

保护性杀菌剂龙头，内生外延步入高速发展通道

——公司首次覆盖报告

首次覆盖报告

程磊(分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080001

李啸(联系人)

lixiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280118070022

金益腾(联系人)

jinyiteng@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010040

● 代森类与百菌清为公司主打产品:

目前公司以保护性杀菌剂业务为主,主要产品为代森类及百菌清。公司现有代森类杀菌剂产能40000吨/年(本部30000吨/年,双吉10000吨/年),其中代森锰锌产能35000吨/年,产能国内第一,全球第二;参股子公司新河化工(持股34%)具有百菌清产能3万吨/年,为全球第一。同时公司还具有5000吨/年三乙膦酸铝、1000吨/年霜脲氰等杀菌剂产品。在除草剂及杀虫剂领域,公司现有1000吨/年硝磺草酮、25000吨/年威百亩产能。

● 内生外延并举,做大做强主营农药业务:

公司在保护性杀菌剂行业深耕多年,近年来持续扩产相关产品,继续做大做强主营业务。2018年底,公司1万吨/年代森锰锌投产,未来还有2万吨/年的扩产计划;子公司新河1万吨/年百菌清也于2018年10月投产。同时,多个新品种也已提上日程,目前500吨/年苯醚甲环唑已开始建设,预计2019年底投产;1000吨/年吡唑醚菌酯已获得环评,2020年有望建成投产。

在自建扩产的同时,公司也积极通过外延并购,拓展产业链,提升行业话语权。2017年公司收购河北双吉,成为国内代森类杀菌剂绝对龙头;2018年,公司拟通过重大资产重组以7.5-8亿现金收购威远生化,威远生化现有200吨/年阿维菌素,1500吨/年草铵膦等,2018年上半年,威远生化实现营收10.52亿,净利润8673万。收购完成后,将进一步丰富公司产品,公司业绩大幅增长。

● 国内保护性杀菌剂龙头企业,首次覆盖给予“强烈推荐”评级:

近几年公司内生外延并举,自身产能步入高速扩张期,外延收购优质资产将进一步增厚公司业绩。暂不考虑收购威远并表的影响,我们预计公司2018-2020年净利润分别为1.91、2.73、3.22亿元,当前股价对应PE为15、10和9倍,首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示: 订单减少,产品价格下降,公司环保能力不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,160	1,423	1,504	1,695	1,886
增长率(%)	39.0	22.7	5.7	12.7	11.3
净利润(百万元)	113	137	191	273	322
增长率(%)	67.5	21.5	39.4	42.7	17.9
毛利率(%)	29.4	28.0	28.3	27.5	28.0
净利率(%)	9.7	9.6	12.7	16.1	17.1
ROE(%)	7.1	8.2	10.7	13.9	14.7
EPS(摊薄/元)	0.40	0.48	0.68	0.96	1.14
P/E(倍)	25.0	20.6	14.8	10.4	8.8
P/B(倍)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3

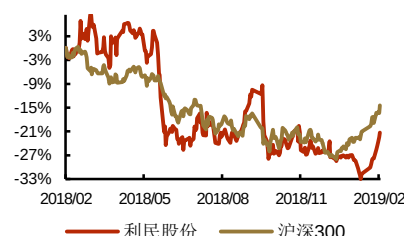
强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.02.22

收盘价(元):	11.09
一年最低/最高(元):	9.44/27.39
总股本(亿股):	2.84
总市值(亿元):	31.44
流通股本(亿股):	2.05
流通市值(亿元):	22.71
近3月换手率:	30.25%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.32	-11.63	-6.94
绝对	7.67	-2.12	-20.08

相关报告

投资要件

关键假设

1. 2018-2020 年，公司代森系列农药销量分别为 3、4、5 万吨，市场价格分别为 2.2、2.1、2.1 万/吨；
2. 新河百菌清 2018-2020 年销量为 1.8、2.5、3 万吨，含税销售价格分别为 3.5、4.5、4.5 万/吨；
3. 三乙膦酸铝、霜脲氰、硝磺草酮、威百亩等保持满产满销

我们区别于市场的观点

1. 行业方面，目前百菌清价格处于高位，市场对未来价格有所担忧，我们认为百菌清由于生产工艺特殊，全球范围内生产厂家仅 5 家，同时需求端由于应用范围的扩展而不断增长，供需格局向好，价格将保持稳定。
2. 代森类是较为成熟的农药产品，市场对公司的高成长存在分歧。我们认为从全球范围来看，代森类产品主要生产企业在印度，合计产能约 15 万吨/年，随着市场开拓，公司代森类产品仍有较大的发展空间。同时公司不断推出的新品种也将助力公司成长。

股价上涨的催化因素

产品价格上涨

重大资产重组超预期

估值与投资建议

近几年公司内生外延并举，自身产能步入高速扩张期，外延收购优质资产将进一步增厚公司业绩。暂不考虑收购威远并表的影响，我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.91、2.73、3.22 亿元，当前股价对应 PE 为 15、10 和 9 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

投资风险

订单减少，产品价格下降，公司环保能力不及预期

目 录

1、国内保护性杀菌剂龙头.....	4
2、农药行业景气，主营产品产能持续扩张.....	5
2.1、代森类：产能扩张，市占率将不断提升.....	5
2.2、百菌清：行业高景气，盈利能力强.....	7
2.3、三乙膦酸铝、硝磺草酮、威百亩：公司盈利稳定.....	7
2.4、吡唑醚菌酯、苯醚甲环唑：新品种将陆续推出.....	8
3、拟现金收购威远生化，拓宽公司发展道路.....	9
4、盈利预测.....	10
5、风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	12

图表目录

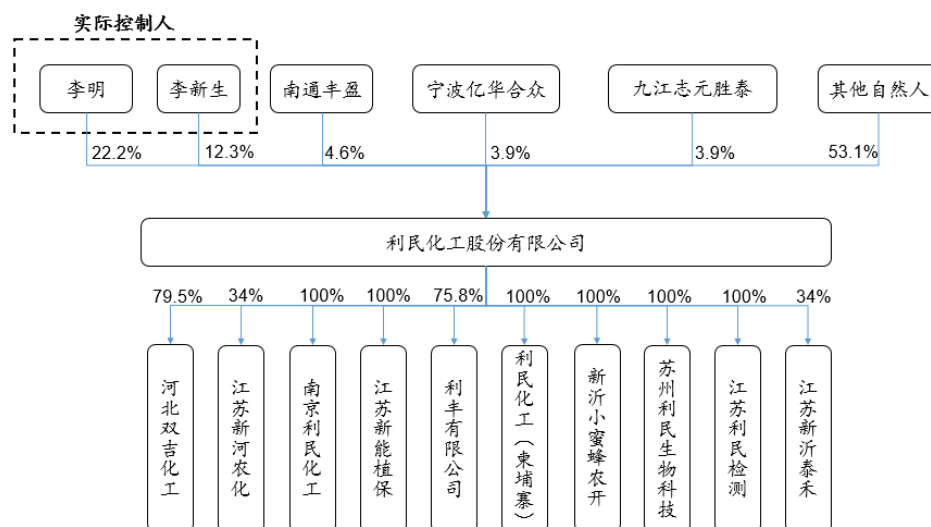
图 1：利民股份股权结构及主要子公司.....	4
图 2：利民股份营收变化.....	5
图 3：利民股份净利润变化.....	5
图 4：2017 年利民股份各业务收入占比.....	5
图 5：图 4：2017 年利民股份各业务毛利占比.....	5
图 6：全球作物农药销售变化.....	6
图 7：中国农药产量.....	6
图 8：代森锰锌价格变化.....	6
图 9：全球百菌清生产厂家.....	7
图 10：百菌清价格变化（万/吨）.....	7
图 11：全球硝磺草酮主要市场.....	8
图 12：硝磺草酮价格变化.....	8
图 13：吡唑醚菌酯价格变动（万/吨）.....	9
图 14：苯醚甲环唑价格变动（万/吨）.....	9
图 15：威远生化营收变动.....	9
图 16：威远生化净利变动.....	9
图 17：草铵膦价格变动（万/吨）.....	10
图 18：阿维菌素价格变动（万/吨）.....	10
表 1：利民股份主要产品及规划产能.....	4
表 2：全球代森锰锌农药产能.....	6
表 3：国内吡唑醚菌酯项目不完全统计.....	8
表 4：新河化工盈利预测（单位：亿）.....	10
表 5：利民股份盈利预测（单位：亿）.....	10

1、国内保护性杀菌剂龙头

利民股份成立于 1996 年，2015 年在深交所上市，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，产品包括杀菌剂、杀虫剂和除草剂三大系列共 12 种原药、66 种制剂以及部分化工中间体，公司控股子公司河北双吉产品共有 5 种原药和 36 种制剂。杀菌剂产品主要包括代森类、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺、威百亩等原药及制剂，杀虫剂产品包括噻虫啉及其他复配制剂，除草剂包括硝磺草酮等原药及制剂。

公司实际控制人为李明、李新生父子，生产基地位于江苏省新沂市经济开发区，主要参控股子公司为河北双吉化工和江苏新河农化。

图1： 利民股份股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

目前公司以保护性杀菌剂业务为主，主要产品为代森类及百菌清。公司现有代森类杀菌剂产能 40000 吨/年（本部 30000 吨/年，双吉 10000 吨/年），其中代森锰锌产能 35000 吨/年，产能国内第一，全球第二；参股子公司新河化工（持股 34%）具有百菌清产能 3 万吨/年，为全球第一。同时公司还具有 5000 吨/年三乙膦酸铝、1000 吨/年霜脲氰等杀菌剂产品。在除草剂及杀虫剂领域，公司现有 1000 吨/年硝磺草酮、25000 吨/年威百亩产能。

表1： 利民股份主要产品及规划产能

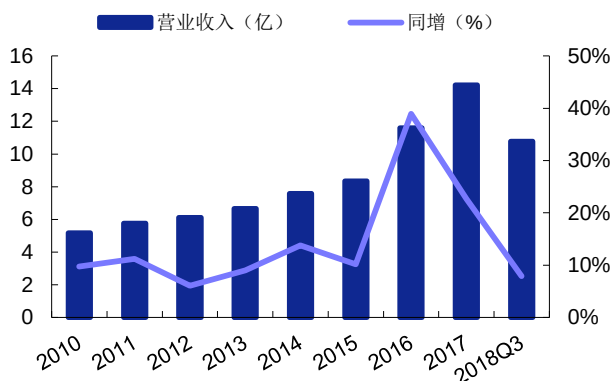
通用名	产品类型	现有产能（吨/年）	计划产能（吨/年）
代森类	杀菌剂	本部 30000+双吉 10000	20000
百菌清	杀菌剂	新河 30000	
霜脲氰	杀菌剂	本部 2000	
三乙膦酸铝	杀菌剂	本部 5000	
威百亩	杀虫剂	本部 25000	
硝磺草酮	除草剂	本部 1000	

吡唑醚菌酯	杀菌剂	0	1000
苯醚甲环唑	杀菌剂	0	500

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

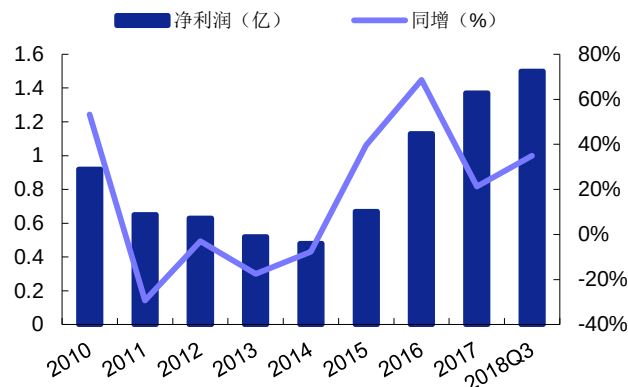
在现有产品的基础上，公司也积极推出新的农药品种，1000 吨/年吡唑醚菌酯已获得环评，2020 年有望贡献业绩，另外 500 吨/年苯醚甲环唑已开始建设，预计 2019 年底投产。

图2： 利民股份营收变化



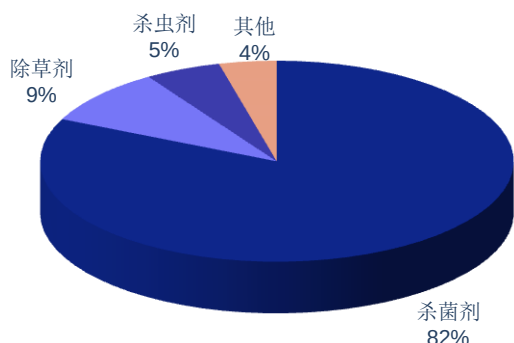
资料来源：wind，新时代证券研究所

图3： 利民股份净利润变化



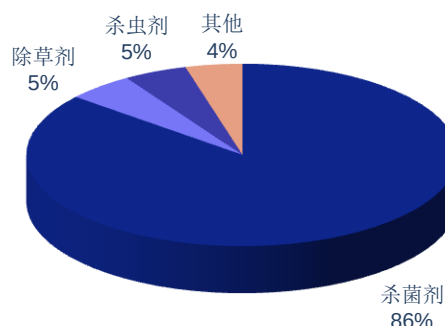
资料来源：wind，新时代证券研究所

图4： 2017 年利民股份各业务收入占比



资料来源：wind，新时代证券研究所

图5： 图 4： 2017 年利民股份各业务毛利占比



资料来源：wind，新时代证券研究所

2、 农药行业景气，主营产品产能持续扩张

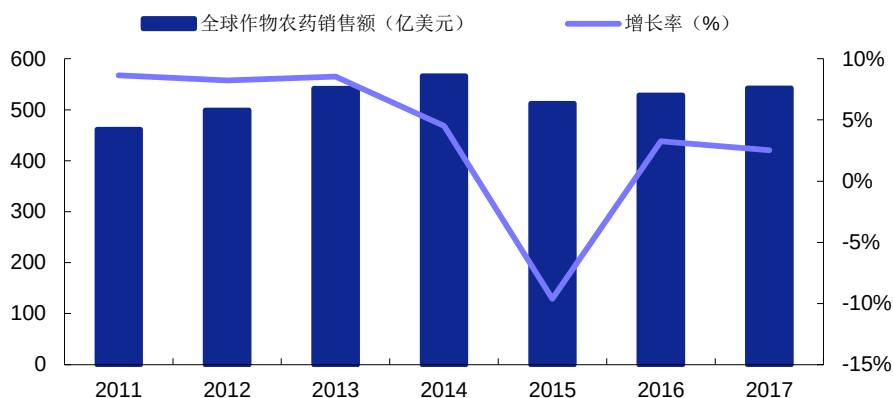
2.1、 代森类：产能扩张，市占率将不断提升

代森类杀菌剂主要包括代森锰锌、代森铵、代森锌、丙森锌等，其中代森锰锌是主要品种，是由美国罗姆哈斯公司（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%），是一种多位点二硫代氨基甲酸盐类杀菌剂。

代森锰锌是一种优良的保护性杀菌剂品种，主要通过金属离子杀菌，其杀菌机理是抑制病菌代谢过程中菌体丙酮酸的氧化，并参与丙酮酸氧化过程中的硫氢基

(-SH) 结合, 达到抑制病菌生长的效果, 其对果树的炭疽病、早疫病等多种病害有效。代森锰锌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, 对果树缺锰、缺锌症状有治疗作用。2016 年, 全球代森锰锌销售额约 6.65 亿美元, 2011-2016 年复合增长率约 1.4%。

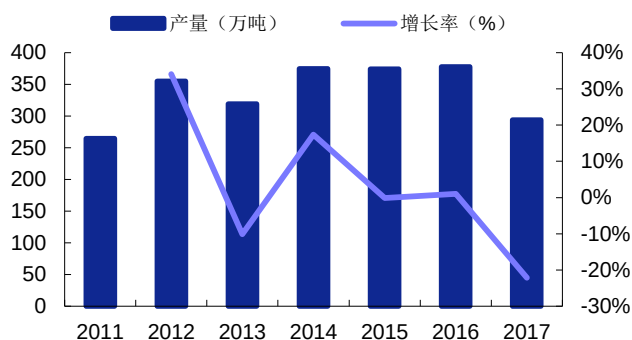
图6: 全球作物农药销售变化



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

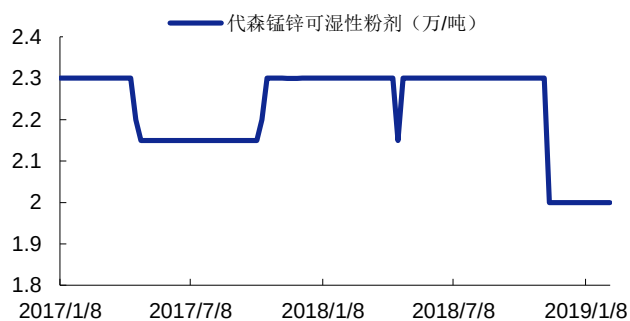
近几年来, 跨国农化企业去库存结束, 全球农化市场保持每年 3%-4% 增长, 同时国内环保高压, 大量中小农化企业被关停限产, 中国农药产量大幅下滑, 农药行业供需格局改善。整体而言, 代森锰锌市场价格维持在 2.0-2.3 万/吨震荡, 盈利能力稳定。

图7: 中国农药产量



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

图8: 代森锰锌价格变化



资料来源: 中农立华, 新时代证券研究所

2017 年, 全球代森类农药产能约 21 万吨, 其中印度 UPL、Sabero、INDOFIL 三家占全球 70% 以上。利民股份收购河北双吉后, 产能达 3.5 万吨, 约占全球总产能 17%, 未来随着产能释放市占率将逐步提升。

表2: 全球代森锰锌农药产能

公司	产能 (万吨/年)
印度 UPL	9
印度 Sabero	3
印度 INDOFIL	3
利民股份	3.5
南通宝叶	0.4

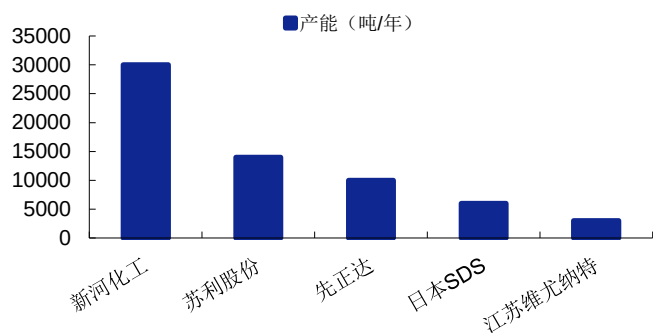
陶氏益农	1
西安近代	0.5
山西安德瑞普	0.5
合计	20.9

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

2.2、百菌清：行业高景气，盈利能力强

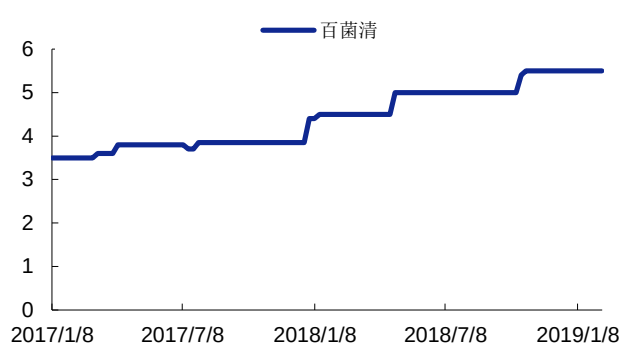
百菌清是一种广谱、保护性杀菌剂。百菌清与真菌细胞中的三磷酸甘油醛脱氢酶发生作用，与该酶中含有半胱氨酸的蛋白质相结合，从而破坏该酶的活性，使真菌细胞的新陈代谢受破坏而失去生命力。百菌清虽没有内吸传导作用，但叶面喷施后，在植物体表有良好的黏着性，不易被雨水冲刷，因此持效期较长，适用于果树、蔬菜、小麦、大豆、马铃薯、烟草等多种果园及旱地作物，防治锈病、炭疽病、白粉病、霜霉病、叶斑病、疫病等许多病害。

图9：全球百菌清生产厂家



资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

图10：百菌清价格变化 (万/吨)



资料来源：中农立华，新时代证券研究所

2016年全球百菌清用量(折百)约4.9万吨，全球销售额约3.3亿美金，2011-16年销售额复合增长率约1.3%。由于生产设备特殊，百菌清需要专用生产线，目前全球生产百菌清厂商仅为5家，合计产能约6.2万吨(包含新河18年底扩产的1万吨)。2015年，先正达被中国化工收购，其百菌清业务被剥离给美国Amvac公司，开工负荷有所降低，海外供给减少后，百菌清价格持续上涨。

公司参股子公司(持股34%)新河化工1万吨/年百菌清投产后，有望缓解目前百菌清供不应求的局面，但百菌清供给格局较好，同时公司与跨国农药企业有部分长单，我们预计公司百菌清仍将保持较高的盈利水平。

2.3、三乙膦酸铝、硝磺草酮、威百亩：公司盈利稳定

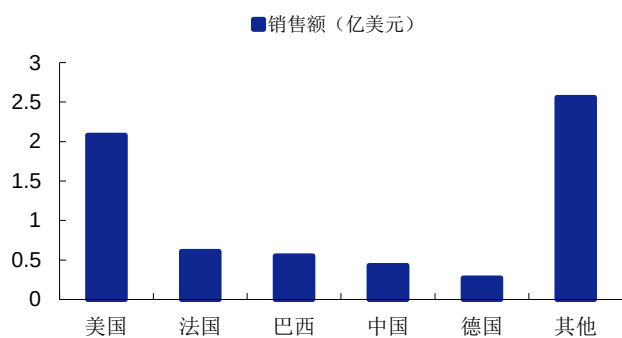
三乙膦酸铝：属于高效、低毒、低残留内吸性杀菌剂，具有双向传导内吸杀菌功能并兼有保护作用，可与代森类等杀菌剂复配使用，近几年，欧洲葡萄园对三乙膦酸铝需求迅速增长。三乙膦酸铝为公司与拜耳合作产品，公司已与拜耳就三乙膦酸铝产品在欧盟等多个国家获得联合登记并逐步扩大销售，未来公司将依据市场情况，考虑扩产计划。

霜脲氰：具有高效、低毒、低残留、对环境友好的特点，是一种内吸性杀菌剂，可与多种杀菌剂复配使用，适用于黄瓜、葡萄、西红柿等十字花科蔬菜等。自1995年起，公司一直是杜邦霜脲氰的主要供应商，2017年产销量约1700吨，未来有望

保持满产满销。

硝磺草酮：属于 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，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。2016 年，全球硝磺草酮销售额约 6.5 亿美元，2011-2016 年年复合增长约 4%，2018 年以来，由于原料间苯二酚价格持续上涨，产品价格同步上升。

图11： 全球硝磺草酮主要市场



资料来源：Phillips McDougall，新时代证券研究所

图12： 硝磺草酮价格变化



资料来源：中农立华，新时代证券研究所

威百亩：具有熏蒸作用的杀线虫剂，兼具杀菌、除草剂杀虫功能，作为土壤消毒剂用于播种前土壤处理。公司威百亩主要出口中东市场，可替代溴甲烷，公司上市募投项目 20000 吨/年威百亩已于 2016 年投产，业绩持续受益销量增长。

2.4、吡唑醚菌酯、苯醚甲环唑：新品种将陆续推出

吡唑醚菌酯是巴斯夫 1993 年发现的、兼具吡唑结构的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，2001 年登记并上市。吡唑醚菌酯对亚洲大豆锈病的成功防治使其很快步入了快速上升通道，2016 年其全球销售额已达 7.65 亿美元。2015 年，巴斯夫吡唑醚菌酯专利到期，国内企业纷纷投产建设吡唑醚菌酯产能，希望抢占专利市场。

表3： 国内吡唑醚菌酯项目不完全统计

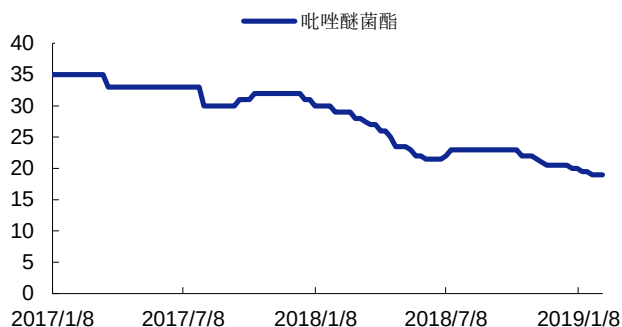
公司	产能 (万吨/年)	状态
河北深泰	2000	已投产
海利尔	1000	已投产
河北禾嘉	1000	已投产
扬农化工	1000	已投产
河北成悦	600	已投产
山东康乔	400	已投产
江苏托球	300	已投产
广信股份	3000	建设中
浙江新农	1000	建设中
江苏永诚	2000	规划中
利民股份	1000	规划中
安徽国星	8000	规划中

资料来源：农药快讯，新时代证券研究所

截至 2018 年年中，我国吡唑醚菌酯原药登记证达 79 个，其中国内厂商达 77 家，产能迅速扩张使得吡唑醚菌酯价格逐步下降至目前约 22 万/吨。公司规划建设 1000 吨/年吡唑醚菌酯，预计 2019 年年初开始建设，到 2020 年有望贡献业绩。

苯醚甲环唑属三唑类杀菌剂，具有保护和治疗作用。是甾醇脱甲基化抑制剂，广谱、高效、持效期长，具有良好的内吸性，同时具有很强的预防和治疗作用，还有熏蒸和铲除作用。由于国内环保督查，苯醚甲环唑价格逐步上涨，目前约 23 万/吨，公司 500 吨/年苯醚甲环唑项目已于 2018 年底开始建设，将在 2019 年底前投产。

图13: 吡唑醚菌酯价格变动(万/吨)



资料来源：中农立华，新时代证券研究所

图14: 苯醚甲环唑价格变动(万/吨)

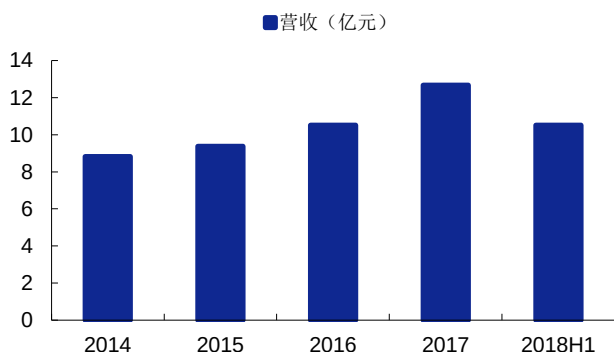


资料来源：中农立华，新时代证券研究所

3、拟现金收购威远生化，拓宽公司发展道路

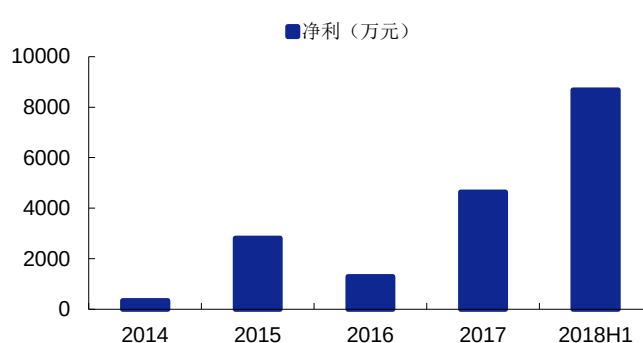
2018 年 10 月 10 日，公司与欣荣投资、新奥股份签署拟现金收购河北威远生物化工有限公司、河北威远动物药业有限公司和内蒙古新威远生物化工有限公司 100% 的股权，最终交易价格区间为 7.5-8 亿，在正式协议签署时确定业绩承诺和对赌事宜。

