

国内农用杀菌剂领军企业，并购在即丰富产品布局

多产品优势布局，农药产销量持续扩张

2015 年上市以来，公司营收持续增长，从 8.35 亿元增长到 15.19 亿元，年复合增长率达 21.83%，归母净利润持续增长，由 0.68 亿元增长到 2.07 亿元，年复合增长率达 44.39%。

全球第二大代森锰锌生产商，规模优势尽显

公司原有代森锰锌产能 2 万吨，17 年收购“河北双吉”完成后产能扩张至 3 万吨，河北双吉 1 万吨代森在建项目已于 2018 年底建设完成，公司代森锰锌产能正式扩张至 4 万吨。目前利民股份代森锰锌产能列国内第一，全球第二。公司代森锰锌系列产品优质，和陶氏产品品质不相上下；此外，公司在代森锰锌最大消费市场-巴西正在争取产品登记，海外市场占有率有望持续提升。

全球第二大百菌清生产商，规模优势尽显

利民股份 34% 参股“江苏新河”。2018 年四季度第二条生产线正式投产后，新河公司百菌清产能正式达到 3 万吨水平。百菌清价格的大幅上涨，为利民股份带来了丰厚的投资收益。截至 2018 年中报新河公司实现收入 2.69 亿元，实现净利润 0.91 亿元，均已超过 2017 年全年水平（收入 2.52 亿元，净利润 0.26 亿元）。

苯醚甲环唑、吡唑醚菌酯投产在即贡献增量

公司新增苯醚甲环唑产能 500 吨有望在 19 年三季度完成投产，二期 500 吨产能预计 2020 年落地；新建 1000 吨吡唑醚菌酯项目则有望在 2020 投产。农药品种多元化持续推进。

收购河北威远：布局阿维菌素、草铵膦热点产品，丰富农药产品

公司拟现金收购威远标的资产组 60% 股权，布局以阿维菌素、草铵膦等为首的明星品种，进一步丰富杀虫剂、除草剂产品类别。标的资产组业绩承诺 2019、2020 和 2021 年度净利润分别不低于 1 亿元、1.1 亿元和 1.2 亿元。

盈利预测

暂不考虑并购“威远资产组”后续并表带来的业绩增量，我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.08、2.73 和 3.6 亿元，对应 PE 分别为 18、14 和 11 倍，给予“增持”评级。

风险提示

在建产能投产低于预期；农产品价格持续底部震荡。

利民股份 (002734)

首次评级

增持

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

13811910975

执业证书编号：S1440518100005

黄帅

huangshuaizgs@csc.com.cn

010-85130726

执业证书编号：S1440518010001

发布日期：2019 年 03 月 18 日

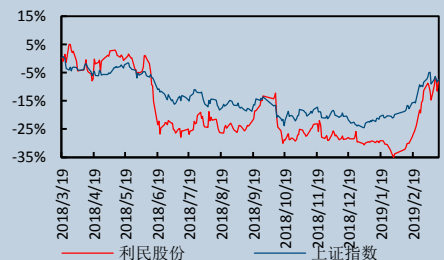
当前股价：13.36 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	31.37/18.72	28.59/12.27	-7.45/0.14
12 月最高/最低价 (元)			27.39/9.44
总股本 (万股)			28,350.06
流通 A 股 (万股)			20,474.78
总市值 (亿元)			37.88
流通市值 (亿元)			27.35
近 3 月日均成交量 (万)			196.61
主要股东			
李明			22.17%

股价表现



相关研究报告

目录

利民股份：国内农用杀菌剂领军企业，多产品优势布局.....	3
多产品优势布局，农药产销量持续扩张	3
以农用杀菌剂产品为核心，收入利润贡献度超 80%	5
农药市场 90%面向作物，近三成成为杀菌剂.....	6
作物用占据 90%农药市场，15 年后恢复持续增长趋势	6
巴、美、中占据农药市场超 40%消费量	8
细分市场除草剂规模最大，杀菌剂占比近三成.....	9
围绕以代森系产品为核心紧密布局杀菌剂市场	10
杀菌剂全球市场：前十五品种占据半壁江山，代森锰锌、百菌清双双上榜.....	10
全球第二大代森锰锌生产商，规模优势尽显.....	11
参股江苏新河，受益百菌清价格上涨获得丰厚投资收益.....	13
苯醚甲环唑：19 年投产在即，打造利润新增长点.....	15
吡唑醚菌酯：杀菌剂全球销售第三，新增 1000 吨产能预计 2020 年投产	16
收购河北威远：布局阿维菌素、草铵膦热点产品，丰富农药品类.....	18
阿维菌素：杀虫剂全球销售额排名第 9，产品量价齐升.....	19
草铵膦：生产工艺领先，低成本优势抵御产品下跌风险.....	21
盈利预测	24

图目录

图 1: 公司股权结构	3
图 2: 利民股份近年农药产销量持续增长 (吨)	4
图 3: 公司营业收入 (单位: 百万元)	5
图 4: 公司归母净利润 (单位: 百万元)	5
图 5: 公司营收构成	5
图 6: 公司毛利构成	5
图 7: 公司费用率	6
图 8: 公司毛利率、净利率	6
图 9: 化学农药行业所处位置	6
图 10: 全球农药销售额 (亿美元)	7
图 11: 全球作物用农药与非作物用农药占比	7
图 12: 2015 年不同地区作物用农药销售额 (亿美元)	7
图 13: 2015 年不同农作物种植面积 (hm ²)	7
图 14: 2017 年不同作物农药产品的销售额	8
图 15: 全球领先国家的农药销售额	8
图 16: 全球转基因作用种植面积 (亿公顷)	9
图 17: 全球作物用农药产品销售额	9
图 18: 2017 年农药产品占比	9
图 19: 杀菌剂发展历程	10
图 20: 代森锰锌生产工艺流程	12
图 21: 全球代森锰锌销售额 (亿美元)	13
图 22: 代森锰锌价格 (元/吨)	13
图 23: 全球百菌清销售额 (亿美元)	14
图 24: 百菌清价格走势 (元/吨)	14
图 25: 新河公司近年收入、净利润情况 (亿元)	15
图 26: 苯醚甲环唑全球销售额 (亿美元)	15
图 27: 国内苯醚甲环唑产能 (吨)	15
图 28: 苯醚甲环唑价格走势 (元/吨)	16
图 29: 吡唑醚菌酯生产工艺流程图	17
图 30: 吡唑醚菌酯全球销售额 (亿美元)	18
图 31: 国内吡唑醚菌酯产能 (吨)	18
图 32: 威远公司阿维菌素生产工艺流程图	19
图 33: 阿维菌素全球销售额 (亿美元)	21
图 34: 阿维菌素价格 (元/吨)	21
图 35: 草铵膦在中国的发展历程	21
图 36: 威远草铵膦生产工艺国内领先	24
图 37: 国内草铵膦价格走势 (元/吨)	24

表目录

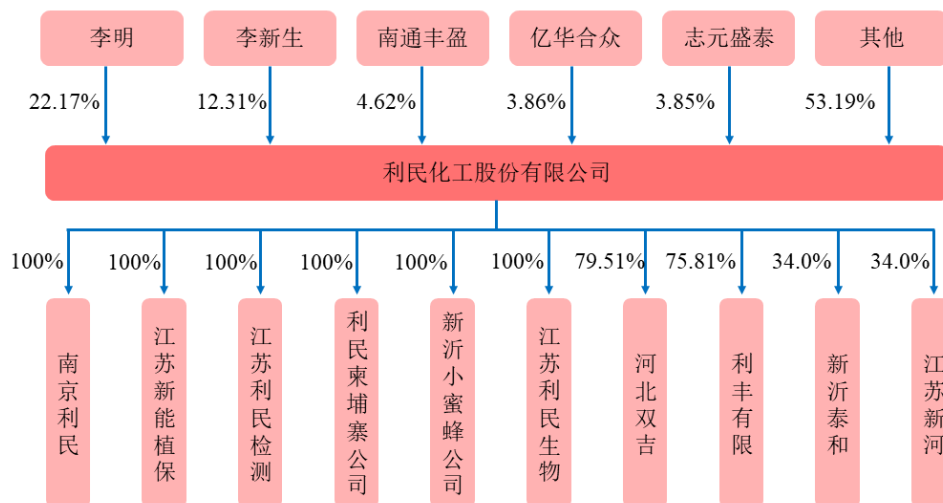
表 1: 公司产品结构	4
表 2: 近几年全球领先国家农药销售额（亿美元）	8
表 3: 全球前 15 名作物用杀菌剂销售额（亿美元）	11
表 4: 公司代森锰锌登记期内各产品情况	12
表 5: 全球代森锰锌产能分布	13
表 6: 江苏新河百菌清登记期内各产品情况	14
表 7: 全球百菌清主要产能分布	15
表 8: 收购“威远资产组”和利民股份财务指标对比（截至 2017 年年报数据）	18
表 9: 收购前后备考财务数据对比（万元）	19
表 10: 国内阿维菌素主要生产企业	20
表 11: 全球前 10 名杀虫剂销售额	20
表 12: 全球前 10 名除草剂销售额	22
表 13: 草铵膦在建产能逐步面临投产	23
表 14: 预测和比率	24

利民股份：国内农用杀菌剂领军企业，多产品优势布局

利民股份于 1996 年成立于江苏徐州，主要从事农用杀菌剂、杀虫剂、除草剂原药及制剂的研发、生产和销售。其中，杀菌剂版块，公司以代森锰锌为主、同时涵盖了霜脲氰、嘧霉胺、三乙膦酸铝、苯醚甲环唑、吡唑醚菌酯等产品；除草剂版块，产品主要包括硝磺草酮、草铵膦；杀虫剂版块，产品包括威百亩、阿维菌素产品。利民股份是国家高新技术企业、国家农药定点生产企业，是国内的杀菌剂行业的领军企业之一。经过二十多年的发展，公司一方面不断进行技术升级，进而提高产品品质；另一方面，收购上下游公司，进行上下游产业链整合，不断巩固杀菌剂代森产品的领导地位。同时，公司依据市场需求，积极布局农药其他品种，农药产品竞争优势不断凸显。

公司于 2015 年 1 月 27 日在深圳证券交易所挂牌上市，上市之初总股份 2500 万股。目前，利民股份的实际控制人为李明、李新生父子，持股比例共计 34.48%。

图 1：公司股权结构



资料来源：中信建投证券研究发展部

多产品优势布局，农药产销量持续扩张

自上市以来，利民股份积极布局产品，进而加强公司的产业优势。为发挥传统业务杀菌剂的技术优势，利民股份一方面更新技术，提高公司产品质量及规模；另一方面，通过控股杀菌剂原材料供应商股份，向上游产业延伸，增强公司的产业链优势。同时，为增加新的利润增长点，利用品牌优势收购竞争对手，积极拓展农药市场占有率较高的产品。

2015 年公司 IPO 时，代森锰锌产能 2.0 万吨、霜脲氰产能 2 千吨、三乙膦酸铝产能 5 千吨、嘧霉胺产能 1 千吨、威百亩 5 千吨等其他 40 余类产品。经过四年的发展，公司现有代森锰锌产能 4.0 万吨、百菌清 3.0 万吨、威百亩 2.5 万吨，三种产品产量增幅均在 100% 以上。公司现有产品主要包括以杀菌剂原料药衍生出来的一系列产品：杀菌剂所需的原料、制做杀菌剂制剂所需的制剂、以及杀菌剂产品，同时包括小部分杀虫剂、除草剂。

表 1：公司产品结构

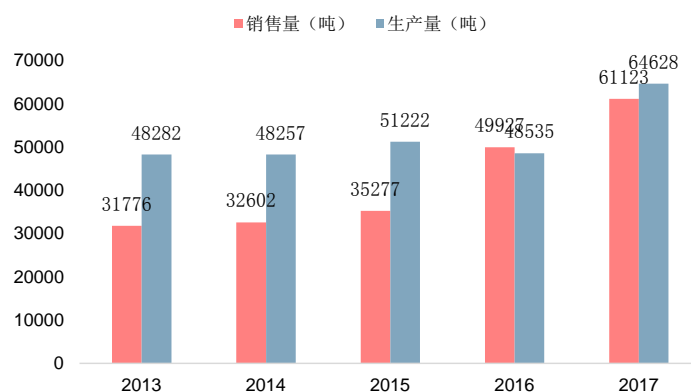
产品分类	产品名称	现有产能（吨）	规划产能（吨）	投产时间	备注
杀菌剂	代森类产品	4 万			新沂经济开发区 3 万吨 河北双吉现有 1 万吨
	百菌清	3 万			参股 34%江苏新河
	霜脲氰	2000			新沂经济开发区
	三乙膦酸铝	5000	7000	2020 年	新沂经济开发区
	啉霉胺	1000			新沂经济开发区
	石硫合剂	1 万	1 万	2019-2020	河北双吉
	苯醚甲环唑		1000	2019.Q3 投产 500 吨 2020 年投产 500 吨	新沂经济开发区
	吡唑醚菌酯		1000	2020 年	新沂经济开发区
杀虫剂	威百亩	2.5 万			新沂经济开发区
	阿维菌素	200	300		威远公司
除草剂	硝磺草酮	1000			新沂经济开发区
	草铵膦	1500	1500		威远公司

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

杀菌剂版块，利民股份拥有代森锰锌类产品产能 4 万吨，其中新沂经济开发区产能 3 万吨、河北双吉产能 1 万吨；百菌清产品产能 4 万吨，主要集中在江苏新河公司；三乙膦酸铝产能 5000 吨，霜脲氰产能 2000 吨、啉霉胺产能 1000 吨，产能均集中在新沂经济开发区；石硫合剂产品产能 1 万吨，主要集中在河北双吉。未来两年，公司将在新沂经济开发区，新增 7000 吨三乙膦酸铝、1000 吨苯醚甲环唑、1000 吨吡唑醚菌酯产能。

杀虫剂版块，新沂经济开发区拥有威百亩产能 2.5 万吨，同时，通过收购威远公司，目前拥有阿维菌素产能 200 吨，未来有 300 吨的新增产能规划。

除草剂版块，新沂经济开发区拥有 1000 吨硝磺草酮产能，与杀虫剂版块类似，除草剂版块通过收购威远公司，增加草铵膦产能 1500 吨，未来公司有计划加大草铵膦的产能建设，预计将新增产能 1500 吨。

图 2：利民股份近年农药产销量持续增长（吨）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

以农用杀菌剂产品为核心，收入利润贡献度超 80%

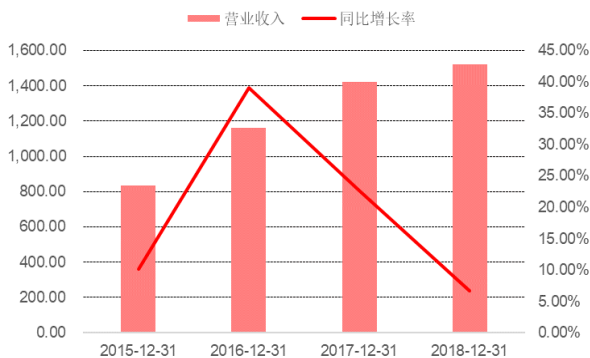
2015 年上市以来，公司营收持续增长，从 8.35 亿元增长到 15.19 亿元，年复合增长率达 21.83%，归母净利润持续增长，由 0.68 亿元增长到 2.07 亿元，年复合增长率达 44.39%。

从公司的营收构成来看，公司主要的营业收入来自于农用杀菌剂。农用杀菌剂的营业收入占比，常年在 70% 以上，公司 2018 年的半年报中农用杀菌剂收入占比 80.90%，农用除草剂占比 11.10%，农用杀虫剂占比 7.16%。

从公司的毛利构成来看，公司的利润主要来源于农用杀菌剂。农用杀菌剂的毛利占比，常年维持在 75% 以上。公司 2018 年的半年报中农用杀菌剂毛利率占比 85.22%，农用除草剂毛利率占比 7.39%，农用杀虫剂毛利率占比 6.90%。

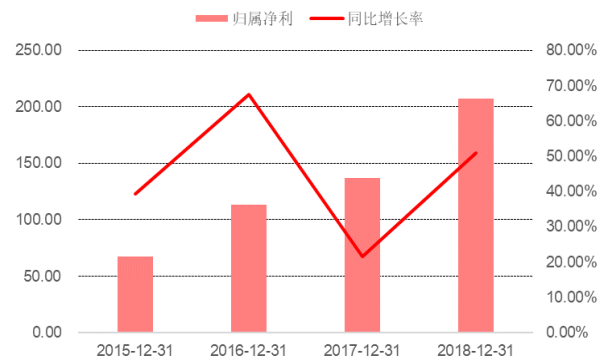
在毛利率相对稳定的情况下，2018 年以来随着公司费用率明显下降，公司净利率有所提升。截至 2018 年三季报，公司实现毛利率 27.34%（同比-0.69pct），实现净利率 14%（同比+2.75pct）。

图 3：公司营业收入（单位：百万元）



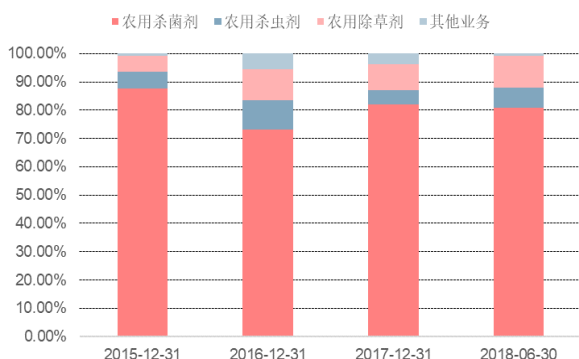
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 4：公司归母净利润（单位：百万元）



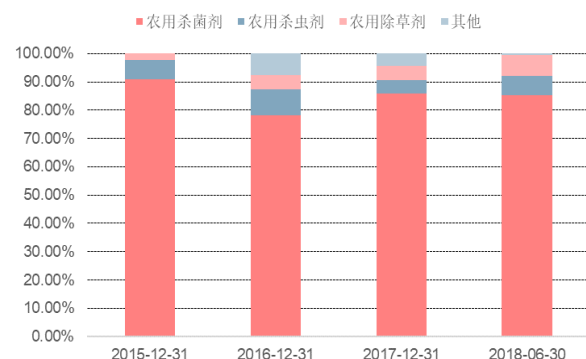
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 5：公司营收构成



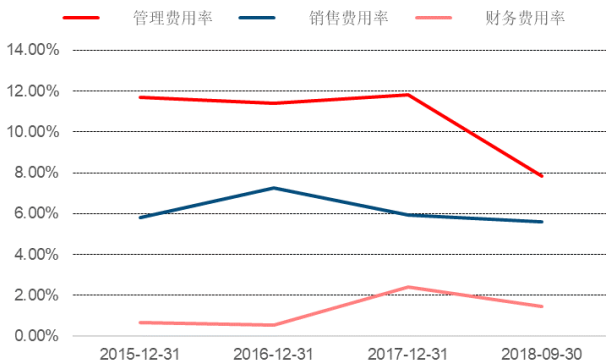
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 6：公司毛利构成



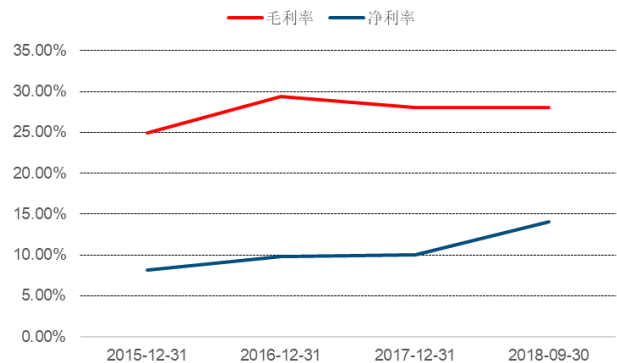
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 7：公司费用率



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 8：公司毛利率、净利率

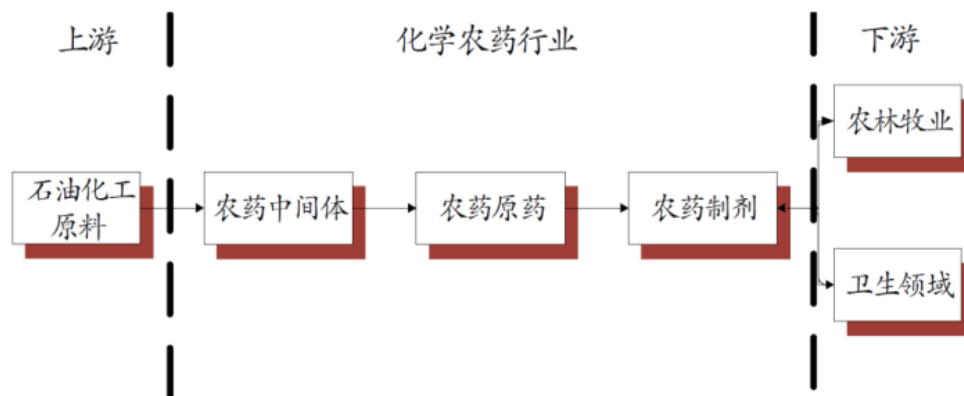


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

农药市场 90%面向作物，近三成成为杀菌剂

化学农药行业属于精细化工产业，其上游为石油化工原料行业，下游为农林牧业及卫生领域。相对来讲，下游对化学农药的需求较为刚性，波动较小。而上游石油化工行业价格波动较为剧烈，对农药行业的利润影响较大。具体来看：化学农药行业主要包括：杀菌剂、杀虫剂、除草剂三大类产品。

图 9：化学农药行业所处位置



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

作物用占据 90%农药市场，15 年后恢复持续增长趋势

据 Philips McDougall 统计，2004 年以来，全球农药销售额总体呈上升趋势，作物用农药销售额、非作物用销售额比例较为稳定，具体表现为：作物用农药销售额占比在 86.4%-89.6%，非作物用农药销售额占比在 10.4%-13.6%之间。其中，农药销售额出现下降的年份分别为 2006 年、2009 年、2015 年。对应的销售额分别下降 1.19 亿美元（下降 0.31%）、28.35 亿美元（下降 5.8%）、56.8 亿美元（下降 8.98%）。其中，作物用农药 2006 年、2009 年、2015 年销售金额分别下降 3.06 亿美元（下降 0.93%）、30.4 亿美元（下降 7.04%）、54.45 亿美元（下降 9.61%）。

下降的三年中，2015 年全球农药市场销售额下降幅度最大，创造 10 多年跌幅之最，具体表现为：作物用农药下降 54.45 亿美元（下降 9.61%），非作物用农药下降 2.35 亿美元（同比下降 3.58%）。作物用农药的大幅下降直接导致全球农药销售额的下降。其中，作物用农药销售额大幅下降的主要原因为：①2015 年全球经济增速放缓，农产品价格走低，农产品库存水平趋高等一系列利空因素导致全球农药市场需求疲软；②受气候的影响，全球作物种植面积在一定程度上下降，导致全球作物用农药销售额大幅下降。

图 10：全球农药销售额（亿美元）

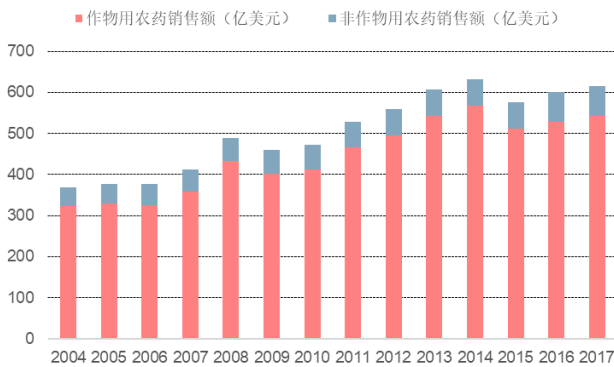
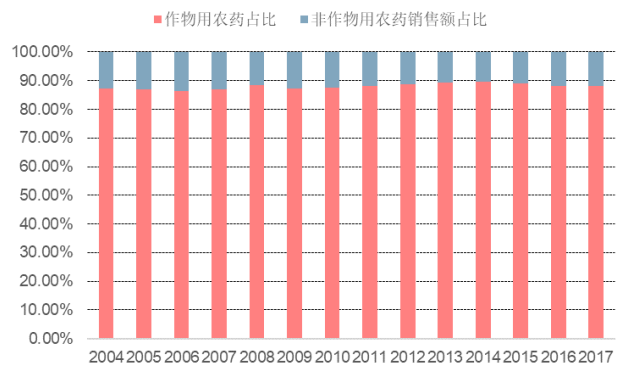


图 11：全球作物用农药与非作物用农药占比



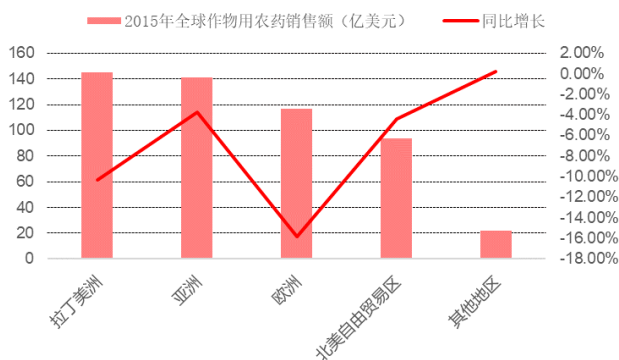
资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

从各个地区来看，2015 年拉丁美洲的作物用农药销售额为 144.9 亿美元，同比下降 10.3%、亚洲的作物用农药销售额为 141.0 亿美元，同比下降 3.70%、欧洲的作物用农药销售额为 116.94 亿美元，同比下降 15.8%、北美自由贸易区作物用农药销售额为 93.78 亿美元，同比下降 4.4%，仅剩余的其他地区作物用销售额增长 0.2%。

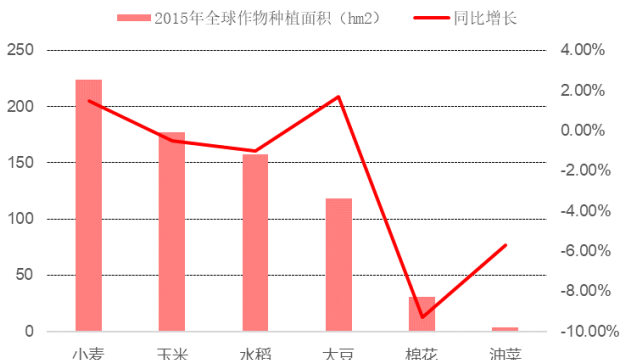
从作物的种植面积来看：2015 年玉米、水稻、棉花、油菜的种植面积出现一定程度下降；小麦、大豆种植面积有所上升：玉米的种植面积为 177.0 百万 hm²，同比下降 0.5%；水稻的种植面积为 157.8 百万 hm²，同比下降 1.0%；棉花的种植面积为 30.9 百万 hm²，同比下降 9.3%；油菜的种植面积为 33.6 百万 hm²，同比下降 5.7%。2015 年小麦的种植面积为 223.8 百万 hm²，同比增长 1.5%；大豆的种植面积为 118.0 百万 hm²，同比增长 1.7%。虽然大豆的种植面积于 2015 年呈上升趋势，但是由于大豆价格下降、拉丁美洲恶劣的天气及草铵膦价格疲软，使得大豆的全球农药市场销售额也出现下降趋势。两方面的作用下，使得作物用农药销售额 2015 年大幅下降。

图 12：2015 年不同地区作物用农药销售额（亿美元）



资料来源：CNKI，中信建投证券研究发展部

图 13：2015 年不同农作物种植面积（hm²）



资料来源：农药快讯，中信建投证券研究发展部

巴、美、中占据农药市场超 40%消费量

从各个国家作物用农药的销售额来看：巴西近几年的农药市场销售额持续下降，但仍为全球第一大农药国。2017 年巴西的农药销售额为 87.63 亿美元，同比-8.3%；美国为全球第二大农药国，2017 年的销售额为 81.91 亿美元，同比+2.5%；中国在全球作物用农药市场排名第三，2017 年的销售额为 59.99 亿美元，同比+6.2%。巴西、美国、中国三大市场 2017 年作物用农药销售总额 229.53 亿美元，占 542.19 亿美元全球市场的 42.3%。我国在调结构、去产能及经济转型等一系列因素的影响下，农业发展对农药的需求规模增幅较为明显，并且市场对农药产品的需求呈现向高效、无毒、环保等方向转变。

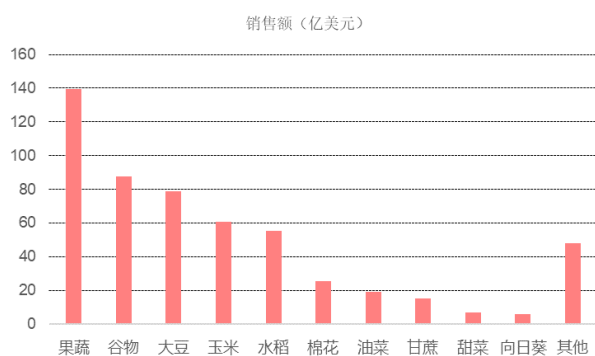
表 2：近几年全球领先国家农药销售额（亿美元）

	国家	2014	2015	2016	2017
1	巴西	119.22	103.38	95.57	87.63
2	美国	73.13	72.4	79.93	81.91
3	中国	52.09	53.65	56.49	59.99
4	日本	32.12	27.41	30.61	31.4
5	印度	17.92	17.93	24.1	27.08
6	法国	29.08	24.55	24.02	23.75
7	德国	22.7	19.35	18.92	18.45
8	加拿大	18.35	15.05	17.7	18.28
9	阿根廷	18.85	15.55	16.49	17.48
10	意大利	14.07	12.23	11.85	12.09
	全球销售额（亿美元）	566.55	512.1	528.82	542.19

资料来源：CNKI，中信建投证券研究发展部

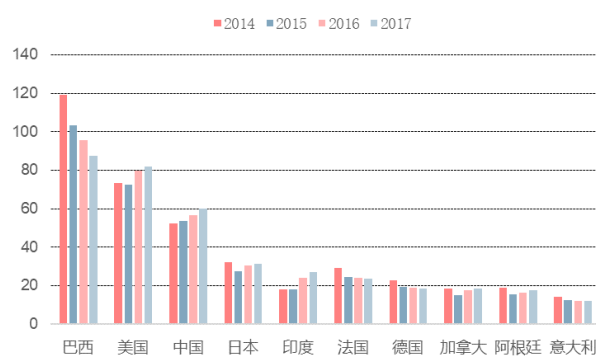
从各农产品对农药需求情况看，以果蔬、谷物、大豆和玉米等农作物对农药的需求量最大。2017 年果蔬对农药需求量规模最高为 139.34 亿美元，占当年全球作物保护农药销售额的 25.70%，而谷物、大豆、玉米和水稻等粮食作物对农药的销售额分别为 87.83 亿美元、78.62 亿美元、60.73 亿美元和 55.3 亿美元，其占全球作物保护类农药销售总额的 10% 以上。其余农作物的销售额占比低于 10%。2017 年全球农药市场规模处在利好的上升阶段，除草剂和杀虫剂为主要的产品需求。

图 14：2017 年不同作物农药产品的销售额



资料来源：CNKI，中信建投证券研究发展部

图 15：全球领先国家的农药销售额



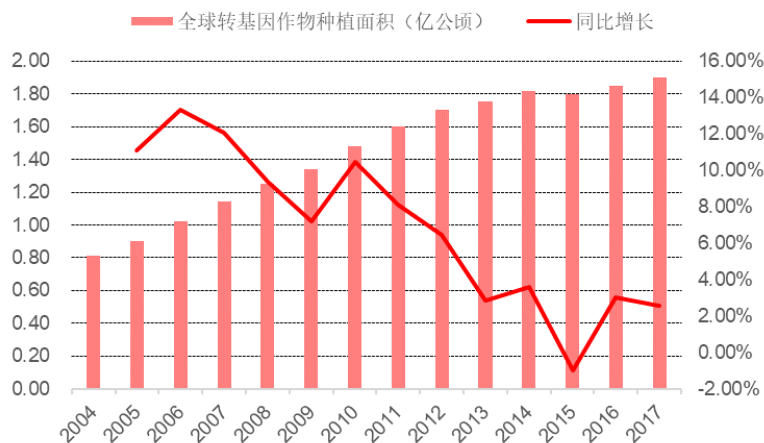
资料来源：CNKI，中信建投证券研究发展部

细分市场除草剂规模最大，杀菌剂占比近三成

2010-2017年，全球转基因作物种植面积稳定增长，2015年种植面积小幅下降。2010年种植作物面积为1.48亿公顷，2017年转基因作物种植面积为1.90亿公顷，年复合增长3.63%。下游农林牧业的持续增长，带动了化学农药行业的增长。2012年-2017年，全球作物用农药产品销售额由495.49亿美元增长至2017年的542.19亿美元，年复合增长1.82%。

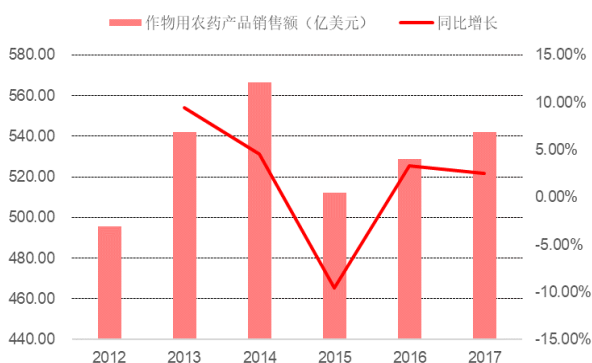
2017年全球作物用农药产品销售额分别为：除草剂 232.30 亿美元、杀菌剂 154.87 亿美元、杀虫剂 135.23 亿美元，市场份额方面除草剂占比 42.84%，杀菌剂占比 28.56%，杀虫剂占比 24.94%。除草剂依然为农药市场规模最大，杀菌剂占比近三成。

图 16：全球转基因作物种植面积（亿公顷）



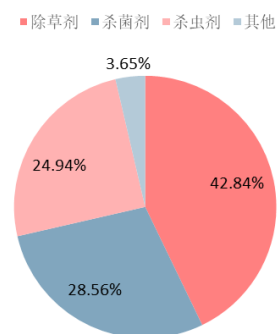
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 17：全球作物用农药产品销售额



资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

图 18：2017 年农药产品占比



资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

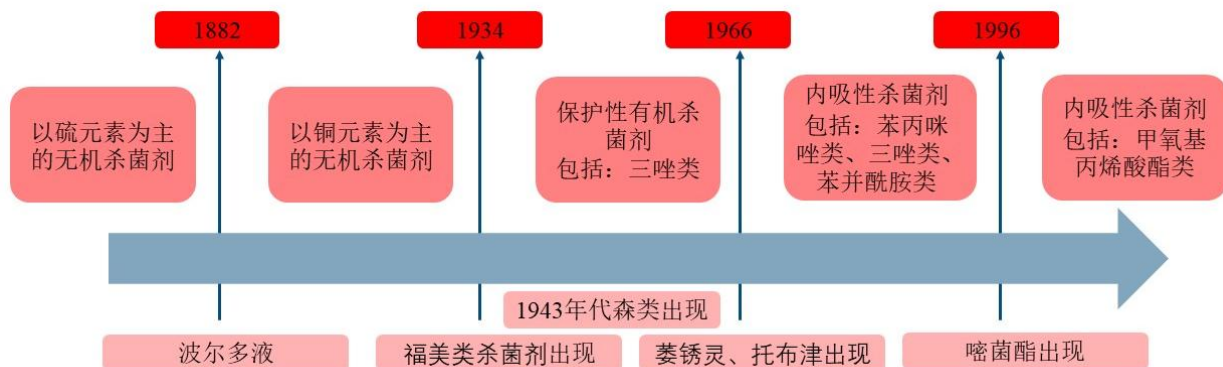
围绕以代森系产品为核心紧密布局杀菌剂市场

杀菌剂全球市场：前十五品种占据半壁江山，代森锰锌、百菌清双双上榜

杀菌剂，是指能有效地控制或杀死水系统中的微生物——细菌、真菌和藻类的一类化学制剂。按照杀菌剂分子结构来看，杀菌剂可以分为：甲氧基丙烯酸酯类、三唑类、无机制剂、苯基酰胺类、取代苯类等。按照作用机制，杀菌剂可以分为：保护性杀菌剂、内吸性杀菌剂。其中，保护性杀菌剂是将杀菌剂喷洒到作物上，进而起到细菌与作物相隔离的目的；内吸性杀菌剂，是作物吸收杀菌剂有效成分，通过抑制细菌的生长使得细菌凋亡，进而起到杀灭细菌的作用。保护性杀菌剂主要起到预防性作用、内吸性杀菌剂主要起到治疗的作用。

从杀菌剂的发展历程来看，1882 年波尔多液出现以前，市场上主要以硫元素为主的无机杀菌剂为主。1882-1934 年，市场上主要以铜元素为主的无机杀菌剂为主。1934 年福美类杀菌剂出现，开辟了保护性有机杀菌剂的大门。其中，代森类杀菌剂在 1934 年被研制成功，至今仍在杀菌剂市场占据重要地位。1934 年-1966 年，一些三唑类保护性有机杀菌剂先后被开发出来。1966 年，萎锈灵、托布津被研发出来，内吸性杀菌剂的发展进入繁盛时期。1966-1996 年，若干内吸性杀菌剂先后问世，主要包括苯并咪唑类、三唑类、苯并酰胺类杀菌剂。1996 年，啞菌酯类杀菌剂的出现，甲氧基丙烯酸酯类内吸性杀菌剂正式进入人民的视野。

图 19：杀菌剂发展历程



资料来源：CNKI，中信建投证券研究发展部

经过一百多年的发展，杀菌剂的产品不断更新，市场上出现了数以千计的杀菌剂产品、产品复配。据 Philips McDougall 公司统计，截至 2016 年，全球前 15 名作物用杀菌剂的销售总额总计 79.35 亿美元，占杀菌剂全球总销售额 156.00 亿美元的 50.87%。

全球前 15 名销售额的杀菌剂中，公司主要杀菌剂品种代森锰锌（产能 4 万吨）、百菌清（34% 参股公司“江苏新河”产能 3 万吨）分别于 1961 年、1962 年上市，近 50 年的发展时间，代森锰锌和百菌清市场份额长久不衰，一直占有一席之地。2016 年全球排名前 15 销售额的杀菌剂中，代森锰锌全球销售额 6.65 亿美元（排名第 4），百菌清全球销售额 3.3 亿美元（排名第 12），分别占全球杀菌剂销售总额的 4.26% 和 2.11%。

公司持续以市场为导向，2017年通过收购“河北双吉”打通代森锰锌原料、原药、制剂的产业链，巩固国内代森锰锌的龙头地位，目前已发展具备代森锰锌生产能力4万吨/年；通过参股国内最大的百菌清供应商（江苏新河），获得稳健投资收益；未来产品仍将不断升级，着手布局杀菌剂全球市场销售额排名第3和第15的吡唑醚菌酯和苯醚甲环唑市场，增量空间可期；联合欣荣投资、新威投资现金收购“威远资产”100%权益，丰富杀虫剂、除草剂产品，为上市公司业绩提供新增长点。

表 3：全球前 15 名作物用杀菌剂销售额（亿美元）

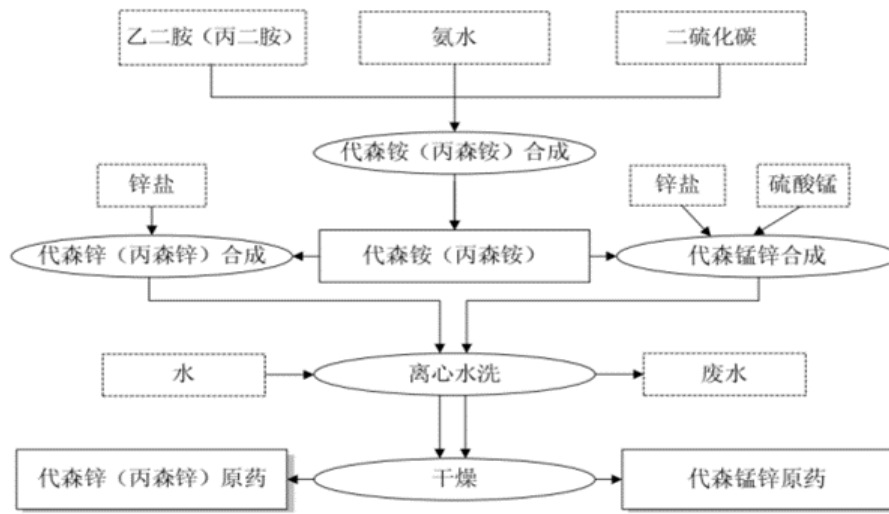
	产品名称	上市时间	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
1	嘧菌酯	1997	12.70	13.05	12.15	11.65	12.60
2	丙硫菌唑	2004	7.90	8.00	8.55	7.50	6.25
3	吡唑醚菌酯	2002	7.65	8.50	10.00	9.30	8.00
4	代森锰锌	1961	6.65	6.10	5.90	6.40	6.30
5	肟菌酯	2000	6.40	6.50	6.70	6.55	6.15
6	戊唑醇	1986	5.75	5.30	5.70	4.05	5.00
7	铜制剂		5.60	5.70	5.95	5.60	5.35
8	氟环唑	2002	4.90	5.20	5.75	5.25	4.95
9	环丙唑醇	1989	4.50	4.55	5.95	6.10	3.65
10	氟唑菌酰胺	2012	4.10	3.90	2.85	2.10	0.95
11	甲霜灵	1979	3.40	3.65	3.80	3.85	3.45
12	百菌清	1962	3.30	3.10	3.25	3.45	3.20
13	啶酰菌胺	2003	3.30	3.30	3.90	3.75	3.55
14	啶氧菌酯	2001	3.20	3.30	3.50	1.95	1.70
15	苯并烯氟菌唑（苯醚甲环唑）	1989	3.30	3.45	3.10	2.60	
	上述销售额总计		79.35	80.15	83.95	77.50	71.10
	杀菌剂全球总销量（亿美元）		156.00	153.60	146.70	139.80	129.80
	占比（%）		50.87	52.18	57.23	55.44	54.78

资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

全球第二大代森锰锌生产商，规模优势尽显

代森锰锌是一种广谱性多作用位点的保护性杀菌剂，可用于防治蔬菜、粮食和果树上的多种病害。其既可单独使用，又可与多种内吸性杀菌剂复配使用，均能获得理想的防治效果，且不易产生抗性。公司代森锰锌生产工艺所用到的原材料主要包括：丙二胺、乙二胺、硫酸锰、二硫化碳。为了降低生产成本，公司在 IPO 募投项目中规划了乙二胺、丙二胺生产线项目，后因原始投资规模较大，17 年变更募集资金用途现金收购“河北双吉”79.51% 股权。公司原有代森锰锌产能 2 万吨，收购完成后产能扩张至 3 万吨，同时河北双吉 1 万吨代森在建项目已于 2018 年底建设完成，并将于 2019 年开始贡献产量，公司代森锰锌产能正式扩张至 4 万吨水平。

图 20：代森锰锌生产工艺流程



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

河北双吉成立于 2000 年，是我国代森类产品的主要生产厂家之一。本次收购完成后，公司和河北双吉实现了代森类产品生产工艺和管理的互相融合，国内代森类产品集中度进一步提升，公司代森类产品的国际市场竞争地位显著提高；另一方面，收购完成也使得公司在短时间内取得了 40 种产品的农药登记证，在产品层面增加了公司的可选择性。

表 4：公司代森锰锌登记期内各产品情况

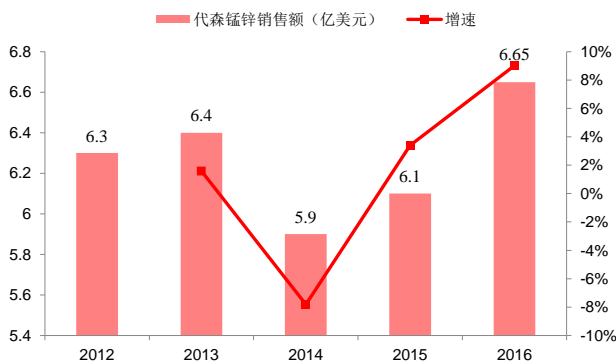
登记证号	代森锰锌含量	类型	毒性	登记日期	有效期	登记企业	单混剂
PD20086318	30%	悬浮剂	低毒	2018-12-31	2023-12-31	利民化工股份有限公司	单剂
PD20081999	50%	可湿性粉剂	低毒	2018-11-25	2023-11-25	利民化工股份有限公司	单剂
PD20110719	75%	水分散粒剂	低毒	2016-7-7	2021-7-7	利民化工股份有限公司	单剂
PD20110022	85%	可湿性粉剂	低毒	2016-1-4	2021-1-4	利民化工股份有限公司	单剂
PD20040028	90%	原药	低毒	2014-12-10	2019-12-10	利民化工股份有限公司	单剂
PD20040011	70%	可湿性粉剂	低毒	2014-8-16	2019-8-16	利民化工股份有限公司	单剂
PD20140668	48%	悬浮剂	低毒	2019-3-17	2014-3-17	河北双吉化工有限公司	单剂
PD20085301	30%	悬浮剂	微毒	2018-12-23	2023-12-23	河北双吉化工有限公司	单剂
PD20081295	80%	可湿性粉剂	微毒	2018-10-6	2023-10-6	河北双吉化工有限公司	单剂
PD20070509	88%	原药	微毒	2017-11-28	2022-11-28	河北双吉化工有限公司	单剂
PD20070496	70%	可湿性粉剂	微毒	2017-11-28	2022-11-28	河北双吉化工有限公司	单剂
PD20095880	75%	水分散粒剂	微毒	2014-5-31	2019-5-31	河北双吉化工有限公司	单剂

资料来源：农药登记信息系统，中信建投证券研究发展部

Philips McDougall 数据显示，截至 2016 年，代森锰锌全球销售额 6.65 亿美元（同比增 9%），创近年来新高。2014 年受农产品价格下滑、美元走强、气候条件不利等因素影响，销售额降至 5.9 亿美元低点，近年来代森锰锌全球销售额维持在 6 亿美元以上。产品价格方面，代森锰锌价格此前一直维持在 2 万元/吨水平，自 2017 年下半年起有所上涨，高点涨至近 2.4 万元/吨，其后由 2018 年中有所回落，截至 2019 年 3 月初最新报价 2.1 万元/吨。

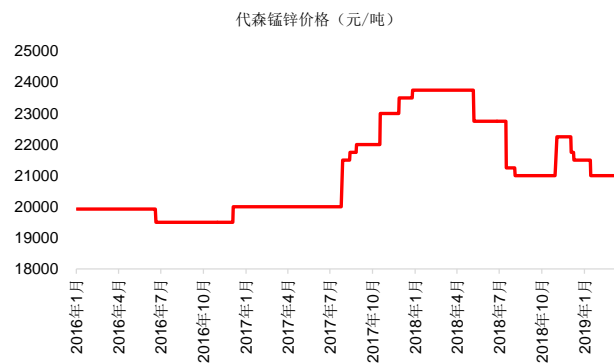
目前代森锰锌全球产能约为 22 万，其中约 70% 产能集中在印度市场。主要原因是：印度企业多年前收购了跨国公司的代森锰锌生产线，从而掌握了代森锰锌生产技术。目前，国内代森锰锌杀菌剂产能为 6.4 万，利民股份经过不断的发展，现有 4 万吨产能；陶氏益农拥有 0.8 万；扬农化工通过并购收购宝叶公司，现有代森锰锌产能 0.7 万；西安近代拥有 0.5 万产能；陕西安德瑞普拥有产能 0.4 万。目前利民股份代森锰锌产能列国内第一，全球第二，在代森锰锌产品市场中具备显著规模优势。同时，公司代森锰锌系列产品优质，和陶氏的产品品质不相上下；此外，公司在代森锰锌最大消费市场-巴西正在争取产品登记，未来海外市场占有率有望持续提升。

图 21：全球代森锰锌销售额（亿美元）



资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

图 22：代森锰锌价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

表 5：全球代森锰锌产能分布

生产企业	代森锰锌产能（万吨）
印度 UPL	9
利民股份	4
印度 Indofil	3
印度 Sabero	3
陶氏益农	0.8
扬农化工	0.7
西安近代	0.5
陕西安德瑞普	0.4

资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

参股江苏新河，受益百菌清价格上涨获得丰厚投资收益

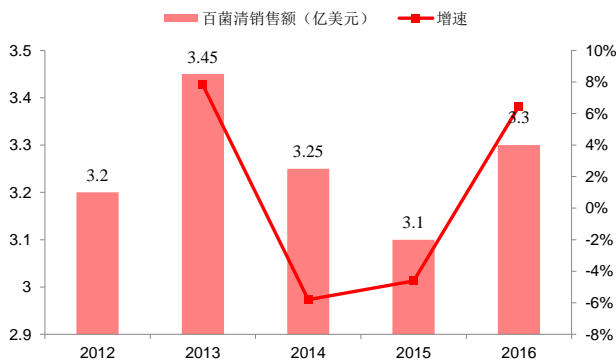
利民股份百菌清业务通过 34% 参股江苏新河农用化工有限公司实现。2018 年四季度第二条生产线正式投产后，新河公司百菌清产能正式达到 3 万吨水平。百菌清是一种高效低毒广谱的杀菌剂，广泛用于防治果树、蔬菜菜叶等多种害虫，对水稻、小麦、棉花等多种病害，具有较好的防治效果，此外也用作工业防霉剂、水果保鲜剂。

表 6：江苏新河百菌清登记期内各产品情况

登记证号	百菌清含量	类型	毒性	登记日期	有效期	登记企业	单混剂
PD20093223	40%	悬浮剂	低毒	2019-3-11	2024-3-11	江苏省新河农用化工有限公司	单剂
PD20090153	75%	可湿性粉剂	低毒	2019-1-8	2024-1-8	江苏省新河农用化工有限公司	单剂
PD86179-6	98.5%、96%、90%	原药	低毒	2016-11-7	2021-11-7	江苏省新河农用化工有限公司	单剂
PD20110215	720 克/升	悬浮剂	低毒	2016-2-24	2021-2-24	江苏省新河农用化工有限公司	单剂

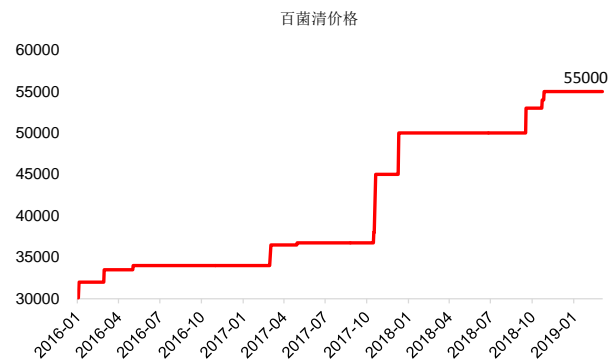
资料来源：农药登记信息系统，中信建投证券研究发展部

图 23：全球百菌清销售额（亿美元）



资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

图 24：百菌清价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

据 Philips McDougall 数据统计，百菌清 2016 年全球销售额为 3.30 亿美元，前 15 名销售额排名第 12。目前全球产能约为 6.2 万吨，2016 年，全球市场对百菌清的需求量为 4.9 万吨，根据先正达预测，预计 2020 年全球市场需求增至 6.2 万吨，2025 年进一步达到 7.2 万吨。供给方面，目前百菌清的产能主要集中在几家企业中，国外生产企业主要包括：瑞士先正达（0.9 万吨）、日本 SDS（0.6 万吨）；国内生产企业主要包括：江苏新河农用化工有限公司（3 万吨）、苏利股份（1.4 万吨）、江苏维尤纳特精细化工（0.3 万吨）。江苏新河百菌清产能位列全球首位。

价格方面，自 2016 年以来，百菌清价格保持持续上涨势头，主要原因包括：①2016 年 2 月，江苏维尤纳特生产车间发生火灾事故，导致市场百菌清的供应量减少；②2017 年 8 月，受美国得克萨斯州飓风的影响，先正达休斯顿工厂百菌清生产设备受损，同样导致百菌清的市场供应量减少；③国内供给在环保高压下，相关企业开工率不足，推动百菌清价格持续上涨并维持在高位。百菌清价格由 16 年初的 3 万元/吨，涨至目前的 5.5 万元/，价格累计涨幅达 83%。

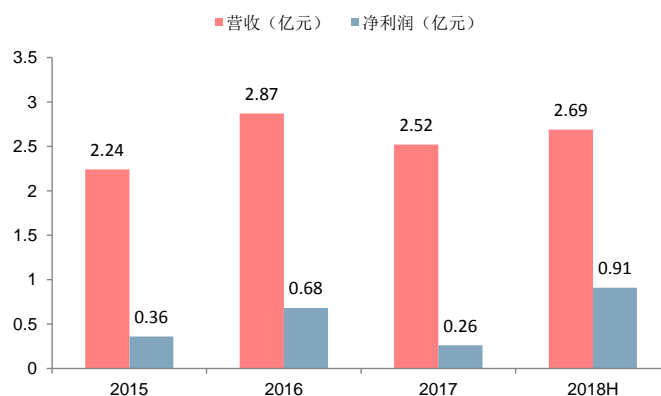
百菌清价格的大幅上涨，为江苏新河农用化工有限公司带来了丰厚的利润，同时也为利民股份带来了丰厚的投资收益。尤其自进入 2018 年以来，新河公司收入及利润体量大幅提升，截至 2018 年中报新河公司实现收入 2.69 亿元，实现净利润 0.91 亿元，均已超过 2017 年全年水平（收入 2.52 亿元，净利润 0.26 亿元）。

表 7：全球百菌清主要产能分布

生产企业	百菌清产能（万吨）
江苏新河	3
苏利股份	1.4
先正达	0.9
日本 SDS	0.6
江苏维尤纳特	0.3

资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

图 25：新河公司近年收入、净利润情况（亿元）

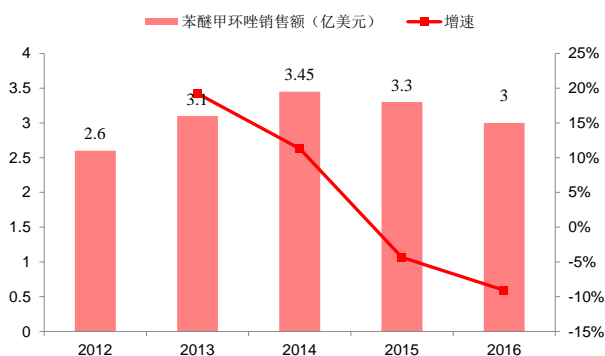


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

苯醚甲环唑：19 年投产在即，打造利润新增长点

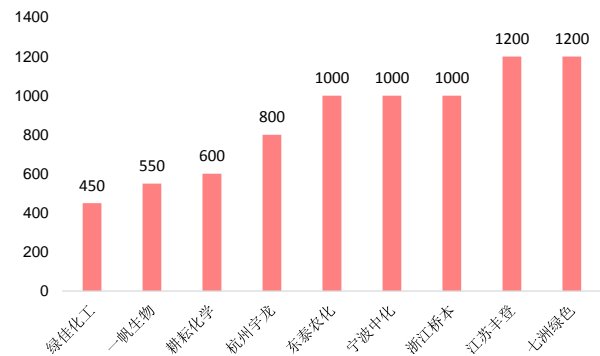
苯醚甲环唑属三唑类杀菌剂，是甾醇脱甲基化抑制剂。具有高效、广谱、低毒、用量低的特点。该产品内吸性极强，通过抑制病菌细胞麦角甾醇的生物合成，从而破坏病原菌细胞膜结构与功能。苯醚甲环唑主要用于果树、蔬菜、小麦、马铃薯、豆类、瓜类等作物，对蔬菜和瓜果等多种真菌性病害具有很好的保护和治疗作用，且具有“三不”（不污染环境、不污染农产品、不杀伤天敌）的特点，是目前我国乃至世界各国防治柑橘疮痂病、斑点落叶病等作物抗性病害的杀菌剂。

图 26：苯醚甲环唑全球销售额（亿美元）



资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

图 27：国内苯醚甲环唑产能（吨）



资料来源：卓创资讯，百川资讯，中信建投证券研究发展部

2012 年-2016 年，苯醚甲环唑销售额在 3 亿美元上下波动，是一个较为热门的杀菌剂品种。据 Philips McDougall 公司统计，苯醚甲环唑 2016 年全球销售额为 3.30 亿美元，占全球杀菌剂销售额 156.0 亿美元的 2.12%。产品销售额排名第 15。

苯醚甲环唑自 1989 年上市以来，销售额一直保持上升趋势。2003 年以前，苯醚甲环唑一直由先正达公司独家登记注册。2003 年，我国的杭州龙宇化工公司完成了苯醚甲环唑原药和 25% 苯醚甲环唑乳油的小试，并于 2003 年 12 月份通过了鉴定验收工程，标志着我国企业正式进入苯醚甲环唑生产领域。随后，江苏耕耘和安徽绩溪农华公司也相继开发出了苯醚甲环唑的原药和制剂，促进了苯醚甲环唑的发展。目前，我国苯醚甲环唑的产能为 7800 吨。2017 年以来，受环保压力的影响，小企业开工率不足，再加上耕耘化学装置检修，苯醚甲环唑供不应求，导致市场价格持续上涨并维持高位。

利民股份经过前期的不断研发，现已掌握了苯醚甲环唑的合成工艺，新增苯醚甲环唑产能 500 吨有望在 19 年三季度完成投产，二期 500 吨产能预计 2020 年落地。后续苯醚甲环唑新增产能的逐步投产，将为公司带来新的利润增长点。

图 28：苯醚甲环唑价格走势（元/吨）

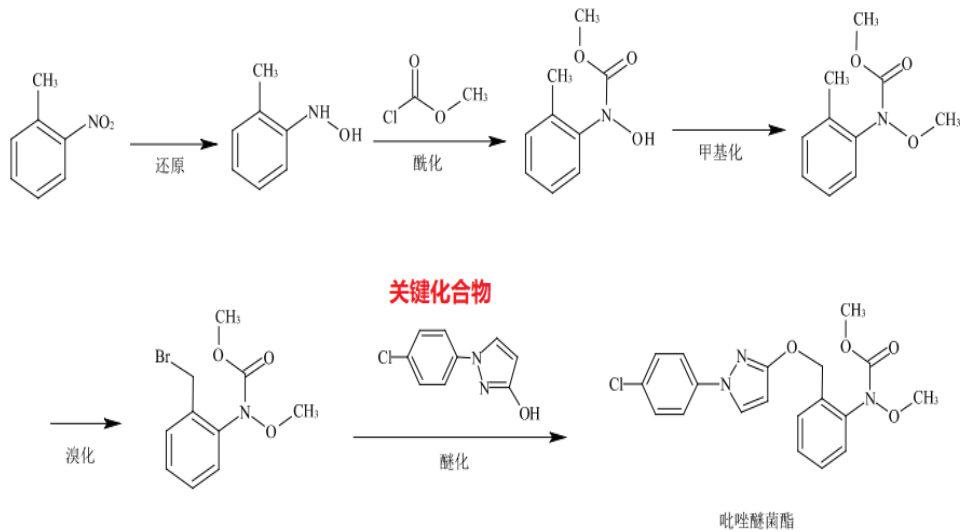


资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

吡唑醚菌酯：杀菌剂全球销售第三，新增 1000 吨产能预计 2020 年投产

吡唑醚菌酯，为甲氧基丙烯酸酯类广谱杀菌剂，是线粒体呼吸抑制剂的一种，对作物病害具有保护、治疗和根治作用。于 1993 年被巴斯夫公司发现，并于 2002 年上市，它高效、广谱、低毒，而且对环境安全、友好。至今，吡唑醚菌酯单剂和许多混剂已在 60 多个国家的 150 多种作物上登记。该有效成分对谷物、柑橘、棉花、葡萄、香蕉、花生、大豆、甜菜、蔬菜、向日葵和草坪的多种病原菌有效，也可用于种子处理。吡唑醚菌酯的合成工艺如图 29 所示：从邻硝基甲苯出发，经过六步的合成最终得到吡唑醚菌酯。在第五步合成过程中，涉及到关键化合物：1-(对氯苯基)-3-吡唑醇。该化合物纯度的高低将直接影响最终产物吡唑醚菌酯产物纯度的高低。如何得到高纯度的 1-(对氯苯基)-3-吡唑醇是此生产工艺的核心。

图 29：吡唑醚菌酯生产工艺流程图



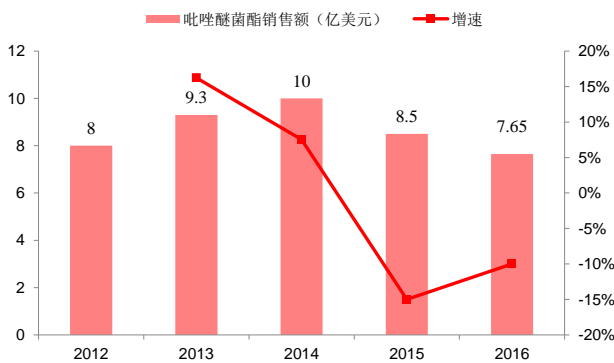
资料来源：CNKI，中信建投证券研究发展部

2016 年吡唑醚菌酯的全球销售额为 7.65 亿美元，占全球杀菌剂总销售额 156.0 亿美元的 4.92%，全球前 15 名销售额排名第 3。吡唑醚菌酯自上市后，由于其优良的性能，在全球 80 多个国家，180 多种作物上应用，被誉为是一款活性最高，高效、低毒、广谱的全能型杀菌剂。近些年来，其在全球市场上的销售额不断增长，巴西和美国是两个用药大国，2016 年吡唑醚菌酯在美国和巴西的销售额分别为 2.37 亿和 2.08 亿美元，分别占比 31% 和 27%。

吡唑醚菌酯于 2015 年 6 月份在中国的专利过期，为了抢占这一市场份额，国内不少厂家纷纷注册登记了该产品的生产。目前，吡唑醚菌酯共有 540 个登记证，其中混剂 280，单剂 260 个，国内共有原药企业 80 多家。目前，国内生产吡唑醚菌酯的产能大约在 8000 吨，除此之外，众多厂商均有建设吡唑醚菌酯的产能计划，包括：安徽国星（8000）、广信股份（3000）、江苏永城（2000）、扬农化工（1000）、浙江新农（1000）、安徽国瑞（1000）、山东京博（1000）。

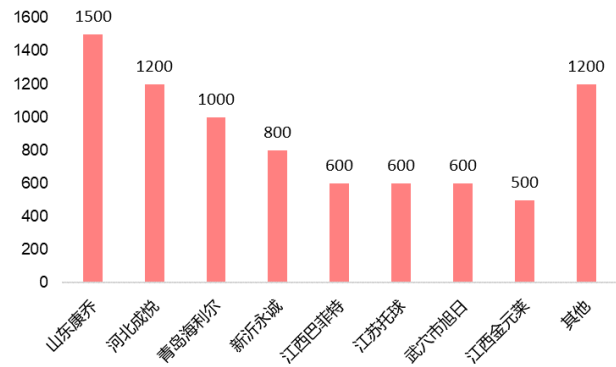
利民股份通过若干年的研究，现已掌握吡唑醚菌酯的合成工艺，未来也有新建吡唑醚菌酯 1000 产能的计划，生产位置位于新沂经济开发区，新增产能有望在 2020 年完成投产。因吡唑醚菌酯的原料与三乙磷酸铝的副产品有一定的协调性，在一定程度上能够利用企业的生产优势。

图 30：吡唑醚菌酯全球销售额（亿美元）



资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

图 31：国内吡唑醚菌酯产能（吨）



资料来源：《农资与市场》，中信建投证券研究发展部

收购河北威远：布局阿维菌素、草铵膦热点产品，丰富农药品类

2018 年 10 月，利民股份发布公告：公司与欣荣投资及同意的其它第三方，拟筹划采用现金的方式收购新奥股份持有的河北威远生物化工有限公司、河北威远动物药业有限公司和内蒙古新威远生物化工有限公司的 100% 股权的协议。标的资产组农药板块拥有阿维菌素等多种杀虫剂产品，同时在除草剂草铵膦技术方面拥有先进的连续气相合成技术；标的资产组兽药板块拥有泰妙菌素、伊维菌素、乙酰氨基阿维菌素等多种兽药产品，可以弥补本公司在兽药方面的空白。通过本次收购，利民进一步布局杀虫剂和除草剂明星产品，丰富了杀虫剂、除草剂产品类别。

2019 年 3 月，交易草案正式出炉，本次交易金额合计 7.59 亿元，其中利民受让 60% 股权，欣荣投资受让 25% 股权，新威投资受让 15% 股权。标的资产组 60% 股权受让价格 4.8 亿元，其中 2.6 亿元来自变更募投项目资金，剩余部分公司将自行筹措。同时，新威投资对标的资产组进行了未来三年业绩承诺，标的资产在 2019、2020 和 2021 年度净利润分别不低于 1 亿元、1.1 亿元和 1.2 亿元，未来三年合计净利润不低于 3.3 亿元，并对业绩承诺未达标或超标情况分别进行了业绩补偿和超额奖励约定。

表 8：收购“威远资产组”和利民股份财务指标对比（截至 2017 年年报数据）

项目	威远资产组	利民股份	占比
资产总额 (万元)	145498.03	238588.09	60.98%
资产净额 (万元)	48000.00	167213.66	28.71%
营业收入 (万元)	153770.25	142342.05	108.03%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

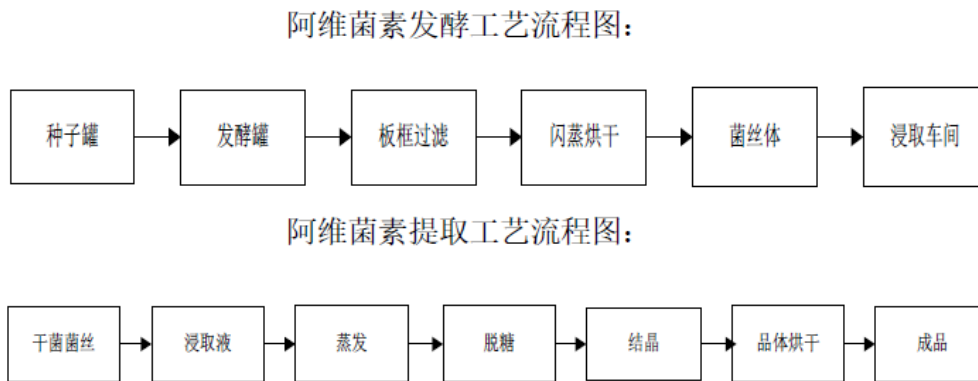
表 9：收购前后备考财务数据对比（万元）

项目	2018/9/30		2017/12/31	
	交易前上市公司数据	交易后备考数据	交易前上市公司数据	交易后备考数据
资产总额	253844.46	415811.00	238588.09	405357.36
负债总额	71836.99	197573.85	65605.60	206104.56
资产负债率	28.30%	47.52%	27.50%	50.85%
营业收入	107835.09	272397.91	142342.05	296112.30
营业成本	78349.62	204310.08	102463.26	222571.42
净利润	15096.19	24949.93	14176.28	20169.61
毛利率	27.34	26.00	28.02	24.84
净利率	14.00	9.16	9.96	6.81
基本每股收益（元/股）	0.54	0.75	0.49	0.64

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

阿维菌素：杀虫剂全球销售额排名第 9，产品量价齐升

阿维菌素是一种新型抗生素类杀虫、杀螨、杀线虫剂。它具有十六元环内酯结构，由日本北里大学大村智等和美国默克公司于 1976 年开发，并于 1985 年商品化。经过 30 多年的发展，阿维菌素目前已成为全球农民普遍接受的主流农药，因为它几乎可以用于所有作物，防治几乎所有害虫，其销量也常年排在全球前列。

图 32：威远公司阿维菌素生产工艺流程图


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

据 Philips McDougall 数据统计，2016 年全球前 10 名杀虫剂中，阿维菌素排名第 9。其 2016 年全球销售额为 4.30 亿美元，占全球杀虫剂销售额 129.65 亿美元的 3.32%。2012-2015 年，阿维菌素全球销售额持续上升，由 3.6 亿美元增长至 4.7 亿美元，在 2016 年有所下滑全年销售额 4.3 亿美元（同比-8.5%）。目前我国的阿维菌素制剂和原药产品登记单剂个数为 1399，复配产品个数为 1271，登记数量仅次于热的滚烫的吡啶啉酯。

供给方面，经历多年发展，我国阿维菌素仍处于供大于求。目前国内的阿维菌素产能 5980 吨，近年来受环保压力的影响，2017 年国内阿维菌素的实际产量为 3300 吨，导致市场上阿维菌素的供应量较少，不断推动阿维菌素价格上涨。目前国内生产阿维菌素的企业主要有齐鲁制药、河北兴柏、河北威远等厂家，这三家的市场占有率率达 70%，对市场影响较强。目前，我国已成为全球最大的阿维菌素生产国和出口国。

表 10：国内阿维菌素主要生产企业

生产企业	阿维菌素产能（吨）
齐鲁制药	2500
兴柏集团	1200
威远生化	500
大庆志飞	250
宁夏大地	230

资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

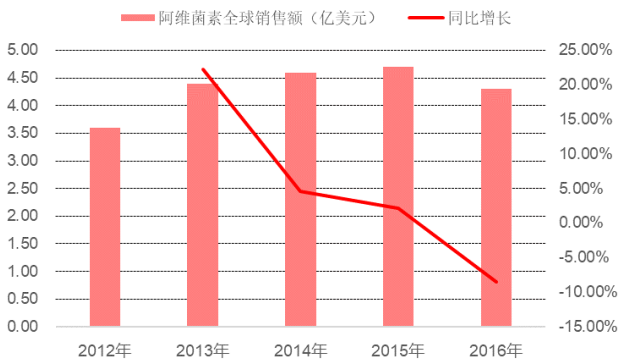
表 11：全球前 10 名杀虫剂销售额

	杀虫剂名称	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
1	氯虫苯甲酰胺	13.65	14.00	14.80	12.40	9.15
2	噻虫嗪	10.60	11.00	11.80	10.70	11.40
3	吡虫啉	10.20	10.30	11.60	10.70	10.30
4	毒死蜱	6.70	6.65	6.80	6.00	6.25
5	高效氯氟氰菊酯	5.95	6.25	6.40	6.10	5.30
6	氟虫腈	4.95	5.00	5.90	6.20	6.45
7	乙酸甲胺磷	4.65	4.80	5.15	4.60	3.05
8	氟虫双酰胺（又叫氟苯虫酰胺）	4.43	4.80	5.30	4.45	2.30
9	阿维菌素	4.30	4.70	4.60	4.40	3.60
10	噻虫胺	3.80	3.50	4.60	4.70	5.10
	杀虫剂全球总销量额（亿美元）	129.65	143.39	161.46	149.08	132.78

资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

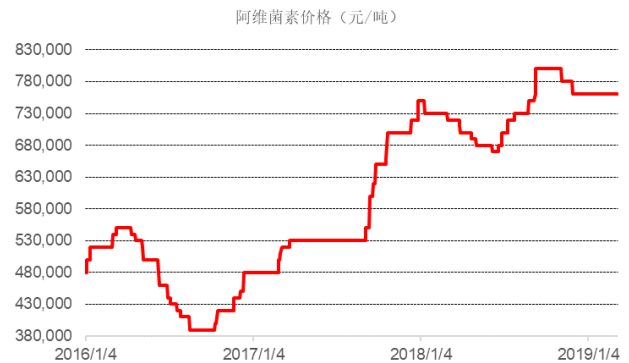
价格方面，阿维菌素自 1987 年引入我国后，经历了从“贵族”到“平民”的过程。阿维菌素在我国上市之初，绝对称得上是“贵族”，价格曾高达 2.6 万元/公斤，在我国的生产、应用和开发也掀起一股热潮。从 1995 年开始，原药用量每年以 50% 的速度递增，产能逐渐扩大，生产技术不断完善，生产成本也大大降低。近两年，阿维菌素价格持续上涨，截至 19 年 3 月阿维菌素价格 760 元/公斤。威远公司现阶段有阿维菌素产能 200 吨，为了充分利用威远阿维菌素销售渠道优势，公司未来仍有规划新增产能。随着公司阿维菌素产品量价双升，公司盈利增长空间可期。

图 33: 阿维菌素全球销售额 (亿美元)



资料来源: Philips McDougall 公司, 中信建投证券研究发展部

图 34: 阿维菌素价格 (元/吨)

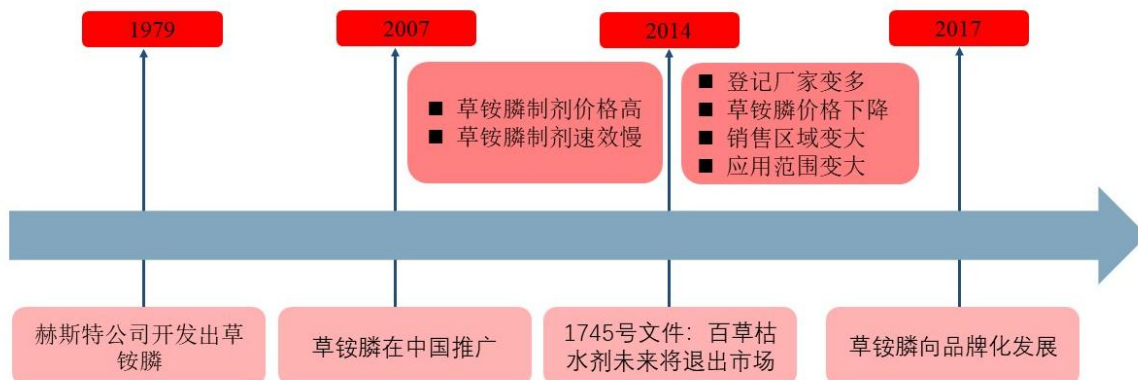


资料来源: 百川资讯, 中信建投证券研究发展部

草铵膦: 生产工艺领先, 低成本优势抵御产品下跌风险

草铵膦是一种非选择性叶面喷施的有机磷除草剂, 1979 年由联邦德国赫司特(Hoechst)化学公司首先合成开发。草铵膦的除草作用机制是通过叶片吸收后, 由叶片基部向端部转移, 植物体内铵代谢在施药后短期内即陷于紊乱, 强烈的细胞毒剂铵离子在植物体内积累; 使植物中毒而死。同时光合作用也受到严重抑制, 受害植物失绿后呈黄白色, 2~5 天后开始枯黄死去。该产品由叶片基部向植株其他部位转移较少, 对未出土的幼芽和种子无害。

图 35: 草铵膦在中国的发展历程



资料来源: CNKI, 中信建投证券研究发展部

草铵膦在中国的发展主要经历了四个阶段:

(1) 自 1979 年赫斯特公司开发出草铵膦, 至 2007 年草铵膦均未在我国市场上推广, 国内处于空白阶段。

(2) 2007 年, 草铵膦开始进入我国市场进行推广, 但是此阶段草铵膦产品面临着两个主要的问题: ①草铵膦的制剂价格昂贵, 原药价格在 30 万/吨以上, 制剂价格是百草枯的三到四倍。②草铵膦的速效性比百草枯慢, 导致其使用范围限制较多。使得草铵膦在我国的发展一直处于市场较小的状态, 2014 年我国的草铵膦制剂

销售才达到 3000 吨，其中有 1800 吨用于广东的作物。

(3) 2014 年，随着国家颁布 1745 号文件——2016 年 7 月 1 号百草枯水剂退出市场。这一消息的发布，直接促进了草铵膦在我国市场的蓬勃发展，标志着我国草铵膦的发展进入了第三阶段。此阶段草铵膦的发展有以下几个特点：草铵膦的登记厂家变多、草铵膦的价格下降、草铵膦的销售区域和下游应用范围均大幅增加。2014 年-2017 年，我国的草铵膦每年使用量以 2-3 倍的速度增长，到了 2017 年草铵膦的制剂销售量约 3 万。但随着草铵膦的快速增长，草铵膦的发展暴露出一系列问题：①草铵膦的质量参差不齐；②草铵膦药品的安全性；③草铵膦的药效问题层出不穷。

(4) 针对草铵膦发展伴随着的各项问题，目前我国的各企业开始注重草铵膦的规模及品牌效应：利尔化学现有草铵膦产能 8400 吨/年，未来仍有增产 10000/年的计划；红太阳股份 2019 年 1 月发布公告拟建设 20000 吨/年的草铵膦项目等，中国企业草铵膦产能规划开始进入万吨时代。

表 12：全球前 10 名除草剂销售额

	除草剂产品名	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
1	草甘膦	44.08	49.65	57.20	56.46	45.75
2	草铵膦	6.60	5.70	5.60	5.10	4.20
3	甲基磺草酮（又叫硝磺草酮）	6.50	6.10	6.70	6.60	6.20
4	百草枯	6.10	6.95	8.50	9.05	6.85
5	异丙甲草胺	5.90	5.60	5.85	6.35	6.05
6	2,4-滴	5.85	6.05	6.80	7.20	6.40
7	莠去津	5.60	5.65	5.50	5.60	4.80
8	乙草胺	4.20	4.30	4.60	6.05	5.60
9	啶啉草酯	3.90	4.00	4.25	4.00	3.60
10	二甲戊乐灵	3.55	3.50	3.80	3.70	3.45
	除草剂全球销售额（亿美元）	225.10	216.44	241.33	237.44	218.98

资料来源：Philips McDougall 公司，中信建投证券研究发展部

据 Philips McDougall 公司统计，2016 年全球前 10 名除草剂中，草铵膦排名第 2。其 2016 年全球销售额为 6.60 亿美元，占全球杀虫剂销售额 225.10 亿美元的 2.93%。2012 年-2016 年，草铵膦的全球销售额从 4.20 亿美元增长至 6.60 亿美元，复合增长率 11.96%。

由于百草枯剧毒作用，各国已经陆续禁用。百草枯全球制剂销量约 40 万吨，折合原药销量 8-10 万吨，目前已经由 23 个国家明确禁止百草枯销售，保守估计至少有 4 万吨百草枯被替代，目前国内约有 7.7 亿亩土地使用百草枯，未来有望将有 50% 的土地选择使用草铵膦进行替代，预计将为国内草铵膦市场带来高达 2 万吨/年的增量，草铵膦作为百草枯最佳替代品，未来填补百草枯的市场缺口可能性最大。

截至 2018 年，卓创资讯数据统计，国内草铵膦产能合计 3.715 万吨，产量 1.66 万吨，开工率 45%，开工率依旧处于较低水平。此外，从在建产能规模来看，未来两年可以预见投产的新增产能至少有 1.1 万吨，占在产产能比重的 30%，另有 2.9 万吨新增产能投放存在不确定性，产能的逐步释放将对供给端带来一定冲击。价格方面，草铵膦价格已由此前 11 月初的 19 万高点跌至目前 16 万左右，短期来看货源供应宽松终端需求有限，采购积极性较差，中长期分析，结合考虑草铵膦需求替代空间及新增产能投放，我们预计价格或将趋于缓慢下跌过程中。

表 13：草铵膦在建产能逐步面临投产

企业名称	状态	产能（千吨）	计划投产时间
利尔化学	在产	10	
辉丰股份	在产	6.5	
永农生物	在产	5	
济宁天盛	在产	5	
乐山福华	在产	3	
南京红太阳	在产	3	
威远生化	在产	1.35	
滨农科技	在产	1	
乐斯化学	在产	1	
江苏皇马	在产	0.8	
常熟农药	在产	0.5	
在产合计		37.15	
利尔化学	拟在建	7	2019 年
永农生物	拟在建	2	2019 年
天盛	拟在建	2	2019 年
福华通达	拟在建	9	未知
红太阳	拟在建	20	未知
在建合计		40	

资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

草铵膦的合成主要有三种路线：格氏-Strecker 路线、拜耳 Hoechst 工艺路线、改进后的格氏-Strecker 路线。其中格式 Strecker 路线为国内大部分草铵膦生产企业的技术工艺；拜耳 Hoechst 工艺路线为德国拜耳的技术工艺；改进后的格氏 Strecker 路线主要为利尔化学、威远生化的技术工艺。改进后的格式 Strecker 工艺比未改进的工艺流程少、产率高、三废少，进而成本较低。

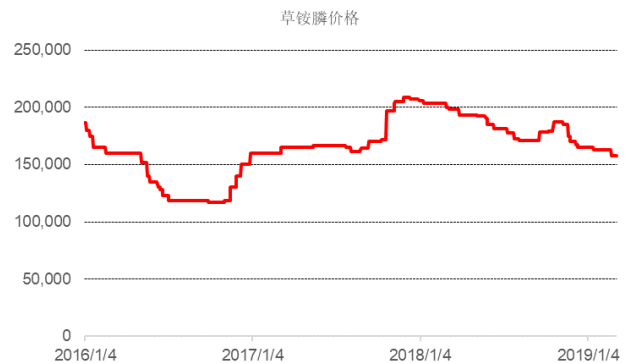
威远具备草铵膦产能 1500 吨，采用改良版 Strecker 工艺，目前开工一切正常，预计未来有 1500 吨的扩产计划，届时产能将达 3000 吨/年。国内领先的生产工艺优势+未来新增产能投放，公司草铵膦业绩贡献有望持续扩张。

图 36: 威远草铵膦生产工艺国内领先



资料来源: CNKI, 中信建投证券研究发展部

图 37: 国内草铵膦价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 中信建投证券研究发展部

盈利预测

公司作为我国农业杀菌剂行业龙头企业, 近年来持续以市场为导向, 一方面收购“河北双吉”打通代森锰锌原料、原药、制剂的产业链, 巩固国内代森锰锌的龙头地位; 同时参股国内最大的百菌清供应商(江苏新河) 获得稳健投资收益; 未来产品仍面临不断升级, 着手布局杀菌剂全球市场销售额排名第 3 和第 15 的吡唑醚菌酯和苯醚甲环唑市场, 增量空间可期; 此外, 联合欣荣投资、新威投资现金收购“威远资产”100%权益, 丰富杀虫剂、除草剂产品, 后续并表后公司收入、利润规模体量将进一步扩张。

暂不考虑并购“威远资产组”后续并表带来的业绩增量, 我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.08、2.73 和 3.6 亿元, 对应 PE 分别为 18、14 和 11 倍, 给予“增持”评级。

表 14: 预测和比率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	1,160.42	1,423.42	1,573.62	2,039.04	2,621.09
主营收入增长率	39.05%	22.66%	10.55%	29.58%	28.55%
EBITDA (百万元)	219.20	295.21	359.26	443.93	541.71
EBITDA 增长率	60.70%	34.68%	21.69%	23.57%	22.03%
净利润 (百万元)	112.99	137.32	208.72	273.45	359.57
净利润增长率	67.55%	21.53%	51.99%	31.01%	31.49%
ROE	7.12%	8.21%	10.25%	12.75%	14.95%
EPS (元)	0.830	0.830	0.736	0.965	1.268
P/E	16.10	16.10	18.15	13.85	10.53
P/B	1.39	1.32	1.08	1.03	0.91
EV/EBITDA	8.01	7.38	5.04	3.43	2.08

数据来源: Wind, 中信建投研究发展部

分析师介绍

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2年石油行业工作经验，2年基础化工研究经验。2017年新财富基础化工入围团队成员、2017年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

黄帅：北京科技大学工学学士，北京工商大学资产评估硕士，曾就职中铁资源集团，2016、2017年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队，2018年加入化工研究团队。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师慧 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610)8513-0588
传真：(8610)6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621)6882-1612
传真：(8621)6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859