



东兴证券
DONGXING SECURITIES

代森类杀菌剂细分龙头市占率不断提升

——利民股份（002734）事件点评

2017 年 06 月 21 日

强烈推荐/首次

利民股份

事件点评

事件：

公司已完成对河北双吉 79.50%股权的收购。根据公告，2017 年 5 月 31 日公司支付收购款，6 月上旬河北双吉完成工商变更登记。

主要观点：

1. 代森类杀菌剂细分龙头市占率不断提升

公司是国内代森类杀菌剂龙头。代森锰锌是全球第三大杀菌剂品种，2012 年销售额为 6.30 亿美元，全球销量约 22 万吨，全球产能约 20.5 万吨（以 80%含量计），供需基本平衡。2016 年下半年以来，国内竞争对手因环保因素产量骤降，加之印度地区产能近年来几无增长，全球代森类产品供应收紧，导致产品价格上涨，年初至今累计上涨约 2000 元/吨（或 11%）至 2 万元/吨。公司现有代森类杀菌剂产品产能 3 万吨（2.5 万吨络合态代森锰锌+5000 吨丙森锌），是全球第四、国内第一的代森类产品生产厂家，近几年通过技改、扩建不断优化生产技术工艺，产品收率提升、生产成本下降，竞争优势凸显。

收购河北双吉整合行业国内产能，强化国际竞争力。河北双吉是国内第二大代森类产品生产商，现拥有代森类产品产能约 1 万吨，其特有的造粒技术独具优势。河北双吉拥有不同于公司现有品种的各类原药和制剂登记证约 40 个，本次收购有助于公司增加产品种类、拓展市场、丰富渠道。河北双吉 2016 年前三季度实现营业收入 2.03 亿元，净利润 2736 万元，本次收购的业绩承诺为 2017/2018/2019 年净利润分别不低于 3700 万元/4100 万元/4500 万元。

公司代森类产品市占率仍有提升空间。（1）由于代森类产品持续供不应求，我们预计公司、河北双吉均将继续扩建代森类产品，产能有望持续提升。（2）河北双吉将凭借靠近雄安新区的地理优势，拟在雄安新区设立研发中心，充分利用国家政策扶持和人才优势，打造成全国最大的代森锰锌干悬浮颗粒剂基地。

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

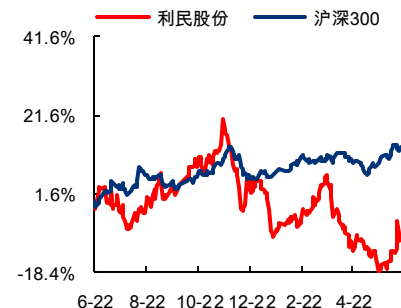
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间（元）	28.68-32.05
总市值（亿元）	47.24
流通市值（亿元）	22.99
总股本/流通 A 股（万股）	16471/8017
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.88

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

2. 其他品种特具看点

预期未来3年产能有望持续扩张。除代森类产品外，公司杀菌剂产品还包括霜脲氰（产能2000吨）、三乙磷酸铝（产能5000吨）、嘧霉胺（产能1000吨）、百菌清（参股新河农化34%股权，产能8000吨，计划扩至1.3万吨）；杀虫剂产品包括威百亩（产能2万吨）、噻虫啉（产能500吨）。公司2016年定增项目中，除了已投产的丙森锌、威百亩项目，尚余500吨苯醚甲环唑、500吨嘧菌酯、基础原料项目5000吨丙二胺未开工建设。

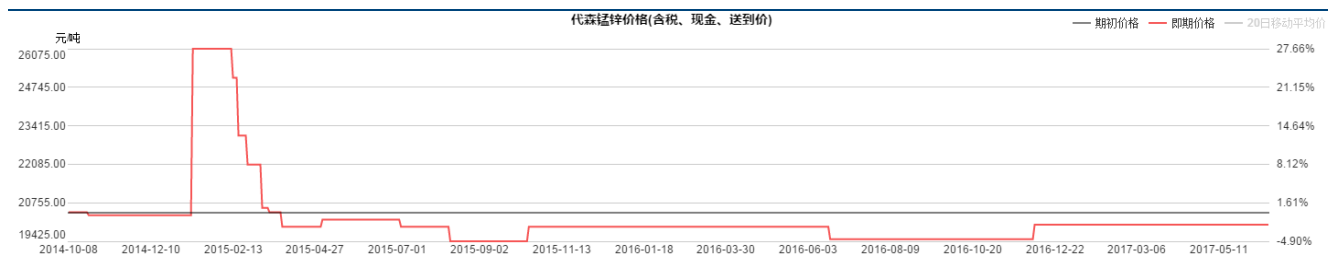
百菌清价格攀升，参股公司利润大幅增长。由于国内个别大型厂家开工受限、先正达生产线持续停产，百菌清市场供应出现缺口，产品价格自2015年起持续上涨，至今累计上涨1.02万元/吨（或38%）至3.68万元/吨。公司参股公司新河化工和泰禾化工（股权比例均为34%）分别生产百菌清及其中间体间苯二甲胺，受益于百菌清的持续涨价，2016年分别实现净利润6844万元和1703万元，分别同比增长92%和16%。新河化工现有百菌清产能8000吨，满产满销，新增5000吨产能预计9月投产，届时总产能将达1.3万吨，成为国内第二大生产商。

委内瑞拉合同继续贡献。公司于2016年4月与委内瑞拉对外贸易公司签订了农用化学品采购合同，项目总金额4693.51万美元，截至2016年12月31日，已确认销售收入2286.73万美元，占合同总金额的48%。我们预期剩余收入有望在今年确认，贡献部分业绩增量。

结论：

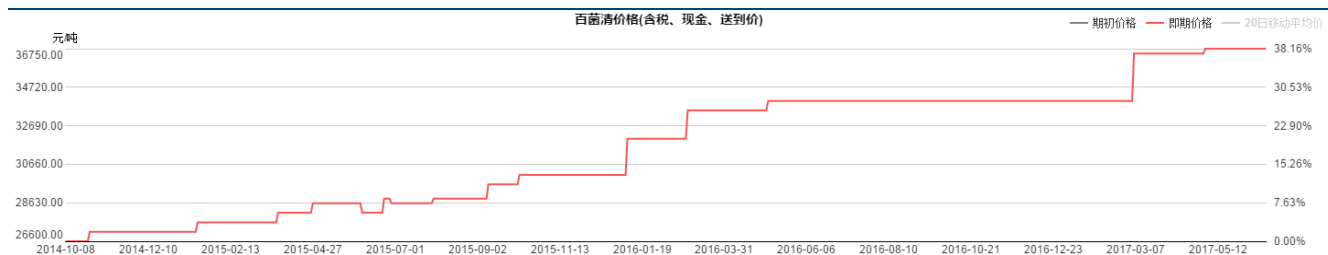
我们预测公司2017~2019年净利润分别为1.56亿元、1.97亿元、2.52亿元，对应EPS分别为0.95元、1.19元、1.53元，目前股价对应P/E分别为30倍/24倍/19倍。**首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**

图 1：代森锰锌历史价格



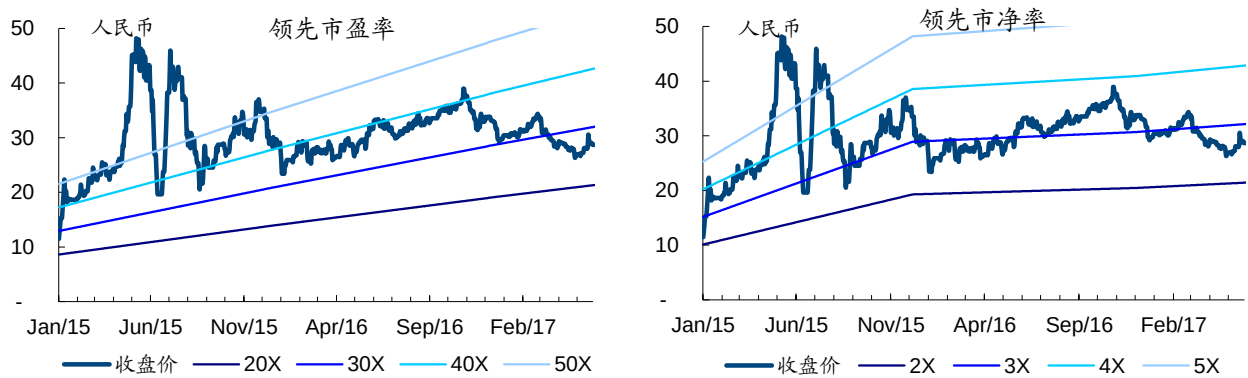
资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 2：百菌清历史价格



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 3：P/E 和 P/B 区间



资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	371	1173	1183	1268	1534	营业收入	835	1160	1463	1746	2151
货币资金	77	676	608	618	778	营业成本	626	823	1023	1214	1487
应收账款	114	118	149	178	220	营业税金及附加	0	4	5	6	8
其他应收款	5	4	27	32	39	营业费用	48	85	102	122	151
预付款项	13	22	6	7	8	管理费用	97	132	167	199	245
存货	137	132	164	195	238	财务费用	5	6	14	14	14
其他流动资产	25	221	230	238	251	资产减值损失	2	5	0	0	0
非流动资产合计	780	906	1052	1189	1216	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	71	85	120	162	208	投资净收益	17	29	35	42	46
固定资产	523	691	776	895	880	营业利润	72	138	192	238	301
无形资产	55	54	50	47	43	营业外收入	6	5	0	0	0
其他非流动资产	130	76	105	85	84	营业外支出	2	14	14	14	14
资产总计	1151	2079	2235	2457	2749	利润总额	77	129	178	224	287
流动负债合计	375	467	525	581	660	所得税	9	15	21	27	34
短期借款	256	230	230	230	230	净利润	68	113	156	197	252
应付账款	56	110	137	163	199	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	33	48	61	72	89	归属母公司净利润	67	113	156	197	252
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	82	135	191	237	300
非流动负债合计	3	21	21	21	21	EPS (元)	0.41	0.69	0.95	1.19	1.53
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	378	488	547	602	681	成长能力					
少数股东权益	2	3	3	3	3	营业收入增长	10.10%	39.05%	26.06%	19.33%	23.23%
实收资本(或股	130	165	165	165	165	营业利润增长	40.84%	92.34%	39.21%	24.04%	26.42%
资本公积	333	1082	1082	1082	1082	归属于母公司净利润	39.43%	67.55%	38.16%	26.01%	28.14%
未分配利润	307	340	439	604	817	获利能力					
归属母公司股东	771	1588	1686	1852	2064	毛利率(%)	24.94%	29.05%	30.08%	30.43%	30.89%
负债和所有者权	1151	2079	2235	2457	2749	净利率(%)	8.09%	9.76%	10.69%	11.28%	11.73%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.86%	5.44%	6.98%	8.01%	9.17%
单位:百万元						ROE(%)	8.76%	7.13%	9.27%	10.64%	12.22%
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		偿债能力					
经营活动现金流	91	259	204	256	312	资产负债率(%)	33%	23%	24%	25%	25%
净利润	67	113	156	197	252	流动比率	0.99	2.51	2.25	2.18	2.32
折旧摊销	59	75	89	105	119	速动比率	0.77	2.32	2.06	1.95	2.12
财务费用	5	6	14	14	14	营运能力					
应收账款减少	60	28	78	74	106	总资产周转率	1.20	1.38	1.49	1.56	1.79
预收帐款增加	20	118	58	56	79	应收账款周转率	7.92	10.00	10.93	10.66	10.82
投资活动现金流	-240	-389	-200	-200	-100	应付账款周转率	10.05	9.38	9.75	9.64	10.03
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减	-213	-219	-200	-200	-100	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.69	0.95	1.19	1.53
投资收益	17	29	35	42	46	每股净现金流(最新	-0.02	3.63	-0.41	0.06	0.97
筹资活动现金流	138	714	-71	-45	-53	每股净资产(最新摊	4.68	9.64	10.24	11.24	12.53
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	-64	-26	0	0	0	P/E	70.05	41.81	30.26	24.01	18.74
普通股增加	236	781	0	0	0	P/B	6.13	2.98	2.80	2.55	2.29
资本公积增加	172	749	0	0	0	EV/EBITDA	27.66	20.40	15.54	12.65	9.96
现金净增加额	-4	598	-68	11	159						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。