

2018 年 11 月 11 日

证券研究报告·新股分析报告

新农股份 (002942) 化工

合理价格区间

14.4-18 元



小而美的农药一体化生产企业

投资要点

- **公司是小而美的农药一体化生产企业。**新农股份主要从事化学农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产和销售，主要产品为三唑磷、毒死蜱、噻唑锌等原药及制剂产品，以及乙基氯化物、N-(1-乙基丙基)-3,4-二甲基苯胺、苯肼及苯肼盐、1,3-环己二酮等中间体产品。目前，公司具有毒死蜱原药 6300 吨、三唑磷原药 3200 吨、噻唑锌原药 1200 吨的产能。
- **农药行业预计未来仍将持续发展。**随着农业现代化和农业机械化的逐步推进，20 世纪 60 年代至 90 年代全球农药行业进入了高速发展期，进入 21 世纪之后，世界农药销售额总体仍然呈现增长趋势。根据 Phillips McDougall 的统计数据，2016 年全球作物用农药市场实现销售额 499.20 亿美元。根据《2021 年全球作物保护化学品市场趋势与展望》报告数据，作物保护化学品市场有望以复合年增长率 5.15% 的增长速度增长，到 2021 年市值有望达到 705.7 亿美元。市场增长的驱动力主要来源于世界人口增长导致的粮食消费和需求的增加、农业操作和技术的不断改善以及严重的病虫害引发的产量损失。此外，受到诸如生物农药需求增加、农民对病虫害综合管理接受程度的上升以及在新兴市场较多的机会等因素的驱动，作物保护化学品市场有望进一步增长。
- **募投项目有助于公司成长。**公司拟募集资金 42990 万元，扣除发行费用后，预计募集资金净额为 38260.8 万元。公司募投项目为：年产 1000 吨吡唑醚菌酯及复产 430 吨氯化钠项目、年产 6600 吨环保型水基化制剂生产线及配套物流项目、加氢车间技改项目（年产 4000 吨 N-(1-乙基丙基)-3,4-二甲基苯胺、2500 吨 1,3-环己二酮、500 吨 N-异丙基-4-氟苯胺、配套 600Nm³/h 加氢车间技改项目）、营销服务体系建设项目。
- **盈利预测与估值。**预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 11.6 亿元、13.5 亿元和 15.0 亿元，归母净利润分别为 1.44 亿元、1.69 亿元和 2.12 亿元。按发行后总股本计算，估算 2018-2020 年 EPS 分别为 1.20 元、1.41 元和 1.77 元。考虑公司的成长性和周期性，我们给予公司 2018 年 12-15 倍市盈率，对应合理价格区间为 14.40-18.00 元。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，安全生产风险，税收优惠政策变动的风险，汇率、毛利率波动风险，贸易摩擦风险，募投项目投产及达产进度或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	808.33	1156.03	1352.78	1498.33
增长率	34.87%	43.01%	17.02%	10.76%
归属母公司净利润（百万元）	76.02	144.23	168.84	211.90
增长率	95.57%	89.74%	17.06%	25.50%
每股收益 EPS（元）	0.63	1.20	1.41	1.77
净资产收益率 ROE	25.52%	33.79%	28.47%	27.48%

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：杨林

执业证号：S1250518100002

电话：010-57631191

邮箱：ylin@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	9,000
本次发行(万股)	3,000
发行后总股本(万股)	12,000
2017 年每股收益(摊薄后)(元)	0.63
2017 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.62

主要指标 (2017)

每股净资产	3.31
毛利率	29.47
流动比	1.16
速动比率	0.83
应收账款周转率	8.59
资产负债率	48.56
净资产收益率	27.47

相关研究

目 录

1 公司概况：小而美的农药一体化生产企业	1
2 主业分析：农药业务未来预计仍将继续成长	3
2.1 农药行业未来预计仍将保持稳定增长	3
2.2 公司在农药的细分领域具备较强竞争力	4
2.3 公司具有相对稳定的客户群体	5
2.4 公司竞争优势分析	5
3 募投项目分析	6
4 盈利预测与估值	8
5 风险提示	9

图 目 录

图 1：公司股权结构.....	1
图 2：公司 2018 年第一季度主营业务结构情况	2
图 3：公司 2018 年第一季度主营业务毛利情况	2
图 4：公司 2015 年以来营业收入及增速	2
图 5：公司 2015 年以来归母净利润及增速	2
图 6：公司 2014 年以来毛利率、净利率	3
图 7：公司 2014 年以来销售费用率、管理费用率、财务费用率	3
图 8：2001—2016 年全球作物农药销售额（亿美元）	4
图 9：2001—2016 年中国农药原药产量及增速	4

表 目 录

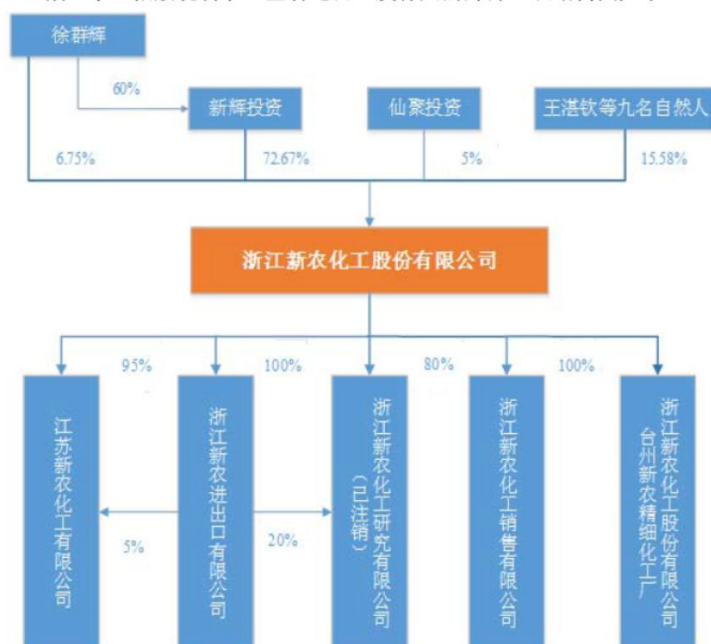
表 1：公司主要产品销售收入及其占主营业务收入的比例（2018 年第一季度）	1
表 2：公司国内外主要竞争对手情况	4
表 3：募集资金运用方案	6
表 4：分业务收入及毛利率	8
表 5：可比公司估值情况	9
附表：财务预测与估值	10

1 公司概况：小而美的农药一体化生产企业

新农股份主要从事化学农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产和销售，主要产品为三唑磷、毒死蜱、噻唑锌等原药及制剂产品，以及乙基氯化物、N-（1-乙基丙基）-3,4-二甲基苯胺、苯肼及苯肼盐、1,3-环己二酮等中间体产品。目前，公司具有毒死蜱原药 6300 吨、三唑磷原药 3200 吨、噻唑锌原药 1200 吨的产能。

公司股权结构：公司股票发行前，公司控股股东是新辉投资，实际控制人是徐群辉，新辉投资和徐群辉直接和间接合计持有公司 7147.5 万股股份，持股比例为 79.42%。公司股票发行后，控股股东和实际控制人的直接和间接持股比例仍然达到 59.56%，实际控制地位不会变更。

图 1：公司股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主要产品包括农药原药、制剂和中间体，常见品种有十种。

表 1：公司主要产品销售收入及其占主营业务收入的比例（2018 年第一季度）

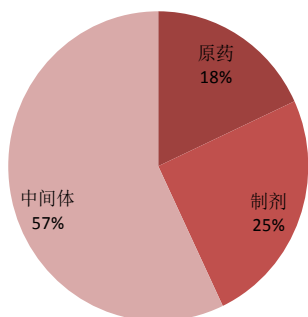
主要产品	销售额(万元)	销售占比 (%)	用途
毒死蜱原药	4602	18.12	生产毒死蜱制剂
三唑磷原药			生产三唑磷制剂
毒死蜱制剂	2459	9.68	高效、广谱、低残留有机磷杀虫剂，具有触杀、胃毒和熏蒸作用，无内吸作用
三唑磷制剂	95.24	0.37	广谱性杀虫、杀螨有机磷杀虫剂，兼有一定的杀线虫作用
噻唑锌制剂	3116.05	12.27	对多种细菌性病害全新的高效杀菌剂
二甲戊灵制剂	631.56	2.49	广泛应用于棉花、玉米、水稻、马铃薯、大豆、花生、烟草及蔬菜田的除草剂
1,3-环己二酮	2528.20	9.95	用于合成农药和医药等治疗心血管疾病的中间体
3,4-二甲基苯胺	3672.09	14.45	用于合成二甲戊灵等除草剂

主要产品	销售额(万元)	销售占比 (%)	用途
乙基氯化物	3964.26	15.60	用于合成毒死蜱、三唑磷、对硫磷、辛硫磷、内吸磷、治螟磷、二嗪磷等有机磷杀虫剂
苯腈及苯腈盐	4335.02	17.06	用于农药、染料、医药等行业，可生产色酚AS-G，药物安替比林等，还可用作分析试剂

数据来源：招股说明书，西南证券整理

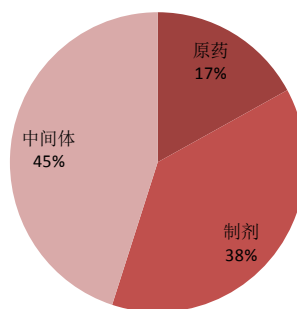
公司主营业务结构：公司收入主要来自公司生产的中间体，根据披露的最新口径，2018年第一季度，中间体收入占公司营业收入的比例为 57%，占公司主营毛利的比例为 45%。

图 2：公司 2018 年第一季度主营业务结构情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

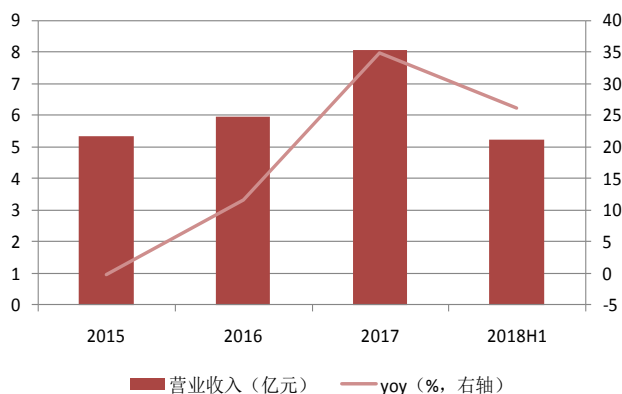
图 3：公司 2018 年第一季度主营业务毛利情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

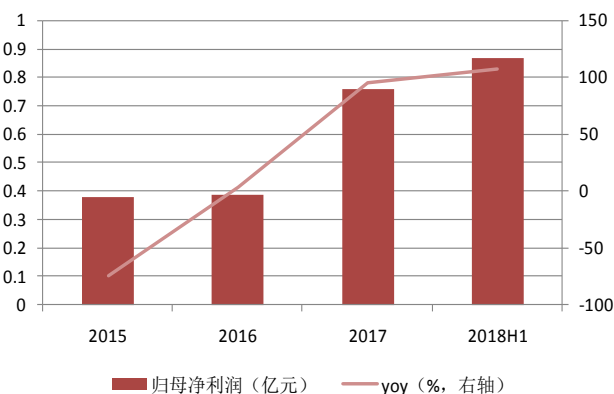
公司业绩状况：公司收入增长主要来自于销量的增加和产品价格的提升。公司归母净利润的提升主要来自于毛利率的提升和收入的提升。

图 4：公司 2015 年以来营业收入及增速

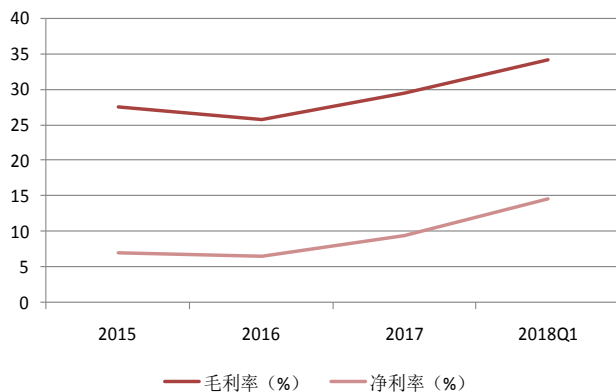


数据来源：招股说明书，西南证券整理

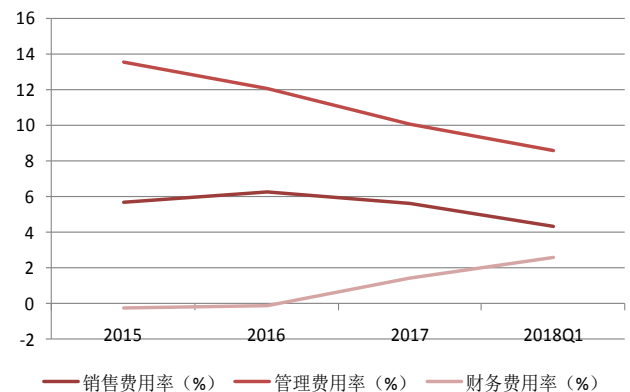
图 5：公司 2015 年以来归母净利润及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 6：公司 2014 年以来毛利率、净利率


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：公司 2014 年以来销售费用率、管理费用率、财务费用率


数据来源：招股说明书，西南证券整理

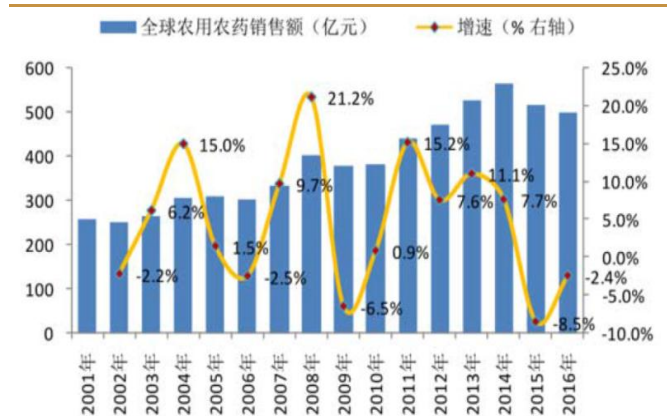
2 主业分析：农药业务未来预计仍将继续成长

2.1 农药行业未来预计仍将保持稳定增长

农药主要是指用来防治、消灭或者控制危害农业、林业的病、虫、草和其他有害生物以及有目的地调节植物、昆虫生长的化学合成的或者来源于生物、其他天然物质的一种物质或者几种物质的混合物及其制剂。农药包括原药和制剂。农药制剂由农药原药和农药助剂制成，其中农药原药起主要作用，分为有效成分或活性成分。制剂可以分为乳油、悬浮剂、水乳剂和微乳剂、可湿性粉剂、水性化剂型及水分散粒剂等。

随着农业现代化和农业机械化的逐步推进，20 世纪 60 年代至 90 年代全球农药行业进入了高速发展期，进入 21 世纪之后，世界农药销售额总体仍然呈现增长趋势。根据 Phillips McDougall 的统计数据，2016 年按分销商水平计，全球作物用农药市场实现销售额 499.20 亿美元。

根据全球第二大市场研究咨询公司 Markets and Markets 出版的《2021 年全球作物保护化学品市场趋势与展望》报告数据，作物保护化学品市场有望以复合年增长率 5.15% 的速度增长，到 2021 年市值有望达到 705.7 亿美元。市场增长的驱动力主要来源于世界人口增长导致的粮食消费和需求的增加、农业操作和技术的不断改善以及严重的病虫害引发的产量损失。此外，受到诸如生物农药需求增加、农民对病虫害综合管理接受程度的上升以及在新兴市场较多的机会等因素的驱动，作物保护化学品市场有望进一步增长。

图 8：2001—2016 年全球作物农药销售额（亿美元）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 9：2001—2016 年中国农药原药产量及增速


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 公司在农药的细分领域具备较强竞争力

农药行业总体市场容量较大，细分市场产品品类较多，凭借良好的行业嗅觉及对行业趋势的持续关注，公司准确进行了农药细分产品的市场选择，在毒死蜱、三唑磷、乙基氯化物、3,4-二甲苯胺等产品的研发、生产及销售方面积累了丰富的经验，在技术水平、产品质量、市场品牌、技术服务、田间应用等方面具有较强的竞争优势，在上述农药细分市场具备较强的竞争力。噻唑锌系列作为公司创制开发的杀菌剂产品，以其独特的安全性、可混性、补锌保健等功效，广泛应用于粮食、果树、蔬菜等经济作物，得到市场的普遍认可。

表 2：公司国内外主要竞争对手情况

公司国内外竞争对手	与公司竞争的领域
湖北沙隆达股份有限公司	三唑磷产品
江西农喜作物科学有限公司	三唑磷产品
EXCEL CROP CARLIMITED	三唑磷产品
SUDARSHAN CHEMICAL INDUSTRIES LIMITED	三唑磷、毒死蜱产品
南京红太阳股份有限公司	毒死蜱产品
湖北犇星化工有限责任公司	毒死蜱产品
江苏丰山集团股份有限公司	毒死蜱产品
连云港立本农药化工有限公司	毒死蜱产品、乙基氯化物
美国陶氏益农公司	毒死蜱产品
湖北驰顺化工有限公司	乙基氯化物
启东亚太化工厂有限公司	苯胺及苯胺盐
绍兴贝斯美化工股份有限公司	N- (1-乙基丙基)-3,4-二甲苯胺
Robinson Brothers Ltd	1,3-环己二酮
Aarti Industries Ltd	1,3-环己二酮

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.3 公司具有相对稳定的客户群体

公司产品包括中间体、农药原药和制剂。公司生产的中间体用于自行加工原药，或者出售给其他农药厂商继续加工原药；生产的原药由公司继续加工成制剂销售给经销商，或者销售给其他的农药厂商继续加工复配成制剂。由于农药制剂产品的终端用户极度分散，公司制剂产品销售采用了国内农药行业通行的经销商销售模式。

公司已建立了相对稳定的客户群体。公司主要客户中，陶氏益农、富美实、安道麦、MEGHMANI INDUSTRIES LTD、沈阳科创化学有限公司、苏州佳辉化工有限公司及江苏剑牌农化股份有限公司均有供应商名录。

2.4 公司竞争优势分析

与主要竞争对手相比，公司的主要竞争优势如下：

1) 扎实的技术研发能力

公司目前拥有情报研究、合成技术研究、剂型开发、应用与推广技术研究、知识产权保护等较为完善的技术管理与研发体系，并在行业内率先引进自动化数据采集与集散控制技术（DCS）生产装置，使得公司在技术管理与研发体系上处于国内同行业领先地位。公司先后被评定为高新技术企业、浙江省高新技术研究开发中心、浙江省企业技术中心、浙江省专利示范企业、浙江省创新型试点企业，2010年8月，被人力资源和社会保障部、全国博士后管委会核准设立博士后科研工作站，并凭借在创新资源配置和创新产出绩效等方面的优异表现，2006年-2007年连续两次跻身中国农药行业“自主创新能力行业十强”。

公司持续对工艺技术进行重大改造和提升，不断开发和研制新产品、新技术。其中“毒死蜱、三唑磷水性化制剂产业化开发研究”等三个项目被列入国家“十一五”科技攻关计划、“关键农药中间体——乙基氯化物的工程化关键技术开发”项目被列入国家“十一五”重大科技支撑计划项目，“毒死蜱的清洁生产工艺开发”被列入国家863计划项目、“噻唑锌杀菌剂的创制开发”和“磺草酮的清洁生产技术”两个研发项目被列入国家“十二五科技支撑计划”，“不对称催化氧化及(S)-羟基茚酮酸甲酯绿色制备技术项目”被列入国家“十三五”重点研发计划课题。公司主要产品的生产技术已达到国内领先、国际先进水平，先后获得了“国家科技进步二等奖”一项、“浙江省科技进步一等奖”三项、“中石化联合会科技进步一等奖”三项等荣誉。2016年12月，公司所申请的“噻二唑类金属络合物及其制备方法和用途”（专利号ZL00132119.6）专利被国家知识产权局和世界知识产权组织授予第十八届“中国专利金奖”。2018年4月，公司“安全高效杀菌剂噻唑锌的创制开发与应用”获浙江省科学技术进步一等奖。目前，公司作为专利权人的发明专利数量达15项。

2) 覆盖上游关键中间体的产业链布局

公司产品包括中间体、农药原药和农药制剂，覆盖了整个农药产品产业链。公司原药产品和大部分制剂产品所需中间体、原药由公司自产，不仅节省了中间各环节的交易成本，并且保证了中间体到原药再到制剂各类产品的品质持续改进和稳定提升，兼具综合成本优势 and 产品质量优势，可形成可持续的供货保障。因此，相比一般的农药企业，本公司更具竞争优势。。

3) 丰富的产品线

公司与国际农化企业德国巴斯夫、德国拜耳等多家农化类跨国公司建立了战略合作关系，成功开发出一系列富有竞争力和市场差异化的新产品：

①三唑磷原药及系列制剂产品

公司拥有国内首条三唑磷原药生产线并实现规模化生产，为我国取代高毒农药防治水稻害虫发挥了重要作用，填补了相关领域空白；

②毒死蜱原药及系列制剂产品

公司生产的毒死蜱系又一取代高毒农药的杀虫剂类产品，其生产工艺、产品质量、制剂水平等方面处于国内领先、国际先进水平。毒死蜱系列产品曾获得国家科学技术进步二等奖、获评中国石油和化工行业知名产品；

③噻唑锌及系列产品

噻唑锌是公司自主研发并拥有自主知识产权的高科技新产品，噻唑锌及其系列复配制剂产品聚焦细菌性病害市场及细菌与真菌性病害混发市场，以其独特的安全性、可混性、补锌保健等功效，广泛应用于粮食、果树、蔬菜等经济作物，得到市场的普遍认可。该产品的主要生产技术“噻二唑类金属络合物及其制备方法和用途”专利于 2016 年被国家知识产权局和世界知识产权组织授予“中国专利金奖”。

公司制剂类产品多为水性化剂型，具有环保、用药安全、不易产生药害、与其他农药无交互抗性等特点，符合国家对农药产品发展的要求，市场前景广阔。

3 募投项目分析

公司拟向社会公众公开发行不超过 3000 万股人民币普通股（A 股），占行后总股本比例不低于 25%。本次发行预计募集资金总额为 42990.00 万元，扣除发行费用后，预计募集资金净额为 38260.81 万元。

表 3：募集资金运用方案

项目	项目总投资	计划利用募集资金金额	具体情况
年产 1000 吨吡唑醚菌酯及复产 430 吨氯化钠项目	17991.81 万元	17991.81 万元	建设期 2 年
年产 6600 吨环保型水基化制剂生产线及配套物流项目	111180 万元	8269 万元	建设期 1 年，投产期 2 年
加氢车间技改项目（年产 4000 吨 N-（1-乙基丙基）-3,4-二甲苯胺、2500 吨 1,3-环己二酮、500 吨 N-异丙基-4-氟苯胺、配套 600Nm ³ /h 加氢车间技改项目）	1.43 亿元	1.43 亿元	建设期 1.5 年
营销服务体系建设项目	6000 万元	6000 万元	建设期 3 年
合计	41109.81 万元	38260.81 万元	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

（一）年产 1000 吨吡唑醚菌酯及复产 430 吨氯化钠项目

吡唑醚菌酯（Pyraclostrobin）属于甲氧基丙烯酸酯类广谱杀菌剂，能防治由子囊纲、担子菌纲、半知菌纲和卵菌纲等多类型的真菌病原体引起的植物病害，同时它又是一种激素型杀菌剂，能使作物吸收更多的氮，促进作物的生长。不仅毒性低，对非靶标生物安全，而且

对使用者和环境均安全友好。在全球 50 多个国家的 150 多种作物上有登记，适用病害如：大豆锈病、黄瓜白粉病、霜霉病和香蕉黑星病、叶斑病、菌核病等。

吡唑醚菌酯在国内市场、国际市场均有广阔的市场潜力。自 2002 年推广上市以来年平均增长率达 8.4%，至 2015 年销售达 10 亿美元，随着专利保护过期，推广力度加强，市场预计进一步增长。公司在吡唑醚菌酯技术研发上做了大量投入，已具备一定优势。该产品的主要中间体均通过公司自行研发、生产，实现了该产品的全产业链配套；该产品实现了绿色合成的清洁生产工艺，产品加工与使用性能方面也取得了重要突破。公司在产品质量控制、安全生产、职业健康、环保处理等方面一贯的行业领先优势，也为实现吡唑醚菌酯原药的可持续制造提供保障。

根据公司测算，项目达产后，年平均营业收入 28327.18 万元，年平均营业成本 21920.89 万元，年平均毛利率 19.22%。该项目产品属于原药类别，报告期各年度，公司原药产品平均毛利率为 19.04%，与该项目平均毛利率相当，符合公司的实际经营情况，具有合理性。

（二）6600 吨环保型水基化制剂项目

目前，世界各国都十分重视农药剂型的研究开发与改进，开发新的环保型剂型代替乳油等剂型已成为发展的必然趋势。新剂型开发成功，不仅可以延长老品种的生命周期，节约用药，降低农本，而且可以使高毒农药低毒化，减少污染，节约资源，可达到高效、安全、经济的目的。近期，随着人们对环境意识的增强，革除乳油中有机溶剂的水乳剂受到重视，先进国家为避开应用有机溶剂，纷纷将原有的乳油改为水乳剂，每年不仅可节省大量甲苯、二甲苯等芳香烃有机溶剂，还能带来生态环境的明显改善。

公司该项目主要生产水剂、水乳剂和悬浮剂等绿色环保制剂，这些剂型均为水性化的剂型，可按其分散体微粒大小或分散程度顺序排列如下：水剂、水乳剂、悬浮剂。水剂系以安全易得的天然水，替代有害的有机溶剂；水乳剂系水基乳状结构的液态分散体系，其微粒小到肉眼难见的透明或半透明程度，近乎热力学稳定体系，具有物理稳定性优良，及喷布后的覆盖率、附着率、渗透率和传导率高的优点；悬浮剂是将固体原药，加入湿润剂、分散助悬剂和水等溶剂、助剂磨制而成的同糊状多相分散体系，其生产、包装、储运和使用安全，药效较好。在水中稳定的高熔点、超高效、高选择性的除草剂、杀虫剂和保护性杀菌剂中，有广泛的实用价值。

根据公司测算，项目达产后，年平均营业收入 48504.42 万元，年平均营业成本 25828.77 万元，年平均毛利率 46.75%。该项目产品属于制剂类别，报告期各年度，公司制剂产品平均毛利率为 46.71%，与该项目平均毛利率相当，符合公司的实际经营情况，具有合理性。

（三）加氢车间技改项目

N-(1-乙基丙基)-3, 4-二甲基苯胺是除草剂二甲戊灵的核心生产原料。二甲戊灵是世界第 3 大除草剂，年销售额已超过 3.5 亿美元，近 5 年全球销售额保持 5% 以上的增长率，其销售额仅次于灭生性除草剂草甘膦、百草枯（百草枯正逐渐退出市场），也是世界上销售额最大的选择性除草剂。近几年随着除草剂市场的发展，作物登记范围的不断扩大，二甲戊灵不仅能有效防除单子叶杂草，而且对双子叶杂草也有效，其应用适期长，从播前到苗后都可使用。施药后，杂草可通过根、茎、叶吸收药剂，二甲戊灵是混剂的理想配伍。其适用于玉米、大豆、花生、棉花、马铃薯、烟草、蔬菜等多种作物田除草，也可以用于稻田除草。随着应用技术的不断成熟，凭借其优秀的产品性能，二甲戊灵的市场前景仍然具有较长的产

品生命周期，作为核心原材料的 N-(1-乙基丙基)-3,4-二甲基苯胺市场需求也具有较好的增长前景，且该产品公司采用特有的低压加氢技术生产，生产工艺安全、品质高等优势，具有较强的竞争力。

1,3-环己二酮可用于制备除草剂甲基磺草酮、磺草酮等农药产品。当前主要运用于农药三酮类除草剂的合成。三酮类除草剂属于 HPPD（对羟基苯基丙酮酸双氧化酶）抑制剂类除草剂，主要用于防治阔叶草和禾本科类杂草，具有杀草谱广、活性高、用量少、环境相容性好等特点，是 90 年代后期才进入商业运用的除草剂较新的品类。主要品种有磺草酮、甲基磺草酮、环磺酮、双环磺酮等。公司采用特有的低压加氢技术生产 1,3-环己二酮，生产工艺安全、品质高等优势，具有较强的竞争力。

N-异丙基-4-氟苯胺主要用于合成农药除草剂氟噻草胺。氟噻草胺是由拜耳作物科学于 1998 年首次推出的一款除草剂品种。属芳氧乙酰胺类除草剂，用于玉米、大豆、番茄、马铃薯、水稻等作物，防除一年生禾本科杂草、莎草和一些小粒阔叶杂草。目前，氟噻草胺主要用作土壤处理剂，芽前、芽后皆可使用，具有高活性、高选择性和易降解等特点，在酰胺类除草剂中占据了重要席位。公司采用特有的低压加氢技术生产 N-异丙基-4-氟苯胺，生产工艺安全、品质高等优势，具有较强的竞争力。

项目达产后，年平均营业收入 42140.00 万元，年平均营业成本 31833.51 万元，年平均毛利率 20.79%。该项目产品属于中间体类别，报告期各年度，公司中间体产品平均毛利率为 20.90%，与该项目平均毛利率相当，符合公司的实际经营情况，具有合理性。

4 盈利预测与估值

假设 1：根据招股说明书披露的项目投产进度，考虑到募投项目投产进度会受到审批流程影响，产能也有一定的释放期，故预计 6600 吨水基化制剂项目 2020 年开始形成收入，加氢车间技改项目 2018 年开始形成收入，吡唑醚菌酯项目预计 2021 年开始形成收入，当年形成销量 50 吨。

假设 2：假设 2018-2020 年毒死蜱原药销量为 0.44、0.46、0.48 万吨，不含税价格 4.6、4.7、4.8 万元/吨，毛利率为 32%、32.5%、33%，三唑磷原药销量为 700、730、760 吨，不含税价为 4.8、5、5 万元/吨，毛利率为 35%、37%、37%。

假设 3：考虑到间苯二酚价格波动对 1,3-环己二酮价格的冲击，预计 2018-2020 年不含税价格为 11、9.5、9 万元/吨。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	808.3	1156.0	1352.8	1498.3
	增速	34.9%	43.0%	17.0%	10.8%
	成本	570.1	799.7	946.3	1026.8
	毛利率	29.5%	30.8%	30.0%	31.5%
原药	收入	171.9	236.0	252.7	278.4
	增速	60.5%	37.3%	7.1%	10.2%
	成本	132.3	159.5	168.9	187.3
	毛利率	23.07%	32.43%	33.15%	32.72%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
制剂	收入	213.0	234.1	263.7	398.5
	增速	44.5%	9.9%	12.6%	51.1%
	成本	110.8	122.0	137.9	210.7
	毛利率	47.99%	47.88%	47.71%	47.12%
中间体	收入	401.3	662.9	813.4	798.4
	增速	27.3%	65.2%	22.7%	-1.8%
	成本	312.8	503.3	624.6	613.8
	毛利率	22.04%	24.08%	23.22%	23.13%
其他	收入	22.1	23.0	23.0	23.0
	增速	-25.5%	4.2%	0.0%	0.0%
	成本	14.2	15.0	15.0	15.0
	毛利率	35.54%	35.00%	35.00%	35.00%

数据来源：西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 11.6 亿元、13.5 亿元和 15.0 亿元，归母净利润分别为 1.44 亿元、1.69 亿元和 2.12 亿元。按发行后总股本计算，估算 2018-2020 年 EPS 分别为 1.20 元、1.41 元和 1.77 元。

表 5：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
中旗股份	300575.SZ	37.63	2.30	3.15	4.06	16.35	11.96	9.27
红太阳	000525.SZ	14.65	1.72	1.98	2.33	8.53	7.40	6.27
利尔化学	002258.SZ	17.45	1.18	1.59	1.91	14.82	10.99	9.12
扬农化工	600486.SH	40.50	3.37	3.91	4.46	12.00	10.36	9.08
海利尔	603639.SH	28.60	2.59	3.28	3.80	11.04	8.72	7.53
平均						12.55	9.89	8.25

数据来源：Wind，西南证券整理

考虑公司的成长性和周期性，我们给予公司 2018 年 12-15 倍市盈率，对应合理价格区间为 14.40-18.00 元。

5 风险提示

原材料价格波动风险，安全生产风险，税收优惠政策变动的风险，汇率、毛利率波动风险，贸易摩擦风险，募投项目投产及达产进度或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	808.33	1156.03	1352.78	1498.33	净利润	76.02	144.23	168.84	211.90
营业成本	570.15	799.71	946.33	1026.76	折旧与摊销	22.37	25.38	35.39	48.05
营业税金及附加	5.50	7.43	8.97	10.34	财务费用	11.62	-1.55	-7.40	-9.78
销售费用	45.83	63.58	74.40	82.41	资产减值损失	2.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	80.89	115.60	128.51	134.85	经营营运资本变动	-19.82	-21.14	3.44	-3.63
财务费用	11.62	-1.55	-7.40	-9.78	其他	2.68	5.12	2.24	2.04
资产减值损失	2.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	95.28	152.04	202.51	248.58
投资收益	0.57	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.57	-100.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-0.63	-0.32	-0.37	-0.40	其他	-36.32	-0.32	-0.37	-0.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-35.75	-100.32	-200.37	-200.40
营业利润	90.60	170.95	201.59	253.36	短期借款	7.80	-10.12	12.90	-9.64
其他非经营损益	2.24	3.88	3.06	3.48	长期借款	-0.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	92.83	174.83	204.65	256.85	股权融资	0.00	0.00	26.08	0.00
所得税	16.81	30.60	35.81	44.95	支付股利	-40.50	-15.20	-28.85	-33.77
净利润	76.02	144.23	168.84	211.90	其他	-17.69	1.55	7.40	9.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-50.62	-23.77	17.53	-33.63
归属母公司股东净利润	76.02	144.23	168.84	211.90	现金流量净额	5.00	27.95	19.68	14.56
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	87.66	115.60	135.28	149.83	成长能力				
应收和预付款项	134.51	192.51	223.87	248.50	销售收入增长率	34.87%	43.01%	17.02%	10.76%
存货	89.24	115.56	138.18	147.89	营业利润增长率	137.56%	88.69%	17.92%	25.68%
其他流动资产	2.77	3.97	4.64	5.14	净利润增长率	95.57%	89.74%	17.06%	25.50%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	114.39%	56.35%	17.87%	27.03%
投资性房地产	0.01	0.01	0.01	0.01	获利能力				
固定资产和在建工程	196.22	272.26	438.30	591.68	毛利率	29.47%	30.82%	30.05%	31.47%
无形资产和开发支出	46.07	44.80	43.54	42.28	三费率	17.11%	15.37%	14.45%	13.85%
其他非流动资产	22.56	22.40	22.23	22.06	净利率	9.40%	12.48%	12.48%	14.14%
资产总计	579.04	767.11	1006.06	1207.40	ROE	25.52%	33.79%	28.47%	27.48%
短期借款	41.60	31.48	44.38	34.74	ROA	13.13%	18.80%	16.78%	17.55%
应付和预收款项	224.99	293.63	352.85	385.30	ROIC	29.00%	37.23%	30.35%	28.63%
长期借款	0.69	0.69	0.69	0.69	EBITDA/销售收入	15.41%	16.85%	16.97%	19.46%
其他负债	13.89	14.42	15.16	15.57	营运能力				
负债合计	281.17	340.21	413.08	436.29	总资产周转率	1.53	1.72	1.53	1.35
股本	90.00	120.00	120.00	120.00	固定资产周转率	4.42	5.11	3.81	2.91
资本公积	3.92	-26.08	0.00	0.00	应收账款周转率	8.01	8.04	7.39	7.22
留存收益	203.95	332.98	472.97	651.10	存货周转率	7.69	7.67	7.35	7.09
归属母公司股东权益	297.87	426.90	592.97	771.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	66.98%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	297.87	426.90	592.97	771.10	资产负债率	48.56%	44.35%	41.06%	36.13%
负债和股东权益合计	579.04	767.11	1006.06	1207.40	带息债务/总负债	15.04%	9.45%	10.91%	8.12%
					流动比率	1.16	1.30	1.25	1.30
					速动比率	0.83	0.95	0.90	0.95
					股利支付率	53.28%	10.54%	17.09%	15.94%
					每股指标				
					每股收益	0.63	1.20	1.41	1.77
					每股净资产	2.48	3.56	4.94	6.43
					每股经营现金	0.79	1.27	1.69	2.07
					每股股利	0.34	0.13	0.24	0.28
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	124.58	194.78	229.58	291.64					
PE	0.00	0.00	0.00	0.00					
PB	0.00	0.00	0.00	0.00					
PS	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	-0.53	-0.54	-0.48	-0.46					
股息率	-	-	-	-					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn