

利尔化学 (002258)

吡啶氯化仍有延展性，草铵膦打开空间 买入（首次）

2017年12月17日

投资要点

■ **公司是氯代吡啶类农药龙头。**公司是国内规模最大的氯代吡啶类农药原药生产企业，是继陶氏益农之后全球第二家成功掌握氟基吡啶氯化技术的企业。产品覆盖了前五大主要的氯代吡啶类除草剂，产品质量领先、上下游一体化。

■ **吡啶氯化有较高的壁垒，氯代吡啶类农药仍有较大的发展空间。**氯代吡啶类农药目前全球的销售额约在90亿元，公司的市占不足10%。随着氟基吡啶酯和氟基吡啶酯投入市场，我们预计近期氯代吡啶类除草剂的市场容量接近20亿美元。氯代吡啶类除草剂销售规模超亿元的6个品类中，公司涉足五个，并且公司的氟基吡啶酸具备延展到氟基吡啶酯和氟基吡啶酯的可能。近年来，公司先后通过外延并购向氯代吡啶上游关键中间体领域延伸，增强行业集中度，具备做大做强氯代吡啶类除草剂的可能。此外，公司业务最近还涉足四氯吡啶、五氯吡啶，这些中间体也具有非常强的延伸性和可塑性。

■ **草铵膦业务打开公司的成长空间，公司的优势地位进一步巩固。**草铵膦是未来颇具潜力的除草剂品种，和草甘膦搭配使用，或在禁用百草枯的国家和地区有较大的发展机会。公司绵阳基地的草铵膦和同类企业相比，具有一定的成本优势。广安基地1万吨草铵膦投资强度只有同类企业的1/3-1/4，我们认为采用了全新的生产工艺，生产成本得到大幅度降低。随着广安项目的逐步投产，公司的优势将会进一步巩固，草铵膦的进入壁垒大幅提升，同时其他新增产能释放速度存在低于预期的可能。

■ **江苏快达进入业绩快速增长期。**2011年公司通过参与增发的方式获得了江苏快达51%股权，江苏快达是国内最早从事取代脲类除草剂、磺酰脲类除草剂、异菌脲杀菌剂的生产企业，苄嘧磺隆、苯噻酰草胺、异菌脲以及取代脲类除草剂国内市场占有率领先。目前，江苏快达光气及光气化产品20000吨/年，近期计划扩至50000吨/年。随着快达农化搬迁逐步进入尾声，国家加强对固光的管控，相关业务开始稳步向好。

投资建议

■ 我们预计公司2017-2019年营业收入分别为26.93亿元、31.11亿元和47.12亿元，净利润分别为3.67亿元、4.75亿元和8.61亿元，EPS分别为0.70元、0.91元和1.64元，对应当前股价PE分别为21X、16X和9X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：草铵膦建设不及预期，产品价格大幅波动。

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1982	2693	3111	4712
同比(%)	33%	36%	16%	51%
净利润(百万元)	208	367	475	861
同比(%)	50%	76%	29%	81%
每股收益(元/股)	0.40	0.70	0.91	1.64
P/E	37.53	21.31	16.47	9.10

资料来源：Wind，东吴证券研究所

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199761

chaiqh@dwzq.com.cn

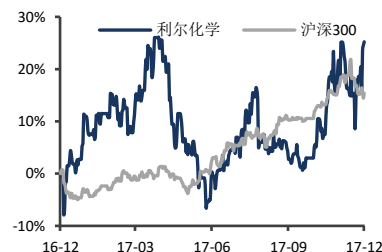
证券分析师 沈晓源

执业证号：S0600517030002

021-60199761

shenxy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.91
一年最低/最高价	11.06/15.48
市净率(倍)	3.53
流通市值(百万元)	7,808.06

基础数据

每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	35.37
总股本(百万股)	524.37
流通股(百万股)	523.68

相关研究

目录

1. 公司概况	4
1.1. 国内氯代吡啶的生产龙头	4
1.2. 上市之初，公司的业务集中在氯代吡啶领域	4
1.3. 公司成长空间基本打开	5
2. 氯代吡啶类农药仍有较大发展空间	6
3. 草铵膦业务打开公司的成长空间	7
4. 江苏快达业务进入业绩爆发期	9
5. 农药制剂：渐入佳境	9
6. 公司的激励机制较为有效	10
7. 盈利预测与财务分析	10
7.1. 基本假设	10
7.2. 盈利预测与财务分析	10
7.3. 风险提示	11
7.3.1. 草铵膦投产不达预期的风险	11
7.3.2. 产品价格大幅下降的风险	11

图表目录

图表 1: 公司股权结构及控股参股示意图.....	4
图表 2: 利尔化学的产能.....	5
图表 3: 营业收入及同比增速.....	5
图表 4: 归母净利润及同比增速.....	5
图表 5: 利尔化学营收构成 (%)	6
图表 6: 利尔化学毛利构成 (%)	6
图表 7: 2014 年吡啶类除草剂的市场份额.....	6
图表 8: 吡啶类除草剂的销售额及其市占 (单位:)	6
图表 9: 主要的吡啶类除草剂的品种及市场情况.....	7
图表 10: 利尔化学的吡啶类除草剂自成体系, 有很强的延展性.....	7
图表 11: 三大灭生性除草剂的介绍.....	8
图表 12: 草铵膦的全球销售额 (亿美元)	8
图表 13: 国内的草铵膦的投资强度差别很大.....	9
图表 14: 草铵膦全球产能统计.....	9

1. 公司概况

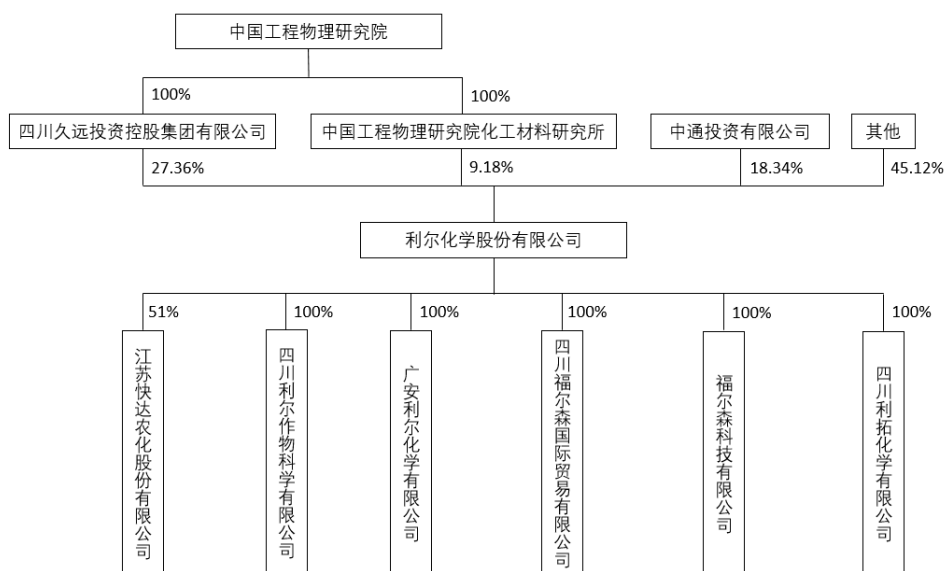
1.1. 国内氯代吡啶的生产龙头

利尔化学股份有限公司由中国工程物理研究院于1993年发起设立，于2008年7月在深交所挂牌上市。经过多年的发展，公司在中国工程物理研究院的大力支持下，研发技术业内领先，氯代吡啶类除草剂获得四川省名牌，是国内氯代吡啶的生产龙头。目前，公司已成为国内知名的农药生产企业。

公司主要从事高效、安全类农药的研发、生产和销售。产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列共30余个原药、100余个制剂品种以及部分化工中间体。产品出口美国、巴西、阿根廷、澳大利亚等三十多个国家和地区，与美国陶氏、德国拜耳等多家行业内国际顶尖农化企业建立了长期稳定的战略合作关系。

公司控股股东为四川久远投资控股集团有限公司，其直接持有公司27.36%的股份。公司实际控制人为中国工程物理研究院。

图表1：公司股权结构示意图



资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 上市之初，公司的业务集中在氯代吡啶领域

公司目前有四川绵阳、江苏南通、四川广安三个主要生产基地。绵阳基地主要生产氯代吡啶类农药，南通基地主要生产取代脲类、磺酰脲类除草剂以及相关中间体，广安基地主要生产草铵膦及其中间体。此外，公司还控股了启明星氯碱，拟收购比德生化以及鹤壁赛科等从事上游中间体或者关键原材料的企业。

绵阳基地集中了公司的原药的主要产能，除草铵膦外，主要是二氯吡啶酸、安氯吡啶酸、氯氟吡氧乙酸、三氯吡氧乙酸、氯氨吡啶酸、炔草酯、氟环唑等产品。

广安基地主要是草铵膦、丙炔氟草胺以及氟环唑等产品。

如东基地主要是一些光气衍生物产品，比如取代脲类、磺酰脲类除草剂。

图表2： 利尔化学的产能（单位：吨）

	绵阳利尔	广安利尔	江苏快达	备注
草铵膦	5600	10000（在建）		
二氯吡啶酸（毕克草）	2800			其中 1000 吨在建
氯氟吡啶酸（毒莠定）	3000			
氯氟吡氧乙酸酯（氟草烟）	1300			其中 800 吨在建
三氯吡氧乙酸酯（绿草定）	1500			在建
氯氟吡啶酸	2500			
解毒唑	510			炔草酯中间体， 在建
炔草酯	510			在建
氟环唑	1500	1000（在建）		在建
丙炔氟草胺		1000（在建）		
光气衍生物			20000	远期规划 5 万吨

资料来源：环评报告（绵阳利尔为 2016 年 3 月数据），东吴证券研究所

1.3. 公司成长空间基本打开

公司已形成农药中间体、农药原药、农药制剂三头并举发展的完整产业链。

公司产品结构中，农药原药占据主要地位，公司的盈利水平受农药原药影响较大。2016 年，农药原药营收及毛利均大幅上升，带动公司业绩大幅改善，公司营业收入达到 19.82 亿元，同比增长 33.12%，实现归母净利润 2.08 亿元，同比增长 50.48%。2017 年，公司前三季度营收高达 19.43 亿元，同比增长 38.36%，经营业绩持续向好。

图表3： 营业收入及同比增速



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表4： 归母净利润及同比增速

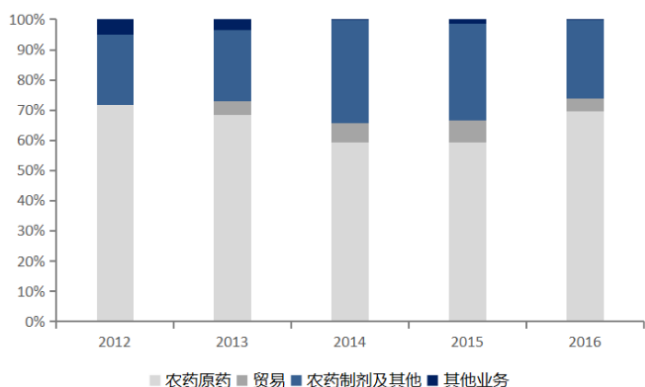


资料来源：Wind，东吴证券研究所

从收入结构来看，农药原药是公司的主要收入来源。2012-2016 年，农药原药贡献了超过 60%的营业收入和 70%以上的毛利。除 2014 年以外，农药原药收入均保持高速增长，2012-2016 年农药原药营收由 9.15 亿元增长至 13.78 亿元，毛利由 2.29 亿元增长至 4 亿元，年均复合增长率均超过 10%。

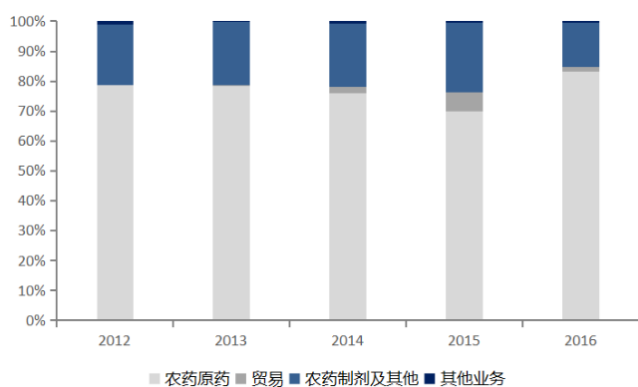
公司农药制剂及其他营收不断提升。2016 年，公司全资子公司利尔作物大力实施品牌运营策略，拓展草胺膦国内制剂市场，并推出杀菌剂等其他品牌系列产品。农药制剂及其他板块营收从 12 年的 3 亿元增长至 2016 年的 5.16 亿元，营收占比提升至 26%，实现毛利 7214.98 万元。

图表5：利尔化学营收构成（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表6：利尔化学毛利构成（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

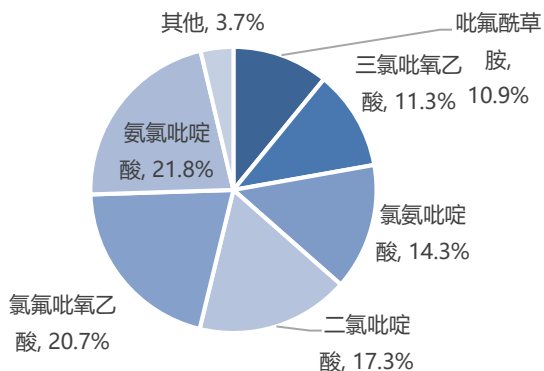
2. 氟代吡啶类农药仍有较大发展空间

吡啶类除草剂属于比较成熟的产品，主要由陶氏开发，最早的吡啶类除草剂氟氯吡啶酸 1963 年上市。事实上，21 世纪以来并没有新产品推出。比较值得关注的动向主要是陶氏开发的氟氯吡啶酯（开发代号为：XDE-848）和氟氯吡啶酯（开发代号为：XED-729）。这两个品种都是芳基吡啶甲酸酯类化合物，属于合成生长素类除草剂。其中氟氯吡啶酯主要针对谷物，氟氯吡啶酯用于水稻。根据陶氏的预估，氟氯吡啶酯的年峰值销售额将超出 2.00 亿美元，而氟氯吡啶酯的年峰值销售额将突破 4.00 亿美元。

不同结构的吡啶类除草剂具有不同的作用方式。吡啶羧酸结构除草剂（二氯吡啶酸、氟氯吡啶氧乙酸、氟氯吡啶酸、三氟吡啶氧乙酸）同苯氧羧酸类除草剂一样，属于合成生长素类除草剂，主要防治阔叶杂草。氟硫草定和噻唑烟酸为微管组装抑制剂，类似于二硝基苯胺类除草剂。吡啶酰草胺通过抑制类胡萝卜素的生物合成，从而使植株萎黄死亡。

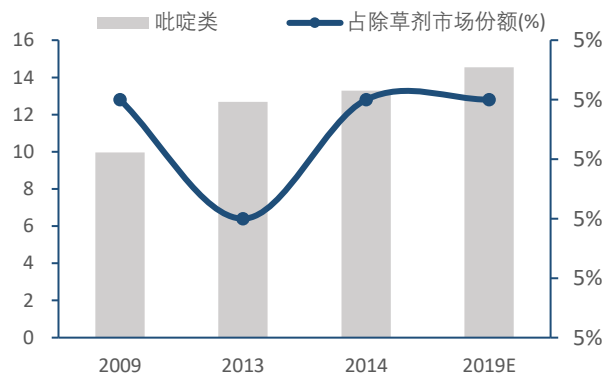
目前，全球共有 10 个在役吡啶类除草剂品种。2014 年，全球吡啶类除草剂的销售总额大约 13.28 亿美元，市占率一直稳定在 5% 左右，据《现代农药》统计，2019 年全球销售额约在 14.55 亿美元。吡啶类除草剂中，销售规模超亿元的品种有 6 个，其中销售规模前五的品种全部由陶氏开发。

图表7：2014 年吡啶类除草剂的市场份额



数据来源：chemall，东吴证券研究所

图表8：吡啶类除草剂的销售总额及其市占（亿美元）



数据来源：《现代农药》，东吴证券研究所

氯代吡啶类除草剂销售规模超亿元的 6 个品类中，公司涉足五个，并且公司的氯氟吡啶酸具备延展到氟氯吡啶酯和氯氟吡啶酯的可能。根据 Phillips McDougall 的估计，氯代吡啶类的除草剂中，扣除拜耳的吡氟酰草胺，其他品类 2019 年的市场容量约在 16 亿美元，如果算上氯氟吡啶酯和氟氯吡啶酯，总容量约在 20 亿美元，我们预计十三五末相关产品的市场容量可以可以做到 20~25 亿元左右。当前公司的市占仅不足 10%，还有较大发展空间。

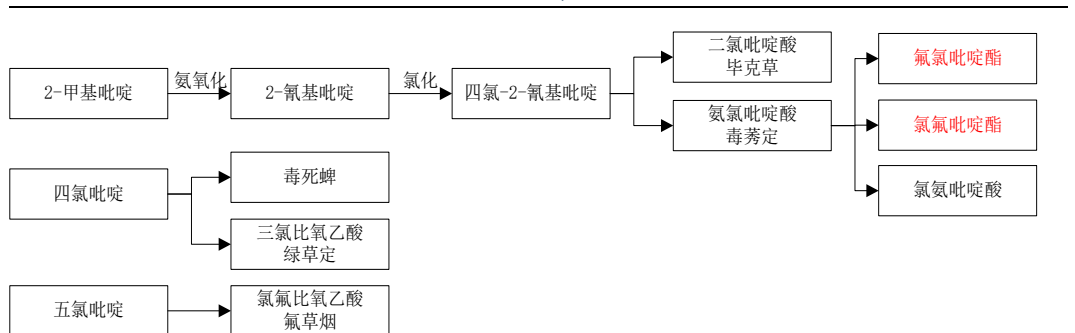
图表9：主要的吡啶类除草剂的品种及市场情况（单位：百万美元）

活性成分	开发时间	主要应用作物	2011 年销售 额	2014 年销售 额	使用剂量 (g/ha)	生产者(商品名)
氯氟吡啶乙 酸	1985	谷物	225	275	100-400	道化学(Starane) MAI (Tomahawk)
氯氟吡啶酸	1963	非农作物, 谷物	210	290	70-560	道化学 (Tordon)
二氯吡啶酸	1975	谷物, 蔬菜	190	230	350-1000	道化学 (Lontrel)
氯氟吡啶酸	2006	谷物 Cereals, 非农作物 Non- crop	140	190	10-120	道化学 Dow (Milestone)
三氯吡啶乙 酸	1979	非农作物, 水果	140	150	240-8000	道化学 (Garlon)
吡氟酰草胺	1985	谷物、果蔬		145	1250-2250	拜耳

资料来源：《现代农药》，东吴证券研究所

近年来，公司先后通过外延并购向氯代吡啶上游关键中间体领域延伸，增强行业集中度，具备做大做强氯代吡啶类除草剂的可能。此外，公司业务最近还涉足四氯吡啶、五氯吡啶，这些中间体也具有非常强的延伸性和可塑性。

图表10：利尔化学的吡啶类除草剂自成体系，有很强的延展性



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

3. 草铵膦业务打开公司的成长空间

草铵膦是上世纪 80 年代由赫斯特公司（后被拜耳收购）开发的氨基酸类除草剂，是和草甘膦、百草枯并列的三大非选择性灭生性除草剂，对所有绿色植物都有明显生物活性。

三大灭生性除草剂中，草甘膦性价比最优，但是草甘膦是甘氨酸类药物，对恶性杂草如牛筋草、小飞蓬等效果不佳，而且，草甘膦已经使用了有二十多年，抗草甘膦作物的广泛种植致使得抗草甘膦的杂草亦逐渐增多且抗性更强。百草枯价格优势也比较明显，

而且不伤根，但是百草枯持效期短，杂草易于返青，并且对人、畜危害较大。相比较之下，草铵膦虽然成本较高，但是对人、畜毒性低，对恶性杂草、抗性杂草有特效。和草甘膦搭配使用，或在禁用百草枯的国家和地区有较大的发展机会。

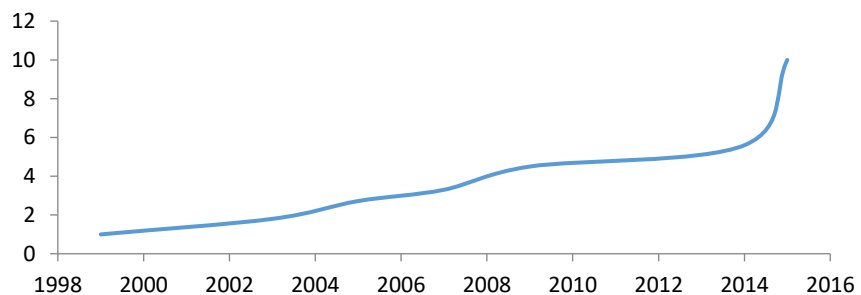
图表11：三大灭生性除草剂的介绍

品种	2014年销售额 (亿美元)	类别	使用剂量 (g/ha)	上市时间(年)	主要开收公司
草甘膦	57.2	氨基酸类	2000	1972	孟山都
百草枯	8.5	联吡啶类	450	1962	先正达
草铵膦	5.6	氨基酸类	1000	1986	拜耳

资料来源：agroinfo，东吴证券研究所

1999年草铵膦在全球销售额不足1亿美元，但之后呈不断增长之势。2014年草铵膦全球销售额达到5.60亿美元，成为全球第三大灭生性除草剂。2015年草铵膦销售额突破10亿美元，成为仅次于草甘膦的世界第二大除草剂品种。

图表12：草铵膦的全球销售额（亿美元）



数据来源：世界农化网，东吴证券研究所

草铵膦的工艺路线大致可以分为三条拜耳路线、格氏-Strecker 工艺以及日本明治技术路线。

国内普遍使用是格氏-Strecker 工艺，这种工艺以亚磷酸三乙酯和三氯化磷为起始原料，经格氏、歧化、偶联、加成、氨基脒、水解精制、氯化等至少8步反应制得草铵膦，总收率为39%~42%。第一步的格氏反应，易燃易爆，生产操作中需要无水和无氧。工艺废水保守估计也有30-40吨。

拜耳的工艺以甲基二氯化磷与异丁醇气相法制备甲基亚膦酸单异丁酯，经3步反应合成草铵膦。这种技术路线全部工序连续化作业，自动化程度高，收率99.8%，不用水不用碱，过程副产主要是氯代异丁烷和氯化氢，环境友好。

目前国内从事草铵膦生产的企业有十几家，能大规模量产主要是利尔化学、温州永农、威远生化、石家庄瑞凯等。我们估计利尔化学绵阳基地的生产成本和温州永农、威远生化基本在一个尺度上。

公司新建的广安基地草铵膦项目可能生产成本有较大幅度的降低。从投资强度看，广安项目的投资强度比绵阳本部的投资强度低了一个数量级，这应该是选择了全新的工艺所致。

图表13: 国内的草铵膦的投资强度差别很大

	拜耳	利尔绵阳	利尔广安	新奥	辉丰
规模, 吨	6000	2000	10000	1000	5000
投资额, 亿元	0.90	5	5.5	2.55	6.86
投资强度, 万元/吨	14.99	25	5.5	25.5	13.72

资料来源: 公司公告, 环评报告, 东吴证券研究所

目前, 绵阳基地的草铵膦成本优势已经比较明显, 随着广安基地的投产, 生产成本有望进一步降低, 我们预计生产成本较绵阳基地能较大幅度降低。届时, 我们预计只有拜耳的 6000 吨草铵膦的生产成本能够和利尔化学在草甘膦领域抗衡。

据智研咨询统计, 目前全球草铵膦产能约在 2.13 万吨, 但是有效产能只有约 1.2 万吨。考虑到百草枯的前景的不明朗, 不少原药生产商都会对草铵膦有所觊觎。随着利尔广安基地的逐步上量, 公司的成本优势益发明显, 行业进入壁垒明显提升, 公司竞争优势更加明显。

图表14: 草铵膦全球产能统计

企业	现有产能, 吨	远期产能, 吨	备注
德国拜耳	6000	12000	17 年计划扩产至 12000 吨 (存在不确定性)
利尔化学	5600	15600	18 年计划扩产至 15000 吨
浙江永农	3000	3000	有品牌优势
河北威远	1450		有质量优势, 我们预计会扩产
河北瑞凯	1500		有一定的成本优势和影响力
辉丰股份		5000	进展不详
其他产能	6300		大部分为无效产能

资料来源: 百川资讯, 中国农药工业协会, 公司公告, 东吴证券研究所

4. 江苏快达业务进入业绩爆发期

2011 年公司通过参与增发的方式获得了江苏快达 51% 股权, 江苏快达是国内最早从事取代脲类除草剂、磺酰脲类除草剂、异菌脲杀菌剂的生产企业。

2012 年 6 月起, 江苏快达将其马塘镇的光气及相关产品装置搬迁到如东洋口化工园新厂区。搬迁技改项目于 2014 年 7 月进入试生产, 利用此次搬迁, 快达对光气装置进行了产能扩张, 光气产能提高到 20000 吨/年。

2015 年江苏快达完成了第二批农药及中间体产品搬迁技改项目建设, 同时进行了自己业务的搬迁改造。目前, 江苏快达光气及光气化产品 20000 吨/年, 近期计划扩至 50000 吨/年。随着快达农化搬迁逐步进入尾声, 相关业务开始稳步向好。

5. 农药制剂: 渐入佳境

公司制剂业务从 2006 年起步, 目前经营主体包括绵阳本部和江苏快达。

2015 年公司将原作物科学事业部全部资产注入到子公司利尔作物, 并取得了农药制剂生产企业资质, 目前已基本实现独立运行。江苏快达目前也有 10000 吨/年制剂项目。

按照行业惯例, 我们认为公司的制剂和原药的收入比例维持 1:3~1:4 的发展节奏, 盈利有望稳定增长。

6. 公司的激励机制较为有效

利尔的控股股东为国有科研院所，纵观利尔化学的发展历史，大股东积极采取了诸多措施以保护经营管理团队的积极性和寻求共赢。

鉴于经营技术团队在二氯吡啶酸及氯吡啶酸产业化取得重要突破，2004年3月31日经利尔化工股东会同意，久远集团、天晨集团、化材所和俄化物所以奖励和有偿转让的方式转让12.6%公司股权；

2014年2月份公司推出核心骨干员工中长期激励基金计划，以5年为一个周期进行考核，根据ROE高低分为三个累积递进的比例确定提取额度。提取后分配给激励对象，由激励对象从中取出80%资金直接从二级市场购买股票，且设定了3年不允许减持的规定；

2017年8月利尔化学拟出资8039.853万元收购比德生化45%的股份，但是要求比德生化股东收到转让款后，必须将获得转让款的不低于25%（税后）的部分用于从二级市场购买利尔化学的股票，并承诺锁定三年。

公司的经营管理团队采取的激励机制较为有效，较好协调了技术管理人员的短期积极性和长期利益。

7. 盈利预测与财务分析

7.1. 基本假设

公司广安基地的草铵膦2018年投产产能2800吨，2019年投产6450吨，2020年全部达产。2018年及以后草铵膦价格假设为13万元，不考虑价格波动。

制剂营收与原药营收比例假设为0.3:1。

7.2. 盈利预测与财务分析

公司传统原药和制剂业务稳步发展，未来的增量主要来自于草铵膦的投产和放量。

我们预计公司2017-2019年营业收入分别为26.93亿元、31.11亿元和47.12亿元，净利润分别为3.67亿元、4.75亿元和8.61亿元，EPS分别为0.70元、0.91元和1.64元，对应当前股价PE分别为21X、16X和9X。草铵膦市场前景较为广阔，公司远期有望凭借先进技术和低生产成本成为草铵膦龙头。参考同行业估值水平，基于公司草铵膦的成长性，我们给予一定的估值溢价，认为20-25X为合理估值水平。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表15：分版块盈利预测（单位：亿元）

		2017	2018	2019
原药	营业收入	19.85	23.04	35.38
	毛利	6.79	7.87	13.80
制剂	营业收入	5.95	6.91	10.62
	毛利	0.89	1.04	1.59

资料来源：东吴证券研究所整理

图表16: 可比公司估值

公司	总市值 (亿元)	收盘价	EPS			P/E			P/B
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	
利尔化学	78.18	14.91	0.40	0.70	0.91	37.53	21.31	16.47	3.53
扬农化工	148.10	47.79	1.42	1.89	2.44	26.72	25.28	19.59	3.97
海利尔	52.94	44.12	1.63	1.99	2.55		22.22	17.27	3.48
湖南海利	23.11	7.06	0.04	0.08	0.13	244.18	93.26	53.24	2.94
长青股份	52.81	14.69	0.45	0.67	0.86	38.63	21.77	17.11	1.77

资料来源: wind (除利尔化学外为 wind 一致预期), 东吴证券研究所

7.3. 风险提示

7.3.1. 草铵膦投产不达预期的风险

公司广安基地草铵膦采取的是新工艺, 具备一定的技术工艺难度, 存在投产进度不达预期的风险。

7.3.2. 产品价格大幅下降的风险

农药原药是公司收入的主要来源, 原药产品具有较强的周期性, 或存在价格大幅波动的风险。草铵膦未来新投产产能较多, 竞争主体增加后, 价格有下降的可能。

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	991	1143	1386	1926	3045
现金	164	207	187	542	1000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	53	78	106	122	185
应收款项	293	392	507	586	887
其它应收款	3	1	2	2	3
存货	414	412	515	594	851
其他	63	53	70	81	120
非流动资产	1566	1974	1904	1842	1787
长期股权投资	14	15	15	15	15
固定资产	1174	1323	1275	1232	1195
无形资产	165	210	189	170	153
其他	212	426	425	424	424
资产总计	2557	3116	3290	3768	4832
流动负债	730	607	649	728	1010
短期借款	330	87	8	0	0
应付账款	174	248	316	364	522
预收账款	43	75	95	110	158
其他	184	197	230	254	331
长期负债	275	214	214	214	214
长期借款	209	149	149	149	149
其他	66	65	65	65	65
负债合计	1005	820	863	942	1224
股本	202	524	524	524	524
资本公积金	425	810	810	810	810
留存收益	662	687	792	1156	1875
少数股东权益	252	263	290	325	387
归属于母公司所有者权益	1299	2033	2137	2502	3221
负债及权益合计	2557	3116	3290	3768	4832

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	157	185	432	579	703
净利润	138	208	367	475	861
折旧摊销	110	146	170	163	156
财务费用	22	12	11	6	3
投资收益	2	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(119)	(194)	(149)	(104)	(399)
其它	3	14	34	40	83
投资活动现金流	(285)	(333)	(99)	(99)	(99)
资本支出	(303)	(346)	(100)	(100)	(100)
其他投资	18	14	1	1	1
筹资活动现金流	192	188	(352)	(124)	(145)
借款变动	295	(420)	(79)	(8)	0
普通股增加	0	322	0	0	0
资本公积增加	0	385	0	0	0
股利分配	(101)	(101)	(262)	(110)	(142)
其他	(2)	3	(11)	(6)	(3)
现金净增加额	63	40	(20)	355	458

资料来源: wind, 东吴证券研究所

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1489	1982	2693	3111	4712
营业成本	1130	1502	1912	2206	3161
营业税金及附加	0	8	11	13	19
营业费用	62	71	81	93	141
管理费用	128	153	180	208	316
财务费用	8	(4)	11	6	3
资产减值损失	3	8	50	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(2)	1	1	1	1
营业利润	155	244	449	585	1072
营业外收入	20	25	25	25	25
营业外支出	7	11	11	11	11
利润总额	168	258	463	599	1086
所得税	23	35	69	90	163
净利润	145	224	394	509	924
少数股东损益	6	15	27	35	63
归属于母公司净利润	138	208	367	475	861
EPS (元)	0.68	0.40	0.70	0.91	1.64

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	13%	33%	36%	16%	51%
营业利润	41%	57%	84%	30%	83%
净利润	50%	50%	76%	29%	81%
获利能力					
毛利率	24.1%	24.2%	29.0%	29.1%	32.9%
净利率	9.3%	10.5%	13.6%	15.3%	18.3%
ROE	10.7%	10.2%	17.2%	19.0%	26.7%
ROIC	6.7%	8.2%	15.1%	16.9%	24.3%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	26.3%	26.2%	25.0%	25.3%
净负债比率	21.5%	7.6%	4.8%	4.0%	3.1%
流动比率	1.4	1.9	2.1	2.6	3.0
速动比率	0.8	1.2	1.3	1.8	2.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.8	1.0
存货周转率	2.8	3.6	4.1	4.0	4.4
应收帐款周转率	6.0	5.8	6.0	5.7	6.4
应付帐款周转率	7.5	7.1	6.8	6.5	7.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.68	0.40	0.70	0.91	1.64
每股经营现金	0.77	0.35	0.82	1.10	1.34
每股净资产	6.42	3.88	4.08	4.77	6.14
每股股利	0.50	0.50	0.21	0.27	0.49
估值比率					
PE	21.8	37.5	21.3	16.5	9.1
PB	2.3	3.8	3.7	3.1	2.4
EV/EBITDA	31.4	22.3	13.5	11.3	6.9

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>