民生证券 MINSHENG SECURITIES

利民股份（002734）

公司研究/调研简报

新增产能稳步推进，新河盈利强劲

—利民股份调研简报

调研简报/基础化工　　2018 年 09 月 25 日

一、分析与判断

- **公司代森锰锌产能 3.5 万吨/年，代森类等多个主导产品产能产量均为国内第一。**公司是以生产保护性杀菌剂为主的国家定点农药骨干企业，产品包括杀菌剂、杀虫剂和除草剂三大系列共 12 种原药、66 种制剂以及部分化工中间体，公司控股子公司河北双吉（公司权益 79.51%）产品共有 5 种原药和 36 种制剂；公司主导产品代森类、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。另外，公司参股 34%的江苏新河农用化工有限公司主要生产百菌清，产能 2 万吨/年，根据新河公司官网，新河百菌清产能、产量均处于国内前列位置。
- **现有产能稳定生产，在建产能稳步推进，今明两年有望持续贡献新增产能。**公司本部现有年产能：络合态代森锰锌 2.5 万吨、霜脲氰 2000 吨、三乙膦酸铝 5000 吨、嘧霉胺 1000 吨、威百亩 2 万吨、硝黄草酮 1000 吨；双吉现有产能年产 1 万吨络合态代森锰锌、1000 吨代森铵、1000 吨代森锌、1 万吨石硫合剂和 8000 吨硫磺悬浮剂等。公司现有产能生产情况基本稳定；本部新建的 1000 吨吡唑醚菌酯环评已过，500 吨的苯醚甲环唑预计今年年底开工建设；双吉的 1 万吨代森类项目预计今年年底投产。另外，公司计划新建的 3.5 万吨代森锰锌项目目前仍处在环评阶段。
- **新河公司盈利能力强劲，新增 1 万吨 2018Q4 建成，百菌清产能扩大到 3 万吨。**公司参股 34%的新河公司 2017 年全年实现净利 2646 万元，根据公司 2018 半年报，新河公司 2018 年仅上半年就实现了超过 9000 万元的净利，盈利能力强劲。根据公司公告，新河公司将在今年四季度建成第二条年产 1 万吨百菌清生产线，将百菌清产能扩大到 3 万吨。
- **公司环保水平领先，受益环保趋严带来的竞争格局改善。**公司代森类等产品生产中污染物的处理与利用、中水回用水平处于国内领先，是环境安全标准化建设达标企业，被相关单位评为“十二五”全国石油和化学工业环境保护先进单位。在环保趋严背景下，公司产品价格将受益竞争格局改善。

二、投资建议

预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.68 元、0.91 元、0.96 元，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍、12 倍，参考申万一级行业平均 18 倍估值水平，维持“推荐”评级。

三、风险提示：

公司在建项目进度不及预期，产品价格出现超预期波动，估值模型具有局限性。

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	0.68	0.91	0.96
PE（现价）	14	17	13	12
PB	/	1.6	1.4	1.3

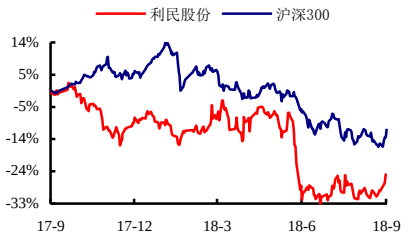
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　11.85 元

交易数据	2018-9-21
近 12 个月最高/最低(元)	27.94/10.48
总股本（百万股）	280
流通股本（百万股）	210
流通股比例（%）	75.08
总市值（亿元）	33
流通市值（亿元）	25

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陶贻功

执业证号：　S0100513070009

电话：　（010）85127892

邮箱：　taoyigong@mszq.com

研究助理：曹莉莉

执业证号：　S0100117100029

电话：　18701586180

邮箱：　caolili@mszq.com

研究助理：薛聪

执业证号：　S0100118060011

电话：　17698099528

邮箱：　xuecong@mszq.com

相关研究

1.利民股份（002734）调研报告：深耕杀菌剂等细分市场，受益农药涨价

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**	**0.68**	**0.91**	**0.96**

主要财务指标

项目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	**14.54**	**10.64**	**8.15**	**7.14**
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	0.71	0.78	0.81
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%	7.7%	9.4%	9.6%
净资产收益率 ROE	8.5%	10.3%	11.8%	11.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.92	2.07	3.28	5.39
资产负债率	27.5%	22.7%	15.7%	10.5%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.83	0.68	0.91	0.96
每股经营现金流量	0.44	0.83	1.09	1.23
每股净资产	10.50	7.45	8.38	9.37

资产负债表

项目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	384	365	430	592
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	399	411	423
流动资产合计	**1,191**	**1,283**	**1,445**	**1,672**
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**	**2,729**	**2,809**	**2,955**
短期借款	361	361	150	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	440	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**	**440**	**311**
股本	165	280	280	280
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**	**2,108**	**2,369**	**2,645**
负债和股东权益合计	**2,386**	**2,729**	**2,809**	**2,955**

现金流量表

项目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流量	73	233	305	343
投资活动现金流量	(354)	0	0	0
筹资活动现金流量	2	(30)	(241)	(180)
现金及等价物净增加	(293)	203	65	162

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

曹莉莉，中山大学应用化学理学学士，杜克大学工程管理硕士，2017年9月加入民生证券化工团队。

薛聪，清华大学化学专业硕士，2018年5月加入民生证券化工团队。

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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%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为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 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1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。