

创世界名牌, 树百年丰山

投资要点

- **公司目前主要布局四大系列农药品种。**公司为高新技术企业、农药定点生产企业、中国农药工业协会的副会长单位以及中国农药发展与应用协会的常务理事单位。目前公司主要产品为氟乐灵、精喹禾灵、烟嘧磺隆、毒死蜱等四大系列产品。在技术创新方面, 作为高新技术企业, 公司坚持走“科技兴企”之路, 先后建成江苏省企业技术中心、江苏省(丰山)手性农药工程技术中心和院士工作站等研发平台。通过技术创新, 公司获授权发明专利9项, 氟乐灵原药和精喹禾灵原药先后被认定为国家重点新产品, 14个产品先后被认定为江苏省高新技术产品。公司具有毒死蜱原药11000吨、精喹禾灵原药1300吨、烟嘧磺隆原药1200吨、氟乐灵原药6000吨、制剂20000吨的产能。公司收入主要来自除草剂, 2018年前三季度, 除草剂收入占公司营业收入的比例为68%, 2018年上半年, 除草剂毛利占公司主营毛利的比例为59%。
- **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。
- **募投项目有助于公司成长。**公司拟募集资金50860万元, 扣除发行费用后, 预计募集资金净额为44918.6万元。公司本次募集资金投资于年产1500吨硝磺草酮、年产800吨精喹禾灵及500吨喹禾糠酯、年产700吨氟氟草酯及300吨炔草酯、年产1000吨三氯吡氧乙酸及1000吨三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯等原药生产线技改项目。未来项目投产, 有助于公司利润的提升。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司2018-2020年的营业收入分别为15.5亿元、18.4亿元和22.5亿元, 归母净利润分别为1.5亿元、1.8亿元和2.5亿元, EPS分别为1.89元、2.27元和3.17元, 归母净利润三年复合增速33%。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**原材料价格波动风险, 安全生产风险, 产业政策变动的风险, 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)	1259.23	1547.50	1842.70	2250.60
增长率	23.56%	22.89%	19.08%	22.14%
归属母公司净利润(百万元)	107.01	151.38	181.82	253.52
增长率	48.77%	41.47%	20.11%	39.43%
每股收益EPS(元)	1.34	1.89	2.27	3.17
净资产收益率ROE	19.59%	22.39%	21.97%	24.26%
PE	30	21	17	13
PB	5.81	4.70	3.84	3.04

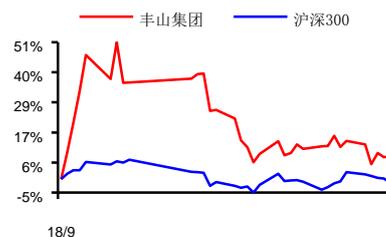
数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.80
流通A股(亿股)	0.20
52周内股价区间(元)	36.62-55.35
总市值(亿元)	31.76
总资产(亿元)	15.73
每股净资产(元)	13.29

相关研究

目 录

1 公司概况：小而美的农药生产企业.....	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	3
2.3 公司具有相对稳定的客户群体	4
2.4 公司竞争优势分析	4
3 募投项目分析.....	5
4 盈利预测与估值.....	10
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司 2018 年前三季度主营业务结构情况.....	2
图 3: 公司 2018 年上半年主营业务毛利情况.....	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 2015 年以来毛利率、净利率.....	2
图 7: 公司 2015 年以来销售费用率、管理费用率、财务费用率.....	2
图 8: 2001-2016 年全球作物农药销售额 (亿美元).....	3
图 9: 2001-2016 年中国农药原药产量及增速.....	3

表 目 录

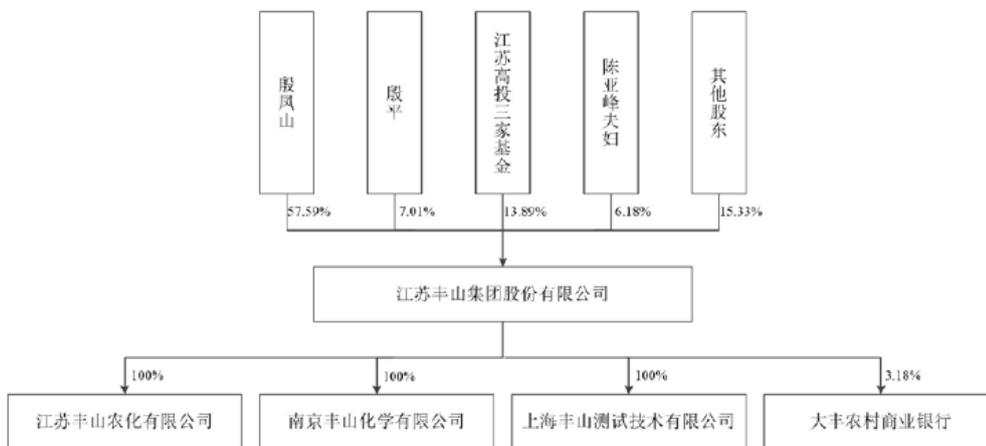
表 1: 公司主要产品.....	1
表 2: 公司国内外主要竞争对手情况.....	4
表 3: 募集资金运用方案.....	5
表 4: 新品种农药类别.....	6
表 5: 募投项目相关类别除草剂市场趋势.....	6
表 6: 分业务收入及毛利率.....	10
表 7: 可比公司估值情况.....	11
附表: 财务预测与估值.....	12

