

新产品拓展将打开公司成长空间

海利尔是我国原药-制剂一体化布局的农药龙头，盈利能力和成长性行业领先，但公司被市场有所低估，尤其是丙硫菌唑产品将打开重要成长空间，具体如下：

核心观点

- **公司盈利能力和成长性被低估：**公司原药和制剂板块互补的格局保障了盈利稳定性，近5年毛利率在30%以上，长期高于农药上市公司70%的企业，近5年扣除现金ROIC平均在25%，位于同行第3。并且公司规模在不断学习，现有在建工程和平度新基地一期规划总投入相对现有固定资产有望翻倍，跳出了我们前期报告所探讨的农药行业因进入政策壁垒和品类分散度带来的规模瓶颈，公司在盈利能力稳健的基础上，继续成长的能动性很强。然而公司PB在行业内处于中下水平，存在明显的预期差。
- **丙硫菌唑打开成长窗口期：**丙硫菌唑是全球第二大畅销杀菌剂，销售额近8亿美元，广泛用于谷物、大豆、油菜等作物，在欧美和拉美有很好的市场基础。产品在中国专利于15年过期，但过去因为安全性争议直至19年才首次批准国内企业登记，公司作为国内首登企业将迎来广泛的蓝海市场。一方面有望承接海外原药产能向国内转移；另一方面丙硫菌唑对国内小麦赤霉病的抗药性问题带来强效解决方案，全国小麦种植面积约3.6亿亩，单剂有效成分最佳用量为13.5克/亩次，以一季施用两次计算，仅小麦病害防治需求可达9700吨以上。目前国内丙硫菌唑制剂的登记数仅3个，与同样15年过期的吡唑醚菌酯制剂500以上的登记数有很大差距，蕴含着终端市场拓展的机会。且由于2025年之前丙硫菌唑仍处于国内新农药保护期，新进入者的登记资金和时间成本极高，新增供给压力较小，公司最具有先发优势。远期可转债项目还将丰富畅销原药品类，进一步提升原药-制剂一体化优势。

财务预测与投资建议

- 由于原药价格下跌及费用提升，我们预测公司20-22年归母净利润分别为3.62、5.12和6.81亿元，（原20-21年预测分别为4.52、5.81亿元），按照可比公司20年17倍市盈率，给予目标价为25.84元并上调为买入评级。

风险提示

- 新产能投放不及预期；终端市场开拓不及预期；产品和原材料价格波动

公司主要财务信息

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,191 | 2,467 | 2,971 | 3,716 | 4,630 |
| 同比增长(%) | 37.9% | 12.6% | 20.4% | 25.1% | 24.6% |
| 营业利润(百万元) | 421 | 365 | 413 | 587 | 782 |
| 同比增长(%) | 28.3% | -13.3% | 13.1% | 42.0% | 33.2% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 367 | 316 | 362 | 512 | 681 |
| 同比增长(%) | 28.4% | -14.0% | 14.7% | 41.5% | 32.9% |
| 每股收益(元) | 1.55 | 1.33 | 1.52 | 2.16 | 2.87 |
| 毛利率(%) | 34.8% | 32.0% | 32.1% | 33.1% | 33.8% |
| 净利率(%) | 16.8% | 12.8% | 12.2% | 13.8% | 14.7% |
| 净资产收益率(%) | 20.6% | 15.0% | 15.1% | 18.4% | 20.6% |
| 市盈率 | 12.9 | 15.0 | 13.1 | 9.3 | 7.0 |
| 市净率 | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 1.6 | 1.3 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

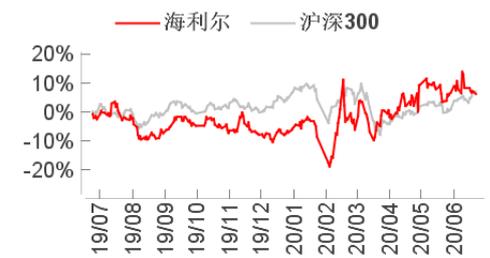


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

| | |
|-----------------|---------------|
| 股价(2020年06月22日) | 19.81元 |
| 目标价格 | 25.84元 |
| 52周最高价/最低价 | 30.06/19.81元 |
| 总股本/流通A股(万股) | 23,747/23,647 |
| A股市值(百万元) | 4,704 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 基础化工 |
| 报告发布日期 | 2020年06月22日 |

| 股价表现 | 1周 | 1月 | 3月 | 12月 |
|-------|-------|--------|--------|--------|
| 绝对表现 | -1.69 | -27.57 | -22.13 | -25.81 |
| 相对表现 | -5.41 | -34.84 | -34.42 | -32.80 |
| 沪深300 | 3.72 | 7.27 | 12.29 | 6.99 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬
021-63325888*2504
wanliyong@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

相关报告

成立境外子公司，赋能海外竞争力： 2020-03-16

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

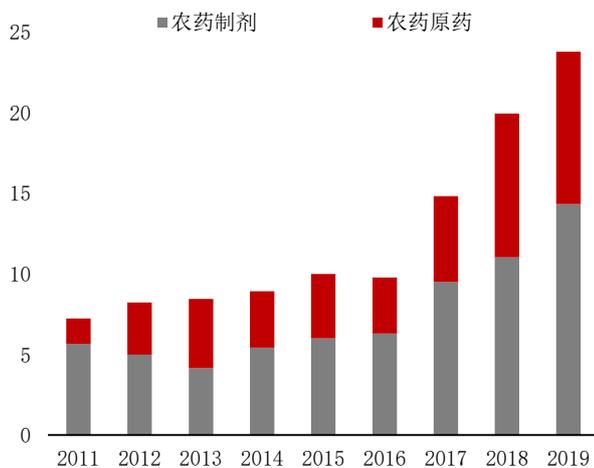
目 录

| | | |
|-----|-------------------|----|
| 1 | 公司能力被低估..... | 3 |
| 1.1 | 盈利稳定性高..... | 3 |
| 1.2 | 成长能动性..... | 5 |
| 2 | 丙硫菌唑打开成长窗口期..... | 6 |
| 2.1 | 全球第二大畅销杀菌剂品种..... | 7 |
| 2.2 | 国内登记放开的机遇..... | 8 |
| 2.3 | 公司迎来的窗口期..... | 10 |
| 3 | 可转债项目拓展畅销品种..... | 11 |
| 4 | 现有原药产品已见底..... | 13 |
| 5 | 盈利预测与投资建议..... | 14 |
| 5.1 | 盈利预测..... | 14 |
| 5.2 | 投资建议..... | 15 |
| 6 | 风险提示..... | 16 |

1 公司能力被低估

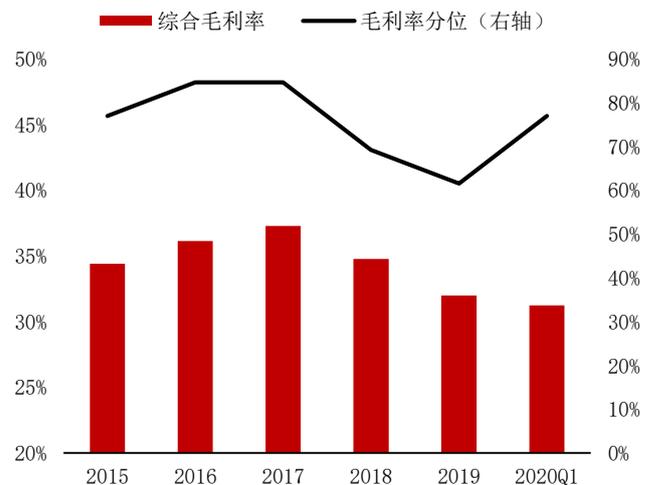
海利尔是国内较有特色的中间体-原药-制剂一体化布局的农药企业。从业务发展上看，公司起步于制剂的生产销售，建了丰富的海内外销售渠道；公司在多年发展中向上游扩张了原药及中间体产能，发展战略上以原药品类扩张作为公司核心增长点。原药产能包括吡虫啉 2500 吨、啶虫脒 1200 吨、吡唑醚菌酯 1000 吨、甲维盐 200 吨；制剂产能拥有 18500 吨，共 553 个制剂登记证。相对单纯的原药企业，从经营表现看，公司这种一体化布局保障了稳定的盈利和抵御周期波动的能力。近 5 年公司的毛利率都在 30% 以上，长期高于申万农药上市公司近 70% 的企业，公司 ROE（加权）中枢也在 20% 左右。从市场反应上看，近年来公司股价最为“高光”的时刻几乎只有 19 年 321 响水事故时，公司作为不受事故影响的新烟碱类产品龙头被赋予极强的涨价和利润弹性的预期。但后期由于后期产品涨价未达预期，公司股价表现一般，且市场关注度也走低，市场对公司未来的成长性更是没有什么预期；同时，由于公司起步于制剂，市场对公司核心能力的认知也更偏向于营销和渠道能力。但是在当前时点，我们看好公司迎来的向上拐点。首先，公司的能力有所低估，与市场的普遍认知有很大的预期差，近年来公司扣除现金的 ROIC 位于行业第 3，盈利能力非常稳健。第二，公司发展壮大的意愿和动力很强，在项目和土地储备上资本开支不断，未陷入我们前期报告所论述的高盈利农药公司的规模陷阱。尤其是有望成为爆款的杀菌剂丙硫菌唑待投放，目前国内登记企业寥寥，公司作为国内最先获登的企业，有望迎来产品高景气下占领市场份额的窗口期和机遇期。此外，公司在原药合成方面不断通过技改提升工程能力，在研发投入积极，并且有储备的创制农药品种。然而公司 PB 水平却位于行业中下游，那么从稳健的盈利能力和较强的成长意愿看，公司能力有所被低估，我们也看好公司未来的发展，具体如下。

图 1：公司制剂和原药营收（亿元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：公司近年综合毛利率和其行业所处分位



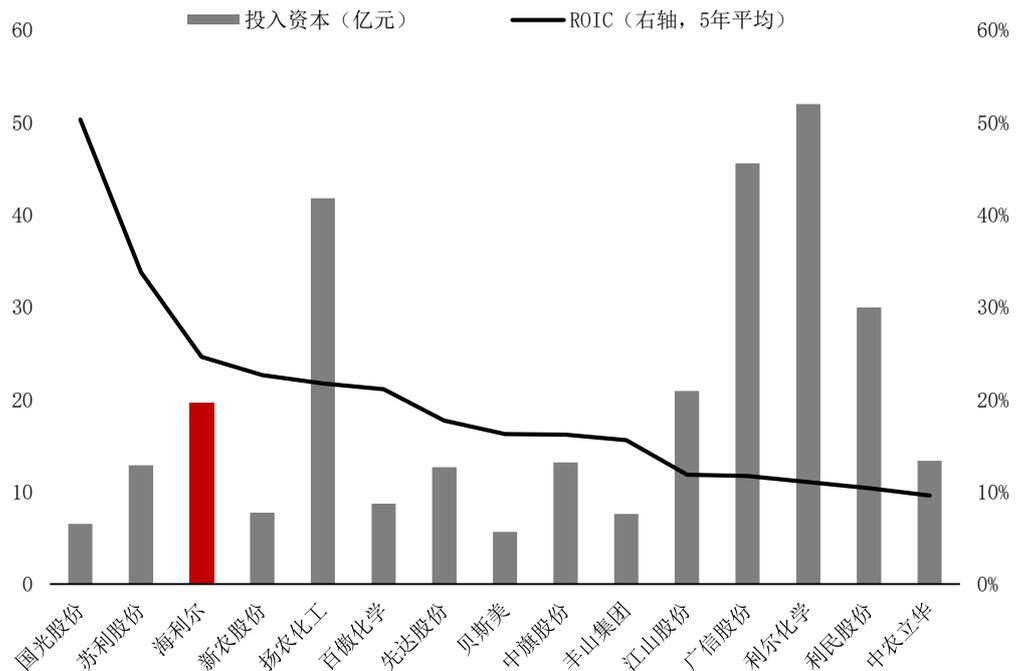
资料来源：Wind，东方证券研究所

1.1 盈利稳定性高

前期报告我们有所讨论，农药行业因为其较高的政策性进入壁垒和极其繁多且分散的品类的特点，企业个体往往也仅聚焦在少数几个品种上，所以只要不出现重大环保安全事故，存量企业都能在竞

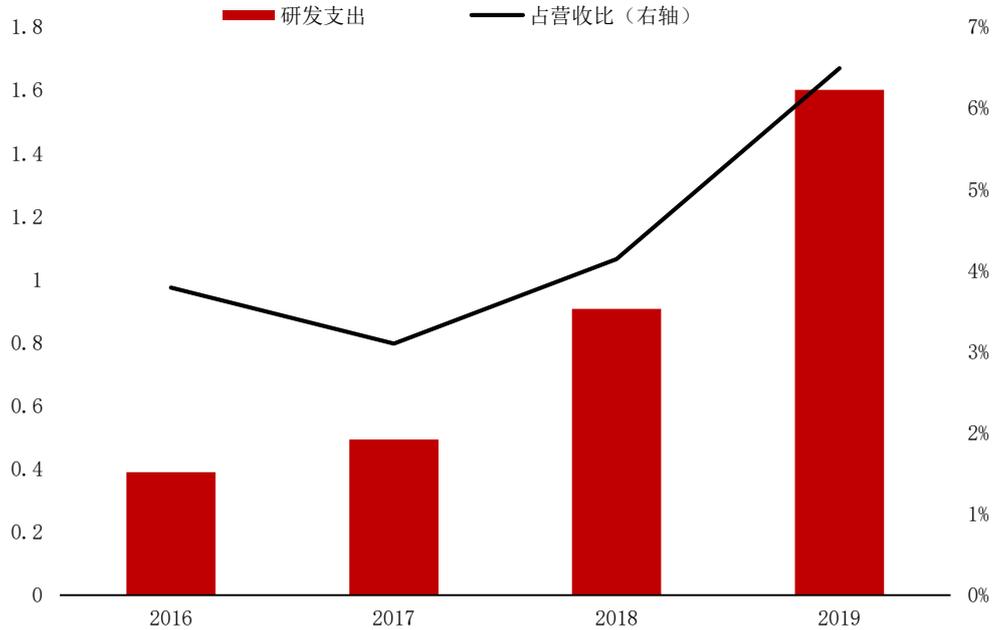
争格局相对有序的环境中争取稳定的盈利，尤其是某些高盈利的小单品能带来很高回报，很多农药小企业也就守着拥有的一亩三分地耕耘。稳健保守无可非议，但这就造成农药企业规模和盈利能力难以两全的矛盾，即挣钱的产品做不大，做大的企业不挣钱的特点。从成长的角度看，可以说一种是高盈利带来的规模瓶颈。从盈利能力看，海利尔近 5 年扣除超额现金的平均 ROIC 在 25% 左右，在上市公司中位列第 3；从资产规模上看，虽然和头部企业的差距还是比较明显，但公司体量在 ROIC 最高的农药上市公司中也处于中等偏上的序列。此外，虽然从公司的业务特点看，属于轻资产的制剂业务有较大比重，一定程度上降低了 ROIC 的分母，但是如果与上市农药制剂类公司比，公司盈利能力依旧处于领先区间。那么从这一点看，首先公司原药制剂一体化的布局优势就体现出来了，所谓“东方不亮西方亮”。而在研发能力上，虽然市场对其的认知还是偏向于营销型企业，但公司上市 3 年以来研发投入 CAGR 达到 60%，19 年占营收比重达到 6.49%；化学合成上，公司近年来不断通过技改，原药品种的生产负荷和清洁生产能力的指标都得到了明显提升。

图 3：农药公司扣除现金 ROIC 与投入资本规模（19 年）



资料来源：Wind，东方证券研究所

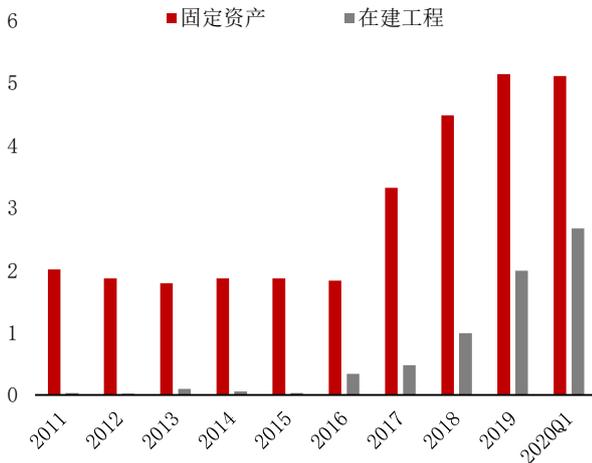
图 4：公司研发支出（亿元）及占营收比重



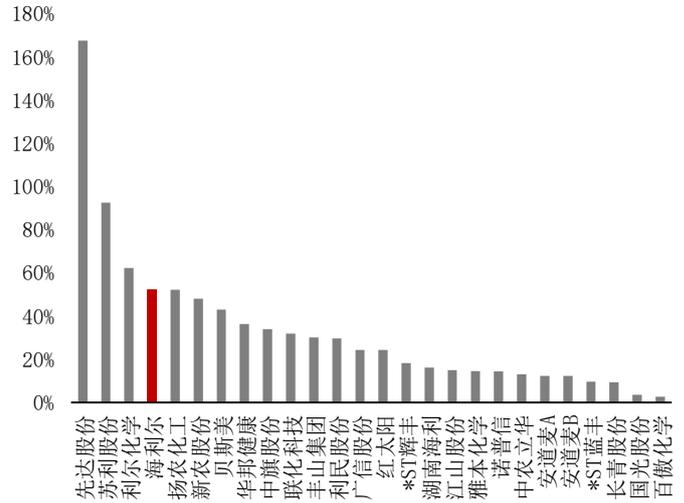
资料来源：Wind，东方证券研究所

1.2 成长能动性

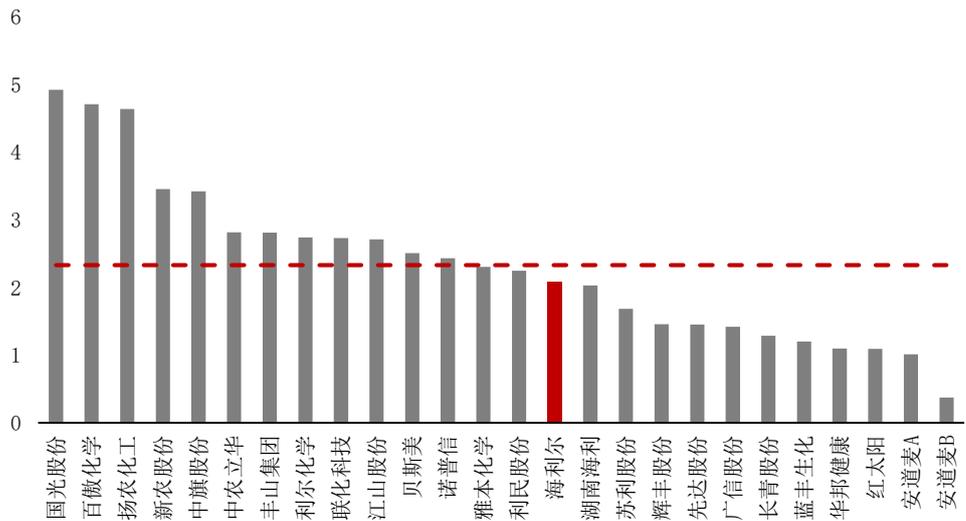
公司上市以来，固定资产不断扩张。这期间首先在 17 年投产了吡唑醚菌酯原药产能，18 年在北京上地信息产业中心购置地产筹建研发中心，19 年持续投建新烟碱产线并收购青岛凯源翔扩充甲维盐杀虫剂品种等其他登记品类。目前公司还有第二代、第三代烟碱类杀虫剂和杀菌剂丙硫菌唑原药产能在建，在建工程/固定资产比近 50%，在上市公司中也处于前列。尤其是今年即将投产的丙硫菌唑有望成为爆款单品，公司作为国内最先登记的厂商将拥有绝对先发优势；而中长期平度新河化工产业园恒宁基地的建设将打开新的成长空间，公司拟投入 20 亿元建设新项目，一期规划了 4 万吨农药原药及中间体，总计划投资 8.46 亿，其中 7 亿通过发行可转债募资。现有在建工程和可转债项目完全投产后，公司固定资产规模有望实现翻倍。所以从当前项目和资源储备看，公司发展壮大的意愿和主观动力很强，跳出了盈利能力带来的规模瓶颈。

图 5：公司固定资产与在建工程（亿元）


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 6：农药上市公司在建工程/固定资产（2020Q1）


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 7：农药上市公司最新 PB 分布（截至 20200606）


资料来源：Wind，东方证券研究所

2 丙硫菌唑打开成长窗口期

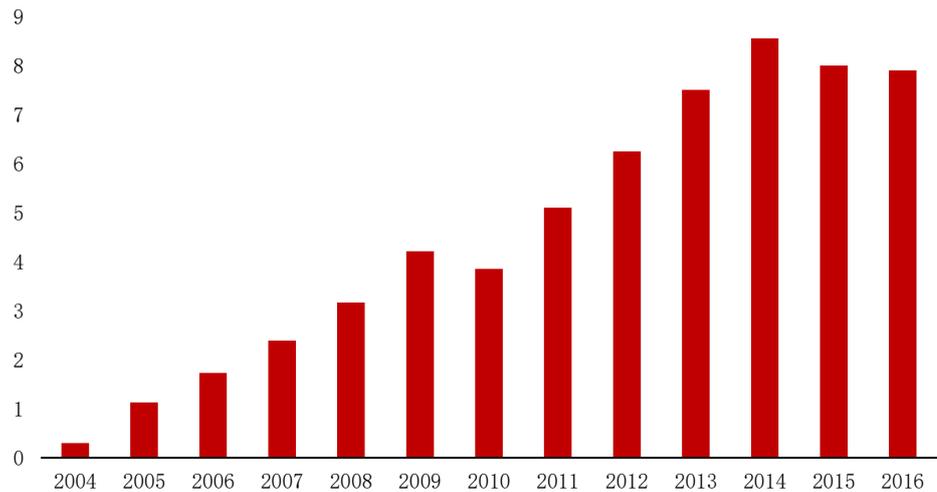
前文从财务数据上分析公司成长的动能所在，当然成长性真正落地还是依靠具体的产品项目。目前公司在建工程主要项目为第二代烟碱类杀虫剂噻虫嗪、噻虫胺和第三代烟碱类杀虫剂呋虫胺，以及杀菌剂丙硫菌唑。其中丙硫菌唑为全球第二大杀菌剂产品，公司作为国内丙硫菌唑首批登记企业，在当前国内产能和登记寥寥的背景下，有望在产品高景气中迎来放量窗口期。且由于 2025 年之前

丙硫菌唑仍处于国内新农药保护期，新进入者的登记资金和时间成本极高，新增供给压力较小，公司在目前的蓝海中最具有先发优势。

2.1 全球第二大畅销杀菌剂品种

丙硫菌唑是拜耳 95 年开发的三唑硫酮类杀菌剂，具有良好的内吸作用和优异的保护、治疗及铲除活性。主要用于防治谷类、麦类和豆类作物等多种病害，几乎对谷物上所有真菌都有优秀的防效。施药方面既可用于叶面喷雾也可用于种子处理，方式非常灵活；产品的包容性很强，复配阵容非常广泛，整体而言性能优异。产品于 04 年上市，上市第一年全球销售额达到 2400 万欧元，05-09 年复合增速高达 69.6%。15-16 年全球农化市场冲顶回落，丙硫菌唑虽大周期销售额稍有下滑但仍好于其他同类产品。15 年全球销售额 8.0 亿美元，位列全球杀菌剂销售额第三，16 年全球销售额 7.9 亿美元，超越吡唑醚菌酯成为全球第二大畅销杀菌剂品种。丙硫菌唑也是全球农药品种销售额超过 5 亿美元最年轻的重量级产品。

图 8：丙硫菌唑全球销售额（亿美元）



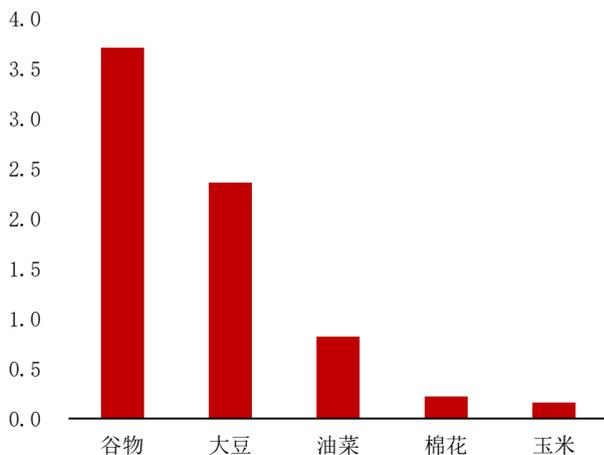
资料来源：中国农药网，东方证券研究所

表 1：15 年全球杀菌剂销售额前十品种

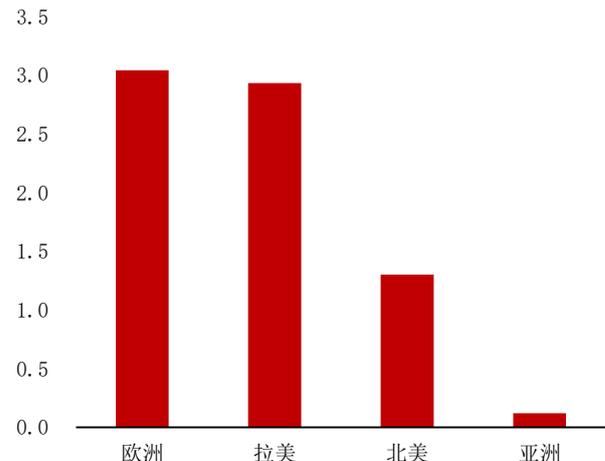
| 排名 | 品种 | 销售额（亿美元） | 上市时间 | 开发公司 |
|----|-------|----------|------|-----------|
| 1 | 嘧菌酯 | 13.05 | 1997 | 先正达 |
| 2 | 吡唑醚菌酯 | 8.5 | 2002 | 巴斯夫 |
| 3 | 丙硫菌唑 | 8.0 | 2004 | 拜耳 |
| 4 | 肟菌酯 | 6.5 | 2000 | 拜耳 |
| 5 | 代森锰锌 | 6.1 | 1943 | 陶氏益农、联合磷化 |
| 6 | 铜制剂 | 5.7 | 1885 | |
| 7 | 戊唑醇 | 5.3 | 1988 | 拜耳 |
| 8 | 氟环唑 | 5.2 | 1993 | 巴斯夫 |
| 9 | 环唑醇 | 4.6 | 1988 | 先正达 |
| 10 | 氟唑菌酰胺 | 3.9 | 2012 | 巴斯夫 |

资料来源：《世界农药新进展（四）》，东方证券研究所

丙硫菌唑最大的下游作物为谷物（小麦、大麦、花生、水稻等），例如针对小麦、大麦的白粉病、纹枯病，16 年销售额达到 3.71 亿美元，其次是大豆，达到 2.36 亿美元，而后是油菜、棉花、玉米等。从区域看，欧洲是丙硫菌唑最大的市场，16 年销售额达到 3.04 亿美元；而后是拉美地区，达到 2.93 亿，几乎都被巴西占据。相较而言，亚洲地区的市场规模还非常小，开发潜力很大。

图 9：16 年丙硫菌唑全球销售额分作物（亿美元）


资料来源：农药快讯，东方证券研究所

图 10：16 年丙硫菌唑全球销售额分地区（亿美元）


资料来源：农药快讯，东方证券研究所

2.2 国内登记放开的机遇

丙硫菌唑 15 年专利过期，然而国内 19 年 1 月才正式获批登记，至今也仅有 2 个原药和 3 个制剂获得登记，这与同样 15 年专利到期的吡唑醚菌酯大量登记的情况反差强烈。丙硫菌唑前期未获批准登记的原因是前期因为有其对女性健康的危害的担忧，农业部从安全和审慎性的角度出发长期未能第一时间给以批准；此外业内还有一些关于原研企业为保护市场的讨论，在此也不再展开。

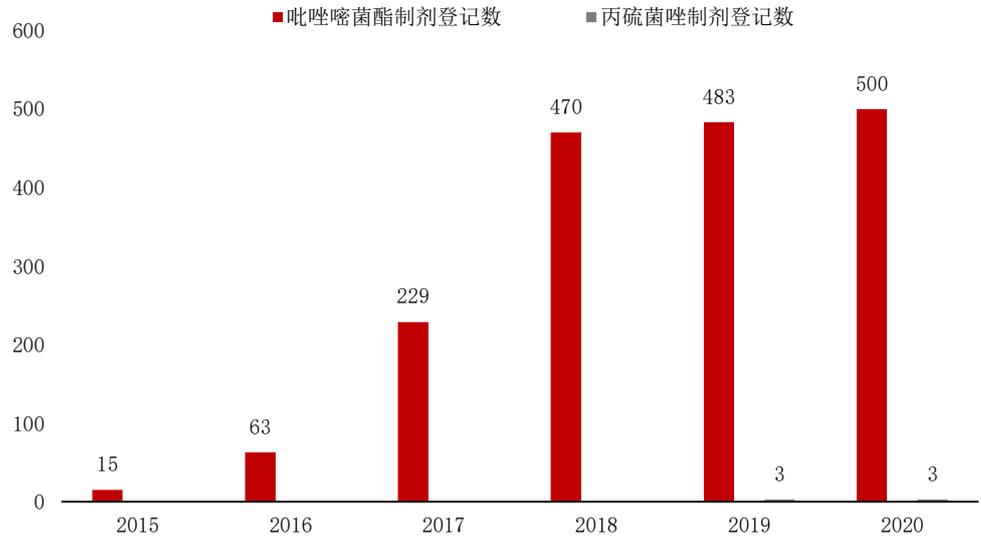
表 2：丙硫菌唑登记产品

| 登记证号 | 登记名称 | 农药类别 | 剂型 | 总含量 | 有效期至 | 生产企业 |
|------------|----------|------|---------|-----|-----------|--------|
| PD20190041 | 丙硫菌唑 | 杀菌剂 | 原药 | 95% | 2024/1/29 | 山东海利尔 |
| PD20190015 | 丙硫菌唑·多菌灵 | 杀菌剂 | 悬浮剂 | 28% | 2024/1/29 | 海利尔药业 |
| PD20190005 | 丙硫菌唑 | 杀菌剂 | 可分散油悬浮剂 | 30% | 2024/1/29 | 安徽久易 |
| PD20190004 | 丙硫菌唑 | 杀菌剂 | 原药 | 97% | 2024/1/29 | 安徽久易 |
| PD20190014 | 丙硫菌唑·戊唑醇 | 杀菌剂 | 悬浮剂 | 40% | 2024/1/29 | 溧阳中南化工 |

资料来源：中国农药信息网，东方证券研究所

在国内丙硫菌唑主要用于小麦赤霉病防治场景。近年来小麦赤霉病和锈病在国内频发，防治难度不断提升，我国小麦赤霉病 05-10 年均发生面积 6196 万亩，11-16 年发生面积则达到 8632 万亩，较前 5 年增长近 39%。小麦赤霉病严重影响高产稳产，可造成小麦减产 30%-40%；发病后产生的真菌还会污染麦粒，影响人畜健康，小麦病麦率达到 4% 以上就不能使用，失去了商品价值。在赤霉病愈发严重的背景下，原本普遍使用的多菌灵、戊唑醇、咪鲜胺、氟环唑等产品剂型用量不断增加，但导致抗性也逐渐凸显，病害防治效果不理想。由于丙硫菌唑对小麦赤霉病良好的效果，以及经论证后其对环境无风险、低毒、低残留的特点，终于得到农业部批准。以此看出，无论从丙硫菌唑自身通过时间和需求的验证获得批准还是业内传闻的原研企业市场策略两个角度，都能证明丙硫菌唑这个产品的性能和其经济价值。

受农药行业宏观数据的限制，我们从多个角度定性和定量分析公司丙硫菌唑迎来的市场机遇。首先，随着国内登记打开，跨国原研企业大概率会将产能逐步转移至中国，存量 8 亿美金市场对应的原药订单就将是个巨大的蛋糕。第二，就全球农化市场而言，杀菌剂受益于用药结构升级还将是能够维持快速增长的版块，龙头产品将持续受益。第三，对于国内市场，丙硫菌唑还是一片空白；由于市场需求数据不可得，以制剂的登记数量来表征终端需求的拓展情况，相对于同样 15 年过期的吡唑醚菌酯制剂登记数量从 15 增加到 500 个，5 年翻了 30 多倍，丙硫菌唑目前仅寥寥 3 个制剂登记，虽略显寒酸，但却也反映出巨大的提升空间。第四，从定量的角度看，全国小麦种植面积约 3.6 亿亩，丙硫菌唑若作为单剂用于防治小麦赤霉病的最佳用量为 13.5 克/亩次（原药），以一个种植季防治两次计算，小麦病害防治总的丙硫菌唑原药需求可达 9700 吨以上。当然因为剂型的多样性，还存在各种浓度的复配制剂，单亩此实际原药需求可能并没有那么多，但由于产品在水稻和大豆作物的应用上还具有很强的延展性，能够参与多种复配，未来需求量将迎来广阔的扩张期。

图 11：我国丙硫菌唑和吡唑醚菌酯制剂登记数对比


资料来源：中国农药信息网，东方证券研究所

2.3 公司迎来的窗口期

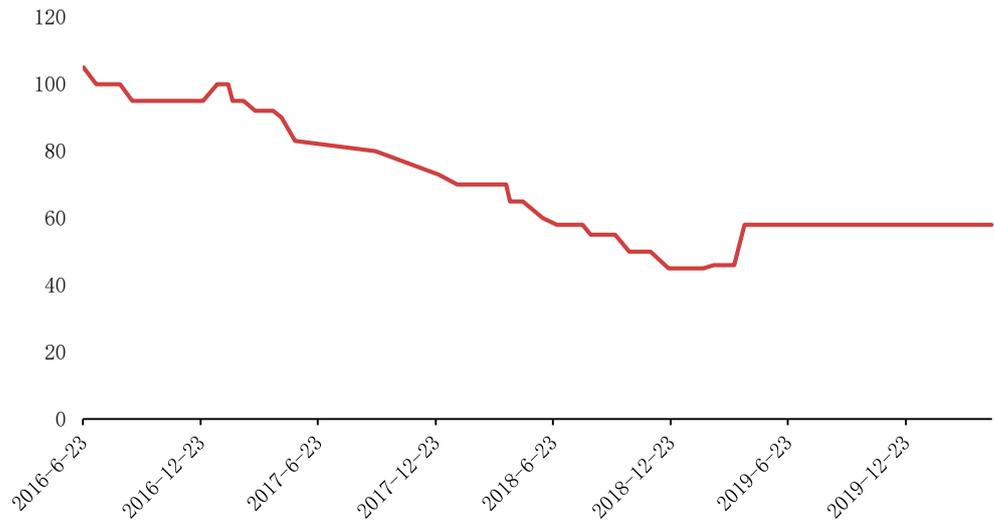
在需求爆发的潜力下，公司作为国内首批获得登记的企业具有的机遇是被市场低估的。首先，公司作为首登，直观上就具有市场开拓的先发优势，这一点无须赘述。第二，也是最易被忽视的一点，依据我国农药登记制度，丙硫菌唑由于 19 年在国内首次获得登记，属于新农药，有 6 年的对首登企业的保护期。首登企业会按照最严格的新农药登记要求来提交资料，所以资料也是最齐全的，其中就包括 3 项代谢试验，即植物中代谢试验资料、动物中代谢试验资料、环境中代谢试验资料，而这 3 项代谢试验成本非常大，风险也非常高。自首登开始的 6 年保护期内，其他进行登记的企业都需要提供完整的代谢试验资料，这样就显著延缓了新进入者的切入进度。以吡唑醚菌酯为例，由于 08 年原研企业巴斯夫就在国内取得了登记，15 年专利到期之时也过了新农药保护期，所以 15 年起就有大批国内原药厂商获得登记，供给侧快速进入红海竞争。那么以丙硫菌唑 19 年获得首登推算，至 2025 年新农药保护期才算结束，这期间的新进入者都将面临代谢试验的考验。以这一点看，即使从部分公开信息看国内有一些企业规划了丙硫菌唑原药产能，受代谢试验周期的限制，我们判断在未来 2-3 年的时间内很难真正释放，而公司也将迎来至少 2 年的蓝海市场窗口期。

表 3：吡唑醚菌酯早期原药登记

| 登记证号 | 登记年份 | 剂型 | 总含量 | 有效期至 | 登记证持有人 |
|------------|------|----|--------|------------|--------------|
| PD20080463 | 2008 | 原药 | 97.50% | 2023/3/31 | 巴斯夫欧洲公司 |
| PD20151143 | 2015 | 原药 | 97.50% | 2020/10/21 | 浙江天丰生物科学有限公司 |
| PD20151203 | 2015 | 原药 | 97.50% | 2025/7/29 | 美国默赛技术公司 |
| PD20151272 | 2015 | 原药 | 98% | 2025/7/30 | 山东海利尔化工有限公司 |
| PD20151324 | 2015 | 原药 | 98% | 2025/7/30 | 京博农化科技有限公司 |

资料来源：中国农药信息网，东方证券研究所

从零星可跟踪的价格看，丙硫菌唑从最初定价较为混乱且不透明时期的 100 万元/吨逐渐下滑，近 1 年基本稳在 55-60 万元/吨的水平。随着终端推广的需要和工艺提升带来的成本下滑，不排除价格有继续下滑的可能，但在上文所述相对良好的供给格局保障下，下降幅度会比较有限，且先发企业会保持较强的盈利能力。此外，由于公司新的丙硫菌唑和吡唑醚菌酯在欧美国家很好的群众基础，这将成为公司切入欧美高端市场的契机，弥补公司当前主力的烟碱类杀虫剂因蜜蜂毒性而被欧美国家禁用而局限于东南亚等发展中国家市场的缺憾，长远的客户覆盖面有望进一步放大，而这些市场对其是基本没有预期的。

图 12：国内丙硫菌唑市场价格（万元/吨，含税）


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

3 可转债项目拓展畅销品种

中长期看，公司 19 年在青岛平度购置土地并在 7 月设立恒宁子公司，新厂区占地面积 429 亩。目前在恒宁计划投资 8.46 亿的 4 万吨原药和中间体项目（一期）规划已经出炉，包括苯醚甲环唑

3000 吨、丙环唑 2000 吨、溴虫腈 2000 吨和丁醚脲 2000 吨四大原药产品和配套中间体。具体产品方面，公司可转债规划的一期项目中苯醚甲环唑、丙环唑属于杀菌剂，丁醚脲、溴虫腈属于杀虫剂。预计建设周期 2.5 年，建成后投资回收期预计 5 年，土地和项目储备将保障其持续成长性。

表 4：公司可转债项目规划

| 产品 | 类别 | 产能（吨） |
|----------------------------|-----|-------|
| 苯醚甲环唑 | 原药 | 3000 |
| 苯醚酮 | 中间体 | 2600 |
| 丙环唑 | 原药 | 2000 |
| 2,4-二氯苯乙酮 | 中间体 | 2000 |
| 溴虫腈 | 原药 | 2000 |
| 4-溴-2-(4-氯苯基)-5-三氟甲基吡咯-3-腈 | 中间体 | 2200 |
| 丁醚脲 | 原药 | 2000 |
| 4-苯氧基-2,6-二异丙基苯基硫脲 | 中间体 | 2200 |
| 4-苯氧基-2,6-二异丙基苯基硫代异氰酸酯 | 中间体 | 1800 |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

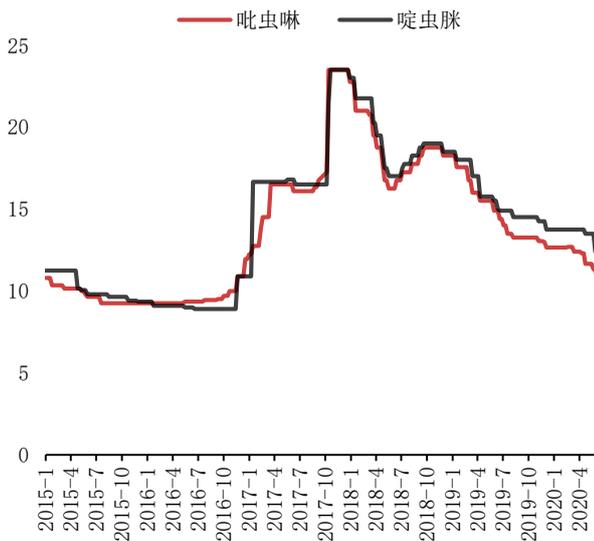
- 1. 杀菌剂：**仅从上市时间看，苯醚甲环唑和丙环唑都属于比较成熟的老产品，但是市场规模增长较快，需求旺盛。苯醚甲环唑是先正达开发的三唑类杀菌剂，产品于 89 年上市，具有安全、高效、广谱、低残留、适配性强的特点，适用于小麦、玉米、稻谷、大豆等苗期病害，对葡萄、花生、仁果、蔬菜等病害也有优异防效，并且不易产生抗性；苯醚甲环唑 03-13 年全球销售额复合增速为 10.18%，16 年全球销售额达到 3.30 亿美元。丙环唑是先正达开发的三唑类杀菌剂，产品于 80 年上市，产品活性谱广，是谷物真菌防治的支柱产品，也能用于大豆、葡萄、果树和蔬菜等市场；丙环唑 14-18 年复合增长率 9.4%，18 年全球销售额达到 4.80 亿美元，成长快速。虽然二者都是较为成熟的产品，但供应却一直维持相对紧张的状态，据扬农化工公告，国内苯醚甲环唑和丙环唑的表观产能分别约为 7100 和 7500 吨，但由于国内近年来安全环保要求提升，实际供应能力分别只有约 2200 和 3500 吨，在需求不断增长的趋势下产品还将维持较好的供需格局。
- 2. 杀虫剂：**丁醚脲是先正达开发的硫脲类杀虫、杀螨剂，产品于 91 年上市，产品低毒（但对鱼、蜜蜂高毒）且杀虫范围广，主要用于棉花、果树、蔬菜和观赏植物上的蚜虫、粉虱、叶蝉、夜蛾及害螨；11 年以后丁醚脲市场逐年增长，09-14 年全球销售额复合增速为 23.7%，14 年销售额达到 1.45 亿美元；丁醚脲市场成长性较好，目前国内生产能力约 1 万吨，而全球每年需求在 2 万吨以上，国内农药企业承接海外需求的空间依旧很大；由于与新烟碱类杀虫剂类似的蜜蜂毒性，丁醚脲退出了欧盟市场，海外需求主要来自于巴西、印度和巴基斯坦。溴虫腈（又名虫螨腈）是美国氰胺公司（已被巴斯夫收购）开发的新型杂环类杀虫、杀螨、杀线虫剂，产品 94 年上市，具有低毒高效的特点，本世纪初全球销售额已达到 1 亿美元左右；尤其是近年来随着全球销量第一的杀虫剂康宽抗性逐渐严重，溴虫腈作为一款成熟产品也走上前台成为市场热点，在复配方面还有很大的施展空间。

整体而言，公司新基地规划的新品种都具有较好的应用基础，供需格局和市场前景也处于良性发展阶段。投产后能在继续丰富畅销原药品类的同时，进一步提升公司原药-制剂一体化的优势。

4 现有原药向下空间有限

就已有业务而言，公司主要原药产品吡虫啉、啶虫脒和吡唑啉菌酯价格向下空间有限。吡虫啉、啶虫脒因为 16 年下半年开始的环保整治，随着供给短期受限，价格一路暴涨至 23.5 万元/吨。而后随着供应逐渐恢复，价格从高位逐渐向历史中枢水平回落，价格的回落有推动了渠道去库存的进程，进一步导致价格下跌。但从当前时点看，目前吡虫啉、啶虫脒价格已处于大周期的低位，由于需求较为刚性，进一步下滑的空间不大。吡唑啉菌酯于 15 年专利到期，国内大量原药供给上马，也伴随着其制剂产品的火热推广。虽然原药价格从最初的 35 万元/吨的水平跌至当前的 19 万元/吨的水平，但价格的下跌有利于制剂产品接受度的提升，吡唑啉菌酯产品也由以往仅用于经济作物拓展到水稻等大田作物，需求增长较好。目前吡唑啉菌酯价格也已基本企稳，在行业平均成本支撑下，大幅向下空间有限。同时，公司近年来不断进行装置技改，吡唑啉菌酯自投产以来产量得到明显提升，成本也有望随着挖潜实现进一步下滑。

图 13：吡虫啉、啶虫脒市场价格（万元/吨，含税）



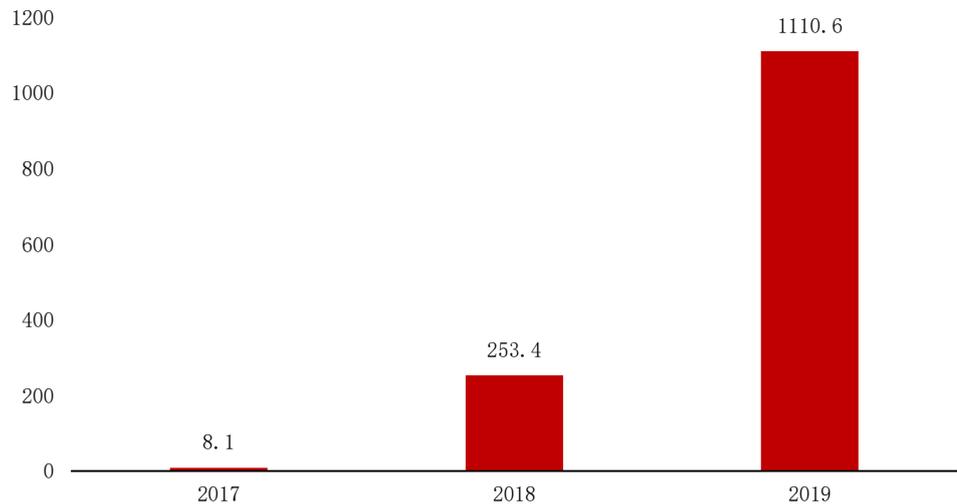
资料来源：百川资讯，东方证券研究所

图 14：吡唑啉菌酯市场价格（万元/吨，含税）



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 15: 公司吡唑醚菌酯产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设:

- 1) 丙硫菌唑预计 20 年下半年投产, 20-22 年销量为 274、630 和 1170 吨; 价格为 58、54 和 50 万元/吨。新烟碱类产品中, 噻虫嗪、噻虫胺 20 年下半年投产, 20-22 年噻虫嗪销量为 100、200 和 200 吨, 噻虫胺销量为 350、600、1000 吨; 20-22 年噻虫嗪价格为 9.45 万元/吨, 噻虫胺价格为 15 万元/吨。呋虫胺 21 年投产, 21-22 年销量为 100、300 吨, 价格为 30 万元/吨 (价格均为含税价)。
- 2) 现有吡虫啉、啉虫脒、吡唑醚菌酯和甲维盐产销量基本稳定, 价格较前期跌幅明显但我们判断继续大幅向下概率不大。维持保守估计, 20-22 年吡虫啉价格为 11 万元/吨, 啉虫脒价格为 13 万元/吨, 吡唑醚菌酯价格为 18.8 万元/吨, 甲维盐价格为 100 万元/吨 (价格均为含税价)。
- 3) 公司制剂产品 20-22 年营收增速为 29%、26%、24%, 制剂毛利率保守估计维持 30% 的中枢水平。
- 4) 公司 20-22 年销售费用率为 6.70%、6.37%和 6.08%, 管理费用率为 6.21%、5.83%和 5.52%, 研发费用率为 4.78%。公司 20-22 年的所得税率维持 13.5%。

盈利预测核心假设

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 农药制剂 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 1,101.8 | 1,431.6 | 1,851.8 | 2,341.6 | 2,903.6 |
| 增长率 | 16.0% | 29.9% | 29.4% | 26.4% | 24.0% |
| 毛利率 | 29.9% | 28.6% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 原药及中间体 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 893.6 | 946.0 | 1,026.5 | 1,278.5 | 1,627.0 |
| 增长率 | 67.6% | 5.9% | 8.5% | 24.6% | 27.3% |
| 毛利率 | 42.8% | 38.2% | 36.7% | 39.6% | 41.1% |
| 其他业务 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 196.0 | 89.2 | 92.4 | 95.7 | 99.1 |
| 增长率 | 83.9% | -54.5% | 3.5% | 3.6% | 3.6% |
| 毛利率 | 25.7% | 21.6% | 23.8% | 23.9% | 24.0% |
| 合计 | 2,191.5 | 2,466.8 | 2,970.7 | 3,715.8 | 4,629.7 |
| 增长率 | 37.9% | 12.6% | 20.4% | 25.1% | 24.6% |
| 综合毛利率 | 34.8% | 32.0% | 32.1% | 33.1% | 33.8% |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

5.2 投资建议

由于已有原药产品价格下跌，同时受新产品的推广和新装置技改检修的需求拉动，公司销售、管理费用有所提升，我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 3.62、5.12 和 6.81 亿元，（原 20-21 年预测分别为 4.52、5.81 亿元）。虽然盈利预测因为已有主要原药产品价格下跌而下调，但我们认为公司最差时间基本过去，而随着新产品投产临近，公司正迎来业绩增长的重要拐点，当前市场也基本没有给以预期。按照可比公司 20 年 17 倍市盈率，给予目标价为 25.84 元并上调为买入评级。

表 5：可比公司估值（截至 2020/06/22）

| 可比公司 | 每股收益（元） | | | | 市盈率 | | | |
|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 扬农化工 | 3.77 | 4.26 | 5.10 | 5.85 | 21.63 | 19.18 | 16.00 | 13.96 |
| 利尔化学 | 0.59 | 0.82 | 1.08 | 1.33 | 29.64 | 21.44 | 16.35 | 13.25 |
| 长青股份 | 0.56 | 0.62 | 0.74 | 0.88 | 14.19 | 12.93 | 10.74 | 9.08 |
| 利民股份 | 0.86 | 1.11 | 1.34 | 1.56 | 16.61 | 12.89 | 10.67 | 9.23 |
| 诺普信 | 0.26 | 0.32 | 0.36 | 0.36 | 23.55 | 19.20 | 16.74 | 16.89 |
| 调整后平均 | | | | | 20.59 | 17.10 | 14.36 | 12.15 |

资料来源：Wind，东方证券研究所

6 风险提示

1. 新产能投放不及预期：新产能建设投产调试具有不确定性，公司新产品具有达产不及预期的风险。例如，丙硫菌唑销量每变化 100 吨，对应 20 年归母净利润变化 6.6%。
2. 终端市场开拓不及预期：新产品问世之初，终端需求的打开依赖田间的推广和验证，若需求拓展不及预期将影响放量。
3. 产品和原材料价格波动：农药原药和其原料因为供需变化具有一定的周期波动性，对产品盈利能力有较为明显的影响。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 722 | 399 | 875 | 1,175 | 1,698 | 营业收入 | 2,191 | 2,467 | 2,971 | 3,716 | 4,630 |
| 应收票据及应收账款 | 433 | 381 | 523 | 614 | 790 | 营业成本 | 1,430 | 1,678 | 2,016 | 2,484 | 3,066 |
| 预付账款 | 216 | 102 | 207 | 206 | 290 | 营业税金及附加 | 10 | 10 | 13 | 16 | 20 |
| 存货 | 667 | 734 | 911 | 1,105 | 1,375 | 营业费用 | 128 | 169 | 199 | 237 | 281 |
| 其他 | 71 | 480 | 282 | 389 | 346 | 管理费用及研发费用 | 204 | 278 | 326 | 394 | 477 |
| 流动资产合计 | 2,108 | 2,097 | 2,798 | 3,489 | 4,499 | 财务费用 | (30) | (11) | (4) | (6) | (11) |
| 长期股权投资 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 | 资产减值损失 | 33 | (8) | 6 | 11 | 21 |
| 固定资产 | 448 | 514 | 640 | 697 | 714 | 公允价值变动收益 | (0) | 1 | (5) | 0 | 0 |
| 在建工程 | 90 | 193 | 120 | 84 | 64 | 投资净收益 | 2 | (3) | 1 | 1 | 1 |
| 无形资产 | 510 | 482 | 469 | 456 | 443 | 其他 | 2 | 15 | 4 | 7 | 5 |
| 其他 | 69 | 207 | 31 | 40 | 35 | 营业利润 | 421 | 365 | 413 | 587 | 782 |
| 非流动资产合计 | 1,121 | 1,400 | 1,264 | 1,281 | 1,261 | 营业外收入 | 3 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 资产总计 | 3,230 | 3,497 | 4,062 | 4,770 | 5,760 | 营业外支出 | 1 | 11 | 1 | 1 | 1 |
| 短期借款 | 243 | 82 | 163 | 122 | 143 | 利润总额 | 423 | 360 | 419 | 592 | 787 |
| 应付票据及应付账款 | 591 | 731 | 856 | 1,068 | 1,310 | 所得税 | 56 | 44 | 57 | 80 | 106 |
| 其他 | 419 | 401 | 495 | 571 | 697 | 净利润 | 367 | 316 | 362 | 512 | 681 |
| 流动负债合计 | 1,253 | 1,214 | 1,513 | 1,762 | 2,150 | 少数股东损益 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 367 | 316 | 362 | 512 | 681 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 1.55 | 1.33 | 1.52 | 2.16 | 2.87 |
| 其他 | 20 | 40 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 20 | 40 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 负债合计 | 1,273 | 1,254 | 1,513 | 1,762 | 2,150 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 股本 | 169 | 170 | 237 | 237 | 237 | | | | | | |
| 资本公积 | 694 | 709 | 661 | 661 | 661 | | | | | | |
| 留存收益 | 1,075 | 1,340 | 1,651 | 2,109 | 2,712 | | | | | | |
| 其他 | 19 | 24 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,957 | 2,243 | 2,549 | 3,008 | 3,610 | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 3,230 | 3,497 | 4,062 | 4,770 | 5,760 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|------------|--------------|------------|--------------|-------------|
| 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 367 | 316 | 362 | 512 | 681 |
| 折旧摊销 | 56 | 92 | 69 | 83 | 92 |
| 财务费用 | (30) | (11) | (4) | (6) | (11) |
| 投资损失 | (2) | 3 | (1) | (1) | (1) |
| 营运资金变动 | 299 | 198 | (203) | (18) | (188) |
| 其它 | (446) | (10) | 102 | 11 | 21 |
| 经营活动现金流 | 244 | 587 | 326 | 581 | 595 |
| 资本支出 | (608) | (204) | (108) | (90) | (77) |
| 长期投资 | 0 | (29) | 15 | (7) | 4 |
| 其他 | 646 | (532) | 191 | (97) | 49 |
| 投资活动现金流 | 38 | (766) | 98 | (194) | (24) |
| 债权融资 | (31) | 0 | (0) | 0 | (0) |
| 股权融资 | 6 | 16 | 19 | 0 | 0 |
| 其他 | 188 | (241) | 33 | (88) | (48) |
| 筹资活动现金流 | 163 | (225) | 52 | (88) | (48) |
| 汇率变动影响 | 16 | 4 | -0 | -0 | -0 |
| 现金净增加额 | 461 | (400) | 476 | 300 | 523 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 37.9% | 12.6% | 20.4% | 25.1% | 24.6% |
| 营业利润 | 28.3% | -13.3% | 13.1% | 42.0% | 33.2% |
| 归属于母公司净利润 | 28.4% | -14.0% | 14.7% | 41.5% | 32.9% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 34.8% | 32.0% | 32.1% | 33.1% | 33.8% |
| 净利率 | 16.8% | 12.8% | 12.2% | 13.8% | 14.7% |
| ROE | 20.6% | 15.0% | 15.1% | 18.4% | 20.6% |
| ROIC | 17.5% | 13.7% | 14.1% | 17.2% | 19.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 39.4% | 35.9% | 37.2% | 36.9% | 37.3% |
| 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 1.68 | 1.73 | 1.85 | 1.98 | 2.09 |
| 速动比率 | 1.15 | 1.12 | 1.24 | 1.35 | 1.45 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 5.9 | 5.6 | 6.1 | 6.1 | 6.2 |
| 存货周转率 | 2.7 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.5 |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.55 | 1.33 | 1.52 | 2.16 | 2.87 |
| 每股经营现金流 | 1.44 | 3.46 | 1.37 | 2.45 | 2.51 |
| 每股净资产 | 8.24 | 9.45 | 10.73 | 12.67 | 15.20 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 12.9 | 15.0 | 13.1 | 9.3 | 7.0 |
| 市净率 | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 1.6 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 9.3 | 9.4 | 8.7 | 6.3 | 4.8 |
| EV/EBIT | 10.7 | 11.8 | 10.2 | 7.2 | 5.4 |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

