多点开花，稳坐草铵膦龙头

——利尔化学（002258）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2019 年 07 月 10 日

投资要点：

- **受益于行业集中度提高，公司发展迅速：**农药行业自“十三五专项规划”开始持续承受环保高压，大部分落后产能相继退出市场，行业集中度不断提升，自 2014 年-2018 年，国内农药原药（折成有效成分 100%）月产量由 30 万吨降至 20 万吨。而公司作为国内最大草铵膦原药生产企业受益明显，农药年产量由年产 2.68 万吨上升至 12.92 万吨，行业销售排名由第 22 名上升至第 8 名。
- **持续稳定研发投入，工艺领先助力公司崛起：**公司 2014-2018 年研发费用营收占比平均比重为 3.87%，处于农药行业上市公司前列（上市公司平均比重在 2.5%）；通过长期稳定的研发投入，公司优化草铵膦的合成工艺，提升综合收率在 95%以上。同时，生产成本控制在 7 万元/左右，领先国内企业 8～10 万元/吨草铵膦生产成本。为公司成为全球草铵膦龙头企业奠定坚实的基础。
- **需求快速增长，公司产能稳定继续领跑：**当前国内农药行业企业开工受限情况下，公司稳定开工，拥有草铵膦产能 11400 吨/年，占据国内有效产能 50%以上。随着泰国和巴西 2020 年全面禁用百草枯，法国、越南、印度因致癌风波后续禁用草甘膦，预计将有 2.6 万吨百草枯和 3 万吨左右草甘膦的市场空白助力草铵膦需求短期增长。同时，耐草铵膦转基因作物的推广将增加草铵膦与草甘膦复配制剂的长期增长。公司依靠稳定的产能继续坐稳全球草铵膦龙头位置。
- **广安项目未来可期：**广安基地丙炔氟草胺项目 5 月份恢复试产，前期项目中 1000 吨/年氟环唑产能也有望今年建成。预计仅丙炔氟草胺和氟草胺预计每年将为公司增加 15 亿元左右营收；同时广安基地将投资 10 亿人民币新建 15000 吨/年 MDP、含磷阻燃剂、L-草铵膦生产线及配套工程，新项目利于维持公司草铵膦龙头企业竞争优势，同时新开发含磷阻燃剂项目未来将为公司新增一个盈利点。
- **盈利预测：**基于新产品价格、产能和对未来行业景气度判断，预计公司 2019-2021 年营业收入为 45.73/60.36/73.39 亿元，对应的 EPS 为 1.21/1.83/2.37，P/E 分别为 11.08、7.33、5.66。给予“买入”评级。
- **风险因素：**产品价格波动影响盈利，广安项目投产不达预期。

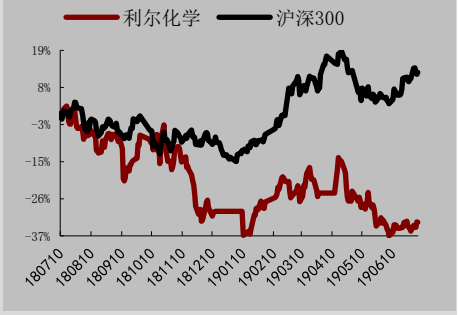
	2017 年	2018 年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	30.84	40.27	45.73	60.36
增长比率(%)	55.55	30.60	13.55	27.55
净利润(亿元)	4.02	5.78	7.02	10.66
增长比率(%)	92.93	43.75	21.45	51.8
每股收益(元)	0.77	1.07	1.21	1.83
市盈率(倍)	21.04	13.45	11.08	7.33

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	四川久远投资控股集团有限公司/27.36%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	524.38
流通A股（百万股）	522.28
收盘价（元）	13.60
总市值（亿元）	71.32
流通A股市值（亿元）	71.03

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2019 年 07 月 09 日

相关研究

分析师： 宋江波
执业证书编号：S0270516070001
电话：02160883490
邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理： 黄侃
电话：02160883490
邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

目录

1、坚持稳健持续的发展路线.....3
1.1 公司简介.....3
1.2 公司主要生产基地及产能.....3
1.3 公司经营状况良好，业绩持续快速增长.....4
2、农药行业持续环保高压，公司受益于行业集中度提高.....6
3、长期稳定研发投入，工艺领先助力公司崛起.....8
4、草铵膦未来需求持续增长，公司产能稳定寡头趋势已显.....10
4.1 需求端：百草枯、草甘膦禁用增长需求缺口，草铵膦与草甘膦复配是未来的长期增长点.....10
4.2 供给端：行业产能紧缩，公司稳定开工继续领跑.....13
5、高净值新产品将陆续投产，广安项目未来可期.....13
5.1 广安基地前期原药项目今年有望投产.....13
5.2 拓展广安基地草铵膦产品链.....14
6、盈利假设.....15
7、风险提示.....16

图表 1：公司股权结构.....3
图表 2：公司生产基地及产能.....4
图表 3：公司收入结构.....5
图表 4：2014-2019Q1 公司营业收入.....5
图表 5：2014-2019 年 Q1 公司与行业毛利率对比.....5
图表 6：2014-2019 年 Q1 公司与行业净利率对比.....5
图表 7：近年来主要环保政策.....6
图表 8：全国农药行业销售额前十占比.....7
图表 9：2013-2018 国内化工企业数量.....7
图表 10：利尔化学全国农药行业销售排名.....7
图表 11：国内农药原药(有效成分 100%)月产量（万吨）.....7
图表 12：利尔化学 2014-2018 农药销量（万吨）.....7
图表 13：2014-2018 公司研发费用.....8
图表 14：农药行业各上市龙头公司研发营收占比.....8
图表 15：利尔化学草铵膦合成路径.....9
图表 16：各草铵膦上市公司项目投资规模.....9
图表 17：草铵膦近一年内单价变化（万元/吨）.....9
图表 18：三大灭生性除草剂性能对比.....10
图表 19：抗性杂草数量前 10 的除草剂（2018）.....10
图表 20：百草枯和草甘膦的禁限时间表.....11
图表 21：2016 年百草枯全球前 10 大使用国（吨）.....11
图表 22：2016 年草甘膦全球前 10 大使用国（万吨）.....11
图表 23：国内草铵膦/草甘膦复配制剂登记信息.....11
图表 24：抗草铵膦和草甘膦转基因作物批准国家及时间.....12
图表 25：当前国内外草铵膦主要产能.....13
图表 26：广安基地可转债前期原药项目（未考虑草铵膦）.....14
图表 27：2016 年丙炔氟草胺的主要市场分布(按国家/作物分;百万美元).....14
图表 28：新建甲基二氯化膦、含磷阻燃剂、L-草铵膦生产线及配套工程.....15

万联证券

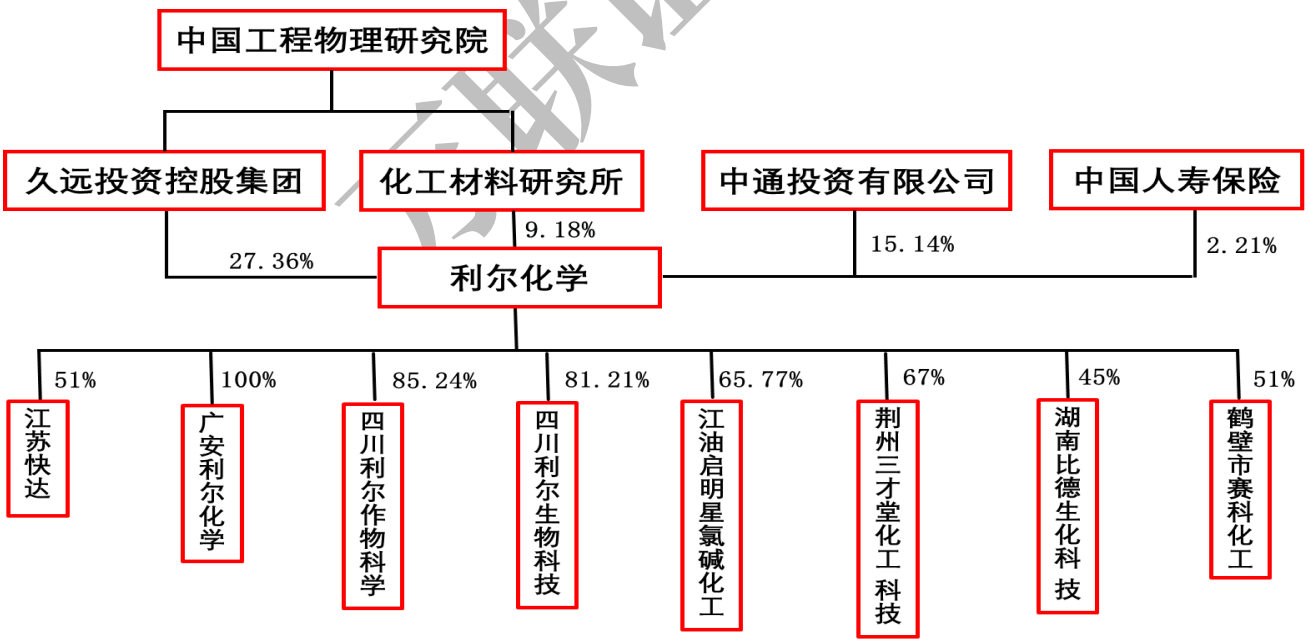
万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

1、坚持稳健持续的发展路线

1.1 公司简介

利尔化学股份有限公司由中国工程物理研究院于1993年发起设立，于2008年7月在深交所挂牌上市。久远投资控股集团为中物院出资设立的国有独资公司，化工材料所为中物院所属单位，两者为一致行动人，合计持有公司股份36.54%，中国工程物理研究院为公司的实际控制人。公司主要从事高效、安全类农药的研发、生产和销售，产品包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共40余个原药、100余个制剂品种以及部分化工中间体。公司总部位于四川省绵阳市，2010年收购江苏快达，完善农药产品结构；2014年设立全资子公司广安利尔，布局草铵膦的技改扩能及其他公司新开发产品（包括丙炔氟草胺、氟环唑等）的生产；2017年收购比德生化，扩展氯代吡啶类原药业务，布局新的生产基地；2018年公司增资收购赛科化工，并与上游关键原材料供应商股东合资设立了荆州三才堂，对参股公司启明星氯碱实施了控股收购，从而加强对上游关键原料的管控，并有利于开拓精细化工产品领域，进一步增强公司的综合实力。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

1.2 公司主要生产基地及产能

公司总部位于四川省绵阳市，当前主要拥有四川绵阳、江苏南通、四川广安、湖南比德四个农药原药生产基地，同时拥有多家农药上游化工原料及中间体生产基地。目前草铵膦和氯代吡啶类除草剂原药主要在绵阳生产基地生产，其拥有草铵膦产能8400吨，毒莠定产能 3000 吨/年，毕克草产能 1800 吨/年，绿草定产能 1500 吨/年，氟草烟产能 500 吨/年，其中草铵膦，毕克草和毒莠定原药产销量居国内首位。公司正全力推进广安生产基地广安基地建设，其将拥有草铵膦10000 吨/年、丙炔氟草胺1000 吨/年、氟环唑1000 吨/年的产能；其中，丙炔氟草胺年产1000 吨生产线及配套设施建设项目已经开始试生产，其余前期项目也将年底投建完成，后续将逐渐成为公司营收的重要增长点。公司自身在掌握原药合成关键技术的同时，不断完善上游关

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

键化工原材料的供应和新生产基地的布局；2017年完成了比德生化45%股权的收购，在中部地区布局新的农药生产基地；2018年公司增资收购了赛科化工，并与上游关键原材料供应商股东合资设立了荆州三才堂，对参股公司启明星氯碱实施了控股收购，这些化工原料子公司将供应公司主营产品草铵膦和氯代吡啶类原药的上游原材料，这将有利于公司加强对上游关键原料的管控，并有利于开拓精细化工产品领域，健全公司原药产业链。

图表 2：公司生产基地及产能

生产基地	产品类别	产品名称	产能（吨/年）	在建产能（吨/年）
南通快达	杀虫剂	毒死蜱	3000	
	杀菌剂	异菌脲	400	
	除草剂	草甘膦	10000	
	光气及衍生物		20000	30000
四川绵阳	除草剂	草铵膦	8400	
		炔草酯	500	
	氯代吡啶类除草剂	毒莠定	3000	
		毕克草	1800	
		氟草烟	500	
	炔草酯中间体	解毒喹	500	
广安利尔	除草剂	草铵膦		10000
		敌草快		5000
	氯代吡啶类除草剂	丙炔氟草铵	1000	
		炔草酯		1000
		绿草定		1000
		氟草烟		3000
	杀菌剂	氟环唑		2000
湖南比德	除草剂	二氯吡啶酸、二氯吡啶酸、四氯对苯二甲酸二甲酯、炔苯酰草胺等		
	杀菌剂	四氯甲硫酰基吡啶、百菌清		
	杀虫剂	噻虫胺、噻虫啉、硫双威		
	中间体	五氯吡啶、1,8-二氨基萘、五氯苯腈、2,3,5,6-四氯吡啶硫醇		
荆州三才堂化工科技	化工原料	亚磷酸三乙酯、亚磷酸三甲酯、乙基膦酸二乙酯、甲基膦酸二甲酯、甲基氯化物和精胺等化工原料		
江油启明星氯碱化工	化工原料	氢氧化钠、盐酸、液氯、食品添加剂等化工原料		
鹤壁市赛科化工	化工原料	2-甲基吡啶，2，2-联吡啶等化工原料		

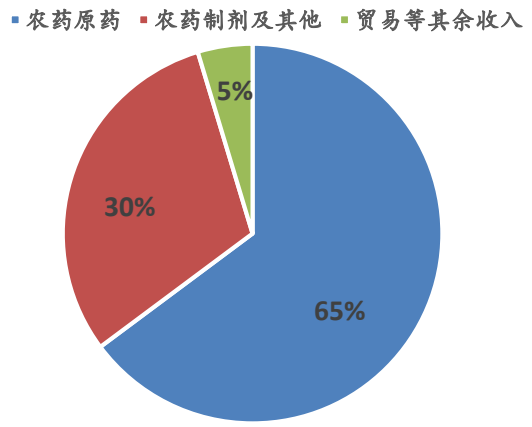
资料来源：2018公司年报、公司公告、可转换公司债券2019年跟踪评级报告、万联证券研究所整理

1.3 公司经营状况良好，业绩持续快速增长

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

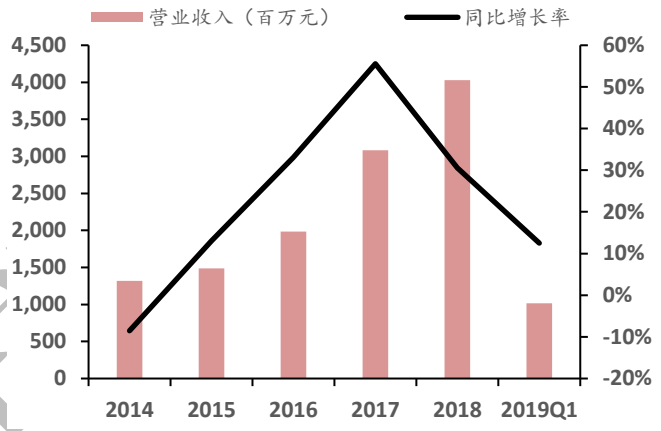
公司近年来营业收入保持了快速稳健的增长，2015-2018的营业收入分别为14.89亿元、19.82亿元、30.83亿元、40.27亿元，增长率分别为13.06%、33.11%、55.60%和30.60%。公司业绩快速增长主要得益于2017、2018年主营产品草铵膦的高景气和农药产能的快速扩张，公司农药营业收入在2017、2018年都实现了高速增长。

图表 3：公司收入结构



资料来源：iFinD，万联证券研究所

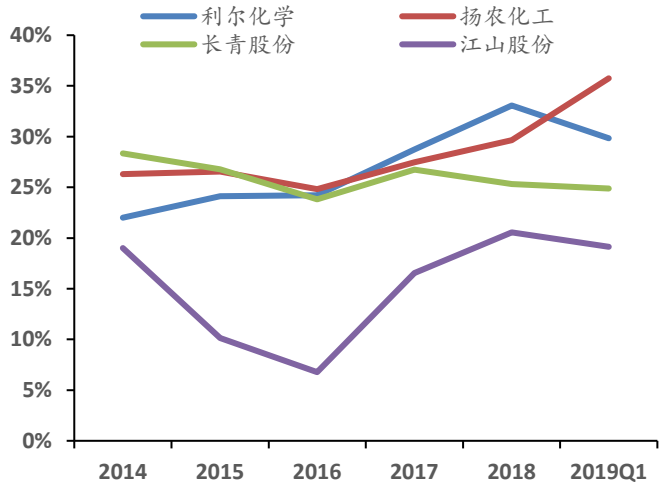
图表 4：2014-2019Q1 公司营业收入



资料来源：iFinD，万联证券研究所

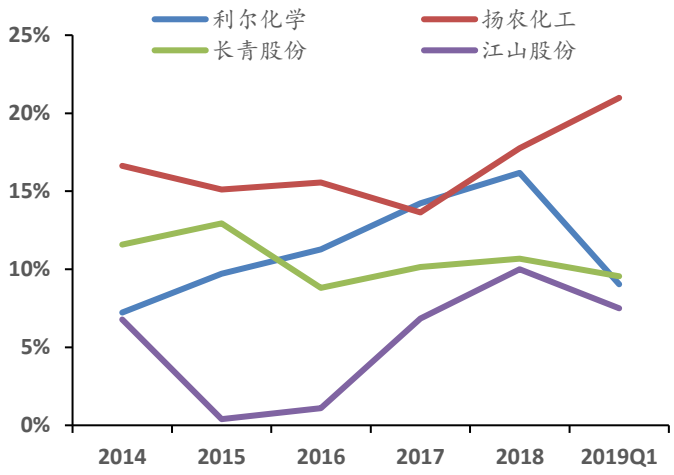
公司盈利能力自2015年开始稳步增强。公司2014年-2018年的销售毛利率（22.00%、24.13%、24.22%、28.74%、33.07%）和销售净利率（7.23%、9.72%、11.28%、14.23%、16.18%）越来越高，基本保持了稳健的增长，而不受传统化工行业发展周期的影响，侧面反映了公司稳健的发展路线。同行业其他公司杨农化工、长青股份、江山股份盈利能力有较为明显的波动。2019Q1利润下降主要原因是（1）主营产品草铵膦均价2019Q1季度持续下降，导致公司盈利水平下降；（2）广安项目由于安全问题阶段性停产，使得部分产能不达预期。不过2019.5.14公司已宣告广安基地复产，长期来看，随着广安36000吨农药及精细化学品项目建设稳步推进，后续其将为公司未来业绩提供重要增量。

图表 5：2014-2019 年 Q1 公司与行业毛利率对比



资料来源：iFinD，万联证券研究所

图表 6：2014-2019 年 Q1 公司与行业净利率对比



资料来源：iFinD，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

2、农药行业持续环保高压，公司受益于行业集中度提高

《“十三五”农药工业发展专项规划》提到要推进农药产业结构调整，鼓励通过兼并、重组、股份制改造等，实现企业大型化。未来农药原药生产将进一步集中，到2020年，农药原药企业数量减少30%，国内排名前20位的农药企业集团的销售额达到全国总销售额的70%以上。到2020年，力争进入化工集中区的农药原药企业达到全国农药原药企业总数的80%以上。国家后续的环保高压政策也都以此为目标制定实施。

图表 7：近年来主要环保政策

时间	政策	农药相关主要内容
2016.5	《土壤污染防治行动计划》	严格控制林地、草地、园地的农药使用量，禁止使用高毒、高残留农药，控制农业污染，到 2020 年，全国主要农作物农药使用量实现零增长，利用率提高到 40%以上
2016.5	《“十三五”农药工业发展专项规划》	1、到 2020 年，农药原药企业数量减少 30%，其中销售额在 50 亿元以上的农药生产企业 5 个，销售额在 20 亿元以上的农药生产企业有 30 个。国内排名前 20 位的农药企业集团的销售额达到全国总销售额的 70%以上。建成 3-5 个生产企业集中的农药生产专业园区，到 2020 年，力争进入化工集中区的农药原药企业达到全国农药原药企业总数的 80%以上。培育 2-3 个销售额超过 100 亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。 2、到 2020 年，农药创制品种累计达 70 个以上，国内排名前十位的农药企业建立较完善的创新体系和与之配套的知识产权管理体系，创新研发费用达到企业销售收入的 5%以上；农药全行业的研发投入占到销售收入的 3%以上。 3、三废”排放量减少 50%，副产物资源化利用率提高 50%，农药废弃物处置率达到 50%
2017.1	《“十三五”节能减排综合工作方案》	1、到 2020 年，全国万元国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内。全国化学需氧量、氨氮、二氧化硫、氮氧化物排放总量分别控制在 2001 万吨、207 万吨、1580 万吨、1574 万吨以内，比 2015 年分别下降 10%、10%、15%和 15%。全国挥发性有机物排放总量比 2015 年下降 10%以上。 2、开展农作物病虫害绿色防控和统防统治，推广高效低毒低残留农药使用，到 2020 年实现主要农作物化肥农药使用量零增长，研究建立农药使用环境影响后评估制度，推进农药包装废弃物回收处理。
2017.3	《农药管理条例》	1、原则：减少行政审批，淘汰落后产能、同意许可条件，实行分类管理 2、禁用百草枯内的 43 种农药、限制使用 23 种农药（主要是在瓜果蔬菜上禁制使用）
2017.8	《限制使用农药名录（2017 版）》	定点经营 22 种，定点经营时间待定 10 种，禁止生产销售和使用的农药名单（42 种）
2018.6	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	到 2020 年，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15%以上；PM2.5 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18%以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80%，重度及以上污染天数比率比 2015 年下降 25%以上；
2018.7	《农业绿色发展技术导则（2018—2030 年）》	研制绿色投入品：包括高效优质多抗新品种、农业药物与生物制剂等； 研发绿色生产技术：化肥农药减施增效技术等；

资料来源：国务院政策文件、万联证券研究所整理

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

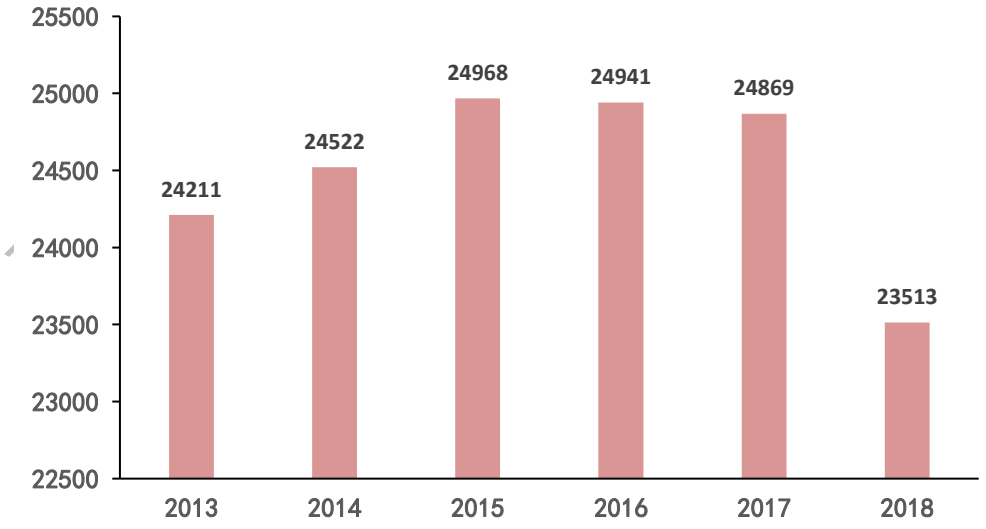
农药行业集中度提高根据中商产业研究院的统计数据显示从 2015 至 2018 年全国化工企业总数在不断减少，仅 2018 年全国就减少了 1300 家；另外根据 2015 与 2018 年全国农药百强销售总额统计显示，全国农药销售额前十农药企业占百强销售额比重提升了 11.03%。持续的高压环保政策给环保措施及设备不达标的企业造成了巨大的经营压力，众多中小企业只能选择停工停产整改，也直接导致一些企业无法持续经营而倒闭或者被兼并收购。侧面说明了农药行业的行业集中度在不断上升。

图表 8：全国农药行业销售额前十占比

	2015	2018
前十总销售额（亿）	288.57	667.04
百强总销售额（亿）	1038.39	1718.09
前十占比（%）	27.79	38.82

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

图表 9：2013-2018 国内化工企业数量



资料来源：中商产业研究院，万联证券研究所

从2014年-2018年，在国内农药原药（折成有效成分100%）月产量由30万吨量级降至20万吨量级之际，利尔化学农药销量逆势逐年上升，由年产2.13万吨上升至年产13.35万吨。根据农药工业协会发布的中国农药行业销售百强榜单，由全国农药行业销售排名第22位上升至第8位。在行业整体竞争加剧以及环保压力加大情况下，公司依托自身技术领先、机制合理、优良成本控制能力的优势在行业整合的过程中爆发出巨大的发展潜力。

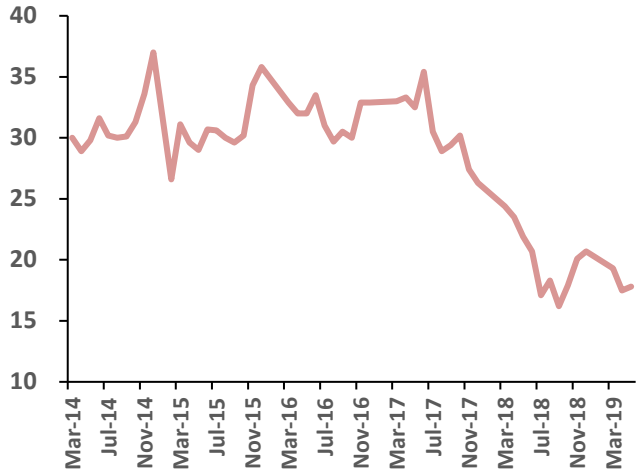
图表 10：利尔化学全国农药行业销售排名

	2015	2016	2017	2018
农药行业排名	22	11	10	8
销售额（亿）	14.68	19.79	30.81	40.01

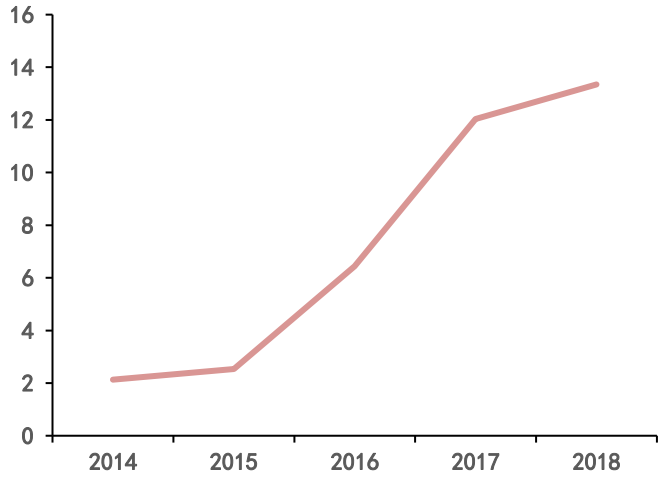
资料来源：公开资料整理，万联研究所

图表 11：国内农药原药(有效成分 100%)月产量（万吨）　图表 12：利尔化学 2014-2018 农药销量（万吨）

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)



资料来源：iFinD，万联证券研究所

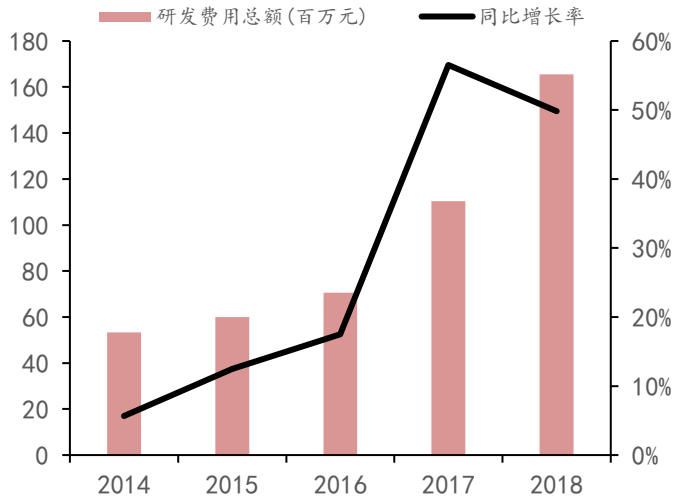


资料来源：公司年报，万联证券研究所

3、长期稳定研发投入，工艺领先助力公司崛起

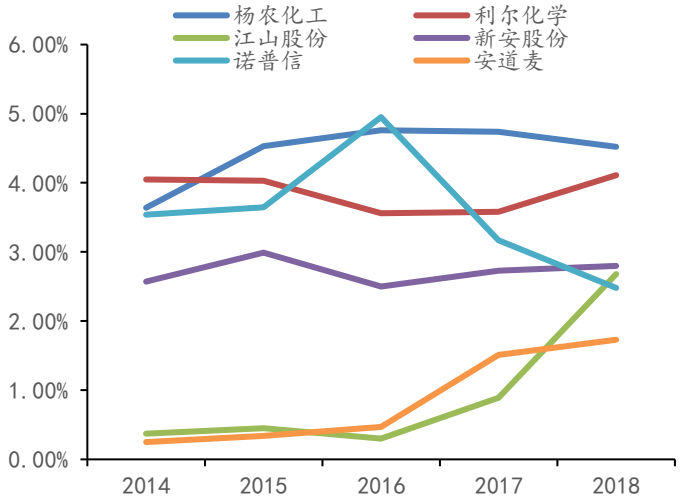
公司从2014年开始研发费用维持以25.4%的复合增长率增长，高于公司营收复合增长率25.05%；2014-2018年研发费用营收占比平均比重为3.87%，仅次于杨农化工4.4%，领先于其他农药行业上市农药企业。公司拥有国家认定企业技术中心、四川省功能杂环化合物工程技术研究中心、四川省杂环农药工程实验室以及四川省院士（专家）工作站，并在国内率先建立了农药生物活性检测基地，能够同时开展各项农药原药及制剂产品创新研究工作。依托自身强劲的科研能力及技术实力，公司成为继美国陶氏后全球第二家成功掌握吡啶类化合物催化氯化系统集成技术的企业，并成功掌握草铵膦合成的关键技术，是国内大型的氯代吡啶类除草剂原药和草铵膦原药生产企业。

图表 13：2014-2018 公司研发费用



资料来源：iFinD，万联证券研究所

图表 14：农药行业各上市龙头公司研发营收占比



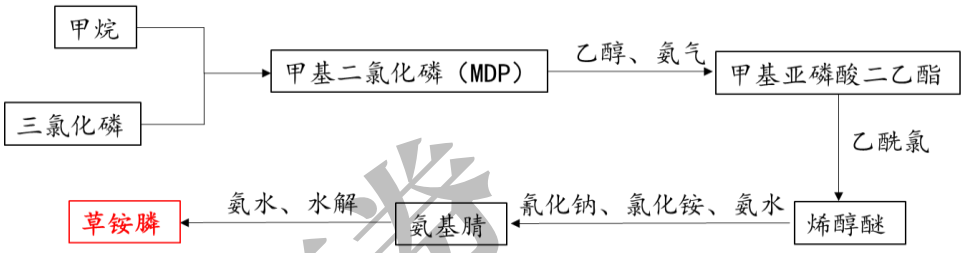
资料来源：iFinD，万联证券研究所

利尔化学通过掌握草铵膦原药生产过程中格氏反应的控制及放大相关技术和工艺，大大提高了收率，根据公司环评报告报道，综合收率在95%以上。国内草铵膦合成主要采用格氏-Strecker法，以亚磷酸三乙酯和三氯化磷为起始原料，其中格氏反应易

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

燃易爆，生产操作中需要绝水绝氧。此外，原料二乙氧基氯化磷与亚磷酸三乙酯沸点接近，分离提纯困难，导致草铵膦产率低下（35%左右）。根据农药快讯报道，国内企业生产成本在8～10万元/吨，难以与拜耳Hoechst路线抗衡。公司成功利用天然气和三氯化磷合成MDP,后通过甲基亚磷酸二乙酯的制备、甲基乙氧基膦酰基丙酸的制备、氨基腈的制备和草铵膦的制备四个工艺段得到草铵膦。生产成本控制在7万元/左右，已经接近拜耳路线。

图表 15：利尔化学草铵膦合成路径



资料来源：《广安利尔化学有限公司年产36000吨农药及其他精细化学建设项目环评报告》，万联证券研究所

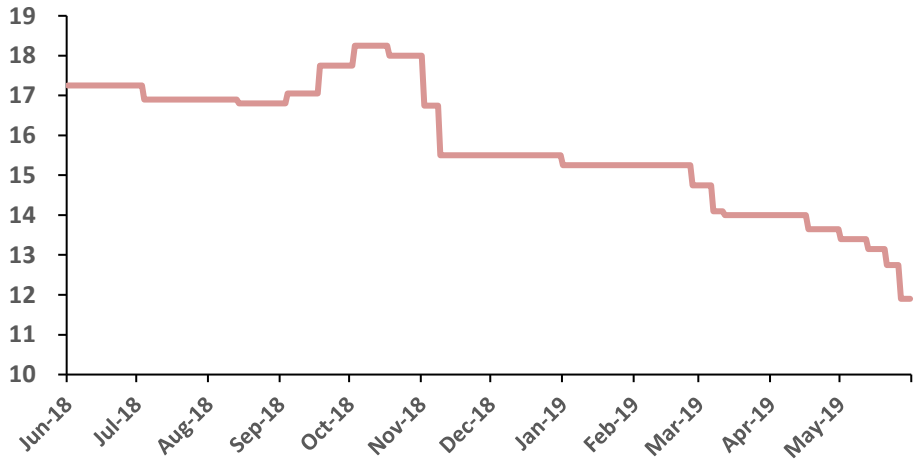
公司长期维持稳定的研发投入，在草铵膦合成路径优化下通过技改有效降低了广安基地新草铵膦项目的投资成本。对比各家草铵膦上市厂家，公司草铵膦投建成本每吨为5.5万元，远低于辉丰股份和长青股份。这为公司成为全球草铵膦龙头企业奠定坚实的基础，也使得后续公司在草铵膦市场具有更大利润空间。面对当前草铵膦市场价格持续下行，公司也具有高的价格格承压能力。

图表 16：各草铵膦上市公司项目投资规模

	投建产能（吨/年）	投资总额（万元）	每吨成本（万元）
利尔化学	10000	55000	5.5
辉丰股份	5000	68622	13.72
长青股份	3500	28140	8.04

资料来源：各公司公告，万联证券研究所

图表 17：草铵膦近一年内单价变化（万元/吨）



资料来源：百川资讯，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

4、草铵膦未来需求持续增长，公司产能稳定寡头趋势已显

4.1 需求端：百草枯、草甘膦禁用增长需求缺口，草铵膦与草甘膦复配是未来的长期增长点

对比草甘膦和百草枯，草铵膦拥有其自身优越的性能：（1）对恶性杂草、抗性杂草有特效，可以用于浅根系作物；（2）对人、畜毒性低，杂草灭杀后不易返青；而草甘膦的长期使用导致了抗草甘膦的杂草逐渐增多。至2018年世界农化网统计数据显示，在抗性杂草数量排名前10的除草剂中，草甘膦排名第四；抗性杂草数量的增加刺激着市场选择更为有效的除草剂配方。随着耐草铵膦转基因种子覆盖小麦、水稻、甜菜、玉米、大豆、棉花、马铃薯、烟草等 20多种作物，草铵膦因具有活性高、吸收好、杀草谱广、低毒、环境兼容性好等特点，当前其年销售额仅次于草甘膦排全球除草剂市场第二。

图表 18：三大灭生性除草剂性能对比

除草剂	作用机理	内吸属性	除草属性	见效时间	毒性区别	根系影响
草铵膦	蛋白质合成受阻从而导致杂草死亡	半内吸或吸附性内吸	触杀性灭生除草，广谱除草剂，一定选择性	一般为 3 天左右	对人体低毒	可以用于根系较浅作物
草甘膦	蛋白质合成受阻	具备内吸性	内吸性灭生除草、光谱除草剂，一定选择性	一般为 7-10 天	对人体低毒	不能用于浅根系作物
百草枯	阻碍植物的光合作用而起效	微弱内吸性	快速灭生性除草，不具备选择性	1-2 天，高温下见效快	毒性较大，死亡率 90%以上	不伤根，不伤木制化的树木

资料来源：世界农化网，万联证券研究所

图表 19：抗性杂草数量前 10 的除草剂（2018）

除草剂	莠去津	咪唑乙烟酸	苯磺隆	草甘膦	甲氧咪草烟
抗性杂草数量	66	43	43	41	39
除草剂	甲磺隆	氯磺隆	碘磺隆	噁唑禾草灵	百草枯
抗性杂草数量	38	36	35	33	31

资料来源：世界农化网，万联证券研究所

草铵膦将填补禁限使用百草枯和草甘膦而产生的空白。由于百草枯对人毒性极大，且无特效解毒药，为越来越多国家禁止使用。中国、泰国和巴西都是百草枯的主要使用国家。据中国农药工业协会统计数据表明，中国、泰国和巴西2016年百草枯市场规模排名全球第一、第三、第四。我国2019年以后已经全面禁止使用百草枯，而随着泰国和巴西2020年全面禁用百草枯，当前预计将有至少2.6万吨百草枯的市场空白为其他种类除草剂所替换。而作为农药第一大单品的草甘膦同样也面临着限禁风险，其致癌风波在各国也都引起了巨大争议。法国、越南、印度纷纷宣布后续将禁售或者禁用草甘膦，将使得草甘膦除草剂的市场份额受到影响。据世界农化网统计当前全球的草甘膦年使用量在70万吨左右。越南、泰国都是同时禁限草铵膦和百草枯的国家，当前的草甘膦年使用量为3万吨左右，草铵膦作为当前三大非选择性除草剂之一，必将成为其替换的主要目标产品。

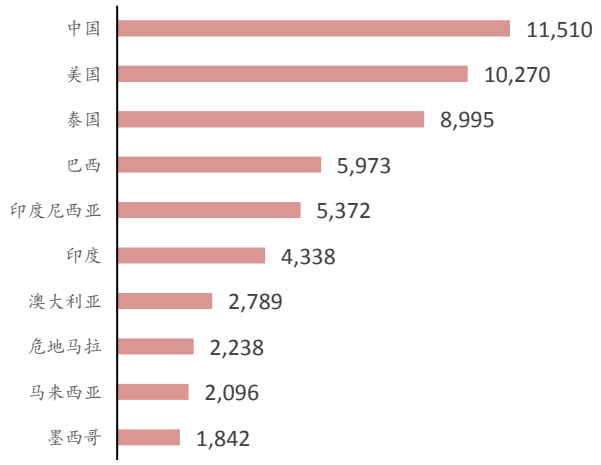
万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

图表 20：百草枯和草甘膦的禁限时间表

百草枯		草甘膦	
国家	禁用时间	国家	禁限时间
泰国	2020 后禁用	越南	2019.3 禁止进口，未来将彻底禁用
巴西	2020 后禁用	印度	2019.2 禁售
越南	2017.3	法国	2019.1 禁售 Roundup Pro 360，将从 2021.1 起禁用
中国	2016.7	哥斯达黎加	2019.4 主要城市和从事农业研究的大学禁用
		泰国	2017.10 限制使用
菲律宾	2013.10	意大利	2016.8 限制使用
欧盟	2007	荷兰	2013.7 禁用
		比利时	2018.10 限制销售

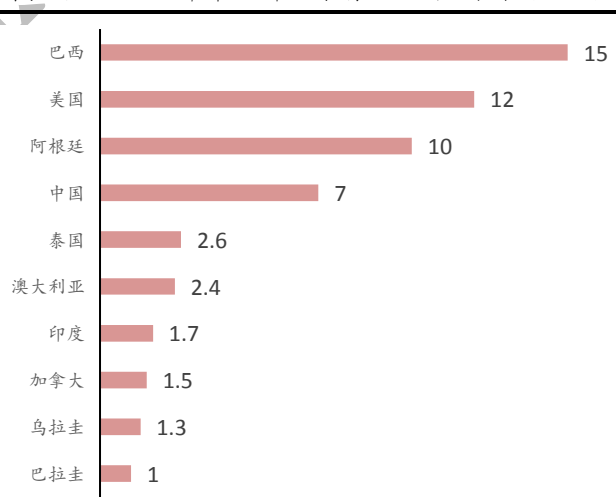
资料来源：世界农化网，万联证券研究所

图表 21：2016 年百草枯全球前 10 大使用国（吨）



资料来源：农药快讯2017(21)，万联证券研究所

图表 22：2016 年草甘膦全球前 10 大使用国（万吨）



资料来源：农药快讯2017(21)，万联证券研究所

草铵膦与草甘膦复配是未来的长期增长点。草铵膦和草甘膦复配优势显著：(1) 草甘膦为内吸传导型慢性广谱灭生性除草剂，草铵膦为触杀型除草剂。两者化合物类型、作用机理不同。(2) 草甘膦和草铵膦复配可以提高杂草防治效果，扩大杀草谱，弥补草甘膦在杀草谱上的不足，对耐受草甘膦的部分恶性杂草如牛筋草、小飞蓬等效果好。(3) 草甘膦除草速度较慢，一般7天左右出现明显症状；而草铵膦属触杀型，除草速度快，一般2-3天出现明显症状，两者混配可提高除草速度。根据中国农药工业信息网的数据，我国获得登记的草铵膦/草甘膦复配制剂的含量比例大多为1：5。根据《农药市场信息》的数据，按照2016年全球草甘膦折百用量71万吨计，假设复配制剂的渗透率为15%来算，那么预计未来由草甘膦/草铵膦复配带来的新增草铵膦需求将有1.78万吨。

图表 23：国内草铵膦/草甘膦复配制剂登记信息

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

登记证号	有效期至	草甘膦含量(%)	草铵膦含量(%)	生产企业
PD20181483	2023-04-17	33	6	浙江新安化工集团股份有限公司
PD20171067	2022-05-31	30	6	广西汇丰生物科技有限公司
PD20171829	2022-09-18	30	6	深圳诺普信农化股份有限公司
PD20173244	2022-12-19	30	6	山东兆丰年生物科技有限公司
PD20180693	2023-02-08	30	10	陕西韦尔奇作物保护有限公司
PD20180455	2023-02-08	30	6	海利尔药业集团股份有限公司
PD20180452	2023-02-08	30	6	永农生物科学有限公司
PD20181259	2023-03-15	30	8	安徽省银山药业有限公司
PD20180849	2023-03-15	30	6	安徽省丰臣农化有限公司
PD20181408	2023-04-17	30	10	山东德浩化学有限公司
PD20181278	2023-05-16	41	5	四川利尔作物科学有限公司

资料来源：中国农药信息网，万联证券研究所

耐草铵膦转基因作物的推广进一步打开需求增量空间。目前，草铵膦的抗性基因已经被导入了油菜、水稻、玉米、甜菜、烟草、大豆、棉花、 小麦、大麦、黑麦、马铃薯、番茄、甘蔗等 20 多种作物中。根据 MarketsandMarkets 出版的报告称，2016 年草铵膦全球市场市值约 13.7 亿美元，至 2022 年有望以 9.25%的复合年增长率增长至 23.29 亿美元。

图表 24：抗草铵膦和草甘膦转基因作物批准国家及时间

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

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

	日本	陶氏益农	2016
	日本	先正达	2016

资料来源：ISAAA，万联证券研究所

4.2 供给端：行业产能紧缩，公司稳定开工继续领跑

公司有效产能优势巨大。根据当前国内外草铵膦主要厂家产能统计结果来看，名义产能4万吨左右，有效产能2.5万吨左右，1.5万吨产能由于安全或者环保问题当前无法投产。江苏皇马、滨农、七洲等均开工受限，辉丰更是全线停产，特别是“3.21”响水事件爆发后，为复产添加更多不确定性。国内当前仅有利尔化学、 河北威远、山东亿盛、浙江永农以及石家庄瑞凯五家企业维持草铵膦的正常生产，利尔化学在当前有效产能11400吨，国内占比50%以上。国外草铵膦主要生产商为拜耳，目前拥有6000吨/年的产能，另外还有在建6000吨/年产能，由于拜耳计划将草铵膦业务剥离给巴斯夫，目前建成时间不确定。未来国内持续性环保趋严政策不会改变，农药未来供给端将会持续紧缩。

在国家农药行业高压环保压力下，国内草铵膦格局已经初步形成，公司得益于前期研发和环保的高投资确保稳定开工，已在这场竞争中处于制高点。随着公司今年广安基地前期7000吨草铵膦项目完全建成，2020年草铵膦年产能将达到15400吨，至2021年最终达到年产18400吨，进一步爆发公司优先布局草铵膦项目的优势。公司已初步显现出成为未来草铵膦市场寡头的趋势。

图表 25：当前国内外草铵膦主要产能

供应商	名义产能（吨/年）	备注
利尔化学	11400	正常生产
拜耳	6000	正常生产
山东亿盛	3000	正常生产
河北威远	1500	正常生产
浙江永农	5000	正常生产
石家庄瑞凯	1500	正常生产
乐山市福华	3000	装置调试，具体接单日期不详
江苏辉丰	5000	停产整改，具体开工日期不详
江苏春江润田	2000	装置检修，具体开工日期不详，无现货接单空间
乐斯化学	1000	具体开工日期不详，暂无现货接单空间
南京红太阳	3000	暂未开工

资料来源：百川资讯，农业快讯信息网，万联证券研究所

5、高净值新产品将陆续投产，广安项目未来可期

5.1 广安基地前期原药项目今年有望投产

公司广安基地丙炔氟草胺原先于 2018 年 10 开始试产，中途由于发生安全事故需要进行整改。原定于 2019 年上半年可以投产的项目也都相应延后。2019 年 5 月公司宣

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

告广安基地丙炔氟草胺项目恢复试产，前期项目中，2000 吨/年氟环唑、1000 吨/年炔草酯、3000 吨/年氟草烟和 3000 吨/年绿草定都有望今年建成。从当前价格及市场需求来看，丙炔氟草胺和氟草胺未来将增厚公司盈利水平。

图表 26：广安基地可转债前期原药项目（未考虑草铵膦）

	产能（吨/年）	当前市场价格（2019.06.30，万元/吨）
丙炔氟草胺	1000	60
氟环唑	1000	85
炔草酯	1000	30
氟草烟	3000	
绿草定	3000	

资料来源：《广安利尔化学有限公司年产 36000 吨农药及其他精细化学品建设项目环评报告》，百川资讯，农药快讯信息网，万联证券研究所

丙炔氟草胺是 1993 年由日本住友化学工业株式会社上市的 N-苯基邻苯二甲酰亚胺类除草剂，主要用于大豆、甘蔗、棉花等作物上防除禾本科杂草和阔叶杂草。根据农药快讯信息网报道，丙炔氟草胺 2016 年的全球销售额为 3.50 亿美元，在全球除草剂中排名 11 位，2011－2016 年的复合年增长率为 19.3%。如按农药快讯信息网 6 月 30 更新的丙炔氟草胺当前市场价格 60 万元/吨计算，每年可为公司增加近 6 亿营收，按公司 2019 年 Q1 季度近 10%的净利润计算，保守估计至少可以为公司增加 0.6 亿元净利。

图表 27：2016 年丙炔氟草胺的主要市场分布(按国家/作物分;百万美元)

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

资料来源：农业快讯信息网，万联证券研究所

氟环唑属于重要的三唑类杀菌剂，主要用于谷物和大豆领域，全球主要市场在欧洲和美洲。农药快讯网统计 2016 年氟环唑全球销售额为 4.9 亿美元，在所有杀菌剂全球销售额中排名第 8。今年受环保影响，当前国内氟环唑原药厂家开工率低，主要生产商江苏辉丰因环保问题停产（涉及产能 1200 吨），市场货源极其紧张。根据农药快讯信息网 6 月 30 更新最新农药价格，当前氟环唑流通货源价格已到了 85 万元/吨以上，同比增长 26.8%。2020 年 2000 吨/年产能完全建成投产后有望每年为公司带来 10 亿元的营收，按公司 2019 年 Q1 季度近 10%的净利润计算，预计至少可以为公司带来 1 亿元净利。

5.2 拓展广安基地草铵膦产品链

2019年2月，公司宣告投资10亿人民币新建15000t/a甲基二氯化膦、含磷阻燃剂、L-草铵膦生产线及配套工程建设项目。甲基二氯华磷为草铵膦生产工艺中的重要中间

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

体，公司作为生产草铵膦的龙头企业，保证其中间体的供应可以维持核心草铵膦原药的竞争优势；同时在甲基二氯化磷及后续中间体基础上进一步开发阻燃剂、L-草铵膦鞣新型产品，为公司增加新的盈利增长点。目前市场上销售的草铵膦商品都是外消旋体混合物，若制成以L-构型的纯光学异构体的精草铵膦产品使用，可使草铵膦用量降低50%，对提高经济性、降低使用成本和减轻环境压力都是十分有利的。项目全部建成达产后预计可实现年营业收入约 76000 万元，年毛利润总额约 13700 万元（未包括甲基二氯化磷）。

图表 28：新建甲基二氯化膦、含磷阻燃剂、L-草铵膦生产线及配套工程

	目标产能（吨/年）	达产时间
甲基二氯化磷	15000	2020.6
含磷阻燃剂	2000	2022.1
L-草铵膦	3000	2022.1

资料来源：公司公告，万联证券研究所

6、盈利假设

1、产能：假设广安基地可转债前期项目 2019 可以建成，广安项目草铵膦按 2020 年 7000 吨，2021 年 10000 吨计算；丙炔氟草胺按 2019 年 500 吨、2020、2021 年 1000 吨计算；氟环唑按 2019 年 0 吨，2020 年 1000 吨、2021 年 2000 吨计算。广安基地其他原药绿草定、氟草烟、炔草酯和氯代吡啶中间体可以顺利投产，2021 年所有项目顺利投产。

2、价格：草铵膦 2018 均价在 18 万元/吨左右，由年初的 17 万元/吨逐渐降至当前 12 万元/吨，按当前国内草铵膦生产工艺，价格低于 10 万元已接近国内其他竞争对手的生产成本，草铵膦价格下行已逐渐接近市场终端需求价格，估计 2019 年均价不低于 14 万元；2020 年、2021 年国内外新增产能逐步释放，需求也回暖，预计市场合理价格会维持在 12 万元。草甘膦 2019 上半年市场低迷，单价下行，今年均价预计在 2.5 万元左右；综合来看，环保不可逆的收紧，供给收缩，原料涨价，2020、2021 年价格预计 5%增长；按苯丙氟草胺对转基因棉花和大豆田的草甘膦抗性杂草有很好的防除效果，近年销售额逐步上升，预估 2020 年、2021 单价按 5%增长；当前国内氟环唑原药厂家开工率低，市场货源极其紧张，今年价格有望维持在 80 万元/吨以上，氟环唑为低毒、安全杀菌剂，符合世界卫生组织药剂残留毒性标准，因此预计未来几年，氟环唑在国内市场的用量将呈稳步上升趋势，即使辉丰股份等国内其他企业复产，价格回落，还是会维持在高位，因此预计 2020 年、2021 年价格为 60 万元/吨，50 万元/吨。

3、销量：我们合理假设草铵膦、丙炔氟草胺、氟环唑未来几年全球需求稳步增长，2020、2021 年广安基地新增产能开工率按优质大厂 90%计算；草甘膦需求较为疲软，按行业平均开工率 80%计算。

4、过去三年，公司营收平均增长率为 30%，未来农药行业政策持续高压，我们预估公司其他农药原药和农药制剂营收未来三年以 15%增速增长；其他业务主要为化工原料，营收和毛利率按照 2018 数据。

5、2019 年、2020 年、2021 年草铵膦、草甘膦和其他农药原药公司成本端控制良好按过去三年农药原药平均毛利率 33.08%计算，氟环唑、丙炔氟草胺为市场上高净值产品，按 50%毛利率计算；农药制剂按公司过去三年平均毛利计算

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

		2018A	2019E	2020E	2021E
草铵膦	销量（吨）	8400.00	10260.00	14700.00	17400.00
	单价（万元/吨）	18.00	14.00	12.00	12.00
	营收（亿元）	15.12	14.36	17.64	20.88
	毛利率	35.92%	33.08%	33.08%	33.08%
	毛利(亿元)	5.43	4.35	5.84	6.91
草甘膦	销量（吨）	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00
	单价（万元/吨）	2.65	2.50	2.50	2.50
	营收（亿元）	2.12	2.00	2.00	2.00
	毛利率	35.92%	33.08%	33.08%	33.08%
	毛利(亿元)	0.76	0.66	0.66	0.66
氟环唑	销量（吨）	150.00	150.00	1050.00	1950.00
	单价（万元/吨）	60.00	80.00	60.00	50.00
	营收（亿元）	0.90	1.20	6.30	11.70
	毛利率	35.92%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利(亿元)	0.32	0.60	3.15	5.85
丙炔氟草胺	销量（吨）	0.00	500.00	900.00	900.00
	单价（万元/吨）	50.00	60.00	63.00	66.00
	营收（亿元）	0.00	3.00	5.67	5.94
	毛利率	35.92%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利(亿元)	0.00	1.50	2.84	2.97
其他农药原药	营收（亿元）	7.95	9.14	10.51	12.09
	毛利率	35.92%	33.08%	33.08%	33.08%
	毛利(亿元)	2.86	3.02	3.48	4.00
农药制剂	营收（亿元）	12.28	14.13	16.25	18.68
	毛利率	30.91%	21.68%	21.68%	21.68%
	毛利(亿元)	3.80	3.06	3.52	4.05
其他业务	营收（亿元）	1.90	1.90	1.90	1.90
	毛利率	7.89%	7.89%	7.89%	7.89%
	毛利(亿元)	0.15	0.15	0.15	0.15

资料来源：万联证券研究所

7、风险提示

1、农药价格波动风险。当前农药行业依然受环保高压约束，产能紧缩，成熟农药品种价格有望维持在一定高位；然而公司主营产品草铵膦受市场格局初步形成，巨头激烈竞争影响，未来价格具有较大不确定性。

2、项目投产不达预期风险。农药行业受环保端约束，具有不确定性安全和环保问题会影响预投产项目进度，影响公司未来市场布局。

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2605.62	2570.53	4271.94	6212.81
货币资金	650.84	748.14	1881.58	3371.02
应收及预付	983.99	918.76	1255.69	1522.21
存货	775.25	708.10	939.13	1124.04
其他流动资产	195.54	195.54	195.54	195.54
非流动资产	3967.22	3757.02	3525.73	3297.85
长期股权投资	0.01	0.01	0.01	0.01
固定资产	2470.49	2260.28	2029.00	1801.12
在建工程	1008.08	1008.08	1008.08	1008.08
无形资产	323.19	323.19	323.19	323.19
其他长期资产	165.45	165.45	165.45	165.45
资产总计	6572.84	6327.55	7797.67	9510.66
流动负债	1758.17	1461.51	1865.09	2196.87
短期借款	184.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	946.56	872.95	1164.54	1402.31
其他流动负债	627.62	588.56	700.55	794.55
非流动负债	1128.90	478.24	478.24	478.24
长期借款	363.80	363.80	363.80	363.80
应付债券	650.67	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	114.44	114.44	114.44	114.44
负债合计	2887.08	1939.75	2343.33	2675.10
股本	524.37	524.37	524.37	524.37
资本公积	810.09	810.09	810.09	810.09
留存收益	1822.98	2457.82	3418.26	4660.67
归属母公司股东权益	3157.45	3792.29	4752.72	5995.14
少数股东权益	528.32	595.51	701.62	840.42
负债和股东权益	6572.84	6327.55	7797.67	9510.66

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	348.04	945.14	1143.63	1499.62
净利润	651.46	634.84	960.44	1242.42
折旧摊销	253.00	210.20	231.29	227.88
营运资金变动	(637.90)	19.72	(164.38)	(119.66)
其它	81.47	80.37	116.29	148.99
投资活动现金流	(905.70)	0.00	0.00	0.00
资本支出	(18.10)	0.00	0.00	0.00
投资变动	(841.50)	0.00	0.00	0.00
其他	(46.11)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	746.91	(847.84)	(10.19)	(10.19)
银行借款	(59.37)	(13.18)	(10.19)	(10.19)
债券融资	845.86	(650.67)	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(39.58)	(184.00)	0.00	0.00
现金净增加额	189.24	97.30	1133.45	1489.44
期初现金余额	395.53	650.84	748.14	1881.58
期末现金余额	575.64	748.14	1881.58	3371.02

资料来源：万联证券研究所

利润表 单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4027.07	4572.87	6036.90	7339.29
营业成本	2695.45	3197.99	4070.41	4873.81
营业税金及附加	15.09	16.46	21.54	26.48
销售费用	116.69	137.77	178.36	217.57
管理费用	245.14	275.63	355.64	438.10
财务费用	16.30	-4.31	-22.69	-55.47
研发费用	165.47	140.57	206.25	250.83
资产减值损失	7.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-12.16	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.79	0.00	0.00	0.00
营业利润	767.24	808.76	1227.40	1587.97
营业外收入	0.29	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	743.78	808.76	1227.40	1587.97
所得税	92.31	106.73	160.86	206.76
净利润	651.46	702.04	1066.54	1381.22
少数股东损益	73.65	67.20	106.10	138.80
归属母公司净利润	577.81	634.84	960.44	1242.42
EBITDA	1051.36	1014.66	1436.01	1760.38
EPS（元）	1.10	1.21	1.83	2.37

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	30.60%	13.55%	32.02%	21.57%
营业利润	46.18%	5.41%	51.76%	29.38%
归属于母公司净利润	43.75%	9.87%	51.29%	29.36%
获利能力				
毛利率	33.07%	30.07%	32.57%	33.59%
净利率	16.18%	15.35%	17.67%	18.82%
ROE	18.30%	16.74%	20.21%	20.72%
ROIC	15.34%	16.33%	24.88%	32.51%
偿债能力				
资产负债率	43.92%	30.66%	30.05%	28.13%
净负债比率	78.33%	44.21%	42.96%	39.14%
流动比率	1.48	1.76	2.29	2.83
速动比率	0.99	1.22	1.73	2.26
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.71	0.85	0.85
应收账款周转率	4.96	5.40	5.21	5.23
存货周转率	3.96	4.45	4.27	4.28
每股指标（元）				
每股收益	1.10	1.21	1.83	2.37
每股经营现金流	0.66	1.80	2.18	2.86
每股净资产	6.02	7.23	9.06	11.43
估值比率				
P/E	11.92	11.08	7.33	5.66
P/B	2.18	1.86	1.48	1.17
EV/EBITDA	7.33	6.82	4.03	2.44

万联证券

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给报告发布岗(江珊:jiangshan@wlzq.com.cn)