1 公司概况：小而美的农药生产企业

丰山集团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，公司具有毒死蜱原药 11000 吨、精喹禾灵原药 1300 吨、烟嘧磺隆原药 1200 吨、氟乐灵原药 6000 吨、制剂 20000 吨的产能。

公司股权结构：公司控股股东及实际控制人为殷凤山和殷平父女。本次发行前，殷凤山先生持有公司 3,455.38 万股的股权，持股比例为 57.59%，殷平女士持有公司 420.40 万股的股权，持股比例为 7.01%，父女二人合计持股 3,875.78 万股，占本次发行前股份的比例为 64.60%。

图 1：公司股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司产品涵盖除草剂、杀虫剂和杀菌剂，主要产品为氟乐灵、精喹禾灵、烟嘧磺隆、毒死蜱等四大系列产品。

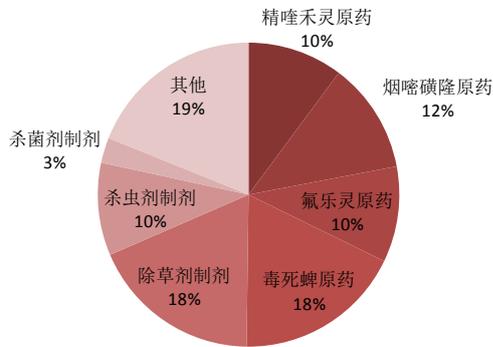
表 1：公司主要产品

主要产品	特征	用途
氟乐灵（除草剂）	黄色固体，易溶于大部分有机溶剂。选择性芽前土壤处理剂，主要通过杂草的胚芽鞘与胚轴吸收。	用于棉花、大豆、油菜、花生等作物芽前，防除一年生禾本科和部分阔叶杂草。能与大多数农药混配。
精喹禾灵（除草剂）	白色至黄色细粉，易溶于大多数有机溶剂，中性或酸性介质中稳定。选择性苗后除草剂。新型早田茎叶除草剂，通过杂草茎叶吸收，在植物体内向上和向下双向传导，积累在顶端及居间分生，抑制细胞脂肪酸合成，使杂草坏死。	用于大豆、棉花、花生、油菜等作物，防除一年生和多年生禾本科杂草，可与苗后防阔叶杂草的除草剂混用。
烟嘧磺隆（除草剂）	无色结晶，可溶于丙酮、二氯甲烷等有机溶剂，中性条件下稳定。选择性内吸性除草剂。通过叶子和根部吸收，快速传导到木质部和韧皮部的分生组织。	可防除玉米田里一年生或多年生禾本科杂草、部分阔叶杂草。
毒死蜱（杀虫剂）	无色至淡黄色结晶，带轻微硫醇气味。易溶于大多数有机溶剂。非内吸性杀虫剂，具有胃毒、触杀和熏蒸三重作用。	广谱杀虫剂，主要适用于水稻、小麦、棉花、果树、蔬菜、茶树等作物，以土壤和叶面应用方式用于多种作物，防治鞘翅目、双翅目、同翅目和鳞翅目害虫，也用于防治室内和动物房的害虫。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

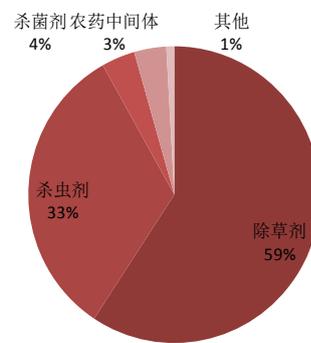
公司主营业务结构：公司收入主要来自公司生产的除草剂，根据披露的最新口径，2018年前三季度，除草剂收入占公司营业收入的比例为 68%，2018 年上半年，除草剂毛利占公司主营毛利的比例为 59%。

图 2：公司 2018 年前三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

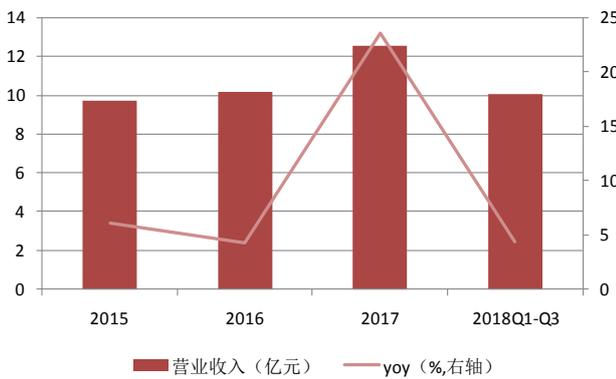
图 3：公司 2018 年上半年主营业务毛利情况



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



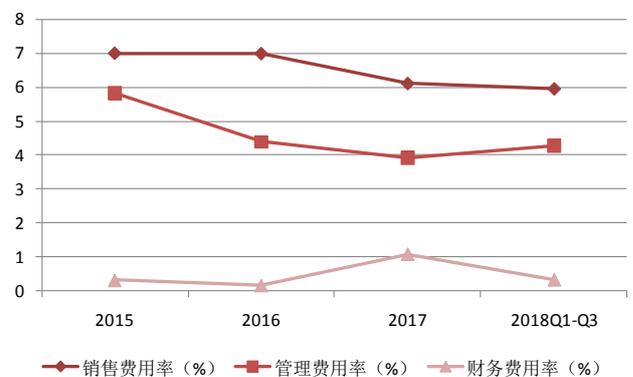
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 6：公司 2015 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 2015 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。

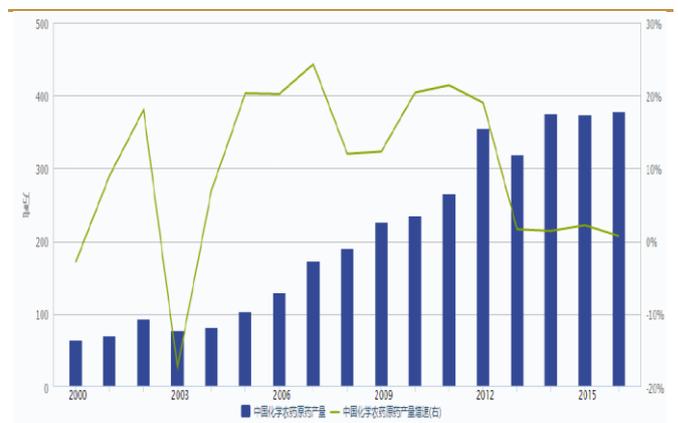
根据全球第二大市场研究咨询公司 MarketsandMarkets 出版的《2021 年全球作物保护化学品市场趋势与展望》报告数据,作物保护化学品市场有望以复合年增长率 5.15% 的增长速度增长,到 2021 年市值有望达到 705.7 亿美元。市场增长的驱动力主要来源于世界人口增长导致的粮食消费和需求的增加、农业操作和技术的不断改善以及严重的病虫害引发的产量损失。此外,受到诸如生物农药需求增加、农民对病虫害综合管理接受程度的上升以及在新兴市场较多的机会等因素的驱动,作物保护化学品市场有望进一步增长。

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

公司为高新技术企业、农药定点生产企业、中国农药工业协会的副会长单位以及中国农药发展与应用协会的常务理事单位,拥有完整的农药研发、生产与销售产业链,实现了“原药+制剂+中间体”业务的全面发展。

经过长期的发展积累,公司在环境保护、安全生产、技术创新、生产规模、市场占有率等方面已处于行业先进水平。公司拥有较强的市场竞争能力,根据中国农药工业协会发布的 2015-2017 年中国农药销售百强企业榜单,公司排名分别为第 31 位、第 34 位及第 35 位,竞争地位处于农化行业的前列。

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
青岛瀚生生物科技股份有限公司	氟乐灵
东阳市东农化工有限公司	
捷马化工股份有限公司	
京博农化科技股份有限公司	精喹禾灵
安徽丰乐农化有限责任公司	
辽宁天一农药化工有限责任公司	
南京红太阳股份有限公司	毒死蜱
连云港立本农药化工有限公司	
浙江新农化工股份有限公司	
湖北犇星化工有限责任公司	
安徽久易农业股份有限公司	烟嘧磺隆
京博农化科技股份有限公司	
淄博新农基作物科学有限公司	

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

经过多年的积累与发展, 公司建立了相对完善的销售网络, 并已形成国内市场与国际市场协同发展的良好局面。2018 年上半年, 公司出口外销收入分别为 18749.21 万元、23181.20 万元、33878.78 万元和 20690.95 万元, 占主营业务收入的比例分别为 19.21%、22.75%、26.91%和 25.81%。国内、国际两个市场的协同发展, 一方面扩大了公司销售规模, 实现收入与利润的稳定增长, 增强公司的抗风险能力; 另一方面缓解了单一市场的销售季节性影响, 两个市场均衡发展大大提高了设备利用率, 降低产品固定成本。凭借突出的质量优势和优质的服务保障能力, 公司与 ADAMA、NUFARM、日本住友化学、LANDMARK、4FARMERS 等知名农药跨国公司建立了良好的合作关系。

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) 研发和技术优势

公司为高新技术企业、农药定点生产企业、中国农药工业协会的副会长单位以及中国农药发展与应用协会的常务理事单位。为不断提升技术创新能力, 公司持续进行研发投入, 先后建成江苏省企业技术中心、江苏省(丰山)手性农药工程技术中心和院士工作站等研发平台, 从而保证了技术创新、产品开发活动的顺利推进。

公司自创立以来, 以市场为导向, 注重农药工艺技术的研发实践, 已建立了一整套包括研发队伍建设、科技项目管理、知识产权保护、技术保密以及研发人员绩效考核管理等在内的研发运行机制。公司获授权发明专利 9 项, 氟乐灵原药和精喹禾灵原药先后被认定为国家重点新产品, 14 个产品先后被认定为江苏省高新技术产品。公司已经具备了较强的研发和技术优势。

2) 产业链优势

公司的产品结构涵盖了农药中间体、农药原药和农药制剂产品。一方面，公司充分利用自产原药开发具有市场竞争力的制剂产品，当上游原药市场紧俏时，公司生产的原药可优先供应制剂生产，避免出现原药供应受制于人的情形，因而原药业务的发展为制剂业务提供稳定可靠的原料保证，有效保障了制剂业务的稳定发展。另一方面，公司制剂业务又有助于公司原药产品的推广，公司拥有完善的制剂销售渠道及完备的技术服务体系，制剂产品在用户中具有良好的品牌形象，部分原药直接用于制剂产品的生产，有利于公司原药产品的推广与销售。公司可根据市场需求及时调整销售方案，当农药中间体利润水平较高时，公司在满足制剂生产需求的前提下销售农药中间体，从而提高公司盈利水平。

因此，公司“原药+制剂+中间体”协同发展，增强了公司抗风险能力和盈利水平，产业链的延伸还拓宽了公司的利润增长点，从而具备了明显的产业链优势。

3) 品牌优势

凭借长期以来积累的技术、质量、品牌及市场等优势，公司已成为国内农药市场的领先企业之一，公司产品赢得了行业的广泛认可，2005年“丰山”商标被认定为“中国驰名商标”。目前，“丰山农药”已经广销国内多个省、市、自治区，并已远销世界其他国家和地区，公司的品牌影响力也不断提升。同时，公司还荣获“江苏省明星企业”、“江苏省优秀企业”、“江苏省AAA级质量信用企业”、“江苏省管理示范企业”等多项彰显品牌实力的荣誉称号，另有三个产品荣获“江苏名牌产品”。公司的品牌优势日益明显，较高的品牌美誉度有利于公司产品在全球范围的推广与开拓。

3 募投项目分析

公司拟向社会公众公开发行不超过 2000 万股人民币普通股 (A 股)，占行后总股本比例不低于 25%。

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 1500 吨硝磺草酮原药生产线技改项目	16128 万元	7068.60 万元	建设期 1.5 年
年产 800 吨精喹禾灵及年产 500 吨喹禾糠酯原药生产线技改项目	17050 万元	17050 万元	建设期 1 年
年产 700 吨氟氟草酯、300 吨炔草酯原药生产线技改项目	16500 万元	13000 万元	建设期 1.5 年
年产 1000 吨三氯吡氧乙酸和 1000 吨三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯原药生产线技改项目	7800 万元	7800 万元	建设期 1 年
合计	57478 万元	44918.6 万元	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

本次募投项目涉及拟生产的产品为 7 种。其中，精喹禾灵为公司现有优势产品产能的扩张，800 吨精喹禾灵中约有 500 吨用于制造衍生产品喹禾糠酯；喹禾糠酯、硝磺草酮、氟氟草酯、炔草酯、三氯吡氧乙酸和三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯等均为丰富原药产品结构的新增品种。

表 4: 新品种农药类别

产品名称	所属农药类别	主要同类产品
硝磺草酮	HPPD 类除草剂	磺草酮、硝磺酮、苯酰酮
精喹禾灵、喹禾糠酯	芳氧苯氧丙酸酯类除草剂	吡氟禾草灵、氟吡甲禾灵、禾草灵
氟氯草酯、炔草酯		
三氯吡氧乙酸、三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯	吡啶类除草剂	二氯吡啶酸、氯氟吡啶酸、氯氟吡氧乙酸

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

表 5: 募投项目相关类别除草剂市场趋势

种类项目	2009-2014 年复合增长率	2019 年预测销售额 (亿美元)	2014-2019 年复合增长率
HPPD 类	13.56%	17.95	5.22%
芳氧苯氧丙酸酯类	4.95%	12.30	0.21%
吡啶类	5.92%	14.55	1.84%
除草剂市场销售额	5.18%	301.37	2.65%

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

(一) 年产 1500 吨硝磺草酮原药生产线技改项目

硝磺草酮属 HPPD 类除草剂。HPPD 类除草剂化学结构不尽相同, 但却具有相同的作用机理, 其通过抑制对羟基苯基丙酮酸双氧化酶 (HPPD), 从而影响类胡萝卜素生物合成, 主要用于玉米。

根据统计, 2014 年 HPPD 类除草剂全球市场为 13.92 亿美元, 占全球农药市场销售额的 2.20%; 预计 2019 年 HPPD 类除草剂全球市场将达到 17.95 亿美元 (资料来源:《全球除草剂市场、发展概况及趋势 (II)》, 顾林玲, 王欣欣, 现代农药, 2016 年 6 月第 15 卷第 3 期)。

2001 年, 硝磺草酮由先正达公司在美国推出上市, 主要用于玉米, 是替代长期使用和残留期长的莠去津等三嗪类除草剂的重要品种, 具有广谱、高效的除草活性, 可与乙草胺、烟嘧磺隆等混用, 能同时防除阔叶作物中的阔叶杂草和禾本科杂草, 芽前、芽后皆可使用, 并具有残留量低、环境相容性好、使用安全性高等特点。硝磺草酮具有优良的产品性能, 是中国乃至全球杰出的玉米田除草剂, 在玉米田阔叶杂草、恶性杂草及抗性杂草防除方面发挥了重要作用, 开启了玉米田苗后安全、快速除草的新时代。

目前, 全球 HPPD 抑制剂类除草剂共有 10 多个上市品种, 硝磺草酮位居首位, 现已在美国、德国等 50 多个国家登记上市。由于其杰出的产品性能, 硝磺草酮销售额快速上升, 2014 年达到 6.7 亿美元, 2002-2014 年复合增长率为 16.89%。据统计, 在先正达畅销产品排行榜中, 硝磺草酮位居第三; 在全球除草剂排行榜中, 硝磺草酮位居第四; 在玉米田选择性除草剂以及 HPPD 抑制剂类除草剂中, 硝磺草酮均位列第一 (资料来源:《除草剂硝磺草酮的应用与开发进展》, 柏亚罗、陈燕玲, 现代农药 2016 年 4 月第 15 卷第 2 期)。经过多年的市场开发, 硝磺草酮已奠定了扎实的市场基础, 未来的应用领域会更加广泛。

根据中国农药信息网公示信息, 硝磺草酮原药生产企业登记已经超过 20 家。据中国农药工业协会统计, 至 2014 年底, 我国硝磺草酮的年产能接近 4000 吨, 年产量约 2250 吨; 根据海关统计数据, 2015 年硝磺草酮原药出口总量约 1380 吨, 出口总额约 3260 万美

元，而 2014 年硝磺草酮全球的销售总额已经超过 6 亿美元。由此可见，该产品未来还有较大的发展空间。

根据公司测算，项目建设期 1.5 年，投产第一年达产 40%，投产第二年达产 60%，投产第三年达产 80%，投产第四年及以后年度达产 100%。本项目建成投产后，年均营业收入为 17699 万元，年均净利润为 3704 万元，税后内部收益率 22.51%，项目投资回收期（税后）6.14 年。

（二）年产 800 吨精喹禾灵及年产 500 吨喹禾糠酯原药生产线技改项目

精喹禾灵和喹禾糠酯均为芳氧苯氧丙酸酯类除草剂。该类除草剂通过抑制乙酰辅酶 A 的活性，阻碍脂肪酸的合成而起效。近些年来，草甘膦抗性禾本科杂草的出现，给芳氧苯氧丙酸酯类除草剂带来了机遇。2014 年，芳氧苯氧丙酸酯类除草剂全球市场达到 12.17 亿美元，占全球农药市场销售额的 1.93%。

预计在 2014-2019 年的 5 年间，芳氧苯氧丙酸酯类除草剂将应用于更多作物市场，同时来自抗除草剂作物种植的影响逐渐消退也将促进其销售增长。预计 2019 年，芳氧苯氧丙酸酯类除草剂的销售总额将达到 12.30 亿美元（资料来源：《全球除草剂市场、发展概况及趋势（II）》，顾林玲，王欣欣，现代农药，2016 年 6 月第 15 卷第 3 期）。

喹禾灵是日本日产化学工业公司开发的芽后选择性早田除草剂，为 R，S 两种光学异构体的混合物，除草活性高，可防除一年生及多年生的禾本科杂草，并在此类杂草的任何生长期均均有防效，对阔叶作物安全，可广泛用于棉花、油菜、大豆、花生及多种阔叶蔬菜等。

精喹禾灵是 R 式单一光学异构体，其活性比喹禾灵高 2-3 倍。近年来，精喹禾灵以其高效、低毒、低残留而深受用户欢迎。由于精喹禾灵是由喹禾灵发展而来的，国际咨询公司 Phillips McDougall 以喹禾灵合并统计，目前国外该产品的供应商为日产、杜邦、Gowan，2014 年销售额 1.65 亿美元，2009-2014 年复合增长率 11.7%，增长率位于芳氧苯氧丙酸酯类除草剂主要品种之首（资料来源：《全球除草剂市场概况》，柏亚罗，农药快讯信息网，2016-6-17）。

1995 年精喹禾灵在我国实现工业化生产，20 多年来产品生产的技术水平和产品质量达到国际水平，产量也逐年增长。根据中国农药信息网公示信息，精喹禾灵原药生产企业登记已经超过 20 家。未来，随着国家环境治理力度的加大，一些建设不规范、环保不达标或无法承担巨额环保投入的企业将被迫停产，对于符合环保要求的企业来说，精喹禾灵原药市场将会有更大的发展空间。

喹禾糠酯对一年生和多年生的禾本科杂草有优良的防效，可用来替代草甘膦等对环境污染大的有机磷除草剂，广泛应用于小麦、马铃薯、大豆、油菜、棉花、亚麻、甜菜和豌豆等双子叶作物田中，具有高效、易降解、对环境污染小等优点。

喹禾糠酯国外主要由美国科聚亚有限公司生产，主要市场在欧洲中部、东部地区以及拉丁美洲，主要应用于油菜、向日葵等领域。2009-2014 年喹禾糠酯的全球销售额在 3 千万美元上下。（资料来源：《芳氧苯氧丙酸酯类除草剂全球市场情况》，柏亚罗，农药快讯信息网，2017-2-4）2015 年受农药行业整体形势不景气的影响，全球销售额有所下降。

根据中国农药信息网公示信息，我国喹禾糠酯生产企业登记尚不到 10 家，该产品在国内的市场开发正在起步。根据海关数据统计，2015 年喹禾糠酯原药出口数量 272 吨。整体

来看，啶禾糠酯细分市场领域的登记企业数量较少，市场竞争程度相对较低，产品市场前景较好。

此外，精啶禾灵和啶禾糠酯在我国主要登记用于大豆、棉花、花生和油菜，并适用于蔬菜和瓜田。2016年初农业部发布《全国种植业结构调整规划（2016-2020年）》，提出确保农作物面积稳定在16.5亿亩左右，其中，棉花面积稳定在5,000万亩左右、油料面积稳定在2亿亩左右，蔬菜面积稳定在3.2亿亩左右。因此，在我国精啶禾灵和啶禾糠酯有着较为稳定的市场空间。

根据公司测算，项目建设期1年，投产第一年达产60%，投产第二年达产80%，投产第三年及以后年度达产100%。本项目建成投产后，年均营业收入为14449万元，年均净利润为3326万元，税后内部收益率23.47%，项目投资回收期（税后）5.26年。

（三）年产700吨氟氟草酯、300吨炔草酯原药生产线技改项目

氟氟草酯主要用于水稻秧田、直播田、移栽田，防除稗草、千金子、牛筋草等大多数恶性禾本科杂草，并可有效防除对二氯喹啉酸、磺酰胺类和酰胺类除草剂产生抗性的杂草，市场遍及中国、美国和澳大利亚等全球主要水稻种植区。

氟氟草酯的国外生产企业主要有美国陶氏益农公司、AGROFINA公司等，2009-2014年平均增长率14.1%，2014年全球销售额为1.55亿美元，总体呈平稳增长态势（资料来源：《芳氧苯氧丙酸酯类除草剂全球市场情况》，柏亚罗，农药快讯信息网，2017-2-4）。

根据中国农药信息网公示信息，我国氟氟草酯原药生产企业登记超过20家，登记作物主要是水稻直播田、移栽田和秧田。氟氟草酯现已成为我国水稻田稗草、千金子等禾本科杂草的主流防治药剂。未来几年，国内氟氟草酯的市场需求将会出现较快增长。

炔草酯是先正达公司开发的芳氧苯氧丙酸酯类手性含氟除草剂，主要市场在加拿大、印度、中国、巴西等国家，用于小麦、黑麦和黑小麦等谷物田，防除野燕麦、黑燕麦草等一年生禾本科杂草。

炔草酯产品2009-2014年平均增长率为6.5%，2014年销售额达到2.05亿美元。总体来看，市场对炔草酯的需求比较稳定（资料来源：《芳氧苯氧丙酸酯类除草剂全球市场情况》，柏亚罗，农药快讯信息网，2017-2-4）。

根据中国农药信息网公示信息，我国炔草酯原药生产企业登记超过10家，登记作物包括小麦田、冬小麦田、春小麦田。炔草酯已是我国农业植保部门推荐用于防除禾本科杂草的重点产品，预计未来国内炔草酯的市场需求将会出现较快增长。

总体来看，氟氟草酯和炔草酯均有着较为稳定的市场空间。氟氟草酯和炔草酯的国内应用正处于起步阶段，随着生产技术的不断提升，该类产品的经济适用性将进一步增强，从而扩大其市场规模，产生较好的经济效益。

根据公司测算，本项目建设期1.5年，投产第一年达产40%，投产第二年达产60%，投产第三年达产80%，投产第四年及以后年度达产100%。本项目建成投产后，年均营业收入为18,844万元，年均净利润为3,706万元，税后内部收益率22.26%，项目投资回收期（税后）6.20年。

(四) 年产 1000 吨三氯吡氧乙酸和 1000 吨三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯原药生产线技改项目

三氯吡氧乙酸和三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯均属于吡啶类除草剂。吡啶类除草剂 2014 年全球市场销售额达 13.28 亿美元，占全球农药市场销售额的 2.10%。2009-2014 年，吡啶类除草剂销售呈稳步上升态势，年复合增长率达 5.92%（资料来源：《全球除草剂市场概况》，柏亚罗，农药快讯信息网，2016-6-17）。

尽管该类除草剂品种相对较老，但在一些市场，特别是非农领域，其销售持续增长。总体来说，2014-2019 年，吡啶类除草剂市场预计会增长，但增长幅度小于之前的年均复合增长率，预计 2019 年吡啶类除草剂市场将达 14.55 亿美元（资料来源：《全球除草剂市场、发展概况及趋势（II）》，顾林玲，王欣欣，现代农药，2016 年 6 月第 15 卷第 3 期）。

三氯吡氧乙酸属于内吸性除草剂，能迅速被叶和根吸收，并在植物体内传导，使植物产生过量的核酸，导致一些组织转变成分生组织，从而造成叶片、茎和根生长畸形，贮藏物质耗尽，植株逐渐死亡。三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯是三氯吡氧乙酸的衍生物。三氯吡氧乙酸与三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯产品的主要市场在北美自贸区、拉丁美洲和亚州。

目前，该产品具有稳定可观的市场销售额。2009-2014 年全球销售额平均增长率为 3.7%，2014 年全球销售额 1.5 亿美元，并且该产品销售额占吡啶类除草剂的比例长期稳定在 10% 左右（资料来源：《全球除草剂市场概况》，柏亚罗，农药快讯信息网，2016-6-17）。

根据中国农药信息网公示信息，我国三氯吡氧乙酸原药和三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯原药生产企业登记均不到 10 家。从登记信息来看，三氯吡氧乙酸制剂产品的登记用途主要为非耕地（森林）用除草剂。而目前我国非耕地除草剂的主要品种为草甘膦、百草枯、草铵膦等。随着非农用除草剂市场抗性问题的日益突出，对残留、剂型等有关环保和健康的问题备受关注，开发非农应用的专用新品种逐渐成为重要的发展趋势。三氯吡氧乙酸产品开发起初用于防治针叶树幼林地中的阔叶杂草和灌木，维护防火线，培育松树及林木改造，该产品在林业方面具有突出优势，目前仍是国外林业用除草剂的主要品种，国内市场开发工作刚开始，且非农用农药不受农产品价格的制约，受气候、环境、价格等因素影响较小。因此，可以预见三氯吡氧乙酸产品的非农用市场潜力较大。

根据公司测算，项目建设期 1 年，投产第一年达产 60%，投产第二年达产 80%，投产第三年及以后年度达产 100%。本项目建成投产后，年均营业收入为 11011 万元，年均净利润为 1758 万元，税后内部收益率 25.88%，项目投资回收期（税后）4.92 年。

4 盈利预测与估值

假设 1: 根据公司项目建设进度和在建工程进度, 预计募投项目均从 2019 年开始逐步释放产能。

假设 2: 假设 2018-2020 年精喹禾灵系列销量为 1450、1500、1600 吨, 不含税价格 22、21、20 万元/吨, 毛利率为 27%、28%、28%, 烟嘧磺隆系列销量为 700、750、800 吨, 不含税价为 30、29、28.5 万元/吨, 毛利率为 30%、30%、30%, 氟乐灵系列销量为 7000、7200、7400 吨, 不含税价为 3.2、3.1、3.15 万元/吨, 毛利率为 37%、40%、39.5%。

假设 3: 假设未来公司开工率不受环保因素的影响而出现大幅波动。

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	1259.2	1547.5	1842.7	2250.6
	增速	23.6%	22.9%	19.1%	22.1%
	成本	964.0	1147.1	1362.4	1622.1
	毛利率	23.4%	25.9%	26.1%	27.9%
除草剂	收入	767.4	923.0	1185.7	1561.1
	增速	24.5%	20.3%	28.5%	31.7%
	成本	579.4	660.4	859.2	1094.7
	毛利率	24.5%	28.5%	27.5%	29.9%
杀虫剂	收入	381.8	495.0	522.5	550.0
	增速	23.8%	29.6%	5.6%	5.3%
	成本	297.8	387.9	401.1	422.0
	毛利率	22.0%	21.6%	23.2%	23.3%
杀菌剂	收入	75.5	85.0	85.0	85.0
	增速	24.8%	12.6%	0.0%	0.0%
	成本	64.4	69.7	69.7	69.7
	毛利率	14.7%	18.0%	18.0%	18.0%
农药中间体	收入	29.9	40.0	45.0	50.0
	增速	2.1%	33.6%	12.5%	11.1%
	成本	19.3	26.0	29.3	32.5
	毛利率	35.7%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	收入	4.6	4.5	4.5	4.5
	增速	-2.2%	-1.7%	0.0%	0.0%
	成本	3.0	3.2	3.2	3.2
	毛利率	33.4%	30.0%	30.0%	30.0%

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 年的营业收入分别为 15.5 亿元、18.4 亿元和 22.5 亿元, 归母净利润分别为 1.5 亿元、1.8 亿元和 2.5 亿元。按发行后总股本计算, 估算 2018-2020 年 EPS 分别为 1.89 元、2.27 元和 3.17 元。

表 7: 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

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)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1259.23	1547.50	1842.70	2250.60	净利润	107.01	151.38	181.82	253.52
营业成本	963.96	1147.14	1362.40	1622.08	折旧与摊销	37.06	38.91	48.71	60.92
营业税金及附加	4.01	7.74	9.21	11.25	财务费用	13.71	1.06	-1.35	-1.66
销售费用	76.90	108.33	128.99	157.54	资产减值损失	0.03	8.00	8.00	8.00
管理费用	49.25	92.85	82.92	101.28	经营营运资本变动	75.07	109.16	16.10	9.38
财务费用	13.71	1.06	-1.35	-1.66	其他	-34.38	27.23	2.26	2.50
资产减值损失	0.03	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	198.49	335.75	255.55	332.66
投资收益	0.50	0.00	0.00	0.00	资本支出	-21.48	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-37.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-58.63	-200.00	-200.00	-200.00
营业利润	126.86	182.38	252.53	352.11	短期借款	-2.33	-154.80	0.00	0.00
其他非经营损益	0.03	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	126.89	182.38	252.53	352.11	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	19.88	31.01	70.71	98.59	支付股利	-7.20	-21.40	-30.28	-36.36
净利润	107.01	151.38	181.82	253.52	其他	-9.16	48.94	1.35	1.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-18.69	-127.26	-28.93	-34.71
归属母公司股东净利润	107.01	151.38	181.82	253.52	现金流量净额	118.93	8.48	26.62	97.96
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	247.60	256.08	282.70	380.66	成长能力				
应收和预付款项	179.93	119.96	157.31	200.63	销售收入增长率	23.56%	22.89%	19.08%	22.14%
存货	283.94	114.59	134.24	161.15	营业利润增长率	70.91%	43.77%	38.46%	39.43%
其他流动资产	19.21	23.61	28.11	34.34	净利润增长率	48.78%	41.47%	20.11%	39.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	58.54%	25.18%	34.87%	37.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	279.03	442.72	596.61	738.30	毛利率	23.45%	25.87%	26.07%	27.93%
无形资产和开发支出	57.44	55.21	52.97	50.74	三费率	11.11%	13.07%	11.43%	11.43%
其他非流动资产	60.51	60.14	59.77	59.40	净利率	8.50%	9.78%	9.87%	11.26%
资产总计	1127.67	1072.32	1311.72	1625.21	ROE	19.59%	22.39%	21.97%	24.26%
短期借款	154.80	0.00	0.00	0.00	ROA	9.49%	14.12%	13.86%	15.60%
应付和预收款项	352.22	264.91	344.81	431.54	ROIC	22.06%	27.91%	28.00%	31.41%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.11%	14.37%	16.27%	18.28%
其他负债	74.44	131.22	139.18	148.78	营运能力				
负债合计	581.46	396.13	483.99	580.32	总资产周转率	1.25	1.41	1.55	1.53
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	4.94	5.29	4.78	4.50
资本公积	225.97	205.97	205.97	205.97	应收账款周转率	18.97	15.21	18.87	17.54
留存收益	260.24	390.22	541.76	758.92	存货周转率	3.72	5.75	10.86	10.87
归属母公司股东权益	546.21	676.19	827.74	1044.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.03%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	546.21	676.19	827.74	1044.89	资产负债率	51.56%	36.94%	36.90%	35.71%
负债和股东权益合计	1127.67	1072.32	1311.72	1625.21	带息债务/总负债	26.62%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.35	1.44	1.35	1.43
					速动比率	0.82	1.12	1.05	1.14
					股利支付率	6.73%	14.14%	16.65%	14.34%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	177.63	222.36	299.89	411.37	每股收益	1.34	1.89	2.27	3.17
PE	29.68	20.98	17.47	12.53	每股净资产	6.83	8.45	10.35	13.06
PB	5.81	4.70	3.84	3.04	每股经营现金	2.48	4.20	3.19	4.16
PS	2.52	2.05	1.72	1.41	每股股利	0.09	0.27	0.38	0.45
EV/EBITDA	12.57	13.10	9.62	6.78					
股息率	0.23%	0.67%	0.95%	1.14%					

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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn