（美分/蒲式耳）	20
图表 42	世界大豆月度收成面积和单产量	20
图表 43	氟磺胺草醚与类似产品的替代作用及竞争关系分析	21
图表 44	二苯醚类除草剂市场销售额（百万美元）	21
图表 45	2011 年二苯醚类除草剂市场份额	21
图表 46	麦草畏广泛应用于玉米种植上	22
图表 47	全球玉米种植面积趋势看涨（千公顷）	22
图表 48	耐麦草畏转基因作物最新进展	23
图表 49	全球草甘膦需求量预测	23
图表 50	全球麦草畏未来需求增量预测（万吨）	23
图表 51	麦草畏现有产能情况	23
图表 52	麦草畏 2014~2017 年新增产能情况	24
图表 53	麦草畏原药价格持续上涨	24
图表 54	啶虫脒生产工艺及特点	25
图表 55	全球啶虫脒销售额快速增长（亿美元）	26
图表 56	啶虫脒价格运行平稳（元/吨）	26
图表 57	公司啶虫脒项目盈利能力预测	26
图表 58	南通基地各期产品产能及类别一览	27
图表 59	公司发行可转债募集项目（万元）	27
图表 60	公司主要产品收入和毛利率预测	28

一、公司为技术领先、环保先行的绿色创新型农药企业

1.1 公司简介

公司是国内主要农药生产商之一，产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂等三大系列，目前取得了 20 余种原药和 80 余种制剂的农药登记和生产许可，没有国家禁止或淘汰的产品，能适应不同地区、不同气象条件下农业生产对除草剂、杀虫剂、杀菌剂的要求，产品适应性强。公司主要原药产品合成收率均已达到或接近国际著名农药公司的水平。公司是国际农药生产巨头先正达公司在亚太地区唯一多次授予 HSE 进步奖的生产企业，先后与国际农药巨头先正达、拜耳、陶氏益农和纽发姆建立了合作关系，在拓展国内外市场方面具有明显的市场先行优势。

图表1 公司主营产品介绍

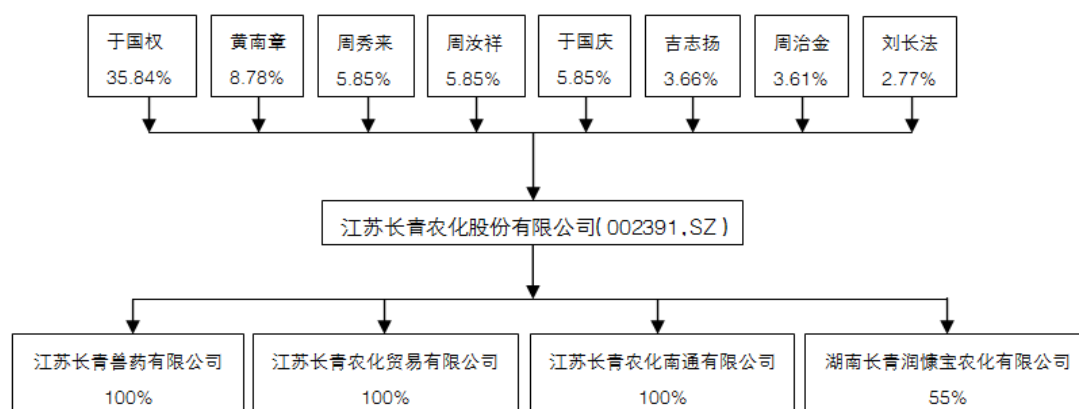
主营产品分类	代表	备注
除草剂	氟磺胺草醚	60%以上供应先正达
	烯草酮	主要为北京颖泰销售，毛利率较低
	三氟羧草醚	由募投项目烟嘧磺隆改造
	麦草畏	吸收 BASF 技术自主改造开发，意向供应纽发姆和龙灯
	醚苯磺隆	主要供应先正达
杀虫剂	吡虫啉	主要供应拜耳、纽发姆
	丁醚脲	60%以上供应先正达
	毒死蜱	外购原药生产制剂
	氟虫腈	
杀菌剂	稻瘟酰胺	制成 20%~30%制剂外销
	三环唑	生产原药供应给陶氏益农

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 民营控股+股权激励：管理机制灵活，提高员工积极性

公司的最大股东是自然人于国权，持有公司 35.84%股权。经过多次改制后，公司已经成为自然人控制的民营企业，公司重大事项一般由几位高管共同协商来决定，管理机制较为灵活。

图表2 公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司于 2013 年上半年推出限制性股权激励计划，有 57 名中层以上管理干部参与本次激励计划，行权条件具有一定挑战性。就第一个行权期的表现来看，2013 年公司实现属于上市公司股东的净利润

1.93 亿元，较上年增长 20.71%，扣除非经常性损益的净利润为 2.00 亿元，较上年增长 29.00%，加权 ROE 为 10.69%，业绩考核条件已达到，第一期限限制性股权激励计划得以顺利实施。股权激励提高了管理团队的工作积极性，促进公司持续、稳定、健康发展。

图表3 公司股权激励计划

解锁期	业绩考核条件	解锁比例
第一个解锁期	以 2012 年合并报表为固定基数，2013 年合并报表净利润增长率不低于 23%，且加权平均净资产收益率不低于 10%。	30%
第二个解锁期	以 2012 年合并报表为固定基数，2014 年合并报表净利润增长率不低于 50%，且加权平均净资产收益率不低于 10.5%。	30%
第三个解锁期	以 2012 年合并报表为固定基数，2015 年合并报表净利润增长率不低于 83%，且加权平均净资产收益率不低于 11%。	40%

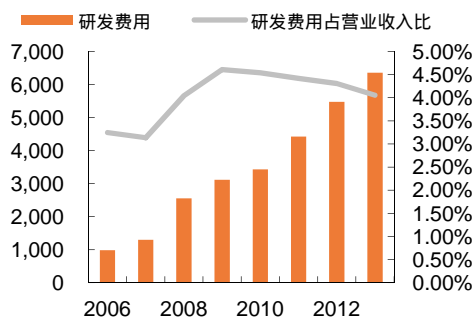
资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 公司核心竞争优势

■ 技术优势

公司坚持走科技兴企可持续发展道路，致力于引进和研发高效、低毒、低残留的农药新品种，每年投入的研发经费均占当年销售收入的 3% 以上，硬件设施在国内同行业中也达到一流水平。

图表4 公司研发费用及研发费用占营业收入比例（万元）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表5 公司主要产品生产技术和所处阶段

产品	技术水平	生产状况
氟磺胺草醚	国家发明专利、国际先进水平	大批量生产
吡虫啉	国家发明专利、国际领先水平	大批量生产
三环唑	原药合成中有效成分回收再利用、国内领先水平	批量生产
三氟羧草醚	已申请国家发明专利、国际领先水平	批量生产

资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 环保优势

公司一直十分重视环保工作，确立了全面规划、合理布局、综合利用、化害为利、依靠群众、大家动手、保护环境、造福人民的环保方针，从源头控制、过程控制和末端治理等多环节着手将环保管理工作落到实处，使公司环保工作从本质上得到了可靠的保障，环保管理达到行业先进水平。

图表6 公司环保现状与行业新规对比

行业新规	公司现状	备注
减少点源污染，2015 年进入化工园区的农药企业达到 50%，2020 年达到 70%	公司江都生产地址位于江都科技园区，在南通如东沿海经济开发区设有原药生产基地	公司已达标
2015 年，污染物排放量减少 30%，污染物处理技术满足环境需要	公司率先在国内采用委托第三方处理废水的方式，由处理方变为监管方，废气和废固主要由公司安全处置，三废处理符合标准	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 公司环保历程

2003	公司二期废水处理工程被江苏省环保协会评为“优秀环保工程” 获得江都市“环境保护先进集体”称号
2004	获得江都市“环境保护先进集体”称号
2005	获得江都市“环境保护先进集体”称号
2006	获得江都市“环境保护先进集体”称号 通过 GB/T24001-2004-ISO14001:2004 环境管理体系认证
2007	获得江都市“环境保护先进集体”称号、获得扬州市“节能工作先进单位”称号 环保方面固定资产投入 712.01 万元、设施运行及维护费用 533.24 万元
2008	获得江都市“环境保护先进集体”称号 获得扬州市“节能工作先进单位”称号 获得“石油和化工行业节能减排先进单位”称号 环保方面固定资产投入 739.48 万元、设施运行及维护费用 686.21 万元
2009	获得江苏九州认证有限公司颁发的《环境管理体系认证证书》 环保方面固定资产投入 818.89 万元、设施运行及维护费用 752.16 万元
2010	加大设备、工艺改造，推行清洁生产，减少“三废”的排放量 荣获江苏省第四批“节能减排科技创新示范企业”称号
2011	投资 3000 余万元新建了年处理 5000 吨废弃物治理节能减排工程 被授予“十一五全国石油和化工环保先进单位”
2012	投资建设的年处理 5000 吨废弃物治理节能减排工程和扩建废水处理工程项目投入试运行
2013	投资 7000 万元用于建设危险废弃物扩建工程 污水处理三期扩建工程和三废环境治理工程

资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 营销优势

国内市场：公司销售网络遍布全国 29 个省（市、自治区），完善的营销网络使公司能够及时了解市场的变化，有针对性地进行产品开发、及时调整产品结构。国际市场：公司拥有自营进出口经营权，与多家跨国公司建立了长期稳定的合作关系，在拓展国外市场方面具有明显的市场先行优势，产品出口远销美国、巴西等二十余个国家和地区，公司在拓展农药市场方面具有明显的竞争优势。公司利用超募资金成立了江苏长青农化贸易公司，也正是为了继续拓展海外市场，将海外业务做大做强。

图表8 我国主要农药出口公司

公司名称	出口产品	海外主要客户
长青股份	氟磺胺草醚、吡虫啉、三环唑	先正达、拜耳、陶氏益农、纽发姆
江山股份	草甘膦	先正达、德国汉姆
利尔化学	毒莠定、毕克草、氟草烟	陶氏益农
扬农化工	菊酯、草甘膦、麦草畏	先正达等

资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 管理优势：标准化生产+精细化管理带来成本优势

伴随着全球分工协作带动农药原药生产的转移，成本控制成为仿制型农药企业综合竞争优势的核心之一，同时也是体现企业内部管理机制及其运行效果的绩效指标。公司已建立了多个标准化的原药生产车间，根据市场需求，尽可能地提高设备利用率，合理控制成本。公司的生产现场积极推行精细化管理，在国内同行业率先建立和采用集计算机控制 DCS、消防、视频监控系统三位一体的自动化监控平台，不仅保证了安全生产，而且有效的提高了收率，减少原料的消耗，降低生产成本。

■ 品牌优势

公司以严格的管理、优良的产品和一流的售后服务在农药行业享有盛誉。

图表9 公司获得的品牌认可一览

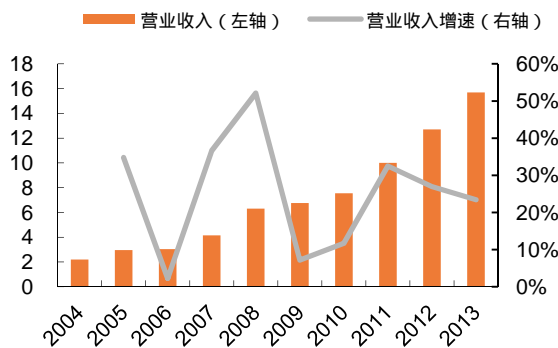
2006	“长青”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标,主要产品吡虫啉被国家质量监督检验检疫总局授予“中国名牌产品”称号
2011	“长青”被江苏省商务厅授予江苏省重点培育和发展的国际知名品牌
2012	“长青牌”烯草酮原药被中国石油和化学工业联合会授予中国石油和化学工业知名品牌产品
2012	“长青牌”吡虫啉、氟磺胺草醚、丁醚脲原药、三环唑、烯草酮原药被江苏省名牌战略推进委员会授予“江苏名牌产品”称号
2012	公司被江苏省民营科技企业协会授予“江苏省百强民营科技企业”称号
2013	公司被中国出入境检验检疫协会授予“中国质量诚信企业”称号

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.4 财务分析

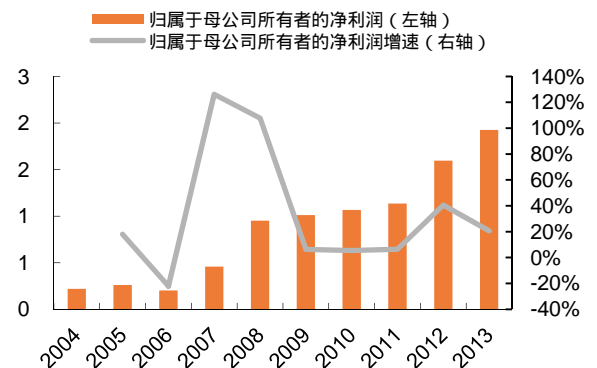
2004~2013 年公司营业收入年均复合增速为 24.83%，2013 年公司实现营业收入 15.69 亿元，同比增长 23.43%，2013 年营业收入增长主要是以氟磺胺草醚为代表的除草剂、吡虫啉为代表的杀虫剂市场需求旺盛，氟磺胺草醚与吡虫啉销量均实现较快增长。2004~2013 年实现归属于母公司股东的净利润复合增速为 27.23%，2013 年实现归属母公司股东的净利润为 1.93 亿元，同比增长 20.71%，主要是除草剂毛利率有所提升所致。

图表10 公司营业收入稳步增长（亿元）



资料来源：wind、平安证券研究所

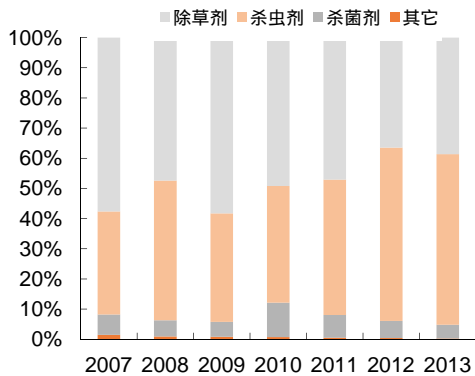
图表11 公司归属于母公司所有者的净利润稳步增长（亿元）



资料来源：wind、平安证券研究所

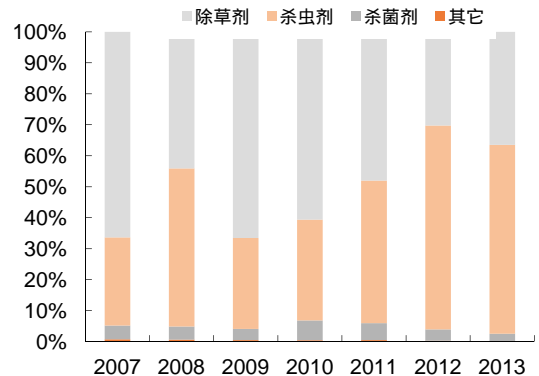
公司营业收入主要由杀虫剂和除草剂构成。杀虫剂主要产品是吡虫啉和丁醚脲，2013 年公司杀虫剂毛利率较为稳定，杀虫剂收入增长主要是吡虫啉和丁醚脲销量增长所致。2013 年公司除草剂收入同比增长 31%，毛利率也提升 4.66 个百分点，除草剂业务的增长主要受氟磺胺草醚需求好转与麦草畏新项目投产所致。三项费用率方面，管理费用率维持在 8%左右水平，销售费用率呈逐年下降趋势。

图表12公司主营业务收入构成



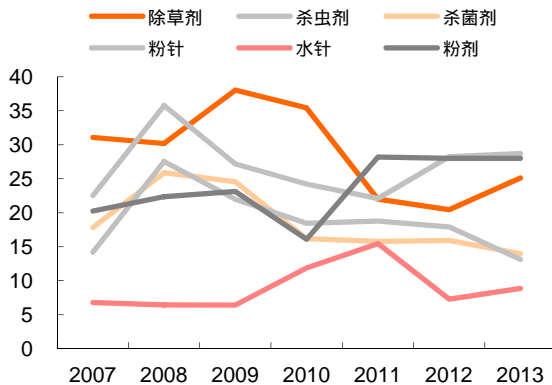
资料来源：wind、平安证券研究所

图表13公司主营业务毛利构成



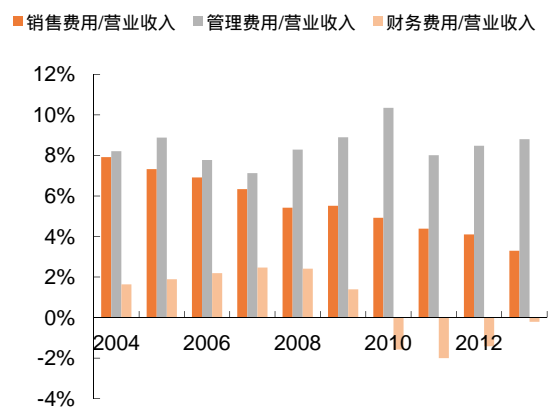
资料来源：wind、平安证券研究所

图表14公司主要产品毛利率情况 (%)



资料来源：wind、平安证券研究所

图表15公司三项费率情况



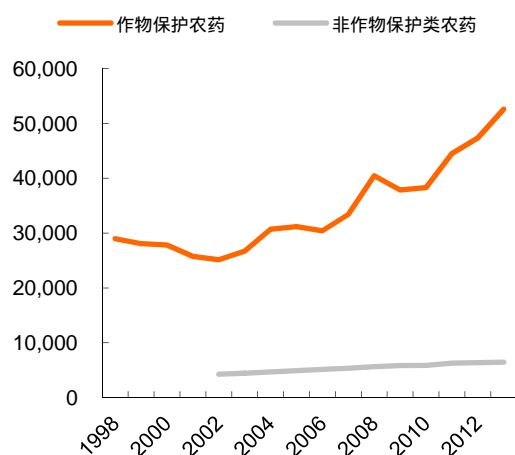
资料来源：wind、平安证券研究所

二、农药行业分析：全球农药产能加速向中国转移

2.1 全球农药供需分析

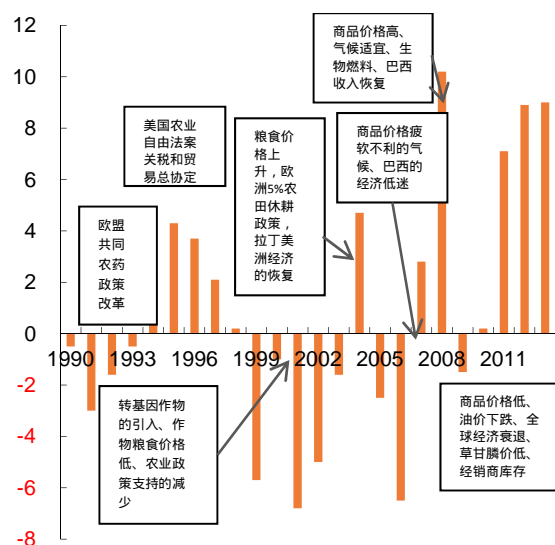
全球农药市场销售额呈上升趋势，1998~2013 年作物保护农药市场销售额年均增速为 4.05%，2013 年实现销售额为 516.15 亿美元，同比增长 11.10%，2002~2013 年非作物保护农药市场销售额年均增速为 3.83%，2013 年非作物保护农药市场销售额为 64.59 亿美元，同比增长 1.37%。

图表16全球农药市场销售额稳步增长（百万美元）



资料来源：Phillips、平安证券研究所

图表17 1990~2013年农药市场增长分析（%）

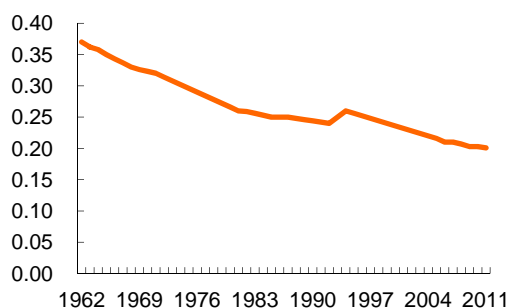


资料来源：Phillips、平安证券研究所

■ 农药需求分析：人均耕地面积下降，提高单产拉动农药需求量持续增长

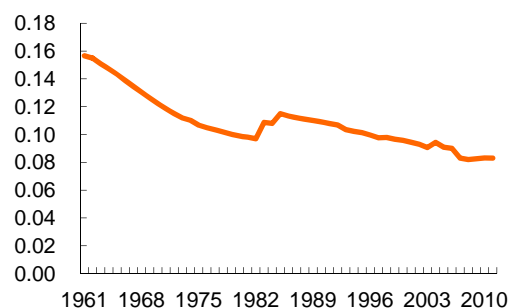
人口增长、食品结构改变，能源作物的增加导致全球对农产品的需求持续增长。然而，全球的人均可耕地面积逐年下降，中国的人均可耕种面积在过去的 50 年中下降了 40%，与此同时，人均粮食消费量却在不断提高，提高单产成为保障农产品供应的主要手段。

图表18世界人均可耕种面积逐年下降（公顷/人）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表19中国人均可耕种面积逐年下降（公顷/人）



资料来源：wind、平安证券研究所

农药是提高单产的主要途径之一。据联合国粮农组织(FAO)统计，全球由于病、虫、草、鼠害等损失的农作物收获量相当于潜在收获量的 1/3，发展中国家损失的数字更大。一旦停止用药或者严重的用药不当，1 年后将减少收成的 25%~40%（与正常用药相比），2 年后将减产 40%~60%甚至绝产。农药的投入产出比高达 6~10 倍。

图表20主要经济作物因病虫害导致减产率

作物	平均减产率	最大减产率	调查次数
水稻	24%	100%	14
小麦	36%	56%	4
大豆	30%	49%	8

注：数据是 1990-2006 年实际试验为基础

资料来源：日本植物保护协会、平安证券研究所

图表21主要经济作物因杂草害导致减产率

作物	平均减产率	最大减产率	调查次数
水稻	41%	92%	114
小麦	13%	41%	64
大豆	25%	84%	88

注：数据是 2003-2006 年实际试验为基础

资料来源：日本植物保护协会、平安证券研究所

■ 农药行业供给分析：行业集中度高，6 家跨国公司占全球近 80%份额

农药市场竞争激烈，新产品开发难度大，研发周期长，投入资金数额巨大，但研发创新和新产品的创制是国际农药企业利润最大化的源泉，在专利的保护下，农药的原始开发商一般拥有创制品种 10 年以上的独家垄断权，形成“知识产权农药-丰厚利润-巨额的开发研制投入-新的知识产权农药”的滚动式发展，单个产品的年销售额十亿甚至几十亿美元，为了寻求规模效应和协同作用，降低成本，扩大市场份额，10 多年来世界农药行业企业兼并重组活动频繁，行业集中度迅速增大，全球农药被先正达、拜耳、巴斯夫、孟山都、陶氏益农、杜邦六家寡头所垄断，六家跨国农药公司占据全球近 80%的市场份额。

图表22全球农药巨头销售收入（百万美元）

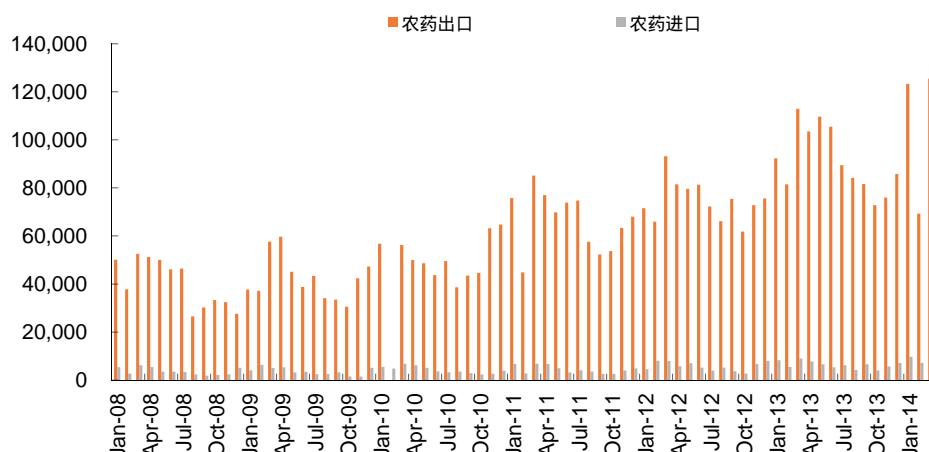
	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
先正达	6378	7285	9231	8491	8878	10162	10318
拜耳	6698	7458	8721	8378	8157	8963	9395
巴斯夫	3849	4297	5013	5085	5355	5801	6012
孟山都	3316	3385	4996	4427	2891	5655	5041
陶氏益农	3399	3779	4535	4537	4869	3240	3715
杜邦	2194	2369	2600	2400	2500	2900	3173
总计	25834	28573	35096	33318	32650	36721	53733
六大巨头占比	72.60%	73.70%	76.10%	76.20%	73.60%	79.40%	70.08%

资料来源：各公司资料、平安证券研究所

2.2 全球农药产能向中国转移是发展趋势

随着行业的国际化合作，各大农药跨国公司出于成本的考虑，或选择在发展中国家建立自己的生产基地，生产原药；或选择与发展中国家的一些工艺、环保、成本、技术具有优势的农药企业建立战略合作，进行原药采购。自 20 世纪九十年代以来，这一趋势更为明显，中国已成为世界农药产业链中的一个重要加工基地，农药出口逐年增加。2001 年中国贸易顺差额达 3.7 亿美元，2012 年的贸易顺差额为 22.7 亿美元，年复合增长率为 17.9%。

图表23我国农药月度进出口情况（吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

在全国 2600 多家农药生产企业中,出口企业共有 1800 多家,国产农药已出口到 163 个国家和地区,目前亚洲、拉丁美洲、非洲和欧洲是我国的主要出口农药的地区。南美、南非、东欧以及俄罗斯农药市场迅速开拓,从中国进口已出现成倍增长的良好态势。2013 年我国农药出口总量达到 162.19 万吨,比上年增长 14.9%,且制剂出口增长速度明显快于原药出口增长速度,说明我国农药出口步入转型阶段。

2.3 中国农药环保趋严、行业集中度提升、产品结构不断优化

总体来说,我国农药政策的未来发展趋势有二:环保政策对农药门槛要求越来越高;企业整合加快,行业集中度提高。加快企业整合,提高整个行业集中度是我国农药行业发展的必然趋势。中国农药产业正迎来新一轮整合期,而上市农药公司都是大型企业以及区域性的龙头企业,必将在未来的兼并整合中处于主导地位,赢得加快发展的机遇。

图表24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、久效磷和磷胺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,就草甘膦混配水剂草甘膦含量的管理做了规定,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

时间	国家农药政策
	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明确规定确定。
2013	农业部发布《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。
2013	对氯磺隆、胺苯磺隆、甲磺隆、福美腈、福美甲腈、毒死蜱和三唑磷等 7 种农药采取进一步禁限用管理措施。
2014	国家卫生和计划生育委员会、农业部联合发布公告《食品安全国家标准 食品中农药最大残留限量》，自 2014 年 8 月 1 日起施行。

资料来源：中国农药网、平安证券研究所

图表25 2013年我国农药企业兼并重组情况

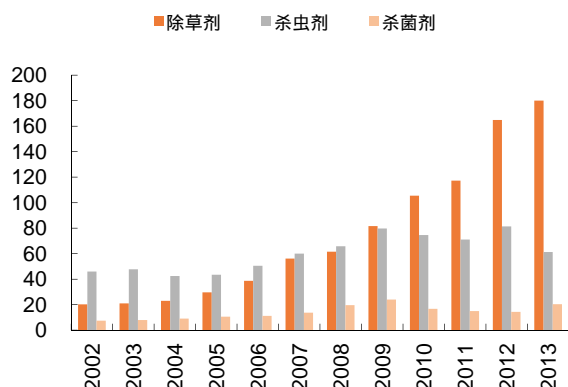
序号	合并前企业		合并后企业	
	企业名称	生产类型	企业名称	生产类型
1	河北赛瑞德化工有限公司	制剂	河北赛瑞德化工有限公司	制剂
	天津市迎新农药有限公司	原药		
2	安徽华星化工股份有限公司	原药	安徽华星化工股份有限公司	原药
	安徽喜洋洋农资连锁有限公司	制剂		
3	安徽佳田森农药化工有限公司	制剂	安徽佳田森农药化工有限公司	制剂
	常州市植物药品厂	制剂		
4	上海沪联生物药业（夏邑）有限公司	原药	上海沪联生物药业（夏邑）股份有限公司	原药
	上海艾科思生物药业有限公司	制剂		
5	河南波尔森农业科技有限公司	制剂	河南波尔森农业科技有限公司	制剂
	呼和浩特市绿邦农药有限责任公司	制剂		
6	湖南东永化工有限责任公司	制剂	湖南东永化工有限责任公司	制剂
	益阳市润野化工有限公司	制剂		
7	江苏景宏生物科技有限公司	制剂	江苏景宏生物科技有限公司	原药
	四川华丰药业有限公司	原药		
8	重庆树荣化工有限公司	制剂	重庆树荣化工有限公司	制剂
	四川福达农用化工有限公司	原药		
9	广西兄弟农药厂	制剂	广西兄弟农药厂	制剂
	广西贵港市恒泰化工有限公司	制剂		
10	陕西恒田化工有限公司	制剂	陕西恒田化工有限公司	制剂
	山西宝元化工有限公司	制剂		
11	陕西先农生物科技有限公司	制剂	陕西先农生物科技有限公司	制剂
	陕西加仑多作物科学有限公司	原药		
12	山东澳得利化工有限公司	制剂	山东澳得利化工有限公司	制剂
	百农思达（山东）农用化学品有限公司	制剂		

资料来源：公司公告、平安证券研究所

由于消费水平以及耕作方式的差距，中国与全球在三大类农药品种的发展趋势上并不同步。长期以来我国三大类农药产品的结构和全球农药结构一直存在较大的差距，全球除草剂、杀虫剂和杀菌剂的比例基本平衡在 2：1：1，2000 年我国三者比例为 3：6：1，2011 年这一比例变为 7：4：1，我

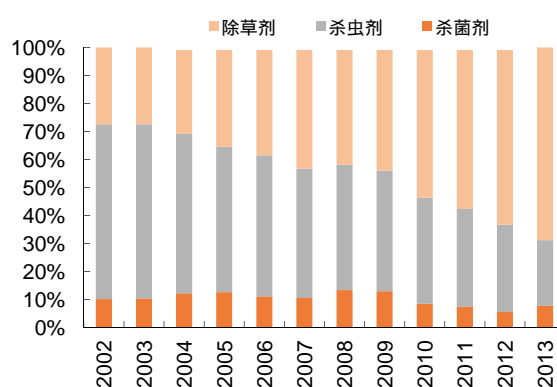
国农药产品结构逐渐得到优化,高效、低毒、低残留等环保农药已成为首选的主导产品，特别是高毒农药替代品种。

图表26 中国三大类农药产量(万吨)



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表27 中国三大类农药产量占比



资料来源：Wind、平安证券研究所

我国农药分为创制产品和仿制产品，仿制产品主要是仿制专利到期的产品，目前应用的大量品种是在上世纪 80~90 年代研究开发的，今后 10 年将成为专利到期高峰，给我国仿制企业带来了一次难得的机遇。据不完全统计，2011~2015 年将有一批农药的中国专利或行政保护到期。其中涉及的农药品种共计 46 种，包括杀虫剂 14 种、杀菌剂 16 种、除草剂 15 种、解毒剂 1 种。短期内我国农药发展机会更多来源于专利到期的仿制产品。长期我国农药发展应该是不断加强自身研发实力，打造自己的品牌，使创制产品成为自己的核心竞争力。

图表28 2010~2015专利到期的销售上亿美元的农药品种

类型	名称
杀虫剂	茚虫威
杀虫剂	噻虫嗪
杀菌剂	醚菌酯
杀菌剂	肟菌酯
杀菌剂	丙硫菌唑
杀菌剂	吡唑醚菌酯
除草剂	甲基二磺隆

资料来源：世界农化网、平安证券研究所

三、公司主要产品经营分析

3.1 吡虫啉：产品价格维持高位，公司技改提升产能

吡虫啉又名咪蚜胺，是一种新型高效氯代烟碱类内吸性广谱杀虫剂。该药是 1985 年由德国拜耳公司和日本特殊农药公司经过共同的研究，从 2.3 万个化合物中成功地开发出来的。吡虫啉一经推出，便获得极大成功，迅速占领市场，近几年来一直是世界最大的杀虫剂品种之一。其专利到期后国内

从 1992 年开始研发生产，几乎与拜耳公司同步推向市场。

吡虫啉杀虫机理：作用于烟碱乙酰胆碱受体，干扰昆虫神经系统的刺激传导，引起神经通路的阻塞。这种阻塞造成重要的神经传导物质乙酰胆碱的积累，从而导致昆虫麻痹，并最终死亡。主要用于防治刺吸式口器害虫及其抗性品系，如蚜虫、飞虱、粉虱、叶蝉、蓟马；对鞘翅目、双翅目和鳞翅目的某些害虫，如稻象甲、稻负泥虫、稻螟虫、潜叶蛾等。可用于水稻、小麦、玉米、棉花、马铃薯、蔬菜、甜菜、果树等作物。

吡虫啉特点：优异的杀虫活性：经 LC50 测定，对飞虱、蚜虫的活性比扑虱灵高 8.3 倍，较氧化乐果和速灭杀丁分别高 8.7 倍和 15.4 倍。能在土壤中迅速降解：即使常规的反反复复使用，也不会产生明显积累，也不会对下一茬作物产生不良影响。按照规定剂量使用时不会对土壤生物群落产生危害。但由于吡虫啉具有广普性，会对一些益虫有一定的影响。对家蚕和蜜蜂有毒性：对家蚕和虾类属高毒农药，对蜜蜂的毒性极高。

生产工艺：包括中间体 2-氯-5-氯甲基吡啶的合成和吡虫啉的合成两步工艺

第一步：主要中间体 2-氯-5-氯甲基吡啶的合成

2-氯-5-氯甲基吡啶总共有 4 种合成工艺。目前国内 2-氯-5-氯甲基吡啶合成主要采用原料价格较低的环戊二烯的环合法，但考虑到绿色化学的发展，仍需解决此种方法的环境污染及“三废”问题。

图表 292-氯-5-氯甲基吡啶的生产工艺

工艺	优点	缺点
环戊二烯法（国内常用）	原料成本低，产品质量好	步骤长，“三废”和污染大
N-苄基-N-丙烯基乙酰胺法	可得到纯度较高产品	原料相对贵
三甲基吡啶法	原料成本低，反应步骤少	产物分离困难，不易获得纯度高的产品
烟酸法	可得到纯度较高产品	原料贵，步骤长，操作繁琐，成本高

资料来源：世界农化网、平安证券研究所

第二步：吡虫啉的合成

图表 30 吡虫啉的合成方法

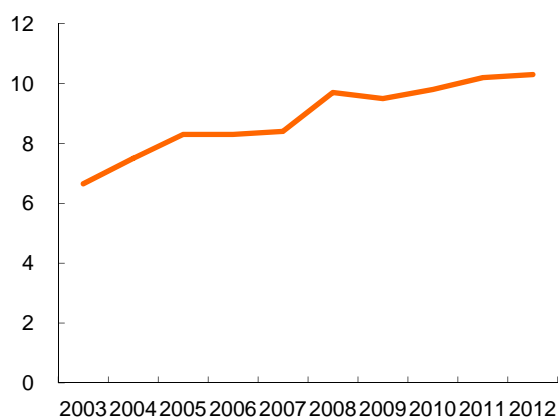
工艺	特点
硝基胍法（国内常用）	原料易得，反应简单，反应条件温和
硝化法	“三废严重”，危险性高
直接缩合法	反应简单，但对原料纯度要求高，催化剂成本高

资料来源：世界农化网、平安证券研究所

■ 吡虫啉需求分析：需求增长主要来自拌种市场和甲胺磷替代市场

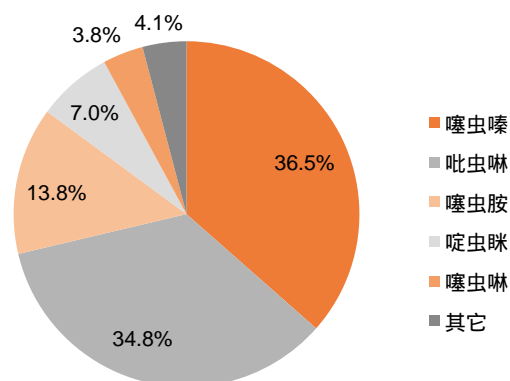
全球吡虫啉市场近年来表现良好，销售额逐年攀升，2003~2012 年年均销售额复合增速为 4.39%，2012 年达到 10.3 亿美元，在全球杀虫剂市场中份额排名第 2 位，吡虫啉未来需求增长主要来自于拌种市场与甲胺磷替代市场。

图表31 吡虫啉全球市场销售额（亿美元）



资料来源：世界农化网、平安证券研究所

图表32 2011年全球新烟碱类杀虫剂市场概况



资料来源：中国农药工业网、平安证券研究所

图表33 2012年10大杀虫剂市场销售额情况

排名	品种	销售额/亿美元	上市时间	主要经营公司
1	噻虫嗪	11.4	1999	先正达
2	吡虫啉	10.3	1991	拜耳
3	氯虫苯甲酰胺	9.15	2008	杜邦
4	氟虫腈	6.45	1993	巴斯夫
5	毒死蜱	6.25	1965	道化学
6	氯氟氰菊酯	5.3	1984	先正达
7	噻虫胺	5.1	2002	拜耳
8	阿维菌素	3.6	1985	先正达
9	溴氰菊酯	3.4	1977	拜耳
10	乙酰甲胺磷	3.05		

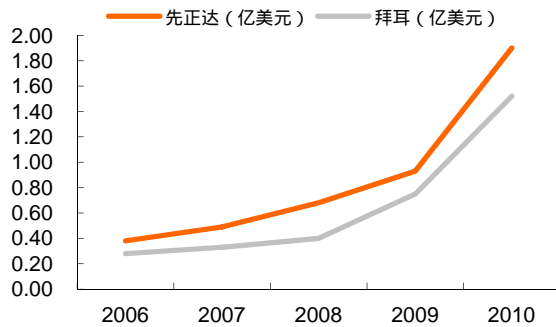
资料来源：世界农化网、平安证券研究所

1、吡虫啉作为拌种剂迅速在我国推广，预计新增需求3000-4000吨/年

拌种是指在播种前将种子与农药、菌肥等拌合，吡虫啉拌种使用不仅可防治传统的种传病害，对部分苗期病害也有一定的防治效果，并对植物生长有明显的促进作用。国家农业部于2010年明确提出要将中国作物拌种率提升到70%以上，提倡和推广吡虫啉拌种已经明确成为全国农技推广服务中心重点工作的项目。中国拌种剂市场2010年总销售收入为12亿元，预计未来四、五年会跃升到50亿元，约占农化市场总量的20%以上。

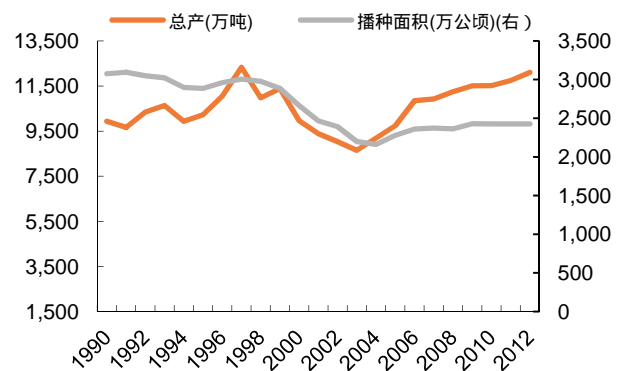
国内吡虫啉拌种剂最大需求领域是小麦，小麦拌种已经十分普及，2012年我国小麦拌种实施近3亿亩，占小麦种植面积的87%。随着技术的日臻成熟，吡虫啉拌种目前已经发展到玉米、棉花、大豆等作物上，这些作物的推广将拉动吡虫啉需求，预计新增需求3000~4000吨/年。

图表34先正达、拜耳在中国的拌种剂销售收入逐年增长



资料来源：世界农化网、平安证券研究所

图表35国内小麦产量和播种面积呈上涨之势



资料来源：2013年中国农业发展报告、平安证券研究所

2、南美甲胺磷禁用带来吡虫啉需求增长

由于甲胺磷的使用会造成人体健康问题，巴西卫生监督局（Anvisa）于2011年1月决定取消杀虫/杀螨剂甲胺磷（methamidophos）在国内市场的销售。从2012年7月开始，巴西市场已经正式禁止该农药的销售。甲胺磷4000吨/年的需求将由其它更加环保的杀虫剂填补，包括乙酰甲胺磷和吡虫啉等，我们假设吡虫啉填补甲胺磷50%的市场，即带来新增需求2000吨/年。

3、吡虫啉需求利空分析：短期不会对国内吡虫啉市场产生太大冲击

目前市场对吡虫啉的担忧主要来自两方面，即替代产品的威胁和来自欧盟禁用的压力。噻虫嗪和螺虫乙酯等替代物推广尚需时间，短期不会冲击吡虫啉市场。由于公司吡虫啉出口到欧洲比重较小，欧盟禁用对于公司吡虫啉产品冲击较小。

图表36 吡虫啉利空因素及影响

利空因素		可能影响
替代产品	噻虫嗪 13 年专利到期	替代产品可能对吡虫啉的未来发展产生影响，但就短期而言，国内市场对新产品的渠道和推广尚需时间，暂时不会冲击吡虫啉市场
	德国拜耳的螺虫乙酯和道化学的新化合物	
禁用压力	欧盟对吡虫啉、噻虫嗪、噻虫胺三种烟碱类产品禁用	公司吡虫啉主要出口地区为南北美市场，在欧洲的比重较小，欧洲对吡虫啉的禁用短期内预计不会对公司吡虫啉需求产生实质性影响

资料来源：世界农化网、平安证券研究所

2012年全球吡虫啉表观消费量约2.2万吨，在传统领域需求稳定增长、新领域拓展情况下，再结合需求利空因素，我们预计未来3年内全球吡虫啉需求增长率为6~8%左右。

■ 吡虫啉供给分析：现有产能陆续关停，新增产能准入壁垒高筑

吡虫啉的产能主要集中在中国，但是由于我国企业间进行低价的恶性竞争，产品的价格几乎不到国外产品的1/4，而拜耳公司的年产量在6000吨，却在吡虫啉全世界10多亿美金的销售额中占到70%以上。

图表37 吡虫啉产能全球分布（万吨）

排名	企业	产能	排名	企业	产能
1	拜耳公司	6000	13	扬农化工	700
2	江苏克胜	3000	14	威远生化	600
3	青岛海利尔	2500	15	建农农药	500
4	长青股份	2200	16	盐城双宁	500
5	江苏常隆	2000	17	沙隆达	500
6	宁波中化化学	2000	18	青岛凯源祥	500
7	中农联合	2000	19	大连凯飞	500
8	海正化工	1500	20	沈阳科创	500
9	江苏丰山集团	1200	21	河北田野	500
10	华星化工	1000	国内其它非正常产能		8000
11	红太阳	1000	其它海外生产商		2000
12	盐城利民	720	总计		40000

资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

《吡虫啉污染排放标准》于2011年7月1日起正式实施。该《准入条件》对吡虫啉原药生产企业的生产布局、工艺装备和生产规模、能耗与环保等方面提出了具体要求（例如吡虫啉新建装置的原药生产规模必须达到年产2000吨，含量98%以上），从而提升了行业准入壁垒。

图表38 吡虫啉原药生产准入条件中对污染物的产生量与处理方案

	主要污染物	排放量	处理方法
废气	氯气、氯化	0.07	降膜吸收、碱中和
	丙烯醛、丙烯	0.02	焚烧
	环戊二烯	0.01	焚烧
废水	丙烯醛、丙烯腈、叔丁醇、盐酸	3	蒸馏回收、碱中和后物化、生化处理
	DMF、钠盐	2	回收 DMF 后物化生化处理
	咪唑烷、DMF、氯化钠	5-10	回收 DMF 后物化生化处理
废渣	多聚物、炭化	1-2	焚烧

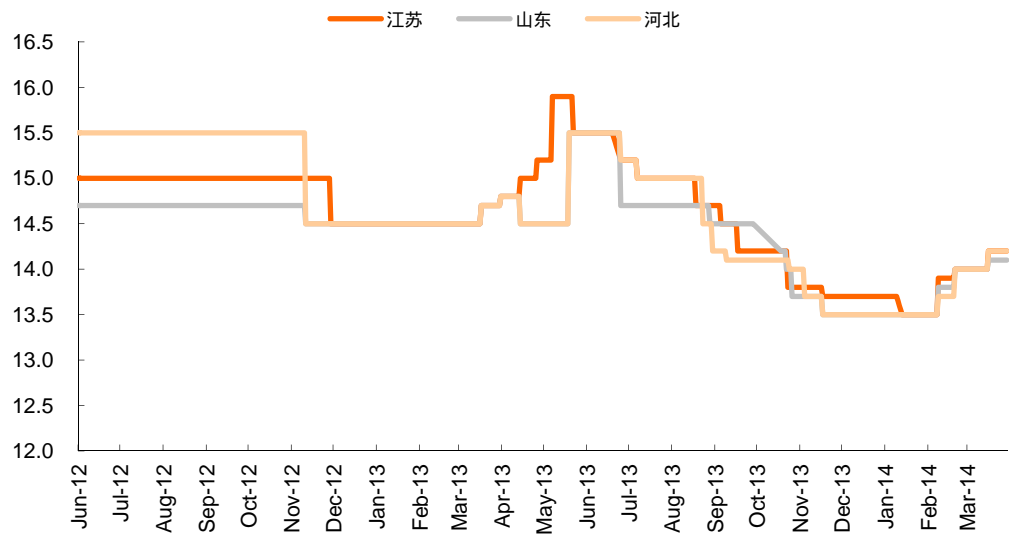
资料来源：环保部、平安证券研究所

在环保压力和持续2年价格低谷影响下，众多吡虫啉原药生产企业纷纷亏损停产。目前我国闲置的非正常产能8000吨/年受产业政策及环保因素的影响难以开展，除拜耳外的其他海外产能也无供应量，因此全球实际有效产能仅为3.0万吨/年，相比较吡虫啉的2.2万吨/年的表观需求量而言，吡虫啉供需相对平衡。

■ 吡虫啉价格分析：价格从2011年下半年开始复苏，目前稳定在14~15万元/吨水平

受国内众多吡虫啉原药生产企业因价格低迷而产能停产，2011年印度通过新的农药管理法案，对吡虫啉的生产登记重新进行梳理（提升环保、清洁生产等方面的标准），其原药生产受到一定影响，带动同期国内原药的出口增长较为明显，国内吡虫啉行业从2011年下半年开始复苏，价格由2011年底的9~10万元/吨上扬到2012年的14~15万元/吨，2013年5月价格达到16万元/吨，目前售价稳定在14~15万元/吨，我们预计未来吡虫啉价格有望维持在这个水平。

图表39 国内吡虫啉原药价格走势（万元/吨）



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

■ 公司吡虫啉业务分析：技术处于国内领先水平，通过技改提升产能

公司作为国内生产吡虫啉的主要企业之一，具有明显的竞争优势，生产的吡虫啉纯度达98%，收率大于90%，纯度和收率一直处于国内领先水平。

为了延长吡虫啉使用寿命，公司在清洁生产和改进工艺方面做了很多工作，特别是在清洁工艺上，引入了固光工艺。公司于2012年使用超募资金对原有的生产工艺进行了技术升级，新建1000吨/年吡虫啉生产线以替代2007年建成的1000吨/年吡虫啉生产线，通过使用固体光气替代三氯氧磷，加入少量的二甲基甲酰胺新工艺，比原工艺减少70%的废水排放量，实现了清洁生产，比原工艺降低单位成本4200元/吨，从而巩固和提高公司吡虫啉产品在行业内的核心竞争力和行业地位。

在库存清理和装置技改的推动下，公司2013年吡虫啉销量为2600~2700吨，产品售价为14~15万元/吨，毛利率为30%。技改项目投产后，公司后续综合成本有望进一步降低，预计2014年公司吡虫啉产销量有望达到3000吨，毛利率水平为30~32%左右。

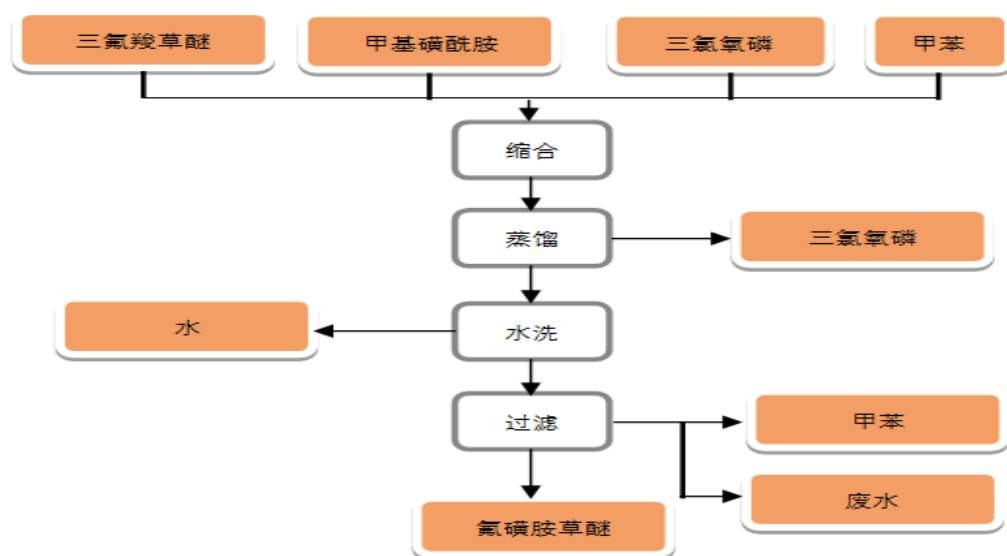
3.2 氟磺胺草醚：年需求量增速为8~10%，公司该业务盈利较为稳定

氟磺胺草醚为含氟二苯醚类选择性旱田除草剂，用于大豆、果树、橡胶园等作物防除阔叶杂草。

■ 氟磺胺草醚特点与生产工艺

氟磺胺草醚毒性低，对人、畜低毒，无致癌、致畸、致突变作用，对鱼类、水生生物、鸟及蜜蜂均低毒；对环境的污染小，溶解于水中，通过配制成水剂，可以减少因大量使用有机溶剂而对环境造成破坏，这是其它制剂所不能达到的；吸收性好、除草迅速、效果好、耐雨水冲刷，在土壤中有极好的活性，能够很快被杂草吸收，施药4~6小时后下雨不影响药效的发挥，即使药液被水冲刷进入土壤中，也可以通过根部吸收进入杂草，从而发挥作用，达到防除杂草的效果。

图表40 氟磺胺草醚生产工艺



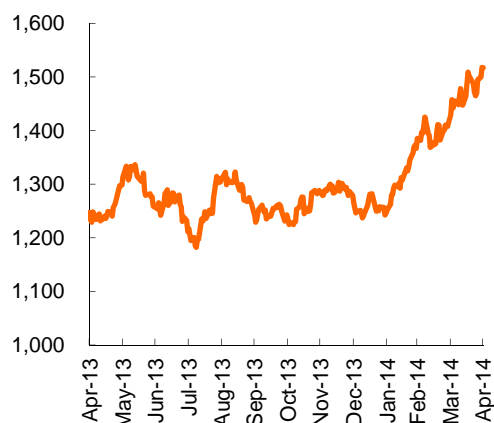
资料来源：百川资讯、平安证券研究所

■ 氟磺胺草醚需求分析：预计年需求增速为8~10%左右

1、现有市场：大豆价格上涨带动氟磺胺草醚需求量增加

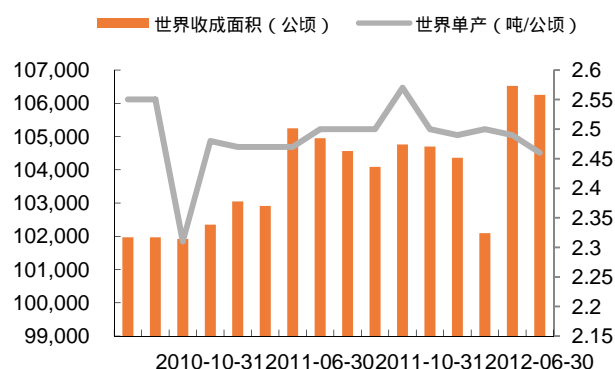
随着全球农业和经济的发展，大豆作为最重要的农作物之一，其作用和价值无法替代，随着价格持续上涨，大豆种植面积不断提高，将带动大豆田除草剂氟磺胺草醚需求量增加。

图表41 全球大豆价格持续上涨（美分/蒲式耳）



资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

图表42 世界大豆月度收成面积和单产量



资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

2、新市场：美国批准氟磺胺草醚用于毛豆带来新增需求

氟磺胺草醚2014年获美国环保署登记用于毛豆，将在毛豆产品中新增两种作用模式，且是首个可用于芽后阔叶杂草防除的除草剂，这将增加氟磺胺草醚需求量。

3、替代需求：对后茬作物安全，将成为取代咪唑乙烟酸和氯嘧磺隆的主要品种之一

在非转基因大豆田除草剂中，咪唑乙烟酸、氯嘧磺隆防除范围广、效果好，且有一定的价格优势，以往一直是国内用于大豆田除草的主要品种，但目前其残留高、不宜后茬轮作的劣势日益突出，中

国东北某些地区已经禁止使用。氟磺胺草醚高效、低毒、低残留，对大豆及后茬作物安全性高，在大豆田苗后防除阔叶杂草上有十分突出的效果和作用，随着高残留产品的逐步退出和农民用药习惯的逐渐转变，氟磺胺草醚将成为取代咪唑乙烟酸和氯嘧磺隆的主要品种之一。

图表43 氟磺胺草醚与类似产品的替代作用及竞争关系分析

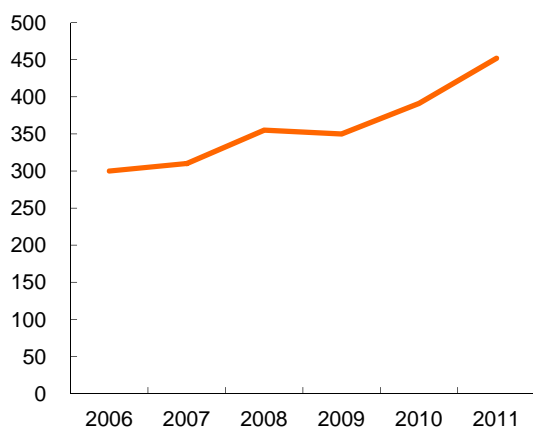
产品	功效	替代作用及竞争关系分析
咪唑乙烟酸	用于豆科作物防除禾本科及阔叶杂草	与氟磺胺草醚同样均可用于大豆阔叶杂草的防治，有较大的替代作用。但是用咪唑乙烟酸残留较高，后茬不宜种植油菜，水稻等敏感作物
氯嘧磺隆	用于防除大豆等作物阔叶杂草及某些禾本科杂草	与氟磺胺草醚同样均可用于大豆阔叶杂草的防治，有较大的替代作用。但后茬不宜种植水稻、瓜类、蔬菜等，不具备同等的安全性
灭草松	用于水稻、大豆等作物防除莎草科和阔叶杂草	与氟磺胺草醚同样均可用于大豆阔叶杂草的防治，有一定的替代作用。但在干旱或低温雨涝时施药，可能产生药害
异恶草松	用于豆科作物防除禾本科及阔叶杂草	药性较强，主要用于防治鸭拓草、刺儿菜等多年生疑难杂草，一般与氟磺胺草醚复配使用，基本不存在替代作用

资料来源：百川资讯、平安证券研究所

4、预计氟磺胺草醚未来年需求增速为8~10%

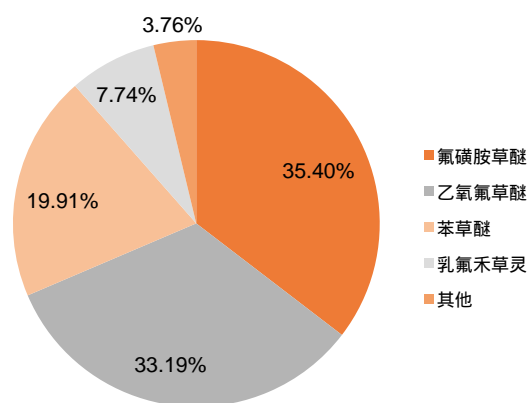
氟磺胺草醚所处的二苯醚类除草剂在过去几年中市场销售额稳定增长，2011年二苯醚类除草剂销售额为4.52亿美元，2006~2011年销售额年复合增长率为8.5%左右，其中氟磺胺草醚为二苯醚类除草剂中最重要的组成部分，2011年销售额达到1.6亿美元，占二苯醚类除草剂份额高达35.40%，预计未来氟磺胺草醚年需求增速为8~10%左右。

图表44 二苯醚类除草剂市场销售额（百万美元）



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表45 2011年二苯醚类除草剂市场份额



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

■ 公司氟磺胺草醚业务分析：60%以上通过长单供应国外，盈利较为稳定

先正达是氟磺胺草醚全球主要的制剂供应商，占据全球绝大部分市场份额，在美国和巴西市场中取得25%氟磺胺草醚水剂登记的仅有先正达一家，公司与先正达在美国和巴西市场取得了氟磺胺草醚的联合登记。公司取得的48%氟磺胺草醚登记为先正达公司唯一登记的该产品供应商，在美国和巴西市场没有其它厂商竞争。

目前国内氟磺胺草醚年产量约在1万吨左右，主要登记氟磺胺草醚的企业有十余家，公司氟磺胺草醚

产能为2400吨/年，国内市占率超过20%，其中60%以上是为农药巨头先正达定制生产，以长单形式卖到国外。公司通过自主创新技术生产的氟磺胺草醚三废少、成本低，收率可达94%，产品纯度达到98%以上，综合竞争优势显著。2013年公司氟磺胺草醚产量达到2700~2800吨，出口含税价为10万元/吨，比国内高1万元/吨，再加上9%的出口退税，毛利率可达到30%左右，预计2014年公司氟磺胺草醚产销量维持在2500吨左右水平，毛利率保持在30%左右，该业务盈利较为稳定。

3.3 麦草畏：市场空间巨大，公司 2014 年步入收获期

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，对小麦、玉米、谷子、高粱等禾本科作物比较安全，具有杀草力强、药效迅速、用量少（仅9.5g / 亩）、持效适中、经济效益高等特点。玉米和小麦是麦草畏的传统应用领域，目前麦草畏应用在水稻的普及率较低，多处于试验阶段，在大豆和棉花上的应用几乎是空白。我们看好麦草畏在水稻、大豆、棉花上的应用前景，其中水稻属于禾本科植物，对麦草畏具有较强的耐药性，而大豆和棉花主要得益于抗麦草畏转基因品种的研发和推广。

■ 麦草畏需求分析：耐麦草畏转基因作物助推麦草畏原药市场爆发增长

1、竞争产品禁用、种植面积增加推动麦草畏原药需求增长

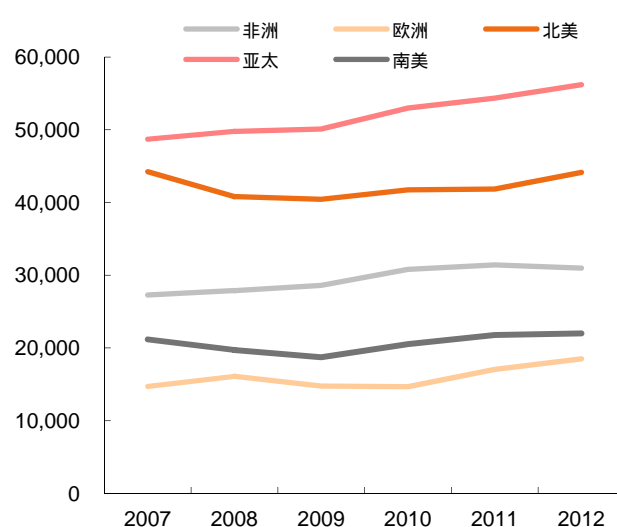
受甲磺隆等其他除草剂产品挤压因素影响，麦草畏单剂在国内市场认可度较低。近年来，随着氯磺隆和甲磺隆制剂的禁用和限制，国内麦草畏需求增长的迹象明显。目前我国麦草畏产品以出口为主，国际市场在不考虑转基因作物推广影响，每年麦草畏原药需求稳定增长，2013年全球麦草畏原药总需求量在1.5万吨左右。

图表46 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47 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

2、抗麦草畏转基因作物推广助推麦草畏原药需求爆发式增长

由于草甘膦大面积长期使用带来的抗性越来越明显，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、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。

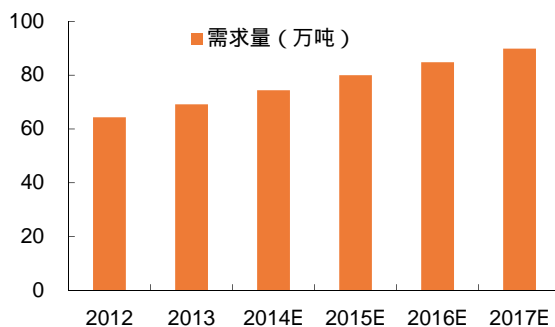
图表48耐麦草畏转基因作物最新进展

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

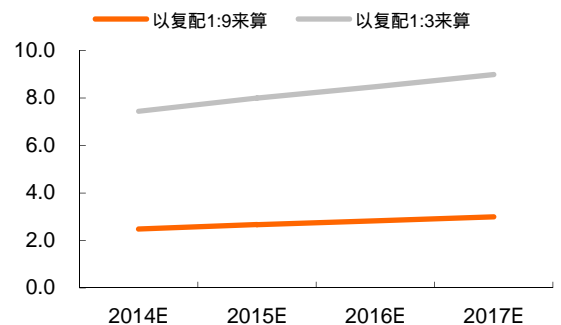
麦草畏通常与其他农药搭配使用，制成的麦草畏混剂不仅能增加防效、扩大杀草谱，还可以减少麦草畏用量，提高对作物安全性。假设草甘膦与麦草畏复配的施用面积为草甘膦总的施用面积的30%，并且其复配比例为1:3~1:9之间。预计到2017年，草甘膦全球需求总量约为90万吨，根据测算，麦草畏与草甘膦复配产生的需求量为3~9万吨，为2013年麦草畏需求量的2~6倍。

图表49全球草甘膦需求量预测



资料来源：bloomberg、平安证券研究所

图表50全球麦草畏未来需求增量预测 (万吨)



资料来源：平安证券研究所

■ 麦草畏供给分析：未来产能增加有限，供求持续偏紧

麦草畏生产存在较高技术壁垒，目前全球只有巴斯夫、先正达、扬农化工和升华拜克等少数公司能够规模化生产。各大厂家都超负荷生产，开工率普遍较高，共计约1.6万吨产量，其中中国年产能约5000~7000吨，目前麦草畏维持供求偏紧格局。

图表51麦草畏现有产能情况

生产企业	装置位置	设计产能	开工率	年生产量
巴斯夫	德国	5000	100%	5000
先正达	瑞士	2000	100%	2000
Gharda	印度	1000	50%	500
升华拜克	浙江	2000	70%	1050
扬农化工	江苏	1500	90%	1350
嘉隆化工	江苏	1000	50%	500

好收成	江苏	500	100%	500
长青股份	江苏	2000	100%	2000
其他		3000	100%	3000
合计		18000		15900

资料来源：百川资讯、平安证券研究所

随着长青股份2000吨/年的麦草畏新产能于2013年12月全面投产，未来三年全球麦草畏新增产能主要来自扬农化工和巴斯夫。预计2017年全球麦草畏累计产能为3万吨/年，与超过3万吨/年的需求增量相比，供需将呈现巨大缺口。乐观估计，产能不足在2014年就开始存在。

图表52 麦草畏2014~2017年新增产能情况

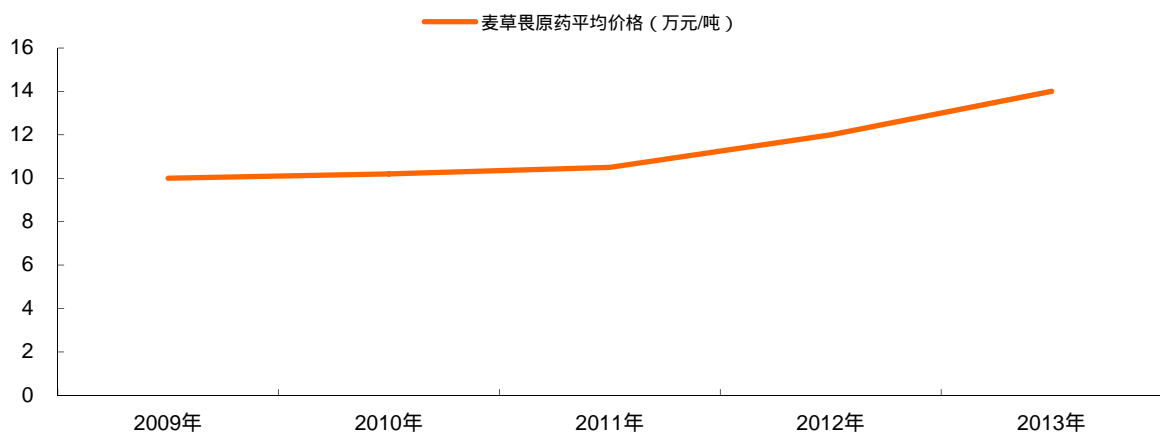
生产企业	装置位置	设计产能（吨）	预计投产时间
扬农化工	江苏	5000	2014年4季度
巴斯夫	德国	7000	2017年
合计		12000	

资料来源：百川资讯、平安证券研究所

■ 麦草畏价格分析：麦草畏有望持续景气，价格有望不断上扬

从2009到2013年麦草畏价格涨幅高达40%，截止2014年4月，国内麦草畏原药报价为14.1万/吨，草甘膦杂草抗性和转基因推广合力促麦草畏需求增长，预计2014~2017年麦草畏新增需求保持快速增长，2017年麦草畏需求总量有望超过4.5万吨，而2017年行业累计产能仅为3万吨，麦草畏将持续供不应求，未来几年麦草畏迎长景气周期，价格有望不断上扬。

图表53 麦草畏原药价格持续上涨



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

■ 公司麦草畏业务分析：2014年正式步入收获期

公司2000吨/年麦草畏原药生产线项目已于2013年上半年投入试生产，2013年12月通过了南通市环境保护局组织的环境保护竣工验收，公司麦草畏主要是销售给国外大客户，2013年实现销量约500吨，因产能尚未得到释放且前期公用工程投入较大，2013年麦草畏业务亏损144.37万元，2014年公

司麦草畏业务正式步入收获期,目前与几个客户在商谈合作,预计2014年实现产销量达2000吨左右,产品含税售价约14万元/吨,毛利率超过30%,吨净利3万元,2014年有望贡献6000万元净利润。

3.4 啶虫脒：行业需求快速增长，公司啶虫脒 2014 年 2 季度开始正式销售

啶虫脒是日本曹达株式会社于20世纪90年代初发现和开发的新型杀虫剂，是继吡虫啉后又一种氯代烟碱类杀虫剂。广泛用于水稻，尤其是蔬菜、果树、茶叶的蚜虫、飞虱、蓟马、部分鳞翅目害虫等的防治。具有触杀和胃毒作用，并有卓越的内吸活性。对半翅目、鳞翅目、鞘翅目以及总翅目害虫均有效。该品种无交互抗性，对拟除虫菊酯及有机磷农药已产生抗药性的害虫，具有良好的防治效果，是替代高毒农药的理想药剂之一。

■ 啶虫脒作用特点与生产工艺

啶虫脒具有高效、广谱、低毒、内吸性良好的特点，触杀和渗透较强，杀虫速效，持效性好，药效可达20天。作用于虫体内的乙酰胆碱受体后，引起异常兴奋，从而导致受体机能的停止和神经传输的阻断，导致害虫痉挛、麻痹而死亡。对常规有机磷、氨基甲酸酯以及拟除虫菊酯类等农药产生抗性的害虫有特效。

图表54 啶虫脒生产工艺及特点

工艺	特点
2-氯 5-氯甲基吡啶法	要求采用氯化钠，氰化钠在使用和储存时有一定的危险性
2-氯 5-氯甲基吡啶甲胺化法	反应步骤少，操作方便，收率高，只稳定
N-氰基乙脒	需甲基化，反应收率不高
2-氯 5-氯甲基吡啶甲基吡啶法	

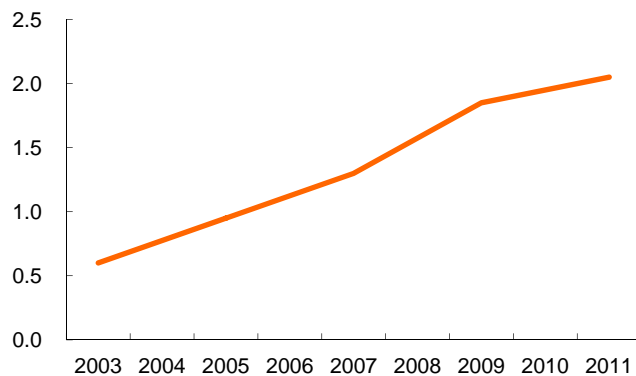
资料来源：百川资讯、平安证券研究所

■ 啶虫脒供需分析：销售额快速增长，供给较为集中，价格运行平稳

啶虫脒因其对害虫有速效、环境污染小等优异特性，一经推出，便获得极大成功。自1996年上市，其销售额不断上升，2011年全球实现啶虫脒销售额达到2.05亿美元，啶虫脒占新烟碱类杀虫剂份额达7%，2003~2011年销售额年均增速为16.60%。部分“一喷三防”政府招标项目中有很大比重是集中在吡虫啉、啶虫脒等产品，政策支持为啶虫脒的需求增长提供了有利条件，此外，啶虫脒还可填补欧盟吡虫啉临时禁用的市场。

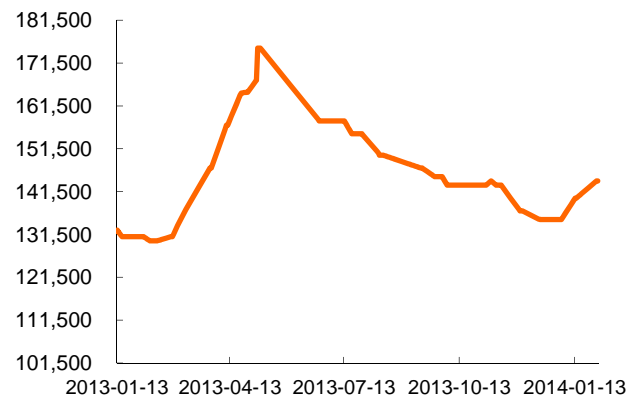
目前国内几乎所有的吡虫啉原药生产厂家均有一定量的啶虫脒的生产，而由于成本上的原因，目前国内啶虫脒原药的生产也是主要集中在一些自己配套有2-氯5-氯甲基吡啶生产的厂家，市场集中度较高。且各家技术水平和合成路线的不同，其原药含量也由95%-98%不等，90%以上均为出口，其余的少量在国内也基本以复配剂型销售为主，原药的销售很少。啶虫脒处于供需平衡状态，2013年啶虫脒价格运行平稳，目前啶虫脒价格为14~15万元/吨水平。

图表55 全球啮虫脒销售额快速增长（亿美元）



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表56 啮虫脒价格运行平稳（元/吨）



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

■ 公司啮虫脒业务分析：产业链完整，预计2014年2季度开始正式销售

公司的啮虫脒生产已形成从中间体-原药-制剂的完整农药产业链，产品较其他仅生产中间体或原药的企业具有较大成本优势。公司计划发行的可转债募集资金项目投向之一为年产1000吨的啮虫脒原药项目，项目资本金总投资为9820万元，其中固定资产投资9271万元，铺底流动资金549万元。2014年3月啮虫脒项目开始试生产，2014年2季度开始正式对外实现销售，预计2014年全年可实现销量为600~700吨，含税售价为15万元/吨，毛利率为30%左右，预计2014年贡献毛利约2700万元。

图表57 公司啮虫脒项目盈利能力预测

序号	指标名称	指标值		备注
		税前	税后	
1	项目投资财务内部收益率	20.48%	16.26%	- -
2	项目投资财务净现值（万元）	3935.84	1903.72	iC=12%
3	项目投资回收期（年）	5.52	6.28	含建设期1年

资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、南通基地项目+可转债项目:为公司提供长期增长动力

4.1 南通项目滚动式发展提供业绩增长来源

公司南通基地占地面积达604亩，规划在南通分两期建设19个原药项目，一期包括八个原药项目（总产能合计7300吨/年），二期包括十一个原药项目（总产能合计13100吨/年），据中蓝连海设计研究院编制的可行性研究报告，十九个原药项目全部建成后，年均销售收入为21.08亿元，年均利润总额为42397万元，总投资收益率37.59%。

2013年南通子公司原药生产基地已投入资金3亿余元完成了604亩土地征用和道路、围墙、管网、消防、污水处理工程等公用基础设施建设，年产2000吨麦草畏原药生产线项目也已正式投入生产，该项目产能、质量和技术指标均达预期目标，该项目的顺利投产将进一步提升了公司的盈利能力和综合竞争力。南通基地其他储备品种丰富公司产品线，提升估值水平，南通基地每年有望投产3~4个产品，南通基地滚动式发展提供业绩长期增长来源。

图表58南通基地各期产品产能及类别一览

	序号	产品名称	设计产能	类别	2009 年全球销售额 (亿美金)	2004~2009 年销售额复合增速
第一阶段	1	S-异丙甲草胺	3000	除草剂	-	-
	2	氟氟草酯	300	除草剂	1.00	10.00%
	3	麦草畏	2000	除草剂	2.00	10.00%
	4	环氧菌唑	300	杀菌剂	4.25	10.00%
	5	甲氧虫酰肼	500	杀虫剂	0.80	12.00%
	6	苯醚甲环唑	500	杀菌剂	2.10	10.90%
	7	吡氟酰草胺	73	除草剂	1.20	15.00%
	8	肟菌酯	200	杀菌剂	4.90	14.00%
第二阶段	9	丙硫菌唑	500	杀菌剂	4.21	70.00%
	10	噻虫胺	1000	杀虫剂	3.25	28.00%
	11	草铵膦	3500	除草剂	3.65	-
	12	啉虫脒	1000	杀虫剂	1.85	18.30%
	13	丙草胺	2000	除草剂	0.40	27.00%
	14	炔草酸	500	除草剂	-	-
	15	苯草酮	600	除草剂	-	-
	16	丙环唑	2000	杀菌剂	2.70	18.00%
	17	异恶草松	500	除草剂	2.55	25.00%
	18	咪唑乙烟酸	500	除草剂	1.50	5.00%
	19	氟磺胺草醚	1000	除草剂	1.25	11.00%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.2 可转债项目丰富公司产品结构

2013年7月，公司计划发行可转债募集6.32亿元投资7个项目，项目中S-异丙甲草胺、氟氟草酯、环氧菌唑（氟环唑）为南通基地一期规划项目，啉虫脒为南通基地二期规划项目，茚虫威、醚苯磺隆、2-苯并咪唑酮中间体为江都本部规划项目。该可转债项目于2014年获证监会审批通过，有望于2014年上半年发行成功。项目全部达产后，公司产品品种结构将得到进一步丰富，提升公司综合竞争力。盈利方面，每年可新增营业收入约8.40亿元，净利润约1.04亿元。

图表59公司发行可转债募集项目（万元）

序号	项目名称	产品种类	投资主体	项目总投资	拟使用募集资金
1	年产 3000 吨 S-异丙甲草胺原药项目	除草剂	江苏长青农化南通有限公司	10630	10630
2	年产 300 吨氟氟草酯原药项目	除草剂	江苏长青农化南通有限公司	7750	7750
3	年产 300 吨环氧菌唑（氟环唑）原药项目	杀菌剂	江苏长青农化南通有限公司	9580	9580
4	年产 1000 吨啉虫脒原药项目	杀虫剂	江苏长青农化南通有限公司	9820	9820
5	年产 200 吨茚虫威原药项目	杀虫剂	江苏长青农化股份有限公司	11000	11000
6	年产 450 吨醚苯磺隆原药项目	除草剂	江苏长青农化股份有限公司	9120	9120
7	年产 1000 吨 2-苯并咪唑酮中间体项目	中间体	江苏长青农化股份有限公司	5276	5276
合计				63176	63176

资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

公司本部吡虫啉、丁醚脲、氟磺胺草醚业务稳定增长，麦草畏、啶虫脒为2014年业绩增长主要来源，2015~2016年可转债项目和南通一期其他项目陆续投产，保证公司业绩增速达到股权激励考核目标。

核心假设：

- 1、2014年麦草畏贡献2000吨销量，毛利率为30%，净利率为20%；
- 2、2014年啶虫脒贡献700吨销量，毛利率为30%；
- 3、3000吨/年S-异丙草胺、450吨/年醚苯磺隆、1000吨/年2-苯并咪唑酮中间体2015年开始放量；
- 4、300吨/年氟氟草酯、300吨/年氟环唑、200吨/年茚虫威2016年开始放量；
- 5、公司三项费率保持稳定；
- 6、所得税率保持稳定；
- 7、公司各项业务收入、成本、毛利、毛利率情况预测见图表60。

基于上述假设，我们预测公司2014~2016年摊薄后EPS分别0.78元、0.98元、1.24元，5月20日收盘价对应2014~2016年动态PE分别为16.7、13.4、10.6倍左右，公司与国外客户合作较为密切，产品品种丰富，储备品种较多，未来规划产品主要瞄准市场空间大，有一定技术壁垒品种，未来3年增长较为确定，我们维持公司“推荐”投资评级。

图表60 公司主要产品收入和毛利率预测

产品	盈利预测主要假设	2013A	2014E	2015E	2016E
除草剂	营业收入（万元）	60,415.08	81,560.36	110,106.48	143,138.43
	营业收入增速	31.01%	35.00%	35.00%	30.00%
	营业成本（万元）	45,250.48	59,946.86	80,928.27	105,206.74
	销售毛利（万元）	15,164.60	21,613.49	29,178.22	37,931.68
	销售毛利率	25.10%	26.50%	26.50%	26.50%
杀虫剂	营业收入（万元）	88,381.79	101,639.06	116,884.92	140,261.90
	营业收入增速	21.68%	15.00%	15.00%	20.00%
	营业成本（万元）	63,020.29	72,163.73	82,988.29	99,585.95
	销售毛利（万元）	25,361.50	29,475.33	33,896.63	40,675.95
	销售毛利率	28.70%	29.00%	29.00%	29.00%
杀菌剂	营业收入（万元）	7,122.70	9,259.51	12,963.31	16,852.31
	营业收入增速	-1.23%	30.00%	40.00%	30.00%
	营业成本（万元）	6,126.59	7,963.18	11,148.45	14,492.99
	销售毛利（万元）	996.11	1,296.33	1,814.86	2,359.32
	销售毛利率	13.99%	14.00%	14.00%	14.00%
其他	营业收入（万元）	947.32	1,042.05	1,192.87	1,368.09

	营业收入增速	-15.70%	10.00%	14.47%	14.69%
	营业成本（万元）	809.43	875.32	1,002.01	1,149.20
	销售毛利（万元）	137.89	166.73	190.86	218.89
	销售毛利率	14.56%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	营业收入（万元）	156,866.89	193,500.98	241,147.58	301,620.73
	营业收入增速	23.43%	23.35%	24.62%	25.08%
	营业成本（万元）	115,206.79	140,949.10	176,067.02	220,434.88
	销售毛利（万元）	41,660.10	52,551.88	65,080.57	81,185.85
	销售毛利率	26.56%	27.16%	26.99%	26.92%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

六、风险提示

- 1、全球农产品价格回落风险；
- 2、公司主要产品价格回落风险；
- 3、新项目进展低于预期风险。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	997	1377	1905	2526	
现金	319	544	865	1226	
应收账款	166	205	255	319	
其他应收款	8	10	12	16	
预付账款	33	40	50	62	
存货	359	439	548	687	
其他流动资产	114	140	174	217	
非流动资产	1275	1188	1093	995	
长期投资	1	1	1	1	
固定资产	849	847	815	761	
无形资产	103	98	93	88	
其他非流动资产	322	241	184	145	
资产总计	2273	2564	2998	3521	
流动负债	180	194	225	264	
短期借款	70	70	70	70	
应付账款	96	118	147	185	
其他流动负债	14	6	8	10	
非流动负债	134	232	331	430	
长期借款	100	199	298	397	
其他非流动负债	34	33	33	33	
负债合计	314	426	556	694	
少数股东 权益	19	16	12	8	
股本	210	315	315	315	
资本公积	1146	1041	1041	1041	
留存收益	584	768	1078	1469	
归属母公司股东权益	1940	2123	2430	2819	
负债和股东权益	2273	2564	2998	3521	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	205	182	213	245	
净利润	190	245	306	387	
折旧摊销	59	85	92	96	
财务费用	-3	0	-3	-9	
投资损失	-5	-5	-5	-5	
营运资金变动	-61	-143	-178	-226	
其他经营现金流	25	-0	1	2	
投资活动现金流	-444	7	7	7	
资本支出	451	0	0	0	
长期投资	0	-0	0	0	
其他投资现金流	7	7	7	7	
筹资活动现金流	89	36	102	108	
短期借款	10	0	0	0	
长期借款	100	99	99	99	
普通股增加	4	105	0	0	
资本公积增加	59	-105	0	0	
其他筹资现金流	-84	-63	3	9	
现金净增加额	-148	225	322	361	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	1569	1935	2411	3016	
营业成本	1152	1409	1761	2204	
营业税金及附加	2	0	0	0	
营业费用	52	64	80	100	
管理费用	138	170	212	265	
财务费用	-3	0	-3	-9	
资产减值损失	2	2	2	2	
公允价值变动收益	-2	-2	-2	-2	
投资净收益	5	5	5	5	
营业利润	229	292	363	457	
营业外收入	7	7	7	7	
营业外支出	15	15	15	15	
利润总额	221	284	355	449	
所得税	31	39	49	62	
净利润	190	245	306	387	
少数股东损益	-2	-3	-4	-4	
归属母公司净利润	193	247	309	391	
EBITDA	285	377	451	544	
EPS (元)	0.92	0.78	0.98	1.24	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力					
营业收入(%)	23.43	23.35	24.62	25.08	
营业利润(%)	29.55	27.44	24.35	25.93	
归属母公司股东权益(%)	20.71	28.53	25.00	26.49	
获利能力					
毛利率(%)	26.56	27.16	26.99	26.92	
净利率(%)	12.27	12.79	12.83	12.97	
ROE(%)	9.92	11.66	12.73	13.88	
ROIC(%)	10.86	13.63	16.09	18.81	
偿债能力					
资产负债率(%)	13.82	16.62	18.55	19.72	
净负债比率(%)	54.11	63.11	66.17	67.27	
流动比率	5.53	7.10	8.47	9.57	
速动比率	3.54	4.83	6.03	6.97	
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.80	0.87	0.93	
应收账款周转率	10	10	10	10	
应付账款周转率	13.76	13.15	13.27	13.28	
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.78	0.98	1.24	
每股经营现金流	0.65	0.58	0.67	0.78	
每股净资产	6.15	6.73	7.71	8.94	
估值比率					
P/E	21.52	16.74	13.39	10.59	
P/B	2.14	1.95	1.71	1.47	
EV/EBITDA	14	11	9	7	

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室

邮编：100031