



2018-12-26

公司深度报告

买入/维持

利民股份 (002734)

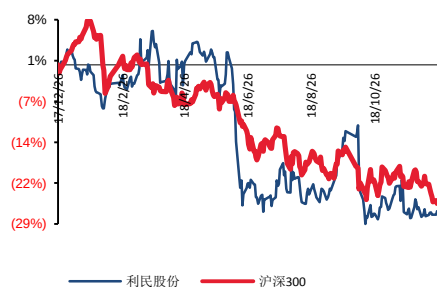
目标价: 16

昨收盘: 10.5

材料 材料 II

杀菌剂行业隐形冠军，内生外延打造农药龙头

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	280/205
总市值/流通(百万元)	2,936/2,150
12 个月最高/最低(元)	26.51/10.16

相关研究报告:

利民股份 (002734)《利民股份 (002734) 2018 年三季报点评: 产品价格高景气推升业绩, Q4 开始进入新产能投放期》--2018/10/29

利民股份 (002734)《利民股份 (002734) 事件点评: 拟现金收购威远生化, 优势互补奠定行业龙头地位》--2018/10/11

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

杀菌剂行业隐形冠军。利民股份主要产品包括代森系、百菌清、硝磺草酮等, 目前代森系杀菌剂产能达 4 万吨, 其中代森锰锌产能 3.5 万吨, 居国内第一、全球第二, 国内产能占比 53%, 全球产能占比 16%。参股公司新河化工具备百菌清产能 3 万吨, 为全球第一, 产能占比 49%。在环保高压及下游农产品价格回暖的大背景下, 农药行业进入高景气期, 公司量价齐升持续受益。公司 2015 年以来盈利保持快速增长, 2018 年前三季度归母净利润为 1.50 亿元, 同比增长 34.89%。

进入新产能集中投放期, 未来业绩增长有保障。公司环保与技术优势明显, 下半年开始发力产能扩张。新河 1 万吨百菌清已于 10 月投产, 受益良好供需格局, 价格已由 2017 年均价 3.8 万元/吨涨至 5.5 万元/吨, 涨幅高达 45%; 新增 1 万吨代森锰锌将于 18 年底建成; 500 吨苯醚甲环唑于 10 月底动工, 预计 2019 年 Q3 投产; 1000 吨吡唑醚菌酯也计划建设。公司未来业绩高增长可期。

现金收购威远生化, 强强联合优势互补。公司已于 10 月 11 日公告拟与欣荣投资以现金 7.5-8 亿元收购威远生化 100% 股权, 威远为国内阿维菌素、草铵膦优势企业, 二者强强联合将带来显著协同效应。预计公司 2019 年 Q1 将完成收购并表, 届时公司在行业中排名将跃居前五。威远 18 年 H1 收入 13.29 亿元, 净利 1.09 亿元, 将大幅提升公司盈利规模。

盈利预测与投资建议。由于公司在收购威远中的出资比例尚未披露, 如不考虑威远并表, 预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.69 元、1.06 元、1.46 元, 当前股价对应 PE 为 15 倍、10 倍、7 倍。如按威远股权并表 50% 测算, 公司 2019 年估值仅有 8 倍。考虑到公司为杀菌剂行业隐形冠军, 内生外延齐发力推动未来快速成长, 给予公司 2019 年 15 倍 PE, 对应目标价 16 元, 尚有 52% 向上空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 收购延迟的风险; 新增产能达产进度不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,423.42	1,531.55	1,841.40	2,435.88
(+/-)	22.66%	7.60%	20.23%	32.28%
归母净利润(百万元)	137.32	192.33	295.45	407.04
(+/-)	21.53%	40.06%	53.61%	37.77%
摊薄每股收益(元)	0.83	0.69	1.06	1.46
市盈率(PE)	12.65	15.26	9.94	7.21

资料来源: Wind, 太平洋证券

目录

一、利民股份：杀菌剂行业隐形冠军，利润持续快速增长	5
1. 杀菌剂龙头企业，优势地位不断巩固	5
2. 2015 年以来公司净利润保持快速增长	6
二、主要产品进入景气周期，内生增长动力强劲	7
1. 代森系杀菌剂：盈利水平稳定，市占率不断提升	9
2. 百菌清：供应紧张局面延续，价格同比大幅上扬	10
3. 硝磺草酮：玉米专用除草剂	12
4. 吡唑醚菌酯：公司已在进行产能规划	14
4. 苯醚甲环唑：预计 19 年三季度投产	15
5. 环保领先企业	17
三、拟现金收购威远生化，强强联合优势互补	18
1. 草铵膦：工艺先进，将积极扩产	18
2. 阿维菌素：供给受限，价格持续上涨	22
四、盈利预测及估值	23
1. 盈利预测	23
2. 估值与评级	24
五、风险提示	25

图表目录

图表 1: 利民股份主要产品产能	5
图表 2: 利民股份股权结构	5
图表 3: 公司营业收入及增速	6
图表 4: 公司归母净利润及增速	6
图表 5: 公司销售毛利率与净利率	6
图表 6: 公司分产品毛利率	6
图表 7: 公司各业务营收占比	7
图表 8: 公司各业务毛利占比	7
图表 9: 分地区营收占比	7
图表 10: 分地区毛利率	7
图表 11: 农药产业链	8
图表 12: 农药行业主要品种	8
图表 13: 杀菌剂主要品种	8
图表 14: 2016 年销售额过 3 亿美元的杀菌剂品种	9
图表 15: 代森锰锌产业链	9
图表 16: 代森锰锌全球格局	10
图表 17: 代森锰锌国内格局	10
图表 18: 代森锰锌价格	10
图表 19: 乙二胺价格	10
图表 20: 百菌清产业链	10
图表 21: 百菌清全球格局	11
图表 22: 百菌清供应紧张, 价格大幅上涨 (元/吨)	11
图表 23: 2016 年全球重要除草剂品种	12
图表 24: 2016 年硝磺草酮消费构成 (按作物)	12
图表 25: 2016 年硝磺草酮消费构成 (按国家)	12
图表 26: 硝磺草酮国内产能情况	13
图表 27: 硝磺草酮价格	13
图表 28: 2016 年吡唑醚菌酯消费构成 (按作物)	14
图表 29: 2016 年吡唑醚菌酯消费构成 (按大洲)	14
图表 30: 2016 年吡唑醚菌酯消费构成 (按国家)	14
图表 31: 吡唑醚菌酯国内产能情况	15
图表 32: 苯醚甲环唑产业链	15
图表 33: 2013 年苯醚甲环唑消费构成 (按作物)	16
图表 34: 2014 年苯醚甲环唑出口情况	16
图表 35: 2013 年苯醚甲环唑消费构成 (按大洲)	16
图表 36: 2013 年苯醚甲环唑消费构成 (按国家)	16
图表 37: 国内苯醚甲环唑主要厂家	17
图表 38: 苯醚甲环唑价格持续上涨 (元/吨)	17
图表 39: 草铵膦主要合成路线	18
图表 40: 草铵膦 2016 年下游应用领域	20
图表 41: 草铵膦 2016 年全球用量分布	20
图表 42: 草铵膦产能产量 (万吨)	20
图表 43: 草铵膦国内格局	20
图表 44: 草铵膦开工率 (%)	21
图表 45: 草铵膦价格趋于稳定 (元/吨)	21
图表 46: 全球草铵膦主要产能及开工情况	21
图表 47: 阿维菌素产业链	22
图表 48: 阿维菌素产能产量 (吨)	22
图表 49: 阿维菌素国内格局	22

图表 50：阿维菌素产品价格中枢不断抬升（元/吨）	23
图表 51：利民股份分产品盈利预测表	24
图表 52：农药行业上市公司估值对比表（截至 2018 年 12 月 25 日）	25

一、利民股份：杀菌剂行业隐形冠军，利润持续快速增长

1. 杀菌剂龙头企业，优势地位不断巩固

利民化工股份有限公司成立于 1996 年，2015 年 1 月于深交所上市。公司一直从事高效、低毒、低残留农用杀菌剂原药及制剂的研发、生产和销售，主要产品包括代森类、百菌清、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺等杀菌剂原药和制剂系列产品，是国内杀菌剂行业的领军企业之一，其中百菌清由公司参股34%的新河化工生产。公司为国内国家定点农药制造骨干企业、中国农业工业50强企业和国家高新技术企业，2017年销售额居国内第30名。

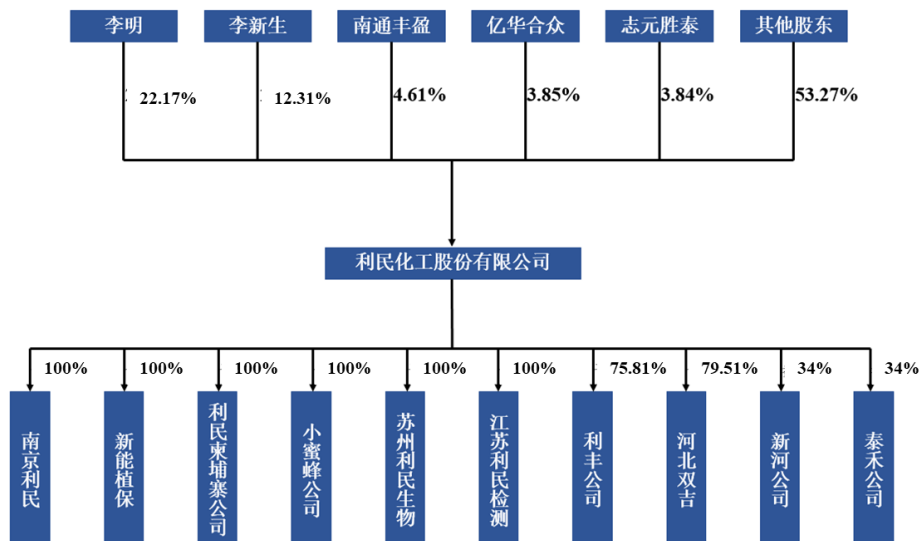
图表1：利民股份主要产品产能

类别	产品	总产能（吨/年）	备注
杀菌剂	代森类产品	40000	本部30000吨 河北双吉10000吨
	百菌清	30000	新河化工30000吨
	霜脲氰	2000	
	三乙膦酸铝	5000	
	嘧霉胺	1000	
杀虫剂	威百亩	25000	
除草剂	硝磺草酮	1000	

资料来源：太平洋研究院整理

利民股份实际控制人为李明、李新生父子，持股比例达34.48%。

图表2：利民股份股权结构

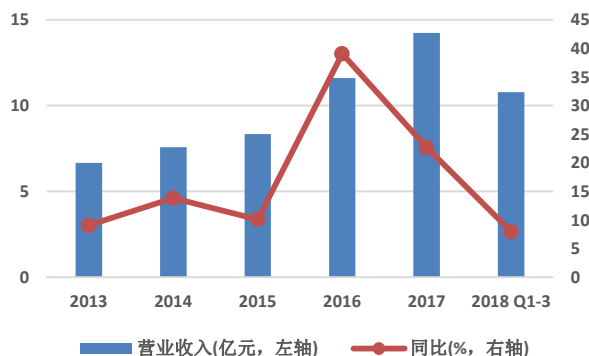


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2017 年公司开始积极外延收购。2017 年 3 月公告以 2.32 亿元现金收购河北双吉 79.51% 的股权。河北双吉是我国代森类产品的主要生产企业之一，产能包括 10000 吨络合态代森锰锌、1000 吨代森铵、1000 吨代森锌、10000 吨石硫合剂和 8000 吨硫磺悬浮剂等，并拟建设年产 10000 吨代森系列产品项目，目前项目已在进行设备安装，将于年底建成并进行试生产。收购双吉有利于公司巩固代森类产品优势地位、丰富登记证资源与渠道、客户资源。河北双吉业绩承诺为 2017-2019 年净利润分别不低于 3700 万、4100 万、4500 万元。2017 年 6 月公司公告以 1.09 亿元现金收购山东达民 70% 股权，目前进展为 11 月 20 日公告解除该股权转让协议，如在 2018 年 12 月 31 日前达民所在园区成功通过山东省化工园区认定，将重启协商并签订相关协议。

2. 2015 年以来公司净利润保持快速增长

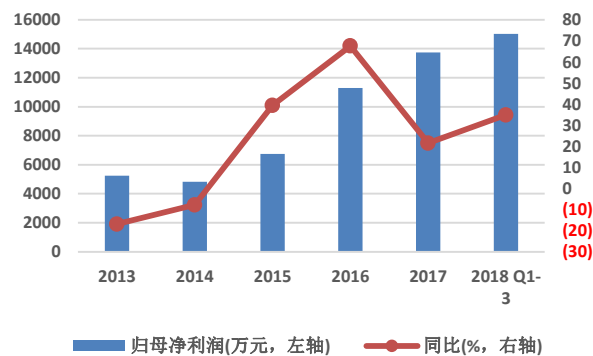
图表 3：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

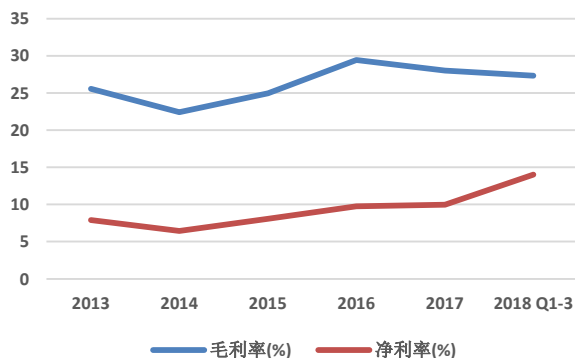
2013 年以来，公司营业收入由 6.66 亿元稳步增长至 2017 年的 14.23 亿元，复合增速 16.41%，归母净利润由 5244.05 万元增长至 2017 年的 13732.36 万元，复合增速 21.23%。

图表 4：公司归母净利润及增速



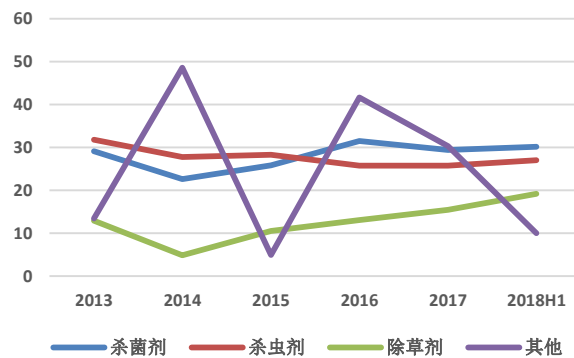
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：公司销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：公司分产品毛利率

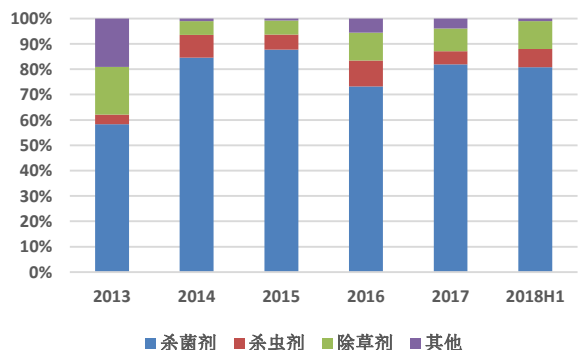


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司主要营收来自杀菌剂，2017 年年报中农用杀菌剂收入占比 81.92%，农用除草

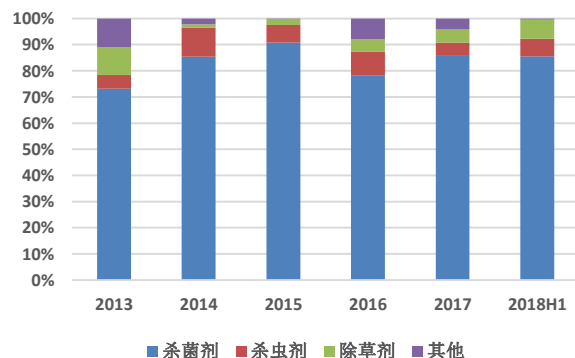
剂与杀虫剂分别占比9%、5.17%。公司销售毛利率自2014年以来稳步提高，目前基本处于25%-30%的水平。分产品来看，杀菌剂与杀虫剂毛利率较高，除草剂毛利率稳步提升。

图表 7：公司各业务营收占比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

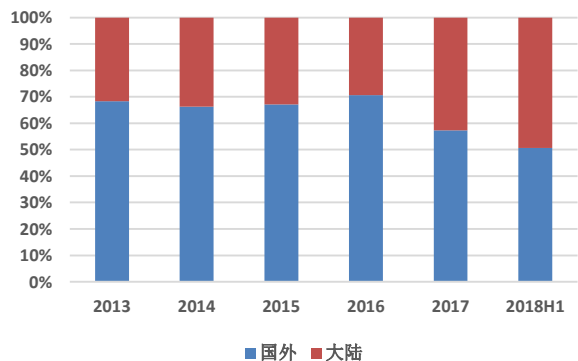
图表 8：公司各业务毛利占比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

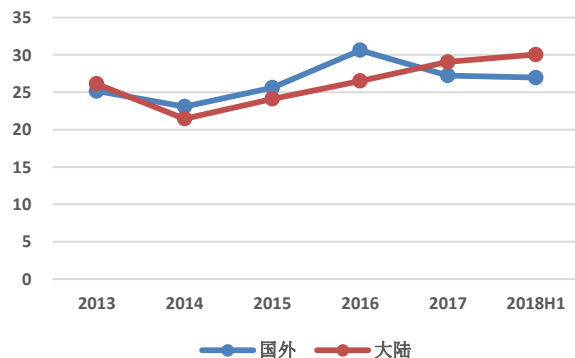
公司大陆营收占比逐步提高，2017年报中占比42.12%，国内外毛利率差别不大。

图表 9：分地区营收占比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：分地区毛利率

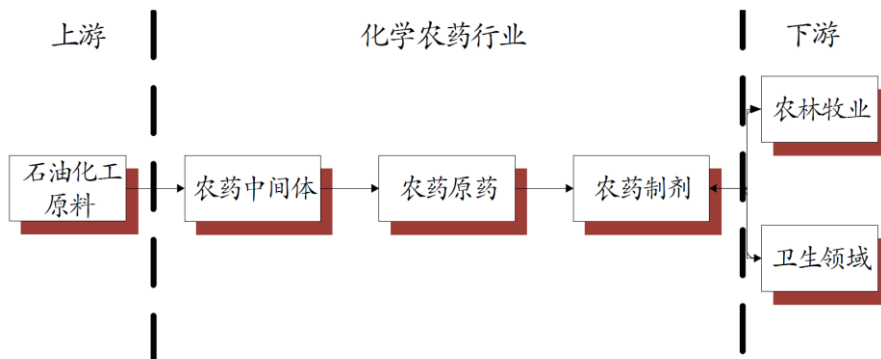


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、主要产品进入景气周期，内生增长动力强劲

化学农药行业属于精细化工产业，上游为石油化工行业，油价波动对于农药行业成本影响较大。下游主要为农林牧业和卫生领域，需求相对刚性，波动较小。化学农药一般分为农药研发、中间体合成、农药原药制药、农药制剂制造、农药销售等环节。

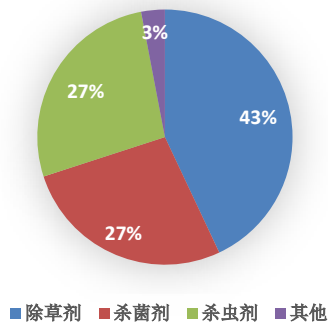
图表11：农药产业链



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

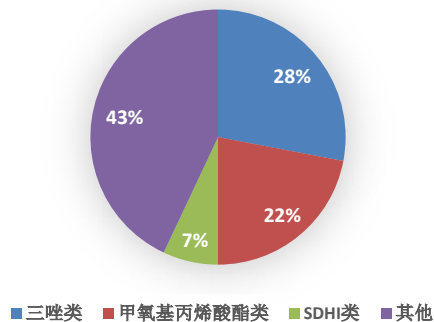
2016年全球农用和非农用的农药市场销售规模为610亿美元，其中除草剂占比43%，杀虫剂、杀菌剂分别占比27%。杀菌剂的发展起源于铜制剂和硫磺，其后开发了有机硫类的杀菌剂（如福美双等），以及保护性杀菌剂代森锰、代森锌、百菌清等。随着科技的不断发展，人们对杀菌剂的选择性、内吸性、广谱性等要求越来越高，从而开发了三唑类、甲氧基丙烯酸酯类和琥珀酸脱氢酶抑制剂类（SDHI）等杀菌剂产品类型。其中三唑类杀菌剂占据 28% 的市场份额，甲氧基丙烯酸酯类占22%，SDHI类占 7%，其他化学类型和作用机理的杀菌剂占43%。

图表 12：农药行业主要品种



资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

图表 13：杀菌剂主要品种



资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

2016年杀菌剂中销售额超过三亿美元的品种主要包括嘧菌酯、丙硫菌唑、代森锰锌、戊唑醇、吡唑醚菌酯、苯醚甲环唑、百菌清等品种。

图表14：2016年销售额过3亿美元的杀菌剂品种

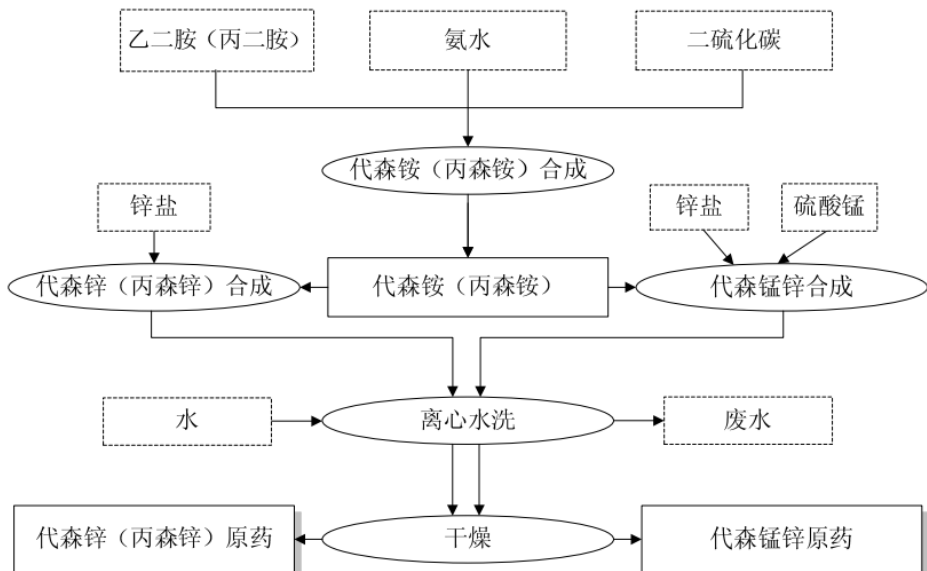
	杀菌剂品种	2016年全球销售额 (亿美元)		杀菌剂品种	2016年全球销售额 (亿美元)
1	嘧菌酯	11.65	8	环丙唑醇	4.91
2	丙硫菌唑	10.73	9	丙环唑	4.69
3	代森锰锌	9.21	10	苯醚甲环唑	4.38
4	戊唑醇	8.32	11	氟环唑	4.25
5	吡唑醚菌酯	7.50	12	百菌清	3.33
6	铜制剂	6.14	13	氟唑菌酰胺	3.32
7	肟菌酯	5.49	14	啉酰菌胺	3.07

资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

1. 代森系杀菌剂：盈利水平稳定，市占率不断提升

代森锰锌是美国罗姆哈斯公司（现归陶氏益农公司）于1961年开发的代森锰与锌的配位络合物（其中含锰20%、含锌2.0%）。代森锰锌是一种优良的保护性杀菌剂品种，主要为植物提供Zn元素，除解决缺锌的症状外，给植物增强抵抗病害的能力，从而相对地起到杀菌作用，因在抑制过程中有多个作用位点，使其在应用中抗性风险很低，病菌极难产生抗药性，可以连续使用，且防治效果明显优于其他同类杀菌剂。

图表15：代森锰锌产业链

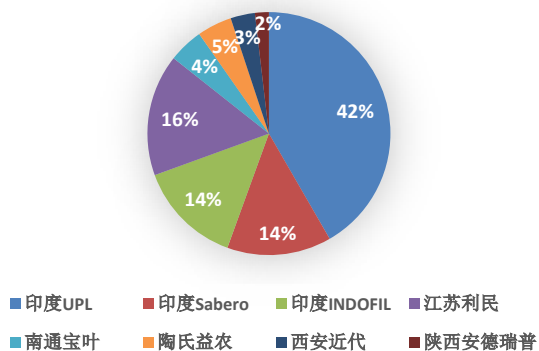


资料来源：公司招股说明书，太平洋研究院整理

代森锰锌2016年全球销售额达9.21亿美元，全球产能约22万吨/年，其中印度占比约70%，三家龙头公司UPL、Sabero、INDOFIL产能分别是9、3、3万吨/年。江苏利民收购河北双吉后代森锰锌产能3.5万吨，稳居国内龙头地位，国内产能占比53%，全球产

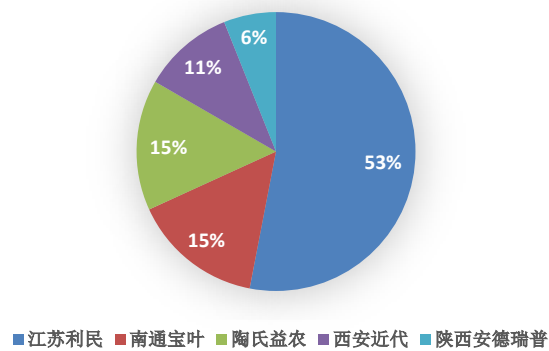
能占比16%。2018年底公司还将新增1万吨代森产能，定位高端市场。公司代森产能在15年搬迁后提高了技术工艺与产品质量，明年将逐渐替代印度，在中高端产品市场的市占率将继续提升。

图表 16：代森锰锌全球格局



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

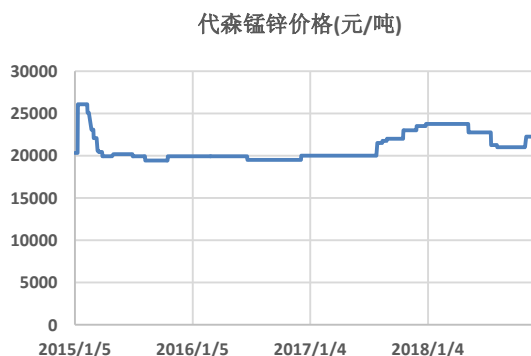
图表 17：代森锰锌国内格局



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

代森锰锌主要原材料为乙二胺、硫酸锰和二硫化碳。其中乙二胺主要供应商为巴斯夫、丸红及阿克苏诺贝尔等国际化大企业，2011年乙二胺由山东联盟化工等公司逐步实现国产化后，价格大幅下降。18年5月开始公司代森锰锌价格由2.4万元/吨持续跌至2.1万元/吨，主要为同期乙二胺价格跌幅近30%所致，其盈利水平保持稳定。

图表 18：代森锰锌价格



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

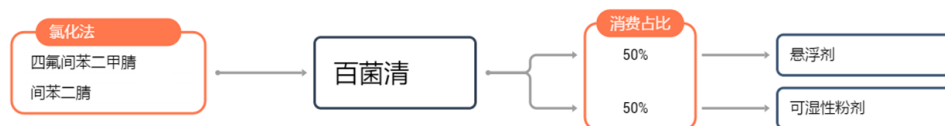
图表 19：乙二胺价格



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2. 百菌清：供应紧张局面延续，价格同比大幅上扬

图表20：百菌清产业链



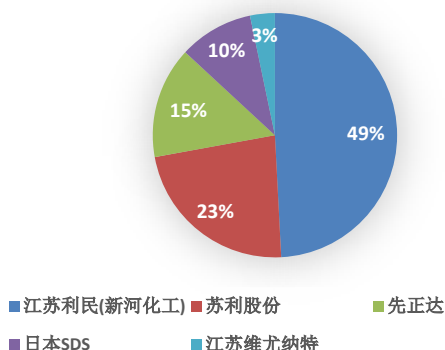
资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

百菌清是一种广谱、保护性杀菌剂。百菌清作用机理是与真菌细胞中的三磷酸甘

油醛脱氢酶发生作用，与该酶中含有半胱氨酸的蛋白质相结合，从而破坏该酶的活性，使真菌细胞的新陈代谢受破坏而失去生命力。百菌清虽没有内吸传导作用，但叶面喷施后，在植物体表有良好的黏着性，不易被雨水冲刷，因此持效期较长。

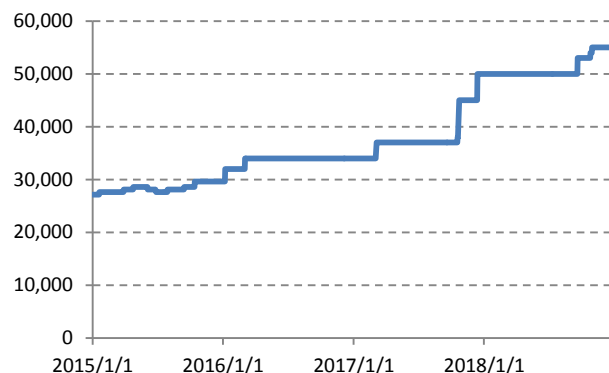
百菌清适用于果树、蔬菜、小麦、大豆、马铃薯、烟草等多种果园及早地作物，防治锈病、炭疽病、白粉病、霜霉病、叶斑病、疫病等许多病害。

图表 21：百菌清全球格局



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

图表 22：百菌清供应紧张，价格大幅上涨（元/吨）



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

2016 年，全球市场对百菌清的需求量为 4.9 万吨，预计 2020 年增至 6.2 万吨，2025 年进一步增至 7.2 万吨。百菌清未来市场增长的主要动力包括：（1）新兴市场上杀菌剂使用频次及使用范围增加；（2）欧洲小麦上作为抗性管理方案与 SDHI 类杀菌剂混用或轮换使用；（3）在欧洲作为有些三唑类和代森锰锌类杀菌剂的替代产品；（4）巴西大豆锈病防治上，内吸性杀菌剂抗性管理的需要。

欧美市场由于用药水平较高，专业的施药人员已清楚地认识到保护性杀菌剂的重要性，因此在这些市场百菌清未来的增长潜力较大。百菌清最大的市场机遇在巴西，这主要由于巴西大豆锈病持续暴发，而三大类主流杀菌剂抗性严重，所以在病害解决方案中，农民会选择使用保护性杀菌剂。

目前全球百菌清产能 6.16 万吨，主要供应厂商包括江苏利民、苏利股份、先正达、日本SDS以及江苏维尤纳特。其中江苏利民（新河化工）产能 3 万吨，全球产能占比 49%。2015年下半年以来，先正达海外装置供应链下降，且被中国化工收购之后百菌清业务被剥离出售给美国Amvac农药公司，日本SDS产能亦逐步关停，海外供给持续受影响，先正达与SDS目前均向新河采购。国内供给在环保高压下，相关企业开工率不足，推动百菌清价格持续上涨并维持在高位，目前产品价格维持在5.5万元/吨，毛利率高达50%以上。

新河公司新增1万吨百菌清生产线已经于2018年10月投产，将产能扩大到3万吨，11月开始已实现满产，将进一步增厚上市公司业绩。

3. 硝磺草酮：玉米专用除草剂

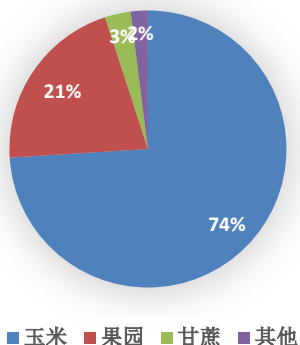
图表23：2016年全球重要除草剂品种

	除草剂品种	2016年全球销售额 (亿美元)		除草剂品种	2016年全球销售额 (亿美元)
1	草甘膦	56.62	9	二甲戊灵	4.34
2	百草枯	11.8	10	乙草胺	4.31
3	2,4-滴	8.31	11	烯草酮	3.31
4	莠去津	6.9	12	五氟磺草胺	3.23
5	精异丙甲草胺	6.26	13	烟嘧磺隆	3.11
6	草铵膦	5.02	14	甲氧咪草烟	3.09
7	硝磺草酮	4.89	15	麦草畏	2.93
8	唑啉草酯	4.69			

资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

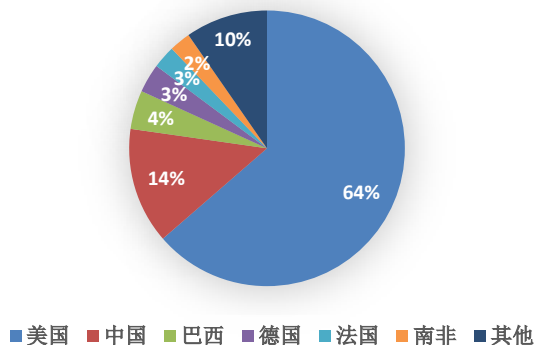
硝磺草酮属 HPPD 类除草剂，主要通过抑制对羟基苯基丙酮酸双氧化酶（HPPD），从而影响类胡萝卜素生物合成。2001 年，硝磺草酮由先正达公司在美国推出上市，主要用于玉米、果园、甘蔗等作物，是替代长期使用和残留期长的莠去津等三嗪类除草剂的重要品种，具有广谱、高效的除草活性，可与乙草胺、烟嘧磺隆等混用，能同时防除阔叶作物中的阔叶杂草和禾本科杂草，芽前、芽后皆可使用，并具有残留量低、环境相容性好、使用安全性高等特点。

图表 24：2016 年硝磺草酮消费构成（按作物）



资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

图表 25：2016 年硝磺草酮消费构成（按国家）



资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

目前，硝磺草酮位居全球 HPPD 抑制剂类除草剂首位，现已在美国、德国等 50 多个国家登记上市。由于其杰出的产品性能，硝磺草酮销售额快速上升，2016 年销售额 4.89 亿美元，折百用量 5500 吨。

图表26：硝磺草酮国内产能情况

生产厂家	现有产能(吨/年)	在建产能(吨/年)
中山	3000	
大弓	2500	
利民	1000	
滨农	600	
广富林	500	
科创	1500	
颖泰	2000	
丰山集团		1500
合计	11000	1500

资料来源：太平洋研究院整理

目前，国内硝磺草酮原药总产能 10000 吨，主要集中在中山、大弓、滨农、利民和颖泰等企业。丰山集团 IPO 计划募资进行 1500 吨硝磺草酮原药生产线技改。

硝磺草酮主要中间体为 2-硝基-4-甲磺基苯甲酸和 1,3-环己二酮。其中2-硝基-4-甲磺基苯甲酸生产过程中产生大量废水，且对设备腐蚀性强，危险性大。1,3-环己二酮上游核心原材料间苯二酚全球仅有上海安诺（浙江龙盛）和住友化学生产。2017 年以来，间苯二酚供不应求，价格持续上涨；苏北爆炸及停产进一步限制了中间体供给，叠加环保压力加大导致硝磺草酮供应紧张，推动硝磺草酮价格持续上涨。目前硝磺草酮价格24万元/吨，自2017年初以来涨幅已近翻倍。

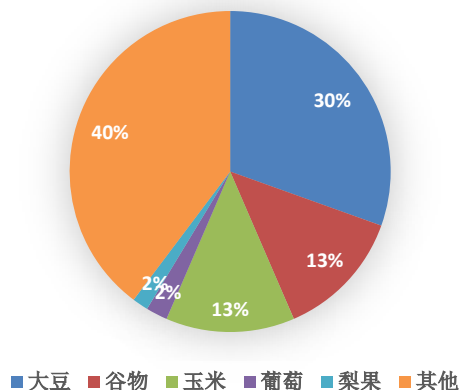
图表27：硝磺草酮价格



资料来源：中农立华，太平洋研究院整理

4. 吡唑醚菌酯：公司已在进行产能规划

图表28：2016年吡唑醚菌酯消费构成（按作物）

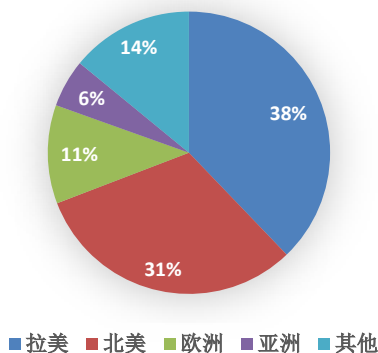


资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

吡唑醚菌酯又名唑菌胺酯，是德国巴斯夫公司于1993年发现的一种兼具吡唑结构的甲氧丙烯酸甲酯类广谱杀菌剂。它能防治由子囊纲、担子菌纲、半知菌纲和卵菌纲等几乎所有类型的真菌病原体引起的植物病害，同时它又是一种激素型杀菌剂，能使作物吸收更多的氮，促进作物的生长。该品种不仅毒性低，对非靶标生物安全，而且对使用者和环境均安全友好。吡唑醚菌酯可加工成液剂、水悬浮剂、可湿性粉剂、粉剂、膏剂等多种剂型，亦可与多种杀菌剂复配混用起到增效和扩大杀菌谱的作用。

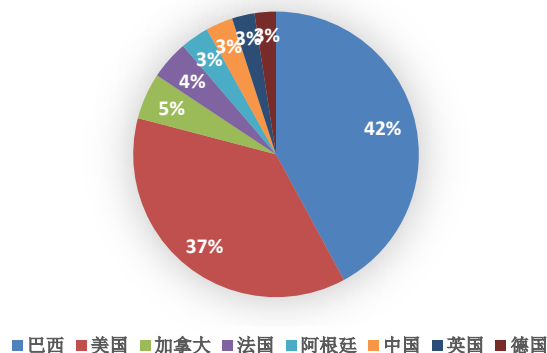
吡唑醚菌酯自2002年推广上市以来深受使用者的喜爱，销售额迅速上升。随着环保观念的加强和可持续发展战略的实施，高效、低毒、高活性、低残留已成为农药发展的必然趋势。2016年吡唑醚菌酯折百用量约5987吨，全球销售额7.50亿美元。

图表29：2016年吡唑醚菌酯消费构成（按大洲）



资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

图表30：2016年吡唑醚菌酯消费构成（按国家）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

吡唑醚菌酯应用作物广泛，主要用于大豆、谷物、玉米、葡萄、梨果、油菜、马铃薯、甜菜、棉花、甘蔗、水稻、向日葵等。大豆是吡唑醚菌酯的第一大用药作物，2016年的销售额为2.33亿美元，占全球市场的30%。吡唑醚菌酯在谷物和玉米上的

销售额分别为 9971 万和 9933 万美元，均享有 13% 的市场份额。

图表31：吡唑啉菌酯国内产能情况

	产能(吨)	状态
河北深泰	2000	已投产
海利尔	1000	已投产
河北禾嘉	1000	已投产
河北成悦	600	已投产
山东康乔	400	已投产
江苏托球	300	已投产
扬农化工	1000	建设中
广信股份	3000	建设中
利民股份	1000	建设中
浙江新农	1000	建设中
江苏永诚	2000	规划中
安徽国星	8000	规划中
安徽国瑞	1000	规划中
山东京博	1000	规划中

资料来源：太平洋研究院整理

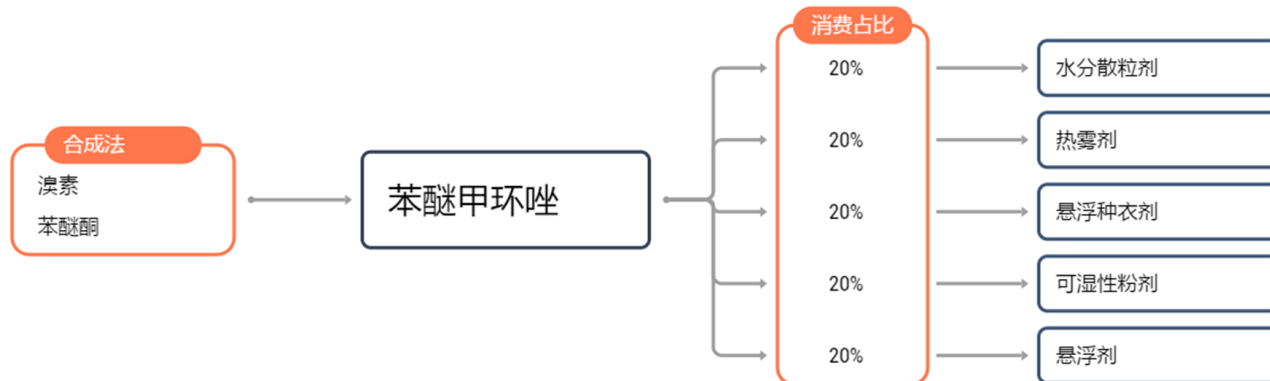
吡唑啉菌酯现已覆盖众多市场，包括巴西、美国、加拿大、法国、阿根廷、中国、英国等国家。其中巴西和美国是吡唑啉菌酯的两个用药大国，2016 年销售额分别为 2.37 亿和 2.08 亿美元，分别占全球市场的 31% 和 27%。中国排在第 6 位，销售额为 1732 万美元，占全球市场2%，市场空间巨大。吡唑啉菌酯主要用于拉丁美洲和北美自由贸易区，2016 年两地区共占全球市场的 69.1%，销售额分别为 2.89 亿和 2.40 亿美元，分别占全球市场的 38% 和 31%。欧洲和亚洲分别占全球市场的11%和6%。

2015 年 6 月，吡唑啉菌酯在中国的化合物专利到期，成为又一个重磅专利过期产品，国内开始了吡唑啉菌酯的登记热潮。2018年7月24日，吡唑啉菌酯的原药登记证达 79 个，其中国内达到77家。目前正常生产的企业主要包括河北成悦、山东康乔、河北深泰、青岛海利尔、江苏永诚、江苏托球、河北三农、浙江禾本、浙江永农等企业，98%吡唑啉菌酯原药价格22万元/吨。

利民股份年产1000 吨吡唑啉菌酯项目预计2019年初开始建设，投产后有望为公司带来新的业绩增量。

4. 苯醚甲环唑：预计 19 年三季度投产

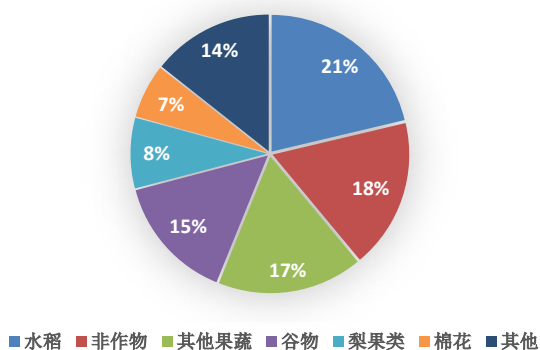
图表32：苯醚甲环唑产业链



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

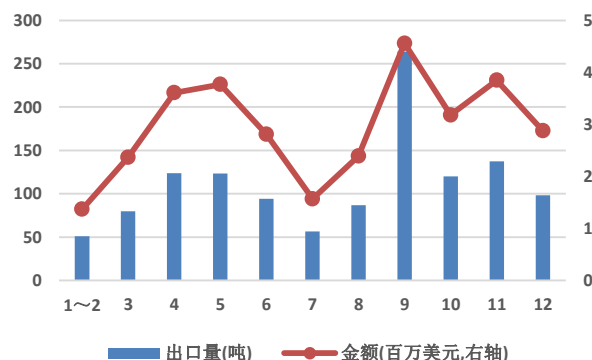
苯醚甲环唑属三唑类杀菌剂，由先正达开发，具有广谱、高效、持效期长以及良好的内吸性。广泛应用于水果蔬菜、谷物和南美棉花作物，有效防治黑星病，黑痘病、白腐病等。2016年，全球苯醚甲环唑的销售额为4.38亿美元。

图表 33：2013 年苯醚甲环唑消费构成（按作物）



资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

图表 34：2014 年苯醚甲环唑出口情况

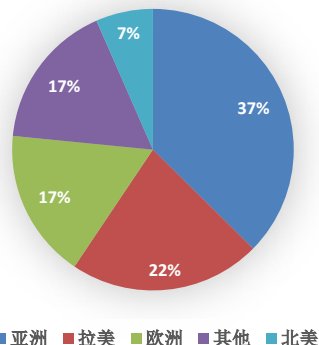


资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

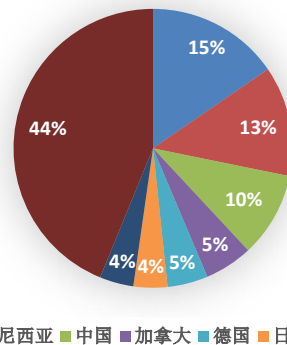
瑞士先正达于1999年在我国第1次登记10%苯醚甲环唑水分散粒剂产品，一直到2003年都是独家登记。2004年，杭州宇龙、江苏耕耘、绩溪农化等国内农药企业陆续开始登记该产品。截止到2015年，国内原药登记厂家有20家左右，国内苯醚甲环唑登记产品有540个，其中单剂278个，复配有262个，主要和丙环唑复配，另外还有与嘧菌酯、福美双、多菌灵、咪鲜胺、甲基硫菌灵等复配。

图表 35：2013 年苯醚甲环唑消费构成（按大洲）

图表 36：2013 年苯醚甲环唑消费构成（按国家）



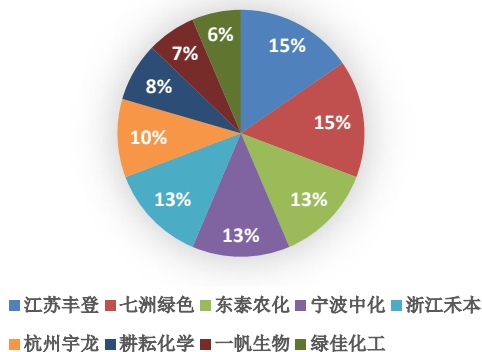
资料来源: CNKI, 太平洋研究院整理



资料来源: CNKI, 太平洋研究院整理

按区域分布, 苯醚甲环唑的市场主要分布在亚洲、拉美及欧洲, 代表国家有巴西、印度尼西亚、中国、加拿大、德国等。从作物分布来看, 水稻、水果蔬菜、非作物/经济作物、谷物占据主要市场。其中水稻销售主要来自亚洲国家, 以单剂为主; 水果蔬菜主要来自亚洲和拉美市场, 以混剂为主; 非作物/经济作物主要用于热带水果, 以及各类经济作物、园艺作物的杀菌使用; 谷物主要来自于欧洲和北美, 以混剂为主。我国2014年苯醚甲环唑累计出口1235吨, 金额3236万美元, 均价2.62万美元/吨, 其中9月为苯醚甲环唑的出口旺季, 1、2、7月为出口淡季, 其他月份相对均衡。

图表 37: 国内苯醚甲环唑主要厂家



资料来源: CNKI, 太平洋研究院整理

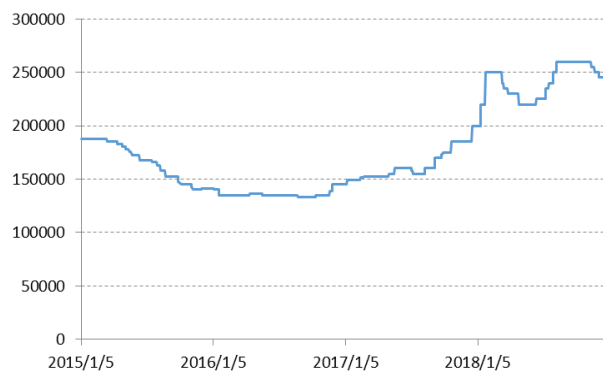
目前国内苯醚甲环唑产能7800吨, 主要生产厂家包括江苏丰登、七洲绿色、东泰农化、宁波中化、浙江禾本等企业。目前苯醚甲环唑价格 25 万元/吨, 主要是由于环保限产导致上游原材料紧张且生产企业装置运行不稳导致。近期货源主要供应出口订单为主, 厂家新接单空间不足。

利民股份年产500吨苯醚甲环唑于2018年10月底动工, 预计19年Q3 投产, 将成为公司新的利润增长点。

5. 环保领先企业

公司通过了ISO14001环境管理体系认证, 是清洁生产合格单位, 清洁生产技术不

图表 38: 苯醚甲环唑价格持续上涨 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 太平洋研究院整理

断取得新的突破。公司的一项自主研发的污水处理技术及应用工艺，获国务院“国家科学技术进步二等奖”，环保方面获得国家发明专利2项，国家实用新型专利6项。代森类及霜脍氰、三乙磷酸铝原药生产中污染物的处理与利用、中水回用水平处于国内领先。公司是环境安全标准化建设达标企业，被中国石油和化学工业联合会、中国化工环保协会评为“十二五”全国石油和化学工业环境保护先进单位，被中国农药工业协会评为“中国农药行业HSE管理体系合规AAA企业”。

近几年来，公司环保投入总额累计达到2亿元，“三废”达标排放。公司还将源头控制污染物产生，持续实施清洁生产和循环经济，优化三废治理技术，提升环保治理的水平。公司建有综合废水处理装置3套，日处理能力为7800吨，废水经处理达到接管标准后，通过“一企一管”，排入光大水务运营（新沂）有限公司经济开发区污水处理厂进一步处理，设施运行良好；公司废气主要处理装置14套，年处理能力为20.8万标立方米，废气经处理后达标排放，并确保废气排放不扰民；公司各车间均按规范设置危废临时贮存点，定期转移至危废仓库，再交有资质单位处置，从产生到处置环节均严格按固废管理标准化要求执行。

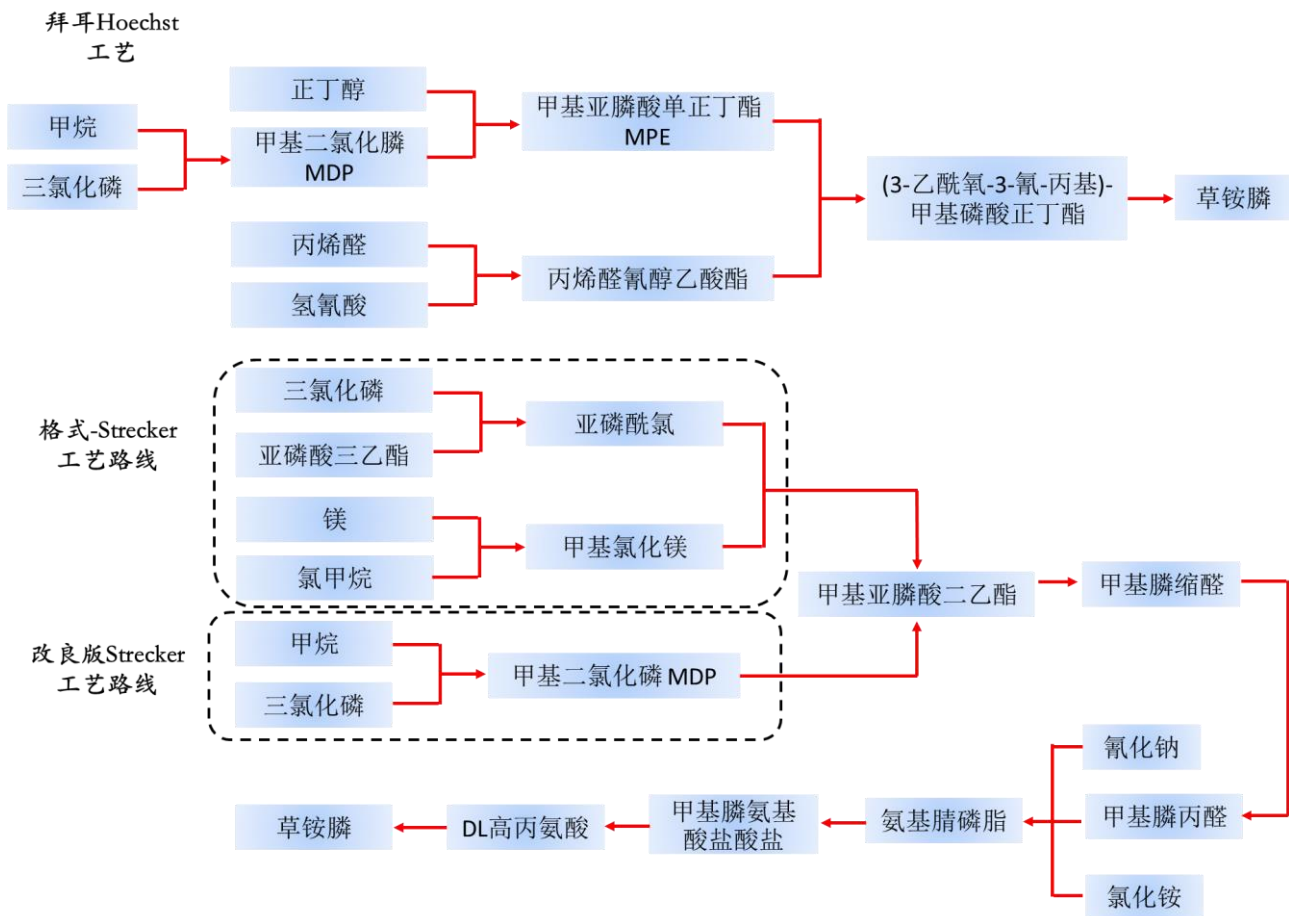
河北双吉建有废水处理装置2套，日处理能力为300吨，公司制定并执行了《废水处理管理制度》等制度，废水通过密闭管路送到中水回用池作为工艺水回用，设施运行良好；公司废气经处理后达标排放，确保废气排放不扰民；公司设置危废临时贮存点，定期转移至危废仓库，再交有资质单位处置，从产生到处置环节均严格按固废管理标准化的要求执行。

三、拟现金收购威远生化，强强联合优势互补

2018年10月10日，公司与欣荣投资、新奥股份签署拟收购威远生化、威远动物药业和内蒙古新威远生化 100%股权的框架协议，签署正式协议时将确定业绩承诺与对赌事宜，交易价格区间为 7.5 亿-8 亿元。标的公司 2017 年、2018 年 H1 收入分别为 16.97 亿元、13.29 亿元，净利润分别为 6600 万元、1.09 亿元。威远在主要产品阿维菌素系列杀虫剂、除草剂草铵膦居行业龙头。

1. 草铵膦：工艺先进，将积极扩产

图表39：草铵膦主要合成路线



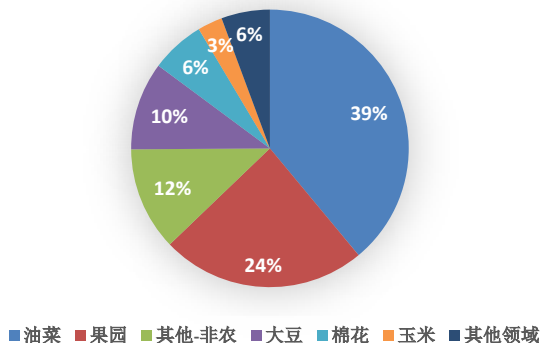
资料来源: CNKI, 太平洋研究院整理

草铵膦属广谱触杀型除草剂，1984年由赫斯特公司开发，1986年上市的灭生性除草剂，现在归属于拜耳作物科学公司。草铵膦内吸作用不强，与草甘膦杀根不同，草铵膦先杀叶，通过植物蒸腾作用可以在植物木质部进行传导，其速效性间于百草枯和草甘膦之间。

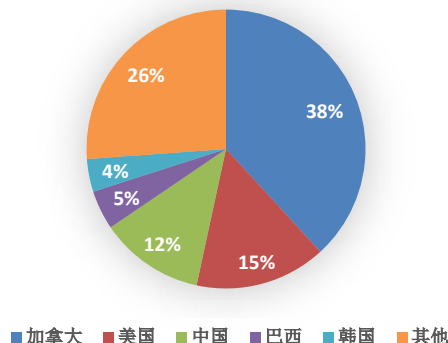
草铵膦目前主要有三种合成路线：（1）德国拜耳Hoechst工艺：甲基二氯化磷与正丁醇气相法反应生成甲基亚磷酸单正丁酯，丙烯醛与氢氰酸生成丙烯醛氰醇乙酸酯，然后自由基加成生成（3-乙酰氧-3-氰-丙基）-甲基磷酸正丁酯，再通过氨化等反应得到草铵膦。该工艺总收率在92%以上，“三废”少，具有很强的成本优势；（2）格式-Strecker工艺：以亚磷酸三乙酯和三氯化磷为起始原料，通过歧化反应和格氏反应生成甲基亚磷酸二乙酯，然后在氰化钠的参与下生成草铵膦。该工艺收率在39-42%，格式反应易燃易爆，生产1吨草铵膦原药会产生约60吨废水。由于德国拜耳Hoechst工艺中甲基二氯化磷(MDP)合成难度较大以及Michael自由基加成难度较大，我国企业基本上以格式-Strecker工艺为主；（3）改良版Strecker工艺：相对于传统的格式-Strecker工艺，直接以甲烷和三氯化磷为原料采用气相法合成甲基二氯化磷(MDP)，并以MDP为

原料合成甲基亚膦酸二乙酯，然后在氯化钠的参与下生成草铵膦。该工艺缩短了工艺路径，有效提高收率，目前主要使用企业包括利尔化学和威远生化。

图表 40：草铵膦 2016 年下游应用领域



图表 41：草铵膦 2016 年全球用量分布

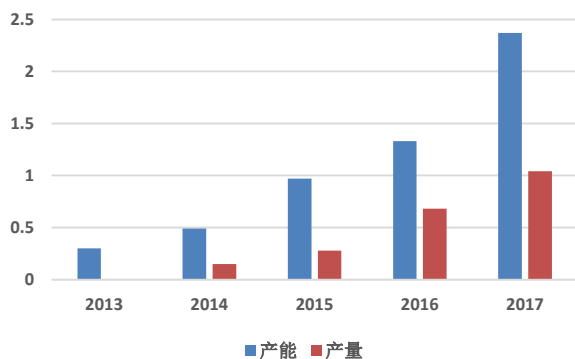


资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

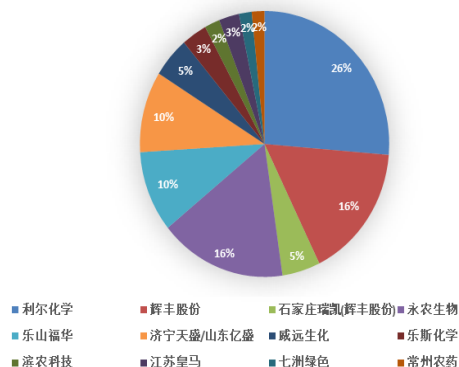
草铵膦目前市场空间来自三方面：（1）受益于拜耳耐草铵膦大豆和油菜的种植，耐草铵膦的大豆和油菜也已经被广泛的被推广种植，其中加拿大地区的油菜田20%以上都属于耐草铵膦转基因油菜，据统计加拿大地区耐草铵膦转基因油菜种植面积在160万公顷。据了解，拜耳现在正在研发耐草铵膦的转基因马铃薯种子；（2）国内市场百草枯水剂禁用，草铵膦将获得良好的机会，市占率将进一步提高；（3）全球销售额最大的灭生性除草剂草甘膦的多年、大面积重复使用，导致抗性杂草加快出现、普遍发生，草铵膦有望实现部分替代或者复配。

图表 42：草铵膦产能产量（万吨）



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

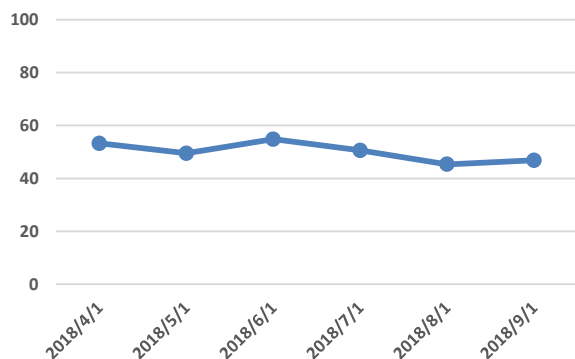
图表 43：草铵膦国内格局



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

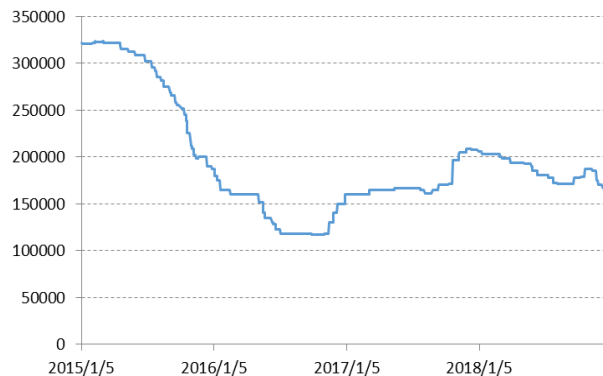
全球范围来看，由于其优秀的除草效果和较高的成本，草铵膦主要应用在油菜、果园等高附加值的经济作用领域，2016年全球草铵膦消费用量12099吨，其中油菜用量4715吨，果园用量2887吨。使用区域来看，加拿大、美国、中国、巴西、韩国占全球74%，占据了绝大部分市场，其中加拿大主要是由于油菜等转基因作物渗透率高，美国和巴西市场受益于各类新型转基因作物的推广、中国市场受益于百草枯禁用带来的替代品市场真空。

图表 44：草铵膦开工率(%)



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

图表 45：草铵膦价格趋于稳定(元/吨)



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

图表46：全球草铵膦主要产能及开工情况

	产能(吨/年)	开工情况	未来新增产能(吨/年)
拜耳	6000	正常	5000
利尔化学	8400	正常	10000
辉丰股份	5000	停产	
石家庄瑞凯 (辉丰股份)	1500	正常	
永农生物	3000	正常	5000
乐山福华			12000
济宁天盛	3000	负荷较低	2000
威远生化	1500	正常	1500
乐斯化学	1000	停产	
滨农科技	600	检修	
江苏皇马	800	停产	
七洲绿色	500	正常	
常州农药	500	停产	
合计	31800		35500

资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

目前国际上草铵膦的主要供货商为拜耳，具备产能6000吨/年，近几年拜耳已在全球范围内投资 5 亿美元用于 Liberty®的供应，预计产能在 2018 年将提高至 11000 吨/年。国内草铵膦产能在过去几年快速增长，目前全球草铵膦名义产能约3万吨，但是考虑到国内环保限产以及工艺复杂难以调适等因素，实际有效产能约2万吨，开工率过去半年始终处于低位。国内龙头企业利尔化学目前草铵膦产能8400吨，仍有10000吨草铵膦产能在建。

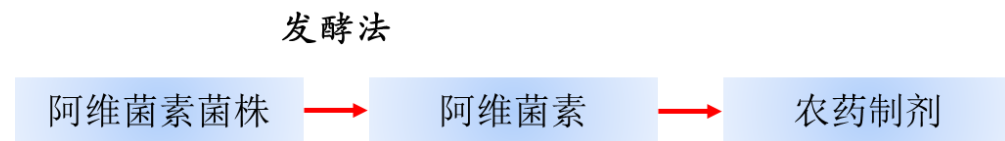
2014年草铵膦价格在32万元/吨以上并且在全球范围内逐步放量，受到盈利性较好的刺激，国内众多企业纷纷上马草铵膦产线，行业供应大幅增加。2016年1月，拜耳率先下调制剂价格，带动原药价格下跌至11万元/吨左右，部分企业达到盈亏平衡线。2017年下半年，在环保限产、百草枯禁用等因素催化下，草铵膦供不应求，叠加库存低位，价格上涨至2018年一季度20万元/吨以上，其后伴随行业转淡、供给增多以及库存累计，草铵膦价格缓慢下跌至17万元/吨，近期在各生产企业轮流检修或者降幅生产以及库存消耗等催化下，产品价格再度上涨。

威远具备草铵膦产能1500吨，采用改良版Strecker工艺，开工正常，预计未来将继续扩产。

2. 阿维菌素：供给受限，价格持续上涨

阿维菌素是一种新型抗生素类杀虫、杀螨、杀线虫剂，它具有十六元环内酯结构，由日本北里大学大村智等和美国默克公司于1976年开发，并于1985年商品化。阿维菌素是几乎能用于所有作物防治几乎所有害虫的一个效果很理想的药剂，发展至今已成为农民普遍接受的主流农药，而且我国已成为全球最大的阿维菌素生产国和出口国。2016年阿维菌素全球销售额达4.8亿美元。

图表47：阿维菌素产业链

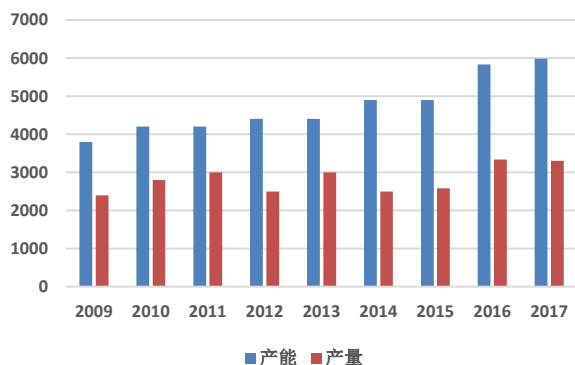


资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

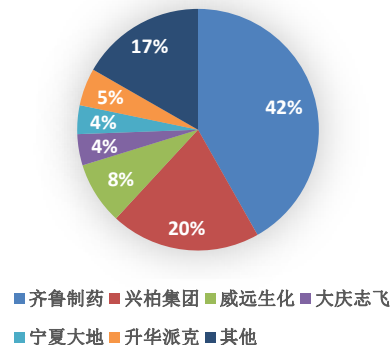
高利润驱动下，国内公司纷纷扩产，2009年底已达20余家，原药生产能力剧增。2010年13家企业产能在4500吨，实际市场需求一直稳定维持在2500~3000吨，产能严重过剩，销售价格迅速下滑。由于齐鲁以及兴柏等厂家的联合控制开工，配合市场调节下，2014年下半年市场逐渐回暖，阿维精粉价格涨至700元/公斤，其下游产品甲维盐价格到达100元/公斤以上。但是价格上调之后，需求并未有见好转，而且由于厂家仍不断扩建，库存增加，企业对于市场的控制能力减弱，致使原药价格再一次进入下行通道。17年以来，在环保限产等大背景下，行业上下游开工率持续低迷，行业供给受限，市场上货源较少，推动阿维菌素产品价格不断上涨。

图表 48：阿维菌素产能产量（吨）

图表 49：阿维菌素国内格局



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

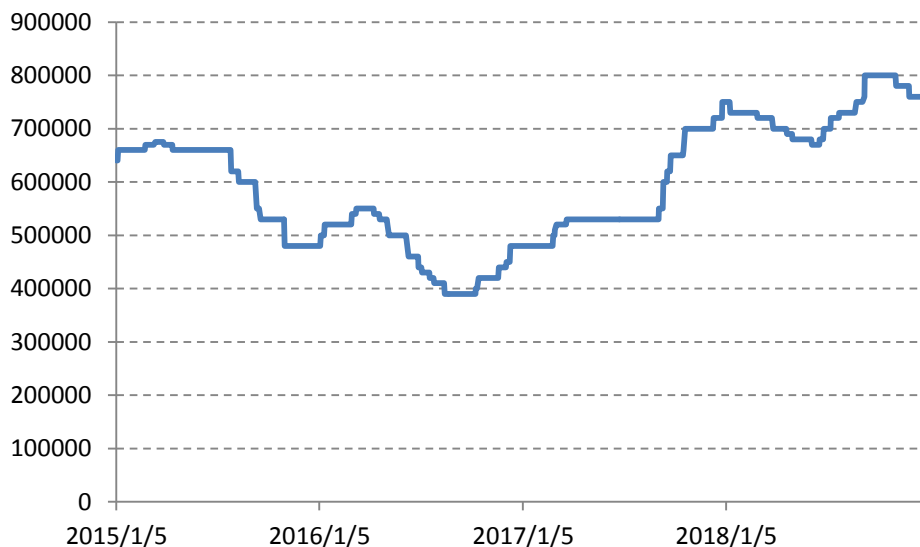


资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

2017年我国国内阿维菌素产能达到5980吨，产量3300吨，出口量超过产量一半。

目前国内主要生产企业有齐鲁制药、河北兴柏、河北威远等厂家，前三家市场占有率达70%，对市场影响较强。

图表50：阿维菌素产品价格中枢不断抬升（元/吨）



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

四、盈利预测及估值

1. 盈利预测

关键假设：

1，2018-2020年代森锰锌销量分别为3.5万吨、4.5万吨、6万吨，销售均价（不含税）维持1.9万元/吨；

2，2018-2020年新河化工百菌清销量分别为2.1万吨、3万吨、3万吨，销售均价（不含税）分别为3.88、4.48、4.48万元/吨；

3，500吨苯醚甲环唑2019年7月投产，2019-2020年销量分别为200吨、500吨；吡

唑醚菌酯2019年底投产，2020年销量为800吨；硝磺草酮2018-2020年销量分别为1000吨、1300吨、2000吨；

4，2018-2020年销售费用率分别为6.0%、5.8%、5.6%，管理费用率分别为12.5%、12.0%、11.0%。

图表51：利民股份分产品盈利预测表

产品	项目	2017A	2018E	2019E	2020E
农用杀菌剂	销售收入（百万元）	1166.13	1158.12	1384.83	1811.90
	yoy (%)	37.27%	-0.69%	19.58%	30.84%
	经营成本（百万元）	822.99	824.77	982.56	1278.37
农用杀虫剂	销售收入（百万元）	73.57	138.00	151.80	172.50
	yoy (%)	-38.15%	87.58%	10.00%	13.64%
	经营成本（百万元）	54.63	136.79	151.65	172.26
农用除草剂及其他	销售收入（百万元）	128.11	196.50	260.00	400.00
	yoy (%)	0.61%	53.38%	32.32%	53.85%
	经营成本（百万元）	108.26	195.45	259.16	397.85
其他业务	销售收入（百万元）	55.61	38.93	44.77	51.48
	yoy (%)	-13.93%	-30.00%	15.00%	15.00%
	经营成本（百万元）	38.74	33.09	38.05	43.76
合计	销售收入（百万元）	1423.42	1531.55	1841.40	2435.88
	yoy (%)	22.66%	7.60%	20.23%	32.28%
	经营成本（百万元）	1024.62	1190.10	1431.42	1892.24

资料来源：WIND，太平洋研究院整理

2. 估值与评级

基于万得一致预期，目前A股农药行业主要上市公司2018年与2019年平均PE分别为12.94倍、10.15倍，公司最新股价对应2018年与2019年PE分别为15.26倍、9.94倍，与行业平均水平基本持平，2019年略低。但考虑到可比公司2018年受益环保红利及产能集中投放，盈利超预期增长，明后年业绩增速将下降；利民股份2018年下半年刚进入产能投放期，未来两年净利复合增速高达45%，主要产品代森系价格2018年并未上涨，百菌清与硝磺草酮高景气延续，我们认为公司业绩持续高增长的确定性更强，加之公司现金收购威远生化预计将于2019年Q1并表，应享有估值溢价。公司PB为1.67倍，ROE为8.75%，均显著低于可比公司平均水平，说明公司ROE尚有极大的向上修复空间；公司资产负债率仅有23.97%，也明显低于可比平均数据34.06%，说明公司未来通过提高负债水平，进行内生及外延的空间很大。

预计2018-2020年归母净利润分别为1.92亿、2.95亿、4.07亿元，EPS分别为0.69元、1.06元、1.46元，目前股价对应PE分别为15.26倍、9.94倍、7.21倍。公司为杀菌剂行业隐形冠军，内生外延齐发力推动未来快速成长；如考虑威远2019年Q1并表，

以威远2018年净利1.4亿元、2019年净利增速20%、并表60%权益测算，2019年可增厚公司净利约1亿元，对应2019年PE仅为7.5倍。给予公司2019年15倍PE，对应目标价16元，尚有52%向上空间，维持“买入”评级。

图表52：农药行业上市公司估值对比表（截至2018年12月25日）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	EPS			PE			PB(LF)	资产负债率 (%)	ROE (%)
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E			
002258	利尔化学	74.67	0.77	1.18	1.55	18.58	12.11	9.19	2.67	42.46	16.17
600486	扬农化工	124.0	1.86	3.36	3.87	21.56	11.90	10.34	2.74	35.13	18.67
603639	海利尔	45.99	1.69	2.55	3.26	16.08	10.64	8.32	2.42	29.21	18.04
300575	中旗股份	31.49	1.60	2.30	3.17	26.84	18.64	13.53	2.81	44.53	12.54
002391	长青股份	38.97	0.63	0.95	1.15	17.10	11.41	9.39	1.22	18.98	8.13
	平均					20.03	12.94	10.15	2.37	34.06	14.71
002734	利民股份	29.77	0.48	0.69	1.06	21.68	15.26	9.94	1.67	23.97	8.75

资料来源：WIND，太平洋研究院整理

五、风险提示

收购延迟的风险；新增产能达产进度不及预期的风险。

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1173	1191	1178	1339	1642	营业收入	1160	1423	1532	1841	2436
货币资金	676	384	383	460	609	营业成本	819	1025	1065	1262	1654
应收账款	118	136	147	177	234	营业税金及附加	4	7	8	10	13
其他应收款	4	5	6	7	9	营业费用	85	85	92	107	136
预付款项	22	33	43	56	73	管理费用	132	168	191	221	268
存货	132	239	204	242	317	财务费用	6	34	10	5	2
其他流动资产	170	387	387	387	387	资产减值损失	5.31	-1.01	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	906	1195	1264	1292	1265	公允价值变动收益	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	85	96	100	100	100	投资净收益	29.11	44.49	69.26	114.24	#####
固定资产	691.06	766.56	779.91	802.07	804.38	营业利润	138	163	229	346	472
无形资产	54	160	144	128	112	营业外收入	5.08	0.62	2.00	3.00	5.00
其他非流动资产	62	60	82	82	82	营业外支出	14.37	3.61	2.00	2.00	2.00
资产总计	2079	2386	2442	2631	2906	利润总额	129	160	229	347	475
流动负债合计	467	621	518	534	575	所得税	15	19	27	42	57
短期借款	230	361	201	162	121	净利润	113	142	201	305	418
应付账款	110	91	117	138	181	少数股东损益	0	4	9	10	11
预收款项	48	71	95	124	162	归属母公司净利润	113	137	192	295	407
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	219	295	347	472	601
非流动负债合计	21	35	13	13	13	EPS（元）	0.83	0.83	0.69	1.06	1.46
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	488	656	531	548	588	成长能力					
少数股东权益	3	58	67	77	88	营业收入增长	39.0%	22.7%	7.6%	20.2%	32.3%
实收资本（或股本）	165	165	280	280	280	营业利润增长	92.3%	18.5%	40.0%	51.3%	36.4%
资本公积	1082	1088	974	974	974	归属干母公司净利润增长	67.5%	21.5%	40.1%	53.6%	37.8%
未分配利润	331	398	417	447	487	获利能力					
归属母公司股东权益	1588	1672	1821	1984	2208	毛利率(%)	29%	28%	30%	31%	32%
负债和所有者权益	2079	2386	2419	2608	2883	净利率(%)	10%	10%	13%	17%	17%
现金流量表						总资产净利润（%）	5%	6%	8%	11%	14%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	7%	8%	11%	15%	18%
经营活动现金流	259	73	323	295	365	偿债能力					
净利润	113	142	201	305	418	资产负债率(%)	23%	27%	22%	21%	20%
折旧摊销	75.10	97.81	108.05	121.53	127.54	流动比率	2.51	1.92	2.27	2.50	2.86
财务费用	6	34	10	5	2	速动比率	2.23	1.53	1.88	2.05	2.30
应付帐款的变化	0	0	26	22	43	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	24	29	38	总资产周转率	0.72	0.64	0.64	0.73	0.89
投资活动现金流	-389	-354	-150	-41	9	应收账款周转率	10	11	11	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.97	14.16	14.77	14.44	15.24
长期投资	85	96	100	100	100	每股指标（元）					
投资收益	29	44	69	114	114	每股收益(最新摊薄)	0.83	0.83	0.69	1.06	1.46
筹资活动现金流	714	2	-212	-177	-226	每股净现金流(最新摊薄)	3.55	-1.70	-0.14	-0.11	0.14
短期借款	230	361	201	162	121	每股净资产(最新摊薄)	9.64	10.15	6.51	7.10	7.90
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	35	0	115	0	0	P/E	12.65	12.65	15.26	9.94	7.21
资本公积增加	749	6	-114	0	0	P/B	1.09	1.03	1.61	1.48	1.33
现金净增加额	585	-280	-39	77	149	EV/EBITDA	5.86	5.78	7.94	5.58	4.07

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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。