

保护性杀菌剂龙头，内外兼修高增长

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司是国内保护性杀菌剂行业龙头企业，手拥代森系杀菌剂和百菌清杀菌剂，两大品种产能均为全球第二。随着公司内生与外延并举，公司的核心竞争力持续加强，后续有望持续高增长。
- **公司战略清晰，主要布局保护性杀菌剂。** 我们对公司产品进行分类，可以看到公司主要布局了保护性杀菌剂。公司主营业务主要集中在杀菌剂领域，所涉及的除草剂和杀虫剂较少。公司将通过加大经费投入、引进高精人才、提升装备水平等措施和手段，加快产品研发及结构调整的进程。做专做强杀菌剂：以代森类、霜脍氰、三乙磷酸铝、嘧霉胺等优势产品为基础，加快发展以苯醚甲环唑为代表的三唑类及以嘧菌酯为代表的甲氧基丙烯酸酯类新型杀菌剂。
- **内生与外延并举，增强公司核心竞争力。** 我们通过分析公司近几年的内生与外延活动，发现公司仍然围绕着保护性杀菌剂这一主要脉络进行发展，通过内生扩大自身产能，外延并购行业对手和原料企业，加强自身的规模优势。公司布局其他杀菌剂产能的时候，我们认为也是在一定程度上着眼于与现有品种进行复配，发挥渠道优势和品牌优势。内生方面，2018年将会是公司众多产品扩能的一年：代森类1万吨产能预计将在2018年下半年投产，吡唑醚菌酯和苯醚甲环唑也预计在2018年年底投产，新河化工1.2万吨的百菌清产能在2018年1月开始满产。另外，预计3.5万吨代森锰锌产能将在2019年开始释放，随后贡献业绩。外延方面，2017年河北双吉实现并表，当年超预期完成业绩承诺，2018年山东达民有望并表，为公司贡献业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为1.11元、1.45元、1.48元，未来三年将保持21%的复合增长率。考虑到申万农药行业市盈率(TTM)30.62倍，给予公司2018年27倍估值，对应目标价29.97元，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产品价格下跌风险，在建项目不达预期风险，并购企业业绩实现或不及承诺，汇兑损失风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1423.42	1606.57	2089.36	2120.38
增长率	22.66%	12.87%	30.05%	1.48%
归属母公司净利润(百万元)	137.32	182.83	238.92	242.96
增长率	21.53%	33.13%	30.68%	1.69%
每股收益EPS(元)	0.83	1.11	1.45	1.48
净资产收益率ROE	8.20%	9.99%	11.75%	10.89%
PE	29	21	16	16
PB	2.35	2.15	1.94	1.77

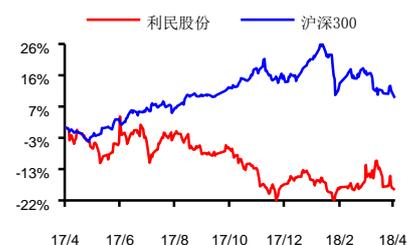
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.65
流通A股(亿股)	1.26
52周内股价区间(元)	22.89-30.56
总市值(亿元)	39.27
总资产(亿元)	23.86
每股净资产(元)	10.15

相关研究

目 录

1 公司是国内杀菌剂细分行业龙头企业	1
2 杀菌剂行业需求稳定增长，代森类行业集中度提升	5
2.1 公司主要布局保护性杀菌剂.....	5
2.2 抗性问题日趋严重，保护性杀菌剂生命力旺盛.....	6
2.3 利民并购双吉之后，代森类行业集中度提升.....	8
2.4 百菌清产品存在产能缺口，未来仍有发展空间.....	9
3 公司核心竞争力仍在持续加强	10
3.1 公司的五大核心竞争力.....	10
3.2 内生与外延并举，增强公司核心竞争力.....	11
4 盈利预测	12
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 利民股份与实际控制人的产控关系	2
图 2: 公司 2013 年以来营业收入及增速	3
图 3: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	3
图 4: 公司 2017 年主营业务结构情况	3
图 5: 公司 2017 年主营业务毛利情况	3
图 6: 公司海外业务收入占比、毛利占比和毛利率情况（单位：%）	4
图 7: 公司的汇兑损益受到人民币汇率影响	4
图 8: 公司和同行的毛利率对比（单位：%）	4
图 9: 公司不同业务毛利率对比（单位：%）	4
图 10: 公司研发投入占营收比例（单位：%）	5
图 11: 农药产业链	6
图 12: 2016 年全球农药销售格局	7
图 13: 代森锰锌、代森锌、丙森锌生产工艺	8
图 14: 代森锰锌化学式	8
图 15: 代森系杀菌剂作用机理	8

表 目 录

表 1: 利民股份主要产品生产能力	1
表 2: 利民股份及子公司基本情况（截止 2017 年 12 月 31 日）	1
表 3: 利民股份及子公司基本情况（截止 2017 年 12 月 31 日）	2
表 4: 股权激励业绩考核目标和解锁条件	5
表 5: 常见杀菌剂分类	5
表 6: 全球代森锰锌主要生产企业	9
表 7: 全球百菌清主要生产企业	10
表 8: 河北双吉和山东达民的利润承诺	11
表 9: 分业务收入及毛利率	12
附表: 财务预测与估值	13

1 公司是国内杀菌剂细分行业龙头企业

利民股份是国家农药定点生产企业，2015 年，公司挂牌上市，2017 年，公司发布公告收购河北双吉和山东达民两大公司，河北双吉 2017 年实现并表，预计山东达民 2018 年并表。

公司主要产品包括代森类、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺等杀菌剂原药和制剂系列产品，以及杀线虫剂威百亩、除草剂硝磺草酮。主导产品代森类、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺和威百亩产能和产量均为国内第一。

