新时代证券 New Times Securities

并表威远稳步成长，三季度业绩符合预期

——利民股份三季报点评

季报点评

程磊（分析师）
021-68864812
chenglei@xsdzq.cn
证书编号：S0280517080001

李啸（联系人）
lixiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280118070022

● 事件：

公司发布三季报：2019 年前三季度公司营业收入 20.13 亿，同比增长 86.70%，归母净利润 2.86 亿，同比增长 90.71%。看单季度，公司第三季度实现净利润 8779 万，同降 24.40%。同时公司预计 2019 年全年净利 3.09-3.50 亿，同比增长 50%-100%。

● 主营产品销售稳定，收到双吉业绩补偿，整体业绩符合预期

2019 年前三季度代森锰锌价格维持在每吨 1.95-2.0 万元之间，公司调整经营策略，使得自身及子公司河北双吉经营情况改善，同时参股的新河公司主营产品百菌清行业景气高，价格始终在 5 万/吨附近，使得公司对联营企业投资收益大幅增长 170.91%。9 月 24 日，公司收到河北双吉 1760 万业绩补偿款，是第三季度非经营性收益的主要来源，公司整体业绩符合预期

● 重大项目稳步推进，并表威远进入全新发展阶段

公司主要新产品建设稳步推进：500 吨苯醚甲环唑预计于 2020 年一季度投产；双吉 1 万吨代森系列 DF 产品预计于 2020 年年初投产；新河第四条百菌清产线以及公司 1 万吨水基化制剂工程也在推进当中。威远阿维菌素系列产品产销国内领先，未来在内蒙古还将继续布局相关产品，亦有草铵膦等重磅储备产品，公司进入全新发展阶段。

● 保护性杀菌剂领军企业全面发展，维持“强烈推荐”评级

作为我国保护性杀菌剂领军企业，公司百菌清、代森系列产品畅销海内外，通过并购威远，公司进军杀虫剂及除草剂领域，正逐步成长为综合性农化企业，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 3.32、4.14、4.68 亿，当前股价对应 PE 为 13、10、9 倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：产品价格大幅下降，新项目不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,423	1,519	2,790	3,931	4,715
增长率(%)	22.7	6.7	83.7	40.9	19.9
净利润(百万元)	137	206	332	414	468
增长率(%)	21.5	50.1	61.1	24.7	13.1
毛利率(%)	28.0	27.2	24.6	23.1	23.2
净利率(%)	9.6	13.6	11.9	10.5	9.9
ROE(%)	8.2	11.1	17.2	18.2	17.6
EPS(摊薄/元)	0.48	0.73	1.17	1.46	1.65
P/E(倍)	30.6	20.4	12.7	10.2	9.0
P/B(倍)	2.5	2.3	2.1	1.8	1.5

强烈推荐（维持评级）

市场数据	时间 2019.10.28
收盘价(元):	14.85
一年最低/最高(元):	9.44/17.6
总股本(亿股):	2.84
总市值(亿元):	42.17
流通股本(亿股):	2.44
流通市值(亿元):	36.31
近 3 月换手率:	86.83%

股价一年走势

收益涨幅（%）

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.53	-7.1	24.56
绝对	-6.86	-5.91	46.55

相关报告

《中报业绩靓丽，携手威远再出发》2019-08-27

《业绩持续高增长，携手威远打造多品种农化平台》2019-04-11

《并购威远方案落地，行业整合助力公司成长》2019-03-12

《保护性杀菌剂龙头，内生外延步入高速发展通道》2019-02-25

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**1191**	**1442**	**1806**	**1857**	**2280**
现金	384	360	278	249	419
应收票据及应收账款合计	143	139	397	344	553
其他应收款	5	7	23	12	34
预付账款	33	51	75	120	103
存货	239	265	529	570	637
其他流动资产	387	621	504	562	533
非流动资产	**1195**	**1293**	**1546**	**1823**	**2075**
长期投资	96	161	355	550	744
固定资产	767	760	768	782	795
无形资产	160	157	168	182	198
其他非流动资产	173	216	254	310	338
资产总计	**2386**	**2735**	**3352**	**3680**	**4355**
流动负债	**621**	**778**	**1134**	**1122**	**1408**
短期借款	361	520	441	623	759
应付票据及应付账款合计	91	87	285	225	400
其他流动负债	170	171	408	275	249
非流动负债	**35**	**80**	**72**	**64**	**55**
长期借款	0	45	37	29	20
其他非流动负债	35	36	35	36	35
负债合计	**656**	**858**	**1206**	**1187**	**1463**
少数股东权益	58	60	97	136	178
股本	165	284	284	284	284
资本公积	1088	983	983	983	983
留存收益	462	586	754	966	1201
归属母公司股东权益	1672	1817	2050	2357	2713
负债和股东权益	**2386**	**2735**	**3352**	**3680**	**4355**

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**73**	**232**	**245**	**262**	**522**
净利润	142	209	368	453	510
折旧摊销	98	115	93	104	117
财务费用	34	22	36	50	56
投资损失	-44	-108	-214	-214	-214
营运资金变动	-151	-14	-21	-131	53
其他经营现金流	-5	6	-17	-0	0
投资活动现金流	**-354**	**-380**	**-113**	**-167**	**-155**
资本支出	144	177	79	72	63
长期投资	-164	-222	0	0	0
其他投资现金流	-375	-425	-34	-94	-92
筹资活动现金流	**2**	**130**	**-214**	**-125**	**-197**
短期借款	131	159	-80	40	-20
长期借款	0	45	-8	-8	-9
普通股增加	0	119	0	0	0
资本公积增加	6	-105	0	0	0
其他筹资现金流	-135	-88	-127	-156	-168
现金净增加额	**-293**	**-23**	**-82**	**-29**	**171**

利润表（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1423**	**1519**	**2790**	**3931**	**4715**
营业成本	1025	1106	2105	3024	3624
营业税金及附加	7	7	17	20	24
营业费用	85	81	167	197	236
管理费用	168	132	223	256	307
研发费用	0	57	70	98	118
财务费用	34	22	36	50	56
资产减值损失	-1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	18	0	0
其他收益	14	14	14	14	14
投资净收益	44	108	214	214	214
营业利润	**163**	**232**	**419**	**515**	**580**
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	4	5	0	0	0
利润总额	**160**	**228**	**419**	**515**	**580**
所得税	19	18	50	62	70
净利润	**142**	**209**	**368**	**453**	**510**
少数股东损益	4	3	36	39	42
归属母公司净利润	**137**	**206**	**332**	**414**	**468**
EBITDA	261	355	522	630	706
EPS（元）	0.48	0.73	1.17	1.46	1.65

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	22.7	6.7	83.7	40.9	19.9
营业利润(%)	18.5	41.7	80.7	23.1	12.6
归属于母公司净利润(%)	21.5	50.1	61.1	24.7	13.1
获利能力					
毛利率(%)	28.0	27.2	24.6	23.1	23.2
净利率(%)	9.6	13.6	11.9	10.5	9.9
ROE(%)	8.2	11.1	17.2	18.2	17.6
ROIC(%)	9.6	12.4	20.6	23.2	26.4
偿债能力					
资产负债率(%)	27.5	31.4	36.0	32.2	33.6
净负债比率(%)	-0.1	12.2	10.8	11.7	3.2
流动比率	1.9	1.9	1.6	1.7	1.6
速动比率	0.9	0.6	0.6	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.9	1.1	1.2
应收账款周转率	9.6	10.8	10.2	10.5	10.3
应付账款周转率	10.2	12.4	11.3	11.9	11.6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.73	1.17	1.46	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	-0.14	0.86	0.92	1.84
每股净资产(最新摊薄)	5.89	6.40	7.22	8.30	9.55
估值比率					
P/E	30.6	20.4	12.7	10.2	9.0
P/B	2.5	2.3	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	16.3	12.7	8.7	7.3	6.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12 年证券研究经验，2017 年加盟新时代证券，2011-2015 年连续 5 年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监** 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓　销售总监** 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/