图15: 威远生化营收变动



资料来源：wind，新时代证券研究所

图16: 威远生化净利变动



资料来源：wind，新时代证券研究所

威远生化主营产品是阿维菌素系列杀虫剂以及除草剂草铵膦，现有产能阿维菌素 200 吨/年（环评有 300 吨/年），草铵膦 1500 吨/年。近年来，威远生化加大环保投入，开工负荷逐步提升，效益改善，目前拟收购的标的公司在石家庄共有两个生产园区，一个主要是农药，另一个是兽药和高端制剂产品，在内蒙古旗还有一个园区，共有 1000 多亩地待开发土地，将成为未来公司新项目的主要投资地。

阿维菌素: 是一种新型抗生素类生物农药, 具有高效、安全、农畜两用的特点, 普通生产为粗粉, 可经过提纯后得到精粉, 还可加工为甲氨基阿维菌素。2016 年, 阿维菌素全球销售额约为 4.3 亿美元, 近 5 年复合增速约 5.1%。

草铵膦: 是目前三大非选择性除草剂之一, 2016 年全球销售额约 6.6 亿美元, 2011-2016 年销售额复合增长率超 10%, 需求增速主要来自以下方面 1) 高毒农药百草枯逐步遭到禁用, 草铵膦可以有效弥补其留下的市场; 2) 转基因作物中草甘膦的抗性日益严重, 使用草铵膦复配可有效解决; 3) 耐草铵膦转基因作物(油菜、玉米、大豆等) 推广将带来稳定的长期需求。

图17: 草铵膦价格变动(万/吨)



资料来源: 中农立华, 新时代证券研究所

图18: 阿维菌素价格变动(万/吨)



资料来源: 中农立华, 新时代证券研究所

4、盈利预测

新河化工是公司的联营企业(持股 34%), 2018 年 10 月其百菌清扩产至 30000 吨/年, 近年来由于供需改善, 价格持续上涨, 我们预计 2018-2020 年百菌清含税售价为 3.5、4.5、4.5 万/吨, 未来产能释放将持续贡献投资收益。

表4: 新河化工盈利预测(单位: 亿)

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
百菌清产能(吨)	20000	30000	30000	30000
百菌清销量(吨)	10000	18000	25000	30000
百菌清价格(万/吨)	2.50	3.50	4.50	4.50
百菌清营收(亿)	2.21	5.73	10.23	12.27
新河净利润(亿)	0.26	1.77	4.19	5.03

资料来源: 公司公告, 中农立华, 新时代证券研究所预测

近几年公司内生外延并举, 自身产能步入高速扩张期, 外延收购优质资产将进一步增厚公司业绩。暂不考虑收购威远并表的影响, 我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.91、2.73、3.22 亿元, 当前股价对应 PE 为 15、10 和 9 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表5: 利民股份盈利预测(单位: 亿)

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
杀菌剂				
代森锰锌产能(吨)	30000	40000	40000	60000
代森锰锌销量(吨)	30000	30000	40000	50000
代森锰锌价格(万/吨)	2.23	2.20	2.10	2.10
代森锰锌营收(亿)	5.92	6.00	7.64	9.55
代森锰锌成本(亿)	3.90	3.90	5.20	6.50

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
三乙膦酸铝产能(吨)	5000	5000	5000	5000
三乙膦酸铝销量(吨)	5000	5000	5000	5000
三乙膦酸铝价格(万/吨)	2.30	2.30	2.30	2.30
三乙膦酸铝营收(亿)	1.02	1.05	1.05	1.05
三乙膦酸铝成本(亿)	0.80	0.80	0.80	0.80
霜脲氰产能(吨)	2000	2000	2000	2000
霜脲氰销量(吨)	1700	2000	2000	2000
霜脲氰价格(万/吨)	7.00	7.00	7.00	7.00
霜脲氰铝营收(亿)	1.05	1.27	1.27	1.27
霜脲氰成本(亿)	0.82	0.96	0.96	0.96
制剂及贸易营收(亿)	3.67	3.67	3.67	3.67
制剂及贸易成本(亿)	2.71	2.71	2.71	2.71
杀菌剂营收合计(亿)	11.66	11.99	13.62	15.53
杀菌剂成本合计(亿)	8.23	8.37	9.67	10.97
除草剂				
硝磺草酮产能(吨)	1000	1000	1000	1000
硝磺草酮销量(吨)	1000	1000	1000	1000
硝磺草酮价格(万/吨)	14.46	20.00	20.00	20.00
硝磺草酮营收(亿)	1.28	1.82	1.82	1.82
硝磺草酮成本(亿)	1.08	1.45	1.45	1.45
杀虫剂				
威百亩产能(吨)	25000	25000	25000	25000
威百亩销量(吨)	13843	20000	25000	25000
威百亩价格(万/吨)	0.60	0.60	0.60	0.60
威百亩营收(亿)	0.74	1.09	1.36	1.36
威百亩成本(亿)	0.55	0.82	1.02	1.02
其他业务营收(亿)	0.56	0.14	0.14	0.14
其他业务成本(亿)	0.39	0.13	0.13	0.13
总营收(亿)	14.23	15.04	16.95	18.85
总成本(亿)	10.25	10.78	12.28	13.58

资料来源：公司公告，中农立华，新时代证券研究所预测

5、风险提示

订单减少，产品价格下降，公司环保能力不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1173	1191	1139	1225	1241
现金	676	384	378	339	377
应收账款	118	136	174	155	208
其他应收款	4	5	5	6	6
预付账款	22	33	14	42	22
存货	132	239	144	284	199
其他流动资产	221	393	424	399	430
非流动资产	906	1195	1299	1504	1741
长期投资	85	96	168	323	507
固定资产	691	767	790	824	860
无形资产	54	160	175	192	212
其他非流动资产	76	173	165	166	162
资产总计	2079	2386	2438	2730	2983
流动负债	467	621	554	667	696
短期借款	230	361	282	343	369
应付账款	110	91	121	120	146
其他流动负债	126	170	151	204	180
非流动负债	21	35	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	35	35	35	35
负债合计	488	656	589	702	731
少数股东权益	3	58	65	73	82
股本	165	165	284	284	284
资本公积	1082	1088	973	973	973
留存收益	382	462	553	678	827
归属母公司股东权益	1588	1672	1785	1955	2170
负债和股东权益	2079	2386	2438	2730	2983

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	259	73	288	172	310
净利润	113	142	198	281	331
折旧摊销	75	98	94	108	124
财务费用	6	34	21	21	23
投资损失	-29	-44	-82	-164	-193
营运资金变动	82	-151	57	-73	25
其他经营现金流	12	-5	0	0	0
投资活动现金流	-389	-354	-115	-149	-168
资本支出	219	144	31	50	53
长期投资	-170	-164	-73	-155	-184
其他投资现金流	-340	-375	-157	-253	-298
筹资活动现金流	714	2	-178	-115	-110
短期借款	-26	131	-79	9	20
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	35	0	119	0	0
资本公积增加	749	6	-115	0	0
其他筹资现金流	-44	-135	-103	-123	-130
现金净增加额	598	-293	-5	-92	32

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1160	1423	1504	1695	1886
营业成本	819	1025	1078	1228	1358
营业税金及附加	4	7	4	4	5
营业费用	85	85	90	102	113
管理费用	132	168	168	185	203
财务费用	6	34	21	21	23
资产减值损失	5	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	44	82	164	193
营业利润	138	163	225	320	376
营业外收入	5	1	0	0	0
营业外支出	14	4	0	0	0
利润总额	129	160	225	320	376
所得税	15	19	27	38	45
净利润	113	142	198	281	331
少数股东损益	0	4	7	8	9
归属母公司净利润	113	137	191	273	322
EBITDA	198	267	326	434	509
EPS(元)	0.40	0.48	0.68	0.96	1.14

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	39.0	22.7	5.7	12.7	11.3
营业利润(%)	92.3	18.5	37.9	41.7	17.8
归属于母公司净利润(%)	67.5	21.5	39.4	42.7	17.9
获利能力					
毛利率(%)	29.4	28.0	28.3	27.5	28.0
净利率(%)	9.7	9.6	12.7	16.1	17.1
ROE(%)	7.1	8.2	10.7	13.9	14.7
ROIC(%)	5.9	7.3	9.8	12.4	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	23.5	27.5	24.1	25.7	24.5
净负债比率(%)	-28.0	-1.3	-5.2	0.2	-0.3
流动比率	2.5	1.9	2.1	1.8	1.8
速动比率	2.2	1.5	1.8	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	10.0	11.2	9.7	10.3	10.4
应付账款周转率	9.9	10.2	10.2	10.2	10.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.48	0.68	0.96	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	-0.15	1.02	0.61	1.09
每股净资产(最新摊薄)	5.60	5.90	6.29	6.90	7.65
估值比率					
P/E	25.0	20.6	14.8	10.4	8.8
P/B	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.1	10.8	8.6	6.7	5.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>