

利尔化学（002258.SZ）

农化行业去库渐进尾声，连续两季度实现业绩改善

优于大市

核心观点

全球农化去库拖累 2024 年业绩，连续两个季度实现业绩改善。利尔化学披露 2024 年年报及 2025 年第一季度业绩预告，公司 2024 年实现营业收入 73.11 亿元，同比下降 6.87%；归母净利润为 2.15 亿元，同比下降 64.34%；公司 2024 年归母净利润下降主要系受全球农化去库周期及草铵膦行业产能快速扩张影响，多数农药产品价格下降，使得公司营收和毛/净利率下降。随着全球农化去库周期渐进尾声，公司的营收和盈利水平逐渐趋稳。2024 年第四季度，公司实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 89.94%，环比增长 113.98%。2025 年第一季度，公司预计实现归母净利润 1.45 亿元至 1.55 亿元，同比增长 203.08%-223.98%，公司连续两季度实现业绩改善。

精草铵膦市场需求快速增长，公司加快海外制剂登记。精草铵膦的需求处于快速发展的趋势，近两年草铵膦行业新增产能不断投建，行业供过于求矛盾日益凸显，无原料/技术优势的企业多陷入亏损，在此背景下公司控股子公司利尔生物 2024 年仍实现净利润 4248.05 万元，彰显出公司作为全球草铵膦行业龙头的经营韧性。2024 年公司加快布局海外登记，已在 8 个国家完成了精草铵膦制剂的登记工作，据海关总署，2024 年湖南省“其他非卤化有机磷衍生物”（包含草甘膦、草铵膦、精草铵膦）出口数量 400.82 吨，同比增长 247.63%，出口均价 64350.90 元/吨，同比增长 92.47%，说明子公司湖南利尔生物已实现精草铵膦的顺利出口，未来海外精草铵膦制剂登记有望助力公司精草铵膦产品实现盈利修复。

公司深度加强和大客户的合作，拟收购山东汇盟股权。2024 年，在产品价格大幅下降的背景下，公司来自第一大客户的销售收入仍达到 9.74 亿元，仅同比下降 9.81%，说明客户的采购数量大幅增长。2024 年公司与大客户科迪华成立的合资公司广安利华（利尔化学持股 80%，科迪华持股 20%）相关项目建成投运，当年实现营业收入 5.66 亿元，净利润 5891 万元，净利润率达 10.41%，高于公司整体的 4.08%。2025 年 3 月，公司公告拟收购山东汇盟控股权，山东汇盟的吡啶氯氟化衍生物中间体与利尔化学的氯代吡啶产业链、L-高丝氨酸及精草铵膦业务与利尔化学的草铵膦业务存在协同效应。

风险提示：市场竞争风险；安全生产风险；国际贸易摩擦风险等。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司的中长期成长，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.02/5.19/6.43 亿元，EPS 为 0.50/0.65/0.80 元，对应当前股价 PE 为 17.8/13.8/11.1X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,851	7,311	7,911	8,736	9,584
(+/-%)	-22.5%	-6.9%	8.2%	10.4%	9.7%
归母净利润(百万元)	604	215	402	519	643
(+/-%)	-66.7%	-64.3%	86.5%	29.1%	24.1%
每股收益(元)	0.75	0.27	0.50	0.65	0.80
EBIT Margin	11.7%	4.9%	9.2%	10.3%	11.3%
净资产收益率 (ROE)	8.1%	2.8%	5.1%	6.3%	7.6%
市盈率 (PE)	11.8	33.2	17.8	13.8	11.1
EV/EBITDA	8.5	11.7	8.6	7.3	6.3
市净率 (PB)	0.95	0.92	0.90	0.87	0.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.92 元
总市值/流通市值	7140/7128 百万元
52 周最高价/最低价	10.36/6.64 元
近 3 个月日均成交额	82.42 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

公司历史沿革及主营业务介绍

以氯代吡啶系列农药起家，逐步开拓国际市场。利尔化学股份有限公司成立于1993年，位于四川省绵阳市，是由中国工程物理研究院发起设立的军转民高新技术企业，于2008年7月在深交所挂牌上市。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、杀虫剂、杀菌剂三大系列共30余种原药、100余种制剂和化工中间体，产品出口美国、巴西、阿根廷、澳大利亚等三十多个国家和地区，出口量稳居国内前茅。公司在国内最先研发出毕克草、毒莠定、氟草烟等氯代吡啶系列除草剂产品，是继美国陶氏益农之后全球范围内最先全面掌握氰基吡啶氯化工业化关键技术的企业，与科迪华、巴斯夫、UPL、纽发姆等国际顶尖农化企业建立了长期稳定的战略合作关系。

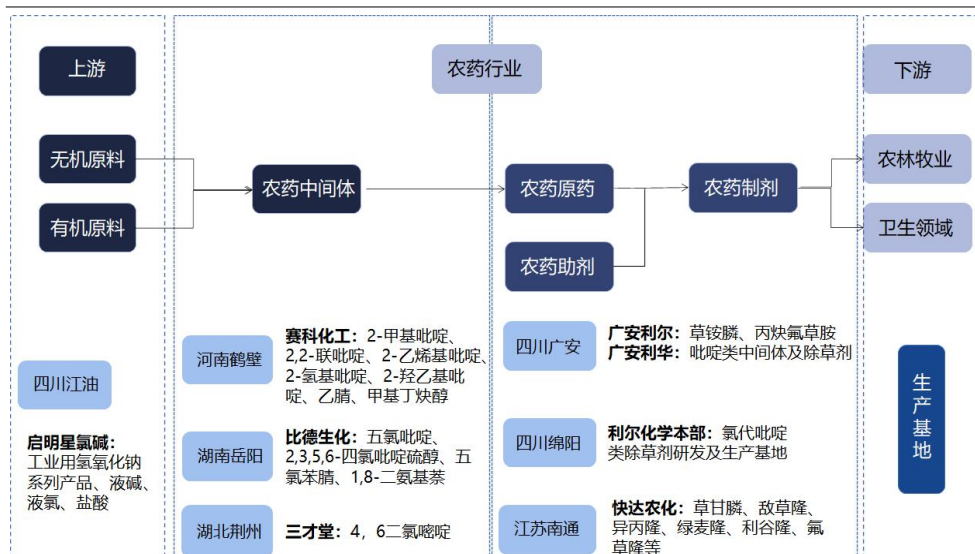
布局多个生产基地，实现原材料-中间体-原药-制剂一体化的产业链布局。公司总部位于四川省绵阳市，现拥有四川绵阳、江苏南通、四川广安、湖南岳阳、河南鹤壁、湖北荆州、湖南津市等地拥有七个生产基地，员工5000多人。2010年，公司向江苏南通快达农化股份有限公司增资1.7亿元，占发行完成后快达农化总股本的51%，江苏快达是国内最早研发、生产、销售取代脲类除草剂、磺酰脲类除草剂、异菌脲杀菌剂的厂家，主要为公司提供光气类新产品。2014年，公司在四川省注册成立了广安利尔化学有限公司，计划投资3亿余元建设10000吨草铵膦中间体——氨基腈项目，配套绵阳生产基地。2017年公司收购湖南岳阳比德生化，目前占股56.31%，重点布局吡啶类化合物，扩大了公司氯代吡啶类除草剂的国内市场份额。2018年公司增资3123万元控股鹤壁市赛科化工，开拓精细化工产品领域。2018年10月，公司以65.77%股权控股启明星氯碱。同年，公司设立合资子公司荆州三才堂化工科技有限公司，占股67%，在中部地区布局草铵膦关键原料及中间体业务。2020年，利尔化学新设立一家子公司广安利华化学有限公司，规划建设30000吨精细化工农药中间体及配套设施建设项目。2022年，公司精草铵膦启动了海外多个国家的登记和市场布局工作。2023年，子公司利尔生物完成了20000吨/年酶法精草铵膦项目的建设并顺利投产。2024年，公司与科迪华合资的广安利华相关项目建成投运，销售收入和净利润稳步增长。目前，公司是国内最大的氯代吡啶类除草剂系列农药产品研发及生产基地，以及国内大规模的草铵膦、精草铵膦原药生产企业。

表1：公司主要产品及其用途

分类	细分	主要产品	产品用途
农药原药	有机磷类	草铵膦	用于加工成除草剂
	吡啶类	毕克草、毒莠定、氟草烟、绿草定、炔草酯、氯氮吡啶酸	用于加工成除草剂
	脲类	敌草隆、利谷隆、氟草隆、绿麦隆、异丙隆、丁噻隆、苄嘧磺隆、吡嘧磺隆	用于加工成除草剂
	酰胺类	苯噻草胺、敌草胺、炔苯酰草胺	用于加工成除草剂
	三唑类	氟环唑	用于加工成杀菌剂
	可湿性粉剂	屠欢、富生美、稻无草、乐邦农、杀稗丰	直接田间终端施用
农药制剂	悬浮剂	尤美艳	直接田间终端施用
	水剂	闲牛、闲飞	直接田间终端施用
	微乳剂	欢刀、雷克顿	直接田间终端施用
化工材料	/	2-甲基吡啶、2,2-联吡啶	化工中间体

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图1：公司产业链及生产基地分布



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

目前，利尔化学的农药原药产品主要包括草铵膦、毕克草、毒莠定、氟草烟等。其中精草铵膦原药产能全球第一，公司毕克草原药国内市占率 60%左右、毒莠定原药 50%-60%、氟草烟原药 20%-30%、绿草定原药达到 90%以上。

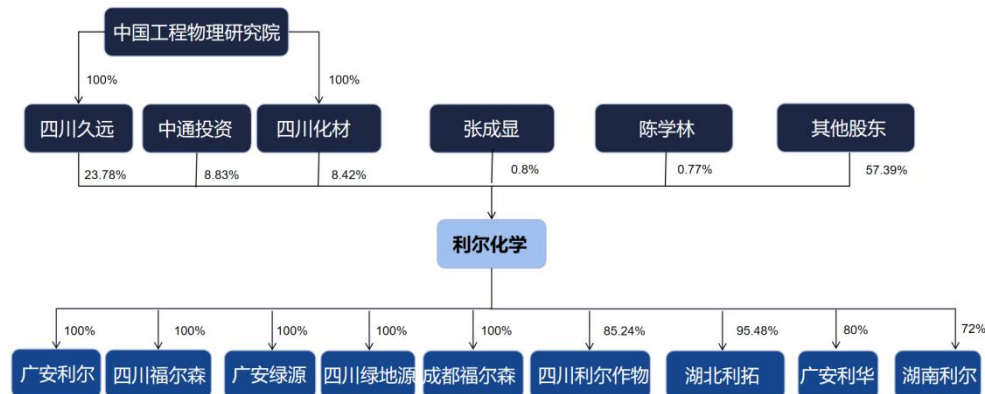
表2：公司主要农药产品及用途、竞争优势及市场占有率

产品品种	用途	竞争优势	市场占有率
精/草铵膦原药	用于果园、葡萄园、橡胶和棕榈种植园、观赏树木和灌木、非技术成熟、供应链稳定、农耕地、蔬菜种植前防除多种一年生、多年生阔叶杂草和一些禾本科杂草。	技术成熟、供应链稳定、规模化生产，制造成本具有优势	全球第一
毕克草原药	主要用于油菜、甜菜、玉米、小麦等有突出特点的旱地阔叶类芽后除草。		60%左右
毒莠定原药	主要用于牧场、森林、草坪的阔叶类芽后除草。	进入市场早、销售渠道稳定、主要中间体自主配套、规模化生产、制造成本具有优势	50-60%
氟草烟原药	主要用于小麦等谷类作物、果园、非耕地恶性杂草除草。		20-30%
绿草定原药	适用于森林造林前除草灭灌，维护防火线，扶育松树及林业改造，及非耕地防除阔叶杂草和木本植物，还可用于禾本科作物如小麦、玉米、高粱等田地防除阔叶杂草。		90%以上

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权结构清晰，实控人为中国工程物理研究院。截至 2024 年年底，中国工程物理研究院（性质为中央国资管理机构）直接及间接持有公司 32.2%的股份，是公司的实际控制人；中通投资持有 8.83%的股份，是公司的第二大股东。公司目前共有 6 家全资子公司，分别为广安利尔化学、四川福尔森、广安绿源、四川绿地源、福尔森科技（香港）、四川安盈。公司拥有 7 个直接持股 50%以上的控股子公司，包括湖北利拓、江苏快达农化、四川利尔作物科学、广安利华、湖南利尔生物、鹤壁市赛科化工、江油启明星氯碱化工。

图2：利尔化学股权结构图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

建立良好的技术创新及研发机制，为公司长远发展提供项目和技术储备。利尔化学作为国家高新技术企业、科技部火炬计划重点高新技术企业，在成为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的基础上，公司持续优化研发机制，加大研发投入力度，迄今拥有大批学历高、经验丰富的科技工作者。近年来，公司研发人员数量保持平稳增长，占比维持高位，并与多家高校和科研院所建立了合作关系，**当前公司研发的方向主要是：持续对草铵膦、丙炔氟草胺、噻菌灵、氯代吡啶类、MEI 等项目进行工艺技术优化；开发包括 L-草铵膦、溴氰虫酰胺、阻燃剂等系列新产品，为公司长远发展提供项目和技术储备，增加公司未来新的盈利增长点。**

图3：近年来，公司研发投入保持在 4%左右



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司研发人员占比保持高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表3：公司研发投入方向及项目进展（截至 2024 年年底）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
草铵膦	在线工艺技术优化	技术验证	降本增效	提高产品市场竞争力
L-草铵膦	新工艺开发	技术验证	产业化	增加新的盈利增长点
丙炔氟草胺	在线工艺技术优化	技术验证	降本增效	提高产品市场竞争力
噻菌灵	在线工艺技术优化	技术验证	产业化	增加新的盈利增长点
氯代吡啶类	在线工艺技术优化	技术验证	降本增效	提高产品市场竞争力
溴氰虫酰胺	新产品开发	小试	产业化	提高产品市场竞争力
MEI	在线工艺技术优化	技术验证	降本增效	增加新的盈利增长点
阻燃剂	新产品开发	中试	产业化	增加新的盈利增长点

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司管理层多为内部晋升，持有公司股权。据公司公告，目前利尔化学的管理层多为内部晋升，拥有多年职能部门/子公司/股东方单位工作经验，对公司及农化行业有着深刻理解；公司管理层整体薪酬水平在国内农化行业上市公司中处于较高水平，且管理层多持有公司股权，公司激励机制较为完善。

表4: 公司部分管理层人员简介

姓名	职务	任职年份	薪酬(万元)	持股数(万股)	简介
尹英遂	董事长、董事	2012	121.59	81.31	曾任四川西普化工技术员，公用工程部经理，项目办主任，研发部经理，生产部经理，总经理助理，副总经理，总经理，四川神光石英科技董事长，四川久远投资党委委员，董事，副总经理，中国工程物理研究院应用技术研究中心副主任，公司总经理等职务。
李江	总经理	2021	116.90	18.59	曾任利尔化学生产保障部副部长，部长，生产制造中心主任，总经理助理，高级副总经理等职务。
刘军	副总经理、董事会秘书	2007	87.04	22.23	曾任利尔化学有限责任公司企划主管，总经理办公室副主任，公司董事等职务。
罗荣臻	副总经理	2016	80.99	17.56	曾任绵阳市华力达房地产开发有限公司总经理助理，绵阳云海电子科技有限公司副总经理，启明星华创董事长，利尔化学总经理助理，党总支书记等职务。
邱丰	副总经理	2016	86.97	8.59	曾任公司市场部部长，技术副总监，总经理助理等职务。
刘惠华	副总经理	2018	87.00	14.92	曾任利尔化学技术中心主任助理，品质保障部部长，QEHS 总监，鹤壁市赛科化工有限公司董事长等职务。
程柯	副总经理	2020	81.20	1.74	曾任公司产品研发部部长，技术中心副主任，总经理助理等职务。
李燕飞	副总经理	2020	81.40	4.09	曾任公司车间主任，生产制造中心副主任，设备部部长，生产制造中心主任，生产总监等职务。
刘晓伟	副总经理	2021	80.94	0.42	曾任利尔作物产品经理，推广主管，产品管理与市场开发部主管，市场总监，总经理等职务。
颜宣	财务负责人	2020	76.89	1.40	曾任公司财务部会计，部长助理，财务共享中心财务管理部部长，副主任等职务，曾在四川富临实业集团有限公司财务部，四川久远投资控股集团有限公司财务管理部任职。

资料来源：Wind、公司 2024 年年报，国信证券经济研究所整理

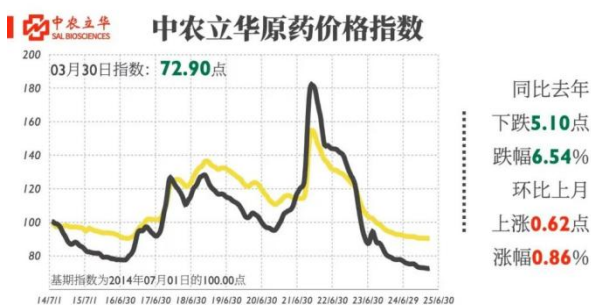
公司近期经营状况分析

此轮全球农化行业库存周期及产能周期简介

全球农化行业此轮库存周期：中国农药以出口为主，出口量占中国农药产量的三分之二左右，在全球农药市场的份额也较高，2021 年开始，受公共卫生事件影响国内农药出现阶段性供应不畅，导致海外进行恐慌性备货，叠加产品原料价格上涨等诸多因素，全球农药价格一路走高，中国农药的出口数量在 2021、2022 年不断创下新高，导致海外库存累积，而 2023 年以来，随着全球农药供应秩序恢复正常，农药行业进入去库周期，同时新增产能不断投放使得行业供过于求矛盾日益显现，绝大多数农药产品价格持续下跌，中国农药出口数量也在 2023 年上半年出现显著下滑。2023 年四季度以来，中国农药出口到南美的数量逐渐恢复到正常区间，2024 年下半年以来中国农药出口到北美的数量也已恢复，整体看目前全球农药行业的供需秩序已经恢复，此轮全球农药行业的去库周期已经接近尾声，产能过剩已取代行业去库成为当前全球农化行业的首要矛盾。

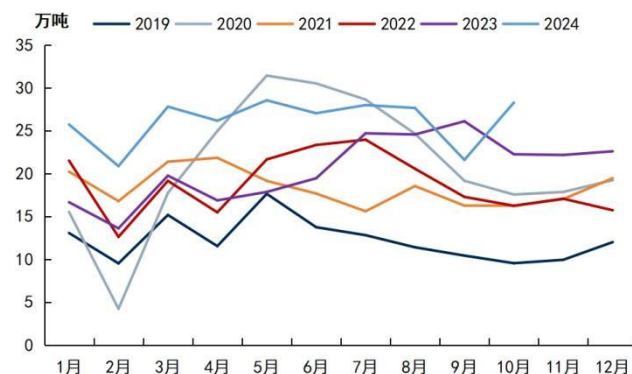
全球农化行业进入去产能周期：受 2021/2022 年农药价格大幅上涨、海外种植面积增加带来需求增量等利好影响，国内农药企业开始进行产能扩张，多数扩产不受限制的非专利农药产能快速增长，2021-2023 年 SW 农药行业资本开支分别达到 141.04、161.90、173.48 亿元，大幅超过 2020 年的水平，以利尔化学主营的草铵膦产品为例，据百川盈孚，2024 年底国内草铵膦产能达 15.10 万吨/年，较 2020 年底增长 11 万吨/年，增速 268.29%。而根据中农纵横估算，2021 年全球草铵膦需求量约 5 万吨，预期 2026-2028 年后，随着新生代转基因的渗透、百草枯的禁用替代、复配制剂的增加和草铵膦价格下降后部分替代其他除草剂，草铵膦需求量还将增加不少于 4.5 万吨，届时全球草铵膦使用量有望达到 10 万吨左右，即当前国内草铵膦产能便可满足预期的 2028 年全球草铵膦需求并有富足，说明草铵膦行业的产能过剩问题严峻，无原料/技术优势的企业多陷入亏损。2024 年 SW 农药行业资本开支开始下降，我们认为当前多数农药均面临产能过剩问题，部分农药品种出现大范围亏损，2025 年以来中农利华原药价格指数的下跌速度也有所放缓，多数农药价格进入磨底周期，落后产能将不断出清，全球农化行业进入新一轮去产能周期。

图5：中农立华原药价格指数



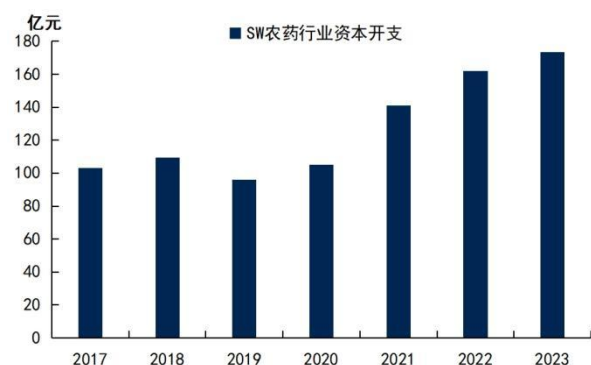
资料来源：中农立华，国信证券经济研究所整理

图6：中国农药月度出口数量（HS 编码 3808）



资料来源：Trade Map，国信证券经济研究所整理

图7：SW 农药行业资本开支



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：中国草铵膦行业产能



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

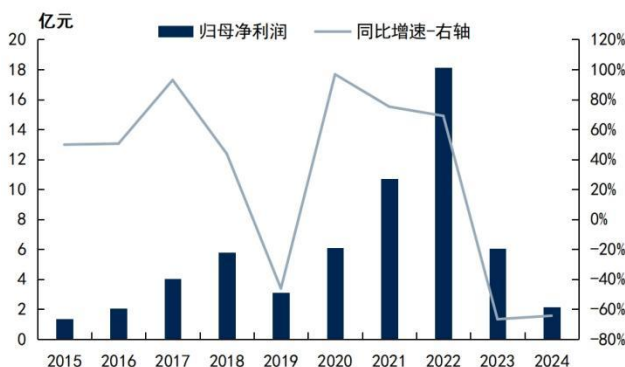
2021-2024 年利尔化学业绩先增长后下滑。在全球农化行业库存周期及扩产周期的共同作用下，利尔化学 2021/2022 年的营收和利润水平大幅增长，2021/2022 年分别实现归母净利润 10.72/18.12 亿元，同比增长 75.17%、69.01%，2023/2024 年营收和利润水平下滑，2023/2024 年分别实现归母净利润 6.04/2.15 亿元，同比下降 66.68%、64.34%。

图9：利尔化学营业收入及同比增速



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：利尔化学归母净利润及同比增速



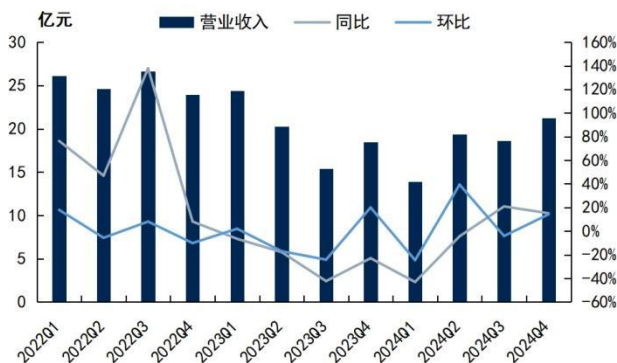
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 2024 年年报简析

全球农化去库拖累公司业绩，2024 年归母净利润同比下降 64.34%。利尔化学披露 2024 年年报及 2025 年第一季度业绩预告，公司 2024 年实现营业收入 73.11 亿元，同比下降 6.87%；归母净利润为 2.15 亿元，同比下降 64.34%；基本每股收益 0.27 元。公司拟每 10 股派发现金红利 2 元(含税)。2024 年全年，公司的销售毛利率 16.06%，同比下降 7.28 pcts；销售净利率 4.08%，同比下降 5.69 pcts；销售期间费用率 10.88%，同比下降 0.40 pcts，其中销售、管理、财务、研发费用率分别变动+0.38、-0.78、+0.23、-0.23 pcts。公司 2024 年归母净利润下降主要系受全球农化去库周期及草铵膦行业产能快速扩张影响，多数农药产品价格下降，使得公司营收和毛/净利率下降。随着全球农化去库周期渐进尾声，公司的营收和盈利水平逐渐趋稳。

公司实现连续两个季度业绩同环比改善。2024 年第四季度，公司实现营业收入 21.23 亿元，同比增长 15.10%，环比增长 14.21%；归母净利润 0.83 亿元，同比增长 89.94%，环比增长 113.98%。2025 年第一季度，公司预计实现归母净利润 1.45 亿元至 1.55 亿元，同比增长 203.08%-223.98%，2024 年同期盈利 4784.18 万元。

图11: 利尔化学季度营业收入及增速



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 利尔化学季度归母净利润及增速



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

2024年,在重点项目建设及技改方面,公司绵阳、广安基地持续对现有产品工艺优化,完善了部分产业链,降本增效效果明显,不断提升老产品的竞争力;同时,控股子公司利尔生物对精草铵膦生产线技术进行了优化,市场需求稳步提升;控股子公司湖北利拓积极实施10000吨/年精草铵膦项目的主体建设,南区TBZ项目也稳步推进。在市场方面,公司依托现有优势产品和海内外销售渠道,深度加强和大客户的合作,在巴西等大市场积极扩展客户资源,市场份额进一步扩大;通过已有海外子公司,营销网络下沉,建立起了快捷高效的营销响应体系,有效增加了客户粘性;加快布局海外登记,已在8个国家完成了精草铵膦制剂的登记工作;设立制剂发展事业部,协同各分子公司推动制剂业务快速发展。

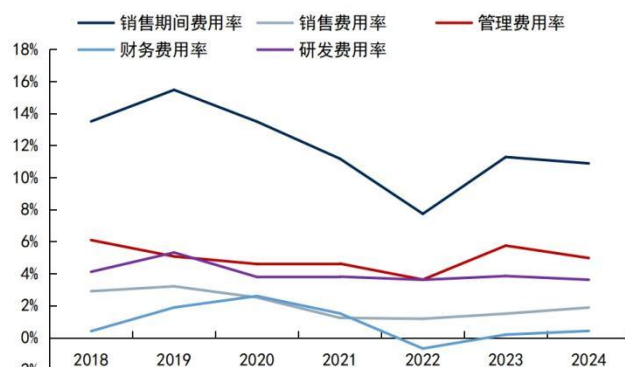
分产品看,1)农药原药业务实现营业收入41.01亿元,同比下降14.45%,毛利率16.90%,同比下降9.36pcts,销量59292.84吨,同比增长7.72%,销售均价69167.18元/吨,同比下降20.58%;2)农药制剂业务实现营业收入15.00亿元,同比下降9.42%,毛利率16.80%,同比下降3.35pcts,销量69918.09吨,同比增长16.14%,销售均价21457.47元/吨,同比下降22.01%;3)农药中间体业务实现营业收入7.79亿元,同比增长42.49%,毛利率18.23%,同比下降12.83pcts;4)化工材料等业务实现营业收入3.69亿元,同比增长130.34%;5)农化产品流通(贸易)业务实现营业收入4.99亿元,同比下降25.38%。分区域看,国际销售收入34.36亿元,同比下降13.18%,毛利率18.06%,同比下降9.71pcts;国内销售收入38.74亿元,同比下降0.46%,毛利率14.29%,同比下降4.55pcts。

图13: 利尔化学销售毛利率及净利率



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 利尔化学销售期间费用率



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

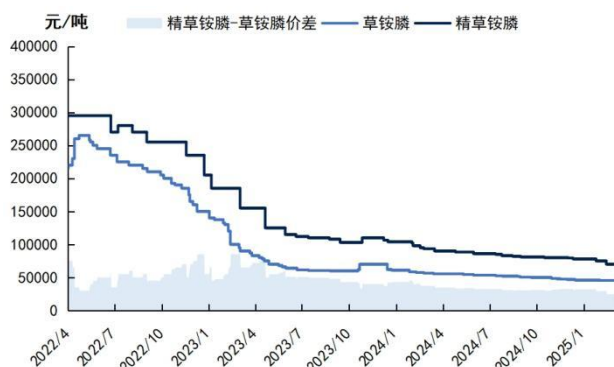
精草铵膦市场需求快速增长，公司加快海外制剂登记。精草铵膦的除草活性更强、作用更快、适用范围更广，可以代替传统灭生性除草剂草甘膦、百草枯的市场、也同样适用于耐草铵膦的转基因作物，故而精草铵膦的需求处于快速发展的趋势。据百川盈孚，截至 2025 年 4 月 3 日，国内草铵膦参考价格 4.55 万元/吨，参考成本和毛利分别为 57384.75、-11884.75 元/吨；50%精草铵膦母液折百价 7 万元/吨，精草-普草价差收窄至 2.45 万元/吨，精草/普草比价为 1.54:1。近两年草铵膦行业新增产能不断投行，行业供过于求矛盾日益凸显，无原料/技术优势的企业多陷入亏损，在此背景下公司控股子公司利尔生物 2024 年仍实现净利润 4248.05 万元，彰显出公司作为全球草铵膦行业龙头的经营韧性。2024 年，控股子公司利尔生物积极优化 2 万吨/年精草铵膦生产线，市场销售稳步扩大；控股子公司湖北利拓积极实施 1 万吨/年精草铵膦项目的主体建设，2024 年末已完成主体建设。除增产技改外，2024 年公司加快布局海外登记，已在 8 个国家完成了精草铵膦制剂的登记工作，据海关总署，2024 年湖南省“其他非卤化有机磷衍生物”（包含草甘膦、草铵膦、精草铵膦）出口数量 400.82 吨，同比增长 247.63%，出口均价 64350.90 元/吨，同比增长 92.47%，说明子公司湖南利尔生物已实现精草铵膦的顺利出口，未来海外精草铵膦制剂登记有望助力公司精草铵膦产品实现盈利修复。

图15: 草铵膦价格、成本、毛利



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

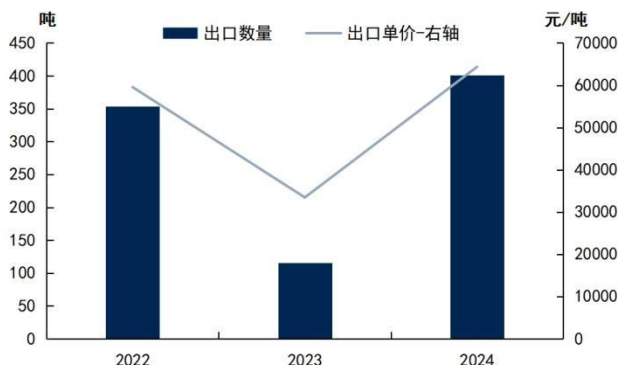
图16: 精草铵膦价格



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司深度加强和大客户的合作。公司产品出口美国、加拿大、巴西、阿根廷、澳大利亚、印度等三十多个国家及地区，主要客户科迪华、巴斯夫、先正达、纽发姆、住友化学等均为行业内国际顶尖农化企业，公司通过长期的品质、供应和服务保障，与之建立了长期稳定的战略合作关系，在客户中拥有良好的信誉。2024 年，在产品价格大幅下降的背景下，公司来自第一大客户的销售收入仍达到 9.74 亿元，仅同比下降 9.81%，说明客户的采购数量大幅增长，公司与第一大客户的联系进一步加深。值得一提的是，2024 年公司与大客户科迪华成立的合资公司广安利华（利尔化学持股 80%，科迪华持股 20%）相关项目建成投运，当年实现营业收入 5.66 亿元，净利润 5891 万元，净利润率达 10.41%，高于公司整体的 4.08%。

图17: 湖南省其他非卤化有机磷衍生物出口数量及价格



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图18: 利尔化学前五大客户营收



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

拟收购山东汇盟股权，做大做强氯代吡啶及草铵膦产业链。2025年3月24日，公司公告《关于筹划对外投资事项的提示性公告》，公司拟收购山东汇盟控股权。据山东汇盟官网，山东汇盟总部位于山东菏泽，总资产14.11亿元，全国员工近750人，拥有山东、安徽、黑龙江三大生产基地。山东汇盟深耕吡啶氟化衍生物产品的研发及规模化生产领域，拥有多年的技术沉淀与经验，围绕DCTF（2,3-二氯-5-三氟甲基吡啶）、CTC（2-氯-6-三氟甲基吡啶）等产品合成路线，产品主要包括吡啶氯氟化衍生物中间体。山东汇盟掌握定向催化氯化、高效氟化等合成工艺技术，其定向催化合成DCTF技术、生物法生产L-高丝氨酸及精草铵膦技术居世界先进水平，是国内第一家实现DCTF规模化生产的企业。山东汇盟子公司黑龙江农药正在建设中的五氟磺草胺项目和精草铵膦项目，子公司安徽安和生物是主营乳酸系列产品，现拥有D-乳酸及产能6000吨/年。我们认为，山东汇盟的吡啶氯氟化衍生物中间体与利尔化学的氯代吡啶产业链存在很强的协同效应，L-高丝氨酸及精草铵膦业务也与利尔化学的草铵膦业务存在重合，若成功收购，利尔化学的氯代吡啶及草铵膦业务的规模及技术实力将进一步提升。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下主要假设条件：

农药原药：1) 公司 2024 年原药外销量 59292.84 吨，2024 年公司子公司广安利华相关项目建成投运，控股子公司湖北利拓积极实施 10000 吨/年精草铵膦项目的主体建设，未来公司原药产销量有望进一步增长。我们假设 2025-2027 年公司原药销量分别为 65000、72000、80000 吨。据公司 2025 年第一季度业绩预告公告，公司部分产品的销量和价格有所上涨，导致一季度经营业绩同比实现增长。公司 2024 年原药销售均价 69167.18 元/吨，结合中农立华原药价格指数及公司公告，我们假设 2025-2027 年公司原药销售价格分别为 69000、70000、71000 元/吨。公司 2024 年原药业务毛利率 16.90%，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 21.00%、22.00%、23.00%。

农药制剂：与农药原药类似，公司 2024 年农药制剂销量 69918.09 吨，我们假设 2025-2027 年公司农药制剂销售量分别为 76909.90、80000.00、81000.00 吨；公司 2024 年农药制剂销售均价 21457.47 元/吨，我们假设 2025-2027 年公司农药制剂销售均价分别为 21000.00、21500.00、22000.00 元/吨；公司 2024 年农药制剂毛利率为 16.80% 我们假设 2025-2027 年公司农药制剂分别为 21.00%、22.00%、23.00%。

农药中间体：公司 2024 年农药中间体销量 19768.66 吨，我们假设 2025-2027 年公司农药中间体销售量分别为 21745.53、22832.80、23974.44 吨；公司 2024 年农药中间体销售均价 39417.35 元/吨，我们假设 2025-2027 年公司农药中间体销售均价分别为 39000.00、40000.00、40000.00 元/吨；公司 2024 年农药中间体毛利率为 18.23%，我们假设 2025-2027 年公司农药中间体分别为 21.00%、22.00%、23.00%。

基于以上主要假设条件，我们预计 2025-2027 年利尔化学的营业收入分别为 791129.62、873642.49、958409.05 万元，毛利率分别为 19.68%、20.70%、21.58%，对应毛利润分别为 155715.46、180866.48、206786.10 万元。

表5: 利尔化学盈利拆分

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
农药原药						
营业收入（万元）	648606.48	479400.35	410111.87	448500.00	504000.00	568000.00
营业成本（万元）	422538.34	353533.47	340798.25	354315.00	393120.00	437360.00
毛利（万元）	226068.14	125866.87	69313.62	94185.00	110880.00	130640.00
毛利率（%）	34.85%	26.26%	16.90%	21.00%	22.00%	23.00%
销售均价（元/吨）	131212.98	87094.55	69167.18	69000.00	70000.00	71000.00
外销量（吨）	49431.58	55043.67	59292.84	65000.00	72000.00	80000.00
农药制剂及其他						
营业收入（万元）	223740.99	165621.02	150026.56	161510.79	172000.00	178200.00
营业成本（万元）	151344.13	132242.33	124829.22	127593.52	134160.00	137214.00
毛利润（万元）	72396.85	33378.69	25197.34	33917.27	37840.00	40986.00
毛利率	32.36%	20.15%	16.80%	21.00%	22.00%	23.00%
销售均价（元/吨）	35836.79	27511.72	21457.47	21000.00	21500.00	22000.00
外销量（吨）	62433.32	60200.17	69918.09	76909.90	80000.00	81000.00
农药中间体						
营业收入（万元）	/	/	77922.81	84807.55	91331.21	95897.77
营业成本（万元）	/	/	63717.11	66997.97	71238.34	73841.28
毛利润（万元）	/	/	14205.70	17809.59	20092.87	22056.49
毛利率	/	/	18.23%	21.00%	22.00%	23.00%
销售均价（元/吨）	/	/	39417.35	39000.00	40000.00	40000.00
外销量（吨）	/	/	19768.66	21745.53	22832.80	23974.44
农化产品流通（贸易收入）						
营业收入（万元）	53348.61	66913.81	49928.44	50000.00	55000.00	60000.00
营业成本（万元）	50328.58	64765.99	48807.89	48500.00	53350.00	58200.00
毛利润（万元）	3020.03	2147.81	1120.55	1500.00	1650.00	1800.00
毛利率	5.66%	3.21%	2.24%	3.00%	3.00%	3.00%
化工材料						
营业收入（万元）	86289.6	71194.8	36949.7	40000.00	45000.00	50000.00
营业成本（万元）	64941.3	50932.6	31596.2	34000.00	36900.0	41000.00
毛利润（万元）	21348.3	20262.1	5353.5	6000.00	8100.00	9000.00
毛利率	24.74%	28.46%	14.49%	15.00%	18.00%	18.00%
总计						
营业收入（万元）	1013614.42	785060.75	731088.17	791129.62	873642.49	958409.05
营业成本（万元）	689464.45	601815.67	613641.67	635414.16	692776.01	751622.95
毛利润（万元）	324149.98	183245.08	117446.50	155715.46	180866.48	206786.10
毛利率	31.98%	23.34%	16.06%	19.68%	20.70%	21.58%
营收增速（%）	56.08%	-22.55%	-6.87%	8.21%	10.43%	9.70%
营业成本/营业收入	68.02%	76.66%	83.94%	80.32%	79.30%	78.42%
主要财务指标						
归母净利润（万元）		60388.82	21533.68	40158.93	51852.91	64334.52
每股收益		0.75	0.27	0.50	0.65	0.80
PE		11.82	33.16	17.78	13.77	11.10
PB		0.95	0.92	0.90	0.87	0.84
ROE		8.06%	2.79%	5.07%	6.33%	7.56%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：每股股价 11.45-20.59 元

基于行业供需格局以及公司在建产能投放进度，我们预计公司未来收入、业绩端保持一定增长，我们预计公司未来三年费用率变化不大，未来三年估值具体假设条件见下表：

表6：公司盈利预测假设条件

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	56.08%	-22.55%	-6.87%	8.21%	10.43%	9.70%
营业成本/营业收入	68.02%	76.66%	83.94%	80.32%	79.30%	78.42%
管理费用/营业收入	3.38%	5.42%	4.51%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用/营业收入	3.61%	3.85%	3.61%	3.60%	3.60%	3.60%
销售费用/销售收入	1.18%	1.50%	1.88%	1.80%	1.70%	1.60%
营业税及附加/营业收入	0.39%	0.54%	0.67%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税税率	14.44%	12.53%	12.87%	12.87%	12.87%	12.87%
股利分配比率	18.12%	78.09%	58.36%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

注：此处管理费用不含无形资产摊销；股利分配比率=分配股利、利润或偿付利息支付的现金/税后利润

表7：资本成本假设

项目	值	项目	值
无杠杆 Beta	1.3	T	12.87%
无风险利率	2.50%	Ka	10.95%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.82
公司股价	8.92	Ke	14.31%
发行在外股数	800	E/(D+E)	68.66%
股票市值(E)	7140	D/(D+E)	31.34%
债务总额(D)	3258	WACC	10.92%
Kd	4.00%	永续增长率	2.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析：

表8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
永续增长率变化	14.80	9.9%	10.4%	10.92%	11.4%	11.9%
	3.5%	20.59	18.64	16.95	15.48	14.19
	3.0%	19.43	17.67	16.14	14.80	13.60
	2.5%	18.43	16.83	15.43	14.19	13.08
	2.0%	17.55	16.09	14.80	13.65	12.61
	1.5%	16.78	15.43	14.23	13.16	12.19
	1.0%	16.09	14.84	13.72	12.72	11.81
	0.5%	15.48	14.31	13.26	12.32	11.45

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件, 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 79.11/87.36/95.84 亿元, 归母净利润为 4.02/5.19/6.43 亿元, 摊薄 EPS 为 0.50/0.65/0.80 元。采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 11.45-20.59 元, 在 2% 的永续增长率以及 10.92% 的 WACC 假设前提下公司的每股合理价值为 14.80 元。

相对估值: 每股股价 10.00-11.50 元

我们选取国内农药行业龙头扬农化工, 主营海外农药制剂的润丰股份, 以及国内草甘膦产能最大的兴发集团作为利尔化学的可比公司, 选择理由如下:

1、扬农化工 (600486.SH): 扬农化工是中国中化控股有限责任公司旗下成员企业, 全球拟除虫菊酯原药重要供应商, 全球农化企业十强。公司核心品种拟除虫菊酯是全国制造业单项冠军产品, 2018 年获中国工业大奖。公司现有员工 3000 余人, 经过多年市场布局, 与全球主要农化跨国巨头均形成紧密良好的合作, 产品远销全球 80 多个国家和地区, 是全球农药原药产品的核心供应商。扬农化工的优势在于研产销一体化, 在新农药产品创制及非专利产品创新上具有显著优势。公司发展愿景是成为“行业领先、受人尊重、科技驱动的创新型农化标杆企业”。2024 年, 扬农化工实现营业收入 104.35 亿元, 归母净利润 12.02 亿元。

2、润丰股份 (301035.SZ): 润丰股份主要产品为除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂等, 拥有多个品类全面而丰富的产品组合, 已构建了涵盖原药与制剂的研发、制造以及面向全球市场的品牌、渠道、销售与服务的完整产业链。润丰股份在中国、南美、欧洲、美国拥有 6 处制造基地, 已在境外设有 100 多个下属子公司, 在全球 100 多个国家和地区开展业务, 并正在积极持续地进一步完善全球营销网络。润丰股份已通过海关 AEO 高级认证, 先后获得“中国农药出口额 30 强”、“中国农药制造业 100 强企业”、“中国农药创新贡献奖”等各类荣誉称号。2023 年, 润丰股份实现营业收入 114.85 亿元, 归母净利润 7.71 亿元。

3、兴发集团 (002215.SZ): 草甘膦是目前全球第一大除草剂, 兴发集团的草甘膦产能达 23 万吨/年, 排名国内第一, 全球第二, 兴发集团凭借较高的磷资源自给和能源自给率, 以及配套有机硅产业链, 具有较强的成本竞争优势。2024 年, 兴发集团实现营业收入 283.96 亿元, 归母净利润 16.01 亿元。

表9: 同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价 (2025/4/3)	EPS			PE			PB	总市值 亿元
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	52.55	2.96	3.57	4.19	19.58	13.61	11.61	2.03	211.71
301035.SZ	润丰股份	海外农药制剂	55.64	1.91	3.35	4.18	27.02	15.39	12.34	2.38	156.22
600141.SH	兴发集团	磷化工、草甘膦	21.69	1.45	1.91	2.21	14.95	10.24	8.84	1.12	239.30
平均值							20.52	13.08	10.93	1.84	
002258.SZ	利尔化学	农药制剂、肥料	8.92	0.27	0.50	0.65	33.2	17.8	13.8	0.92	71.28

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

相对估值方面, 根据可比公司的平均 PE (2025 年) 约 13.08 倍, 我们预计利尔化学当前股价对应 2025 年预期 EPS 的 PE 为 17.8 倍, 略高于可比公司平均水平。PB 方面, 公司 PB 仅 0.92 倍, 远低于可比公司平均水平的 1.84 倍, 2024 年利尔化学固定资产增加 14.02 亿元, 折旧与摊销增加 1.91 亿元至 8.22 亿元, 2025 年一季度公司顶住折旧压力实现归母净利润改善, 显示出强劲的经营韧性, 因此我们认为利尔化学在当前阶段应当享有一定的估值溢价, 所以按照公司 2025 年 EPS 给予 20-23 倍 PE 来估值较合理, 对应股价区间 10.00-11.50 元。

投资建议: 维持“优于大市”评级

利尔化学是全球范围内继美国陶氏益农之后最先全面掌握氰基吡啶氯化工业化关键技术的企业, 目前公司是国内最大的氯代吡啶类除草剂系列农药产品研发及生产基地, 以及国内大规模的草铵膦、精草铵膦原药生产企业。在农化行业去库渐进尾声, 产能快速扩张, 市场竞争加剧, 多数农药产品价格低位的背景下, 公司连续两个季度实现归母净利润的同环比增长, 经营韧性凸显。我们看好公司的中长期成长, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.02/5.19/6.43 亿元, EPS 为 0.50/0.65/0.80 元, 对应当前股价 PE 为 17.8/13.8/11.1X。综合绝对及相对估值, 我们认为当前阶段公司股票合理估值区间在 10.00-11.50 元之间, 2025 年 EPS 对应动态市盈率为 20-23X, 相对于公司 4 月 3 日收盘价 (8.92 元) 有 12.11%-28.92% 的溢价空间, 维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 10.00-11.50 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的扬农化工、润丰股份、兴发集团等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑利尔化学的经营韧性，以及公司的 PB 水平较低，在行业平均动态 PE 为 13.08 的基础上给予了一定溢价，最终给予公司 2024 年 20-23 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 8.21%/10.43%/9.70%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 19.68%/20.70%/21.58%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受农药的价格影响较大，我们预计未来 3 年公司农药的市场价格和盈利水平小幅上涨，若由于形势变化，后续公司农药相关产品的实际价格低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

生产经营风险

市场竞争风险：就现有产品而言，公司目前仍在国内具有一定的技术、规模和客户优势，但国内外竞争对手的威胁明显加大，其产能规模逐步扩大，使得公司面临较大的竞争压力，这在一定程度上将影响公司销售和盈利能力。

环保风险：公司主要从事化学农药原药及制剂的生产，生产过程中会产生一定量的废水、废气、废渣。随着国家对生态文明建设、推进绿色低碳发展的要求不断增强，公司将采取一系列节能减排降碳和技术优化等措施来转型升级，进一步提升废物资源化利用，这将增加公司在环保设施、三废治理、碳排放管理等方面的投入和支出，从而对公司的收益水平造成一定的影响。

安全生产风险：公司生产过程中，部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质。产品生产过程中涉及高温、高压等工艺，对操作要求较

高，存在着因设备、工艺管理不到位导致操作不当或能量异常释放等原因导致安全事故的风险。虽然近些年公司未发生过较大及以上安全事故，但不能保证公司绝对不会发生较大及以上安全事故的发生；若发生较大及以上事故，可能给公司的生产经营带来一定的不利影响。

大规模建设投入导致利润下滑的风险：鉴于公司多个基地建设将投入较大金额的资本性支出，从而增加折旧费用、资金利息以及相应的其他运营成本，项目还需历经一定的建设周期，是否达到预期收益也还存在一定的不确定性，这将在一定时期内对公司业绩带来不利影响。

公司快速发展的管理风险：在目前公司快速发展的形势下，公司基地增加较多，异地建设项目也相应增多，集团及子公司管理更趋复杂。如果公司的管理人员、管理体系无法适应公司业务、规模迅速扩大带来的变化，将对公司经营造成不利影响。

国际贸易摩擦风险：在全球地缘政治博弈加剧的背景下，多国贸易保护主义带来的关税壁垒、市场准入限制和产业链布局调整等措施对中国出口企业带来的不利影响可能会持续，特别是中美贸易摩擦的持续发酵，导致中国出口产品的市场价格上涨、人民币汇率波动频繁以及供应链转移，将对公司发展造成一定不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1465	1450	1500	1800	2000	营业收入	7851	7311	7911	8736	9584
应收款项	1447	1911	1951	1915	1838	营业成本	6018	6136	6354	6928	7516
存货净额	1625	1689	1681	1661	1625	营业税金及附加	42	49	47	52	58
其他流动资产	629	623	633	612	575	销售费用	118	137	142	149	153
流动资产合计	5166	5673	5764	5988	6038	管理费用	451	363	358	391	424
固定资产	8226	8605	8780	8863	8880	研发费用	302	264	285	315	345
无形资产及其他	1050	1027	987	947	907	财务费用	15	30	86	78	64
投资性房地产	387	344	344	344	344	投资收益	(0)	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(63)	(56)	0	0	0
资产总计	14829	15648	15874	16141	16168	其他收入	(263)	(188)	(285)	(315)	(345)
短期借款及交易性金融负债	655	1196	1333	1154	837	营业利润	881	352	639	825	1023
应付款项	2267	2235	2292	2326	2167	营业外净收支	(4)	(10)	0	0	0
其他流动负债	693	619	604	656	713	利润总额	877	343	639	825	1023
流动负债合计	3616	4050	4228	4135	3717	所得税费用	110	44	82	106	132
长期借款及应付债券	2001	2156	1926	1926	1926	少数股东损益	163	83	155	200	248
其他长期负债	464	432	432	432	432	归属于母公司净利润	604	215	402	519	643
长期负债合计	2466	2587	2357	2357	2357	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6081	6638	6586	6493	6074	净利润	604	215	402	519	643
少数股东权益	1255	1284	1362	1462	1586	资产减值准备	43	1	0	0	0
股东权益	7493	7727	7927	8187	8508	折旧摊销	627	816	866	958	1024
负债和股东权益总计	14829	15648	15874	16141	16168	公允价值变动损失	63	56	0	0	0
						财务费用	15	30	86	78	64
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	415	(616)	(0)	163	47
每股收益	0.75	0.27	0.50	0.65	0.80	其它	(8)	34	77	100	124
每股红利	0.59	0.16	0.25	0.32	0.40	经营活动现金流	1745	505	1345	1740	1839
每股净资产	9.36	9.65	9.90	10.23	10.63	资本开支	0	(1107)	(1001)	(1001)	(1001)
ROIC	7.77%	2.67%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(0)	0	0	0	0
ROE	8.06%	2.79%	5%	6%	8%	投资活动现金流	(0)	(1107)	(1001)	(1001)	(1001)
毛利率	23%	16%	20%	21%	22%	权益性融资	10	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	5%	9%	10%	11%	负债净变化	1442	154	(230)	0	0
EBITDA Margin	20%	16%	20%	21%	22%	支付股利、利息	(472)	(126)	(201)	(259)	(322)
收入增长	-23%	-7%	8%	10%	10%	其它融资现金流	(3639)	530	136	(179)	(316)
净利润增长率	-67%	-64%	86%	29%	24%	融资活动现金流	(1689)	587	(294)	(439)	(638)
资产负债率	49%	51%	50%	49%	47%	现金净变动	56	(14)	50	300	200
股息率	6.6%	1.8%	2.8%	3.6%	4.5%	货币资金的期初余额	1409	1465	1450	1500	1800
P/E	11.8	33.2	17.8	13.8	11.1	货币资金的期末余额	1465	1450	1500	1800	2000
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(592)	497	906	1018
EV/EBITDA	8.5	11.7	8.6	7.3	6.3	权益自由现金流	0	92	328	659	646

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032