

百菌清价格下滑拉低投资收益, 财务和研发费用增长较快

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2020 年前三季度实现营业收入 35.9 亿元, 同比增长 78.6%, 归属上市公司股东的净利润为 3.7 亿元, 同比增长 30.5%, EPS 1.02 元。第三季度, 公司实现营业收入 9.4 亿元, 同比增长 1.4%, 归属上市公司股东的净利润为 6900.6 万元, 同比下降 21.4%。
- **第三季度业绩略低于预期, 主要是来自于投资收益减少和研发费用增加。** 2019 年之前, 公司主要布局了保护性杀菌剂。公司通过并购互补性极强的威远相关资产组, 一举补齐除草剂、杀虫剂、兽药的短板。2020 年上半年, 威远资产组的杀虫剂产品在草地贪夜蛾防治需求的带动下, 帮助公司创造良好的业绩。2020 年第三季度, 公司业绩略低于我们之前的预期, 主要是由于投资收益减少和财务费用、研发费用增加。(1) 公司投资收益主要来自于参股的新河农化, 新河农化主要生产百菌清产品, 由于第三季度百菌清价格下滑明显, 根据卓创资讯数据, 百菌清 (97%) 市场价格从 5 月的 35500 元/吨下滑到 9 月的 27609 元/吨, 价格下降幅度超过我们之前预期, 同行企业苏利股份第三季度的 25.4%, 同比下降 10.9 个百分点, 因此公司第三季度仅仅实现投资收益 2518.5 万元, 同比下降。(2) 公司第三季度财务费用 3436.3 万元, 同比增长 578.6%, 环比增长 111.2%, 研发费用 4673.3 万元, 同比增长 26.8%, 环比增长 17.9%。
- **三大项目年内投产, 公司原药产能继续增长。** 从公司历史来看, 公司内生和外延并举, 通过收购、整合、内生扩张实现 4 年一次的扩张周期, 持续推动业绩向前滚动发展。2020 年, 利民将推进重点项目建设, 提升研发技术水平。主要将要完成利民化学年产 500 吨苯醚甲环唑项目、新威远年产 500 吨甲氨基阿维菌素苯甲酸盐新建项目、双吉公司年产 1 万吨代森系列 DF 项目的建设, 三个项目预计第四季度建设完成, 进行试生产。另外, 公司还将投资建设利民化学年产 1.2 万吨三乙磷酸铝原药技改项目、年产 1 万吨水基化环境友好型制剂加工项目和新威远新型绿色生物产品制造项目 (500 吨多杀霉素、500 吨泰乐菌素、500 吨戴短侧耳素)。以上项目, 除了 500 吨苯醚甲环唑项目, 剩余项目总投资额预计为 14.8 亿元, 建设周期为 1-3 年。考虑到公司本部、双吉、威远都具有农药原药和制剂的产能, 公司原药产能的增长将会带动相关制剂品种的销量增长。
- **盈利预测与投资建议。** 调整公司盈利预测, 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.07 元、1.28 元和 1.40 元。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产品价格下跌风险, 在建项目不达预期风险, 并购企业业绩实现或不及承诺, 汇兑损失风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2832.67	4868.53	5429.60	6088.14
增长率	86.46%	71.87%	11.52%	12.13%
归属母公司净利润 (百万元)	321.89	400.41	477.91	522.37
增长率	56.17%	24.39%	19.36%	9.30%
每股收益 EPS (元)	0.86	1.07	1.28	1.40
净资产收益率 ROE	15.08%	17.68%	17.47%	16.29%
PE	17	13	11	10
PB	2.60	2.24	1.92	1.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

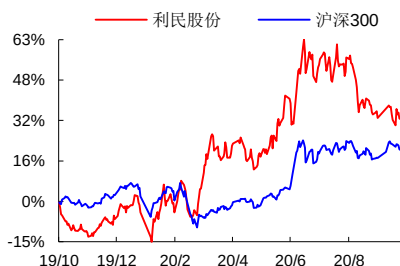
分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-58251919
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 薛聪
 执业证号: S1250520070004
 电话: 010-58251919
 邮箱: xuec@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
 执业证号: S1250519080005
 电话: 021-58351839
 邮箱: zfc@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)	3.73
流通 A 股(亿股)	3.20
52 周内股价区间(元)	12.12-18.1
总市值(亿元)	53.76
总资产(亿元)	50.39
每股净资产(元)	6.26

相关研究

1. 利民股份 (002734): 中报业绩同比增长 54%, 三大项目预计年内投产 (2020-08-31)
2. 利民股份 (002734): 拟发可转债, 带动公司项目建设 (2020-07-31)