表 1：利民股份主要产品生产能力

产品类别	产品	产能 (万吨/年)	备注
上游原材料	丙二胺	0.3	山东达民的产能
杀菌剂	络合态代森锰锌	3.5	本部 2.5 万吨，双吉 1 万吨，另有 3.5 万吨处于环评阶段
	代森系列产品	1	双吉的产能，其中 0.25 万吨代锰、0.25 万吨代森锌、0.5 万吨代森联
	霜脲氰	0.2	本部
	三乙膦酸铝	0.5	本部
	嘧霉胺	0.1	本部
	吡唑醚菌酯	0.1	在建
	丙森锌	0.5	
	石硫合剂	1	双吉的产能
	硫磺悬浮剂	0.8	双吉的产能
杀虫剂	威百亩	2	
除草剂	硝磺草酮	0.1	

数据来源：公司公告，西南证券整理

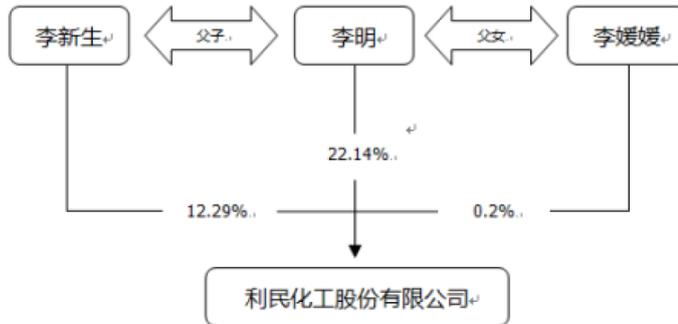
表 2：利民股份及子公司基本情况 (截止 2017 年 12 月 31 日)

公司	股权比例	主要业务	2017 年净利润 (万元)	所得税率
利民股份		农药	13732	15%
南京利民	100%	贸易	-83	25%
新能植保	100%	农药销售	19	25%
利民柬埔寨公司	100%	贸易	-20	
小蜜蜂公司	100%	农业	-92	25%
苏州利民生物	100%	研发	-338	25%
江苏利民检测	100%	分析检测、技术开发	刚设立	
利丰公司	75.81%	农药销售	264	免征增值税
河北双吉	79.51%	生产销售农药	4175	15%
新河公司	34%	生产销售百菌清	2646	
泰禾公司	34%	生产销售间苯二甲胺	471	

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前股权比例较为集中，控股股东、实际控制人、一致行动人为李明、李新生和李媛媛，其中，李明与李新生为父子关系，李明与李媛媛为父女关系，三人持股比例合计达到34.63%。

图 1：利民股份与实际控制人的产控关系



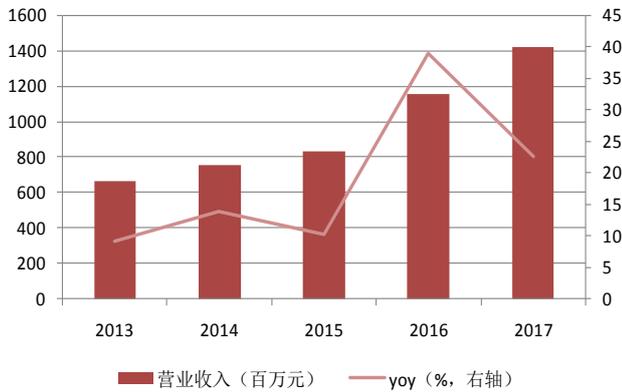
数据来源：公司资料，西南证券整理

表 3：利民股份及子公司基本情况（截止 2017 年 12 月 31 日）

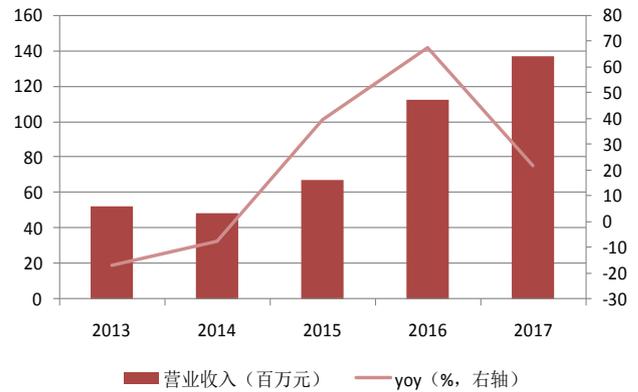
排名	股东名称	持股数量 (股)	占股本比例 (%)
1	李明	36,465,000	22.14
2	李新生	20,243,267	12.29
3	南通丰盈投资合伙企业(有限合伙)	7,596,113	4.61
4	宁波亿华合众投资管理合伙企业(有限合伙)	6,341,529	3.85
5	九江志元胜泰投资管理中心(有限合伙)	6,331,728	3.84
6	张清华	3,360,500	2.04
7	孙敬权	3,260,500	1.98
8	周国义	3,081,800	1.87
9	马长贵	2,237,550	1.36
10	胡海鹏	2,221,175	1.35
	合计	91,139,162	55.33

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：公司营业收入和净利润保持稳健的增长，增长来自于内生和外延并举。2015 年公司 IPO 募投项目之一的年产 25000 吨络合态代森锰锌原药及系列制剂技改项目顺利完成，产能开始释放。2016 年，公司非公开发行募集 7.8 亿资金，同时募投项目年产 5000 吨丙森锌和年产 20000 吨威百亩项目建成投产，另外，公司与委内瑞拉对外贸易公司签订农药销售合同，该合同销售量较大，当年确认收入 2286.73 万美元。2017 年，公司实现了对河北双吉的并表。

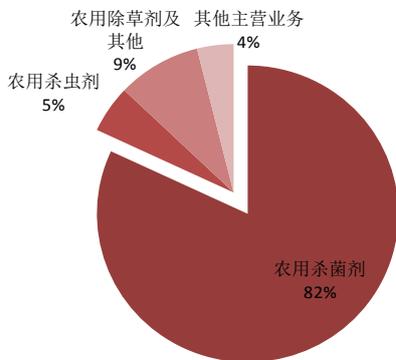
图 2：公司 2013 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

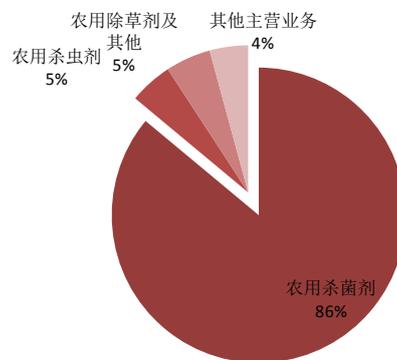
图 3：公司 2013 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司收入主要来自农用杀菌剂，占比 82%；其他贡献 86% 毛利。而杀虫剂和除草剂由于本身产能体量较小，因此对于公司收入和毛利端的贡献也相对较小。公司生产所需的主要原材料为乙二胺、硫酸锰、二硫化碳、三氯化磷和氟乙酸。硫酸锰、二硫化碳、三氯化磷和氟乙酸从国内采购，公司与供应商建立了长期合作关系，乙二胺主要由巴斯夫、日本丸红、阿克苏诺贝尔等国际公司和国内山东联盟化工公司供应。公司的原药产品主要出售给杜邦、拜耳作物科学农化、苏州国信集团和河北贺森化工等大型公司，农药制剂大多自营出口。

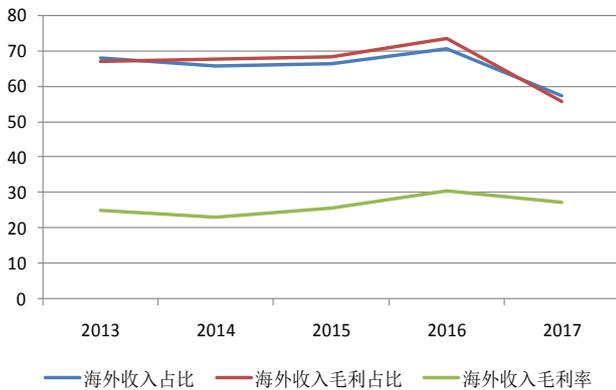
图 4：公司 2017 年主营业务结构情况


数据来源：公司资料，西南证券整理

图 5：公司 2017 年主营业务毛利情况


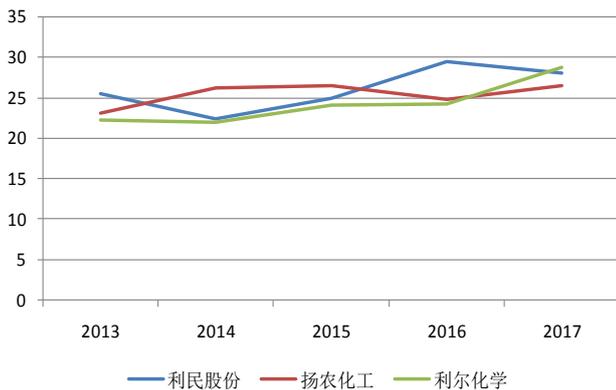
数据来源：公司资料，西南证券整理

公司产品以出口为主，海外收入占比较高，人民币汇率对公司业绩有一定影响。公司海外收入大约有占了公司收入的六成左右，毛利率和国内收入毛利率相差不大。由于人民币和汇率对公司的业绩影响较大，故人民币升值时，公司的汇兑损失较大，2017 年公司汇兑损失相对较大，影响部分业绩。

图 6: 公司海外业务收入占比、毛利占比和毛利率情况(单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司毛利率分析: 公司的综合毛利率和同行无明显差异, 受到公司自身业务体量的影响, 公司杀菌剂的毛利率走势和公司综合毛利率走势基本相同。公司除草剂的毛利率偏低, 主要和之前除草剂品种单一, 市场规模较小有关。

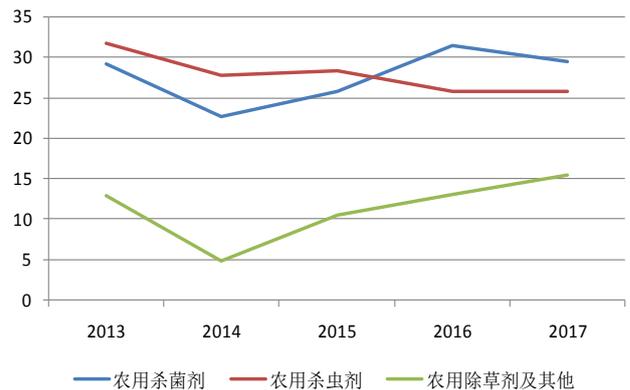
图 8: 公司和同行的毛利率对比 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

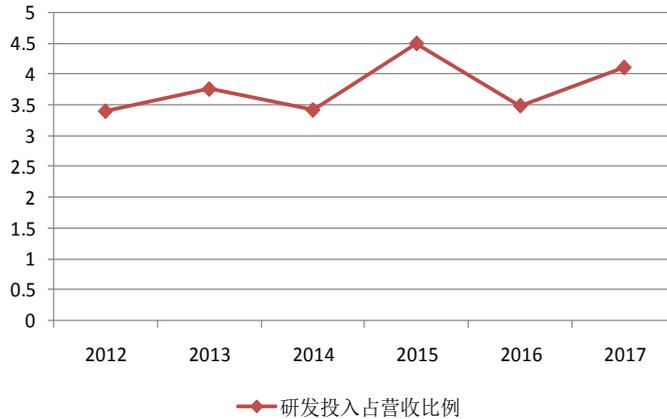
公司的研发投入持续提升, 保持自身竞争力。由于河北双吉并表和 GLP 实验室持续投入, 2017 年研发投入同比增长 44.33%, 研发人员数量同比增长 47.37%。

图 7: 公司的汇兑损益受到人民币汇率影响


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司不同业务毛利率对比 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 公司研发投入占营收比例 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

股权激励和员工持股计划有利于团队稳定。公司第一期员工持股计划于 2016 年 1 月完成了股票购买, 总成交金额 999.81 万元人民币, 参与员工 30 人。公司于 2016 年 7 月发布了股权激励公告, 向董事、财务总监、副总及中层管理人员共计 22 人授予限制性股票的激励。激励总股数 260.5 万股, 占公司总股本的 2%。股权激励有利于进一步完善公司股东和员工利益共享、风险共担的机制。并充分提高公司骨干成员的积极性, 促进公司健康长远的发展。同时也表明公司管理层对于公司内在价值的看好和持续发展的信心。

表 4: 股权激励业绩考核目标和解锁条件

解锁安排	业绩考核目标	可解锁数量占限制性股票数量比例
第一次解锁	以 2013-2015 年营业收入均值为基数, 2016 年收入增长率不低于 15%	30%
第二次解锁	以 2013-2015 年营业收入均值为基数, 2017 年收入增长率不低于 20%	40%
第三次解锁	以 2013-2015 年营业收入均值为基数, 2018 年收入增长率不低于 30%	30%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 杀菌剂行业需求稳定增长, 代森类行业集中度提升

2.1 公司主要布局保护性杀菌剂

我们对公司产品进行分类, 可以看到公司主要布局了保护性杀菌剂。公司主营业务主要集中在杀菌剂领域, 所涉及的除草剂和杀虫剂较少。公司将通过加大经费投入、引进高精人才、提升装备水平等措施和手段, 加快产品研发及结构调整的进程。做专做强杀菌剂: 以代森类、霜脲氰、三乙磷酸铝、啮霉胺等优势产品为基础, 加快发展以苯醚甲环唑为代表的三唑类及以啮菌酯为代表的甲氧基丙烯酸酯类新型杀菌剂。

表 5: 常见杀菌剂分类

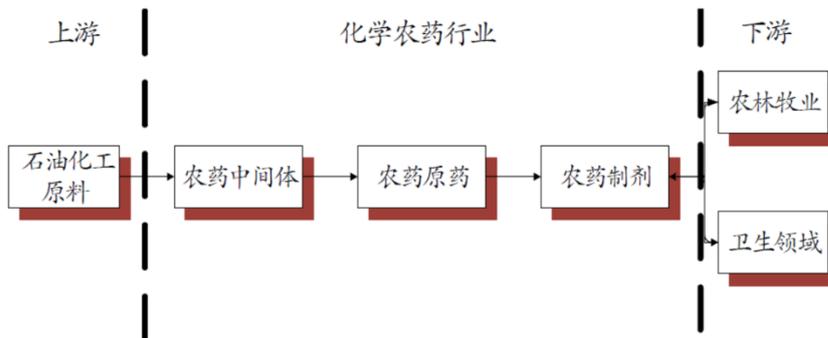
项目	类型	具体产品	备注
保护性杀菌剂	硫及无机硫化物	硫黄悬浮剂、固体石硫合剂等	涉及公司产品
	铜制剂	波尔多液、铜氨合剂等	
	有机硫化物	福美双、代森锌、代森铵、代森锰锌等	涉及公司产品

项目	类型	具体产品	备注
	酞酰亚胺	克菌丹、敌菌丹、灭菌丹等	
	抗生素类	井冈霉素、灭瘟素、多氧霉素等	
	其他保护性杀菌剂	叶枯灵、叶枯净、百菌清、叶穗宁等	涉及公司产品
内吸性杀菌剂	甲氧基丙烯酸酯类	嘧菌酯、吡唑醚菌酯、啶氧菌酯、肟菌酯等	涉及公司产品
	三唑类	苯醚甲环唑、戊唑醇、氟环唑、腈菌唑、腈苯唑等	涉及公司产品
	苯并咪唑类	苯菌灵、多菌灵、噻菌灵、硫菌灵、甲基硫菌灵等	
	二甲酰亚胺	异菌脲、乙烯菌核利等	
	有机磷类	稻瘟净、异稻瘟净、三乙膦酸铝等	涉及公司产品
	苯基酰胺	甲霜灵等	
	甾醇生成抑制剂	甲菌啉、十三吗啉、噻胺灵、丁硫啉等	
	其他内吸性类	噁唑菌酮等	

数据来源：西南证券整理

2.2 抗性问题的日趋严重，保护性杀菌剂生命力旺盛

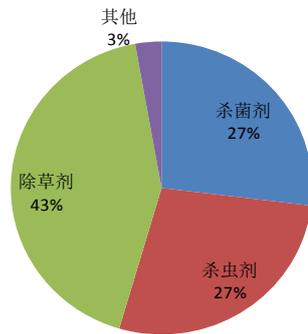
图 11：农药产业链



数据来源：公司资料，西南证券整理

农药行业下游需求呈现刚性，波动较小，而上游的石油化工行业价格波动较为剧烈，对农药行业的利润影响较大。近几年，国内环保压力日渐增大，对于农药和上游原料的供给形成一定压力，在一定程度上也加大了一些农药品种价格的上涨。

2016 年全球农药销售量下降 2.4%，剔除汇率影响，实际增长 0.52%，杀菌剂和杀虫剂销售额依然难分伯仲，除草剂仍然领先。受到耐除草剂和抗虫转基因作物推广的影响，全球除草剂和杀虫剂市场发生剧烈变化，而转基因抗病作物的研究进展缓慢，而且农作物疾病种类繁多且容易突变，利用基因技术的难度很高。同时，复合型转基因作物的普及，使得多数作物在耐除草剂的同时具有抗虫功能，因此杀虫剂市场规模增速放缓，被杀菌剂追赶上。

图 12：2016 年全球农药销售格局


数据来源：西南证券整理

作物的生长过程也是伴随着病害危害的过程，越是高价值的作物，其发生的病害越多、越复杂，也越难防治。作物病害种类繁多，像叶斑类病害、白粉病、镰刀菌引起的病害、细菌性病害、卵菌纲引起的病害、锈病、灰霉病、土传及种传病害等，从而对作物产量及品质构成了重大威胁。为了减少病害、解决抗性，研究人员不断开发出新的杀菌剂。所以，杀菌剂的发展史也是一部农药创新史。

杀菌剂的发展起源于铜制剂和硫磺，其后开发了有机硫类的杀菌剂（如福美双等），以及保护性杀菌剂代森锰、代森锌、百菌清等。随着科技的不断发展，人们对杀菌剂的选择性、内吸性、广谱性等要求越来越高，从而开发了三唑类、甲氧基丙烯酸酯类和琥珀酸脱氢酶抑制剂类（SDHI）等杀菌剂产品类型。

虽然新的杀菌剂不断上市，然而抗性也如影随形，并日益凸显。尤其是单一作用位点、选择性越强的杀菌剂，其抗性发展更加迅速。

目前，全球增长最快的杀菌剂当属 SDHI 类，近几年的增长率达到 30%。先正达在该领域也有较好的表现，目前已经开发了 4 个 SDHI 类杀菌剂。这两年，先正达在巴西推出的这类新产品，其销售额很快突破 1 亿美元，然而，第 3 年便出现了抗性。同样的问题在中国也在上演，新上市的 SDHI 类杀菌剂经过两年使用后，农民的用量就增长了 50% 以上，抗性发展堪称迅猛。

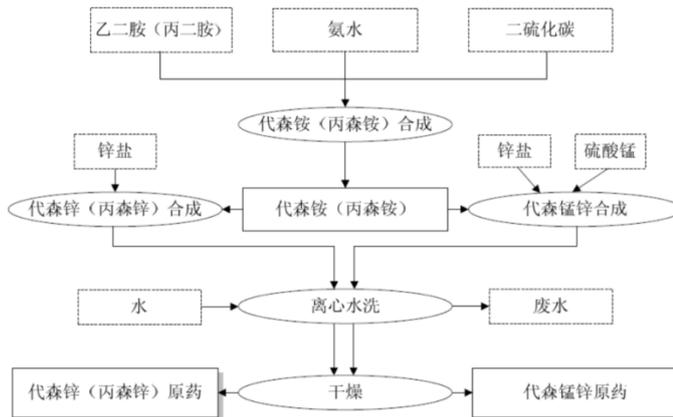
这些鲜活的案例促使大家来反观和重新审视保护性杀菌剂，像百菌清的亩用量长期基本不变，其使用剂量和效果都相对稳定。所以，不管杀菌剂的潮流走向何方，像百菌清、代森锰锌等传统的保护性杀菌剂，依然拥有强大的生命力，甚至变得更加重要。

在全球 156.70 亿美元杀菌剂市场，三唑类杀菌剂占据 28% 的市场份额，甲氧基丙烯酸酯类占 22%，SDHI 类占 7%，其他化学类型和作用机理的杀菌剂占 43%。尽管三唑类、甲氧基丙烯酸酯类和 SDHI 类杀菌剂所占的比重越来越大，占据着市场的主导地位，但多作用位点的保护性杀菌剂如代森锰锌、百菌清等的市场地位不可替代。根据资料，全球最大的保护性杀菌剂为代森锰锌（1943 年上市），其 2015 年的全球销售额为 6.10 亿美元；百菌清（1963 年上市）的全球销售额为 3.10 亿美元。它们都是杀菌剂市场中的重磅产品，虽历史悠久，但生命力旺盛。

2.3 利民并购双吉之后，代森类行业集中度提升

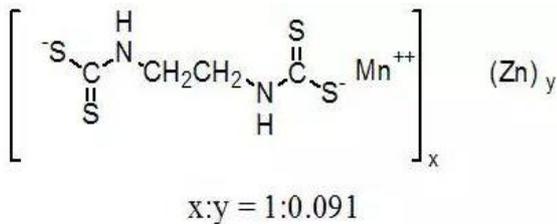
公司代森类产品主要包括代森锰锌、代森锌及丙森锌（以代森锰锌为主），均为广谱、高效、低毒的保护性三唑类杀菌剂，常用于瓜果、蔬菜等经济作物的杀菌，并且可与百菌清、霜脲氰等杀菌剂复配使用。作为代森类核心品种，代森锰锌近年来总体保持平稳发展，2014年全球销售额（制剂产品）约为 5.9 亿美元，在杀菌剂产品中位居第六。

图 13：代森锰锌、代森锌、丙森锌生产工艺



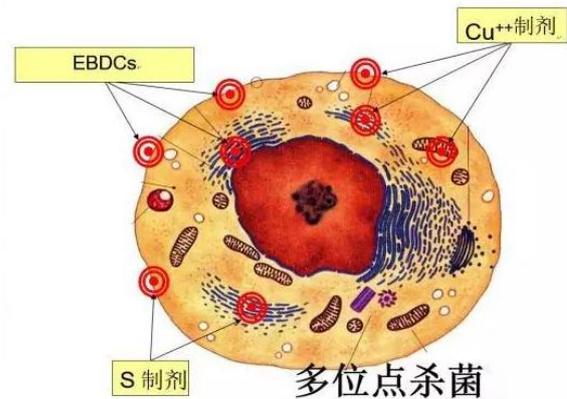
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 14：代森锰锌化学式



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：代森系杀菌剂作用机理



数据来源：公司公告，西南证券整理

代森系作用机理：代森系有机硫杀菌剂自身不能直接作用于植物病原菌，而是在水或空气中转化为 EBIS，在紫外线照射下进一步转化为 EBI。EBIS 和 EBI 才是真正的具有杀菌活性的化合物。这两种活性物质在病原菌细胞体内参与六种代谢过程，抑制菌体内丙酮酸的氧化。最终体现在抑制病原菌的孢子萌放上。

代森锰锌在世界各国的专利保护均已过期，随着全球制造业产能转移，目前其生产主要由印度和中国企业承接，陶氏化学等跨国农药公司逐步退出生产领域，主要通过渠道优势参与市场竞争。目前全球代森锰锌的产能约为 22 万吨，其中印度 UPL、Sabero 及 INDOFIL 三家公司占 15 万吨，国内总产能为 5.6 万吨（含陶氏益农在国内的 8000 吨产能），印度代森类厂家因直接承接杜邦等老牌农药巨头的生产线及自身生产线加速扩张，已经在局部市场

形成了产能和技术上的优势，成为全球主要代森类厂商，且能在部分国家或地区主导市场价格。利民并购双吉之后，代森锰锌的生产企业剩下 7 家，行业集中度进一步提升，公司产能也成为全球第二。

表 6：全球代森锰锌主要生产企业

企业名称	年产能	技术及市场情况
陶氏益农（中国）	0.8	代森锰锌是公司十大畅销产品之一，品牌影响力大
印度 UPL	9	技术国际领先，低价竞争
印度 Sabero	3	
印度 INDOFIL	3	
利民股份	4 (2.5+1.5)	技术国际领先，包括河北双吉的产能
南通宝叶	0.3	
西安近代	0.5	

数据来源：西南证券整理

2.4 百菌清产品存在产能缺口，未来仍有发展空间

百菌清是一种广谱、保护性杀菌剂。与目前三大主流杀菌剂的作用机理不同，百菌清是与真菌细胞中的三磷酸甘油醛脱氢酶发生作用，与该酶中含有半胱氨酸的蛋白质相结合，从而破坏该酶的活性，使真菌细胞的新陈代谢受破坏而失去生命力。百菌清虽没有内吸传导作用，但叶面喷施后，在植物体表有良好的黏着性，不易被雨水冲刷，因此持效期较长。

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

与代森锰锌相比，百菌清的应用范围稍窄。这是因为一方面百菌清对水生生物毒性较大；另一方面，幼果期使用百菌清时，如果施药方法不当，可能对幼叶、幼果产生一定的影响。然而，百菌清在果树、蔬菜及早地作物上的使用更加广泛，发展空间更大。

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

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

百菌清原药合成工艺及设备比较独特，不能与其他农药产品共用设备装置，因此国内实际生产百菌清原药的企业仅有 3-4 家，目前国内主要生产企业已经处于全球行业领先地位，形成较为稳定的竞争格局。

公司的新河化工具有 2 万吨百菌清产能，目前处于满负荷生产状态。

表 7：全球百菌清主要生产企业

企业名称	年产能	技术及市场情况
美国先锋集团	0.9	原先正达的产能
日本 SDS	0.6	
苏利股份	1.4	
新河化工	1.2	SDS 持股 15%，公司持股 34%
维尤纳特	0.3	
大成农药	0.3	
南天实业	0.08	

数据来源：西南证券整理

3 公司核心竞争力仍在持续加强

3.1 公司的五大核心竞争力

公司的核心竞争力主要有五项。

(1) 技术创新：公司是国家高新技术企业，拥有省级企业技术中心、江苏省杀菌剂工程技术研究中心和国家级博士后工作站，与国内科研院所形成了良好的合作机制，从人才引进与培养、技术吸收与消化等各方面对公司的技术优势提供了支撑。公司成立江苏利民检测技术有限公司，拥有 CNAS 实验室、GLP 实验室（体系试运行），员工包括博士 2 人和硕士 10 人，加强了公司在农药合成、分析以及制剂研发方面的实力。公司具有自主研发不断推出新产品的能力及持续改进工艺水平的能力，拥有授权发明专利 14 项，授权实用新型专利 19 项；控股子公司河北双吉拥有授权发明专利 2 项，授权实用新型专利 7 项。公司参与 11 个产品的国家标准制定和 13 个产品的行业标准制定。

(2) 质量管理：公司建立了严格的质量控制体系，通过了 ISO9001 质量体系认证。在原材料采购、生产控制、检验检测等环节进行了严密的全过程管理，使产品质量和稳定性达到了国际先进水平，公司主要产品的纯度及杂质控制均达到或优于发达国家法定标准。

(3) 品牌优势：公司是国内较早生产农用杀菌剂的企业，“利民”品牌在国内及欧洲、东南亚和非洲等地区的杀菌剂行业拥有较高的知名度，利民商标和双吉商标被认定为“中国驰名商标”。公司十四个产品被江苏省科学技术厅认定为“省高新技术产品河北双吉 1 个产品被河北省认定为“河北省优质产品”，“必得利及图”、“灭杀利”商标被河北省工商行政管理局认定为河北省著名商标。

(4) 规模优势：公司杀菌剂产品的产能、产量、销量在国内杀菌剂行业中位于前列，主导产品代森类、霜脍氰、三乙磷酸铝、嘧霉胺和威百亩产能和产量均为国内第一。规模化生产一方面可使公司在原材料采购时有较强的议价能力，获得及时、稳定、优先的主要原材料供应保障；另一方面可有效降低单位产品成本，提高劳动生产率。同时，规模优势有利于提高供货能力，在销售旺季时公司供货稳定、能够及时满足客户需求。

(5) 环保优势：公司通过了 ISO14001 环境管理体系认证，是清洁生产合格单位，清洁生产技术不断取得新的突破。公司的一项自主研发的污水处理技术及应用工艺，获国务院“国家科学技术进步二等奖”，环保方面获得国家发明专利 2 项，国家实用新型专利 6 项。代森类及霜脍氰、三乙磷酸铝原药生产中污染物的处理与利用、中水回用水平处于国内领先。

公司是环境安全标准化建设达标企业，被中国石油和化学工业联合会、中国化工环保协会评为“十二五”全国石油和化学工业环境保护先进单位，被中国农药工业协会评为“中国农药行业 HSE 管理体系合规 AAA 企业”。

3.2 内生与外延并举，增强公司核心竞争力

我们通过分析公司近几年的内生与外延活动，发现公司仍然围绕着保护性杀菌剂这一主要脉络进行发展，通过内生扩大自身产能，外延并购行业对手和原料企业，加强自身的规模优势。公司布局其他杀菌剂产能的时候，我们认为也是在一定程度上着眼于与现有品种进行复配，发挥渠道优势和品牌优势。

2017 年 3 月，公司发布公告，拟变更基础原料项目募集资金用于收购河北双吉化工有限公司 79.50% 股权，交易对价为 23213.00 万元，其中拟变更基础原料项目募集资金 19820.58 万元，其余资金拟通过银行借款等方式自行筹措。双吉化工拥有化工、农药等系列产品共计三十多个品种，其重要产品代森锰锌年产 10000 吨、晶体石硫合剂年产 5000 吨、硫磺悬浮剂年产 5000 吨。公司“双吉牌”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。公司产品代森锰锌被评为“河北省名牌产品”、45% 晶体石硫合剂被评为“河北省名牌产品”、80% 必得利被评为“河北省农药十大品牌产品”和“全国重点推广产品”。河北双吉做出的业绩承诺为 2017-2019 年，实现净利润不低于 3700 万元、4100 万元、4500 万元。

2017 年 6 月，公司发布公告，拟终止基础原料项目中丙二胺项目建设，变更基础原料项目中募集资金 1.43 亿元用途，其中 1.09 亿元拟用于向陈国建等四人收购山东达民化工股份有限公司 70% 股份，剩余 0.34 亿元转用于高效农药募投项目（包括 5000 吨/年丙森锌、20000 吨/年威百亩、500 吨/年苯醚甲环唑及 500 吨/年嘧菌酯）。山东达民是国内丙二胺主要供应商之一，且与公司合作多年，在成本和实施风险上更低。山东达民深耕于烷基胺领域多年，目前具备丙二胺（公司丙森锌产品原料）产能 3000 吨/年、戊二胺产能 3000 吨/年、正辛胺产能 300 吨/年等，2016 年实现营收 0.86 亿元，同比增 43.3%，净利润 0.15 亿元，同比增 472%。山东达民承诺：2017/2018/2019 年净利润分别不低于 0.15/0.17/0.20 元（若 2017-2019 年总净利润不低于 0.52 亿元，且每年净利润不低于承诺值 80%，视同完成业绩承诺）。

表 8：河北双吉和山东达民的利润承诺

利润承诺	年份	最低 (万元)
河北双吉	2017	3700
	2018	4100
	2019	4500
山东达民	2017	1500
	2018	1700
	2019	2000

数据来源：公司公告，西南证券整理

内生方面，公司通过扩产来提升自己的产能。公司布局其他杀菌剂产能的时候，我们认为也是在一定程度上着眼于与现有品种进行复配，发挥渠道优势和品牌优势。

2018 年将会是公司众多产品扩能的一年：代森类 1 万吨产能预计将在 2018 年下半年投产，吡唑醚菌酯和苯醚甲环唑也预计在 2018 年年底投产，新河化工 1.2 万吨的百菌清产能在 2018 年 1 月开始满产。

另外，预计 3.5 万吨代森锰锌产能将在 2019 年开始释放，随后贡献业绩。

4 盈利预测

关键假设：

假设 1: 2018-2020 年公司络合态代森锰锌不含税价格为 19828、20258、20670 元/吨；

假设 2: 2018-2020 年公司百菌清不含税价格为 43103、44828、47414 元/吨；

假设 3: 代森类项目 1 万吨产能预计 2018 年 9 月投产，贡献业绩；

假设 4: 山东达民 2018 年 6 月底并表。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	1423.4	1606.6	2089.4	2120.4
	增速	22.7%	12.9%	30.1%	1.5%
	成本	1024.6	1133.0	1462.3	1478.3
	毛利率	28.0%	29.5%	30.0%	30.3%
农用杀菌剂	收入	1166.1	1294.8	1686.6	1707.6
	增速	37.3%	11.0%	30.3%	1.2%
	成本	823.0	913.3	1178.8	1187.8
	毛利率	29.43%	29.47%	30.11%	30.44%
农用杀虫剂	收入	73.6	77.6	77.6	77.6
	增速	-38.2%	5.5%	0.0%	0.0%
	成本	54.6	55.9	55.9	55.9
	毛利率	25.74%	28.00%	28.00%	28.00%
农用除草剂	收入	128.1	124.1	155.2	155.2
	增速	0.6%	-3.1%	25.0%	0.0%
	成本	108.3	86.9	108.6	108.6
	毛利率	15.5%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	收入	55.6	110.0	170.0	180.0
	增速	-13.9%	97.8%	54.5%	5.9%
	成本	38.8	77.0	119.0	126.0
	毛利率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：Wind，西南证券

5 风险提示

公司产品价格下跌风险，在建项目不达预期风险，并购企业业绩实现或不及承诺，汇兑损失风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1423.42	1606.57	2089.36	2120.38	净利润	141.76	188.74	246.64	250.81
营业成本	1024.63	1133.05	1462.25	1478.27	折旧与摊销	97.81	102.46	139.78	167.93
营业税金及附加	7.45	6.18	8.95	14.63	财务费用	33.96	7.21	4.31	6.60
销售费用	84.74	96.39	125.36	127.22	资产减值损失	-1.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	168.38	191.18	250.72	254.45	经营营运资本变动	-285.42	-21.56	-173.14	-8.63
财务费用	33.96	7.21	4.31	6.60	其他	85.96	-45.61	-47.82	-49.93
资产减值损失	-1.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	73.06	231.24	169.77	366.78
投资收益	44.49	45.88	47.75	49.86	资本支出	-175.78	-500.00	-500.00	-300.00
公允价值变动损益	0.09	0.04	0.05	0.05	其他	-178.64	45.92	47.80	49.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-354.41	-454.08	-452.20	-250.09
营业利润	163.44	218.48	285.57	289.12	短期借款	131.00	36.15	371.58	-59.21
其他非经营损益	-3.00	-4.00	-5.29	-4.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	160.45	214.47	280.27	285.01	股权融资	5.56	0.00	0.00	0.00
所得税	18.68	25.74	33.63	34.20	支付股利	-57.65	-27.46	-36.57	-47.78
净利润	141.76	188.74	246.64	250.81	其他	-77.33	-9.11	-4.31	-6.60
少数股东损益	4.44	5.91	7.72	7.85	筹资活动现金流净额	1.58	-0.43	330.71	-113.59
归属母公司股东净利润	137.32	182.83	238.92	242.96	现金流量净额	-293.22	-223.27	48.28	3.10
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	383.92	160.66	208.94	212.04	成长能力				
应收和预付款项	180.52	215.88	273.87	277.95	销售收入增长率	22.66%	12.87%	30.05%	1.48%
存货	239.10	222.24	296.45	293.38	营业利润增长率	18.50%	33.67%	30.71%	1.24%
其他流动资产	386.98	436.77	568.03	576.46	净利润增长率	25.21%	33.13%	30.68%	1.69%
长期股权投资	95.76	95.76	95.76	95.76	EBITDA 增长率	34.68%	11.16%	30.94%	7.91%
投资性房地产	8.78	8.78	8.78	8.78	获利能力				
固定资产和在建工程	827.34	1229.33	1593.99	1730.51	毛利率	28.02%	29.47%	30.01%	30.28%
无形资产和开发支出	197.83	193.39	188.94	184.49	三费率	20.17%	18.35%	18.21%	18.31%
其他非流动资产	65.63	65.63	65.63	65.63	净利率	9.96%	11.75%	11.80%	11.83%
资产总计	2385.88	2628.44	3300.40	3445.00	ROE	8.20%	9.99%	11.75%	10.89%
短期借款	361.00	397.15	768.73	709.52	ROA	5.94%	7.18%	7.47%	7.28%
应付和预收款项	191.24	230.99	299.14	298.85	ROIC	12.55%	10.47%	10.60%	9.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.74%	20.43%	20.56%	21.87%
其他负债	103.81	110.99	133.14	134.22	营运能力				
负债合计	656.05	739.13	1201.01	1142.59	总资产周转率	0.64	0.64	0.70	0.63
股本	164.71	164.71	164.71	164.71	固定资产周转率	1.95	1.61	1.48	1.28
资本公积	1088.05	1088.05	1088.05	1088.05	应收账款周转率	11.18	10.56	11.01	9.94
留存收益	461.64	617.00	819.36	1014.53	存货周转率	5.51	4.91	5.63	5.01
归属母公司股东权益	1672.14	1825.71	2028.06	2223.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.39%	—	—	—
少数股东权益	57.69	63.60	71.32	79.18	资本结构				
股东权益合计	1729.83	1889.31	2099.39	2302.41	资产负债率	27.50%	28.12%	36.39%	33.17%
负债和股东权益合计	2385.88	2628.44	3300.40	3445.00	带息债务/总负债	55.03%	53.73%	64.01%	62.10%
					流动比率	1.92	1.47	1.16	1.23
					速动比率	1.53	1.15	0.90	0.96
					股利支付率	41.98%	15.02%	15.30%	19.67%
					每股指标				
					每股收益	0.83	1.11	1.45	1.48
					每股净资产	10.15	11.08	12.31	13.50
					每股经营现金	0.44	1.40	1.03	2.23
					每股股利	0.35	0.17	0.22	0.29
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	295.21	328.15	429.66	463.65					
PE	28.59	21.48	16.44	16.16					
PB	2.35	2.15	1.94	1.77					
PS	2.76	2.44	1.88	1.85					
EV/EBITDA	12.91	12.41	10.23	9.34					
股息率	1.47%	0.70%	0.93%	1.22%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn