

利民股份 (002734)

公司研究/调研报告

深耕杀菌剂等细分市场，受益农药涨价

调研报告/基础化工

2018 年 05 月 31 日

一、事件概述

近期我们对公司进行了调研，与公司深入交流了农用杀菌剂等方面的业务情况。公司作为农用杀菌剂细分行业的领军企业，在环保趋严的大背景下，未来有望持续受益产品的量价齐升。

二、分析与判断

➤ 收购河北双吉和山东达民，深耕代森类杀菌剂细分市场

据公告，2017 年 6 月完成对河北双吉的收购，以人民币 23,213 万元现金收购河北双吉 79.5064% 的股权。河北双吉现有产能包括年产 10,000 吨络合态代森锰锌、年产 1,000 吨代森铵、年产 1,000 吨代森锌、年产 10,000 吨石硫合剂和年产 8,000 吨硫磺悬浮剂等，并拟建设年产 10,000 吨代森系列产品项目，目前土建工程正在施工，预计 18 年下半年试生产。河北双吉 2017-2019 年净利润业绩承诺不低于 3700 万、4100 万、4500 万，其中 2017 年实际完成 4175 万。此外，公司拟以 10,875 万元现金收购山东达民 70% 的股权。我们判断，通过河北双吉和山东达民的收购，公司进一步延伸了杀菌剂产业链，将产业链延伸至上游原料，实现一体化经营，强化规模优势和生产成本优势等护城河，未来毛利率有望进一步提升。

➤ 产品登记步伐加快，品牌化战略带来订单稳定增长

公司 2017 年国内市场新获得 7 个登记，国际市场新获得 79 个登记，主要分布在东南亚、非洲等区域。公司大力推动 GLP 实验室建设，以自有资金出资 1000 万元人民币设立江苏利民检测技术有限公司，以建设 GLP 实验室并获得中国农业部 and 经合组织 (OECD) 认证为目标。GLP 实验室的建立有望推动国内外产品登记，为公司产品打开新的市场提供有力支撑。

➤ 环保趋严，公司有望持续受益产品价格上涨

近年来，环保检查趋严，落后和污染产能的淘汰出清为农药等化工品行业提供了更好的竞争格局。供给的出清，带来了产品价格的上涨。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。我们判断，凭借环保优势公司在此轮环保趋严的大环境下有望持续受益产品价格上涨。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 1.16 元、1.54 元、1.62 元，对应 PE 分别为 21 倍、16 倍、15 倍，当前农药行业平均估值 23 倍。环保趋严，公司有望持续受益产品价格上涨，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

客户订单低于预期；项目投产进度低于预期。

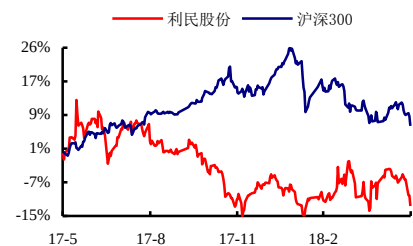
强烈推荐 首次评级

当前价格： 23.54 元

交易数据 2018-5-30

近 12 个月最高/最低	30.56/22.89
总股本 (百万股)	165
流通股本 (百万股)	127
流通股比例 (%)	77.29
总市值 (亿元)	39
流通市值 (亿元)	30

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001
 电话： 0755-22662010
 邮箱： yangkan@mszq.com

分析师：李晓辉

执业证号： S0100518040001
 电话： 010-85127543
 邮箱： lixiaohui@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,423	1,825	2,148	2,326
增长率 (%)	22.66%	28.18%	17.75%	8.28%
归属母公司股东净利润 (百万元)	137	191	253	268
增长率 (%)	21.53%	38.77%	32.79%	5.73%
每股收益 (元)	0.83	1.16	1.54	1.62
PE (现价)	29	21	16	15
PB	/	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
一、营业总收入	1,423	1,825	2,148	2,326
减：营业成本	1,025	1,234	1,425	1,552
营业税金及附加	7	9	11	12
销售费用	85	109	129	140
管理费用	168	219	258	279
财务费用	34	30	30	30
资产减值损失	(1)	0	0	0
加：投资收益	44	0	0	0
二、营业利润	163	223	296	313
加：营业外收支净额	(3)	0	0	0
三、利润总额	160	223	296	313
减：所得税费用	19	27	36	38
四、净利润	142	196	261	276
归属于母公司的利润	137	191	253	268
五、基本每股收益 (元)	0.83	1.16	1.54	1.62
资产负债表				
项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	384	624	550	875
应收票据	6	9	11	12
应收账款	136	182	215	233
预付账款	33	36	43	47
其他应收款	5	7	9	9
存货	239	284	328	357
其他流动资产	387	0	0	0
流动资产合计	1,191	1,143	1,155	1,533
长期股权投资	96	96	96	96
固定资产	767	1,257	1,173	1,088
在建工程	61	61	61	61
无形资产	160	32	35	39
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,195	1,446	1,364	1,283
资产总计	2,386	2,589	2,520	2,816
短期借款	361	361	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	91	111	128	140
预收账款	71	86	100	109
其他应付款	61	60	60	60
应交税费	2	2	2	2
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	621	620	290	310
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	656	621	290	311
股本	165	165	165	165
资本公积	1,088	1,088	1,088	1,088
留存收益	462	652	905	1,173
少数股东权益	58	64	71	80
所有者权益合计	1,730	1,969	2,229	2,505
负债和股东权益合计	2,386	2,589	2,520	2,816
现金流量表				
项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流量	73	631	317	355
投资活动现金流量	(354)	0	0	0
筹资活动现金流量	2	(30)	(391)	(30)
现金及等价物净增加	73	631	317	355

主要财务指标

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	27.90	11.90	9.15	8.08
成长能力：				
营业收入同比	22.66%	28.18%	17.75%	8.28%
营业利润同比	18.5%	36.6%	32.8%	5.7%
净利润同比	25.21%	38.59%	32.79%	5.7%
营运能力：				
应收账款周转率	11.18	11.45	10.82	10.40
存货周转率	7.67	6.98	7.03	6.79
总资产周转率	0.64	0.73	0.84	0.87
盈利能力与收益质量：				
毛利率	28.0%	32.4%	33.7%	33.3%
净利率	9.6%	10.4%	11.8%	11.5%
总资产净利率 ROA	6.4%	7.9%	10.2%	10.3%
净资产收益率 ROE	8.5%	10.6%	12.4%	11.7%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.92	1.84	3.98	4.94
资产负债率	27.5%	24.0%	11.5%	11.0%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	1.16	1.54	1.62
每股经营现金流量	0.44	3.83	1.93	2.15
每股净资产	10.50	11.95	13.54	15.21

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工等大能源方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名。

李晓辉：本科毕业于西北大学，研究生毕业于中国石油大学（北京），化学工艺专业。2010 年 8 月至 2016 年 2 月在中石化北京燕山分公司工作，从事炼油及化工生产技术管理。2016 年 3 月加入民生证券，从事石化方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。