



002258.SZ

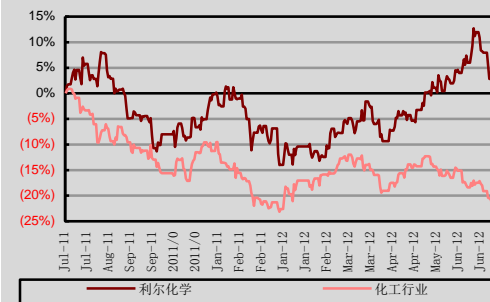
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 22.54

板块评级: 未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	30.3	17.3	1.9	90.0
相对深证成指	35.8	17.2	2.8	82.3

发行股数(百万)	524
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	11,800
3个月日均交易额(人民币 百万)	133
净负债比率(%) (2018E)	6
主要股东(%)	
四川久远投资控股集团有限公司	27

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年5月24日收市价为标准

相关研究报告

《化工行业 2017 年年报及 2018 年一季报总结》
20180506

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

余嫻嫻

(8621)20328550

Yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

王海涛

(8610)-66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

*鞠龙为本报告重要贡献者

利尔化学

草铵膦龙头, 多项目助力持续成长

经过多年积累, 公司已成为全球最优秀的草铵膦生产企业之一, 后续有望受益于草铵膦全球需求提升。另一方面, 广安基地项目工程建设正按计划有序实施, 具备较好的成长性, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **优秀的细分领域农药公司。**公司主要产品包括草铵膦, 毕克草、毒莠定、氟草烟等除草剂, 其中草铵膦, 毕克草和毒莠定原药产销量居国内首位。在巩固优势领域基础上, 公司向农药原药及中间体领域延伸, 往上收购比德生化、鹤壁赛科, 充分完善一体化优势。2017 年公司实现归属净利润 4.02 亿元, 同比增长 92.93%; 2018 年一季度实现归属净利润 1.16 亿元, 同比增长 98.58%。
- **草铵膦需求强劲, 公司充分受益。**2016 年全球草铵膦销售额达 5 亿美金, 为全球第二大转基因作物耐受除草剂。随着加拿大油菜种植面积回升, 部分国家百草枯禁用以及草铵膦草甘膦复配品种逐渐推广, 草铵膦需求有望持续增长。公司全面掌握了草铵膦合成关键技术, 现已成为国内规模最大成本最低的草铵膦原药生产企业, 目前实际月产量已提升至 700 吨, 广安基地 10,000 吨/年草铵膦项目实施进展顺利, 后续将充分受益草铵膦全球需求提升。
- **可转债项目打开未来成长空间。**根据 2017 年 7 月公司公告的环境影响报告书, 广安利尔化学规划了年产 36,000 吨农药及其他精细化学品建设项目。此外公司于 2017 年 8 月发布了可转债方案, 通过募得 11.91 亿元资金用于新建 1,000 吨/年丙炔氟草胺、10,000 吨/年草铵膦和 1,000 吨/年氟环唑项目。预计将于 2019 年全部建成。随着项目陆续投产, 公司盈利能力将持续提高, 打开未来成长空间。

评级面临的主要风险

- 1、环保风险。2、安全风险。

估值

- 公司在吡啶类除草剂和草铵膦行业具有领军地位。随着可转债项目投产, 公司产能瓶颈被逐步打破, 支撑公司利润增长。预计 2017-2019 年每股收益分别为 1.23 元、1.55 元、1.94 元, 对应 PE 分别为 18.3、14.5、11.6。首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,982	3,084	4,147	5,153	6,645
变动(%)	33	56	34	24	29
净利润(人民币 百万)	208	402	646	813	1,019
全面摊薄每股收益(人民币)	0.397	0.767	1.232	1.550	1.944
变动(%)	50.5	92.9	60.7	25.8	25.4
全面摊薄市盈率(倍)	56.7	29.4	18.3	14.5	11.6
价格/每股现金流量(倍)	63.9	32.6	13.0	11.8	9.2
每股现金流量(人民币)	0.35	0.69	1.74	1.91	2.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.8	17.1	11.0	8.6	6.9
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.246	0.310	0.389
股息率(%)	n.a.	0.4	1.1	1.4	1.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

公司概况：草铵膦、氯代吡啶类除草剂细分龙头	5
草铵膦和氯代吡啶类除草剂为公司主要产品.....	5
股权结构：中国工程物理研究院为公司的实际控制人.....	6
公司财务分析.....	6
草铵膦原药：合成壁垒高，需求将持续提升.....	8
多因素推动草铵膦需求提升.....	8
产能持续扩张，公司工艺行业领先.....	13
氯代吡啶类除草剂龙头，内生与外延并举.....	16
行业地位稳固，产能继续扩大.....	16
江苏快达快速发展.....	16
收购比德生化、鹤壁赛科，延伸产业链.....	17
可转债项目打开未来成长空间.....	18
公司有望成为全球第一草铵膦供应商.....	18
氟环唑—谷物杀菌剂市场的领军品种.....	18
丙炔氟草胺市场快速增长.....	20
盈利预测与投资评级.....	21
主要假设.....	21
投资建议.....	21
风险提示.....	22

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司主要产品产能.....	5
图表 2.公司股权结构.....	6
图表 3.公司营业收入情况.....	7
图表 4.公司归母净利润情况.....	7
图表 5.2017 年公司主营业务构成（按产品）.....	7
图表 6.公司销售毛利率以及销售净利润.....	7
图表 7.几种常见的除草剂比较.....	8
图表 8.2016 年草铵膦按作物种类施用量占比.....	8
图表 9.2016 年草铵膦按国别施用量占比.....	8
图表 10.全球草铵膦市场规模情况.....	9
图表 11.加拿大转基因油菜种植面积.....	9
图表 12.油菜籽价格走势（现货）.....	9
图表 13.耐草铵膦转基因作物批准国家及时间.....	10
图表 14.全球转基因作物种植面积.....	10
图表 15.不同渗透率下草铵膦需求情景分析.....	11
图表 16.草铵膦和草甘膦复配制剂登记信息.....	11
图表 17.耐草铵膦和草甘膦转基因作物批准国家及时间.....	11
图表 18.全球百草枯市场规模.....	12
图表 19.2016 年百草枯按国别施用量占比.....	12
图表 20.全球百草枯限制或者禁止使用国家/地区表.....	12
图表 21.草铵膦产能分布.....	13
图表 22.草铵膦产能投产情况.....	13
图表 23.一般草铵膦合成路线.....	14
图表 24.利尔草铵膦合成路线.....	14
图表 25.草铵膦价格走势.....	15
图表 26.公司主要吡啶类除草剂产能.....	16
图表 27.年产 36,000 吨农药吡啶类建设项目计划（三期）.....	16
图表 28.江苏快达营业总收入情况.....	17
图表 29.江苏快达归母净利润情况.....	17
图表 30.比德生化主要产品.....	17
图表 31.吡啶产业链图.....	17

图表 32.公司可转债项目基本情况.....	18
图表 33.公司可转债项目基本情况.....	18
图表 34.氟环唑主要用于谷物等作物	19
图表 35.氟环唑全球销售额	19
图表 36.国内氟环唑产能分布	19
图表 37.氟环唑价格走势	19
图表 38. 2014 年 PPO 抑制剂类除草剂中的重点品种	20
图表 39.销售收入结构预测	21
损益表(人民币百万)	23
资产负债表(人民币百万).....	23
现金流量表(人民币百万).....	23
主要比率(%).....	23

公司概况：草铵膦、氯代吡啶类除草剂细分龙头

利尔化学股份有限公司（下称公司、利尔化学）位于四川省绵阳市，前身为四川绵阳利尔化工有限公司，是由中国工程物理研究院于 1993 年发起设立的军转民高新技术企业。公司于 2008 年在深圳证券交易所上市，是专业从事氯代吡啶类、有机磷类、磺酰胺类、取代脲类等高效、低毒农药的研发、生产和销售的企业。

草铵膦和氯代吡啶类除草剂为公司主要产品

经过多年的发展，公司全面掌握了草铵膦合成关键技术，现已成为国内最大规模的草铵膦原药生产企业，绵阳基地二期草铵膦生产线已于年初顺利投产，通过后期的持续技改，现实际月产量为 700 吨；后续广安基地 10,000 吨/年草铵膦（一期产能为 7,000 吨/年）项目工程建设正按计划有序实施。

氯代吡啶类农药方面，公司产品包括毕克草、毒莠定、氟草烟等除草剂，其中毕克草和毒莠定原药产销量居国内首位。

图表 1. 公司主要产品产能

产品	现有产能 (吨/年)	规划新增产能 (吨/年)	简介
草铵膦	5,000	10,000	属于非选择性触杀型除草剂。作用机理为使植物抑制植物体内谷氨酰胺合成，主要用于果园、橡胶园、观赏数据和灌木等常规作物和抗草铵膦转基因作物
毒莠定	3,000	/	属于激素型除草剂。作用机制是抑制线粒体系统呼吸作用、核酸代谢，主要防治麦、玉米、高粱田间杂草
毕克草（二氯吡啶酸）	1,800	/	作用机制为促进植物核酸的形成，产生过量的核糖核酸，致使根部生长过量，维管束输导功能受阻，导致杂草死亡。能有效防除苣荬菜、稻槎菜等菊科杂菜及大巢菜等豆科杂草
氟草烟	500	/	属于吡啶氧乙酸类除草剂。可用于小麦、大麦、玉米等地防除阔叶杂草
光气	50,000	/	重要化工中间体
氟环唑	100	1,000	属于重要的三唑类杀菌剂，在防治亚洲大豆锈病、大豆白粉病，谷物褐锈病、谷物黄锈病、谷物壳针孢叶斑病等方面有良好的效果，
丙炔氟草胺	/	1,000	属于触杀型选择性除草剂。作用机理为使得杂草体内原卟啉积累，导致不可逆的损害。适用作物为大豆、花生等
敌草快	/	5,000	属于一种传导性触杀灭生性联吡啶类除草剂，具有除草和催枯/熟双重作用，用于大田、果园、非耕地、收割前等除草
氯氟吡氧乙酸酯	/	3,000	属于一种内吸传导型苗后除草剂。使敏感植物出现典型激素类除草剂的反应。可用于果园、牧场、林场等地防除阔叶杂草
三氯吡氧乙酸酯	/	3,000	属于一种吡啶类内吸传导型低毒除草剂，使植物产生过量核酸后死亡。用于造林前除草灭灌，培育松树及林分改造
炔草酯	/	1,000	属于一种芳氧苯氧丙酸类除草剂，能有效抑制类酯的生物合成为乙酰辅酶 A 羧化酶抑制剂，用于谷物，苗后防除一年生禾本科杂草
解毒啞	/	1,000	用于改善植物对除草剂炔草酯的接纳度

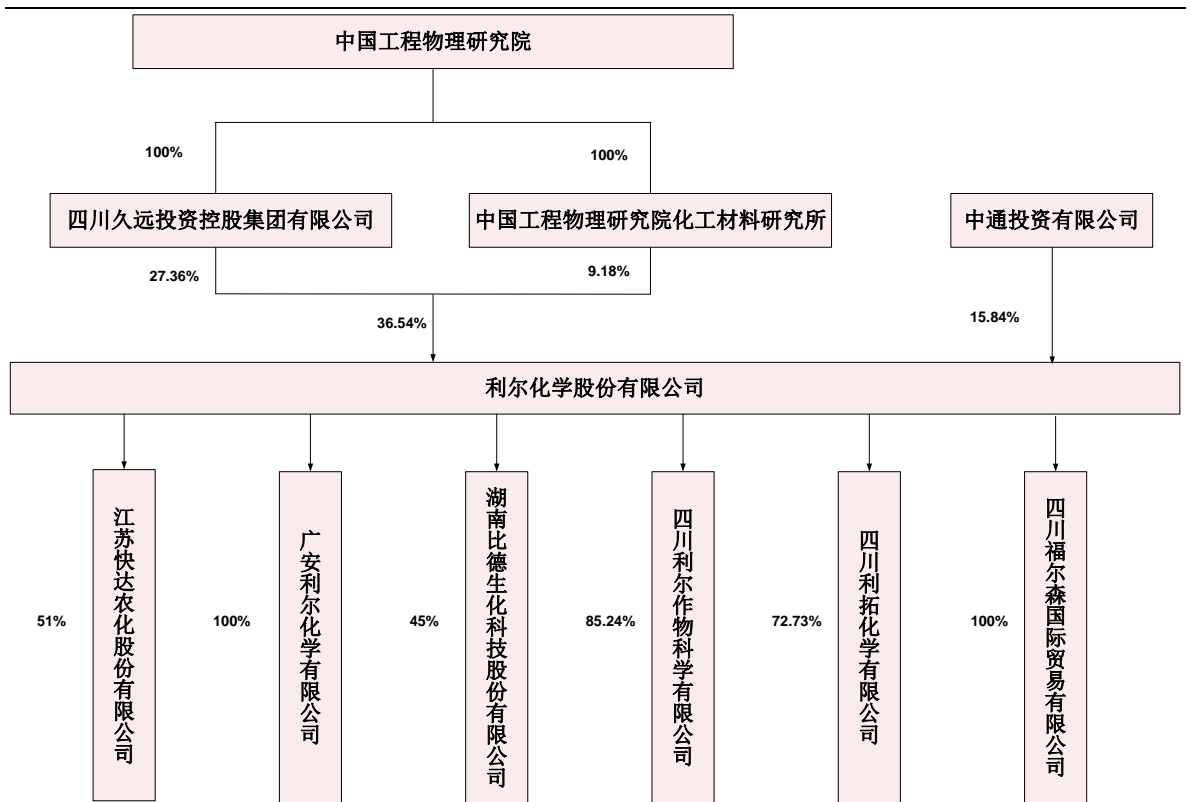
资料来源：公司环评报告，公司官网，国家排污许可证信息公开系统，中银证券

股权结构：中国工程物理研究院为公司的实际控制人

自公司开创以来，中国工程物理研究院为公司的实际控制人。根据公司 2017 年财务报告数据，四川久远投资控股集团有限公司持股 27.36%，中通投资有限公司持股 15.84%，中国工程物理研究院化工材料研究所持股 9.18%。中国工程物理研究院持有四川久远投资控股集团有限公司和中国工程物理研究院化工材料研究所的 100% 股份。

目前公司拥有江苏快达农化股份有限公司（持股 51%）、湖南比德生化科技股份有限公司（持股 45%，表决权 56.31%）、四川利尔作物科学有限公司（持股 85.24%）、四川利拓化学有限公司（持股 72.73%）、广安利尔化学有限公司等子公司从事产品的生产与销售；此外还有四川福尔森国际贸易有限公司、福尔森科技有限公司、湖南百典国际贸易有限公司子公司负责商贸活动。

图表 2. 公司股权结构

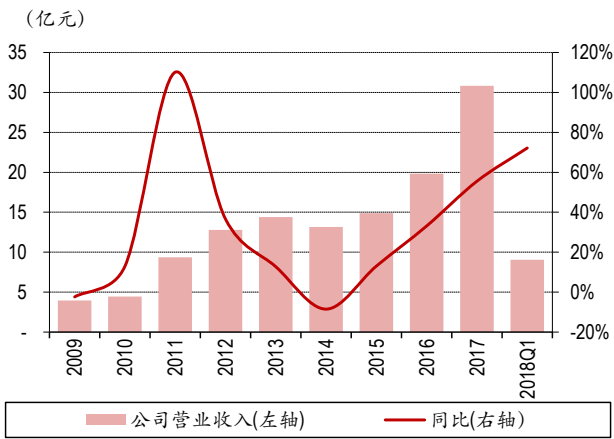


资料来源：公司公告，中银证券

公司财务分析

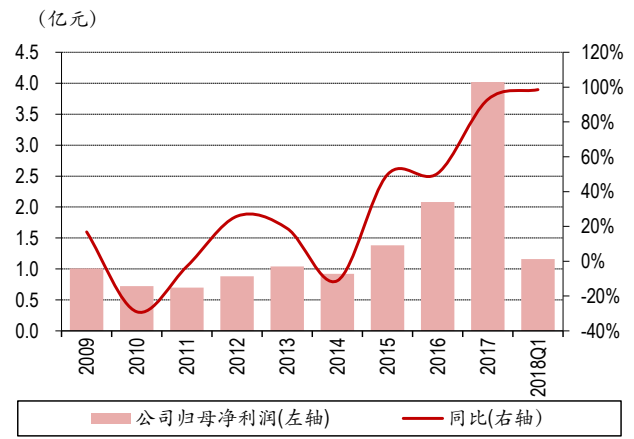
公司运营良好，规模不断扩大。2017 年公司营业收入为 30.84 亿元，同比增长 55.55%；2017 年归母净利润为 4.02 亿元，同比大幅上涨 92.93%，2013-2017 年复合增长率为 40.22%。进入 2018 年后，公司业绩持续增加，2018 年一季度公司营业收入为 9.05 亿元，同比大幅增长 72.18%；归母净利润为 1.16 亿元，同比增长 98.58%，创公司成立以来的新高。这主要归功于公司主要产品草铵膦的高景气以及产能的快速扩张。在新建的 10,000 吨/年草铵膦项目中，公司突破了甲基二氯化磷（MDP）合成工艺难点，成本显著降低，随着这部分新产能的投放，盈利能力将持续改善。

图表 3. 公司营业收入情况



资料来源: 万得, 中银证券

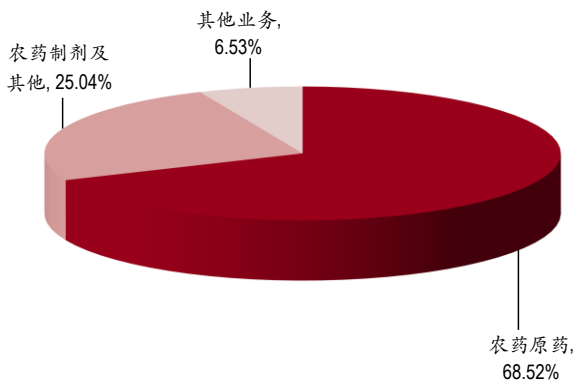
图表 4. 公司归母净利润情况



资料来源: 万得, 中银证券

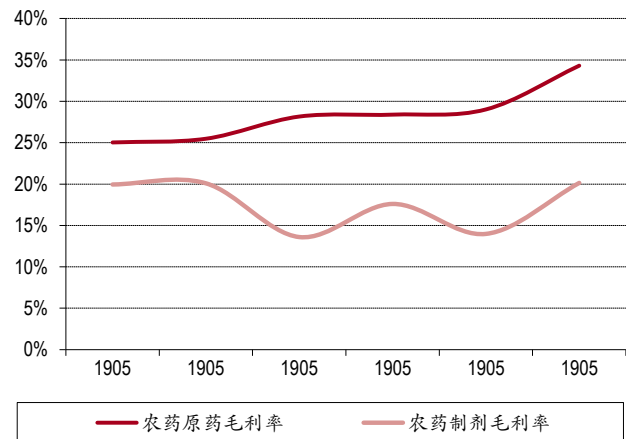
公司主要收入来源于农药原药。2017 年公司主营业务主要为两块, 农药原药和农药制剂的收入占比分别为 68.52% 和 25.04%。公司毛利率一直在稳步提升, 整体毛利率从 2011 年的 21.85% 提高到 2017 年的 28.74%, 销售净利率从 2011 年的 9.54% 提高到 2017 年的 14.23%。随着产品结构优化和规模扩大, 2018 年第一季度的销售毛利率和净利率分别达到了 30.59% 和 14.42%。

图表 5. 2017 年公司主营业务构成 (按产品)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 公司销售毛利率以及销售净利润



资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

草铵膦原药：合成壁垒高，需求将持续提升

草铵膦是世界第二大转基因作物耐受除草剂，属广谱触杀型除草剂。草铵膦由赫斯特(Hoechst)公司(后归属于德国拜耳公司)于20世纪80年代开发，于1984年作为非选择性除草剂获得登记使用，通常使用的是草铵膦胺盐。在施药后可以干扰植物的谷氨酸的生物合成以及氨的解毒，细胞毒剂铵离子在植物体内累积，光合作用被严重抑制，以达到除草目的。

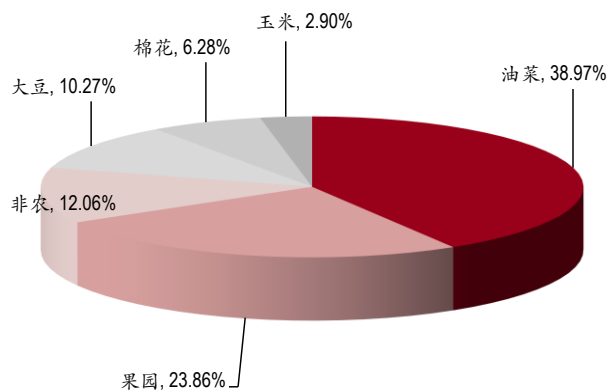
图表 7. 几种常见的除草剂比较

产品名称	草甘膦	草铵膦	麦草畏	百草枯
别名	镇草宁、农达	草丁磷、保试达	麦草威、百草敌	对草快、野火
所属类别	氨基酸类	氨基酸类	安息香酸系	联吡啶类
上市时间	1974	1986	1961	1962
开发公司	孟山都	赫斯特公司	先正达	先正达
2016 年全球销售额 (亿美元)	56.62	5.02	2.93	11.80
作用机理	抑制烯醇丙酮基莽草素磷酸合成酶，使得蛋白质合成受阻	抑制谷氨酸合成酶，导致氨基酸过量积累	破坏杂草原有的天然激素平衡，使其细胞分裂伸长和分化不规律	施药后能立刻渗入叶面，阻碍植物的光合作用而使其死亡

资料来源: CNKI, 中银证券

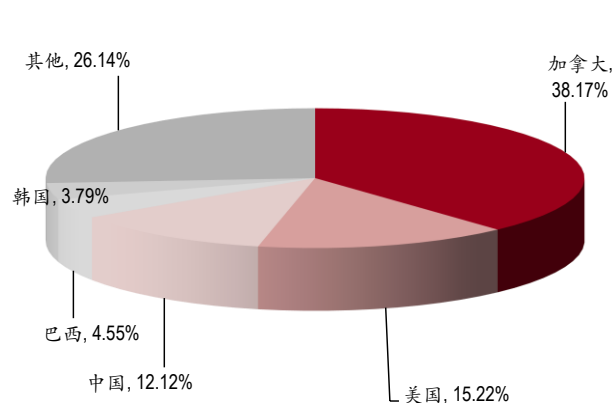
由于草铵膦良好的除草效果和较高的施用成本，目前草铵膦的使用主要以果蔬作物和油菜为主。根据中国农药工业协会统计,2016年草铵膦原药全球总计消费量为12,099吨,其中油菜施用占比为38.97%,果园施用占比为23.86%。按照国别来分,加拿大草铵膦消费量为4,618吨,占比38.17%,主要用于耐草铵膦转基因油菜。

图表 8. 2016 年草铵膦按作物种类施用量占比



资料来源: 中国农药工业协会, 中银证券

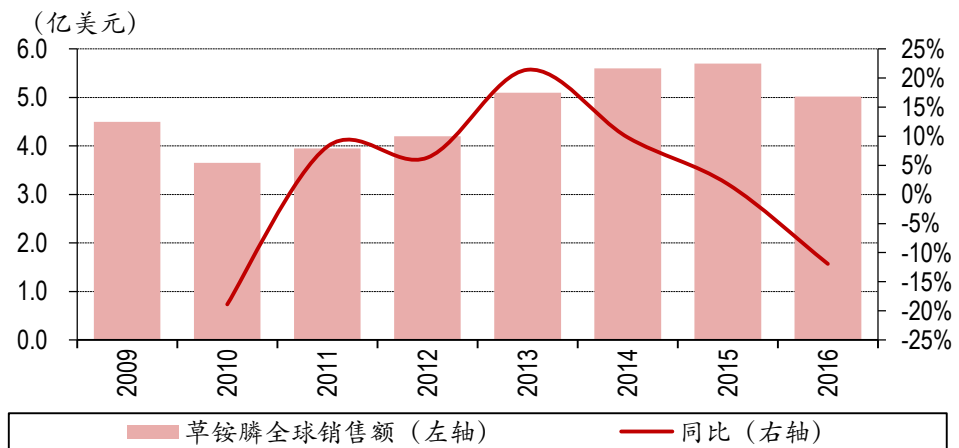
图表 9. 2016 年草铵膦按国别施用量占比



资料来源: 中国农药工业协会, 中银证券

多因素推动草铵膦需求提升

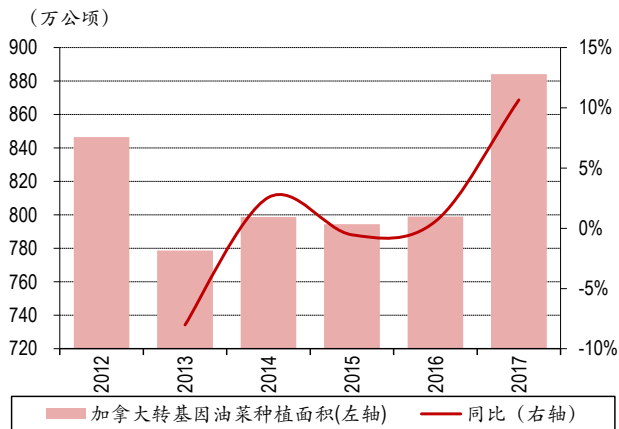
由于抗除草剂转基因作物的成功开发促进了草铵膦的市场发展，使草铵膦成为销售额上亿美元的大型除草剂品种。2010年，随着全球农化行业景气度上升以及转基因作物的推广使得草铵膦需求旺盛，草铵膦价格重新回到32万元/吨。由于盈利性较好，众多企业纷纷扩产，产能过剩导致原药价格在2016年8月一度跌至11.7元/吨，使得当年草铵膦全球销售额有所下滑。进入2017年，随着百草枯退出市场，草甘膦抗性突出以及国内环保态势趋严，草铵膦供需格局明显改善，原药价格上涨。

图表 10.全球草铵膦市场规模情况


资料来源：中国农业工业协会，中银证券

耐草铵膦转基因作物持续推广带动其需求

加拿大草铵膦消费量居全球第一。目前加拿大国内耐草铵膦转基因油菜品种分为甘蓝型和芜菁型两种，在加拿大总体油菜种植面积中占比较高。根据 USDA 统计数据，2017 年加拿大油菜种植面积为 930.70 万公顷，同比增长 10.65%；其中转基因油菜种植面积为 884.20 万公顷，同比增长 10.66%。油菜种植面积的回暖提振了草铵膦需求。

图表 11.加拿大转基因油菜种植面积


资料来源：USDA，中银证券

图表 12.油菜籽价格走势（现货）


资料来源：Bloomberg，中银证券

耐草铵膦转基因作物的推广打开需求增量空间。将草铵膦抗性基因导入水稻、小麦、玉米、甜菜、烟草、大豆、棉花等作物中，可以培育耐草铵膦作物。这些耐草铵膦转基因作物不仅在美国普遍种植，而且随着转基因技术推广和应用，近年来已在亚洲、欧洲、澳洲等部分国家推广种植，由此草铵膦也成为全球重要的转基因作物除草剂，给草铵膦带来广大的市场空间。

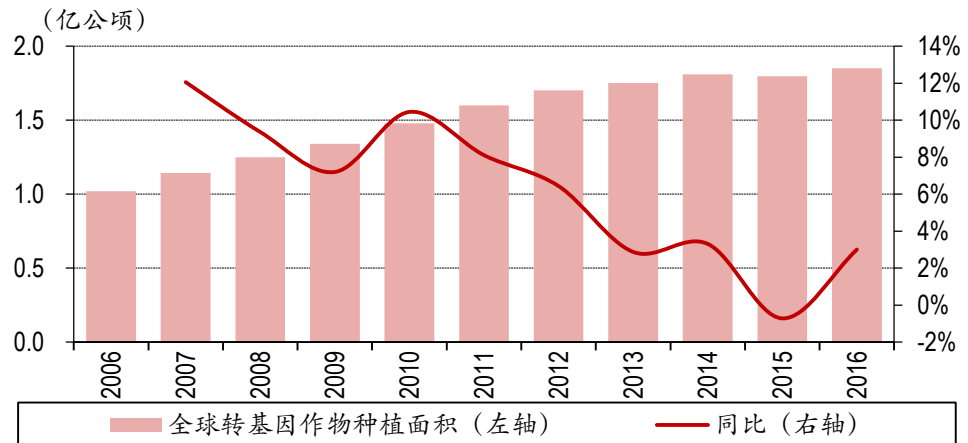
图表 13.耐草铵膦转基因作物批准国家及时间

作物	国家	公司	批准时间
油菜	澳大利亚	纽发姆	2018
	加拿大	拜耳	2018
	美国	拜耳	2017
大豆	阿根廷	拜耳	2017
	阿根廷	陶氏	2016
	巴西	陶氏	2016
	日本	拜耳	2016
棉花	巴西	孟山都	2017
	哥斯达黎加	孟山都	2016
	哥斯达黎加	陶氏	2016
	日本	陶氏	2016
玉米	巴西	先正达	2017
	加拿大	孟山都	2016
	加拿大	先正达	2016
	阿根廷	先正达	2016
	美国	先正达	2016
	美国	孟山都	2016

资料来源：ISAAA，中银证券

草铵膦与草甘膦复配有成为新增长点

从二十一世纪初开始，转基因作物的全球性推广为草甘膦打开了巨大的市场，使之成为全球第一大除草剂。草甘膦的大面积高度重复使用已经使得抗草甘膦杂草大量出现，解决该问题成为当务之急。草铵膦对抗性恶性杂草十分有效，目前基本不存在抗药性问题，可以与草甘膦复配使用。

图表 14.全球转基因作物种植面积


资料来源：万得，中银证券

根据中国农药工业信息网统计，我国已经有 11 家农药企业取得了“草甘膦/草铵膦”复配制剂登记证，草甘膦和草铵膦含量比例大部分为 5:1。根据 ISAAA 数据，2017 年，加拿大、澳大利亚、新西兰等国家均有新增的耐“草甘膦/草铵膦”转基因作物获批。根据世界农化网统计，全球草甘膦消费量约 75 万吨，其中转基因作物消费量 37.8 万吨，占比 50.4%；非转基因作物消费量约 30 万吨，占比为 40%。假设草甘膦与草铵膦复配的施用面积占草甘膦总施用面积的 20%，则复配带来的草铵膦需求增量约 1.5 万吨。

图表 15.不同渗透率下草铵膦需求情景分析

渗透率(%)	10	15	20	25
对应草铵膦需求量(万吨)	0.75	1.13	1.5	1.88

资料来源: 世界农化网, 中银证券

图表 16.草铵膦和草甘膦复配制剂登记信息

登记证号	生产企业	草铵膦含量(%)	草甘膦含量(%)	有效期至
PD20181483	浙江新安化工集团股份有限公司	6	33	2023-4-17
LS20170324	山东德浩化学有限公司	10	30	2018-5-31
PD20171829	深圳诺普信农化股份有限公司	6	30	2022-9-18
PD20173244	山东兆丰年生物科技有限公司	6	30	2022-12-19
PD20180693	陕西韦尔奇作物保护有限公司	10	30	2023-2-8
PD20180455	海利尔药业集团股份有限公司	6	30	2023-2-8
PD20180452	永农生物科学有限公司	6	30	2023-2-8
PD20181259	安徽省银山药业有限公司	8	30	2023-3-15
PD20180849	安徽省丰臣农化有限公司	6	30	2023-3-15
PD20181408	山东德浩化学有限公司	10	30	2023-4-17
PD20171067	广西汇丰生物科技有限公司	6	30	2022-5-31

资料来源: 中国农药工业信息网, 中银证券

图表 17.耐草铵膦和草甘膦转基因作物批准国家及时间

作物	国家	公司	批准时间
油菜	澳大利亚	拜耳	2016
大豆	巴西	陶氏	2017
	阿根廷	陶氏	2016
	阿根廷	拜耳	2018
	日本	拜耳	2016
	巴西	拜耳	2017
棉花	澳大利亚	拜耳	2016
	澳大利亚	孟山都	2016
	日本	孟山都	2016
	阿根廷	先正达	2018
	阿根廷	陶氏	2018
玉米	巴拉圭	陶氏	2017
	巴西	先正达	2017
	加拿大	先正达	2017
	加拿大	孟山都	2017
	加拿大	陶氏	2017
	巴西	陶氏	2017
	加拿大	先正达	2016
	阿根廷	陶氏	2016
	阿根廷	杜邦	2016
	阿根廷	先正达	2016
	巴西	陶氏	2016
	巴西	孟山都和陶氏	2016
	日本	陶氏	2016
	日本	先正达	2016

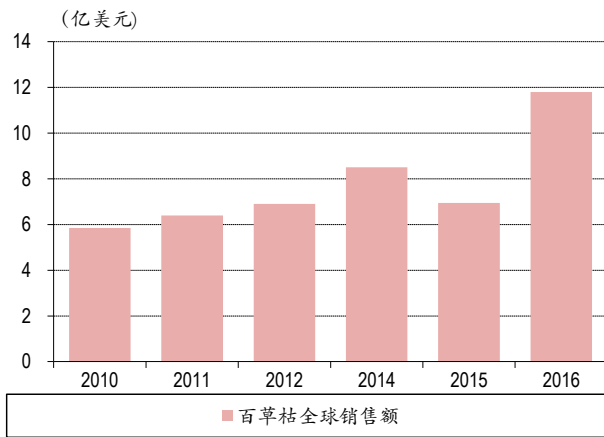
资料来源: ISAAA, 中银证券

百草枯禁用将带来较大替代空间

百草枯在我国将被全面禁用，需求增量超万吨。百草枯有剧毒，对人、畜危害极大，会使误食的人与动物的肺纤维化，最终导致呼吸衰竭死亡，而且无特效药。1983年开始，世界各国相继出台了百草枯的禁产令和禁售令，而且将会范围越来越广。我国已于2014年停止百草枯水剂登记，并在2016年7月1日全面禁售百草枯水剂。根据2017年3月十二届全国人大五次会议第3326号建议的答复，截至目前市场上仅有红太阳的1个20%百草枯可溶胶剂（登记证号PD20131912）产品在售，该产品农药登记证有效期至2018年9月25日，到期后不再予以农药登记延续。

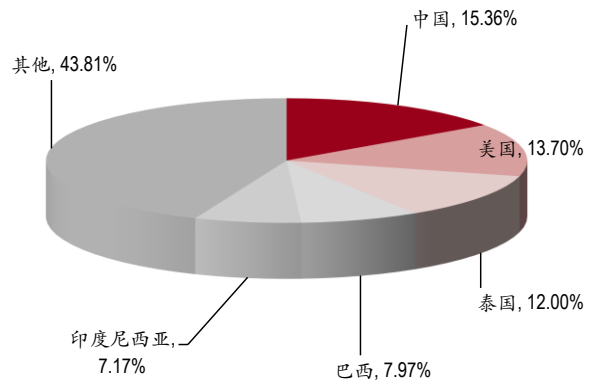
根据中国农药工业信息网统计，我国百草枯水剂年使用面积约5亿亩次，2016年百草枯（折百）施用量为11,510吨，占全球总施用量的15.36%。我国逐步禁用百草枯将为草铵膦带来较大的替代空间。假设其中30%的施用面积由草铵膦替代，施用量为12.64-25.27克/亩，则对草铵膦的需求为1,896-3,791吨。

图表 18.全球百草枯市场规模



资料来源：中国农药工业协会，中银证券

图表 19.2016年百草枯按国别施用量占比



资料来源：中国农药工业协会，中银证券

多国计划禁用百草枯，海外需求可期。除中国外，越南在2017年3月出台政策，禁用百草枯，泰国和巴西将分别从2019年12月和2020年开始禁用百草枯。其中，泰国和巴西百草枯施用总量为14,968吨。海外禁用百草枯或将大幅提升草铵膦需求。

图表 20.全球百草枯限制或者禁止使用国家/地区表

禁用国家和地区	禁用年份	限制使用的国家和地区
越南	2017年3月	禁止使用百草枯和2,4-D产品
中国大陆	2016年7月	禁止使用百草枯水剂
泰国	2019年	取消使用并对进口做计划监管
巴西	2020年	目前为过渡期，之后全面禁止
美国		一直需要在商业许可下使用
日本		需要在法律监管下使用

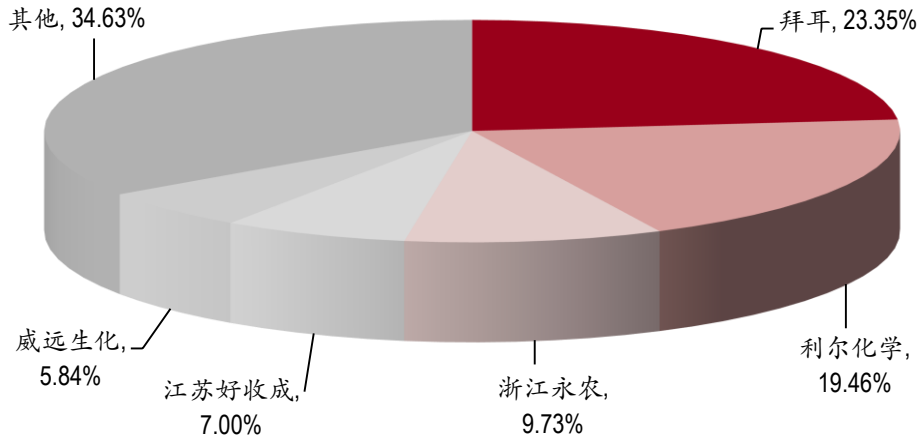
资料来源：世界农化网，中银证券

产能持续扩张，公司工艺行业领先

产能集中度较高

根据卓创资讯数据，截止 2017 年，全球草铵膦总产能为 2.57 万吨，前五大生产商为拜耳、利尔化学、浙江永农、江苏好收成韦恩、威远生化，合计占总产能的 65.37%。

图表 21.草铵膦产能分布



资料来源：中国农业工业协会，中银证券

全球巨头扩张产能应对未来需求。目前海外最大的草铵膦生产商是德国拜耳，拥有产能 6,000 吨/年，公司 2015 年投资 2 亿美元用于生产 Liberty®草铵膦中间体，预计 2018 年投入运行。另一方面，自 2016 年以来，国内草铵膦产能进入快速扩张期，浙江永农化工、威远生化、四川福华等公司纷纷扩产，辉丰股份也于 2015 年通过增资扩股方式进入草铵膦原药生产领域，而国内草铵膦巨头利尔化学也计划将草铵膦产能扩张到 1.5 万吨/年。

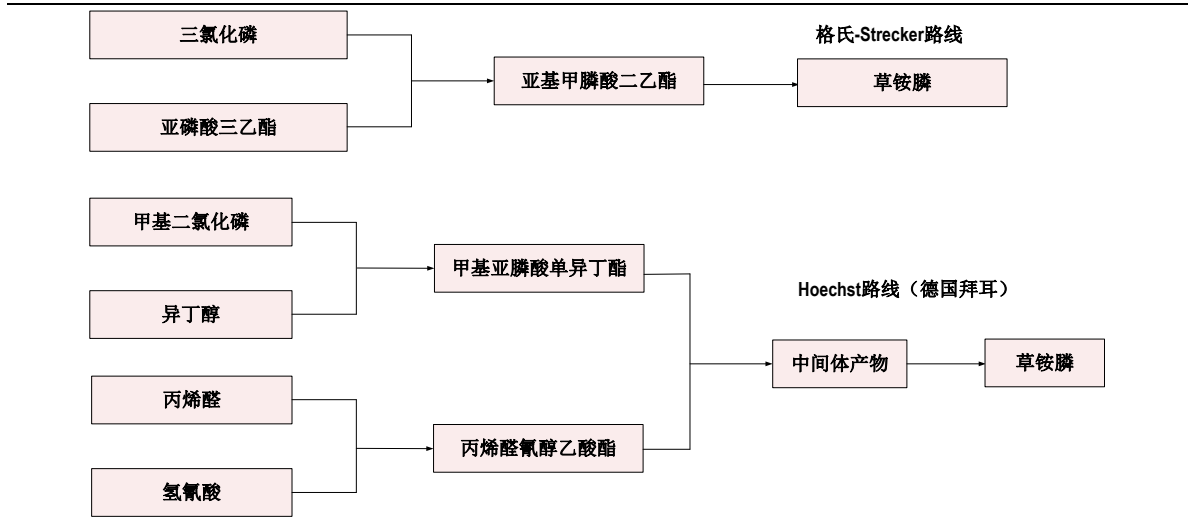
图表 22.草铵膦产能投产情况

公司	现有产能 (吨)	备注
拜耳	6,000	5,000 吨/年在建预计 2018 年投产
威远生化	1,500	1,000 吨/年扩建计划正在实施当中
浙江永农化工	2,500	目前停车检修
利尔化学	5,000	规划 10,000 吨/年产能预计 2018 年逐步投产
四川福华	/	12,000 吨/年已经通过环评与安评
内蒙佳瑞米	600	2,400 吨/年在建，未来形成 3,000 吨/年生产能力
江苏皇马农化	800	负荷较低
江苏辉丰（石家庄瑞凯）	1,500	5,000 吨/年草铵膦产能未投产
江苏好收成韦恩	1,800	装置难以正常开工
连云港乐斯化学	1,000	停产
滨农科技	1,000	负荷较低

资料来源：百川资讯，公司环评，中银证券

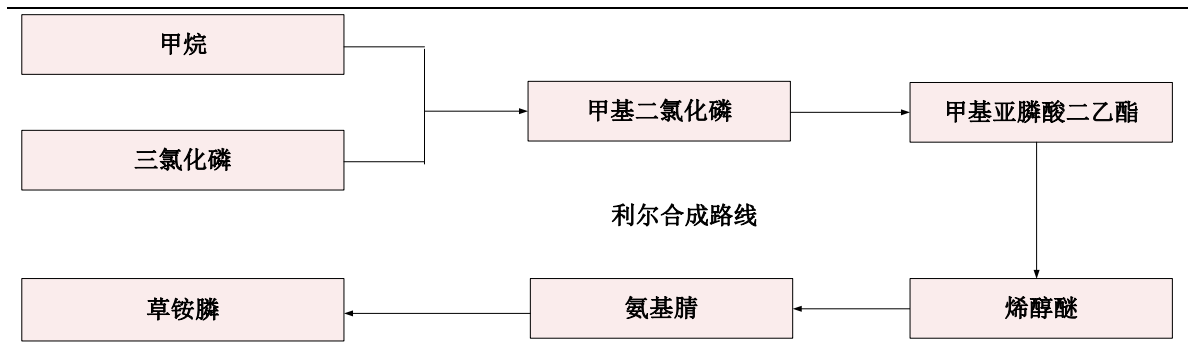
草铵膦合成技术壁垒较高，公司工艺行业领先

草铵膦合成有两种路线：格式-Strecker 路线、拜耳 Hoechst 工艺路线。格式-Strecker 路线以亚磷酸三乙酯和三氯化磷为起始原料，“三废”量大，废水的处理会直接增加生产成本。拜耳 Hoechst 工艺路线分为两步：甲基二氯化磷与异丁醇气相法反应生成甲基亚磷酸单异丁酯；丙烯醛与氢氰酸生成丙烯醛氰醇乙酸酯；这两种中间体生成含有甲基磷酸丁酯结构的中间体，再通过氯化等反应得到草铵膦。该工艺收率高，“三废”少，具有很强的成本优势。因为甲基二氯化磷(MDP)合成难度极大，所以我国企业基本上以格式-Strecker 路线为主，预计生产成本高于 10 万元/吨，难以与拜耳 Hoechst 路线抗衡。

图表 23.一般草铵膦合成路线


资料来源: CNKI, 中银证券

公司草铵膦合成工艺行业领先。公司通过科研攻关,对格氏-Strecker 路线进一步优化,自主开发出了一条低成本的、以甲烷和三氯化磷等为原料的草铵膦合成路线,成为了国内少数几家掌握甲基二氯化磷(MDP)合成工艺的公司之一。该路线的生产过程相比传统的格氏-Strecker 路线而言,废水和废渣的生成将会大大减少,且成本远低于国内同行。

图表 24.利尔草铵膦合成路线


资料来源: 公司环评、中银证券

草铵膦价格中枢上行

草铵膦价格底部反弹。在环保限产和需求端提升共同刺激下,草铵膦价格自 2016 年 6 月开始上涨,至 2017 年 11 月草铵膦价格涨至 21.0 万元/吨,并且近几个月草铵膦价格维持在较高位置。随着转基因大豆种子的推广和百草枯退出市场,在环保趋严的大趋势下,小企业产能有望持续退出,供给不断改善,因此我们判断草铵膦价格在 2018 年上半年将继续向好。

图表 25.草铵膦价格走势



资料来源：卓创资讯，中银证券

氯代吡啶类除草剂龙头，内生与外延并举

行业地位稳固，产能继续扩大

吡啶类除草剂为陶氏开发，是内吸传导型苗后除草剂，药后很快会被植物吸收，使敏感杂草出现典型激素类除草剂的反应，抑制植物体内激素合成等，使植物枯萎死亡。从 20 世纪 60 年代后期多种吡啶类农药相继问世，比如道化学公司开发的毒莠定、绿草定、氟草烟等，这些产品都属于取代吡啶类除草剂，因其化学结构，统一划归为“氯代吡啶类除草剂”。截止 2014 年为止，全球吡啶类除草剂的销售总额为 13.28 亿美元，市占率一直稳定在 5% 左右，据《现代农药》估算，2019 年全球销售额可达到 14.55 亿美元。

公司现为全球第二、国内第一的氯代吡啶类除草剂厂商。经过 20 多年的发展，公司绵阳本部已成为国内最大的氯代吡啶类除草剂生产基地，全球仅次于陶氏益农。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，并涉足了四氯吡啶、五氯吡啶等等中间体，提升盈利能力。

图表 26. 公司主要吡啶类除草剂产能

产品	化学名称	现有产能 (吨/年)	2014 年全球销售额 (亿美元)	简介
毒莠定	氨基吡啶酸	3,000	2.90	属于激素型除草剂。作用机制是抑制线粒体系统呼吸作用、核酸代谢，主要防治麦、玉米、高粱田间杂草
毕克草	二氯吡啶酸	1,500	2.30	作用机制为促进植物核酸的形成，产生过量的核糖核酸，致使根部生长过量，维管束输导功能受阻，导致杂草死亡。能有效防除苣荬菜、稻槎菜等菊科杂草及大巢菜等豆科杂草
氟草烟	氯氟吡氧乙酸	500	2.75	属于吡啶氧乙酸类除草剂。可用于小麦、大麦、玉米等地防除阔叶杂草

资料来源：公司环评报告，公司官网，国家排污许可证信息公开系统，中银证券

另一方面，广安基地计划扩充氯代吡啶中间体，打通上下游产业链。公司规划广安三期项目规划 10,000 吨/年氯代吡啶中间体，为做大做强吡啶类除草剂打下坚实基础。

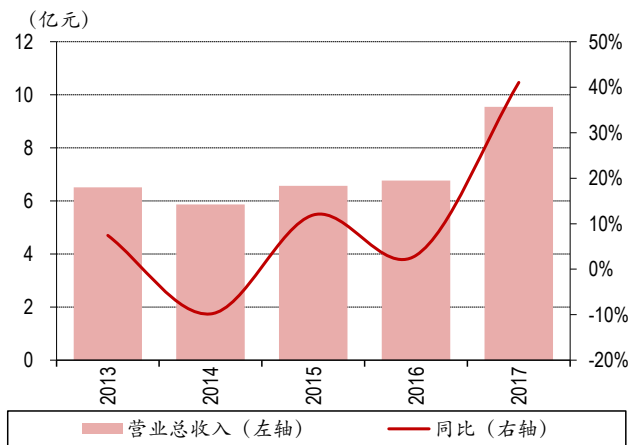
图表 27. 年产 36,000 吨农药吡啶类建设项目计划（三期）

产品	规划产能 (吨/年)	下游农药
2-氯吡啶	4,000	
2,3-二氯吡啶	1,000	氯虫苯甲酰胺（康宽）
2,3,5-三氯吡啶	500	恶草醚
2,3,6-三氯吡啶	1,000	
四氯吡啶	500	毒死蜱、绿草定
三氯吡啶酚钠	2,000	毒死蜱
五氯吡啶	1,000	氟草烟

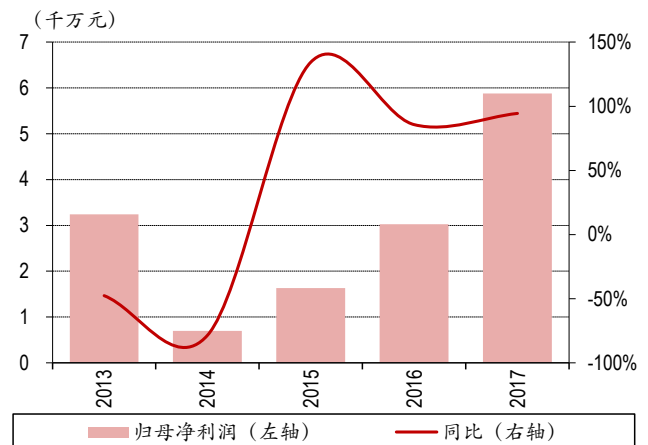
资料来源：公司环评报告，中银证券

江苏快达快速发展

江苏快达业务稳步向好。江苏快达于 2010 年被公司通过参与增发获得了 51% 的股权，主要业务为农药原药和制剂的开发、生产以及销售，产品有取代脲类除草剂、磺酰脲类除草剂、异菌脲杀菌剂和农药化工中间体，如酰氯、光气等。2012 年 6 月，江苏快达开始对光气及相关产品装置搬迁到如东洋口化工园新厂。随着搬迁工作的完成，公司经营情况转好，2017 年实现归母净利润 5,882 万元，同比增长 94.48%。

图表 28.江苏快达营业总收入情况


资料来源: 万得, 中银证券

图表 29.江苏快达归母净利润情况


资料来源: 万得, 中银证券

收购比德生化、鹤壁赛科, 延伸产业链

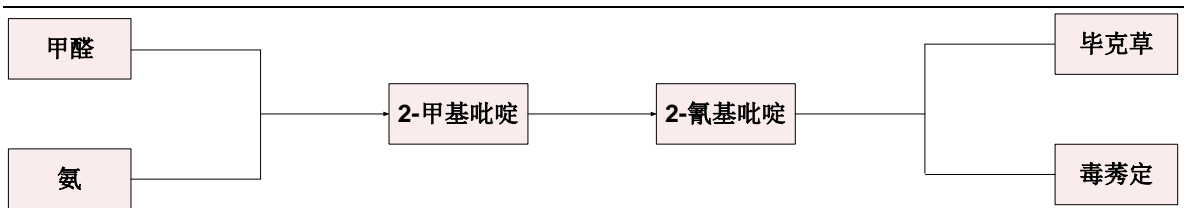
收购比德生化, 巩固氯代吡啶类除草剂行业地位。2017年8月17日, 公司收购湖南比德生化科技股份有限公司45%的股份, 成为比德生化第一大股东。比德生化是国内老牌氯代吡啶类农药企业, 包括三氯吡氧乙酸、氯代吡啶除草剂、3,5-二氯苯甲酰氯、炔草酰草胺、1,5-萘二异氰酸酯等。该收购完成后, 使公司在氯代吡啶类除草剂行业的占有率进一步提升。

图表 30.比德生化主要产品

产品	产能(吨/年)	简介
三氯吡氧乙酸	1,000	属内吸传导型选择性除草剂。药剂可由植物的叶面和根系吸收, 并在植物体内传导到全株, 主要作用于核酸代谢, 广泛用于非耕地、林地、禾本科草场、观赏性草坪等区域阔叶杂草的防除
毒莠定(4-氨基-3,5,6-三氯吡啶甲酸)	1,000	属于激素型除草剂。作用机制是抑制线粒体系统呼吸作用、核酸代谢, 主要防治大多数双子叶杂草、灌木。适用作物: 麦、玉米、高粱
炔草酰草胺	500	属内吸传导型选择性酰胺类除草剂, 作用机理是通过根系吸收传导, 干扰杂草细胞的有丝分裂。主要防治单子叶杂草, 对阔叶作物安全。可以用于果园、葡萄园、菊科作物田等种植区
3,5-二氯苯甲酰氯	1,800	主要用于生产炔草酰草胺和噁嗪草酮除草剂中间体
1,5-萘二异氰酸酯	800	中间体, 主要用于弹性体的生产

资料来源: 公司官网, 公司环评报告, 中银证券

收购赛科化工加强对吡啶关键原料的保障, 进一步强化产业链布局。根据公司2017年9月15日的公告, 公司与鹤壁市赛科化工有限公司、秦保伟签订《增资意向书》, 拟以3,123万元向赛科进行增资, 增资后持有赛科51%的股权, 成为赛科第一大股东。赛科主营产品为2-甲基吡啶, 2,2-联吡啶, 属于公司上游中间体。通过对这次的收购, 公司在扩充产品品类的同时还向上游发展了中间体产能, 保障了原料的供应, 并有利于开拓精细化工产品领域。

图表 31.吡啶产业链图


资料来源: CNKI, 中银证券

可转债项目打开未来成长空间

根据2017年7月公司公告的环境影响报告书，广安利尔化学规划了年产36,000吨农药及其他精细化学品建设项目。此外公司于2017年8月发布了可转债方案，通过募得11.91亿元资金用于新建1,000吨/年丙炔氟草胺、10,000吨/年草铵膦和1,000吨/年氟环唑项目。预计将于2019年全部建成，完全投产后有望给公司带来13.7亿元的收入，2.5亿元税后净利润。

图表 32. 公司可转债项目基本情况

项目名称	项目总投资额(亿元)	项目选址	预计建成时间	预期收入	备注
年产1,000吨丙炔氟草胺原药生产线及配套设施建设项目	3.50	四川广安	2019年1月	4亿	
年产10,000吨草铵膦原药生产线及配套设施建设项目	5.50	四川广安	2019年2月	7亿	为一期建设7,000吨/年
年产1,000吨氟环唑原药生产线以及配套设施建设项目	2.91	四川广安	2019年6月	2.7亿	

资料来源：公司公告，中银证券

图表 33. 公司可转债项目基本情况

项目名称	分期建设情况及产量(吨/年)				副产品产生情况(吨/年)
	一期	二期	三期	合计	
草铵膦	2,000	5,000	3,000	10,000	氯化铵 7,400、氯化钠 6,700、磷酸钙 2,000
敌草快			5,000	5,000	
氯氟吡氧乙酸酯		3,000		3,000	含氟氯化钾 2,300
三氯吡氧乙酸酯	3,000			3,000	
氟环唑	1,000	1,000		2,000	聚合氯化铝 6,300、氯化镁 1,500、醋酸 2,600、邻氯甲苯 300、富马酸 3,000
丙炔氟草胺		1,000		1,000	石膏(硫酸钙) 1,800
炔草酯		1,000		1,000	含氟氯化钾 500
解毒唑		1,000		1,000	氯化钾 245
2-氯吡啶			4,000	4,000	氯化钠 7,300
2,3-二氯吡啶			1,000	1,000	
2,3,6-三氯吡啶			500	500	
2,3,5-三氯吡啶			1,000	1,000	
四氯吡啶			500	500	
三氯吡啶酚钠			2,000	2,000	
五氯吡啶			1,000	1,000	
小计			10,000	10,000	

资料来源：公司环评，中银证券

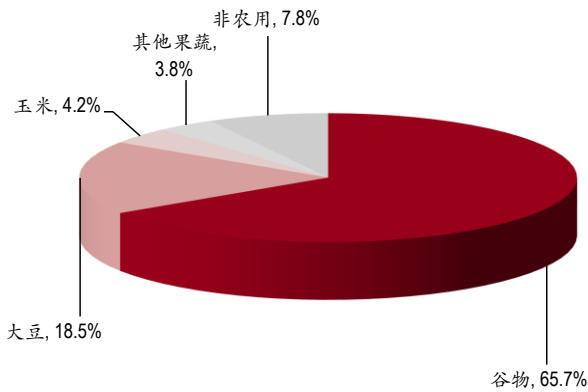
公司有望成为全球第一草铵膦供应商

公司目前草铵膦产能为700吨/月，广安一期7000吨项目工程建设按计划有序实施。若顺利投产，公司有望成为全球第一大草铵膦供应商。

氟环唑—谷物杀菌剂市场的领军品种

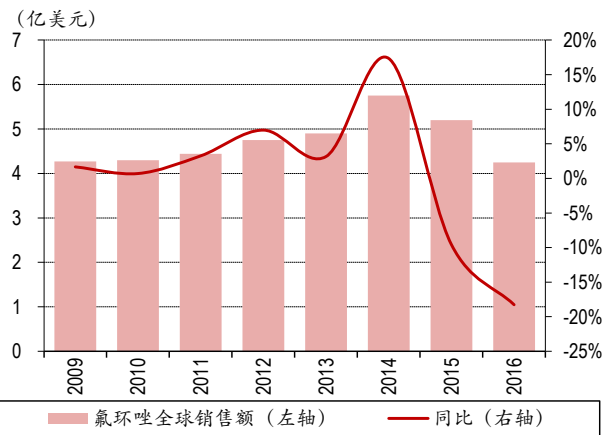
氟环唑具备广谱性，持续性等特点，是杀菌剂市场的领军品种。氟环唑(epoxiconazole)是由巴斯夫公司于1985年开发的新型、广谱、持效期长的杀菌剂，在防治谷物褐锈病、谷物黄锈病、谷物壳针孢叶斑病等方面有良好的效果。

图表 34. 氟环唑主要用于谷物等作物



资料来源: CNKI, 中银证券

图表 35. 氟环唑全球销售额



资料来源: 中国农药工业协会, 中银证券

国内氟环唑主要生产商有江苏辉丰农化股份有限公司、江苏七洲绿色化工有限公司、沈阳科创化学品有限公司等, 利尔化学股份有限公司在建的 1,000 吨/年氟环唑项目预计将于 2019 年投产。

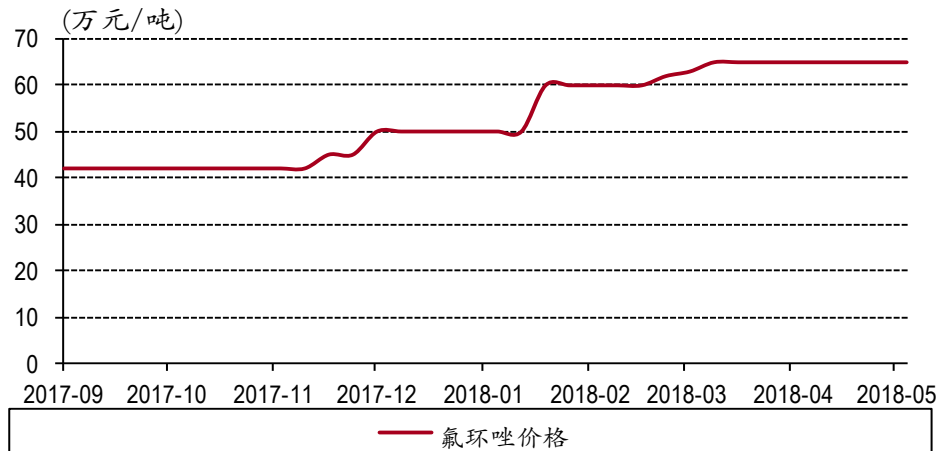
图表 36. 国内氟环唑产能分布

公司名称	产能 (年/吨)	备注
江苏辉丰农化股份有限公司	1,200	因环保原因停产
利尔化学股份有限公司	1,000	广安二期项目将于 2019 年投产
江苏七洲绿色化工有限公司	300	
沈阳科创化学品有限公司	100	
江苏剑牌农化股份有限公司	100	

资料来源: 公司环评报告, 公司公告, 中银证券

氟环唑价格上涨。根据中国农药协会统计数据, 由于环保原因, 国内部分氟环唑厂商停产, 氟环唑原药价格目前已经涨至 65 万元/吨, 同比上涨 62.5%。判断氟环唑价格中枢继续上行。

图表 37. 氟环唑价格走势



资料来源: 中农立华, 中银证券

丙炔氟草胺市场快速增长

PPO 抑制剂类除草剂主要品种有丙炔氟草胺、甲磺草胺、唑草酮、苯嘧磺草胺等。丙炔氟草胺是由日本住友化学工业株式会社开发的环酰亚胺类除草剂。丙炔氟草胺属 PPO 抑制剂类除草剂，防除大豆、棉花、葡萄和其他许多作物田阔叶杂草。2014 年丙炔氟草胺销售额为 3.7 亿美元，2009-2014 年复合增长率为 32.7%。

图表 38. 2014 年 PPO 抑制剂类除草剂中的重点品种

排名	中文通用名	销售额(亿美元)	2009-2014 年复合增长率(%)
1	丙炔氟草胺	3.7	32.7
2	甲磺草胺	2.35	31.4
3	唑草酮	1.85	14.9
4	苯嘧磺草胺	1.4	103.6

资料来源: CNKI, 中银证券

盈利预测与投资评级

主要假设

1. 公司 10,000 吨/年草铵膦 2018 年逐步投产，产能逐步放大，销售上量；
2. 公司广安基地其他品种农药投产顺利。

图表 39. 销售收入结构预测

(人民币, 百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,084	4,147	5,153	6,645
农药原药	2,113	2,942	3,740	5,073
农药制剂	772	927	1,066	1,172
其他(含贸易)	198	278	347	399
收入增长率(%)	55.55	34.49	24.25	28.96
农药原药(%)	53.37	39.26	27.09	35.66
农药制剂(%)	49.64	20.00	15.00	10.00
其他(含贸易)(%)	123.85	40.00	25.00	15.00
毛利率(%)	28.74	32.90	33.30	32.19
农药原药(%)	34.31	39.04	38.62	36.26
农药制剂(%)	20.14	22.21	24.00	24.00
其他(含贸易)(%)	2.94	3.50	4.50	4.50

资料来源：公司公告、中银证券

投资建议

公司在国内草铵膦和氯代吡啶类行业具有领军地位。首先，随着百草枯禁用和耐草铵膦和草甘膦转基因作物的推广，草铵膦市场空间被打开；其次，公司通过对吡啶类除草剂上下游整合，强化行业优势地位；再者，广安基地项目投产，产能瓶颈被逐步打破，收入规模将上一个台阶，业绩有望持续增长。预计 2018-2020 年营业收入分别为 41.47、51.53 和 66.45 亿元，净利润分别为 6.46、8.13 和 10.19 亿元，每股收益分别为 1.23 元、1.55 元、1.94 元，对应 PE 分别为 18.3、14.5、11.6，首次覆盖，给予**买入**评级。

风险提示

- 1、**环保风险**：公司主要从事化学农药原药及制剂的生产，生产过程中会产生一定量的废水、废气、废渣。随着国家对环境保护的日益重视，新《环保法》、《环保税法》等越来越严格的环保法律法规的颁布实施，企业执行的环保标准也将更高更严格。
- 2、**安全生产风险**：公司生产过程中，部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质。产品生产过程中涉及高温、高压等工艺，对操作要求较高，存在着因设备及工艺不完善、物品保管及操作不当等原因而造成意外安全事故的风险。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,982	3,084	4,147	5,153	6,645
销售成本	(1,510)	(2,207)	(2,797)	(3,453)	(4,527)
经营费用	(88)	(162)	(263)	(337)	(466)
息税折旧前利润	384	715	1,087	1,362	1,652
折旧及摊销	(144)	(184)	(204)	(245)	(283)
经营利润(息税前利润)	240	531	884	1,117	1,369
净利息收入/(费用)	4	(32)	(68)	(92)	(84)
其他收益/(损失)	15	(9)	(3)	(3)	(3)
税前利润	258	490	812	1,022	1,281
所得税	(35)	(73)	(114)	(143)	(179)
少数股东权益	15	37	52	66	83
净利润	208	402	646	813	1,019
核心净利润	241	452	750	944	1,183
每股收益(人民币)	0.397	0.767	1.232	1.550	1.944
核心每股收益(人民币)	0.459	0.862	1.430	1.800	2.257
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.246	0.310	0.389
收入增长(%)	33	56	34	24	29
息税前利润增长(%)	45	121	67	26	23
息税折旧前利润增长(%)	40	86	52	25	21
每股收益增长(%)	50	93	61	26	25
核心每股收益增长(%)	57	88	66	26	25

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	258	490	812	1,022	1,281
折旧与摊销	144	184	204	245	283
净利息费用	(4)	32	68	92	84
运营资本变动	(211)	(142)	(103)	83	(69)
税金	(20)	(15)	(114)	(143)	(179)
其他经营现金流	17	(186)	45	(297)	(117)
经营活动产生的现金流	185	363	912	1,001	1,284
购买固定资产净值	44	38	520	520	570
投资减少/增加	(0)	(20)	5	5	5
其他投资现金流	(377)	(646)	(1,039)	(1,040)	(1,140)
投资活动产生的现金流	(333)	(627)	(514)	(515)	(565)
净增权益	0	(52)	(129)	(163)	(204)
净增债务	(313)	540	(170)	(131)	(171)
支付股息	0	52	129	163	204
其他融资现金流	501	(78)	(206)	(255)	(288)
融资活动产生的现金流	188	462	(375)	(386)	(460)
现金变动	40	197	22	101	259
期初现金	164	207	393	415	515
公司自由现金流	(148)	(264)	397	486	719
权益自由现金流	(465)	307	296	448	632

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	207	393	415	515	775
应收帐款	471	712	878	1,069	1,405
库存	412	566	516	820	932
其他流动资产	23	40	39	59	70
流动资产总计	1,112	1,710	1,848	2,463	3,181
固定资产	1,678	2,310	2,612	2,874	3,148
无形资产	210	248	262	275	288
其他长期资产	81	106	110	110	110
长期资产总计	1,969	2,663	2,984	3,259	3,546
总资产	3,116	4,515	4,984	5,882	6,887
应付帐款	363	621	615	912	1,090
短期债务	87	406	403	271	100
其他流动负债	157	268	350	367	467
流动负债总计	607	1,295	1,368	1,550	1,657
长期借款	149	366	200	200	200
其他长期负债	65	67	68	68	68
股本	524	524	524	524	524
储备	1,497	1,847	2,363	3,014	3,829
股东权益	2,021	2,371	2,888	3,538	4,354
少数股东权益	263	408	460	526	608
总负债及权益	3,116	4,515	4,984	5,882	6,887
每股帐面价值(人民币)	3.85	4.52	5.51	6.75	8.30
每股有形资产(人民币)	3.45	4.05	5.01	6.22	7.75
每股净负债/(现金)(人民币)	0.06	0.72	0.36	(0.08)	(0.91)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.4	23.2	26.2	26.4	24.9
息税前利润率(%)	12.1	17.2	21.3	21.7	20.6
税前利润率(%)	13.0	15.9	19.6	19.8	19.3
净利率(%)	10.5	12.3	15.6	15.8	15.3
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.3	1.4	1.6	1.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	16.8	12.9	12.1	16.2
净权益负债率(%)	1.3	13.7	5.6	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	0.9	1.0	1.1	1.4
估值					
市盈率(倍)	56.7	29.4	18.3	14.5	11.6
核心业务市盈率(倍)	49.1	26.1	15.8	12.5	10.0
目标价对应核心业务市盈	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(倍)	5.9	5.0	4.1	3.3	2.7
价格/现金流(倍)	63.9	32.6	13.0	11.8	9.2
企业价值/息税折旧前利润	30.8	17.1	11.0	8.6	6.9
周转率					
存货周转天数	99.9	80.9	70.6	70.6	70.6
应收帐款周转天数	75.5	70.0	70.0	68.9	67.9
应付帐款周转天数	58.5	58.3	54.4	54.1	55.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	13.8	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	11.5	17.3	24.6	25.3	25.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371