关键假设：

假设 1：2020-2022 年代森锰锌不含税价格为 1.86、1.85、1.82 万元/吨；

假设 2：2020-2022 年新河化工百菌清不含税价格为 2.7、2.4、2.4 万元/吨；

假设 3：2020-2022 年阿维菌素不含税价格为 62、62、62 万元/吨；

假设 4：苯醚甲环唑、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐项目 2021 年开始贡献收入，三乙磷铝项目 2022 年开始贡献收入。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	2832.7	4868.5	5429.6	6088.1
	增速	86.5%	71.9%	11.5%	12.1%
	成本	2076.4	3499.4	3903.2	4383.5
	毛利率	26.7%	28.1%	28.1%	28.0%
农用杀菌剂	收入	1313.9	1429.5	1735.8	2034.9
	增速	10.3%	8.8%	21.4%	17.2%
	成本	916.7	1000.3	1210.9	1413.2
	毛利率	30.23%	30.02%	30.24%	30.55%
农用杀虫剂	收入	876.2	2312.8	2334.3	2355.9
	增速	642.8%	163.9%	0.9%	0.9%
	成本	652.8	1624.3	1640.5	1656.6
	毛利率	25.50%	29.77%	29.72%	29.68%
农用除草剂	收入	331.7	660.0	800.0	1026.0
	增速	76.3%	99.0%	21.2%	28.3%
	成本	283.5	539.0	649.0	830.3
	毛利率	14.6%	18.33%	18.88%	19.08%
其他	收入	310.8	466.2	559.5	671.4
	增速		50.0%	20.0%	20.0%
	成本	223.4	335.7	402.8	483.4
	毛利率	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2832.67	4868.53	5429.60	6088.14	净利润	346.07	478.41	555.91	600.37
营业成本	2076.36	3499.36	3903.21	4383.52	折旧与摊销	170.45	212.06	261.50	296.68
营业税金及附加	14.28	24.26	26.97	42.01	财务费用	43.67	17.96	-6.45	-16.10
销售费用	166.41	287.24	320.35	359.20	资产减值损失	-5.29	4.00	4.00	4.00
管理费用	252.48	584.22	651.55	730.58	经营营运资本变动	540.59	325.79	-7.68	4.79
财务费用	43.67	17.96	-6.45	-16.10	其他	-898.54	-111.89	-119.54	-119.68
资产减值损失	-5.29	4.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	196.97	926.32	687.75	770.06
投资收益	175.37	106.30	114.20	114.20	资本支出	-1102.91	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	2.40	1.22	1.41	1.51	其他	697.94	107.52	115.61	115.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-404.97	-392.48	-384.39	-384.29
营业利润	354.28	558.99	645.58	700.64	短期借款	258.90	-78.90	50.00	50.00
其他非经营损益	11.32	3.84	8.44	5.67	长期借款	213.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	365.60	562.83	654.02	706.32	股权融资	36.66	0.00	0.00	0.00
所得税	19.53	84.42	98.10	105.95	支付股利	-99.23	-64.38	-80.08	-95.58
净利润	346.07	478.41	555.91	600.37	其他	-177.50	-21.35	6.45	16.10
少数股东损益	24.18	78.00	78.00	78.00	筹资活动现金流净额	231.84	-164.63	-23.63	-29.48
归属母公司股东净利润	321.89	400.41	477.91	522.37	现金流量净额	19.26	369.20	279.72	356.29
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	446.79	816.00	1095.72	1452.01	成长能力				
应收和预付款项	354.18	607.87	673.98	758.43	销售收入增长率	86.46%	71.87%	11.52%	12.13%
存货	729.77	863.83	1046.87	1213.53	营业利润增长率	52.92%	57.78%	15.49%	8.53%
其他流动资产	522.39	354.07	394.84	442.70	净利润增长率	65.47%	38.24%	16.20%	8.00%
长期股权投资	274.13	274.13	274.13	274.13	EBITDA 增长率	53.91%	38.81%	14.15%	8.95%
投资性房地产	7.91	7.91	7.91	7.91	获利能力				
固定资产和在建工程	1920.34	2218.46	2467.14	2680.64	毛利率	26.70%	28.12%	28.11%	28.00%
无形资产和开发支出	390.19	380.04	369.88	359.72	三费率	16.33%	18.27%	17.78%	17.64%
其他非流动资产	121.58	121.55	121.53	121.50	净利率	12.22%	9.83%	10.24%	9.86%
资产总计	4767.29	5643.86	6452.00	7310.58	ROE	15.08%	17.68%	17.47%	16.29%
短期借款	778.90	700.00	750.00	800.00	ROA	7.26%	8.48%	8.62%	8.21%
应付和预收款项	980.08	1289.77	1505.35	1729.77	ROIC	15.96%	17.22%	17.63%	17.29%
长期借款	257.53	257.53	257.53	257.53	EBITDA/销售收入	20.07%	16.21%	16.59%	16.12%
其他负债	455.45	690.58	757.32	836.68	营运能力				
负债合计	2471.95	2937.88	3270.19	3623.98	总资产周转率	0.76	0.94	0.90	0.88
股本	286.56	372.52	372.52	372.52	固定资产周转率	2.49	2.61	2.32	2.37
资本公积	1016.44	930.47	930.47	930.47	应收账款周转率	14.38	13.77	11.59	11.60
留存收益	808.37	1144.40	1542.23	1969.02	存货周转率	4.16	4.38	4.08	3.87
归属母公司股东权益	2070.94	2403.58	2801.41	3228.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.55%	—	—	—
少数股东权益	224.40	302.40	380.40	458.40	资本结构				
股东权益合计	2295.34	2705.98	3181.81	3686.59	资产负债率	51.85%	52.05%	50.68%	49.57%
负债和股东权益合计	4767.29	5643.86	6452.00	7310.58	带息债务/总负债	41.93%	32.59%	30.81%	29.18%
					流动比率	0.98	1.03	1.11	1.19
					速动比率	0.63	0.69	0.75	0.82
					股利支付率	30.83%	16.08%	16.76%	18.30%
					每股指标				
					每股收益	0.86	1.07	1.28	1.40
					每股净资产	5.56	6.45	7.52	8.67
					每股经营现金	0.53	2.49	1.85	2.07
					每股股利	0.27	0.17	0.21	0.26
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	568.41	789.01	900.63	981.23					
PE	16.70	13.43	11.25	10.29					
PB	2.60	2.24	1.92	1.67					
PS	1.90	1.10	0.99	0.88					
EV/EBITDA	8.06	6.81	5.71	4.93					
股息率	1.85%	1.20%	1.49%	1.78%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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悉范围内，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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn