

利民股份 (002734.SZ)

杀菌剂行业领先企业，并购威远丰富产品布局

核心观点:

● 利民股份: 国内代森类杀菌剂行业龙头，业绩增长稳健

公司是国内杀菌剂行业领先企业，主要产品代森类杀菌剂、百菌清、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺均为国内行业龙头。公司近年来业绩表现向好，营业收入自 2015 年的 8.35 亿元增长到 2018 年的 15.19 亿元，年复合增速为 21.83%，归母净利润自 2015 年的 0.68 亿元增长到 2018 年的 2.06 亿元，年复合增速为达 44.39%。公司发布 2019 年半年度业绩预告，归母净利润为 1.96-2.06 亿元，同比增长 90%-100%。

● 主要产品景气向好，新建项目助力公司持续增长

公司自 2018 年进入产能释放期，根据公司 2018 年报，优势产品代森锰锌 2018 年底产能扩产 1 万吨达到 4 万吨，目前市场份额全国第一，全球第二，近年来盈利稳定向好；百菌清 2018 年四季度扩产 1 万吨达到 3 万吨，2018 年以来百菌清价格大幅上涨，新河化工为公司带来丰厚投资收益。此外，根据 2018 年年报，苯醚甲环唑、吡唑醚菌酯、水基化环保型制剂、石硫合剂等新建项目正常推进，助力公司未来几年持续增长。

● 现金收购威远生化，布局阿维菌素、草铵膦热点产品

2019 年 6 月，公司公告完成对威远生化的资产交割，目前合计持有威远资产组权益股份为 71.3%。威远生化拥有优势品种阿维菌素和草铵膦，内蒙新威远具有能源和土地等资源优势，此次并购威远后，公司丰富了产品结构，在采购、技术、渠道等方面产生协同效应。

● 盈利预测与投资建议

基于公司在建项目产能逐步释放，销量持续增长，主导产品价格盈利水平稳中向好的假设，考虑到公司 2019 年 6 月完成对威远资产并购交割，假设并表半年，我们预计 2019-2021 年公司每股 EPS 分别为 1.42 元、1.81 元、2.04 元，对应当前股价市盈率为 10.6 倍、8.3 倍、7.4 倍，按全年并表测算的 2019 年备考 EPS 为 1.60 元，参考可比上市公司 2019PE 均值为 12 倍，对于公司 2019 年备考每股收益给予 12 倍 PE 估值，对应公司合理价值为 19.2 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

在建项目投产不达预期；主要原材料价格大幅波动；重大环保、安全生产事故；供需情况变化导致代森锰锌、百菌清等产品价格大幅波动。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,423	1,519	2,644	4,033	4,607
增长率(%)	22.7	6.7	74.0	52.6	14.2
EBITDA(百万元)	236	251	391	560	624
净利润(百万元)	137	206	402	514	578
增长率(%)	21.5	50.1	94.9	28.1	12.3
EPS(元/股)	0.83	0.73	1.42	1.81	2.04
市盈率(P/E)	30.09	14.09	10.61	8.28	7.38
市净率(P/B)	2.47	1.60	1.92	1.56	1.29
EV/EBITDA	17.41	12.38	11.74	8.30	7.09

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

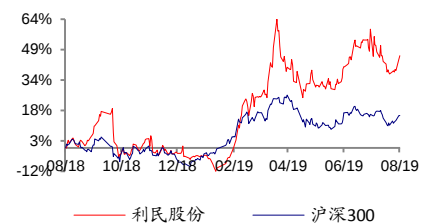
买入

当前价格	15.03 元
合理价值	19.20 元
报告日期	2019-08-21

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	283.50/203.86
总市值/流通市值(百万元)	4303.54/3094.64
一年内最高/最低(元)	17.50/9.44
30 日日均成交量/成交额(百万)	2.96/45.10
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	11.21/42.47

相对市场表现



分析师:

郭敏



SAC 执证号: S0260514070001



021-60750613



gzguomin@gf.com.cn

分析师:

王玉龙



SAC 执证号: S0260518070002



SFC CE No. BNX005
021-60750613



wangyulong@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

请注意, 郭敏、吴鑫然并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

联系人: 何雄 021-60750613

hexiong@gf.com.cn

目录索引

利民股份：杀菌剂行业领先企业，产品结构不断完善	5
公司为国内代森类杀菌剂行业龙头	5
公司业绩稳健增长，各项业务经营向好	6
主要产品景气向好，新建项目助力公司持续成长	7
杀菌剂行业前景广阔，公司积极布局大品类品种	8
代森锰锌：国内行业龙头，盈利能力稳定	9
百菌清：行业供给趋紧，产品景气向好	11
硝磺草酮：中间体供应紧张，产品价格明显上涨	12
苯醚甲环唑：产品景气向好，公司新建产能临近投放	14
吡唑醚菌酯：公司规划新建 1000 吨产能	15
现金收购威远生化，布局阿维菌素、草铵膦热点产品	16
阿维菌素：环保高压，价格上涨	17
草铵膦：行业需求前景广阔，公司技术领先	18
盈利预测与投资建议	20
风险提示	22

图表索引

图 1: 利民股份营业收入情况	6
图 2: 利民股份归母净利润情况	6
图 3: 公司近年来各业务营业收入构成	6
图 4: 公司近年来各业务毛利构成	6
图 5: 公司近年来毛利率与净利率情况	7
图 6: 公司近年来各业务毛利率情况	7
图 7: 公司近年来原药产品产销情况	7
图 8: 2015 年农药按类别占比情况	8
图 9: 全球杀菌剂市场规模及占比情况	8
图 10: 代森锰锌产业链情况	10
图 11: 全球主要代森锰锌厂商产能情况(万吨)	10
图 12: 国内代森锰锌产能格局	10
图 13: 全球代森锰锌销售额(亿美元)	11
图 14: 代森锰锌市场价格情况	11
图 15: 全球百菌清销售额(亿美元)	12
图 16: 百菌清全球格局	12
图 17: 全球主要百菌清厂商产能情况(万吨)	12
图 18: 百菌清近年来价格走势	12
图 19: 硝磺草酮消费构成(按作物)	13
图 20: 硝磺草酮消费构成(按国家)	13
图 21: 硝磺草酮主要厂商产能情况(吨/年)	13
图 22: 硝磺草酮原药价格情况 (万元/吨)	13
图 23: 苯醚甲环唑全球销售额情况(亿美元)	14
图 24: 2016 年苯醚甲环唑主要消费国家	14
图 25: 苯醚甲环唑国内主要厂商产能情况(吨/年)	15
图 26: 苯醚甲环唑价格情况	15
图 27: 2018 年国内吡唑醚菌酯原药企业产能 (吨)	15
图 28: 2009~2016 吡唑醚菌酯销售规模 (亿美金)	15
图 29: 吡唑醚菌酯专利到期后价格持续下行	16
图 30: 我国阿维菌素产能产量情况(吨)	17
图 31: 阿维菌素国内主要生产厂商市场份额	17
图 32: 阿维菌素原药市场价格情况	17
图 33: 全球阿维菌素销售额(亿美元)	17
图 34: 2017 年全球草铵膦生产厂商产能占比	18
图 35: 2017 年全球草铵膦产能按国别占比	18
图 36: 2016 年草铵膦按国别施用量占比	20
图 37: 2016 年草铵膦按作物种类施用量占比	20

表 1: 公司主要产品产能情况及扩产规划	5
表 2: 2005—2015 年全球作物保护市场增长情况.....	8
表 3: 2016 年全球杀菌剂销售额排名前列的品种	9
表 4: 全球草铵膦生产厂商产能和开工情况	18
表 5: 全球百草枯限制或者禁止使用国家概况.....	19
表 6: 利民股份业务分拆及关键盈利假设（单位：百万元）	21
表 7: 可比公司估值表（2019 年 8 月 15 日）	21

利民股份：杀菌剂行业领先企业，产品结构不断完善

公司为国内代森类杀菌剂行业龙头

利民股份成立于1996年，2015年1月于深交所上市。公司是国家定点农药制造骨干企业、中国农药行业30强企业和国家高新技术企业，主要从事农药原药、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、67种制剂等，公司控股子公司河北双吉产品共有5种原药和59种制剂。公司主要杀菌剂产品主要包括代森类、百菌清、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。公司主要产品均为“高效、低毒、低残留”的农药产品。

公司自上市以来，坚持内生与外延相结合的发展战略，一方面现有产能持续扩产，提高优势产品市场占有率，巩固竞争优势；另一方面通过外延方式丰富产品结构，打造新的增长点。根据公司招股说明书，2015年公司上市时拥有代森锰锌产能2万吨、霜脲氰产能2千吨、三乙膦酸铝产能5千吨、嘧霉胺产能1千吨、威百亩5千吨等其他40余类产品，目前公司主要产品产能较4年前得到较大扩充。此外，公司自2017年积极进行外延并购，2017年3月公司公告以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主要企业之一；2018年10月公司公告拟收购威远生化，2019年6月公告完成对威远生化的交割，目前合计持有71.3%的股份，威远生化拥有阿维菌素、草铵膦等明星产品，进一步丰富公司杀虫剂、除草剂品类。

表1：公司主要产品产能情况及扩产规划

产品分类	产品名称	现有产能(吨)	规划产能(吨)	预计投产时间	备注
杀菌剂	代森类产品	4万			新沂经济开发区3万吨； 河北双吉现有1万吨
	百菌清	3万			参股34%江苏新河
	霜脲氰	2000			新沂经济开发区
	三乙膦酸铝	5000	7000	2020年	新沂经济开发区
	嘧霉胺	1000			新沂经济开发区
	石硫合剂	1万	1万	2019-2020	河北双吉
	苯醚甲环唑		1000	2019-2020	新沂经济开发区
杀虫剂	威百亩	2.5万		2020年	新沂经济开发区
	阿维菌素	200	300		威远公司
除草剂	硝磺草酮	1000			新沂经济开发区
	草铵膦	1500	1500		威远公司

数据来源：公司2018年年报、广发证券发展研究中心

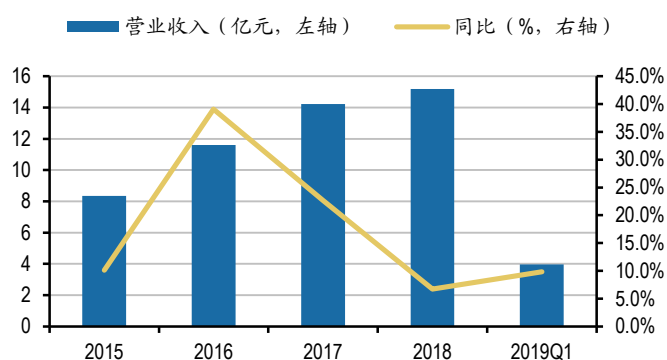
公司在杀菌剂细分品种竞争优势明显。根据公司2018年年报，公司是国内最大的保护性杀菌剂-代森类杀菌剂生产企业，掌握合成核心技术，处于全球领先地位。公司参股的新河公司是全球最大的百菌清生产企业，拥有全球领先的合成工艺，是该产品的国家标准制定者。公司也是国内最大的霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺和威百亩生产厂家，在杀菌剂领域享有重要的行业地位。公司注重国内外市场开发，市场覆

盖80多个国家和地区。

公司业绩稳健增长，各项业务经营向好

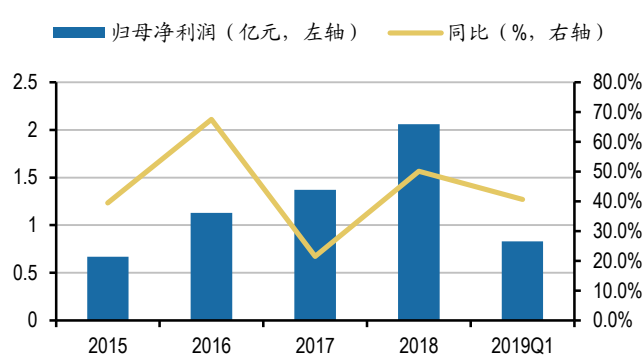
公司业绩表现向好。公司自上市以来，经营业绩稳健增长。营业收入从2015年的8.35亿元增长到2018年的15.19亿元，年复合增速为21.83%，归母净利润由2015年的0.68亿元增长到2018年的2.06亿元，年复合增速为达44.39%。公司2019年Q1实现营收3.97亿元，同比增长9.9%，实现归母净利润0.83亿，同比增长40.6%。此外，公司发布2019年半年度业绩预告，归母净利润为1.96-2.06亿元，同比增长90%~100%。

图1：利民股份营业收入情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

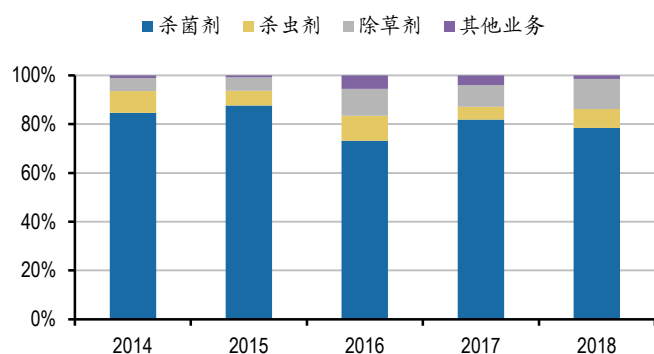
图2：利民股份归母净利润情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

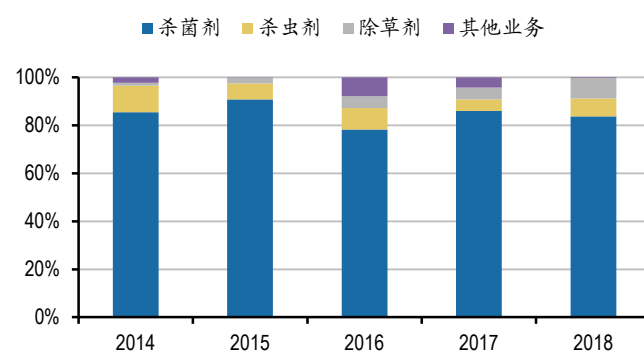
公司产品结构以杀菌剂为主。根据2018年年报，公司2018年杀菌剂、杀虫剂、除草剂营收占比分别为78.4%、7.8%、12.4%，毛利占比分别为83.8%、7.4%、8.7%。公司销售收入出口占比近年来有所下降，海外销售收入占比自2014年65.6%下降至2018年54.1%。

图3：公司近年来各业务营业收入构成



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：公司近年来各业务毛利构成

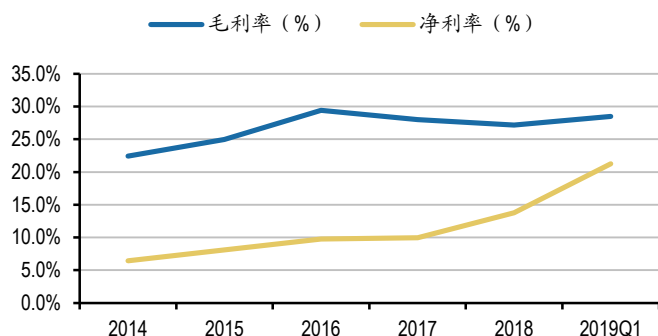


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司盈利能力近年来稳步提升。公司销售毛利率从2014年22.4%上升至2019年一季

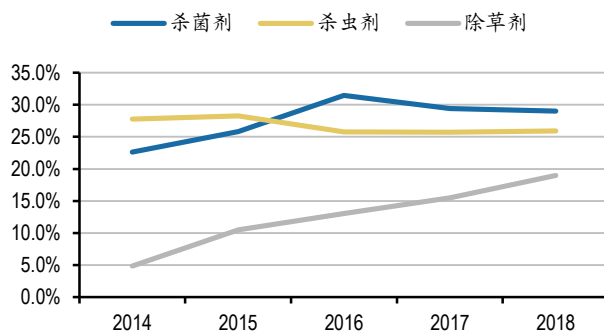
度28.5%，整体看公司毛利率自2016年以来较为稳定；销售净利率从2014年的6.4%上升至2019年一季度的21.3%，2018年以来公司三项费用率下降，净利率明显提升。从产品结构看，杀虫剂与杀菌剂毛利率较除草剂更高，两者也比较稳定，除草剂毛利率自2014年4.8%持续上升至2018年19%。

图5：公司近年来毛利率与净利率情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

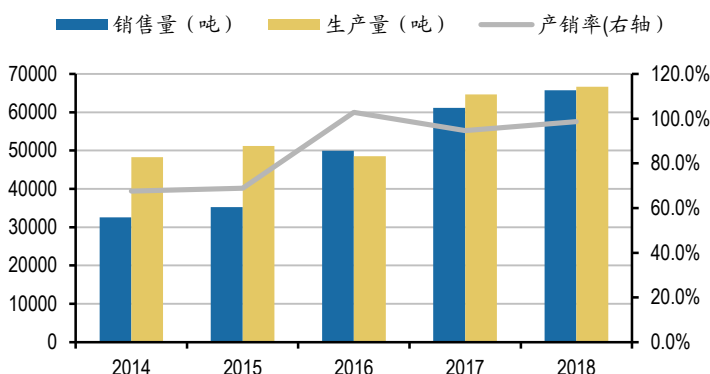
图6：公司近年来各业务毛利率情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司近年来产销量持续提升。根据公司财报，公司原药销量自2013年31776吨上升至2018年65712吨，原药产量自2013年48282吨上升至2018年66649吨。公司产销率也明显提升，2016年以来基本维持满产满销状态。

图7：公司近年来原药产品产销情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

主要产品景气向好，新建项目助力公司持续成长

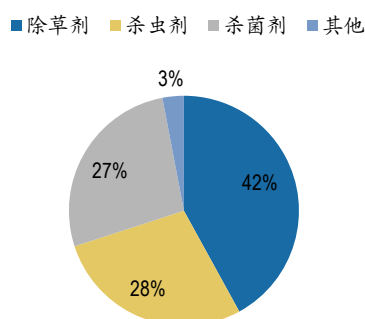
公司自2018年进入产能释放期，根据公司2018年年报，优势产品代森锰锌2018年底产能扩产1万吨达到4万吨，目前市场份额全国第一，全球第二，近年来盈利稳定向好；百菌清2018年四季度扩产1万吨达到3万吨，2018年以来百菌清价格大幅上涨，新河化工为公司带来丰厚投资收益。此外，根据2018年年报，苯醚甲环唑、吡唑醚菌酯、水基化环保型制剂、石硫合剂等新建项目正常推进，助力公司未来几年持续

增长。

杀菌剂行业前景广阔，公司积极布局大品类品种

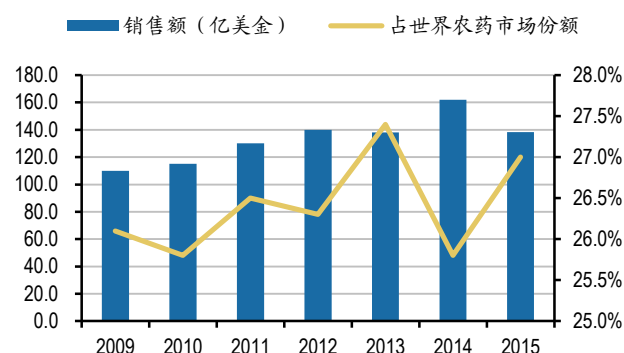
杀菌剂行业发展前景广阔。农业杀菌剂是指用于防治由各种病原微生物引起的植物病害的农药，一般指杀真菌剂，主要施用作物果树和经济作物。2015 年全球作物用农药市场销售额为 512.10 亿美元，杀菌剂占比约 27%；杀菌剂市场整体增速较快，截至 2015 年，杀菌剂过去 5 年、10 年复合增速分别为 5.4%、5.6%，快于杀虫剂和除草剂。短期内，主要影响因素是病虫害发生的程度和气候的影响；长期内，杀菌剂销售额的上升，主要是由于杀菌剂是提高食品产量和品质的重要因素；病害的抗性发展要求不断开发新的作用位点的杀菌剂，杀菌剂已成为近年来农药开发热点之一，发展前景广阔。

图8：2015年农药按类别占比情况



数据来源：农药资讯，广发证券发展研究中心

图9：全球杀菌剂市场规模及占比情况



数据来源：世界农化网，广发证券发展研究中心

表2：2005—2015年全球作物保护市场增长情况

	除草剂	杀虫剂	杀菌剂	其他
2015/2014 年增长率(%)	-10.3	-11.4	-6.7	-8.7
2015/2010 年复合年增长率(%)	3.3	5.1	5.4	4.5
2015/2005 年复合年增长率(%)	3.6	5.3	5.6	2.8

数据来源：《2015 年全球农药市场概况及发展趋势》赵平 农药 2017 年 02 期，广发证券发展研究中心

根据世界农化网数据，公司杀菌剂优势品种代森锰锌位列 2016 年全球杀菌剂销售额第 3 位，百菌清位列第 12 位；公司新建项目吡唑醚菌酯位列销售额第 5 位，苯醚甲环唑位列第 10 位，通过对这两个大品种杀菌剂的布局，公司在杀菌剂行业优势地位有望进一步加强。

表3: 2016年全球杀菌剂销售额排名前列的品种

排名	药剂	销售额(亿美元)	类别	上市时间(年)	开发公司
1	嘧菌酯	11.65	甲氧基丙烯酸酯类	1997	先正达
2	丙硫菌唑	10.73	SBI-其他唑类	2004	拜耳
3	代森锰锌	9.21	多位点-二硫代氨基甲酸酯类	1943	陶氏益农
4	戊唑醇	8.32	SBI-三唑类	1988	拜耳
5	吡唑醚菌酯	7.50	甲氧基丙烯酸酯类	2002	巴斯夫
6	铜制剂	6.14	多位点-无机类	1885	多家公司
7	肟菌酯	5.49	甲氧基丙烯酸酯类	2000	拜耳
8	环丙唑醇	4.91	SBI-三唑类	1988	先正达
9	丙环唑	4.69	SBI1-三唑类	1980	先正达
10	苯醚甲环唑	4.38	SBI1-三唑类	1989	先正达
11	氟环唑	4.25	SBI-三唑类	1993	巴斯夫
12	百菌清	3.33	邻苯二甲酰亚胺类	1963	先正达
13	氟唑菌酰胺	3.32	琥珀酸脱氢酶抑制剂类	2012	巴斯夫
14	啉氧菌酯	3.07	甲氧基丙烯酸酯类	2001	杜邦

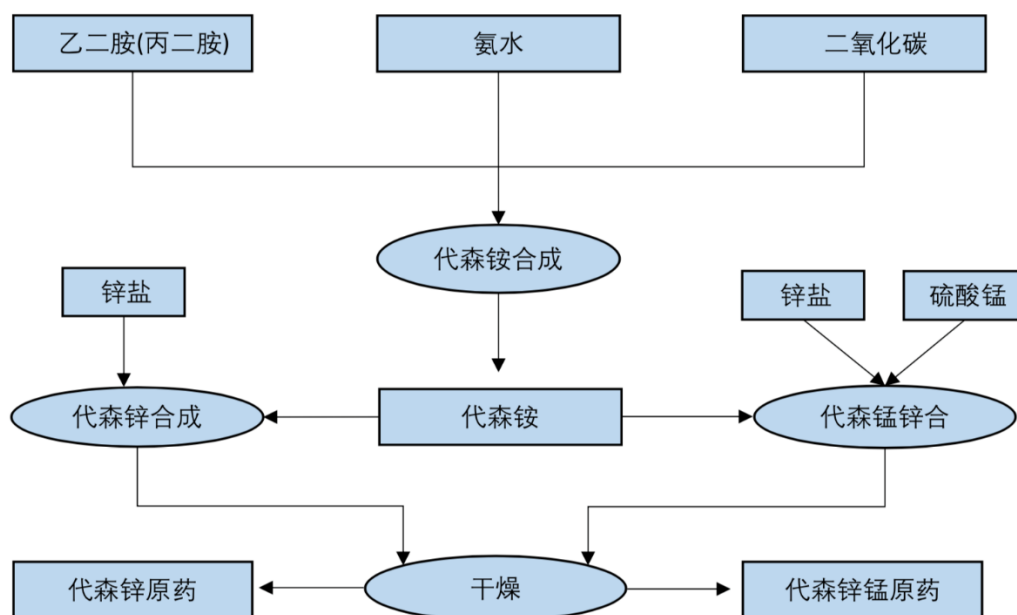
数据来源: Philips McDougall, 世界农化网, 广发证券发展研究中心

代森锰锌: 国内行业龙头, 盈利能力稳定

代森锰锌是美国罗姆哈斯公司(现属陶氏益农公司)1943年开发杀菌剂品种, 为代森锰与锌的配位络合物, 1961年实现大规模产业化生产。代森锰锌是一种广谱性多作用位点的保护性杀菌剂, 可用于防治蔬菜、粮食和果树上的多种病害, 被誉为杀菌剂中的“常青树”。代森锰锌在实际应用中具备多种优点: 一是杀菌谱极广, 对绝大多数真菌性病害都有效, 还能防治一些害虫; 二是不易产生抗性, 上市50多年来没有发现明显抗性; 三是能够促进作物生长, 还可为作物补充微量元素; 四是混用性

极好，几乎可与所有杀菌剂混用，提高防效和延长治理周期。

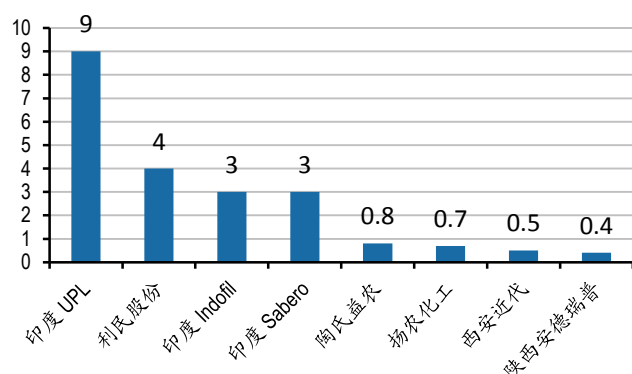
图10：代森锰锌产业链情况



数据来源：利民股份招股说明书，广发证券发展研究中心

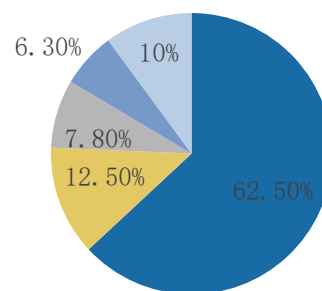
公司是国内最大、全球第二大代森锰锌生产商。根据百川资讯数据，目前全球代森锰锌产能合计约22万吨，主要分布在印度，印度三家龙头公司UPL、Sabero、INDOFIL产能分别是9、3、3万吨/年。国内现有产能6.4万吨，目前利民股份拥有产能4万吨，是国内行业绝对龙头。国内其他竞争对手主要包括：陶氏益农拥有0.8万；扬农化工通过并购收购宝叶公司，现有代森锰锌产能0.7万吨；西安近代拥有0.5万吨产能；陕西安德瑞普拥有产能0.4万吨。此外，公司代森产能自15年搬迁后提升了品质和工艺，新投产的1万吨代森类产品中有一半是锌含量更高的中高端产品代森联，未来在中高端市场占有率将持续提升。

图11：全球主要代森锰锌厂商产能情况(万吨)



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图12：国内代森锰锌产能格局

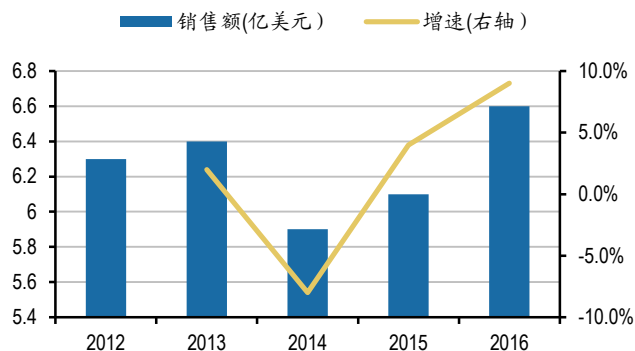


■ 利民股份 ■ 陶氏益农 ■ 西安近代 ■ 陕西安德瑞普 ■ 扬农化工

数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

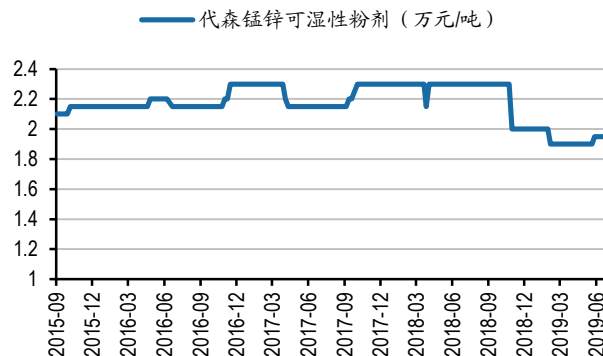
Philips McDougall数据显示, 2016年代森锰锌全球销售额9.21亿美元, 同比增长9%, 创近年来新高。2014年受农产品价格下滑、美元走强、气候条件不利等因素影响, 代森锰锌销售额降至5.9亿美元低点, 2015年以来代森锰锌市场逐步回暖。产品价格方面, 代森锰锌价格2015年以来一直维持在约2万元/吨水平, 自2017年下半年起有所上涨, 高点涨至近2.4万元/吨, 其后自2018年中开始回落, 截至目前代森价格回落至1.95万元/吨。代森系产品原材料主要包括: 丙二胺、乙二胺、硫酸锰、二硫化碳等, 考虑到原材料尤其是乙二胺价格明显回调, 整体盈利水平较为稳定。

图13: 全球代森锰锌销售额(亿美元)



数据来源: Philips McDougall、广发证券发展研究中心

图14: 代森锰锌市场价格情况



数据来源: 中农立华、广发证券发展研究中心

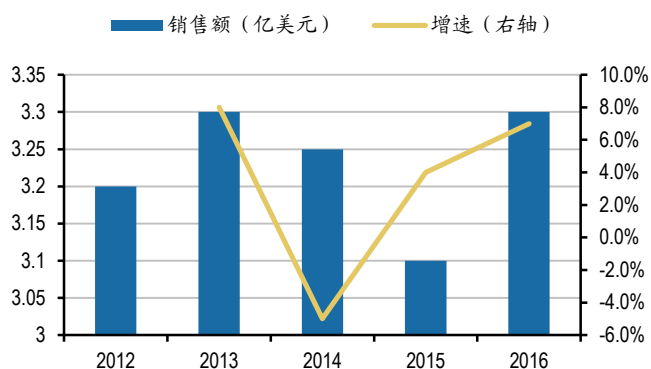
百菌清: 行业供给趋紧, 产品景气向好

百菌清是一种高效、低毒, 不易使作物产生抗药性的广谱保护性杀菌剂。目前百菌清主要被应用于果蔬、大豆、马铃薯以及小麦等植物, 能够起到防治锈病、白粉病、叶斑病等病害的作用。

百菌清自1963年上市以来一直是农药杀菌剂市场的主流产品, 据 Philips McDougall 数据统计, 百菌清 2016 年全球销售额为3.33亿美元, 位列全球杀菌剂销售额排名第12位。百菌清需求增长潜力较好, 2016年全球市场对百菌清需求量为4.9万吨, 未来市场需求增长动力主要包括: 1) 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。

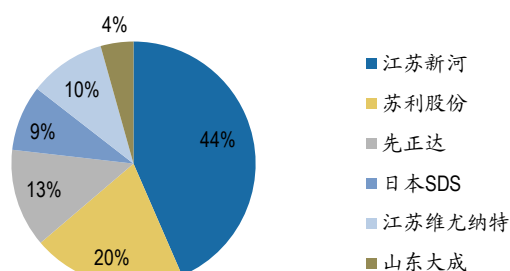
百菌清供给集中度高, 江苏新河产能全球第一。根据卓创资讯, 目前百菌清全球产能约为6.7万吨, 行业供给格局集中, 国外生产企业主要包括: 瑞士先正达(0.9万吨)、日本SDS(0.6万吨); 国内生产企业主要包括: 江苏新河(利民股份参股34%)(3万吨)、苏利股份(1.4万吨)、江苏维尤纳特精细化工(0.7万吨)、山东大成(0.3万吨)。根据公司2018年报, 新河化工新增1万吨百菌清生产线已经于2018年四季度建成投产, 目前产能达到3万吨, 目前全球产能占比约43%。

图15: 全球百菌清销售额(亿美元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

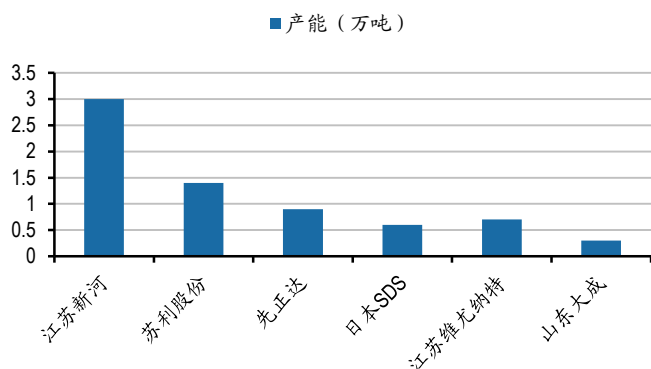
图16: 百菌清全球格局



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

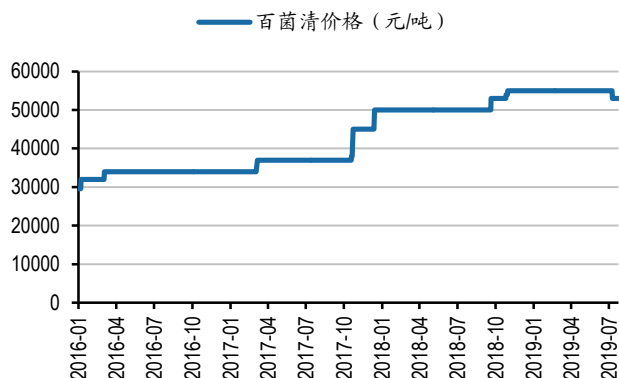
百菌清行业供给紧张，价格持续上涨。2015年中国化工收购先正达，百菌清业务被先正达剥离出售给美国Amvac农药公司，公司开工负荷下降；2016年2月江苏维尤纳特公司生产车间发生火灾事故；2017年先正达休斯顿工厂受德克萨斯州飓风影响损毁严重，2019年6月世界农化网报道，先正达拟今年开始逐步关闭其位于美国休斯顿港的百菌清生产工厂，并解雇135名全职员工和160合同工，工厂将开始减少库存并降低产量，并于2020年初停止生产。此外，国内厂商在环保高压的背景下，相关企业开工率不足，供应紧张推动百菌清价格持续上涨，百菌清价格由16年初的3万元/吨，上涨至目前的5.5万元/吨。

图17: 全球主要百菌清厂商产能情况(万吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图18: 百菌清近年来价格走势



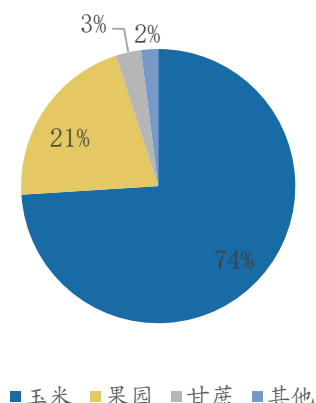
数据来源: 中农立华、广发证券发展研究中心

硝磺草酮: 中间体供应紧张，产品价格明显上涨

硝磺草酮是由先正达公司开发的HPPD抑制剂类除草剂，产品于2001年登记和上市，可有效防治阔叶杂草和部分禾本科杂草。根据Philips McDougall数据统计，硝磺草

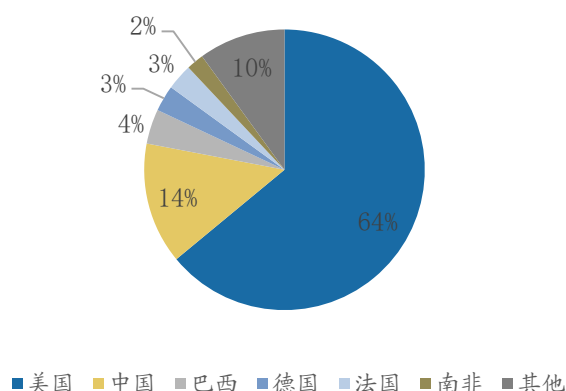
酮2016年全球销售额为4.89亿美元，销售金额为列全球除草剂第7位，在全球HPPD抑制剂类除草剂中，硝磺草酮销售额居首位。硝磺草酮具有广谱、高效的除草活性，可与乙草胺、烟嘧磺隆等混用，能同时防除阔叶作物中的阔叶杂草和禾本科杂草，主要用于玉米、果园、甘蔗等作物，是替代长期使用和残留期长的莠去津等三嗪类除草剂的重要品种。

图19: 硝磺草酮消费构成(按作物)



数据来源: 世界农化网、广发证券发展研究中心

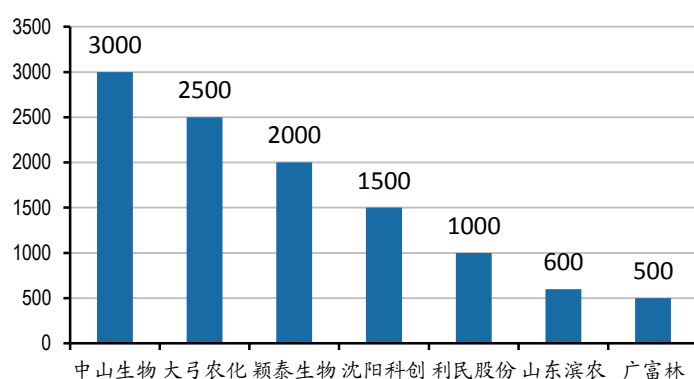
图20: 硝磺草酮消费构成(按国家)



数据来源: 世界农化网、广发证券发展研究中心

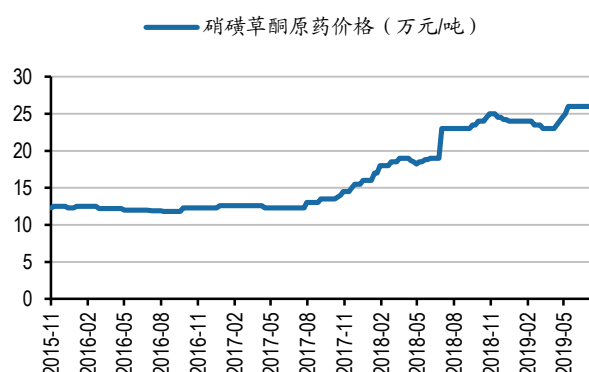
行业供应紧张，产品价格持续上涨。根据中农立华数据，国内硝磺草酮行业供给集中度较高，目前原药总产能约11000吨，主要集中在中山生物、大弓农化、颖泰生物、沈阳科创等生产企业。2017年以来，国内硝磺草酮价格持续上涨，2019年6月原药价格最高上涨至26万/吨，较2017年年初涨幅接近翻倍。

图21: 硝磺草酮主要厂商产能情况(吨/年)



数据来源: 中农立华、广发证券发展研究中心

图22: 硝磺草酮原药价格情况(万元/吨)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

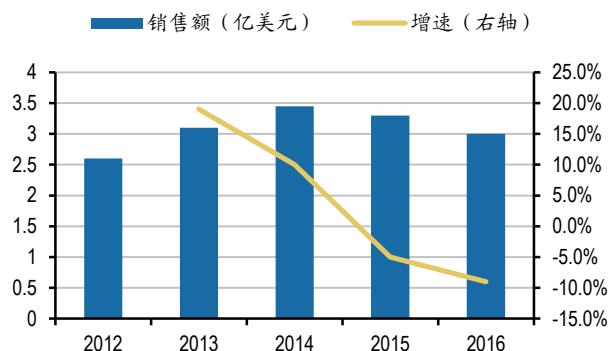
硝磺草酮价格持续上涨主要有两方面原因，一方面国内环保持续高压，相关厂商开工受限，最大生产商中山生物受盐城爆炸事件停产；另一方面硝磺草酮主要中间体为2-硝基-4-甲磺基苯甲酸和1,3-环己二酮，其中2-硝基-4-甲磺基苯甲酸生产过程中产生大量废水，且对设备腐蚀性强，危险性大；1,3-环己二酮上游核心原材料间苯二

酚目前全球仅有上海安诺(浙江龙盛)和住友化学生产, 2017年以来间苯二酚供应紧张, 盐城爆炸事件进一步限制了中间体的供应。公司现有硝磺草酮产能1000吨, 且配套上游中间体1,3-环己二酮生产能力, 充分受益产品景气上行。

苯醚甲环唑: 产品景气向好, 公司新建产能临近投放

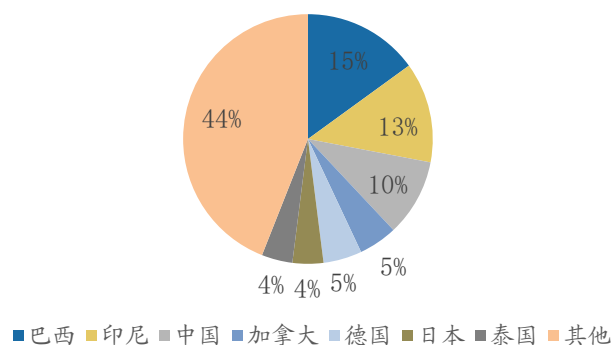
苯醚甲环唑是有先正达开发的三唑类杀菌剂, 产品于1989年上市, 上市市场呈现稳步增长态势, 2003年销售额突破亿美元, 2003~2013年的复合年增长率为10.18%, 是一个成长性较好的热点杀菌剂品种。根据 Philips McDougall 数据统计, 苯醚甲环唑2016年全球销售额为3.30亿美元, 产品销售额位列全球杀菌剂第15名。苯醚甲环唑具有安全、高效、广谱、低残留、持效期长、适配性强等特点, 叶面喷雾和种子处理皆可, 尤其作为种子处理剂时, 其安全性较高。苯醚甲环唑对小麦、玉米、稻谷、大豆等苗期病害均有较好的效果, 不仅可以单独使用, 同时可以与嘧菌酯、福美双、多菌灵、咪鲜胺、甲基硫菌灵等复配。

图23: 苯醚甲环唑全球销售额情况(亿美元)



数据来源: Philips McDougall、广发证券发展研究中心

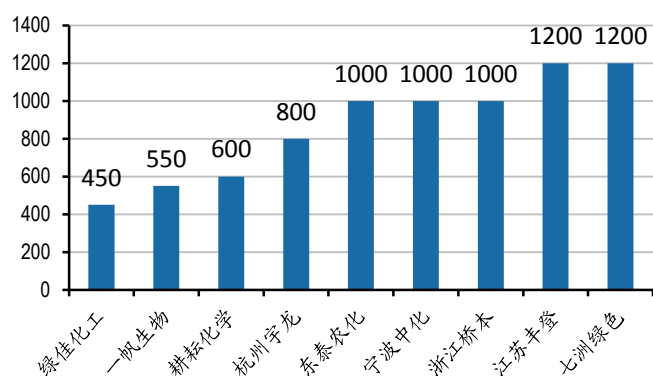
图24: 2016年苯醚甲环唑主要消费国家



数据来源: 世界农化网、广发证券发展研究中心

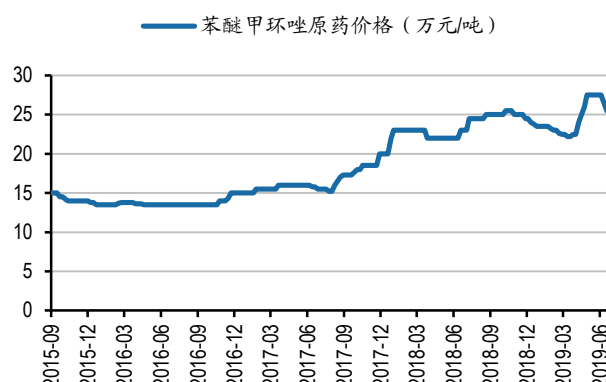
苯醚甲环唑市场价格自2017年以来持续上涨。根据卓创资讯, 目前国内苯醚甲环唑产能约 7800 吨/年, 主要集中在江苏丰登、七洲绿色、宁波中化、东泰农化等企业。2017年以来, 国内环保高压导致小企业开工降低, 苯醚甲环唑供应趋紧, 产品价格自2016年14万元/吨上涨至最高27.5万元/吨, 截至目前价格仍维持24.5万元/吨的高位。根据公司2018年年报, 利民股份于2018年底在新沂经济开发区启动年产500吨苯醚甲环唑项目, 预计将于2019年下半年建成投产, 打造公司新的业绩增长点。

图25: 苯醚甲环唑国内主要厂商产能情况(吨/年)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图26: 苯醚甲环唑价格情况

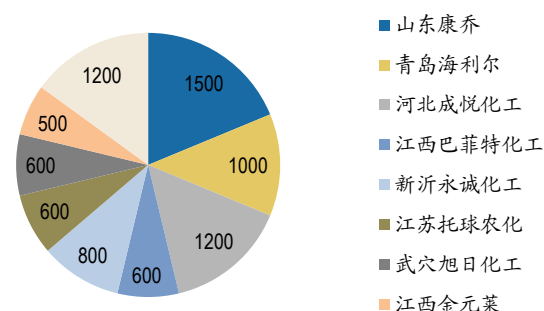


数据来源: 中农立华、广发证券发展研究中心

吡唑醚菌酯; 公司规划新建 1000 吨产能

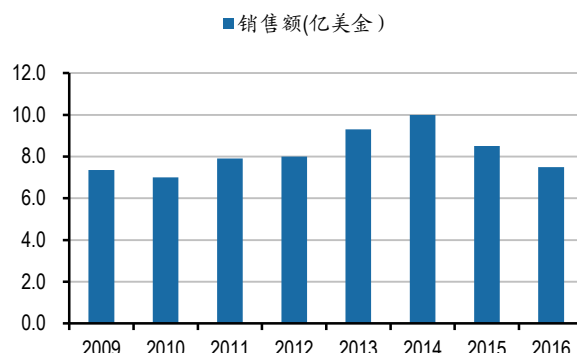
吡唑醚菌酯市场潜力较大。吡唑醚菌酯原药是巴斯夫于 1993 年研发的广谱甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂, 上市以来在全球 80 多个国家, 180 多种作物上应用, 被誉为是一款活性最高, 高效、低毒、广谱的全能型杀菌剂, 广泛应用于防治大豆、小麦、大麦、花生、果蔬、茶树等, 其中南北美洲大豆的需求量最多。根据农药快讯统计, 2014 年吡唑醚菌酯销售额中南美和北美洲占比 64%, 欧洲占 32%, 亚洲仅占 3%。由此可见, 亚非国家市场开发程度较低, 需求潜力较大, 根据世界农化网统计, 2004~2014 年吡唑醚菌酯需求复合增速达到 14.0%。2015~2016 年吡唑醚菌酯产量有所下滑, 主要是由于农化行业整体景气下行导致, 下滑幅度属于正常范围。吡唑醚菌酯位列巴斯夫十大畅销产品之首, 目前全球农药销售规模排名第六。Philips McDougall 数据显示, 2016 年吡唑醚菌酯全球销售额 7.5 亿美元, 在杀菌剂市场规模中排名第五。

图27: 2018年国内吡唑醚菌酯原药企业产能 (吨)



数据来源: 农药资讯, 广发证券发展研究中心

图28: 2009~2016吡唑醚菌酯销售规模 (亿美元)

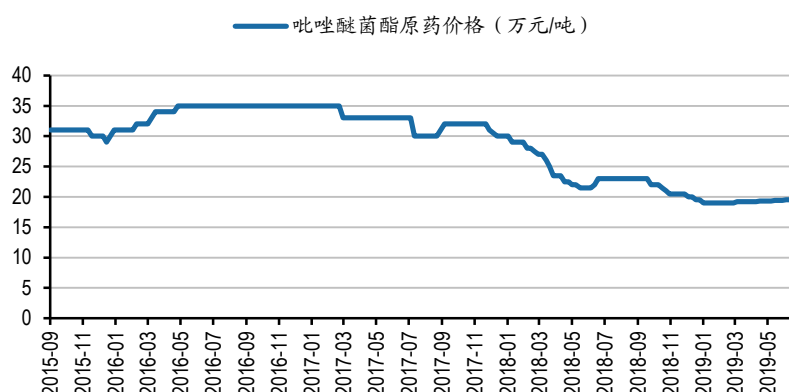


数据来源: 世界农化网, 广发证券发展研究中心

公司原药产能率先投产, 贡献业绩增量。2015 年 6 月 20 日, 吡唑醚菌酯在中国的专利保护到期后, 相关企业纷纷布局。目前生产企主要为山东康乔、山东海利尔、河北成悦、江西巴菲特等, 上市公司扬农化工等也公布新建计划。伴随国内厂商的持续进入, 吡唑醚菌酯价格高位持续回落, 市场价格自 2017 年初高位 35 万

元/吨回落至目前 19.5 万/吨。根据公司 2018 年年报，公司规划 1000 吨吡唑醚菌酯新建产能，项目力争 2019 年内完成审批。

图29：吡唑醚菌酯专利到期后价格持续下行



数据来源：百川资讯，广发证券发展研究中心

现金收购威远生化，布局阿维菌素、草铵膦热点产品

2018年10月10日，公司与欣荣投资、新奥股份签署拟联合收购新奥股份持有的农兽药相关三家子公司威远生化、威远动物药业和内蒙古新威远生化100%股权的框架协议。2019年6月26日，公司发布重大资产购买暨关联交易实施情况报告，公告完成并购标的公司的资产交割以及股权变更，本次交易金额合计为75,855.78万元，其中利民股份受让60%的股权，受让价格为48,000.00万元，欣荣投资受让25%的股权，受让价格为20,000.00万元，威远资产正式成为利民股份的控股子公司。此外，公司此前通过认购和增资合计持有欣荣投资45.33%的股权，本次交易完成后，利民股份直接和间接合计持有威远资产组71.3%的股权。

威远生化2016年、2017年、2018年1-9月实现营业收入分别为12.95 亿元、15.38亿元、16.46亿元，净利润分别为1705.75万元、7227.82万元、1.07亿元，同时此次收购对标的资产组进行了未来三年业绩承诺，标的资产在2019、2020和2021年度净利润分别不低于1亿元、1.1亿元和1.2亿元，未来三年合计净利润不低于3.3亿元。

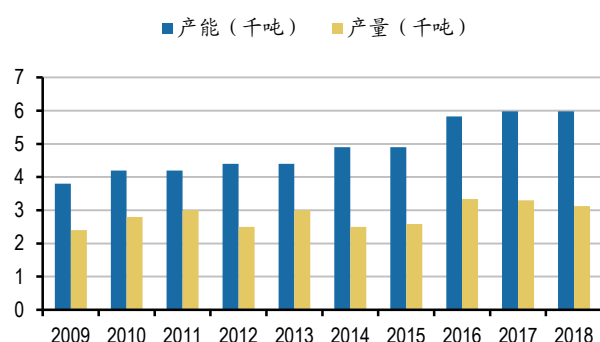
威远生化是农药行业知名企业，在杀虫剂领域拥有阿维菌素、甲维盐等优势产品，除草剂领域有连续气相法工艺的草铵膦，兽药领域有泰妙菌素、伊维菌素等产品。公司主导产品阿维菌素、甲维盐系列市场销售占有率持续国内领先；吡蚜酮、噻唑膦市场占有率行业前三；战略主导产品草铵膦生产工艺代表了行业先进水平，具有收率高、成本低、连续化生产、三废排放量少等优势，并且已经建立完善的销售渠道，目前在国内已拥有覆盖28个省份、1200多个县的市场营销和技术服务网络，国际市场上，威远产品也远销各大洲。此次并购威远后，公司丰富了产品结构，在采购、技术、渠道等方面产生协同效应；内蒙古新威远地处内蒙古鄂尔多斯市达拉特旗，具有能源和土地等资源优势，对于公司未来进军生物农药领域、合理布点生产基地有积极意义。

阿维菌素：环保高压，产品价格上涨

阿维菌素属于一种新型抗生素类农药，它由日本北里大学大村智等和美国默克公司于1976年开发，1985年开始商业化。阿维菌素的结构新颖，具有农畜两用的特点，作为农药使用的阿维菌素杀虫谱非常的广，除了具备杀虫、杀螨的作用之外，阿维菌素还具有杀菌、杀线虫等作用。并且阿维菌素和其他的药剂没有互抗性，所以在使用的过程中经常会配合使用一些其他的农药，增加杀虫效果。据 Philips McDougall 数据统计，阿维菌素2016年全球销售金额4.8亿美元，位列杀虫剂市场规模第九位。

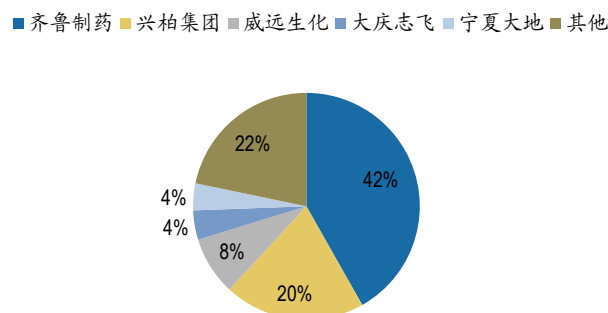
我国是全球最大的阿维菌素生产国和出口国。根据卓创资讯，2018年我国国内阿维菌素产能达到5980吨，产量3120吨，出口量超过产量一半。目前国内主要生产企业有齐鲁制药、河北兴柏、河北威远等厂家，前三家市场占有率达70%。尽管我国阿维菌素整体处于供过于求状态，2017年以来国内环保高压的态势下，行业开工率低迷，行业供给受限导致产品价格出现持续上涨。

图30：我国阿维菌素产能产量情况(吨)



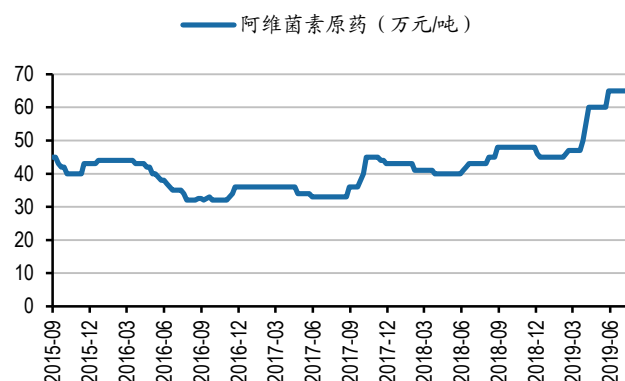
数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图31：阿维菌素国内主要生产厂商市场份额



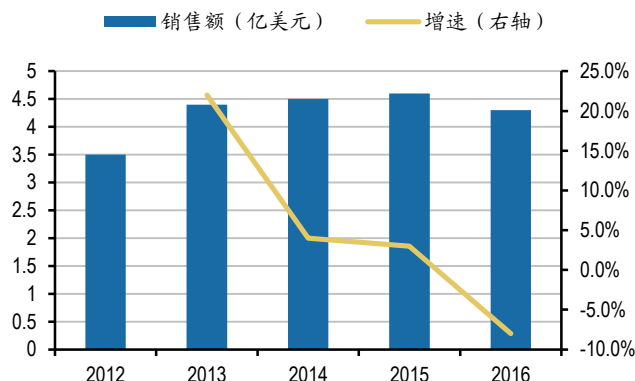
数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图32：阿维菌素原药市场价格情况



数据来源：中农立华、广发证券发展研究中心

图33：全球阿维菌素销售额(亿美元)



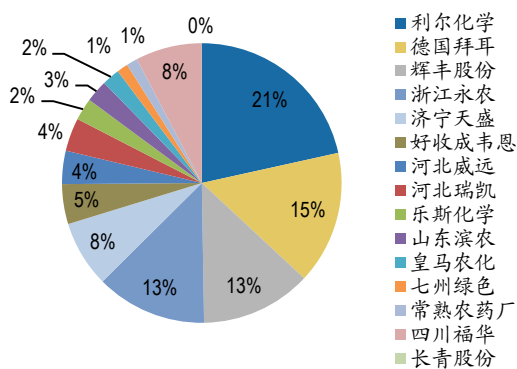
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

草铵膦：行业需求前景广阔，公司技术领先

草铵膦是 20 世纪 80 年代由赫斯特公司开发研制的一种高效、广谱、低毒的非选择性除草剂，具有不下行传导，不伤及植物根部的特性，目前已经成为仅次于草甘膦和百草枯的第三大非选择性除草剂。公司目前拥有草铵膦产能 1500 吨/年，是国内老牌的草铵膦生产企业，远期规划扩产 1500 吨产能。

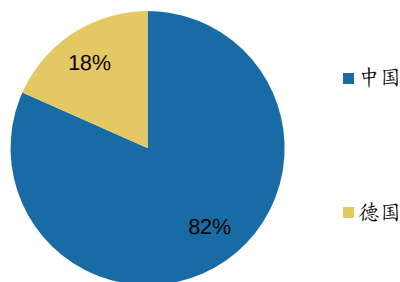
草铵膦有效产能偏少，新增产能投放低于预期。根据卓创资讯的统计数据，目前全球草铵膦总产能为 3.90 万吨，其中有 3.3 万吨的产能集中在中国，占全球总产能的 84.6%，然而由于技术和环保等原因，国内许多装置目前都处于被关停或不稳定生产状态，目前我国草铵膦有效产能偏少。**据卓创统计，国内草铵膦生产企业 2018 年能够维持正常量产企业仅有利尔化学、浙江永农、石家庄瑞凯、山东亿盛以及河北威远，产能逐渐集中于大中型生产企业。**

图34：2017年全球草铵膦生产厂商产能占比



数据来源：百川资讯，广发证券发展研究中心

图35：2017年全球草铵膦产能按国别占比



数据来源：百川资讯，广发证券发展研究中心

表4：全球草铵膦生产厂商产能和开工情况

生产厂商	名义产能（吨/年）	开工情况	在建产能（吨/年）
利尔化学	8400	正常	10000
德国拜耳	6000	正常	6000
辉丰股份	5000	因环保问题停产整改	
浙江永农	5000	正常	5000
济宁天盛	3000	正常	2000
红太阳	3000	公告开车成功	20000
好收成韦恩	1800	难以正常开工	
河北威远	1500	正常	
河北瑞凯	1500	正常	
乐斯化学	1000	未出货	
山东滨农	1000	检修	
皇马农化	800	停产	
七州绿色	500	检修	
常熟农药厂	500	停产	
四川福华	3000	未出货	远期规划 12000 吨

长青股份

0

远期规划 3500 吨

总计

42000

43000

数据来源：卓创资讯，百川资讯，广发证券发展研究中心

预计新增草铵膦产能投放将低于预期。虽然目前我国草铵膦在建产能较多，但我们认为未来草铵膦产能将不会在短期内得到迅速释放，产能投放将低于预期，主要是因为：

1. 我国国内草铵膦生产企业主要采用格式-Strecker 法生产草铵膦。该方法的第一步格式反应易燃易爆，对于生产装置和技术要求较高，装置维护成本也较大，无法连续化生产，投产具有一定难度。

2. 我国草铵膦生产企业采用的装置的产品收率较低，生产成本较高，而且草铵膦原药的质量与国外产品存在一定差距，投产之后盈利状况较差。

3. 草铵膦生产会排放大量工业废水，生产 1 吨草铵膦会产生 60 吨废水，而且草铵膦生产过程中会用到氰化物，对于环境影响较大，在我国目前环保高压下，预计草铵膦的投产和生产都会承受巨大压力。例如辉丰股份的 5000 吨/年的草铵膦生产装置就因为环保问题而被迫停止试运行。

草铵膦需求增长空间较大。截至2016年，草铵膦全球销售额首次超过百草枯，达到10亿美元，未来草铵膦的增量主要来自于两个方面：

1. 百草枯在多个国家的禁用带来的替代需求：由于百草枯对于人畜有剧毒，各国都开始陆续禁用百草枯，我国已经于2014年停止百草枯水剂登记，并且在2016年7月1日开始在全国禁售百草枯水剂，百草枯全球销售额在2016年出现大幅下滑。除了中国以外，越南已经于2017年3月开始禁止使用百草枯，而泰国和巴西也分别计划于2019年和2020年禁用百草枯。根据世界农化网数据，2016年越南、泰国和巴西的百草枯折百用量合计约为1.6万吨，如果按照30%-50%的替代率计算，未来海外替代百草枯带来的草铵膦新增需求约为4800-8000吨。

2. 耐草铵膦转基因作物的推广带来的和草甘膦的复配需求预计草铵膦的迅猛增长势头将继续延续，草铵膦未来发展空间广阔。草甘膦作为已经使用多年的全球第一大除草剂，因为长期的施用已经出现日益严峻的草甘膦抗性杂草的问题，单独施用草铵膦成本较高，但是草铵膦与草甘膦复配则能很好地解决成本和施用效果的问题。根据《农药市场信息》的数据，目前全球草甘膦消费量约为70万吨左右，其中有一半左右用于转基因作物，如果我们按照耐草甘膦和耐草铵膦的双抗转基因作物渗透率20%计算，复配比例按照5: 1计算的话，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1.4万吨。

表5：全球百草枯限制或者禁止使用国家概况

禁用国家	禁用年份	百草枯用量（吨）	备注
中国	2016 年 7 月	11510	禁止使用百草枯水剂
越南	2017 年 3 月	1000	禁止使用百草枯和 2，4-D
泰国	2019 年	8995	取消使用并且对进口做计划监管
巴西	2020 年	5973	目前为过渡期，之后全面禁用
印度尼西亚		5372	限制使用

澳大利亚

2789

限制使用

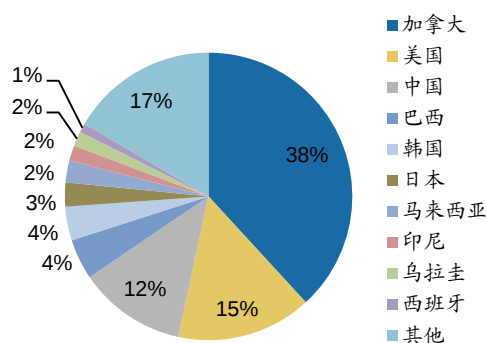
美国

10270

需要在商业许可下使用

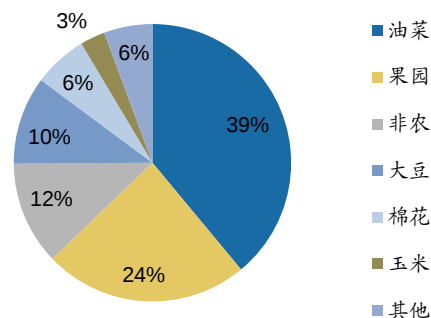
数据来源：世界农化网，广发证券发展研究中心

图36：2016年草铵膦按国别施用量占比



数据来源：世界农化网，广发证券发展研究中心

图37：2016年草铵膦按作物种类施用量占比



数据来源：世界农化网，广发证券发展研究中心

公司突破关键技术，技术、成本优势明显，目前世界上主流的草铵膦合成路线有两种：格式-Strecker 法和拜耳 Hoechst 法。格式-Strecker 法相较于拜耳 Hoechst 法成本更高，收率更低，三废排放更多。目前国内主要厂商均采用传统的格式法生产工艺，根据公司重大资产购买及关联交易报告书披露，威远农药草铵膦合成工艺采用连续化、气相法，使用具有专利权的固定床连续化反应器生成草铵膦中间体甲基二氯化磷，甲基二氯化磷经酯化、加成、胺化、水解得到草铵膦原药产品。与传统的格式法生产草铵膦比，连续气相法合成草铵膦的固废量将大幅减少，生产安全性高，具有技术优势。

盈利预测与投资建议

我们预计：

- 1、公司新建项目如期投产：2018年报显示，苯醚甲环唑项目（一期500吨）力争2019年下半年建成投产；吡唑醚菌酯项目力争2019年内完成审批；水基化环保型制剂项目2019年内设计完毕；河北双吉10,000吨石硫合剂全自动化生产车间力争2019年新建完成。
- 2、公司杀菌剂业务自2016年以来毛利率较为稳定，考虑到市场供需情况稳定，我们认为未来几年毛利率维持稳定；除草剂业务近年来毛利率显著上升，结合2019年产品价格表现与未来市场供需情况，我们认为2020年后毛利率小幅回落；并购威远生化2019年6月26日完成交割，我们认为未来几年公司可以完成利润承诺。
- 3、伴随公司新建产能逐渐达产，制造成本稳中有降，三项费用率整体稳定，同时考虑公司此次并购产生的相关费用。

表6: 利民股份业务分拆及关键盈利假设 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
农用杀虫剂								
营业收入	641	732	850	1166	1191	1287	1471	1879
营业成本	496	543	582	823	845	907	1037	1325
毛利率	22.6%	25.8%	31.5%	29.4%	29.0%	29.5%	29.5%	29.5%
农用除草剂								
营业收入	68	50	119	74	118	125	138	151
营业成本	49	36	88	55	87	94	103	113
毛利率	27.8%	28.3%	25.8%	25.7%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
农用除草剂及其他								
营业收入	41	46	127	128	188	192	220	240
营业成本	39	41	111	108	153	142	169	185
毛利率	4.8%	10.5%	13.1%	15.5%	19.0%	26.0%	23.0%	23.0%
其他业务								
营业收入	8	7	65	56	22	30	30	30
营业成本	4	7	38	39	21	24	24	24
毛利率	48.5%	5.0%	41.6%	30.3%	3.8%	20.0%	20.0%	20.0%
合计								
营业收入	758	835	1,160	1,423	1,519	1634	1859	2300
营业成本	714	780	1,052	1,318	1,409	1167	1334	1647
毛利率	22.4%	25.0%	29.4%	28.0%	27.2%	28.6%	28.2%	28.4%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 公司业务拆分未包含威远资产情况。

基于公司在建项目产能逐步释放, 销量持续增长, 主导产品价格盈利水平稳中向好的假设, 考虑到公司2019年6月完成对威远资产并购交割, 假设并表半年, 我们预计2019-2021年公司每股EPS分别为1.42元、1.81元、2.04元, 对应当前股价市盈率为10.6倍、8.3倍、7.4倍, 按全年并表测算的2019年备考EPS为1.60元, 参考可比上市公司2019PE均值为12倍, 对于公司2019年备考每股收益给予12倍PE估值, 对应公司合理价值为19.2元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表7: 可比公司估值表 (2019年8月21日)

公司简称	股价	市值 (亿元)	EPS			PE			PE (TTM)
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
利尔化学	12.01	63	1.04	1.44	1.84	11.5	8.3	6.5	13.1
海利尔	24.31	41	2.3	2.89	3.26	10.6	8.4	7.5	11.9
广信股份	14.43	67	1.27	1.62	1.85	11.4	8.9	7.8	13.6
扬农化工	54.8	170	3.69	4.19	4.89	14.9	13.1	11.2	17.8
可比公司均值						12.0	9.7	8.2	14.1

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 对比公司的盈利预测均取自广发化工最新预测。

风险提示

在建项目投产不达预期；主要原材料价格大幅波动；重大环保、安全生产事故；供需情况变化导致代森锰锌、百菌清等产品价格大幅波动。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,191	1,442	2,068	2,671	2,952	经营活动现金流	73	232	191	214	414
货币资金	384	360	600	650	650	净利润	142	209	410	524	589
应收及预付	175	190	333	507	580	折旧摊销	98	115	114	131	141
存货	239	265	400	624	708	营运资金变动	-151	-14	-181	-319	-177
其他流动资产	392	627	735	891	1,014	其它	-16	-79	-153	-121	-139
非流动资产	1,195	1,293	1,636	1,906	2,091	投资活动现金流	-354	-380	-263	-227	-135
长期股权投资	96	161	306	426	546	资本支出	-142	-177	-176	-224	-138
固定资产	767	760	717	700	634	投资变动	-246	-222	-152	-125	-125
在建工程	61	61	141	241	291	其他	34	19	65	122	128
无形资产	160	157	178	186	196	筹资活动现金流	2	130	313	63	-279
其他长期资产	112	155	294	354	424	银行借款	91	204	365	112	-234
资产总计	2,386	2,735	3,704	4,578	5,043	股权融资	0	9	0	0	0
流动负债	621	778	1,299	1,614	1,454	其他	-89	-83	-52	-49	-45
短期借款	361	520	835	917	653	现金净增加额	-280	-19	240	50	0
应付及预收	161	178	311	473	541	期初现金余额	676	382	360	600	650
其他流动负债	99	81	153	225	260	期末现金余额	382	360	600	650	650
非流动负债	35	80	116	151	188	主要财务比率					
长期借款	0	45	95	125	155	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力(%)					
其他非流动负债	35	36	22	27	33	营业收入增长	22.7	6.7	74.0	52.6	14.2
负债合计	656	858	1,415	1,765	1,641	营业利润增长	18.5	41.7	96.4	27.0	12.5
股本	165	284	284	284	284	归母净利润增长	21.5	50.1	94.9	28.1	12.3
资本公积	1,088	983	983	983	983	获利能力					
留存收益	462	586	987	1,502	2,079	毛利率	28.0	27.2	28.7	28.9	28.7
归属母公司股东权益	1,672	1,817	2,221	2,735	3,312	净利率	10.0	13.8	15.5	13.0	12.8
少数股东权益	58	60	69	78	89	ROE	8.2	11.3	18.1	18.8	17.4
负债和股东权益	2,386	2,735	3,704	4,578	5,043	ROIC	7.2	6.0	9.6	12.2	12.3
利润表						偿债能力(%)					
单位: 百万元						资产负债率	27.5	31.4	38.2	38.6	32.5
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	净负债比率	15.1	20.6	25.1	22.8	16.0
营业收入	1,423	1,519	2,644	4,033	4,607	流动比率	1.92	1.85	1.59	1.66	2.03
营业成本	1,025	1,106	1,885	2,868	3,284	速动比率	1.48	1.45	1.22	1.19	1.45
营业税金及附加	7	7	13	19	22	营运能力					
销售费用	85	81	146	220	253	总资产周转率	0.64	0.59	0.82	0.97	0.96
管理费用	115	132	224	345	393	应收账款周转率	9.61	10.78	10.36	10.50	10.45
研发费用	53.52	56.89	99.13	151.18	172.68	存货周转率	5.52	4.39	4.71	4.60	4.64
财务费用	33.96	22.38	32.19	42.33	39.09	每股指标 (元)					
资产减值损失	-1.01	3.33	5.00	5.00	5.00	每股收益	0.83	0.73	1.42	1.81	2.04
公允价值变动收益	0.09	0.00	2.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.44	0.82	0.67	0.76	1.46
投资净收益	44.49	107.89	199.92	181.76	198.29	每股净资产	10.15	6.41	7.83	9.65	11.68
营业利润	163.44	231.68	455.04	578.01	650.39	估值比率					
营业外收支	-3.00	-4.07	-3.20	-2.90	-3.20	P/E	30.09	14.09	10.61	8.28	7.38
利润总额	160	228	452	575	647	P/B	2.47	1.60	1.92	1.56	1.29
所得税	19	18	42	51	58	EV/EBITDA	17.41	12.38	11.74	8.30	7.09
净利润	142	209	410	524	589						
少数股东损益	4	3	8	10	11						
归属母公司净利润	137	206	402	514	578						
EBITDA	236.04	250.99	391.12	560.34	623.57						
EPS (元)	0.83	0.73	1.42	1.81	2.04						

广发基础化工行业研究小组

郭敏：首席分析师，同济大学材料学硕士，7年基础化工和新材料行业研究经验，2014年进入广发证券发展研究中心。

王玉龙：资深分析师，上海财经大学经济学硕士，3年基础化工和新材料行业研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。

吴鑫然：高级分析师，中山大学金融硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

何雄：联系人，剑桥大学材料化学博士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。