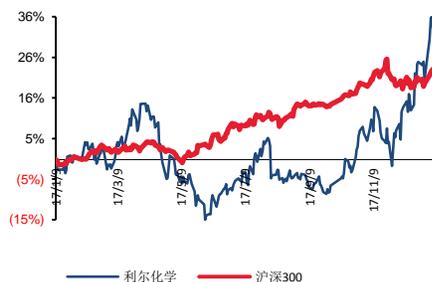


化工 化学制品

未来草铵膦全球龙头，新产能推动持续成长——利尔化学深度报告

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	524/524
总市值/流通(百万元)	9,292/9,280
12 个月最高/最低(元)	18.06/11.31

证券分析师：段一帆

电话：010-88321949

E-MAIL: duanyf@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517080002

证券分析师：杨伟

执业资格证书编码：S1190517030005

实习生：赵晨

相关研究报告：

利尔化学(002258)《利尔化学：Q3 淡季不淡，及时扩产打造全球草铵膦龙头》
--2017/10/26

利尔化学(002258)《利尔化学：量价齐升业绩大增，扩建产能推动成长》
--2017/08/21

报告摘要

- ◆ **供需错配致草铵膦价格大幅上涨，未来将维持较长景气周期。**自2016年7月起，国内百草枯水剂全面禁用，仅国内替代空间就达2万吨，使得作为替代品的草铵膦需求大幅增长，再加之环保监管趋严，草铵膦供给受到很大限制，经测算草铵膦16年过剩3000吨，17年则出现2000吨缺口，供需格局扭转使16年下半年以来草铵膦价格大幅上涨，过去一年由11.7万元/吨涨至21万元/吨，涨幅达80%。随着对百草枯水剂替代、与草甘膦复配制剂应用增加、以及抗草铵膦转基因作物的推广，草铵膦具备非常广阔的成长空间。预计2018年草铵膦产能与需求分别为2.65万吨、2.52万吨，供需将维持紧平衡，延续高景气，且由于草铵膦生产工艺复杂，如新增产能投建进度延迟，景气周期还将延长。
- ◆ **公司草铵膦产能大增，成本优势显著，业绩弹性大。**公司目前有5000吨草铵膦产能，未来规划1万吨产能已先期投建7000吨，未来将成为全球龙头。公司不仅有规模优势，广安1万吨草铵膦新产能成本远低于国内同行，即使考虑到未来价格波动，新增草铵膦产能也将贡献可观利润增量。以1.2万吨产能计算，草铵膦每上涨1万元/吨，净利增厚9240万元，EPS增厚0.18元。
- ◆ **农药龙头打开未来成长空间。**随着环保监管越来越严，农药行业集中度提升，技术与环保水平优势明显的龙头企业将持续受益。公司产品技术门槛高，可转债项目达产后预计将贡献收入13.7亿、净利润2.5亿元，此外还规划年产3.6万吨农药及其他精细化学品建设项目，打开未来成长空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**预计公司2017-2019年净利润分别为3.37亿、4.64亿和6.34亿元，EPS分别为0.64元、0.89元、1.21元，PE分别为28X、20X和15X，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示。**项目建设延迟的风险，下游需求增长不及预期的风险。
- ◆ **主要财务指标：**

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1982.30	2542.82	3153.62	3869.37
(+/-%)	33.12	28.28	24.02	22.70
归母净利润(百万元)	208.35	336.55	464.39	633.57
(+/-%)	50.49	61.53	37.98	36.43
摊薄每股收益(元)	0.40	0.64	0.89	1.21
市盈率(PE)	44.60	27.61	20.01	14.67
市净率(PB)	4.57	4.01	3.43	2.87
ROE(%)	10.25	14.53	17.15	19.54

资料来源：wind，太平洋证券

目录

一、公司简介：国内草铵膦、氯代吡啶类农药龙头.....	4
二、农药龙头受益行业集中度提升，未来持续成长可期.....	7
（一）国内环保力度加强，龙头企业开启成长之路.....	7
（二）可转债项目及规划产能将带动公司持续成长.....	8
三、草铵膦：2018 年高景气延续，公司成本优势明显.....	10
（一）短期供需错配，产品价格快速上涨.....	10
（二）草铵膦新产能具备成本优势，将贡献可观利润.....	12
四、盈利预测与投资评级	13
五、风险提示	15

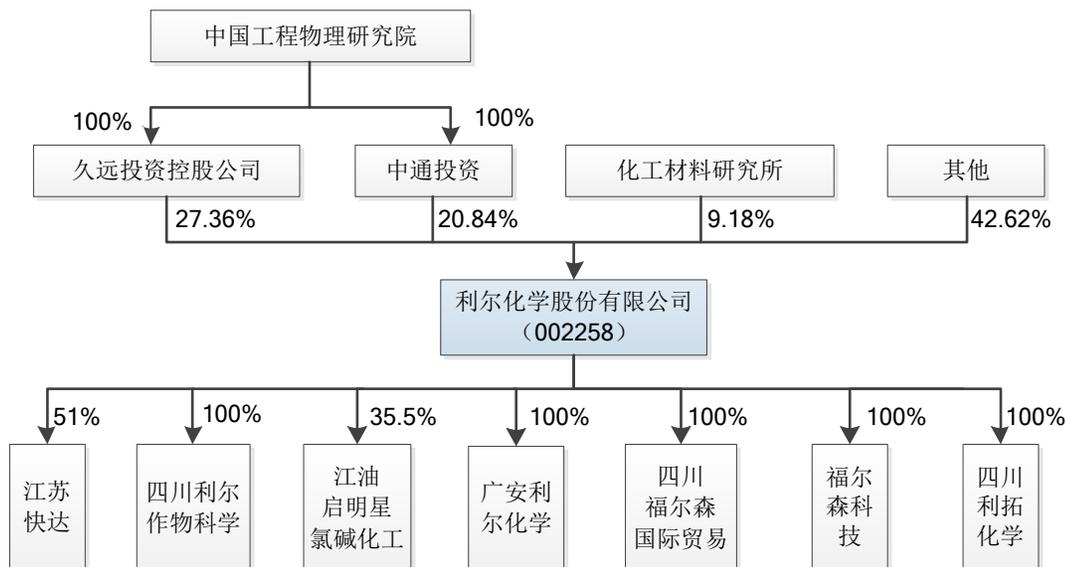
图表目录

图表 1: 公司股权结构	4
图表 2: 公司四大生产基地及相应产品产能	4
图表 3: 公司主要产品产能及产品介绍	5
图表 4: 公司覆盖的农药原药及中间体产品	6
图表 5: 公司业务流程	6
图表 6: 公司近十年营业收入情况	7
图表 7: 公司近十年归母净利润情况	7
图表 8: 到 2020 年我国农药行业的发展目标	7
图表 9: 我国第一轮四批中央环保督察组开始时间和督察区域	8
图表 10: 可转债项目相关情况	8
图表 11: 广安利尔化学年产 36000 吨农药及其他精细化学品建设项目情况	9
图表 12: 全球主要草铵膦生产企业产能 (吨)	10
图表 13: 各主要除草剂的适用范围	11
图表 14: 三大非选择性除草剂的全球市场规模	11
图表 15: 草铵膦原药价格走势 (单位: 元/吨)	12
图表 16: 草铵膦原药未来供需预测	12
图表 17: 国内各公司草铵膦项目投资情况	13
图表 18: 价格每上涨 1 万元/吨, 各主要产品业绩弹性	13
图表 19: 分业务盈利预测表 (百万元)	14
图表 20: PE-BANDS	15
图表 21: PB-BANDS	15

一、公司简介：国内草铵膦、氯代吡啶类农药龙头

利尔化学股份有限公司由中国工程物理研究院于1993年2月发起成立，于2008年7月11日在深交所上市。总部位于四川省绵阳市，拥有四川绵阳、江苏南通、四川广安、湖南岳阳四个生产基地。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

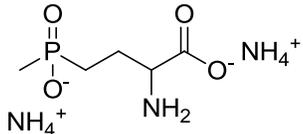
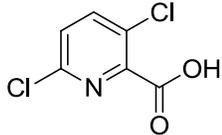
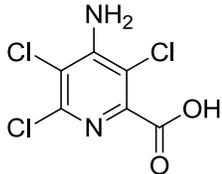
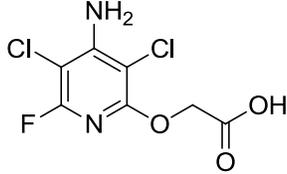
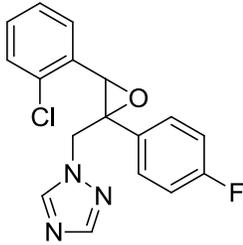
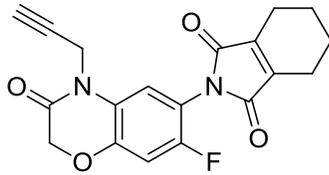
图表 2：公司四大生产基地及相应产品产能



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

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、德国拜耳等多家国际顶尖农化企业建立了长期稳定的战略合作关系。

图表 3：公司主要产品产能及产品介绍

产品	类别	产能 (吨)	新增产能 (吨)	结构式	化学名称
草铵膦	除草剂	5000	10000 (一期 7000)		2-氨基-4-[羟基(甲基)膦酰基]丁酸铵
毕克草	氯代吡啶类 除草剂	1800	-		3,6-二氯吡啶-2-羧酸
毒莠定		3000	-		4-氨基-3,5,6-二氯吡啶羧酸
氟草烟		500	-		((4-氨基-3,5-二氯-6-氟-2-吡啶)氧基)-乙酸
氟环唑	杀菌剂	100	1000		(2RS, 3SR)-1-[3-(2-氯苯基)-2,3-环氧-2-(4-氟苯基)丙基]-1H-1,2,4-三唑
丙炔氟草胺	除草剂	-	1000		N-(7-氟-3,4-二氢-3-氧-(2-丙炔基)-2H-1,4-苯并噁嗪-6-基)环己-1-烯-1,2-二羧酰亚胺

资料来源：公司公告，公司官网，太平洋研究院整理

依托强大的技术实力，公司成为继美国陶氏后，全球第二家成功掌握吡啶类化合物催化氯化系统集成技术的企业，并成功掌握草铵膦合成的关键技术，是国内最大的

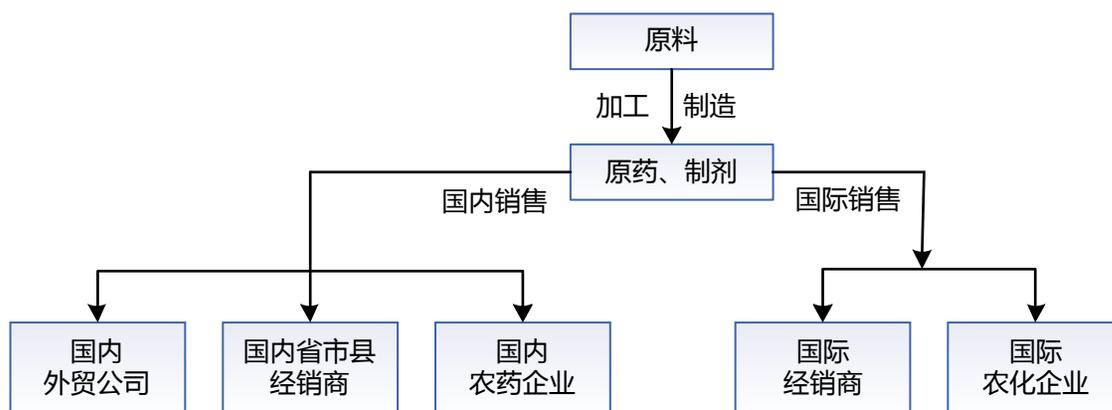
氯代吡啶类农药及草铵膦原药的生产企业。截至2016年12月，公司已获得国家授权发明专利54项。

图表4：公司覆盖的农药原药及中间体产品

产品类别		产品名称			
原药产品	除草剂	草铵膦	敌草快	丙炔氟草胺	炔草酯
		二氯吡啶酸	氯氟吡啶酸	氯氟吡氧乙酸	三氯吡氧乙酸
		敌草隆	苄嘧磺隆	利谷隆	吡嘧磺隆
		烟嘧磺隆	氟噻草胺	苯噻酰草胺	二氯喹啉酸
	杀菌剂	氟环唑	异菌脲	苯醚甲环唑	啉菌酯
	杀虫剂	毒死蜱	吡丙醚	-	-
	中间体产品	2-氯吡啶	2,3-二氯吡啶	2,5-二氯吡啶	2,6-二氯吡啶
2,3,4-三氯吡啶		2,3,5-三氯吡啶	2,3,6-三氯吡啶	2-氯-6-三氯甲基吡啶	
五氟吡啶		2-氯-4'-氟苯乙酮	2-氯-6-氟基吡啶	3,6-二氯吡啶-2-甲酸	
2,2'-联吡啶		2,3,5,6-四氯-4-甲磺酰基吡啶	2-氟代-2',4',-二氟-苯乙酮	2-氟-3-硝基苯甲酸	
2,4,5-三氯吡啶		4,4'-二氯-3,3'-联吡啶	3,6-二氯吡啶-2-甲酸甲酯	4-溴巴豆酸	
反式-4-二甲基氨基巴豆酸盐		7-氟-6-硝基-4-羟基喹啉	N-(3-氟苯基)-7-氟-6-硝基-4-喹啉胺	3,4,6,-三氯吡啶-2-甲酸甲酯	
5-氯-8-羟基-喹啉		2-氨基-N-(2-氯-6-甲基苯基)噻唑-5-甲酰胺	4-[(3-氯-4-氟苯基)氨基]-6-氨基-7-((S)-四氢呋喃-3-基氧基)-喹啉	-	

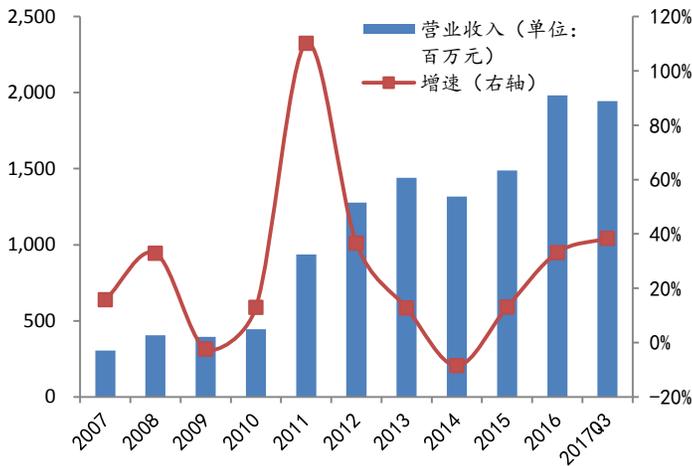
资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

图表5：公司业务流程



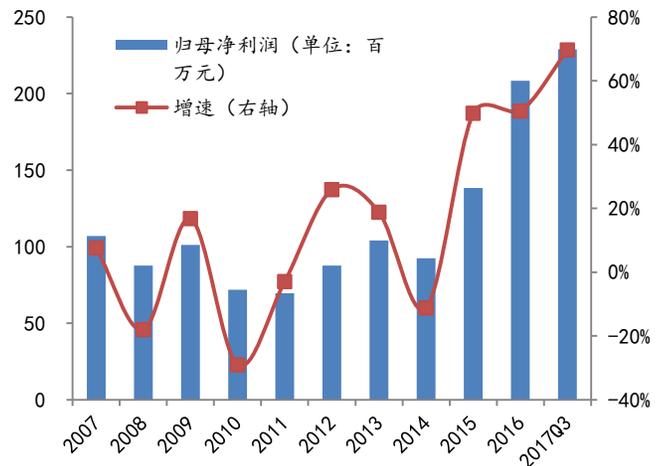
资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表 6: 公司近十年营业收入情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 7: 公司近十年归母净利润情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

二、农药龙头受益行业集中度提升，未来持续成长可期

(一) 国内环保力度加强，龙头企业开启成长之路

图表 8: 到 2020 年我国农药行业的发展目标

农药原药企业数量减少 30%，销售额 50 亿元以上的 5 个，销售额 20 亿元以上的 30 个。国内前 20 位农药企业的销售额达到全国的 70% 以上。建成 3-5 个生产企业集中的农药生产专业园区，力争进入化工集中区的农药原药企业达到总数的 80% 以上。培育 2~3 个销售额超过 100 亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。

农药创制品种累计达 70 个以上，国内排名前十位的农药企业建立较完善的创新体系和与之配套的知识产权管理体系，创新研发费用达到企业销售收入的 5% 以上；农药全行业的研发投入占到销售收入的 3% 以上。

特殊污染物处理技术进一步提高和完善，“三废”排放量减少 50%。农药产品收率提高 5%，副产物资源化利用率提高 50%，农药废弃物处置率达到 50%。

资料来源: 农药工业“十三五”发展规划, 太平洋研究院整理

《石化和化学工业发展规划(2016-2020)》和《农药工业“十三五”发展规划》中明确了我国农药行业未来的发展目标，农药企业数量将大幅减少(原药企业数量规划减少30%)，技术与环保实力领先的龙头企业将持续受益，企业兼并重组将成常态，产业集中度有望不断提升。农药产品结构将深化调整，22种高毒农药产量降至农药总产量的2%左右，环境友好型农药产量提高到70%以上。

图表 9：我国第一轮四批中央环保督察组开始时间和督察区域

督察批次	开始时间	督察省市
第一批	2016 年 7 月 12 日	内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏
第二批	2016 年 11 月 24 日	北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃
第三批	2017 年 4 月 24 日	天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州
第四批	2017 年 8 月 7 日	吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆（含兵团）

资料来源：国家环保部官网，太平洋研究院整理

2016 年以来，国家环保核查持续深化，诸多环保不达标中小企业被停产限产。由于农药生产过程中有大量三废排出，且分布于江浙、山东等环保监管最为严格地区的企业数量占比较高，导致农药行业受环保督察的影响尤为突出，供给不断受限。2018 年国家还将开展更加严格的环保监管，将加速农药中小产能退出。

《农药工业“十三五”发展规划》中明确指出到 2020 年，销售额 50 亿元以上农药企业达到 5 家，2016 年我国销售额最高的农药企业也只有 45.49 亿元。目前农药行业上市公司为 25 家，考虑到集中度提升及环保监管持续趋严，技术与环保优势明显、成长空间大的龙头企业将最为受益。

（二）可转债项目及规划产能将带动公司持续成长

图表 10：可转债项目相关情况

序号	项目名称	投资金额 (万元)	项目 选址	建设期	预计建 成期	预计年 收入	年税后 净利润	备注
1	年产 10,000 吨草铵膦原药生产线及配套设施建设项目	55,000	四川 广安	24 个月	2019 年 2 月	7 亿	1.4 亿	一期建设 7000 吨/年
2	年产 1,000 吨氟环唑原药生产线及配套设施建设项目	29,100	四川 广安	24 个月	2019 年 6 月	2.7 亿	0.5 亿	-
3	年产 1,000 吨丙炔氟草胺原药生产线及配套设施建设项目	35,000	四川 广安	22 个月	2019 年 1 月	4 亿	0.6 亿	-

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

公司于 2017 年 8 月发布可转债预案，建设 10000 吨草铵膦（一期 7000 吨）、1000 吨氟环唑和 1000 吨丙炔氟草胺原药项目，以上项目已先期进行建设，公司预计达产后将合计贡献收入 13.7 亿元，净利润 2.5 亿元。

此外，根据 2017 年 7 月公示的环境影响报告书，广安利尔化学规划了年产 3.6 万吨农药及其他精细化学品建设项目，将推动公司持续成长。

我国已全面禁止甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷、磷胺 5 种高毒农药在农

业生产中使用，最近农业部又开始对氧乐果、甲拌磷、水胺硫磷、特丁硫磷、甲基硫环磷、治螟磷、甲基异硫磷、内吸磷 8 种高毒有机磷和涕灭威、克百威、灭多威 3 种高剧毒氨基甲酸酯农药作出限制。因此国内高毒农药将逐步被替代，新型高效、低毒、低残留农药发展空间极大。

公司作为中国工程物理研究院和俄罗斯科学院共同发起成立的企业，一直致力于高端农药产品的研制。公司产品定位高端，且产品品类众多，能更好的应对下游多变的需求，将在未来国内农药行业整合过程中极具竞争力。

图表 11：广安利尔化学年产 36000 吨农药及其他精细化学品建设项目情况

产品名称		分期建设情况及产量 (t/a)				
		一期	二期	三期	终期	
农药原药	草铵膦	2500	5000	3000	10000	
	敌草快	-	-	5000	5000	
	氯氟吡氧乙酸酯	-	3000	-	3000	
	三氯吡氧乙酸酯	3000	-	-	3000	
	氟环唑	1000	1000	-	2000	
	丙炔氟草胺	-	1000	-	1000	
	炔草酯	-	1000	-	1000	
化学品	解毒唑	-	1000	-	1000	
	氯代吡啶中间体	2-氯吡啶	-	-	4000	4000
		2,3-二氯吡啶	-	-	1000	1000
		2,3,6-三氯吡啶	-	-	500	500
		2,3,5-三氯吡啶	-	-	1000	1000
		四氯吡啶	-	-	500	500
		三氯吡啶酚钠	-	-	2000	2000
		五氯吡啶	-	-	1000	1000
		小计	-	-	10000	10000

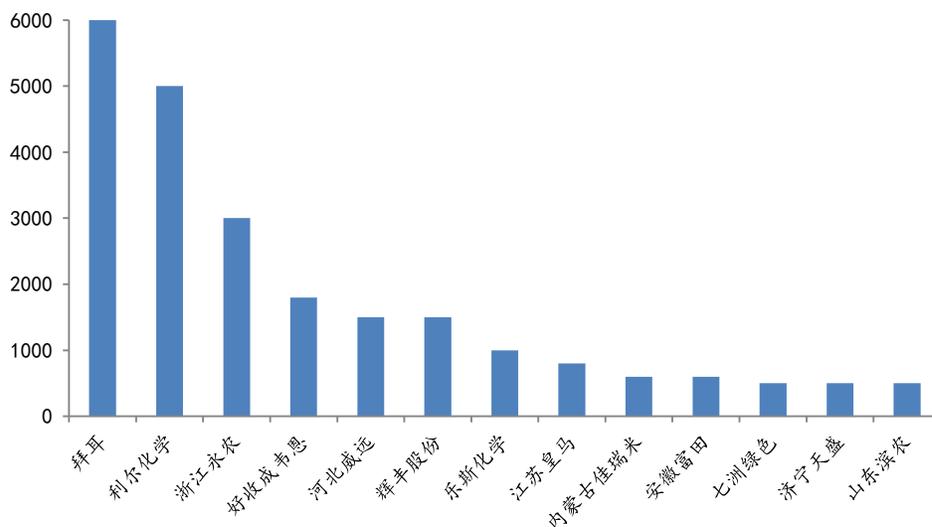
资料来源：公司环评报告，太平洋研究院整理

三、草铵膦：2018 年高景气延续，公司成本优势明显

（一）短期供需错配，产品价格快速上涨

早在 70 年代中期，Hoechst（赫斯特）公司成功合成草铵膦，后归属于拜耳公司。草铵膦属广谱触杀型除草剂，80 年代中期推向市场，随着 90 年代耐除草剂转基因作物迅猛发展，草铵膦也得到快速发展，是全球三大非选择性除草剂（草甘膦、百草枯、草铵膦）之一。目前草铵膦抗性基因已被导入水稻、小麦、玉米、甜菜、烟草、大豆、棉花、马铃薯、番茄、油菜、甘蔗等 20 多种作物中，并已成功进行商业化种植。随着转基因技术推广和应用，耐草铵膦转基因作物不仅在美国普遍种植，近年来亦在亚洲、欧洲、澳洲等国家得到推广。拜耳作物、孟山都、陶氏益农均加紧开发耐草铵膦的转基因作物，为草铵膦带来广阔市场空间。

图表 12：全球主要草铵膦生产企业产能（吨）



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

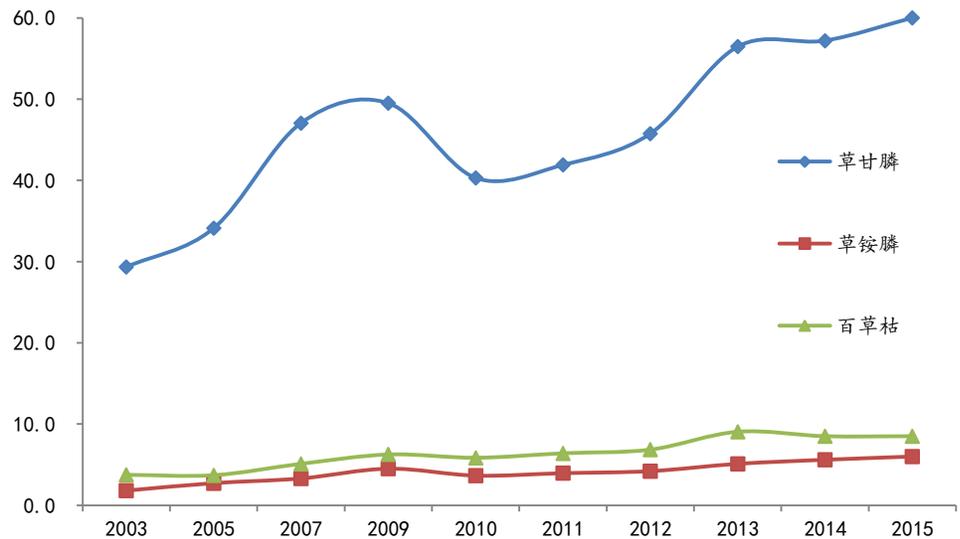
对比其余两种除草剂，草铵膦优势在于：①草甘膦是甘氨酸类药物，对恶性杂草如牛筋草、小飞蓬等效果不佳，二十年来，抗草甘膦作物的广泛种植致使具有抗草甘膦的杂草亦逐渐增多且抗性更强，相对于草甘膦，草铵膦对恶性杂草、抗性杂草有特效；②百草枯持效期短，杂草易于返青，杀草不彻底，并且其毒性极强，对人、畜危害非常大，被各国陆续禁止使用，相比之下草铵膦对人、畜毒性低，杂草灭杀后不宜返青复生。

图表 13: 各主要除草剂的适用范围

名称	种类	适用范围
草甘膦	非选择性除草剂	稻田、麦田、橡胶、果园、桑、茶、甘蔗地、草原、牧场、森林除草等
百草枯	非选择性除草剂	果园、桑园、茶园、胶园、林带；玉米、甘蔗、大豆等宽行作物田
草铵膦	非选择性除草剂	果园、葡萄园、马铃薯田、非耕地等防治一年生和多年生双子叶及禾本科杂草
麦草畏	选择性除草剂	小麦、玉米、水稻等禾本科作物

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 14: 三大非选择性除草剂的全球市场规模



资料来源: 《近年来全球草铵膦的市场及发展趋势》, 太平洋研究院整理

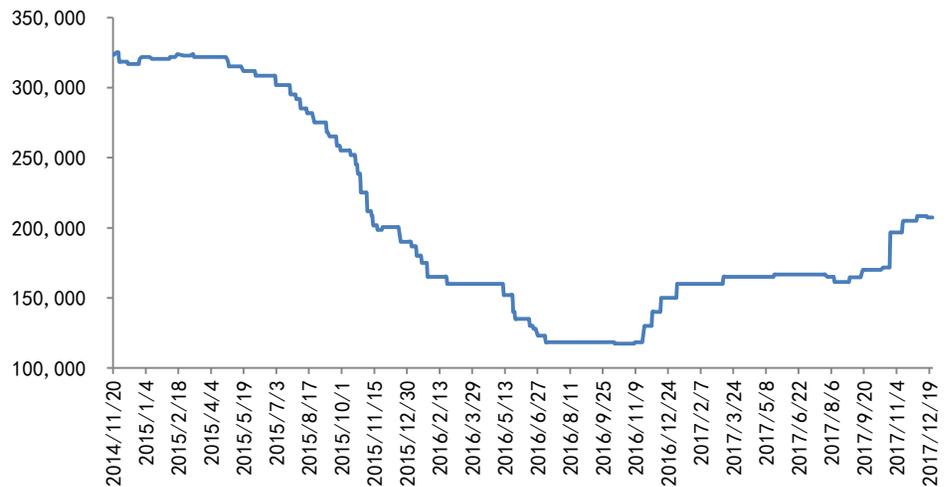
在三大非选择性除草剂中, 草铵膦成本远高于草甘膦和百草枯, 高位时曾达 35 万元/吨, 其所占市场份额也最小。随着草甘膦抗性问题的加剧, 以及百草枯由于不可逆的毒性问题而遭遇禁用, 草铵膦必将成为有效替代产品。2012 年 4 月 5 日, 农业部、工信部、国家质量监督检验检疫总局发布了第 1745 号公告, 决定自 2014 年 7 月 1 日起, 撤销百草枯水剂登记和生产许可、停止生产, 保留母药生产企业水剂出口境外使用登记、允许专供出口生产, 2016 年 7 月 1 日停止水剂在国内销售和使用。2015 年之前, 草铵膦的下游需求主要集中在海外, 国内需求预计不足 1000 吨, 全球总需求 1 万吨左右。自 2015 年开始, 草铵膦产能不断扩张, 但需求端增速并未同步, 导致 15 年供给过剩明显, 价格由 30 多万元/吨降至 16 年 11 月份不到 12 万元/吨。

自 2016 年 7 月起, 国内百草枯水剂正式全面禁用, 仅国内替代百草枯的空间就达到 2 万吨左右, 之前很多扩产的草铵膦装置并未如期释放产能, 导致草铵膦供不应求,

再加之环保监管趋严，草铵膦装置开工受限，草铵膦价格持续增长，由 2016 年 Q3 的 11.7 万元/吨涨至 2017 年 11 月 21 万元/吨，涨幅高达 79.5%。

未来草铵膦需求增加主要来自三部分，一是对百草枯水剂的替代，二是草铵膦与草甘膦复配制剂应用的增加，三是抗草铵膦转基因作物的推广。供给端来看，由于草铵膦需求增长空间很大，国内外诸多厂商有投建或扩建计划。拜尔、利尔化学、辉丰股份已在扩建草铵膦产能，乐山福华和长青股份则计划或已新建草铵膦装置。因此未来草铵膦供给和需求均将快速增长。

图表 15：草铵膦原药价格走势（单位：元/吨）



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

分析未来几年草铵膦需求增长，及草铵膦生产企业的扩产情况，预计 2018 年行业产能 2.65 万吨，需求量为 2.52 万吨，供给紧张局势较 2017 年有所缓和，但考虑到新增产能投产期不确定性较大，且环保高压之下行业有效负荷将受影响，预计 2018 年草铵膦供需将维持紧平衡，盈利高景气有望延续。

图表 16：草铵膦原药未来供需预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
草铵膦供给 (万吨)	1.40	1.50	1.60	2.65	3.85	4.55
草铵膦需求 (万吨)	1.00	1.20	1.80	2.52	3.28	4.10
供给-需求 (万吨)	0.40	0.30	-0.20	0.13	0.57	0.46

资料来源：太平洋研究院整理

（二）草铵膦新产能具备成本优势，将贡献可观利润

2015 年以来，虽然国内规划的草铵膦产能较多，但其生产工艺复杂，技术要求高，

生产过程中极易产生爆炸，特别是国内企业处在仿制阶段，工艺路线与拜耳公司不同，很多技术沟壑难以逾越，因此未来规划新产能投产进度低于预期的概率极大。

利尔化学从成立之初，就有很强的技术支撑，根据公司在广安投建的项目投资额，较国内其他草铵膦装置，单位投资金额具备明显优势。因此即使未来草铵膦供给大幅增加，价格回调后公司仍可凭借成本优势，保持在较高盈利水平。

2018年随着广安一期7000吨装置投产，公司将具备1.2万吨草铵膦产能，草铵膦价格每上涨1万元/吨，净利润将增厚9240万元，EPS增厚0.18元，弹性极大。

图表 17：国内各公司草铵膦项目投资情况

公司	广安利尔化学	长青股份	辉丰股份	利尔化学（绵阳）	新奥股份（河北威远）
投建产能（吨）	10,000	3,500	5,000	2,000	1,000
投资金额（万元）	55,000	28,140	68,622	50,000	25,532
单吨投资金额（万元）	5.50	8.04	13.72	25.00	25.53

资料来源：各公司公告，太平洋研究院整理

图表 18：价格每上涨1万元/吨，各主要产品业绩弹性

产品	产能（吨）	单吨净利润增厚（万元）	净利润增厚（万元）	股本（万股）	EPS增厚（元）
草铵膦	12000	0.77	9240.00	52437.30	0.18
毒莠定	3000	0.77	2310.00	52437.30	0.04
毕克草	1800	0.77	1386.00	52437.30	0.03
氟草烟	500	0.77	385.00	52437.30	0.01

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、盈利预测与投资评级

主要假设：

- 1、2017-2019年草铵膦销量分别为4200吨、7000吨和11000吨；
- 2、2017-2019年草铵膦均价为17.5万元/吨、16万元/吨和14.5万元/吨；
- 3、新投产草铵膦装置成本大幅下降。

盈利预测与投资评级。预计公司2017-2019年归母净利润分别为3.37亿、4.64亿和6.34亿元，EPS分别为0.64元、0.89元、1.21元，对应PE分别为27倍、20倍和15倍。给予2018年28倍PE，目标价24.79元，维持“买入”评级。

图表 19：分业务盈利预测表（百万元）

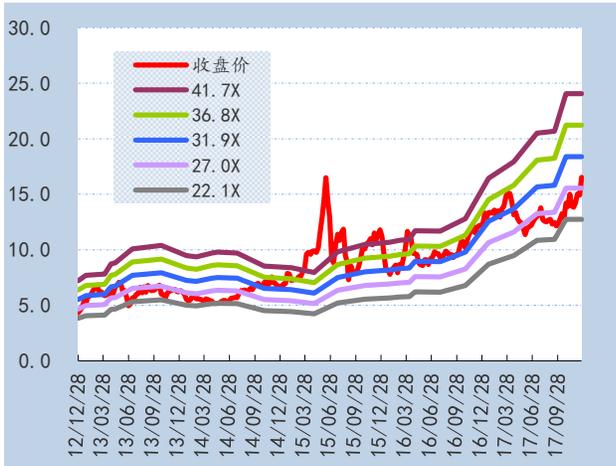
	2016	2017E	2018E	2019E
1、农药原药				
收入	1,377.61	1,870.87	2,399.02	3,035.45
增速	55.77%	35.81%	28.23%	26.53%
成本	977.81	1,242.98	1,533.88	1,866.71
毛利	399.80	627.89	865.14	1,168.74
毛利率	29.02%	33.56%	36.06%	38.50%
1.1 草铵膦				
收入	370.35	662.16	1,009.01	1,436.94
成本	255.00	357.00	515.00	695.00
毛利	115.35	305.16	494.01	741.94
毛利率	31.15%	46.09%	48.96%	51.63%
1.2 其他农药原药				
收入	1,007.26	1,208.71	1,390.01	1,598.52
增速	-	20.00%	15.00%	15.00%
成本	722.81	885.98	1018.88	1171.71
毛利	284.45	322.72	371.13	426.80
毛利率	28.24%	26.70%	26.70%	26.70%
2、农药制剂及其他				
收入	516.05	619.26	712.15	797.61
增速	8.22%	20.00%	15.00%	12.00%
成本	443.90	532.56	612.45	685.94
毛利	72.15	86.70	99.70	111.66
毛利率	13.98%	14.00%	14.00%	14.00%
3、贸易				
收入	85.32	51.19	40.95	34.81
增速	-20.47%	-40.00%	-20.00%	-15.00%
成本	78.59	46.58	37.27	31.68
毛利	6.73	4.61	3.69	3.13
毛利率	7.89%	9.00%	9.00%	9.00%
4、其他业务				
收入	3.32	1.50	1.50	1.50
成本	1.80	0.68	0.68	0.68
毛利	1.52	0.83	0.83	0.83
毛利率	45.67%	55.00%	55.00%	55.00%
营业收入	1,982.30	2,542.82	3,153.62	3,869.37
增速	33.12%	28.28%	24.02%	22.70%
营业成本	1,502.10	1,822.81	2,184.27	2,585.01
毛利	480.20	720.02	969.35	1,284.36
毛利率	24.22%	28.32%	30.74%	33.19%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、风险提示

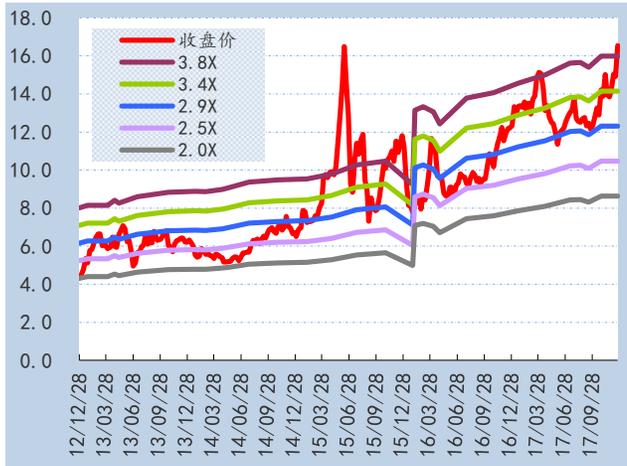
- ◆ 项目建设延迟的风险；
- ◆ 下游需求增长不及预期的风险。

图表 20：PE-Bands



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 21：PB-Bands



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司盈利预测表

资产负债表 (百万)	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	92.27	72.10	485.70	862.46	营业收入	1982.30	2542.82	3153.62	3869.37
应收和预付款项	493.75	626.56	960.38	1138.26	营业成本	1502.10	1822.81	2184.27	2585.01
存货	412.11	753.94	843.33	1110.29	营业税金及附加	8.17	8.90	11.04	13.54
其他流动资产	30.33	30.33	30.33	30.33	销售费用	71.33	84.42	110.38	139.30
流动资产合计	1028.46	1482.93	2319.74	3141.33	管理费用	153.12	185.88	234.94	294.07
长期股权投资	15.25	17.75	20.25	22.75	财务费用	-3.85	25.43	37.84	54.17
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	7.81	1.27	3.15	3.87
固定资产和在建工程	1677.87	1459.70	1239.65	1018.88	投资收益	0.64	2.50	2.50	2.50
无形资产开发支出	209.76	186.60	163.45	140.30	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	4.60	2.30	0.00	0.00	营业利润	244.28	416.61	574.50	781.91
其他非流动资产	56.04	53.74	51.44	51.44	其他非经营损益	14.10	8.00	8.00	8.00
资产总计	2987.37	3200.71	3794.53	4374.69	利润总额	258.38	424.61	582.50	789.91
短期借款	87.00	101.00	157.00	161.00	所得税	34.87	70.06	96.11	130.34
应付和预收款项	449.24	346.84	471.14	481.15	净利润	223.52	354.55	486.39	659.57
长期借款	149.00	149.00	149.00	149.00	少数股东损益	15.17	18.00	22.00	26.00
其他负债	6.05	6.05	6.05	6.05	归母股东净利润	208.35	336.55	464.39	633.57
负债合计	691.29	602.90	783.19	803.21	预测指标				
股本	524.37	524.37	524.37	524.37	毛利率	24.22%	28.32%	30.74%	33.19%
资本公积	810.14	810.14	810.14	810.14	销售净利率	11.28%	13.94%	15.42%	17.05%
留存收益	698.23	981.97	1373.49	1907.64	销售收入增长率	33.12%	28.28%	24.02%	22.70%
归母公司股东权益	2032.75	2316.48	2708.00	3242.16	EBIT 增长率	41.20%	61.00%	33.82%	33.63%
少数股东权益	263.33	281.33	303.33	329.33	净利润增长率	50.49%	61.53%	37.98%	36.43%
股东权益合计	2296.08	2597.81	3011.34	3571.49	ROE	10.25%	14.53%	17.15%	19.54%
负债和股东权益	2987.37	3200.71	3794.53	4374.69	ROA	9.02%	13.55%	15.29%	17.73%
					ROIC	10.85%	14.45%	17.70%	27.79%
现金流量表 (百万)	2016A	2017E	2018E	2019E	EPS (X)	0.40	0.64	0.89	1.21
经营性现金流	170.04	122.01	877.61	355.04	PE (X)	44.60	27.61	20.01	14.67
投资性现金流	-332.88	6.67	6.67	6.68	PB (X)	4.57	4.01	3.43	2.87
融资性现金流	188.42	-148.85	-70.68	-84.96	PS (X)	4.69	3.65	2.95	2.40
现金增加额	27.14	-20.17	813.60	276.76	EV/EBITDA (X)	23.42	14.31	10.81	8.51

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。