

2020年07月06日

代森与甲维盐景气推动中报超预期，持续看好 公司价值

利民股份(002734)

评级:	买入	股票代码:	002734
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	18.1/12.12
目标价格:		总市值(亿)	57.44
最新收盘价:	15.42	自由流通市值(亿)	49.42
		自由流通股数(百万)	320.46

事件概述

1, 2020年7月4日, 公司发布2020年半年度业绩预告, 预计归母净利润2.88-3.08亿元, 同比增长45%-55%, EPS为0.77-0.83元。

2, 公司发布关于子公司重大项目投资的公告, 拟投资建设新型绿色生物产品制造项目(包括年产500吨多杀霉素、500吨泰乐菌素、500吨截短侧耳素)、年产500吨甲氨基阿维菌素苯甲酸盐新建项目、年产12000吨三乙磷酸铝原药技改项目、年产10000吨水基化环境友好型制剂加工项目。总投资额预计为147883.78万元, 建设周期为1-3年。

分析判断:

► **代森与甲维盐景气带动中报业绩超预期。**公司2019年6月完成收购威远, 上半年威远并表带来业绩大涨。公司中报净利同比增长45%-55%, 超市场预期, 预计主要因:(1)草地贪夜蛾二季度防控形势严峻, 甲维盐供需两旺, 威远甲维盐销售高度景气;(2)印度代森锰锌名义产能占全球70%, 疫情升级后封城与5月发布农药禁令, 导致全球代森锰锌供给缩减库存见底, 公司二季度代森锰锌销量环比显著增长, 同时对原料成本控制得当, 上半年主要原料乙二胺均价1.28万元/吨, 同比下降15%。

► **新投资项目将大幅提升公司综合竞争力。**公司投资近15亿的新项目旨在巩固杀菌剂、杀虫剂及兽药的优势, 并开拓新的利润增长点。多杀霉素是一种无公害高效生物杀虫剂, 其兼具生物农药的安全性及化学农药的速效性, 大面积推广后害虫不会迅速产生抗药性, 且可较快通过光和土壤微生物降解, 目前主要用于高经济附加值作物。生物农药代表了农药产业发展趋势, 每年增速约10%。2017年全球多杀霉素销量463吨, 价格约60万美元/吨, 预计未来在高效低毒农药发展趋势之下将具有广阔发展前景, 即使保守以达产后价格150万元/吨计算, 公司500吨多杀霉素达产后将增厚收入约7亿元。泰乐菌素是可促进动物生长发育的抗生素, 在养殖业治疗药物与饲料添加剂中广泛应用。截短侧耳素是生产泰妙菌素的前体, 将为公司已有泰妙菌素产能提供配套。

威远甲维盐目前产能300吨, 市占率15%, 500吨新产能项目达产后市场地位将进一步巩固, 受益草地贪夜蛾肆虐带来的病虫害防控升级行情。利民本部现有三乙磷酸铝产能5000吨, 主要用于欧洲葡萄园用杀菌剂, 12000吨技改项目产能释放无忧。1万吨制剂加工项目符合公司发展高效低毒农药和制剂战略的规划, 将体现公司品牌实力, 增强终端客户消费粘性。

以该项目产品目前市场价格合理测算, 全部达产后将增厚公司收入约16亿元。

投资建议

维持此前盈利预测, 预计公司2020-2022年归母净利润分别为4.45/5.46/6.65亿元, EPS分别为

1.20/1.47/1.79 元，目前股价对应 PE 分别为 12.90/10.51/8.63 倍。公司中报超市场预期，业绩持续快速增长，体现公司强劲的内生增长动力，此次近 15 亿新项目建成达产后，公司综合竞争优势将进一步增强，利润规模再上层楼。持续看好公司投资价值，维持“买入”评级。

风险提示

新项目建设进度不及预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,519	2,833	4,332	5,175	5,992
YoY (%)	6.7%	86.5%	52.9%	19.5%	15.8%
归母净利润(百万元)	206	322	445	546	665
YoY (%)	50.1%	56.2%	38.3%	22.7%	21.8%
毛利率 (%)	27.2%	26.7%	27.1%	27.1%	27.0%
每股收益 (元)	0.55	0.86	1.20	1.47	1.79
ROE	11.3%	15.5%	17.1%	17.4%	17.4%
市盈率	27.87	17.85	12.90	10.51	8.63

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,833	4,332	5,175	5,992	净利润	346	500	614	748
YoY (%)	86.5%	52.9%	19.5%	15.8%	折旧和摊销	170	189	212	221
营业成本	2,076	3,156	3,771	4,372	营运资金变动	-201	-228	51	-87
营业税金及附加	14	22	26	30	经营活动现金流	197	383	785	753
销售费用	166	247	285	324	资本开支	-373	-430	-365	-330
管理费用	252	295	342	378	投资	-61	0	0	0
财务费用	44	53	45	24	投资活动现金流	-405	-288	-215	-165
资产减值损失	-5	-3	-5	-5	股权募资	62	86	0	0
投资收益	175	142	150	165	债务募资	1,025	166	-391	-432
营业利润	354	577	707	857	筹资活动现金流	232	194	-444	-465
营业外收支	11	-2	-1	2	现金净流量	19	289	127	123
利润总额	366	575	706	859					
所得税	20	75	92	112	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	346	500	614	748	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	322	445	546	665	营业收入增长率	86.5%	52.9%	19.5%	15.8%
YoY (%)	56.2%	38.3%	22.7%	21.8%	净利润增长率	56.2%	38.3%	22.7%	21.8%
每股收益	0.86	1.20	1.47	1.79	盈利能力 (%)				
					毛利率	26.7%	27.1%	27.1%	27.0%
					净利率	12.2%	11.5%	11.9%	12.5%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	6.8%	7.7%	8.5%	9.6%
货币资金	447	736	863	986	净资产收益率 ROE	15.5%	17.1%	17.4%	17.4%
预付款项	87	137	162	188	偿债能力 (%)				
存货	730	991	1,231	1,410	流动比率	0.98	1.12	1.30	1.61
其他流动资产	789	934	1,033	1,118	速动比率	0.59	0.67	0.75	0.91
流动资产合计	2,053	2,798	3,289	3,701	现金比率	0.21	0.29	0.34	0.43
长期股权投资	274	274	274	274	资产负债率	51.9%	49.9%	45.3%	38.7%
固定资产	1,530	1,618	1,620	1,581	经营效率 (%)				
无形资产	357	357	357	357	总资产周转率	0.59	0.75	0.81	0.87
非流动资产合计	2,714	2,952	3,104	3,215	每股指标 (元)				
资产合计	4,767	5,750	6,393	6,916	每股收益	0.86	1.20	1.47	1.79
短期借款	779	945	555	122	每股净资产	5.56	6.99	8.45	10.24
应付账款及票据	545	603	829	909	每股经营现金流	0.53	1.03	2.11	2.02
其他流动负债	778	950	1,144	1,272	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,102	2,499	2,528	2,303	估值分析				
长期借款	258	258	258	258	PE	17.85	12.90	10.51	8.63
其他长期负债	112	112	112	112	PB	2.49	2.21	1.82	1.51
非流动负债合计	370	370	370	370					
负债合计	2,472	2,869	2,898	2,673					
股本	287	373	373	373					
少数股东权益	224	279	347	429					
股东权益合计	2,295	2,882	3,495	4,243					
负债和股东权益合计	4,767	5,750	6,393	6,916					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。