

草铵膦行业领跑者，业绩步入兑现期

——利尔化学（002258）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 草铵膦需求翻倍可期，行业集中度持续提升

需求层面看，草铵膦存两大契机，其一为草铵膦-草甘膦复配制剂渗透率持续提升，其二为百草枯禁用带来的替代空间。根据我们测算，到 2020 年，草铵膦需求量有望增加 1.65 万吨，市场规模存翻倍空间。

供给层面看，近年环保承压，国内草铵膦开工率偏低，有效产能不到 2 万吨。行业领军企业的新建产能将在明年起逐步落地，其中前三大企业拜耳作物、利尔化学、永农生物的 19 年产能将占全球名义产能的 66%，行业集中度将再度提升。

❖ 广安基地投产在即，多点开花，业绩步入快速兑现期

草铵膦：产能跃居全球第一，生产工艺国内领先。广安基地投产之后，公司草铵膦产能将达到 1.84 万吨，超越拜耳跃居全球第一，奠定草铵膦生产规模全球领跑者地位。广安基地的生产工艺更接近拜耳法，草铵膦生产成本仅 6-7 万元/吨，大幅低于国内 9-10 万元/吨的水平。

丙炔氟草胺：绑定转基因项目，市场空间广阔。受益于对草甘膦抗性杂草水茴麻的突出防效，丙炔氟草胺已成为 Roundup Ready Plus 项目中的一部分，市场需求广阔。公司攻克技术难题实现规模化生产，打破日本住友化学一家独大的格局，成为行业内的有力竞争者。

氟环唑：谷物杀菌剂领跑者，多年技术沉淀迎来收获期。公司深耕多年，基本掌握了氟环唑规模化生产技术，多年技术积淀开花结果。广安产能达产后，将填补辉丰停产引发的市场缺口，毛利率有望达到 60%。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 38.64、48.08、55.91 亿元，归属母公司净利润分别为 5.95、7.58、9.78 亿元，对应 EPS 分别为 1.13、1.44、1.87 元，PE 分别为 12.6、9.9、7.6 倍。考虑到公司是草铵膦和氯代吡啶类农药行业的领导者，未来广安基地新建产能陆续投产，业绩将进入快速兑现期，首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ 风险提示：草铵膦价格大幅下跌；贸易摩擦加剧；新建项目进展不及预期

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3084	3864	4808	5591
+/-%	56%	25%	24%	16%
归属母公司净利润(百万元)	402	595	758	978
+/-%	93%	48%	27%	29%
EPS(元)	0.77	1.13	1.44	1.87
PE	18.59	12.56	9.86	7.64

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 非金属材料/基础化工

报告时间 | 2018/11/26

前收盘价 | 14.25

公司评级 | 增持评级

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001

010-66495651

chenli@cczq.com

联系人

张天楠

证书编号：S1100118060014

021-68595116

zhangtiannan@cczq.com

杜星烁

证书编号：S1100118090004

021-68595118

duxingshuo@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

公司是国内最大的氯代吡啶类农药和草铵膦原药生产企业，目前主要产能包括草铵膦 8400 吨、毕克草 1800 吨、毒莠定 3000 吨、氟草烟 500 吨、绿草定 1500 吨等。公司总部位于四川省绵阳市，在绵阳、广安、南通、岳阳、鹤壁等地拥有 5 个生产基地。

对于未来成长：

草铵膦空间广阔、集中度提升，企业规模业内领跑。需求层面看，草铵膦存两大契机，其一为草铵膦-草甘膦复配制剂渗透率提升，其二为百草枯禁用带来的替代空间。根据我们测算，到 2020 年，草铵膦需求量有望增加 1.65 万吨，市场规模存翻倍空间。供给层面看，近年环保承压，国内草铵膦开工率偏低，有效产能不到 2 万吨。行业领军企业的新建产能将在明年起逐步落地，其中前三大企业拜耳作物、利尔化学、永农生物的 19 年产能将占全球名义产能的 66%，行业集中度将再度提升。公司广安基地投产之后，产能将达到 1.84 万吨，超越拜耳的 1.2 万吨产能，跃居全球第一，奠定草铵膦生产规模全球领跑者地位。

丙炔氟草胺和氟环唑相继投产，业绩高确定性。广安基地的 1000 吨丙炔氟草胺已于今年 10 月投产，1000 吨氟环唑生产线将于 19 年上半年投产。丙炔氟草胺是触杀型选择性除草剂，对草甘膦抗性杂草水茴麻有突出效果，已成为 Roundup Ready Plus 项目中的一部分，市场需求广阔。公司攻克相关技术难题实现规模化生产，打破日本住友化学一家独大的格局。氟环唑方面，公司已有多项技术积累，达产后有望填补辉丰停产引发的市场缺口，毛利率达到 60%。

对于与市场观点主要差异：

市场认为：2019-2020 年行业新建产能将密集投产，会对明年的草铵膦市场形成巨大冲击，草铵膦价格面临大幅下跌风险，对公司业绩产生较大负面影响。我们认为：1、尽管 2019-2020 年全行业待投产的草铵膦产能高达 2.3 万吨，占当前名义产能的 62%，但考虑到国内生产工艺存在高能耗、重污染、专利侵权风险等缺陷，预计实际投产不会太顺利，产能投放对市场冲击有限。2、即便草铵膦价格大幅下跌，长期看对公司的影响也是利大于弊。公司草铵膦生产工艺业内领先，掌握了草铵膦合成关键技术，攻克了草铵膦生产过程中格式反应控制及放大等重大工程化技术难题。公司草铵膦生产成本有望降至 6-7 万元/吨，大幅低于国内其他竞争对手 9-10 万元/吨的成本，成本优势显著。如果草铵膦价格出现大幅下跌，公司作为具备成本优势的头部玩家，有望受益行业洗牌，进一步巩固行业主导权。

首次覆盖给予“增持”评级。

我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 38.64、48.08、55.91 亿元，归属母公司净利润分别为 5.95、7.58、9.78 亿元，对应 EPS 分别为 1.13、1.44、1.87 元，PE 分别为 12.6、9.9、7.6 倍。我们看好公司的成长逻辑，未来广安基地新建产能陆续投产，业绩将进入快速兑现期。

正文目录

投资摘要	2
一、利尔化学：国内一流农药平台	5
二、草铵膦市场空间广阔，行业集中度稳步提升	8
2.1 草铵膦：全球第三大灭生性除草剂，优势明显	8
2.2 需求端：草铵膦迎两大契机，市场需求存翻倍空间	10
契机一：草甘膦杂草抗性问题的凸显，耐草铵膦转基因作物推广提速，“双草”复配带来增量	10
契机二：百草枯多国禁用，广阔替代空间将现	12
2.3 供给端：落后产能退出+领跑企业扩张，行业集中度显著提升	13
2.4 产能集中投放后或供大于需，草铵膦价格承压	14
三、公司优势：扩产稳步推进，产业链布局清晰	15
3.1 草铵膦扩产有序推进，规模、技术奠定全球领跑者地位	15
3.2 两款高性价比产品投产在即，拓宽公司收入渠道	16
3.2.1 丙炔氟草胺：需求快速增长，广安产能填补市场空缺	17
3.2.2 氟环唑：谷物杀菌剂领跑者，公司多年技术积淀迎来收获期	18
四、估值与投资建议	20
风险提示	22
盈利预测	23

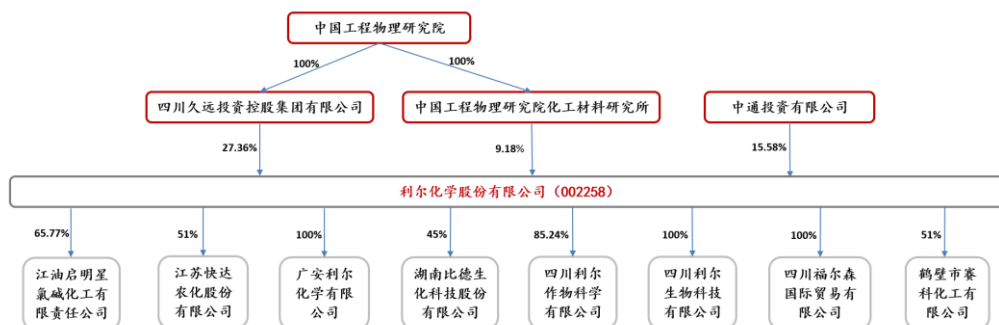
图表目录

图 1:	利尔化学股权结构.....	5
图 2:	利尔化学主要产品产能情况.....	5
图 3:	营业收入稳步提升.....	6
图 4:	近年归母净利润保持较快增长.....	6
图 5:	毛利率高于行业平均水准.....	6
图 6:	ROE 高于行业平均水准.....	6
图 7:	期间费用率保持稳定.....	6
图 8:	农药原药业务是公司主要收入来源.....	7
图 9:	农药原药业务毛利率高于农药制剂业务.....	7
图 10:	内销业务收入占比过半.....	7
图 11:	出口业务毛利率保持稳定.....	7
图 12:	草铵膦全球销售额.....	8
图 13:	2016 年草铵膦主要应用领域.....	8
图 14:	2016 年草铵膦前十大使用国.....	9
图 15:	三大主流除草剂对比.....	9
图 16:	全球转基因作物种植面积飞速增长.....	10
图 17:	全球抗草甘膦杂草品种数目快速上升.....	10
图 18:	各国抗草甘膦杂草品种数量.....	11
图 19:	全球主要抗草甘膦杂草品种及发生情况.....	11
图 20:	全球主要抗草铵膦转基因作物品种.....	12
图 21:	各国百草枯禁用时间表.....	12
图 22:	2016 年全球百草枯前十大消费国.....	13
图 23:	近年我国的农药产业政策.....	13
图 24:	全球草铵膦产能分布.....	14
图 25:	2018-2020 年全球草铵膦供需情况预测.....	14
图 26:	利尔化学草铵膦产能快速提升.....	15
图 27:	草铵膦主流生产工艺.....	16
图 28:	广安利尔年产 36000 吨农药及其他精细化学品项目建设规划.....	16
图 29:	2016 年丙炔氟草胺下游应用领域分布.....	17
图 30:	2016 年丙炔氟草胺的市场分布.....	17
图 31:	广安利尔 1000 吨丙炔氟草胺原药生产终期物料平衡示意图 (T/A).....	18
图 32:	氟环唑下游应用领域.....	19
图 33:	2000 吨氟环唑原药生产终期物料平衡示意图 (T/A).....	19
图 34:	国内氟环唑产能分布情况.....	20
图 35:	国内氟环唑原药价格 (折百).....	20
图 36:	利尔化学收入拆分明细.....	21
图 37:	农药行业公司可比估值.....	21

一、利尔化学：国内一流农药平台

公司是国内最大的氯代吡啶类农药和草铵膦原药生产企业，于 1993 年由中国工程物理研究院发起设立，属军转民高新技术企业，于 2008 年在深交所上市，也是中物院旗下唯一上市的化工企业。公司主要从事安全农药的研发、生产和销售，产品覆盖氯代吡啶类、有机磷类、磺酰脲类、取代脲类，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。

图 1：利尔化学股权结构



资料来源：wind，川财证券研究所

图 2：利尔化学主要产品产能情况

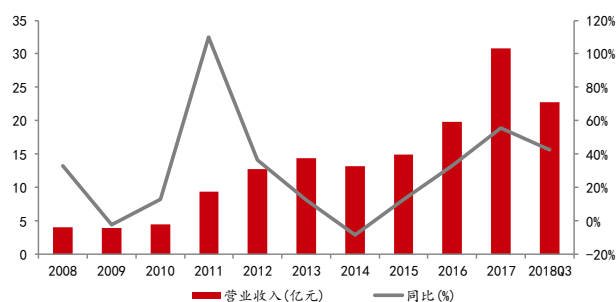
工厂	产品	2017	2018	2019	2020
绵阳	草铵膦	8400	8400	8400	8400
	毒莠定	3000	3000	3000	3000
	毕克草	1800	1800	1800	1800
	氟草烟	500	500	500	500
	绿草定	1500	1500	1500	1500
	炔草酯	500	500	500	500
	解毒唑	500	500	500	500
	氟环唑	150	150	150	150
广安	草铵膦	0	0	7000	10000
	丙炔氟草胺	0	1000	1000	1000
	氟环唑	0	0	1000	1000
南通	草甘膦	10000	10000	10000	10000
	光气及光气产品	20000	20000	20000	20000

资料来源：wind，川财证券研究所

近年受益于产能扩张、技改推进，公司发展步入快车道，收入、利润均保持较快增长。2014-2017 年，公司营业收入 CAGR 为 32.77%，归属于母公司所有

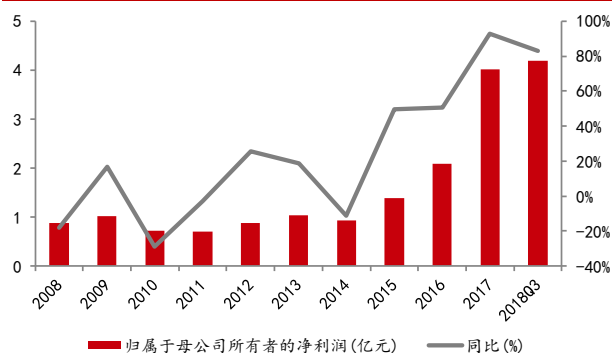
者净利润 CAGR 高达 63.24%。2018 年前三季度，公司实现营业收入 22.73 亿元，同比增长 42.7%；实现归属于母公司所有者净利润 4.19 亿元，同比增长 87.9%。公司盈利能力较好，毛利率、ROE 等指标均常年高于行业平均水平。

图 3：营业收入稳步提升



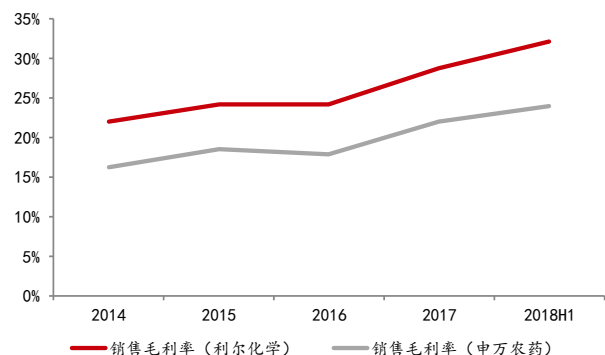
资料来源：wind，川财证券研究所

图 4：近年归母净利润保持较快增长



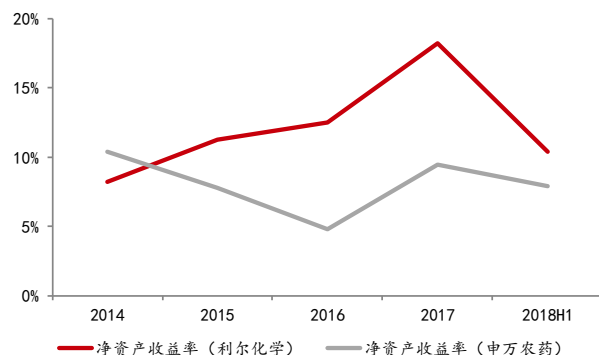
资料来源：wind，川财证券研究所

图 5：毛利率高于行业平均水平



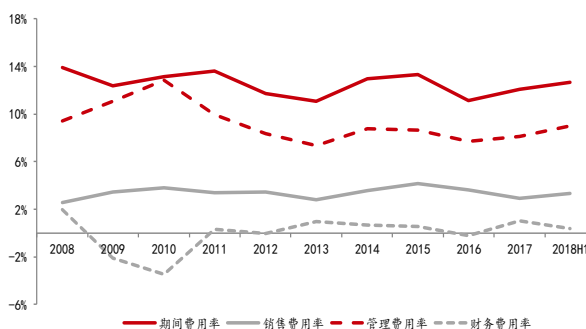
资料来源：wind，川财证券研究所

图 6：ROE 高于行业平均水平



资料来源：wind，川财证券研究所

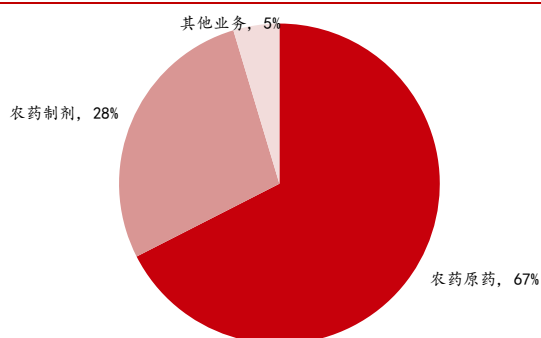
图 7：期间费用率保持稳定



资料来源：wind，川财证券研究所

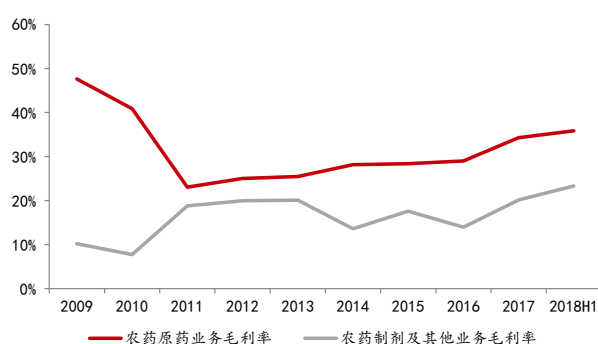
农药原药业务是公司收入的主要来源。2018H1，公司农药原药业务实现营业收入 12.29 亿元，占公司总收入的 67.5%；农药制剂业务实现营业收入 5.08 亿元，占公司总收入的 27.9%。上市以来，公司农药原药业务的毛利率始终高于农药制剂业务，2018H1 公司农药原药业务毛利率达到 35.8%，较农药制剂及其他业务毛利率高出 12.5 个百分点。

图 8： 农药原药业务是公司主要收入来源



资料来源：wind，川财证券研究所

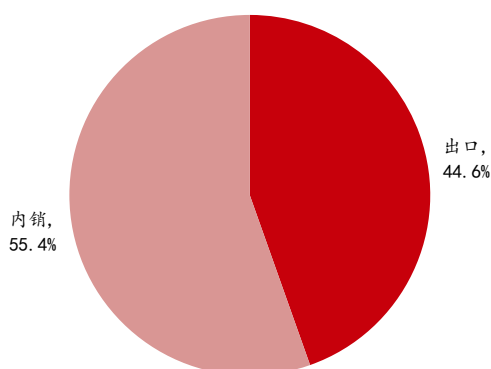
图 9： 农药原药业务毛利率高于农药制剂业务



资料来源：wind，川财证券研究所

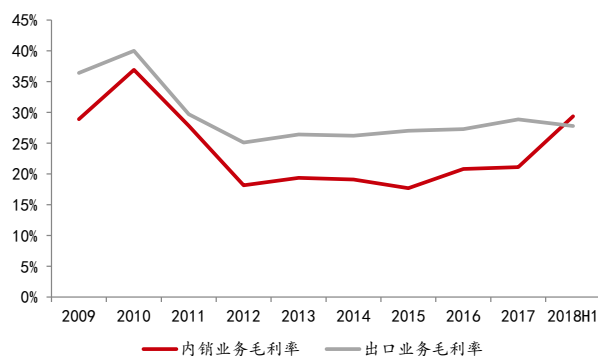
公司深耕国际市场二十余年，产品在国际上具备先发优势，远销美国、巴西、阿根廷、澳大利亚等三十多个国家及地区，领先其他国内竞争者。2014 年以来，公司出口业务收入占比稳定在 40% 左右，毛利率接近 30%。2018H1，出口业务收入达到 8.12 亿元，占公司总收入的 44.6%，毛利率 27.8%；国内业务收入达到 10.09 亿元，占公司总收入的 55.4%，毛利率为 29.37%，上升势头明显。

图 10： 内销业务收入占比过半



资料来源：wind，川财证券研究所

图 11： 出口业务毛利率保持稳定



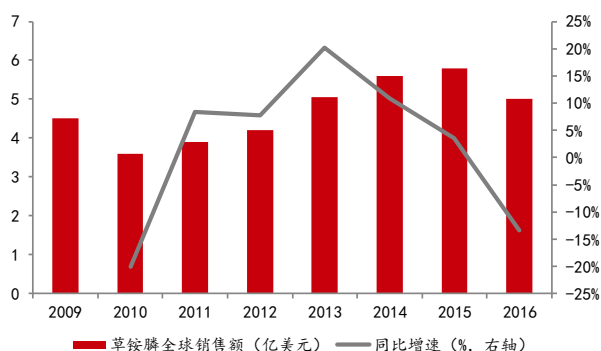
资料来源：wind，川财证券研究所

二、草铵膦市场空间广阔，行业集中度稳步提升

2.1 草铵膦：全球第三大灭生性除草剂，优势明显

草铵膦是仅次于草甘膦、百草枯的全球第三大灭生性除草剂，于 1986 年由德国赫斯特（被拜耳收购）研发成功，属于广谱触杀型除草剂。中国农药工业协会统计数据显示，2016 年全球草铵膦折百使用量 1.2 万吨，较 2014 年增长 8.34%；销售额（包括制剂）达 5.02 亿美元，较 2014 年下降 1.55%，主要原因系 2015 年之后草铵膦产能集中投放、销售价格出现大幅回落，拖累销售额。

图 12： 草铵膦全球销售额



资料来源：中国农药工业协会，川财证券研究所

草铵膦广泛用于果园、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，细分市场接受度较高。中国农药工业协会数据显示，2016 年油菜、果园、非农、大豆、棉花、玉米等领域为草铵膦的主要使用方向，六大领域合计使用量占当年草铵膦总使用量的 94.3%。加拿大、美国、中国分列草铵膦前三大消费国，当年使用量占比分别为 38.2%、15.2%、12.1%。其中，加拿大因耐草铵膦转基因油菜渗透率极高，故使用量较大；我国百草枯逐步禁用引发了市场真空，草铵膦在国内迎来稳定放量。

图 13： 2016 年草铵膦主要应用领域

作物	折百用量 (吨)	占比 (%)	代表国家
油菜	4715	39.0%	加拿大
果园	2887	23.9%	中国
非农	1459	12.1%	马来西亚、印度尼西亚
大豆	1242	10.3%	美国
棉花	760	6.3%	巴西
玉米	351	2.9%	美国
Top6 合计	11414	94.3%	
全球合计	12099	100.0%	

资料来源：中国农药工业协会，川财证券研究所

图 14： 2016 年草铵膦前十大使用国

国家	折百用量 (吨)	占比 (%)
加拿大	4618	38.2%
美国	1842	15.2%
中国	1466	12.1%
巴西	551	4.6%
韩国	459	3.8%
日本	327	2.7%
马来西亚	297	2.5%
印度尼西亚	211	1.7%
乌拉圭	200	1.7%
西班牙	122	1.0%
Top10 合计	10093	83.4%
全球合计	12099	100%

资料来源：中国农药工业协会，川财证券研究所

草铵膦别具优势，安全性、持效性领跑主流除草剂。与另外两大除草剂草甘膦和百草枯相比，草铵膦具备 5 大优势：1) 安全环保，不伤作物根系；2) 多次重复使用，不破坏土壤结构及其微生物，不会使土壤板结和流失；3) 独特的作用机理，对抗牛筋草、小飞蓬等恶性杂草效果显著；4) 交抗性和多重抗性好；5) 具有内吸传导作用，持效期可长达一个月。

图 15： 三大主流除草剂对比

	草铵膦	草甘膦	百草枯
所属类别	氨基酸类	氨基酸类	联吡啶类
上市时间	1986	1974	1962
开发公司	赫斯特（后被拜耳收购）	孟山都	先正达
2016 年全球销售额（亿美元）	5.02	56.62	11.80
平均每亩原药使用量	20-25g	50-100g（防除1年生杂草）； 100-150g（防除多年生杂草）	20-40g
作用机理	抑制谷氨酰胺合成，蛋白质合成受阻从而导致杂草死亡	抑制烯醇丙酮基莽草素磷酸合成酶，蛋白质合成受阻	有很强的渗透性，通过阻碍植物的光合作用而起效
内吸属性	半内吸性或微内吸性	具备内吸性	微弱内吸性，可视为无内吸性
除草属性	触杀性灭生除草，广谱除草剂，但具备一定的选择性	内吸性灭生除草，广谱除草剂，但具备一定的选择性	快速灭生性除草，不具备选择性，见到绿草就发挥作用
见效时间	一般为3天左右	一般为7-10天	高温下几小时后即可见效，1-2日死草
危害状况	只在接触部位产生药斑，不会导致作物绝收	使用不当会导致作物绝收	接触部位损伤，对根部无害，百草枯与土壤接触会失去活性
毒性区别	对人体低毒，基本安全	对人体低毒，基本安全	毒性较大，对人体致死率90%以上
根系影响	可以杀根系，但可以用于浅根系作物	不能用于浅根系或根系暴露在外的作物	不伤根，不伤木质化的植物（树），但药液漂移会损伤作物
残效影响	施药后1-4天可以移栽作物	施药后20-30天可移栽作物	百草枯遇土壤会钝化，施药后第二天可移栽作物

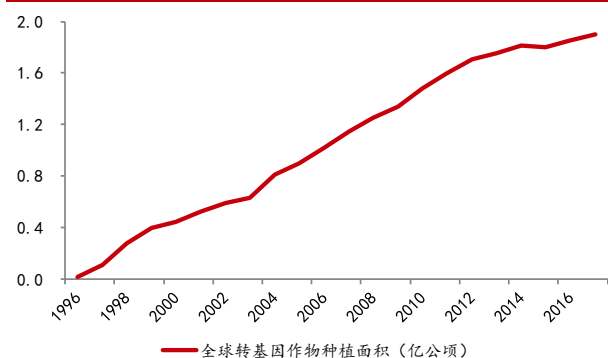
资料来源：中国农药网，川财证券研究所

2.2 需求端：草铵膦迎两大契机，市场需求存翻倍空间

契机一：草甘膦杂草抗性问题的凸显，耐草铵膦转基因作物推广提速，“双草”复配带来增量

抗草甘膦杂草频现，草铵膦迎来发展良机。随着抗草甘膦转基因作物的全球推广和大面积种植，防效高，杀草谱广，成本低的草甘膦在全球范围加速普及使用，杂草抗性问题的凸显。在 1996 年首个抗草甘膦杂草品种瑞士黑麦草被发现后，全球抗草甘膦杂草品种数量、抗性杂草侵染面积也快速增长。世界农化网数据显示，截至 2017 年 4 月，全球累计已发现 38 个杂草品种对草甘膦出现抗性，其中一半为抗草甘膦作物（转基因）系统中的杂草，遍布美国、阿根廷、巴西和加拿大等大力推广抗草甘膦转基因作物的国家，侵染面积和造成的经济损失占 90% 以上。经过长达数十年的使用，草甘膦单剂对抗性杂草效果较差，而草铵膦则对小飞蓬、牛筋草等抗性杂草和恶性杂草效果极佳。将草甘膦与草铵膦复配，可完美兼顾草甘膦的斩草除根和草铵膦的灭杀抗性杂草，“双草”复配制剂具备广阔前景。

图 16： 全球转基因作物种植面积飞速增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 17： 全球抗草甘膦杂草品种数目快速上升



资料来源：世界农化网，川财证券研究所；截至 2017 年 4 月

图 18： 各国抗草甘膦杂草品种数量

国家	抗草甘膦杂草品种数量
美国	17
澳大利亚	13
阿根廷	9
巴西	8
加拿大	5
西班牙	5
哥伦比亚	3
希腊	3
意大利	3
日本	3
葡萄牙	3
南非	3
中国	2
法国	2

数据来源：世界农化网，川财证券研究所；截至 2017 年 4 月

图 19： 全球主要抗草甘膦杂草品种及发生情况

杂草品种	国家数量	作物/场所数量
小飞蓬	11	15
牛筋草	10	11
多花黑麦草	9	13
野塘蒿	9	11
瑞士黑麦草	7	15
苏门白酒草	4	5
长芒苋	3	7
黑麦草	3	5
两耳草	3	4
地肤	2	10
糙果苋	2	6
银胶菊	2	5
美洲豚草	2	3
三裂叶豚草	2	3
阿拉伯高粱	2	1

资料来源：世界农化网，川财证券研究所；截至 2017 年 4 月

深度绑定转基因作物，草铵膦需求有望再下一城。草铵膦凭借其安全性、持效性以及灭杀抗草甘膦杂草的高效性等优势，现已成为继草甘膦之后与转基因作物深度绑定的第二大除草剂。草铵膦抗性基因已被成功导入油菜、棉花、大豆、玉米等作物，其中耐草铵膦油菜已在加拿大大规模推广种植。另外，受益拜耳开放技术授权，先正达、孟山都、陶氏益农等企业先后研发出多款耐草铵膦转基因作物种子，极大程度丰富了耐草铵膦作物品种，且多数为“双抗”（抗草铵膦+抗草甘膦）乃至“三抗”品种，有望为未来草铵膦和“双草”复配制剂的需求放量奠定基础。

图 20： 全球主要抗草铵膦转基因作物品种

公司	已获批耐草铵膦转基因作物
拜耳	棉花、油菜、大豆、玉米
先正达	玉米
孟山都	棉花、玉米、油菜
陶氏益农	大豆、棉花、玉米
杜邦	玉米

资料来源：世界农化网，川财证券研究所

我们认为，草甘膦抗性问题和深度绑定转基因作物将共同助推“双草”复配制剂市场快速扩容，草铵膦需求量有望迎来爆发式增长。目前草甘膦全球使用量约 70 万吨，“双草”复配制剂的复配比例一般为草甘膦：草铵膦=5:1，假定到 2020 年有 5%的草甘膦与草铵膦进行复配，有望为草铵膦带来 7000 吨需求增量。

契机二：百草枯多国禁用，广阔替代空间将现

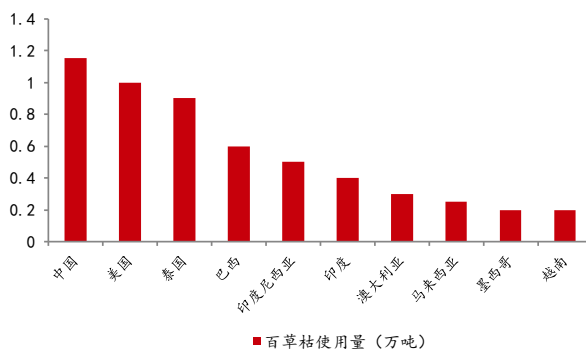
百草枯遭遇多国禁用，2.85 万吨百草枯市场有待填补。由于百草枯的剧毒性和高致死率，我国于 2012 年颁布政策逐步禁用百草枯，2020 年 9 月 26 日后百草枯将正式退出国内市场。2017 年，越南、泰国、巴西三国也先后宣布对百草枯的禁用，均设立了 3 年过渡期，将百草枯的正式退出时间定在 2020 年。中国、泰国、巴西、越南分别是百草枯的全球第一、第三、第四、第十大消费国，2016 年合计使用量达 2.85 万吨。

图 21： 各国百草枯禁用时间表

国家	颁布时间	政策
中国	2012 年	1) 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；2) 2016 年 7 月 1 日停止水剂在国内销售和使用；3) 2018 年 9 月 25 日停止百草枯胶剂的生产；4) 2020 年 9 月 26 日停止百草枯胶剂的销售
越南	2017 年 3 月	禁止在越南使用含有百草枯和 2,4-D 的作物保护产品
泰国	2017 年 9 月	计划于 2019 年 12 月 1 日后取消百草枯使用，进行使用及环境残留监管，并对进口量做出计划，进口商及生产企业必须申报：A 进口量；B 销售数量；C 未结算的数量
巴西	2017 年 10 月	决定 2020 年全面禁用百草枯

资料来源：百川资讯，川财证券研究所

图 22： 2016 年全球百草枯前十大消费国



资料来源：世界农化网，川财证券研究所

参考相关文献研究，每亩土地平均使用草铵膦原药约 60 克/次，百草枯原药约 45 克/次，考虑到百草枯的使用频率约为草铵膦的 2 倍，即每吨百草枯可由 666.7 吨草铵膦实现等效替代。保守假设，到 2020 年草铵膦成功替代四国 50% 的原百草枯市场，将为草铵膦创造 9500 吨的需求增量。

经测算，到 2020 年，“双草”制剂复配和百草枯禁用有望带来合计 1.65 万吨的草铵膦需求增量，接近 2017 年草铵膦全球消费量，市场规模存翻倍空间。

2.3 供给端：落后产能退出+领跑企业扩张，行业集中度显著提升

环保承压，草铵膦有效产能偏低。农药行业生产过程中的污染、安全性等问题突出，受近年国内环保趋严的影响，开工明显偏低。2018 年草铵膦全球名义产能 3.7 万吨，国内仅利尔化学、永农生物、济宁天盛等少数企业开工正常，有效产能不到 2 万吨。

图 23： 近年我国的农药产业政策

时间	政策文件	主要内容
2012.04	农业部、工业和信息化部、国家质量监督检验检疫总局公告第 1745 号	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。
2013.11	农业部：积极探索低毒低残留农药补贴机制	推进高毒农药定点经营示范和低毒低残留农药示范补贴工作。
2016.05	中国农药工业协会：《农药工业“十三五”发展规划》	中国农药工业将坚持走新型工业化道路，以创新发展为主题、以提质增效为中心，进一步调整产业布局和产品结构，推动技术创新和产业转型升级，减少环境污染，满足现代农业生产需求，并提高我国农药工业的国际竞争力。
2016.09	农业部公告第 2445 号	停止受理与批准百草枯的田间试验、登记申请与境内使用的续展登记申请
2017.02	农业部：农发〔2017〕1 号“2017 年国家农业一号文件” 《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》	推进农业供给侧结构性改革，优化产业产品结构，着力推进农业提质增效；深入推进化肥农药零增长行动。
2017.06	国务院：国令第 677 号《农药管理条例》	进一步加强农药管理，为保障农产品质量安全，推动建设资源节约、环境友好的现代农业，提供坚实有力的法律依据。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

领跑企业有序扩张,行业集中度再度提升。新建草铵膦产能对企业的技术工艺、安全把控、节能减排有较高要求,多家中小企业千吨左右的新建产能完工后难以投产,进一步导致今年行业供给偏紧。与之相对的是,行业领军企业的新建产能将在明年起逐步落地,其中前三大企业拜耳作物、利尔化学、永农生物的19年产能将分别达到1.2万吨、1.54万吨(20年1.84万吨)、1万吨,CR3合计产能占全球名义产能的66%,行业集中度将再度提升。

图 24: 全球草铵膦产能分布

企业	地区	18年产能	在建产能	19年产能	备注
拜耳		6000	6000	12000	开工正常
利尔化学	四川	8400	10000	15400	开工正常
辉丰股份	江苏	6500		6500	本部5000吨产能停车
永农生物	浙江	5000	5000	10000	开工正常
乐山福华	四川	3000		3000	开工率低
济宁天盛	山东	3000	2000	5000	开工正常
威远生化	河北	1350		1350	开工率低
乐斯化学	浙江	1000		1000	开工率低
滨农科技	山东	1000		1000	装置检修
江苏皇马	江苏	800		800	停车
七洲绿色	江苏	500		500	开工率低
常熟农药	浙江	500		500	停车
合计		37050	23000	57050	

资料来源:百川资讯,卓创资讯,川财证券研究所;单位:吨

2.4 产能集中投放后或供大于需,草铵膦价格承压

供给层面看,2019-2020年将是草铵膦全球新增产能的密集投放期,拜耳6000吨、利尔化学1万吨、永农生物5000吨、济宁天盛2000吨等新增产能均将在在此期间建成达产,对当前草铵膦供应格局形成较大冲击。需求层面,根据我们此前假设,草铵膦全球需求量将从2017年的1.65万吨增长至2020年的3.30万吨,CAGR26%,保持快速增长。我们认为,2019年草铵膦供给量将大于需求量,根据历史经验,草铵膦价格或将从当前的18万元/吨大幅下跌,价格下限预计在10万元/吨左右(国内中小生产商的单吨完全成本水平)。

图 25: 2018-2020 年全球草铵膦供需情况预测

	2017	2018E	2019E	2020E
供给(万吨)	1.6	2	3.37	3.86
需求(万吨)	1.65	2.08	2.62	3.30
供给-需求(万吨)	-0.05	-0.08	0.75	0.56

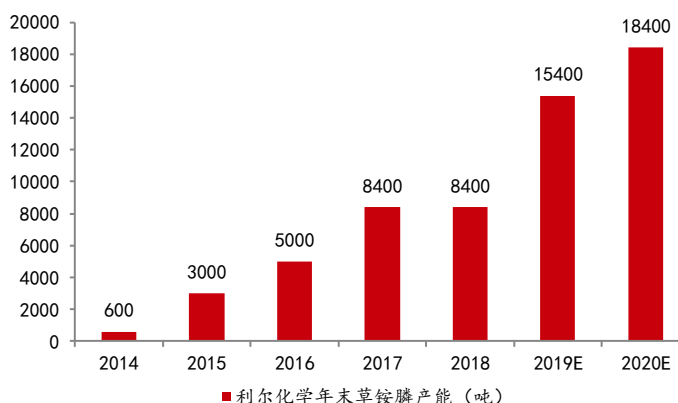
资料来源:川财证券研究所

三、公司优势：扩产稳步推进，产业链布局清晰

3.1 草铵膦扩产有序推进，规模、技术奠定全球领跑者地位

草铵膦产能实现三级跳，一举奠定全球最大生产商。2014 年以来，为了迎合市场需求，公司的草铵膦产能快速提升，绵阳基地年产能从 2014 年的 600 吨大幅提升至 2016 年的 5000 吨。2017 年底，绵阳基地通过技改，公司草铵膦产能再度提升至 700 吨/月（年化产能 8400 吨）。此外，广安基地的 1 万吨草铵膦在建产能将于明后年陆续投产，其中 7000 吨产能有望在 2019 年上半年达产，剩下的 3000 吨产能预计在 2020 年上半年实现投产。待广安基地的新建产能落地后，公司合计草铵膦年产能将达到 1.84 万吨，超越拜耳的 1.2 万吨产能，跃居全球第一，奠定草铵膦生产规模全球领跑者地位。

图 26： 利尔化学草铵膦产能快速提升



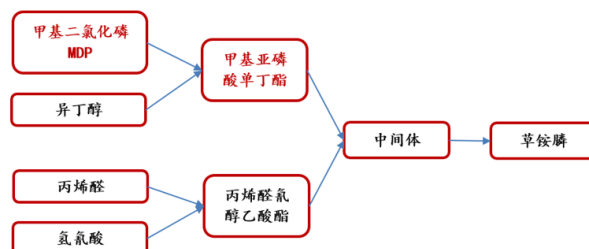
资料来源：公司公告，川财证券研究所

技术水平领跑全国，成本优势铸就公司护城河。草铵膦生产技术壁垒较高，其生产工艺主要有两种，分别为拜耳法和格式-Strecker 法。拜耳法是全球最先进的草铵膦工业化生产工艺，可在整个生产过程实现连续化自动化生产，三废较少。然而 MDP 合成以及 Michael 自由基加成反应是拜耳法的两大难点，国内企业难以仿制，因此通过格式-Strecker 法规避，但该方法与拜耳法相比劣势明显，存在污染严重、能耗较高、收率偏低等问题，且大规模生产可能面临专利侵权风险。公司凭借技术优势，掌握了草铵膦合成关键技术，攻克了草铵膦生产过程中格式反应控制及放大等重大工程化技术难题，公司草铵膦生产成

本有望降至 6-7 万元/吨，大幅低于国内其他竞争对手 9-10 万元/吨的成本，成本优势显著。明后年草铵膦新增产能将迎来密集投放，草铵膦价格承压，市场力量主导之下，公司作为具备成本优势的行业头部玩家，有望受益行业洗牌，进一步巩固行业主导权。

图 27：草铵膦主流生产工艺

拜耳工艺：



格式-Strecker 工艺：



资料来源：世界农化网，川财证券研究所

3.2 两款高性价比产品投产在即，拓宽公司收入渠道

广安基地除 1 万吨草铵膦项目在建之外，还有 1000 吨丙炔氟草胺（18 年 10 月投产）和 2000 吨氟环唑（其中 1000 吨将于 19 年上半年投产）等高性价比农药将于近期陆续投产，拓宽公司收入渠道。

图 28：广安利尔年产 36000 吨农药及其他精细化学品项目建设规划

产品名称		分期建设情况及产量 (t/a)				副产品产生情况	
		一期	二期	三期	终期		
农药原药	草铵膦	2000	5000	3000	10000	氯化铵7400、氯化钠6700、磷酸钙2000	
	敌草快	-	-	5000	5000	-	
	氯氟吡氧乙酸酯	-	3000	-	3000	含氟氯化钾2300	
	三氯吡氧乙酸酯	3000	-	-	3000	-	
	氟环唑	1000	1000	-	2000	聚合氯化铝6300、氯化镁1500、醋酸2600、邻氯甲苯300、富马酸3000	
	丙炔氟草胺	-	1000	-	1000	石膏（硫酸钙）1800	
	炔草酯	-	1000	-	1000	含氟氯化钾500	
化学药品	解毒唑	-	1000	-	1000	氯化钾245	
	氯代吡啶中间体	2-氯吡啶	-	-	4000	4000	氯化钠7300
		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	-

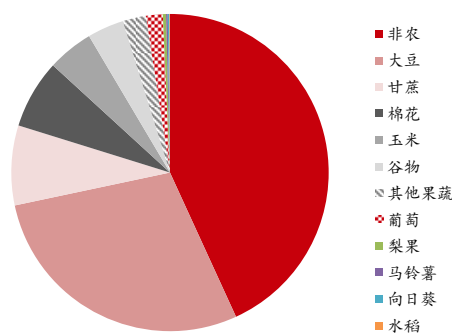
资料来源：公司环评报告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.2.1 丙炔氟草胺：需求快速增长，广安产能填补市场空缺

下游应用广泛，市场需求快速增长。丙炔氟草胺是其他 PPO 抑制剂类除草剂中的第一大产品，属触杀型选择性除草剂，对草甘膦抗性杂草水苕麻有突出效果，主要用于大豆（28.5%）、甘蔗（8%）、棉花（7%）、玉米（5%）、谷物（4%）、非农（43%）等领域。《现代农药》统计数据显示，2016 年，丙炔氟草胺全球销售额达 3.5 亿美元，2011-2016 年 CAGR 高达 19.3%，巴西、美国、中国分列前三大消费国。得益于对草甘膦抗性杂草的优异防效，丙炔氟草胺已成为 Roundup Ready Plus 项目中的一部分，孟山都与日本住友合作推广草甘膦和丙炔氟草胺的复配制剂，有望带动丙炔氟草胺销售量进一步增长。

图 29： 2016 年丙炔氟草胺下游应用领域分布



资料来源：《现代农药》，川财证券研究所

图 30： 2016 年丙炔氟草胺的市场分布

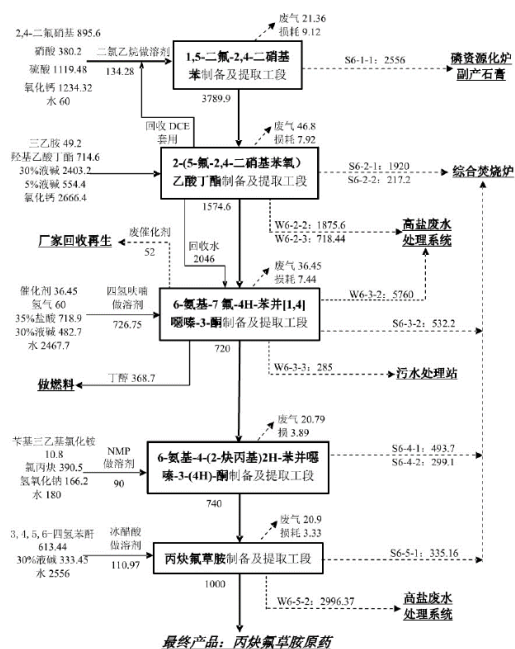
国家	谷物	玉米	水稻	大豆	向日葵	棉花	甘蔗	马铃薯	葡萄	梨果	其他果蔬	其他/非作物	总计
巴西	0.74	8.34		53.08		6.7	24.1				1.24	2.02	96.21
美国		7.32	0.23	41.25		17.45		0.46	2.23	0.83	5.75	11.41	86.92
中国	9.73			1.07									10.8
法国									3.49				3.49
加拿大				3.32				0.04					3.36
泰国							1.71				1.05	0.04	2.8
墨西哥							1.33						1.33
其他拉美国家		0.04				0.37	0.42			0.27	0.12	0.09	1.31
智利	1.07							0.06					1.12
日本				0.85								0.24	1.1
澳大利亚							0.91						0.91
德国	0.87												0.87
捷克	0.59												0.59
乌克兰				0.15								0.31	0.45
阿根廷		0.37										0.02	0.4
俄罗斯					0.34								0.34
匈牙利		0.02			0.15						0.13		0.3
罗马尼亚		0.05		0.03	0.07			0.03			0.04		0.23
西班牙									0.22				0.22
南非												0.16	0.16
保加利亚		0.15											0.15
斯洛伐克		0.08											0.08
韩国										0.04	0.02		0.06
总计	12.99	16.37	0.23	99.76	0.56	24.51	28.46	0.59	5.94	1.15	8.35	151.09	350

资料来源：《现代农药》，川财证券研究所；单位：百万美元

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

技术壁垒较高，利尔打破行业一家独大格局。受制于技术限制，目前全球丙炔氟草胺主要由日本住友化学生产供应，国内鲜有企业可规模化生产。公司已掌握了丙炔氟草胺的生产技术，并已完成小试及中试开发，解决了工程化技术难题。今年 10 月，广安基地年产 1000 吨丙炔氟草胺原药生产线及配套设施建设项目已成功投产，实现了技术自主研发、原料易得、环保规模化生产。

图 31: 广安利尔 1000 吨丙炔氟草胺原药生产终期物料平衡示意图 (t/a)

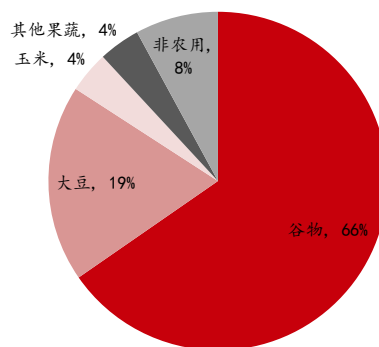


资料来源：公司环评报告，川财证券研究所

3.2.2 氟环唑：谷物杀菌剂领跑者，公司多年技术积淀迎来收获期

氟环唑是谷物杀菌剂领跑者，市场快速扩张。氟环唑由巴斯夫于 1985 年研发成功，是一种广谱、持效性强的三唑类杀菌剂，具备内吸性强、持续性强、兼顾防治和保护功能、广谱性等特点，广泛应用于小麦、大麦、水稻、甜菜等作物田地。受益于混配应用的快速推广和自身专利的到期，氟环唑迎来了市场爆发期，2017 年氟环唑全球销售额已增至 5 亿美元。

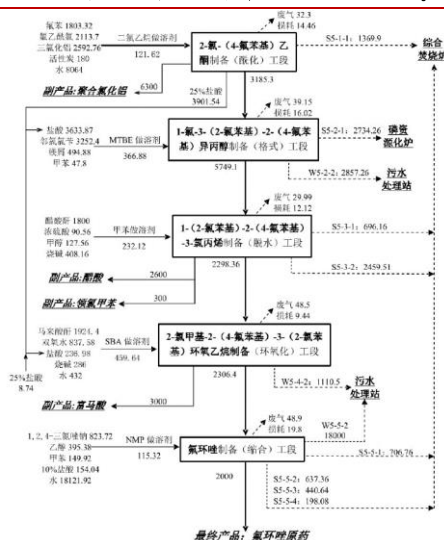
图 32： 氟环唑下游应用领域



资料来源：中农立华，川财证券研究所

深耕多年技术领先，新增产能弥补供需缺口。公司已从事氟环唑原药生产多年，基本掌握了氟环唑规模化生产技术，并已拥有 150 吨/年氟环唑原药生产线，广安“年产 1,000 吨氟环唑原药生产线及配套设施建设项目”将利用现有工艺技术进一步扩大生产规模，多年技术积淀开花结果。今年受环保影响，国内氟环唑原药厂家开工率低，主要生产商江苏辉丰停产（涉及产能 1200 吨），三季度市场流通货源已上涨至 70 万元/吨，同比上涨 66%，成交以出口订单为主，主要流向美洲和欧洲。公司新增产能有望填补辉丰停产带来的供需缺口。鉴于辉丰停产前氟环唑价格已经上涨至 60 万元/吨，我们认为，明年广安基地的 1000 吨氟环唑达产对市场的冲击较为有限，氟环唑价格仍能维持在 50 万元/吨以上。

图 33： 2000 吨氟环唑原药生产终期物料平衡示意图 (t/a)



资料来源：公司环评报告，川财证券研究所

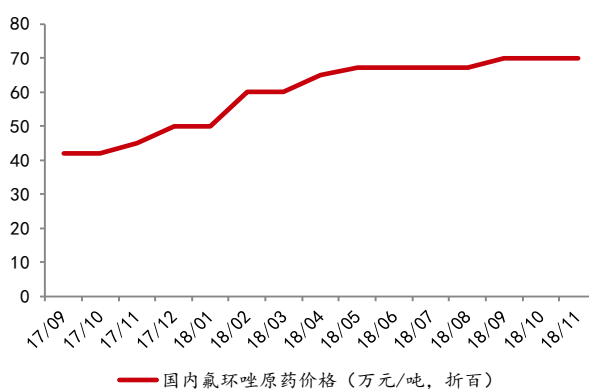
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 34： 国内氟环唑产能分布情况

公司	产能 (吨)	备注
辉丰股份	1200	因环保原因停产
江苏七洲绿色	300	
利尔化学	150	在建产能1000吨将于19年上半年投产，另拟建1000吨产能
沈阳科创	100	
江苏剑牌农化	100	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 35： 国内氟环唑原药价格（折百）



资料来源：中农立华，川财证券研究所

四、估值与投资建议

在预测利润过程中，我们将公司的业务分拆为：1) 农药原药、2) 农药制剂及其他、3) 贸易及其他业务。

基本假设：假设草铵膦 2018-2020 年销量分别为 8000 吨、12000 吨、15000 吨，平均不含税价格分别为 16 万元/吨、13 万元/吨、12.5 万元/吨；丙炔氟草胺 2018-2020 年销量分别为 100 吨、800 吨、1000 吨，平均不含税价格分别为 55 万元/吨、45 万元/吨、45 万元/吨；氟环唑 2019-2020 年销量分别为 500 吨、1000 吨，平均不含税价格分别为 45 万元/吨、45 万元/吨；农药制剂及其他业务 2018-2020 年的收入增速分别为 15%、15%、15%，毛利率分别为 20%、20%、20%。

图 36： 利尔化学收入拆分明细

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
农药原药						
收入	8.84	13.78	21.13	27.78	35.88	42.18
成本	6.33	9.78	13.88	17.26	22.72	25.98
毛利	2.51	4.00	7.25	10.52	13.16	16.20
毛利率(%)	28.39	29.02	34.31	37.86	36.67	38.40
农药制剂及其他						
收入	4.77	5.16	7.72	8.88	10.21	11.74
成本	3.93	4.44	6.17	7.10	8.17	9.40
毛利	0.84	0.72	1.56	1.78	2.04	2.35
毛利率(%)	17.60	13.98	20.14	20.00	20.00	20.00
贸易及其他业务						
收入	1.28	0.89	1.98	1.98	1.98	1.98
成本	1.04	0.80	1.93	1.93	1.93	1.93
毛利	0.24	0.08	0.06	0.06	0.06	0.06
毛利率(%)	18.96	9.31	2.94	2.94	2.94	2.94
合计						
收入	14.89	19.82	30.84	38.64	48.08	55.91
成本	11.30	15.02	21.97	26.29	32.82	37.30
毛利	3.59	4.80	8.86	12.35	15.26	18.61
毛利率(%)	24.13	24.22	28.74	31.97	31.74	33.28

资料来源：wind，川财证券研究所；单位：亿元

首次覆盖给予“增持”评级。基于以上假设，我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 38.64、48.08、55.91 亿元，归属母公司净利润分别为 5.95、7.58、9.78 亿元，对应 EPS 分别为 1.13、1.44、1.87 元，PE 分别为 12.6、9.9、7.6 倍。考虑到公司是草铵膦和氯代吡啶类农药行业的领导者，未来广安基地新建产能陆续投产，业绩将进入快速兑现期，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 37： 农药行业公司可比估值

日期	2018/11/26	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	18E	19E	20E	18E	19E	20E
002258.SZ	利尔化学	14.25	77.3	1.13	1.44	1.87	12.6	9.9	7.6
000553.SZ	沙隆达A	10.11	240.3	1.26	0.88	1.03	8.0	11.5	9.8
600486.SH	扬农化工	38.18	118.3	3.37	3.91	4.46	11.3	9.8	8.6
002215.SZ	诺普信	6.98	63.8	0.41	0.52	0.64	16.9	13.3	10.9
600389.SH	江山股份	18.43	54.7	1.35	1.48	1.57	13.6	12.5	11.8
平均值							12.5	11.8	10.3

资料来源：wind，川财证券研究所，股价为 2018/11/26 收盘价，利尔化学数据来自川财预测，其余可比公司数据来自 wind 一致预期

风险提示

草铵膦价格大幅下跌

2019 年草铵膦新增产能将密集投放，或导致行业短期供大于求，草铵膦价格大幅下跌，对公司业绩产生负面影响

中美贸易摩擦加剧

中美贸易战或加剧，草铵膦等其他农药产品面临被列入加税清单的风险

新建项目进展不及预期

新建项目建设进度若不及预期，或拖累公司的回款能力，增加现金流压力

盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	182	2544	3791	5214	营业收入	3084	3864	4808	5591	营业成本	2197	2629	3282	3730	营业收入	3084	3864	4808	5591
现金	393	768	1590	2703	营业税金及附加	10	8	12	14	营业费用	89	132	165	189	营业税金及附加	10	8	12	14
应收账款	650	750	947	1113	管理费用	251	315	393	455	财务费用	32	33	9	-23	营业费用	89	132	165	189
其他应收款	5	7	8	9	资产减值损失	6	7	6	6	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	管理费用	251	315	393	455
预付账款	40	46	57	65	投资净收益	5	1	1	2	营业利润	525	740	943	1221	财务费用	32	33	9	-23
存货	566	792	976	1089	营业外收入	1	15	14	14	营业外支出	15	13	13	13	资产减值损失	6	7	6	6
其他流动资产	174	181	214	236	利润总额	511	742	945	1222	所得税	73	106	134	172	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
非流动资产	268	2508	2344	2172	净利润	439	636	811	1050	少数股东损益	37	41	53	71	投资净收益	5	1	1	2
长期投资	20	17	17	17	归属母公司净利润	402	595	758	978	EBITDA	743	962	1156	1410	营业外收入	1	15	14	14
固定资产	179	1832	1738	1583	EPS (元)	0.77	1.13	1.44	1.87	主要财务比率					营业外支出	15	13	13	13
无形资产	248	278	310	344	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	成长能力					利润总额	511	742	945	1222
其他非流动资产	621	380	279	228	营业收入	55.6%	25.3%	24.4%	16.3%	营业收入	55.6%	25.3%	24.4%	16.3%	净利润	439	636	811	1050
资产总计	451	5052	6135	7386	营业利润	114.9%	41.1%	27.3%	29.5%	营业利润	114.9%	41.1%	27.3%	29.5%	归属母公司净利润	402	595	758	978
流动负债	129	1114	1342	1503	归母公司净利润	92.9%	48.0%	27.3%	29.1%	获利能力					EBITDA	743	962	1156	1410
短期借款	406	252	264	270	毛利率(%)	28.7%	32.0%	31.7%	33.3%	毛利率(%)	28.7%	32.0%	31.7%	33.3%	EPS (元)	0.77	1.13	1.44	1.87
应付账款	437	439	560	647	净利率(%)	4.6%	13.0%	15.4%	15.8%	净利率(%)	4.6%	13.0%	15.4%	15.8%	主要财务比率				
其他流动负债	452	422	518	586	ROE(%)	16.9%	20.0%	20.5%	21.2%	ROE(%)	16.9%	20.0%	20.5%	21.2%	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
非流动负债	433	515	603	691	ROIC(%)	15.2%	19.8%	24.1%	30.4%	ROIC(%)	15.2%	19.8%	24.1%	30.4%	成长能力				
长期借款	366	449	536	625	偿债能力					资产负比率(%)	38.3%	32.2%	31.7%	29.7%	营业收入	55.6%	25.3%	24.4%	16.3%
其他非流动负债	67	66	67	66	净负比率(%)	44.9%	43.3%	41.3%	41.0%	净负比率(%)	44.9%	43.3%	41.3%	41.0%	营业利润	114.9%	41.1%	27.3%	29.5%
负债合计	172	1629	1944	2194	流动比率	1.41	2.28	2.83	3.47	流动比率	1.41	2.28	2.83	3.47	归母公司净利润	92.9%	48.0%	27.3%	29.1%
少数股东权益	408	449	502	573	速动比率	0.97	1.57	2.09	2.74	速动比率	0.97	1.57	2.09	2.74	获利能力				
股本	524	524	524	524	营运能力					总资产周转率	0.81	0.81	0.86	0.83	毛利率(%)	28.7%	32.0%	31.7%	33.3%
资本公积	810	810	810	810	总资产周转率	0.81	0.81	0.86	0.83	应收账款周转率	6	5	6	5	净利率(%)	4.6%	13.0%	15.4%	15.8%
留存收益	103	1640	2355	3286	应付账款周转率	6.41	6.00	6.57	6.18	应付账款周转率	6.41	6.00	6.57	6.18	ROE(%)	16.9%	20.0%	20.5%	21.2%
归母公司股东权益	237	2974	3689	4620	每股指标(元)					每股收益(最新摊薄)	0.77	1.13	1.44	1.87	ROIC(%)	15.2%	19.8%	24.1%	30.4%
负债和股东权益	451	5052	6135	7386	每股经营现金流(最新)	0.69	0.97	1.55	2.06	每股经营现金流(最新)	0.69	0.97	1.55	2.06	偿债能力				
					每股净资产(最新摊薄)	4.54	5.67	7.04	8.81	每股净资产(最新摊薄)	4.54	5.67	7.04	8.81	资产负比率(%)	38.3%	32.2%	31.7%	29.7%
现金流量表					估值比率					P/E	18.59	12.56	9.86	7.64	净负比率(%)	44.9%	43.3%	41.3%	41.0%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	P/B	3.14	2.51	2.03	1.62	P/B	3.14	2.51	2.03	1.62	流动比率	1.41	2.28	2.83	3.47
经营活动现金流	363	510	812	1080	EV/EBITDA	11	9	7	6	EV/EBITDA	11	9	7	6	速动比率	0.97	1.57	2.09	2.74
净利润	439	636	811	1050											营运能力				
折旧摊销	186	189	204	212											总资产周转率	0.81	0.81	0.86	0.83
财务费用	32	33	9	-23											应收账款周转率	6	5	6	5
投资损失	-5	-1	-1	-2											应付账款周转率	6.41	6.00	6.57	6.18
营运资金变动	-297	-355	-216	-160											每股指标(元)				
其他经营现金流	8	7	5	3											每股收益(最新摊薄)	0.77	1.13	1.44	1.87
投资活动现金流	-627	-18	-37	-38											每股经营现金流(最新)	0.69	0.97	1.55	2.06
资本支出	576	0	-0	-0											每股净资产(最新摊薄)	4.54	5.67	7.04	8.81
长期投资	81	-3	0	0											估值比率				
其他投资现金流	29	-21	-37	-38											P/E	18.59	12.56	9.86	7.64
筹资活动现金流	462	-116	47	71											P/B	3.14	2.51	2.03	1.62
短期借款	319	-154	12	6											EV/EBITDA	11	9	7	6
长期借款	217	83	87	89															
普通股增加	0	0	0	0															
资本公积增加	0	0	0	0															
其他筹资现金流	-74	-45	-51	-24															
现金净增加额	194	376	822	1113															

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003