

磷矿石价格进入上涨通道，草甘膦、有机硅持续高景气度

投资要点

- **公司矿电化产业布局，盈利能力不断提高。**公司结合自身磷矿资源优势，成功打造了“磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐-磷肥”的磷化工完整产业链以及“甘氨酸-草甘膦-氯甲烷-有机硅-废酸-草甘膦”的循环经济产业链。2017年实现营收157.6亿元、归母净利润3.2亿元，分别同比增长8.4%和214.7%；2018H1实现营收93.9亿元、归母净利润1.9亿元，分别同比增长18.8%和68.4%。
- **磷矿产能缩减，下游产品景气提升。**随着磷矿资源的战略重要日益凸显，以及国内环保政策的不断趋严；云贵川鄂等主要磷矿产地产能收缩，磷矿供给趋紧，国内外磷矿石价格大幅上涨。下游磷肥受益农业景气和政策利好，出口逐渐增加，磷肥价格回暖。精细磷酸盐稳定发展；电子化学品再布局，未来盈利看好。
- **有机硅供需偏紧，行业景气上行。**公司依托产业链耦合和技术优化改进，实现了有机硅业务的降本增效，具有后发优势。在有机硅供需紧平衡、新增产能有限、下游终端应用领域高景气的背景下，有机硅价格普遍上涨，盈利能力大幅增加。
- **供给侧改革叠加环保趋严，助力草甘膦行业回暖。**受供给侧改革与环保趋严的双重影响，行业整合加速；国内草甘膦形成双寡头格局，公司作为重要的一极，在草甘膦原料大部分自给自足的产业布局下，未来将最大程度受益草甘膦行业回暖。
- **盈利预测与评级。**磷矿石价格进入中期上涨通道，公司具备500万吨以上产能，价格每上涨50元/吨，公司税前利润增厚2.5亿元，业绩弹性大，同时公司草甘膦、有机硅业务景气度未来持续提升，我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.80元、1.12元和1.53元，对应PE分别为14X、10X和7X。参考可比公司（云天化、新安股份、扬农化工和合盛硅业）2018和2019年PE分别为19X和11X，公司估值低于可比公司估值，首次覆盖，给予“买入”评级，同时给予公司2019年13X PE估值，对应目标价为14.56元。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；草甘膦、有机硅价格大幅下跌；下游需求不及预期；行业竞争加剧；公司产品开工率或大幅下滑的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	15757.81	18263.34	20874.34	23231.79
增长率	8.37%	15.90%	14.30%	11.29%
归属母公司净利润（百万元）	321.00	579.85	814.86	1114.75
增长率	214.65%	80.64%	40.53%	36.80%
每股收益EPS（元）	0.44	0.80	1.12	1.53
净资产收益率ROE	8.46%	15.82%	19.60%	23.12%
PE	24	14	10	7
PB	1.10	1.14	1.00	0.87

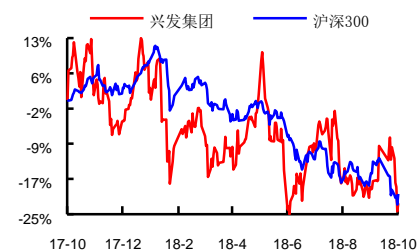
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杨林
 执业证号：S1250518100002
 电话：010-57631191
 邮箱：yilin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
 执业证号：S1250517070002
 邮箱：hjlw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.27
流通A股(亿股)	6.01
52周内股价区间(元)	10.44-19.09
总市值(亿元)	78.32
总资产(亿元)	255.57
每股净资产(元)	10.36

相关研究

目 录

1 公司矿电化产业布局，盈利能力不断提高	1
1.1 矿电化产业布局，产品种类众多	1
1.2 多线产品支持业绩，盈利能力稳步提升	2
1.3 坚持自主创新，加大技术投入	5
1.4 股权结构清晰，国资委是实际控制人	5
2 磷矿产能缩减，下游产品景气提升	6
2.1 多地磷矿限产，价格持续走高	7
2.2 下游磷肥出口向好，价格回暖	10
2.3 精细磷酸盐稳中有升，电子化学品盈利可期	12
3 有机硅供需偏紧，行业景气上行	14
3.1 供给偏紧，新增产能有限	14
3.2 终端领域快速增长，有机硅需求大幅提升	16
3.3 价格价差稳居高位，盈利空间扩大	18
4 供给侧改革叠加环保趋严，助力草甘膦行业回暖	18
4.1 小产能加速出清，行业集中度提升	19
4.2 下游需求稳中向好，价格价差维持高位	20
4.3 公司成本优势突出，盈利能力增强	21
5 盈利预测与估值	22
6 风险提示	23

图 目 录

图 1: 公司产业链拓展历程.....	1
图 2: 公司矿电化一体化布局.....	2
图 3: 公司近年营业收入及增速.....	3
图 4: 公司近年归母净利润及增速.....	3
图 5: 公司 2017 年营业收入构成.....	3
图 6: 公司 2017 年毛利润构成.....	3
图 7: 公司与行业毛利率对比.....	4
图 8: 公司与行业净利率对比.....	4
图 9: 公司主要产品近年毛利率.....	4
图 10: 公司近年三项费用率.....	4
图 11: 公司与行业总费用率对比.....	4
图 12: 公司近年研发支出及增速.....	5
图 13: 公司股权结构.....	6
图 14: 磷化工产业链.....	6
图 15: 全球磷矿资源消费结构.....	7
图 16: 2017 年全球磷矿石基础储量分布 (亿吨)	7
图 17: 全球磷矿石近年产量及增速.....	7
图 18: 全球磷矿石表观消费量.....	8
图 19: 国内磷矿石基础储量分布.....	8
图 20: 国内磷矿石近年产量及增速.....	8
图 21: 2017 年国内磷矿石产量分布.....	9
图 22: 国内磷矿石出口量及增速.....	9
图 23: 国内国际磷矿石价格.....	10
图 24: 世界及我国磷酸一铵产量.....	11
图 25: 世界及我国磷酸二铵产量.....	11
图 26: 我国磷酸一铵表观消费量及增速.....	11
图 27: 我国磷酸二铵表观消费量及增速.....	11
图 28: 我国磷酸一铵出口量及增速.....	12
图 29: 我国磷酸二铵出口量及增速.....	12
图 30: 国内磷铵价格.....	12
图 31: 国际磷铵价格.....	12
图 32: 公司精细磷酸盐近年营收及毛利.....	13
图 33: 公司精细磷酸盐近年产销量.....	13
图 34: 国内黄磷价格走势.....	13
图 35: 三聚磷酸钠和六偏磷酸钠价格走势.....	13
图 36: 有机硅产业链.....	14
图 37: 全球有机硅单体产能产量.....	15
图 38: 全球有机硅单体产能分布.....	15
图 39: 国内有机硅单体 (折硅氧烷) 产能产量.....	15

图 40: 2017 年国内有机硅单体产能分布 (万吨/年)	15
图 41: 公司有机硅营业收入及增速	16
图 42: 有机硅下游产品占比	17
图 43: 有机硅终端应用领域分布	17
图 44: 全国房地产销售面积及增速	17
图 45: 全国集成电路产量及增速	17
图 46: 我国有机硅表观消费量	17
图 47: 有机硅单体 (折聚硅氧烷) 进出口量	17
图 48: 有机硅 DMC 价格价差 (元/吨)	18
图 49: 草甘膦产业链	18
图 50: 全球草甘膦产能分布	19
图 51: 国内草甘膦产能产量	19
图 52: 国内草甘膦开工率	19
图 53: 国内草甘膦行业集中度 CR5	19
图 54: 全球转基因作物种植面积及增速	20
图 55: 国内草甘膦出口量	20
图 56: 草甘膦 (95%) 原药价格 (元/吨)	21
图 57: 草甘膦价差 (元/吨)	21
图 58: 公司草甘膦及甘氨酸营业收入及增速	21
图 59: 公司草甘膦与行业毛利率比较	21

表 目 录

表 1: 公司主要产品产能	2
表 2: 各地限产政策措施	9
表 3: 公司现有精细磷酸盐和电子化学品	12
表 4: 国内有机硅单体新增产能计划	15
表 5: 国内草甘膦产能分布	20
表 6: 分业务收入及毛利率	22
表 7: 可比公司估值	23
附表: 财务预测与估值	24

1 公司矿电化产业布局，盈利能力不断提高

1.1 矿电化产业布局，产品种类众多

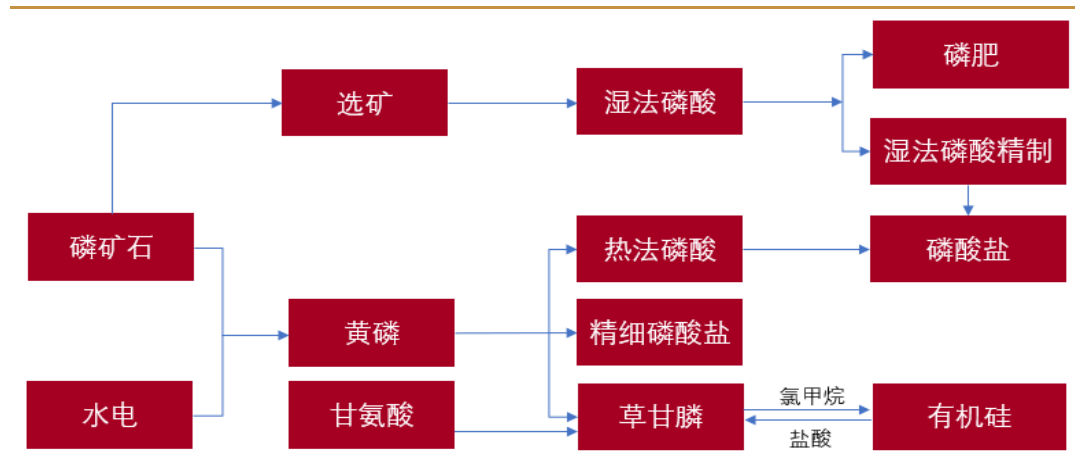
兴发集团是一家以磷化工产品和精细化工产品的开发、生产和销售为主业的公司，于1999年在上交所上市，现已拥有子公司39家，总资产217亿元，员工9000人。公司在国内率先建立起“矿电化”运行模式，拥有磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐-磷肥的磷化工完整产业链以及甘氨酸-草甘膦-氯甲烷-有机硅-废酸-草甘膦的循环经济产业链。现已形成电子级、医药级、食品级（添加剂）、工业级、肥料级产品12个系列184多个品种，成为全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。

图1：公司产业链拓展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司矿电化一体化布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前公司拥有磷矿石储量 2.37 亿吨，处于探矿阶段的储量约 2.58 亿吨，产能 530 万吨/年；拥有水电站 31 座，总装机容量 16.9 万千瓦，电能自给率约 50%。主要产能包括精细磷酸盐 18.25 万吨/年、磷铵 60 万吨/年、甘氨酸 11 万吨/年（权益产能 8.5 万吨/年）、草甘膦 18 万吨/年（权益产能 14.75 万吨/年）、有机硅单体 20 万吨/年（权益产能 10 万吨/年）、氯碱 31 万吨/年、电子级磷酸 3 万吨/年和电子级硫酸 1 万吨/年。

表 1：公司主要产品产能

产品	产能	备注
磷矿石	530 万吨/年	储量 2.37 亿吨
发电量	16.9 万千瓦时/年	水电站 31 座
精细磷酸盐	18.25 万吨/年	
磷铵	60 万吨/年	
甘氨酸	11 万吨/年	权益产能 8.5 万吨/年
草甘膦	18 万吨/年	权益产能 14.75 万吨/年
有机硅单体	20 万吨/年	权益产能 10 万吨/年
氯碱	31 万吨/年	
电子级磷酸	3 万吨/年	
电子级硫酸	1 万吨/年	

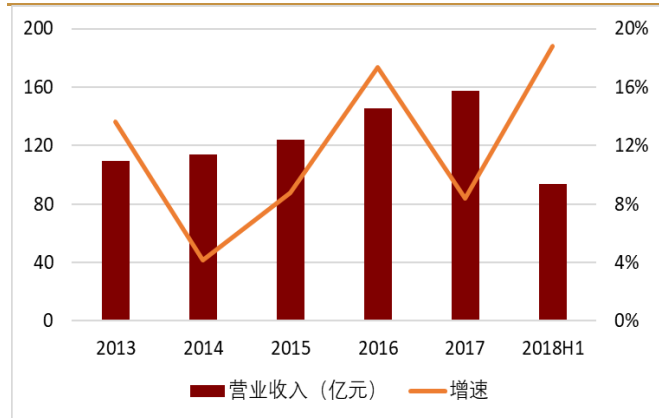
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 多线产品支持业绩，盈利能力稳步提升

近年来，公司营业收入和净利润一直保持快速增长。自 2017 年以来，随着化工行业景气上行，公司主营产品有机硅、草甘膦等价格大幅上涨，公司盈利能力显著增强。2017 年公司营业收入达到 157.6 亿元，同比增长 8.4%；2018H1 公司营业收入达到 93.9 亿元，同比增长 18.8%。公司归母净利润 2017 年达到 3.2 亿元，同比增长 214.7%；2018H1 公司归母净利润达到 1.9 亿元，同比增长 68.4%。公司主营产品中，贸易产品、磷矿石和黄磷及其下游产品、草甘膦及甘氨酸等、氯碱及有机硅为前四类业务，分别占总收入的 38.1%、23.5%、15.9%和 9.5%；从毛利结构来看，磷矿石和黄磷及其下游产品、氯碱及有机硅、草甘膦及甘

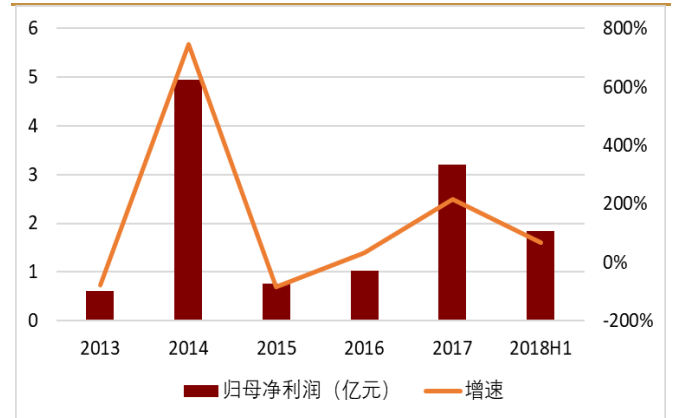
氨酸等三类业务占据了毛利润的 80% 以上，分别占毛利润比 40.4%、22.5%、21.8%；而贸易产品毛利润仅占 5.2%。

图 3：公司近年营业收入及增速



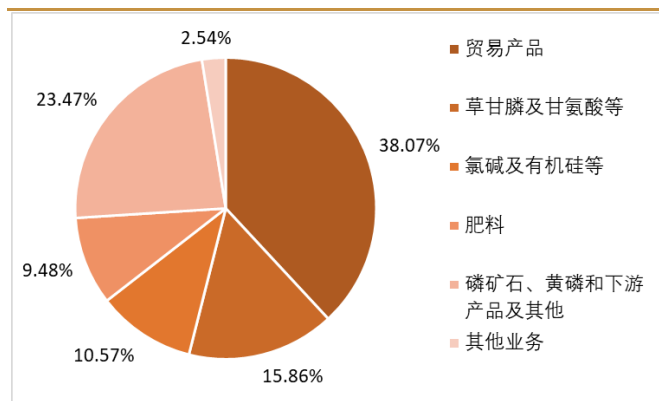
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司近年归母净利润及增速



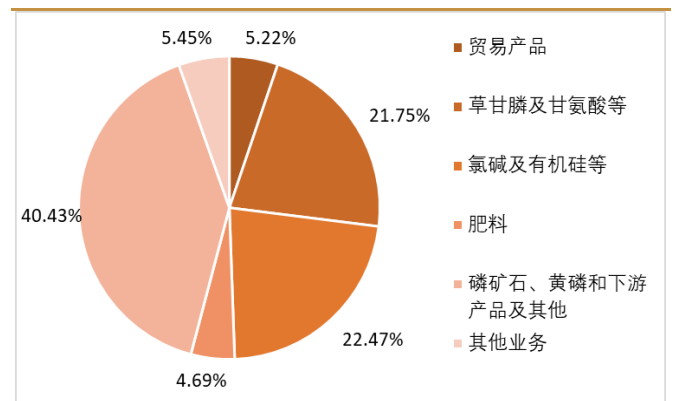
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2017 年营业收入构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2017 年毛利润构成

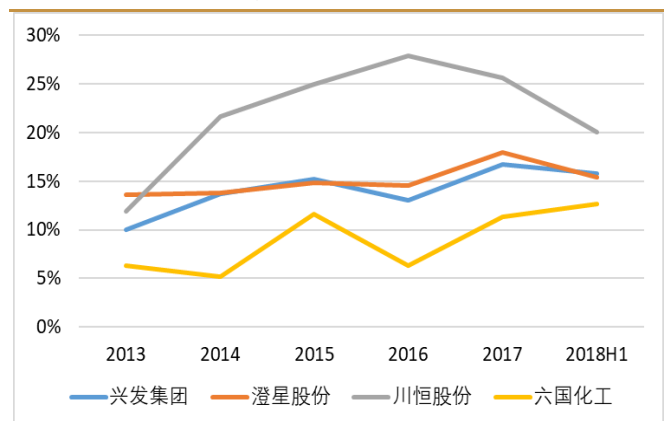


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司凭借矿电化的运行模式，产业链之间协同效应明显，能够提高公司的生产效率，降低生产成本，能够显著提升公司的盈利能力。公司众多产品中，磷矿石和黄磷及其下游产品、氯碱及有机硅等业务毛利率较高，2017 年分别达到 28.9% 和 35.7%；2018H1 分别达到 25.0% 和 41.1%。2017 年，公司整体毛利率和净利率分别达到 16.8% 和 3.8%；2018H1 毛利率和净利率分别达到 15.8% 和 4.5%。公司毛利率近年来一直维持在 15% 左右，净利率一直不断提升；二者均处于行业较高水平。

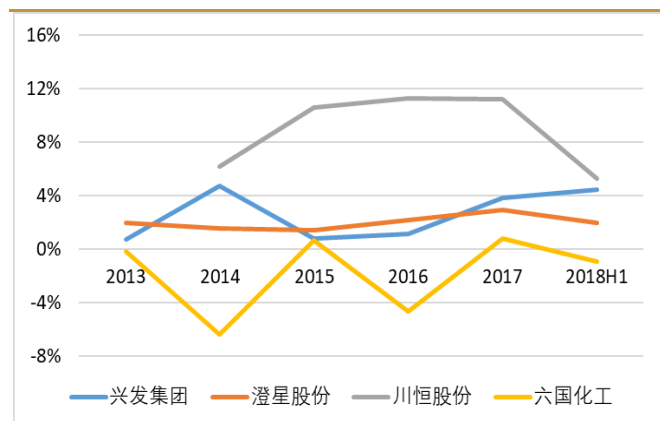
随着公司产业链的布局完善，产品的种类增加，规模优势进一步显现。公司近年来三项费用率逐渐下降，2017 年公司总费用率为 10.6%，2018H1 总费用率为 8.5%。与行业同类公司相比，公司总费用率处于较低水平。

图 7：公司与行业毛利率对比



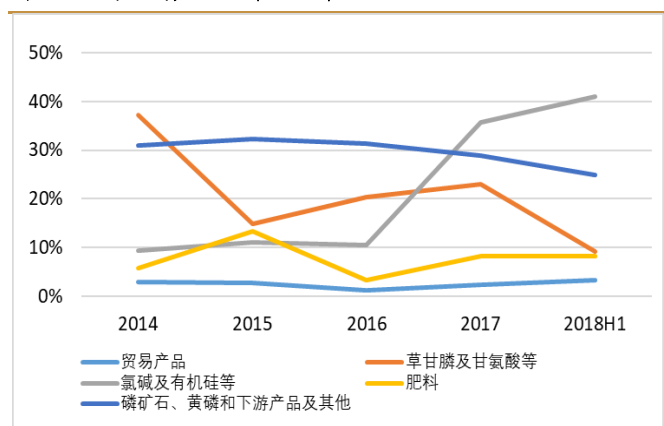
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司与行业净利率对比



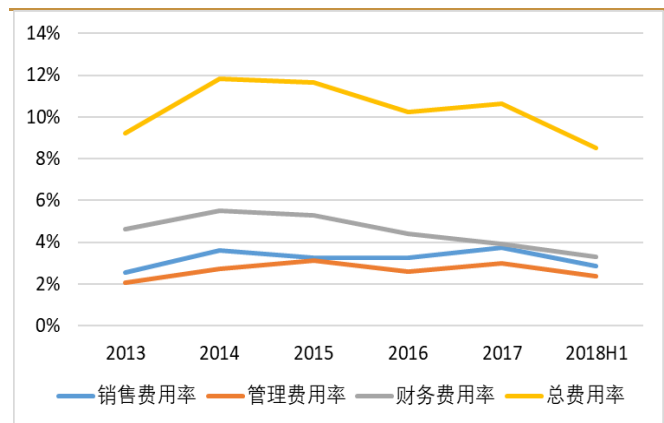
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司主要产品近年毛利率



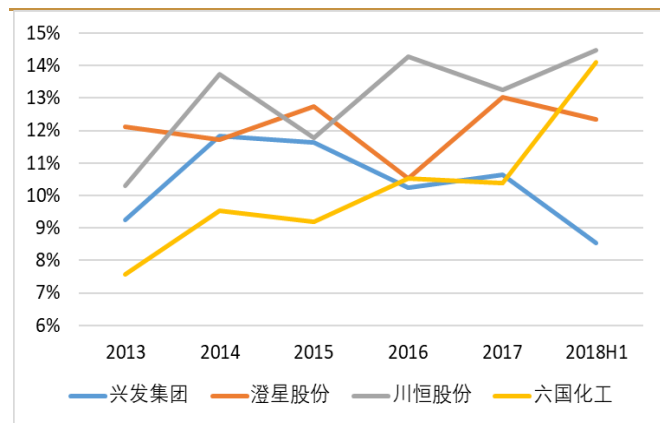
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司近年三项费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司与行业总费用率对比

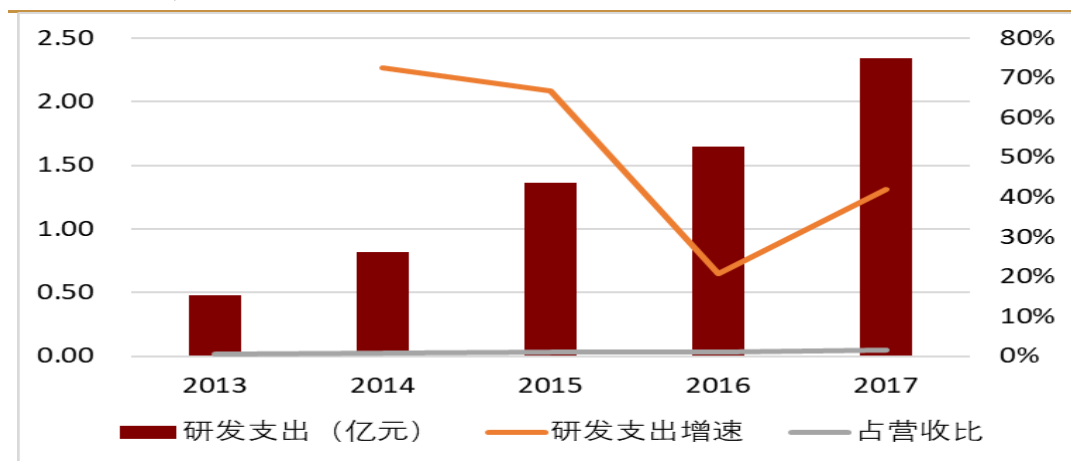


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 坚持自主创新，加大技术投入

研发方面，公司注重自主科技创新能力，不断加大研发投入；近五年来，公司研发支出五年复合增速达到 48.6%。2017 年公司研发支出 2.34 亿元，同比增长 42.0%，占营收比为 1.5%。公司拥有国家认定企业技术中心、国家 CNAS 认可实验室、全国博士后科研工作站、湖北省磷化工产业技术研究院、湖北省精细磷化工工程技术研究中心、湖北省磷矿采选工程技术研究中心、湖北省绿色除草剂工程技术研究中心、湖北省有机硅新材料工程研究中心和兴发集团氟基新材料工程研究中心等高层次创新平台。公司先后组织实施了 10 个国家重点项目、5 个湖北省重大科技专项以及 10 多个省级科技开发项目，应用先进技术成果 300 多项，自主开发新产品、新技术 200 多项；同时拥有核心专利 237 项，获省部级科技奖励 10 项、市级科技奖励 7 项、有 53 项科技成果被认定为湖北省重大科技成果；参与制定国家和行业标准 42 项；发表科技论文 300 余篇。

图 12：公司近年研发支出及增速

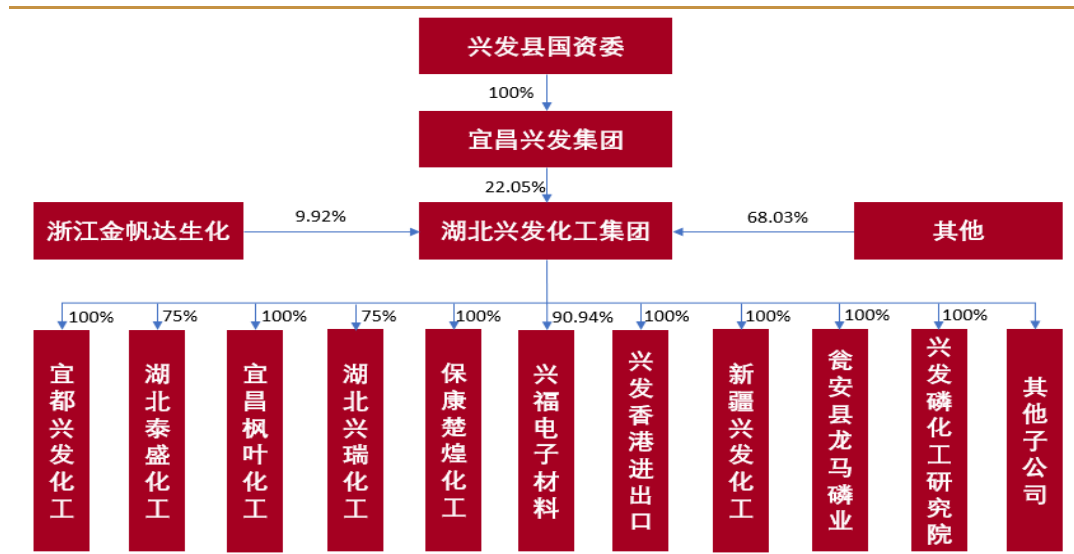


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 股权结构清晰，国资委是实际控制人

公司于 1984 年成立，于 1999 年上市，2001 年宜昌兴发集团成为公司控股股东，实际控制人为兴发县国资委。公司经过 34 年的发展，公司规模不断扩大；公司上市之后，通过跨区域重组扩张，先后在湖北兴山、宜昌、宜都、远安、神农架、保康、襄阳及河南、贵州、江苏、新疆等全国 8 个省建立规模化生产基地，现已拥有全资或控股子公司 39 家。

图 13：公司股权结构



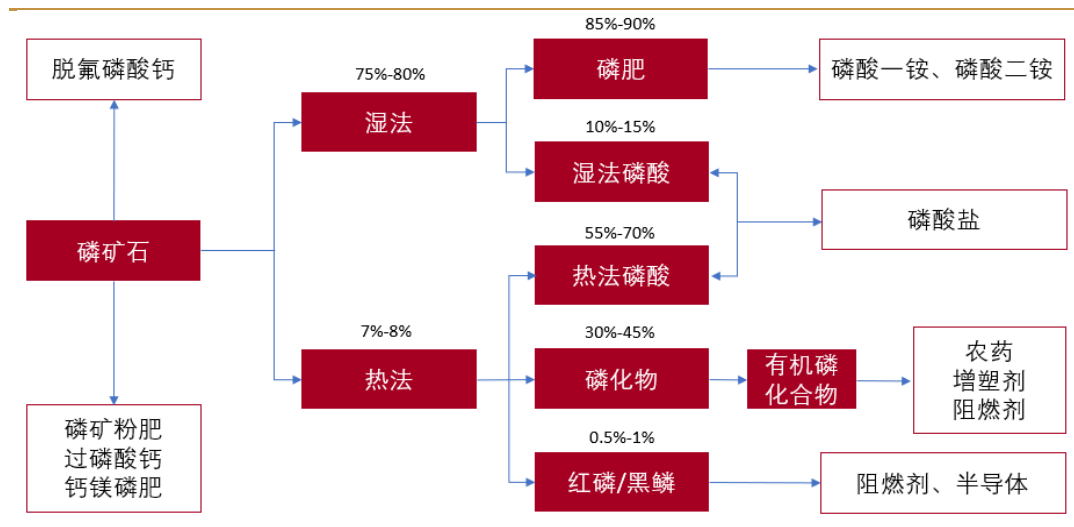
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 磷矿产能缩减，下游产品景气提升

磷矿是世界上最大的非金属开采矿之一，磷矿资源也是不可再生资源。由于磷元素涉及到生命的循环过程，对生物制剂、药物加工、农业肥料及广泛的精细化学品生产都有着重要的意义。磷矿的工业开采始于 19 世纪中叶，广泛应用于医药、食品、火柴、染料、制糖、陶瓷、国防等领域。

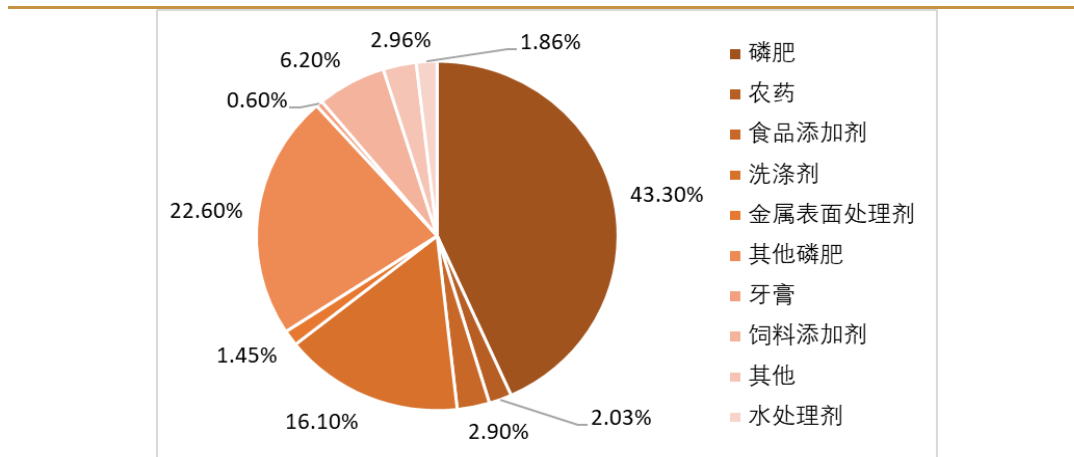
根据磷矿资源的特点和对下游产品的不同需求，磷矿石的加工工艺主要有湿法工艺和热法工艺。磷矿石主要用于主产磷肥，部分磷矿用于制取纯磷（黄磷、赤磷）和化工原料，少量用作动物饲料；下游消费结构中，磷肥占比 65.9%、洗涤剂占比 16.1%、饲料添加剂占比 6.2%、食品添加剂占比 2.9%。

图 14：磷化工产业链



数据来源：西南证券整理

图 15: 全球磷矿资源消费结构

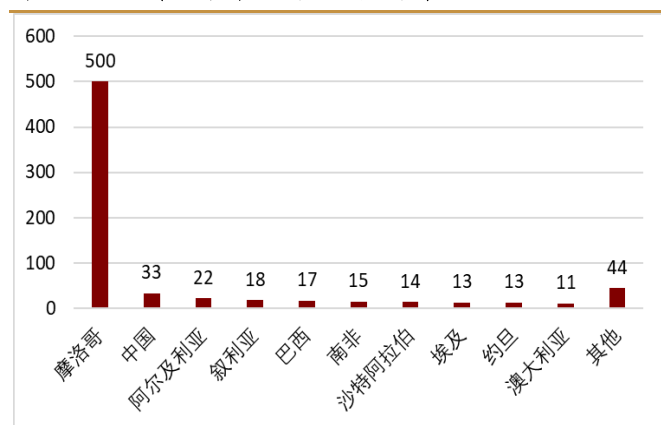


数据来源: 百川资讯, 西南证券整理

2.1 多地磷矿限产, 价格持续走高

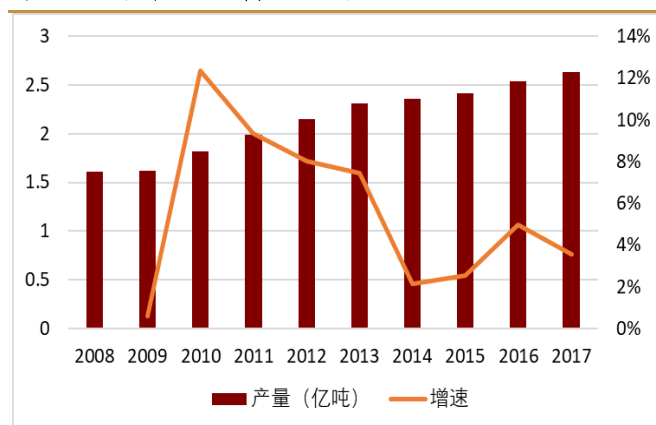
从全球范围看, 磷矿资源分布十分不均。根据美国地质调查局 (USGS) 的统计数据显示, 截至 2017 年全球磷矿石的探明储量超过 3000 亿吨, 基础储量约 700 亿吨; 其中摩洛哥磷矿石基础储量达到 500 亿吨、我国和阿尔及利亚基础储量为 33 亿吨、22 亿吨, 占据全球磷矿资源的近 80%。近年全球磷矿石的产量逐渐增加, 2017 年全球磷矿石产量为 2.63 亿吨, 同比增长 3.5%; 相较于 2009 年全球 1.62 亿吨的产量, 磷矿石产量的年复合增长率高达 6.3%。全球磷矿石消费方面, 自 2010 年开始增速放缓, 2016 年表观消费量 (折合 P_2O_5 100%) 为 6097 万吨, 与 2015 年的 6118 万吨基本持平。

图 16: 2017 年全球磷矿石基础储量分布 (亿吨)



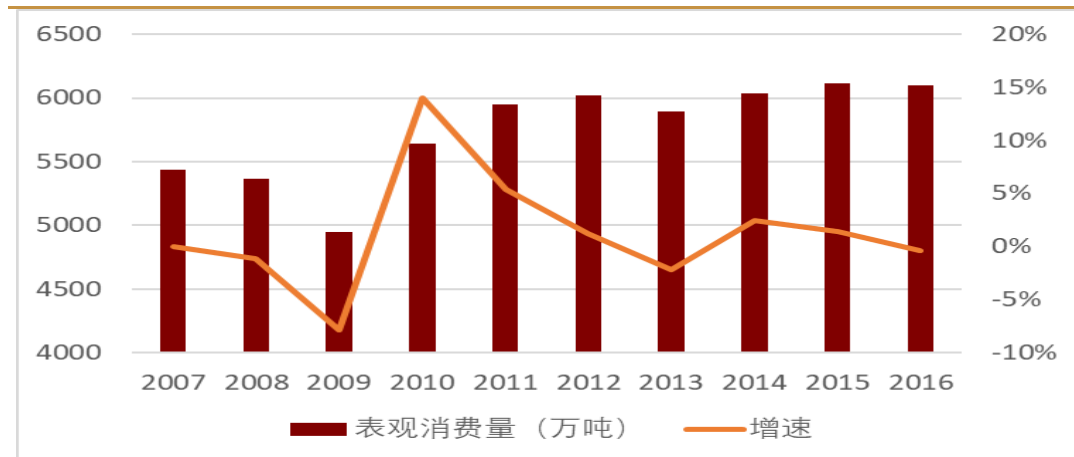
数据来源: USGS, 西南证券整理

图 17: 全球磷矿石近年产量及增速



数据来源: USGS, 西南证券整理

图 18: 全球磷矿石表观消费量

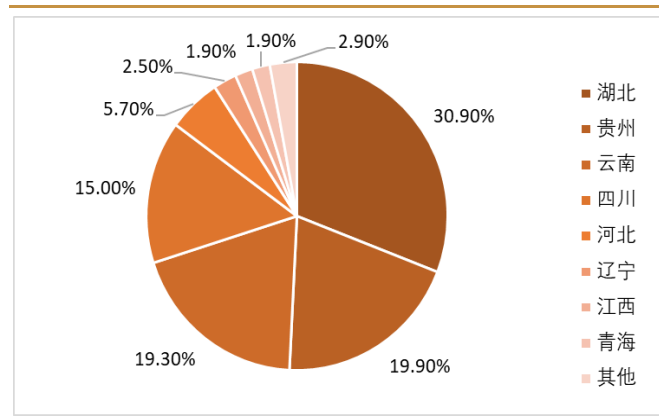


数据来源: wind, 西南证券整理

我国磷矿资源具有“多而不富”的特点；2017 年我国磷矿探明储量 252.9 亿吨、基础储量 33 亿吨。全国磷矿平均品位在 18% 左右，可采储量的平均品位也仅有 23%，远低于 30% 的全球平均水平。我国磷矿石基础储量主要分布在贵州、湖北、云南和四川四省，分别占比 30.9%、19.9%、19.3%、15.0%。2017 年全国磷矿产能 2.1 亿吨，实际开工率约 70%，产量为 1.23 亿吨，同比下降 14.7%；其中贵州、湖北、云南和四川产量分别占比 39.1%、28.0%、21.3%、9.2%。

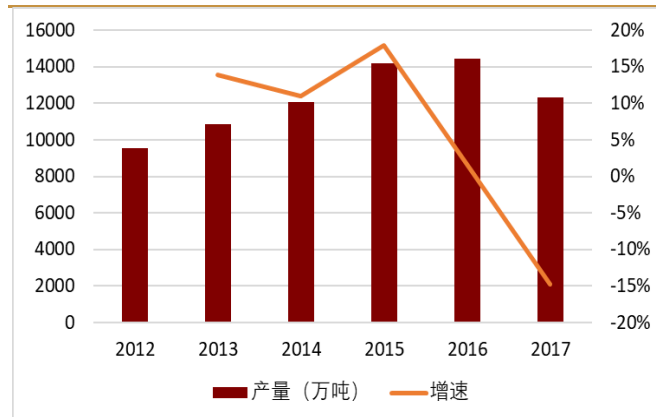
随着磷矿资源的过度开采，磷矿石资源有可能在未来的 30 年-100 年间枯竭；各磷矿资源大国开始逐渐重视磷矿的战略价值，并颁布相关国家政策对磷矿资源实施保护性开发。我国自 2009 年 1 月 1 日起将磷矿石纳入出口配额许可证管理；磷矿石的出口量从 2008 年的 179.7 万吨降低为 2009 年的 37.8 万吨，此后一直维持较低的磷矿出口量。

图 19: 国内磷矿石基础储量分布



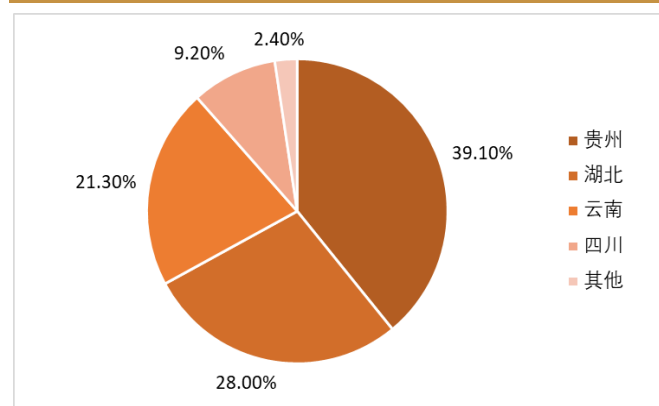
数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 国内磷矿石近年产量及增速



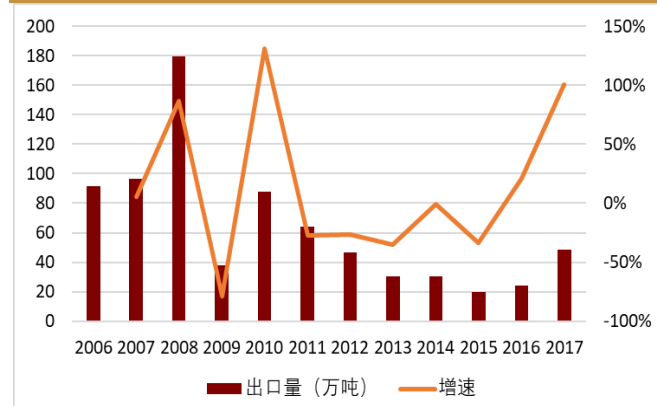
数据来源: wind, 西南证券整理

图 21: 2017 年国内磷矿石产量分布



数据来源: wind, 西南证券整理

图 22: 国内磷矿石出口量及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

磷矿资源是公司的主要原材料,目前公司的磷矿储量从 2011 年的 1.62 亿吨增加至 2.67 亿。公司矿区也主要集中在宜昌、保康地区、神农架;其中宜昌地区是全国五大磷矿基地之一。近年来,一方面随着磷矿资源的战略价值的凸显,另一方面随着环保政策趋严,全国多地的磷矿石产能收缩。湖北的磷矿主要产自宜昌,宜昌地区是长江流域最大的磷矿基地之一;在长江大保护的政策背景下,政府加速淘汰落后产能,并且严控磷矿开采准入制度,持续压缩地区产能。四川绵竹磷矿石储量主要在九顶山自然保护区和大熊猫国家公园内;随着九顶山自然保护区的环保加强和大熊猫国家公园体制的试点,采矿探矿权逐渐有序退出,并进行生态修复,地区产能大幅下降。云南的滇池保护治理行动目前影响不大,但是未来新增磷矿产能可能性较小。贵州是国内磷矿产量最大的省份,随着乌江、清水江总磷污染的治理不断推进,政府严格贯彻落实“以渣定产”政策,地区产能严重受限。国内 2017 年磷矿石产量为 1.23 亿吨,同比下降 14.7%;公司 2017 年磷矿石产量为 607.8 万吨,同比下降 9.1%。

表 2: 各地限产政策措施

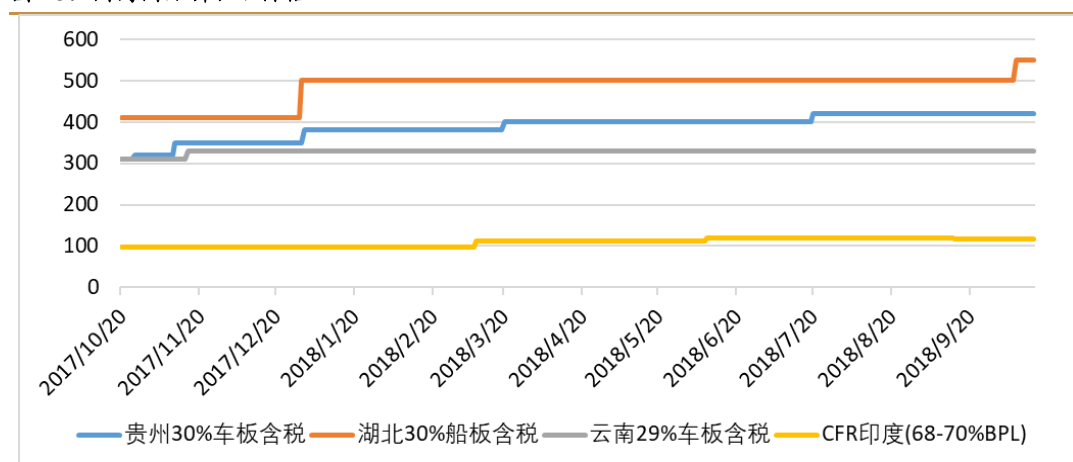
地区	时间	颁布机构	政策措施	主要内容
湖北	2017.1	宜昌市人民政府	宜昌市磷产业发展总体规划 (2017-2025)	关闭产能 15 万吨/年以下磷矿企业,不得新建产能 50 万吨/年以下磷矿。
	2017.9	湖北省委 湖北省政府	长江大保护九大行动方案	长江干流及主要支流岸线 1 公里内严禁新建重化工项目。
	2017.9	湖北省经信委	关于印发贯彻落实长江大保护专项行动实施方案的通知	严禁磷化工产业准入,加快淘汰落后产能。
	2017.11	宜昌市人民政府	长江大保护宜昌实施方案	2020 年底以前,长江沿线 1 公里内化工企业原则上清零。
	2018.3	宜昌市国土资源局	宜昌磷矿年度开采计划	2018 年宜昌磷矿开采量要控制在 1000 万吨以内。
四川	2017.7	绵竹市人大常委会	关于加强九顶山自然保护区生态环境保护的决议	保护区内所有 157 口探矿采矿项目停产并生态修复。
	2017.7	绵竹市委、市政府	关于在九顶山自然保护区绵竹境内坚决停止一切生态破坏行为和违法违规开发经营活动的决定	全面推进保护区的生态保护与修复,对 46 个探采矿权实行依法依规有序退出。

地区	时间	颁布机构	政策措施	主要内容
	2017.8	四川省大熊猫国家公园体制试点工作推进领导小组	大熊猫国家公园体制试点实施方案 (2017-2020)	主要涉及绵阳、广元、成都、德阳、阿坝、雅安和眉山七个州市, 占地 20177 平方公里。
云南	2018.2	昆明市政府	《滇池保护治理三年攻坚行动实施方案 (2018-2020)》	采取磷矿区矿山修复等措施削减污染负荷;
贵州	2017.12	贵州省委、省政府	贵州省贯彻落实中央第七环境保护督察组督察贵州反馈意见整改方案	乌江、清水江污染治理; 制定全省磷化工产业发展专项规划, 实施磷石膏“以用定产”。
	2018.3	黔南州人民政府	黔南州“以用定产”推动磷化工产业转型升级实施方案	贯彻落实磷石膏“以用定产”, 2018 年实现磷石膏产销平衡。

数据来源: 西南证券整理

由于磷矿主要产地的产能收缩, 国内外磷矿石价格持续上涨; 预计磷矿石价格将持续上涨。根据百川资讯数据, 目前印度(68%-70%BPL)磷矿石价格在 116 元/吨, 同比增长 17.8%; 云南地区 30%磷矿石价格在 500 元/吨, 同比增长 6.5%; 湖北地区 30%磷矿石价格在 500 元/吨, 同比增长 34.1%; 贵州地区 30%磷矿石价格约 400 元/吨, 同比增长 35.5%。

图 23: 国内国际磷矿石价格

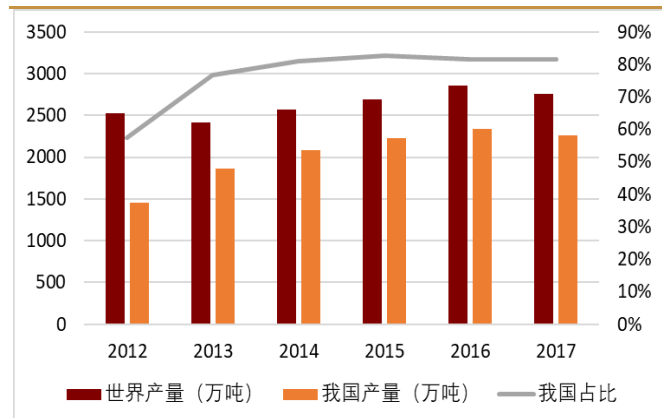


数据来源: 百川资讯, 西南证券整理

2.2 下游磷肥出口向好, 价格回暖

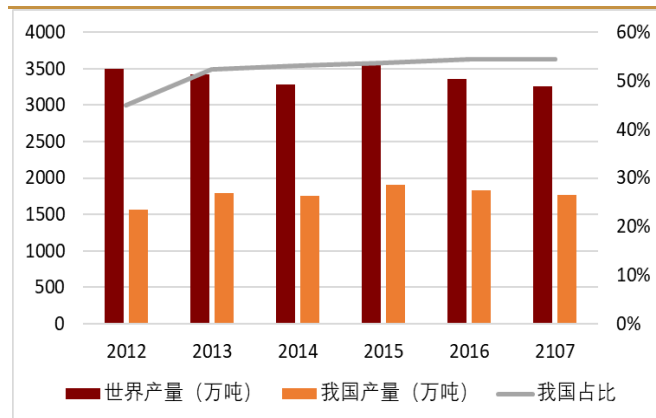
磷肥是磷矿石的主要下游应用, 主要包括磷酸一铵、磷酸二铵、重钙和过磷酸钙等, 其中磷酸一铵和磷酸二铵两者合计约占磷肥市场份额的 80%以上。全球磷肥产能约为 8000 万吨, 中国约占全球产能的 49%。2015 年 3 月, 农业部关于印发了《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》, 因此 2020 年以前磷肥在国内的增长有限, 目前国内企业已停止产能扩张。自 2015 年, 全球及我国磷铵产量均呈下降趋势; 2017 年我国磷酸一铵和磷酸二铵产量分别为 2258 万 (实物量, 下同) 吨和 1769 万吨, 均同比减少 3.3%; 世界磷酸一铵和磷酸二铵产量分别为 2764 万吨和 3252 万吨, 均同比减少 3.3%。

图 24: 世界及我国磷酸一铵产量



数据来源: wind, 西南证券整理

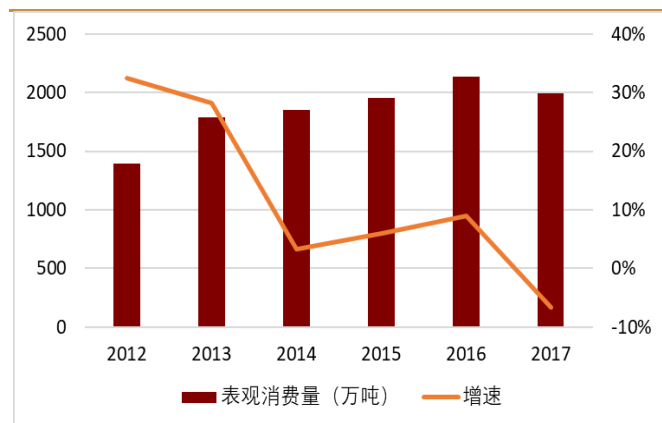
图 25: 世界及我国磷酸二铵产量



数据来源: wind, 西南证券整理

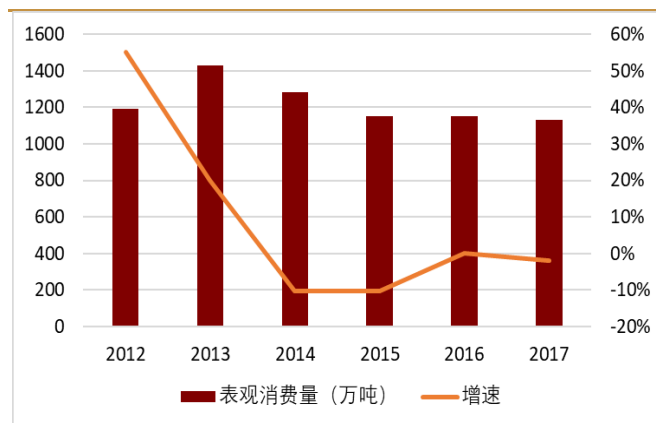
在磷肥消费方面, 国内市场增长有限, 国际市场对磷肥景气度的影响更大。2017 年国内磷酸一铵表观消费量 1992 万吨, 同比减少 6.6%; 磷酸二铵表观消费量 1129 万吨, 同比减少 2.0%。出口方面, 自 2013 年起, 磷肥出口量大幅增长; 2017 年磷酸一铵出口量 271.2 万吨, 同比增长 34%; 磷酸二铵出口量 640 万吨, 相比于 2016 年的 680 万吨, 略有下降, 但仍维持高位。随着上游原料磷矿的产能缩减, 以及出口量的增加, 磷铵价格持续上涨。根据百川资讯数据, 目前摩洛哥 FOB 磷酸一铵和湖北 60% 磷酸一铵价格分别在 442.5 美元/吨和 2500 元/吨, 分别同比增长 24.3% 和 8.7%; 摩洛哥 FOB 磷酸二铵和湖北 64% 磷酸二铵价格分别在 452.5 美元/吨和 2725 元/吨, 分别同比增长 21.8% 和 13.5%。2017 年 12 月, 财政部发布的《2018 年关税调整方案》中指出我国磷肥出口仍为零关税, 氮磷钾三元复合肥出口关税由此前按 20% 税率从价征收变为按 100 元/吨从量征收, 关税的利好有望驱动我国磷肥出口持续向好; 预计 2018 年磷肥出口量将进一步加大, 磷肥价格也将持续增长。

图 26: 我国磷酸一铵表观消费量及增速



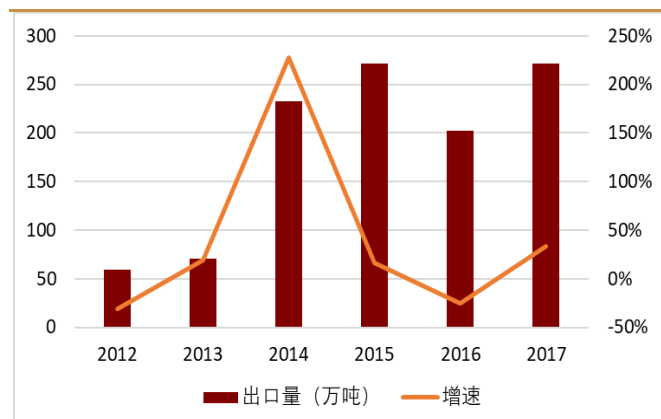
数据来源: wind, 西南证券整理

图 27: 我国磷酸二铵表观消费量及增速



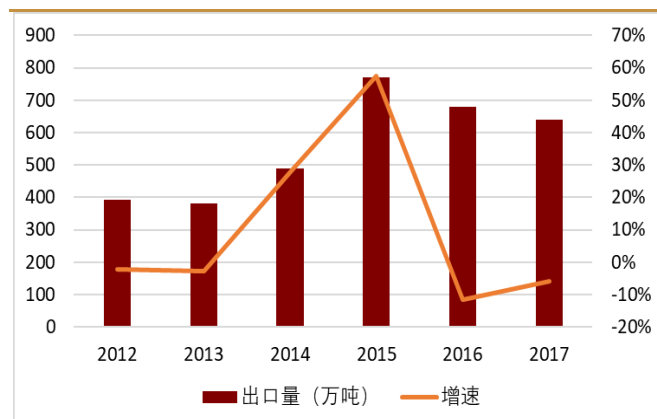
数据来源: wind, 西南证券整理

图 28：我国磷酸一铵出口量及增速



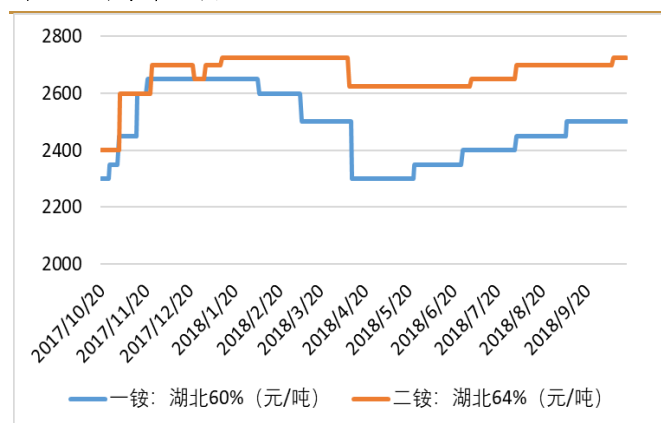
数据来源：wind，西南证券整理

图 29：我国磷酸二铵出口量及增速



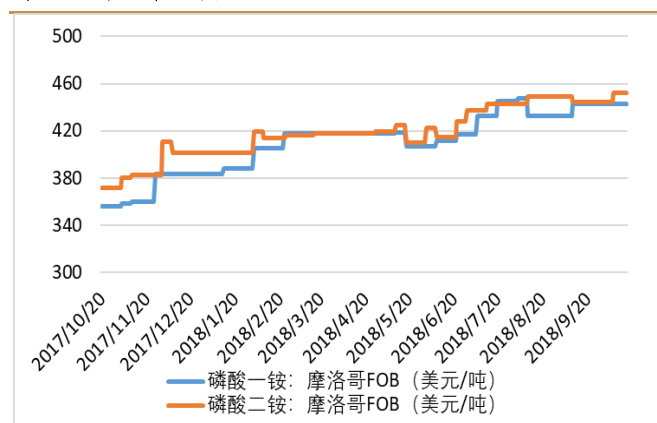
数据来源：wind，西南证券整理

图 30：国内磷酸铵价格



数据来源：wind，西南证券整理

图 31：国际磷酸铵价格



数据来源：wind，西南证券整理

2.3 精细磷酸盐稳中有升，电子化学品盈利可期

精细磷酸盐一般指经深度或专门加工，具有功能性、专用性或最终使用性的磷酸盐类化工产品，具有品种多、产量小、附加值高等特点。公司经过多年的发展，在精细磷酸盐方面取得了显著的成就。公司现有精细磷酸盐包括三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠、电子级磷酸和食品级磷酸；其中，三聚磷酸钠产能 16 万吨/年，产能全国第一；六偏磷酸钠产能 4.8 万吨/年，产能全球第一；电子级磷酸产能 3 万吨/年，是国内首家实现量产的企业，产能全球第一。

表 3：公司现有精细磷酸盐和电子化学品

产品	用途	产能 (万吨/年)	备注
三聚磷酸钠	广泛用作洗涤剂合成助剂、纤维漂染助剂、除垢剂、乳化剂及食品持水剂和保鲜剂等。	16	产能全国第一
六偏磷酸钠	广泛用作浮选剂、降粘剂、分散剂、食品保鲜剂和水处理剂等。	4.8	产能全球第一
次磷酸钠	常用作化学镀剂、水处理防腐剂和防垢剂、化学反应催化剂和稳定剂、抗氧化剂等。	2	
电子级磷酸	广泛用作集成电路加工清洗剂 and 蚀刻剂以及高纯磷酸盐原料等。	3	国内首家实现量产，产能全球第一

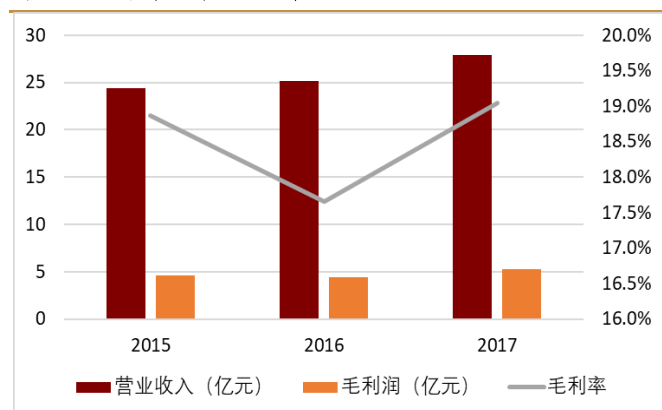
产品	用途	产能 (万吨/年)	备注
食品级磷酸	用作食品饮料中的澄清剂、酸味剂、酵母营养剂以及食品级磷酸盐原料等。		
电子级硫酸	用作集成电路加工清洗剂 and 蚀刻剂。	1	

数据来源：公司公告，西南证券整理

精细磷酸盐的主要原料是黄磷，公司黄磷产量国内第一，基本仅自用。由于上游磷矿石的产能受限，黄磷也面临产能收缩；国内黄磷价格也从 2016 年 9 月的 12000 元/吨上涨至 18000 元/吨的历史高位；目前 15500 元/吨，预计黄磷价格将维持高位振荡。公司近三年来，精细磷酸盐业务稳定发展。2015-2017 年，精细磷酸盐营业收入分别为 24.4、25.2、27.9 亿元；毛利率分别为 18.9%、17.7%、19.1%。精细磷酸盐产销量也基本上保持稳定，小幅增长；2015-2017 年，精细磷酸盐产量分别为 15.5、18.6、19.7 万吨；销量分别为 14.4、18.9、18.4 万吨。

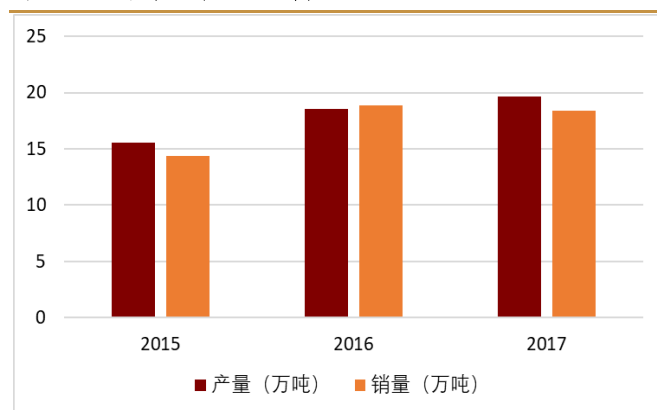
电子化学品是电子材料及精细化工结合的高新技术产品，主要用于集成电路等领域；具有较高的技术壁垒。公司现有电子级磷酸产能 3 万吨/年，是国内首家实现量产的企业，产能全球第一；电子级硫酸 1 万吨/年；还有在建的电子级双氧水项目。此外，公司还将与 Forerunner 合作建立合资企业，从事电子级氢氟酸、氟化铵等产品的生产、研发和销售。公司半数以上电子化学品销往海外地区，随着未来公司电子化学品项目的落地投产，将进一步提高公司在电子化学品领域的行业地位。

图 32：公司精细磷酸盐近年营收及毛利



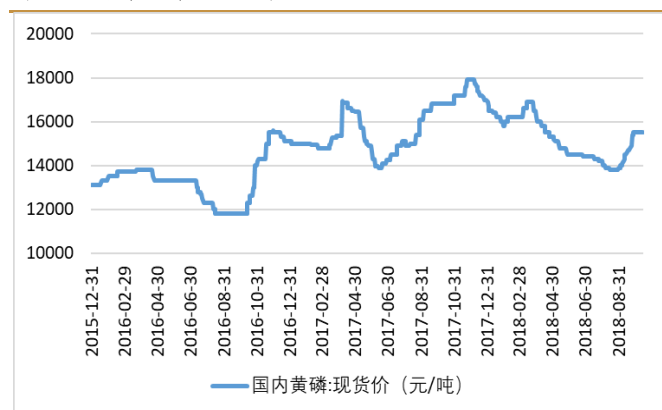
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：公司精细磷酸盐近年产销量



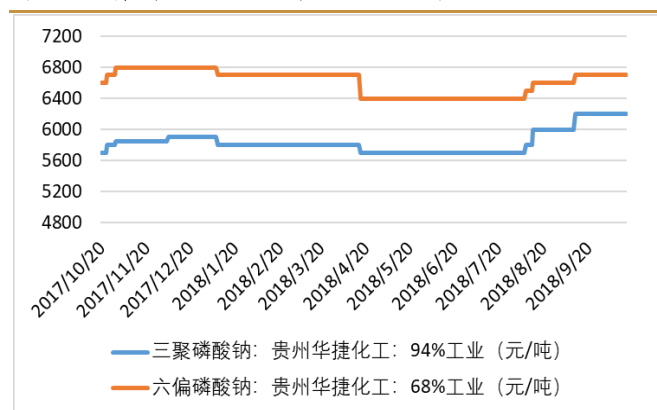
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：国内黄磷价格走势



数据来源：百川资讯，西南证券整理

图 35：三聚磷酸钠和六偏磷酸钠价格走势

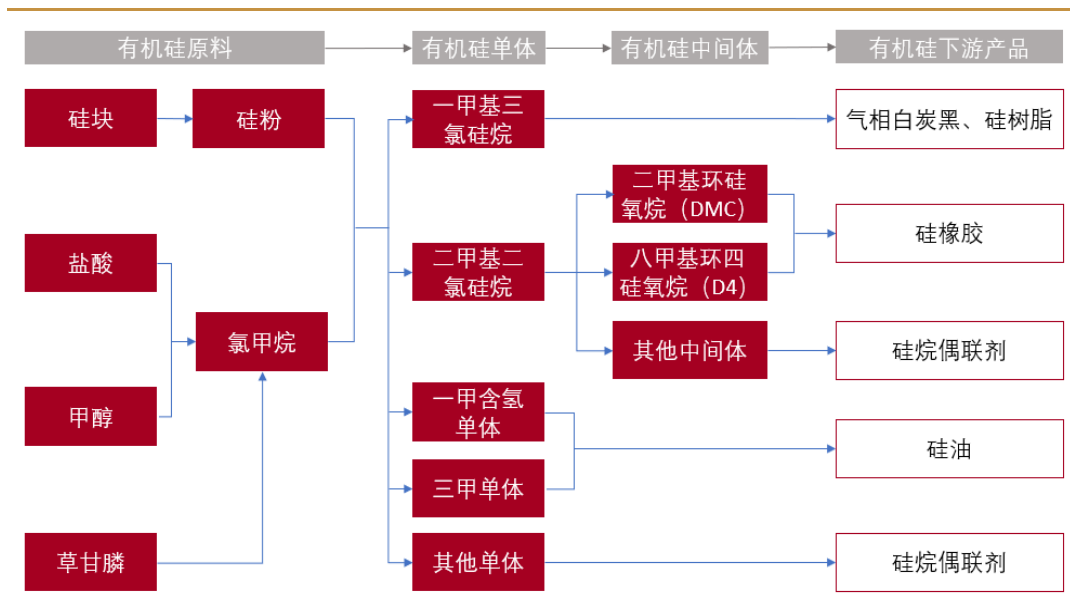


数据来源：百川资讯，西南证券整理

3 有机硅供需偏紧，行业景气上行

有机硅是指含有 Si-C 键、且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的化合物，以重复的 Si-O 键为主链的线型或环状聚硅氧烷叫有机硅聚合物；具有优异的耐温特性、耐候性、电气绝缘性、生理惰性、低表面张力和低表面能等特性。有机硅单体由于不稳定性，通常需加工生产有机硅中间体；其中最主要的单体是二甲基二氯硅烷，占据了 90% 以上的市场份额；最重要的中间体是 DMC，大部分有机硅聚合物是以 DMC 为基础聚合物。有机硅下游产品主要有硅橡胶、硅树脂、硅油及硅烷偶联剂等。广泛应用于几乎所有工业领域和高新技术领域，已成为现代工业及日常生活不可或缺的高性能材料。

图 36：有机硅产业链

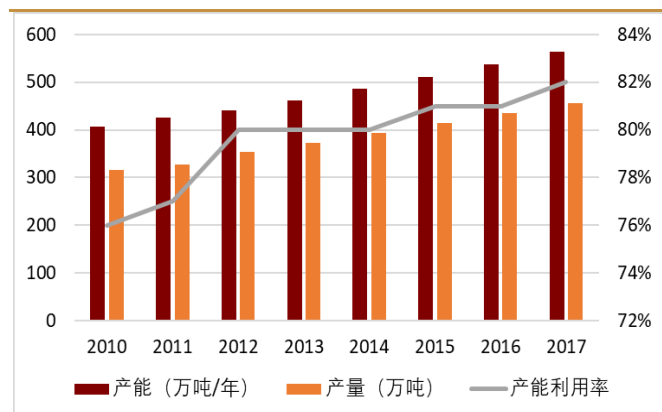


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1 供给偏紧，新增产能有限

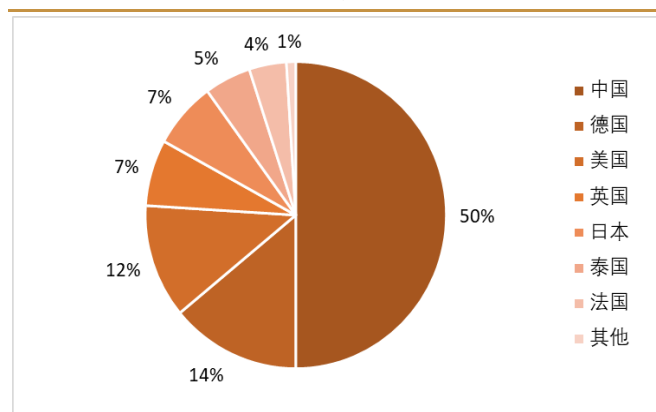
随着我国有机硅行业迅速发展，现已成为全球最大的生产基地和消费市场，在全球有机硅行业中占据了重要的地位。目前，全球有机硅单体格局处于产能分布不均的局面，中国产能占据全球产能的 50%。全球产能产量均呈现小幅增长的态势，2017 年全球有机硅单体产能达到 564 万吨，同比增长 4.8%；产量达到 457 万吨，同比增长 4.8%。全球有机硅行业产能利用率近五年来均处于 80% 以上，使得行业格局处于供需紧平衡状态。

图 37: 全球有机硅单体产能产量



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

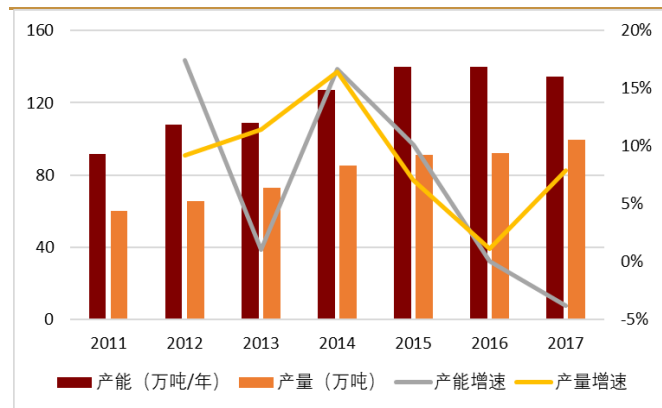
图 38: 全球有机硅单体产能分布



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

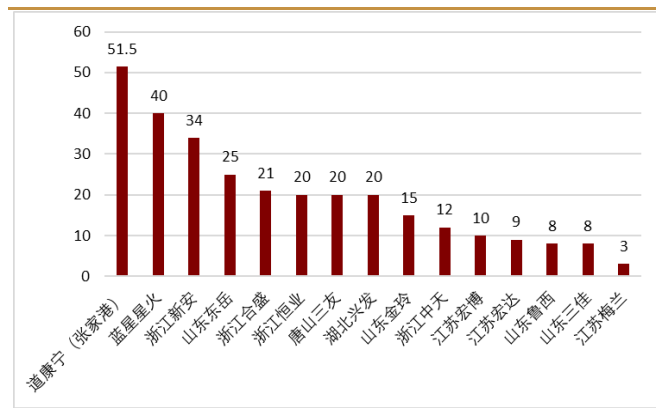
我国有机硅行业经过 2008 年至 2012 年的高速发展, 之后几年一直处于缓慢增长的局面。由于有机硅的生产过程中, 会生产大量的稀盐酸, 导致部分装置开工受限, 并且随着环保要求的不断升级, 我国有机硅单体从 2015 年开始出现产能下滑。2017 年我国有机硅单体 (折硅氧烷) 产能为 134.5 万吨, 同比下降 3.8%。目前, 国内有机硅产能最大的四家单体企业分别为道康宁张家港工厂、蓝星星火、浙江新安和山东东岳, 产能分别为 51.5、40、34、30 万吨/年, CR4 为 51%。随着有机硅单体行业集中度不断提升、环保政策不断趋严, 行业门槛逐渐提高; 根据现有规划, 预计至 2020 年我国有机硅单体新增产能 46 万吨, 未来新增产能有限。

图 39: 国内有机硅单体 (折硅氧烷) 产能产量



数据来源: 百川资讯, 化工部规划院, 西南证券整理

图 40: 2017 年国内有机硅单体产能分布 (万吨/年)



数据来源: 百川资讯, 西南证券整理

表 4: 国内有机硅单体新增产能计划

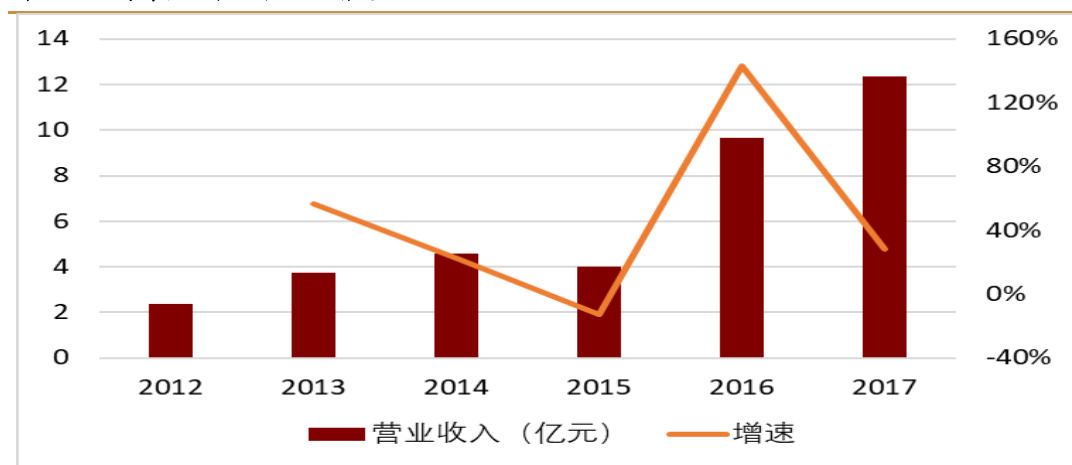
企业名称	新增产能 (万吨/年)	预计投放时间	备注
新安迈图	15	2019Q4	配套 10 万吨年产能聚硅氧烷扩建项目
合盛硅业	15	2019Q4	项目进展顺利
兴发集团	16	2020	技改项目, 从 2019 年开始陆续投放
蓝星星火	10	2022	预计五年内投产
四川硅峰	20	暂不明确	暂不明确
云南能投	40	暂不明确	于 2018 年 9 月与曲靖市政府签订协议

数据来源: 百川资讯, 化工部规划院, 西南证券整理

公司有机硅业务起步较晚，于 2012 年开始开展；并构建了“甘氨酸-草甘膦-有机硅”产业链。凭借“甘氨酸-草甘膦-有机硅”产业链的协同效应，公司开工率一直处于行业领先水平；2017 年有机硅行业实际开工率为 73%，公司有机硅实际开工率高达 89.5%，高出行业平均水平 16.5%。此外，公司通过技术改进，将草甘膦副产氯甲烷作为甲基氯硅烷单体原料的使用比例提高到了 70%，为国内最高，具有明显的成本优势。

公司现有有机硅单体 20 万吨/年（权益产能 10 万吨/年）；通过技改项目，将新增产能 16 万吨，预计 2020 年完全投产，届时公司有机硅规模将处于国内行业第一梯队。2017 年公司有机硅业务实现营业收入 12.37 亿元，同比增长 27.9%；营收占比达到 7.8%。2017 年实现毛利润 3.99 亿元，同比增长 303%；毛利率达到 32.3%。

图 41：公司有机硅营业收入及增速



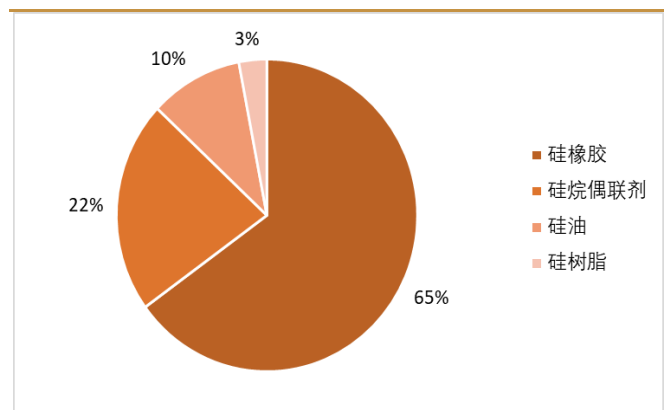
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 终端领域快速增长，有机硅需求大幅提升

有机硅材料在终端领域中的应用范围非常广泛；其中最主要的应用领域有建筑、电子及小家电、电力行业；分别占比 24%、20%、10%。在建筑领域，有机硅广泛用于建设施工中的填缝、密封以及粘合等；2017 年国内房地产销售面积达到 2433 万平方米，同比增长 17.7%。在电子领域，有机硅广泛用于电子元件的绝缘、防震、防潮、防腐蚀等；2017 年全国集成电路产量达到 9664 亿块，同比增长 21.5%。随着近年来房地产和消费电子领域的高速发展，极大的刺激了有机硅的需求。

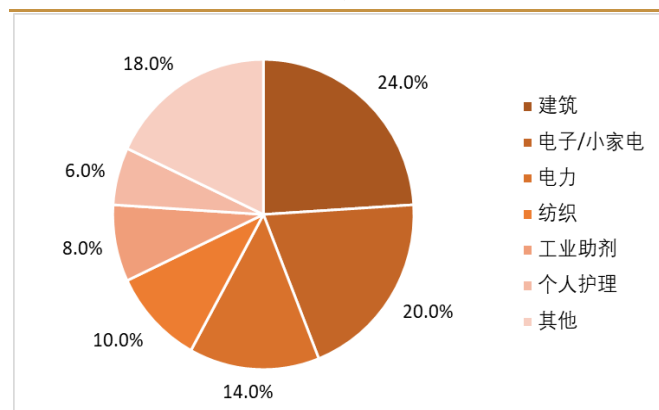
随着我国企业在有机硅领域的不断突破，我国有机硅的进口量逐渐下降，出口量逐渐增加，并于 2014 年开始变为净出口国。2017 年我国有机硅单体（折聚硅氧烷）进口量为 12.1 万吨，同比增长 7.1%；出口量为 21.3 万吨，同比增长 53.7%。国内有机硅表观消费量逐年增加，2017 年表观消费量 178.6 万吨，同比增长 7.0%；相比于 2010 年的 121.0 万吨，年复合增长率达到 5.7%。随着有机硅终端领域快速增长，预计未来有机硅需求量将继续维持高增长态势。

图 42: 有机硅下游产品占比



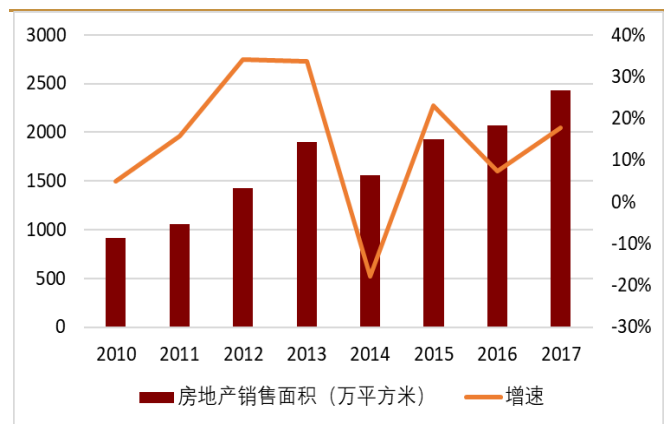
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 43: 有机硅终端应用领域分布



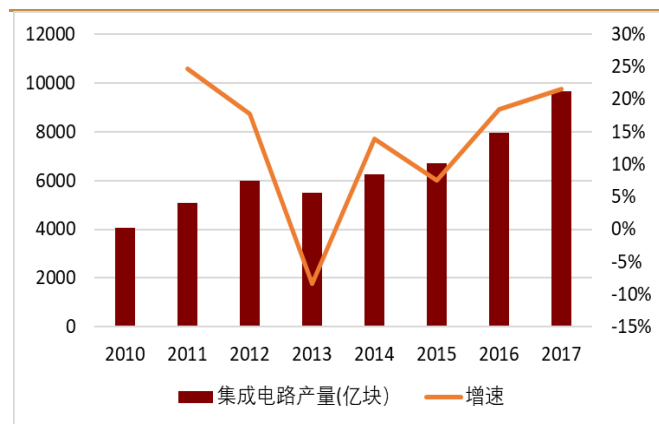
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 44: 全国房地产销售面积及增速



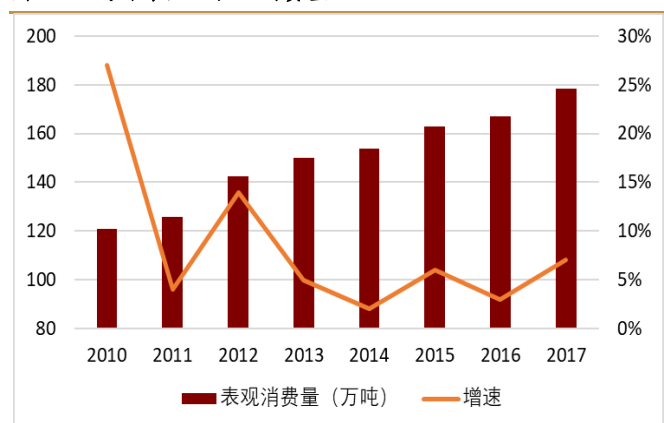
数据来源: wind, 西南证券整理

图 45: 全国集成电路产量及增速



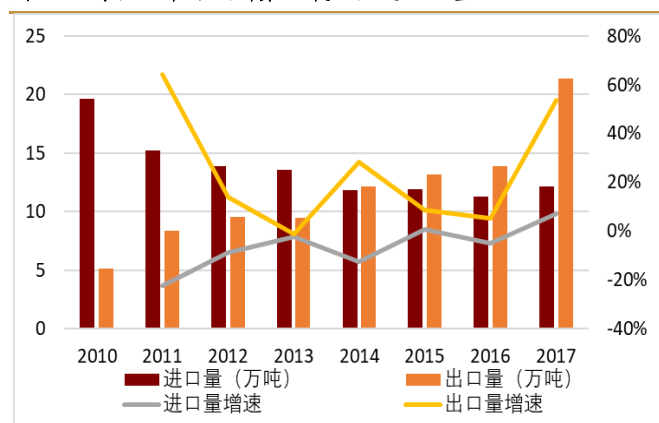
数据来源: wind, 西南证券整理

图 46: 我国有机硅表观消费量



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 47: 有机硅单体 (折聚硅氧烷) 进出口量

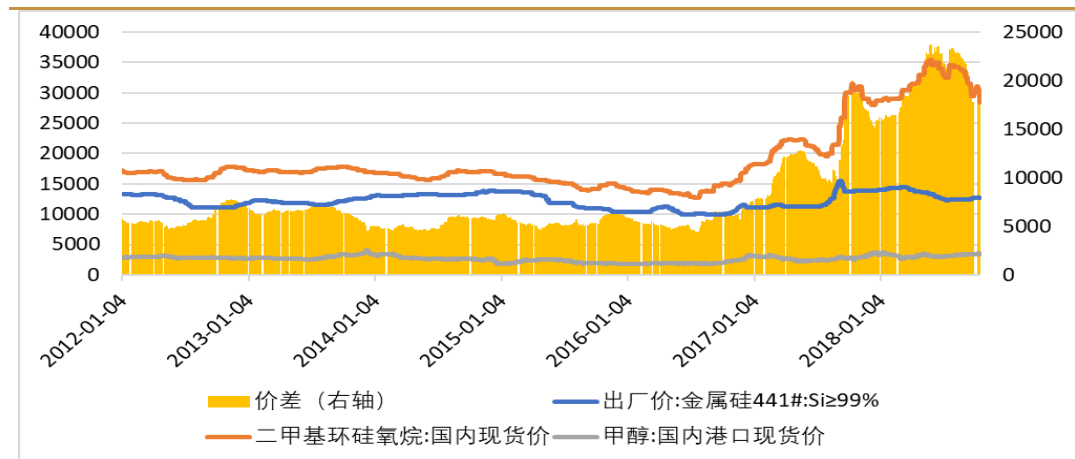


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

3.3 价格价差稳居高位，盈利空间扩大

在有机硅供需紧平衡、新增产能受限、下游需求高增长的产业背景下，有机硅行业价格普遍高涨，公司盈利能力大幅提升。目前，有机硅 DMC 国内现货价上涨至 28500 元/吨。有机硅 DMC 的生产过程中，金属硅和甲醇的单耗分别为 0.58 吨和 1.3 吨；目前，原材料金属硅 441# (Si>99%) 价格为 12725 元/吨左右，甲醇国内港口现货价为 3450 元/吨。有机硅价差扩大至 16635 元/吨；预计未来有机硅价格价差将继续维持高位。

图 48：有机硅 DMC 价格价差（元/吨）

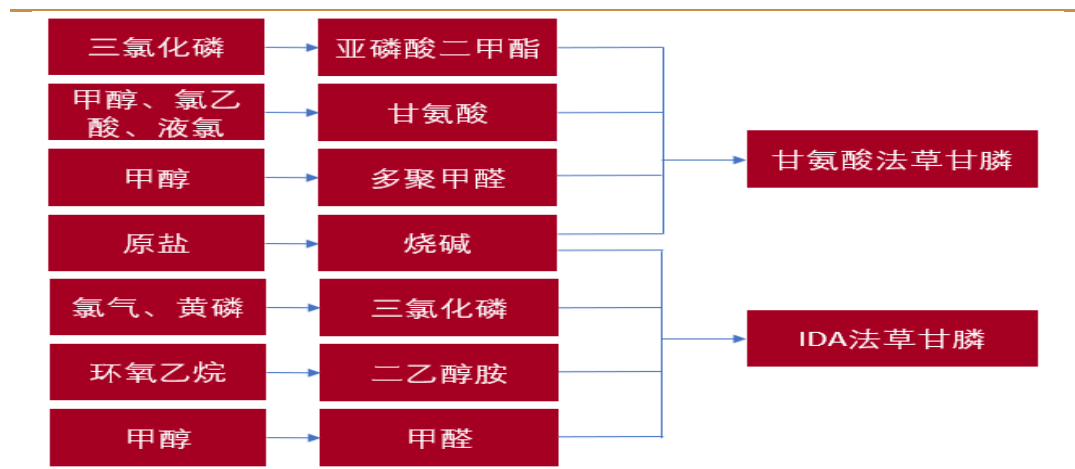


数据来源：wind，西南证券整理

4 供给侧改革叠加环保趋严，助力草甘膦行业回暖

草甘膦于 1971 年由美国孟山都开发，是灭生性芽后除草剂，通过茎叶吸收进入植物体内，并传导至全身组织，抑制氨基酸的生物合成，干扰光合作用，使之枯死。草甘膦除草剂主要用于转基因作物如大豆、玉米和棉花，具有低毒、无残留、广谱性等特点，是目前全球最大的除草剂品种。草甘膦的工业生产方法主要有甘氨酸法和 IDA 法；从全球市场看，IDA 占主导地位，国内甘氨酸法占主导地位。

图 49：草甘膦产业链

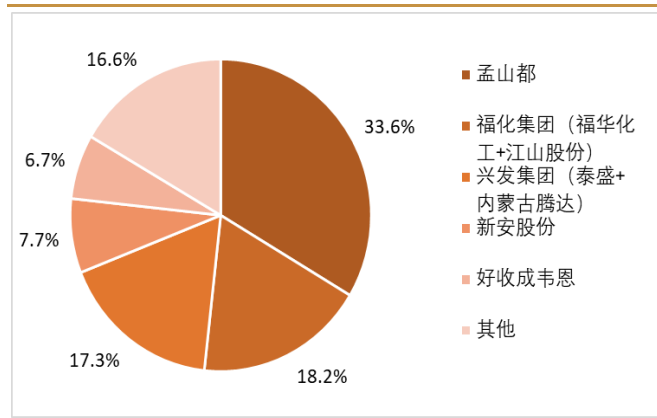


数据来源：西南证券整理

4.1 小产能加速出清，行业集中度提升

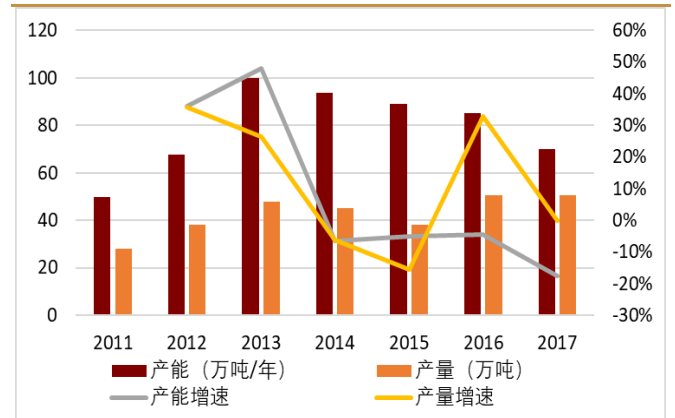
目前全球草甘膦产能主要集中在我国与孟山都，2017 年全球草甘膦产能 106.5 万吨/年，其中孟山都产能 38 万吨/年，国内产能为 68.5 万吨/年，国内产能占比 64.3%。国内草甘膦行业在 2013 年以前发展较快，2013 年国内草甘膦产能达到 100 万吨/年，同比增长 47.9%。由于草甘膦行业属于高污染行业，再国内供给侧改革和环保趋严的影响下，近年国内产能逐渐下降；2017 年国内产能 70 万吨/年，同比下降 17.7%；产量 50.5 万吨，与 2016 年产量持平。

图 50：全球草甘膦产能分布



数据来源：百川资讯，西南证券整理

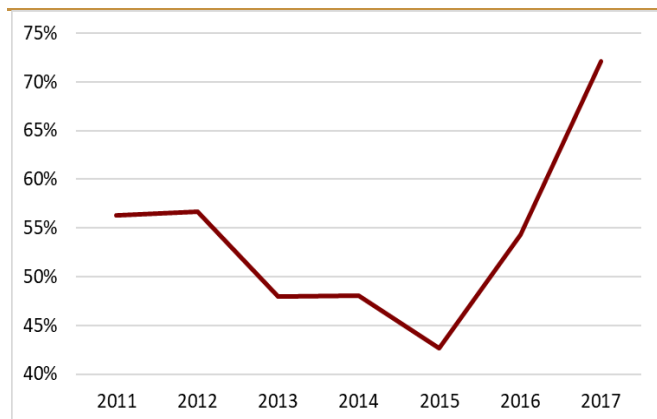
图 51：国内草甘膦产能产量



数据来源：百川资讯，西南证券整理

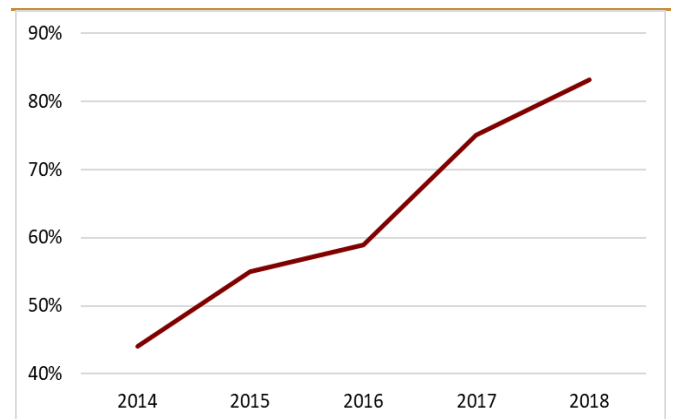
随着小产能的出清和落后产能的淘汰，国内草甘膦开工率也从 2015 年的 42.7% 增长到 2017 年的 72.1%；行业集中度 CR5 从 2014 年的 44% 增长到 2017 年的 75%；产能过剩局面得到一定的修复。此外，2018 年 2 月，公司收购内蒙古腾龙，公司草甘膦产能从 13 万吨/年增加至 18 万吨/年；2018 年 10 月，福华化工受让江山股份 29.19% 股权，为江山股份第二大股东，福华集团草甘膦产能从此前的 12 万吨/年增加至 19 万吨/年，位居国内产能第一。国内草甘膦行业集中度进一步加剧，CR2 达到 54%；形成兴发集团与福华集团双寡头格局。

图 52：国内草甘膦开工率



数据来源：百川资讯，西南证券整理

图 53：国内草甘膦行业集中度 CR5



数据来源：百川资讯，西南证券整理

表 5：国内草甘膦产能分布

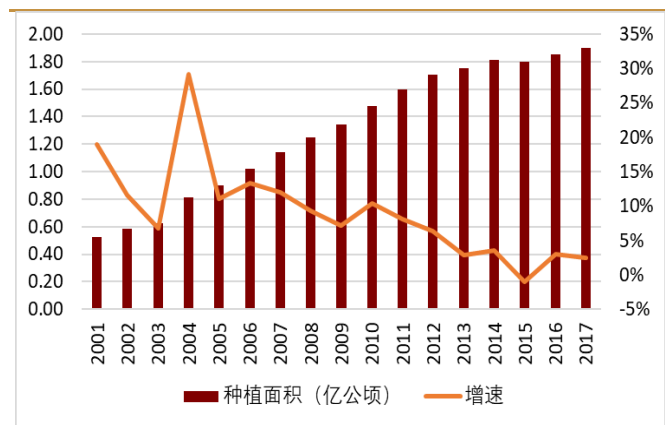
企业名称	所在地区	工艺路线	产能 (万吨/年)
安徽广信	安徽	甘氨酸	3
许昌东方	河南	甘氨酸	3
兴发集团	湖北	甘氨酸	18
金帆达	浙江	甘氨酸	2.5
新安化工	浙江	甘氨酸	8
福华集团	四川	甘氨酸	15
		IDA	4
好收成韦恩	江苏	IDA	7
扬农集团	江苏	IDA	3
和邦生物	四川	IDA	5

数据来源：百川资讯，西南证券整理

4.2 下游需求稳中向好，价格价差维持高位

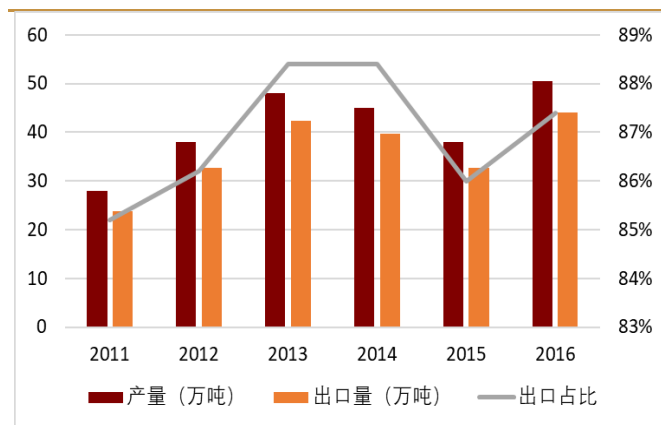
草甘膦除草剂主要用于转基因作物如大豆、玉米和棉花等。全球转基因作物种植面积 2017 年为 1.9 亿公顷，同比增长 2.5%；相比于 2007 年的 1.14 亿公顷，年复合增长率达到 5.2%，预计未来仍将以每年 5% 左右的速度稳定增长，将会长期利好草甘膦市场。由于目前全球转基因作物主要集中在海外，国内草甘膦产量 85% 以上都用于出口；2016 年，国内草甘膦产量为 50.5 万吨，出口量为 44.1 万吨，出口占比高达 87.4%。

图 54：全球转基因作物种植面积及增速



数据来源：wind，西南证券整理

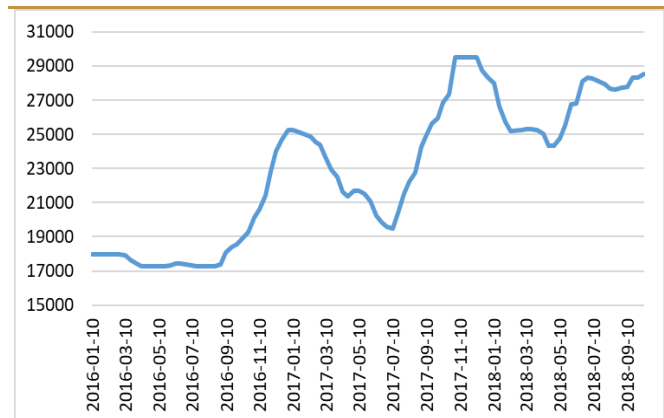
图 55：国内草甘膦出口量



数据来源：中国农药网，西南证券整理

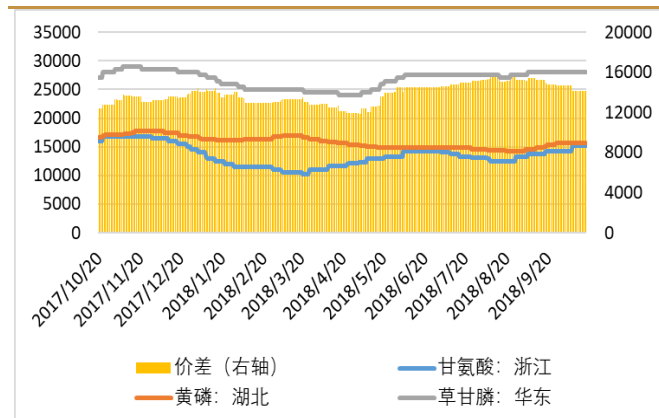
在草甘膦产能持续缩减、出口向好、行业新增产能十分有限的态势下，草甘膦价格从 2016 年开始大幅上涨。2016 年草甘膦（95%）原药全年均价为 18684 元/吨，2017 年全年均价为 24234 元/吨，2018 年上半年均价为 25917 元/吨。草甘膦近一年平均价差（草甘膦-0.55 甘氨酸-0.35 黄磷-1.32 甲醇）也高达 13843 元/吨。预计未来草甘膦价格价差将继续维持高位。

图 56: 草甘膦 (95%) 原药价格 (元/吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 57: 草甘膦价差 (元/吨)

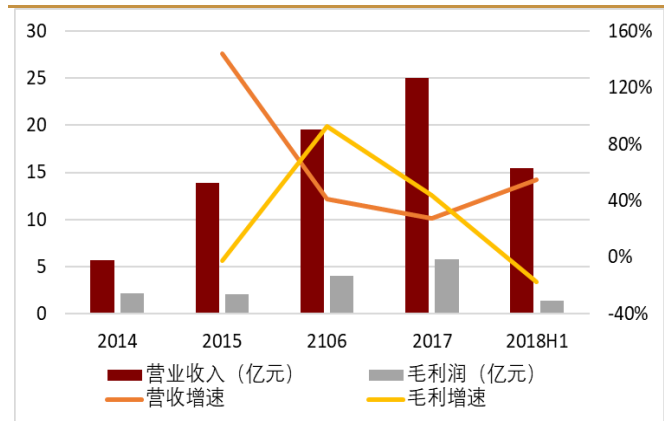


数据来源: 百川资讯, 西南证券整理

4.3 公司成本优势突出, 盈利能力增强

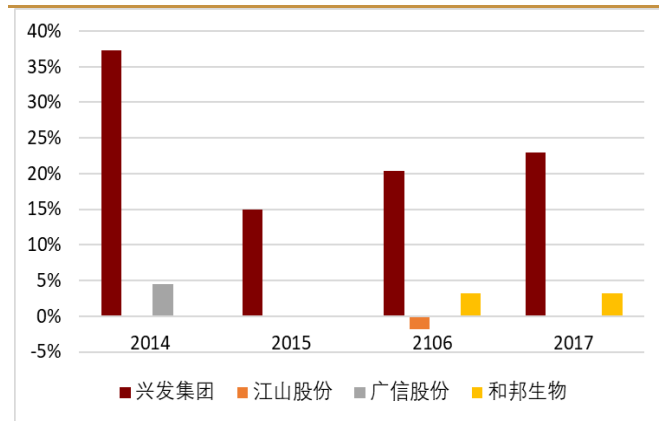
公司依托自身的磷矿资源优势, 和“甘氨酸-草甘膦-有机硅”产业链优势; 年产 8 万吨甘氨酸和 10 万吨黄磷, 能够实现大部分原料的自给自足, 降低了原料涨价风险, 提高了生产效率, 增强了公司草甘膦盈利能力。公司草甘膦营业收入 2017 年达到 25.0 亿元, 同比增长 27.5%; 毛利润达到 5.75 亿元, 同比增长 44.1%。公司草甘膦毛利率 2017 年达到 23.0%, 远远高于行业其他公司。在草甘膦需求增长和产能收缩的趋势下, 公司草甘膦业务未来将进一步贡献公司业绩。

图 58: 公司草甘膦及甘氨酸营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 59: 公司草甘膦与行业毛利率比较



数据来源: wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 预计 2018-2020 年公司草甘膦及其副产品销量为 12.6、18.0、18.0 万吨, 不含税价格为 2.3、2.4、2.5 万元/吨, 毛利率维持在 25%;

假设 2: 预计 2018-2020 年公司有机硅销量为 8.5、10.0、14.4 万吨, 不含税价格为 2.7、2.8、2.9 万元/吨, 毛利率维持在 40%;

假设 3: 预计 2018-2020 年公司磷矿石产量均为 422 万吨, 每年预留 140 万吨自用, 其余外销; 外销磷矿石不含税价格均为 245.6 元/吨, 毛利率维持在 60%;

假设 4: 公司三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
贸易产品	收入	6000.00	7000.00	7000.00	7000.00
	增速	-4.0%	16.7%	0.0%	0.0%
	成本	5862.00	6860.00	6860.00	6860.00
	毛利率	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
草甘膦及其副产品	收入	2499.00	2898.00	4320.00	4500.00
	增速	27.5%	16.0%	49.1%	4.2%
	成本	1925.00	2173.50	3240.00	3375.00
	毛利率	23.0%	25.0%	25.0%	25.0%
有机硅 (折 DMC) 及 107 胶	收入	1237.00	2295.00	2800.00	4176.00
	增速	27.9%	85.6%	22.0%	49.1%
	成本	838.00	1377.00	1680.00	2505.60
	毛利率	32.3%	40.0%	40.0%	40.0%
氯碱	收入	428.00	542.50	651.00	759.50
	增速	57.4%	26.8%	20.0%	16.7%
	成本	233.00	292.95	351.54	410.13
	毛利率	45.6%	46.0%	46.0%	46.0%
磷铵	收入	1494.00	1518.00	1650.00	1782.00
	增速	10.1%	1.6%	8.7%	8.0%
	成本	1370.00	1392.01	1513.05	1634.09
	毛利率	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
精细磷酸盐	收入	2786.00	2737.50	2920.00	3102.50
	增速	10.6%	-1.7%	6.7%	6.3%
	成本	2256.00	2190.00	2336.00	2482.00
	毛利率	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
磷矿石	收入	913.00	692.34	692.34	692.34

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	增速	-7.2%	-24.2%	0.0%	0.0%
	成本	375.00	276.93	276.93	276.93
	毛利率	58.9%	60.0%	60.0%	60.0%
其他业务	收入	400.00	580.00	841.00	1219.45
	增速	43.9%	45.0%	45.0%	45.0%
	成本	256.00	330.60	479.37	695.09
	毛利率	36.0%	43.0%	43.0%	43.0%
合计	收入	15757.00	18263.34	20874.34	23231.79
	增速	8.4%	15.9%	14.3%	11.3%
	成本	13115.00	14892.99	16736.89	18238.85
	毛利率	16.8%	18.5%	19.8%	21.5%

数据来源: 西南证券

表 7: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元, 10月19日)	EPS (元)				PE (倍)			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
600096.SH	云天化	4.50	0.46	0.10	0.21	-	46.87	45.05	21.24	-
600596.SH	新安股份	12.28	1.46	2.07	2.30	2.58	12.16	5.93	5.34	4.76
600486.SH	扬农化工	41.03	2.85	3.40	3.96	4.53	26.78	12.07	10.36	9.05
603260.SH	合盛硅业	48.13	4.17	4.40	5.37	6.29	25.06	10.94	8.96	7.65
算术平均值							27.72	18.50	11.48	7.12

数据来源: wind (盈利预测为 wind 一致预测), 西南证券整理

磷矿石价格进入中期上涨通道, 公司具备 500 万吨以上产能, 价格每上涨 50 元/吨, 公司税前利润增厚 2.5 亿元, 业绩弹性大, 同时公司草甘膦、有机硅业务景气度未来持续提升, 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.80 元、1.12 元和 1.53 元, 对应 PE 分别为 14X、10X 和 7X, 参考可比公司 (云天化、新安股份、扬农化工和合盛硅业) 2018 和 2019 年 PE 分别为 19X 和 11X, 公司估值低于可比公司估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 同时给予公司 2019 年 13X PE 估值, 对应目标价为 14.56 元。

6 风险提示

原材料价格大幅上涨; 草甘膦、有机硅价格大幅下跌; 下游需求不及预期; 行业竞争加剧; 公司产品开工率或大幅下滑的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15757.00	18263.34	20874.34	23231.79	净利润	601.93	1087.33	1528.03	2090.38
营业成本	13115.00	14892.99	16736.89	18238.85	折旧与摊销	818.82	1753.64	1817.12	1855.99
营业税金及附加	158.85	403.99	436.27	464.64	财务费用	618.93	39.74	45.42	50.55
销售费用	587.53	730.53	834.97	887.45	资产减值损失	54.01	54.01	54.01	54.01
管理费用	467.51	639.22	688.85	696.95	经营营运资本变动	-903.55	-65.08	-123.16	-20.01
财务费用	618.93	39.74	45.42	50.55	其他	712.64	-135.78	-143.57	-153.94
资产减值损失	54.01	54.01	54.01	54.01	经营活动现金流净额	1902.79	2733.85	3177.85	3876.98
投资收益	66.31	80.00	90.00	100.00	资本支出	-350.75	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-571.11	-720.00	-710.00	-700.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-921.86	-870.00	-860.00	-850.00
营业利润	842.34	1582.87	2167.92	2939.34	短期借款	2526.61	1642.51	-1499.00	-1984.22
其他非经营损益	-73.70	-17.66	-26.37	-31.36	长期借款	635.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	768.64	1565.21	2141.55	2907.98	股权融资	4.14	0.00	0.00	0.00
所得税	166.70	477.88	613.52	817.61	支付股利	-105.97	-333.45	-602.33	-846.46
净利润	601.93	1087.33	1528.03	2090.38	其他	-3938.52	-2312.28	44.58	39.45
少数股东损益	280.94	507.48	713.17	975.63	筹资活动现金流净额	-877.84	-1003.22	-2056.75	-2791.23
归属母公司股东净利润	321.00	579.85	814.86	1114.75	现金流量净额	92.67	860.64	261.10	235.75
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	965.70	1826.33	2087.43	2323.18	成长能力				
应收和预付款项	1307.96	1533.19	1741.72	1922.43	销售收入增长率	8.37%	15.90%	14.30%	11.29%
存货	1432.78	1632.14	1836.53	2003.30	营业利润增长率	267.81%	87.91%	36.96%	35.58%
其他流动资产	532.18	616.79	704.97	784.59	净利润增长率	251.92%	80.64%	40.53%	36.80%
长期股权投资	855.99	855.99	855.99	855.99	EBITDA 增长率	35.97%	48.07%	19.38%	20.23%
投资性房地产	10.23	10.23	10.23	10.23	获利能力				
固定资产和在建工程	13767.20	12375.75	10920.80	9426.99	毛利率	16.78%	18.45%	19.82%	21.49%
无形资产和开发支出	2294.95	2102.13	1909.31	1716.49	三费率	10.62%	7.72%	7.52%	7.04%
其他非流动资产	576.26	1356.90	2137.54	2918.18	净利率	3.82%	5.95%	7.32%	9.00%
资产总计	21743.24	22309.45	22204.52	21961.37	ROE	8.46%	15.82%	19.60%	23.12%
短期借款	5816.00	7458.51	5959.51	3975.29	ROA	2.77%	4.87%	6.88%	9.52%
应付和预收款项	2826.34	3235.37	3579.19	3958.20	ROIC	6.87%	6.79%	10.36%	15.57%
长期借款	3218.98	3218.98	3218.98	3218.98	EBITDA/销售收入	14.47%	18.49%	19.31%	20.86%
其他负债	2765.25	1524.89	1649.45	1767.59	营运能力				
负债合计	14626.57	15437.75	14407.12	12920.06	总资产周转率	0.73	0.83	0.94	1.05
股本	500.72	727.18	727.18	727.18	固定资产周转率	1.31	1.54	1.90	2.38
资本公积	2872.14	2645.68	2645.68	2645.68	应收账款周转率	24.66	26.42	25.48	25.39
留存收益	1726.56	1972.96	2185.49	2453.78	存货周转率	10.65	9.57	9.53	9.39
归属母公司股东权益	6098.28	5345.83	5558.36	5826.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.45%	—	—	—
少数股东权益	1018.39	1525.87	2239.04	3214.66	资本结构				
股东权益合计	7116.67	6871.70	7797.39	9041.31	资产负债率	67.27%	69.20%	64.88%	58.83%
负债和股东权益合计	21743.24	22309.45	22204.52	21961.37	带息债务/总负债	64.47%	71.72%	66.44%	58.73%
					流动比率	0.41	0.51	0.65	0.85
					速动比率	0.27	0.36	0.46	0.61
					股利支付率	33.01%	57.51%	73.92%	75.93%
					每股指标				
					每股收益	0.44	0.80	1.12	1.53
					每股净资产	9.79	9.45	10.72	12.43
					每股经营现金	2.62	3.76	4.37	5.33
					每股股利	0.15	0.46	0.83	1.16
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2280.09	3376.24	4030.46	4845.88					
PE	24.40	13.51	9.61	7.03					
PB	1.10	1.14	1.00	0.87					
PS	0.50	0.43	0.38	0.34					
EV/EBITDA	6.49	4.70	3.30	2.12					
股息率	1.35%	4.26%	7.69%	10.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn