

利民股份 (002734)

公司研究/深度报告

深耕杀菌剂市场, 并购威远打造综合农化平台

—利民股份 (002734) 深度报告

深度研究报告/基础化工

2019 年 06 月 14 日

报告摘要:

● 保护性杀菌剂领军企业, 盈利能力稳步提升

公司是国内杀菌剂行业龙头企业, 产品涵盖杀菌剂、杀虫剂和除草剂三大系列共 12 种原药、67 种制剂, 其中, 代森类杀菌剂产能 4 万吨/年, 居国内第一、全球第二; 参股子公司新河化工拥有百菌清产能 3 万吨/年, 为全球第一; 同时还具有 2000 吨/年霜脲氰、5000 吨/年三乙磷酸铝等产品。受益于下游农产品价格回暖及环保督察高压, 农药行业步入景气周期, 公司自上市以来业绩保持高速增长。2018 年公司主要产品需求旺盛、量价齐升, 市场竞争优势显著, 实现营收 15.19 亿元 (YOY+6.73%), 归母净利润 2.07 亿元 (YOY+50.93%), 2019Q1 归母净利润同增 40.63%, 盈利能力依旧稳步提升。

● 进入产能集中投放期, 全面打开成长空间

公司于 2018H2 开始进入新产能集中投放期, 1 万吨代森类产能将于 2019 年 6 月底建成, 定位代森高端产品市场, 在品质和成本上均具竞争优势; 新增 1 万吨百菌清于 2018 年 10 月建成后逐步放量、快速达产, 成为公司重要利润来源。当前, 年产 500 吨苯醚甲环唑项目也已启动, 预计 2019Q4 建成; 本部新建的 1000 吨吡唑醚菌酯有望年内完成审批; 年产 1 万吨石硫合剂全自动化生产车间也将在 2020 年启动建设。新项目的陆续投产将给公司业绩带来持续增量, 进一步打开成长空间。

● 收购威远进展顺利, 强强联合优势互补

公司拟联合欣荣投资以及新威投资, 以支付现金的方式购买新奥股份持有的农兽药相关三家子公司, 利民股份将以 4.8 亿受让 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。标的公司 2019-2021 年业绩承诺分别为 1.0、1.1、1.2 亿元。当前项目进展顺利, 待正式并表后将贡献可观利润增量, 同时有利于公司进一步完善农化产业链布局。

● 投资建议

考虑此次并购 (按照威远 6 月开始并表 7 个月测算), 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.22、1.59、1.89 元, 对应 PE 分别为 12X、8.8X、7.4X, 参考 SW 农药板块平均 18 倍估值水平, 维持“推荐”评级。

● 风险提示

百菌清等产品价格大幅下跌; 原材料成本剧烈波动; 新项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,519	2,814	3,920	4,451
增长率 (%)	6.7%	85.2%	39.3%	13.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	206	345	452	537
增长率 (%)	50.1%	67.3%	31.1%	18.7%
每股收益 (元)	0.74	1.22	1.59	1.89
PE (现价)	18.9	11.5	8.8	7.4
PB	2.2	1.8	1.5	1.3

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

推荐

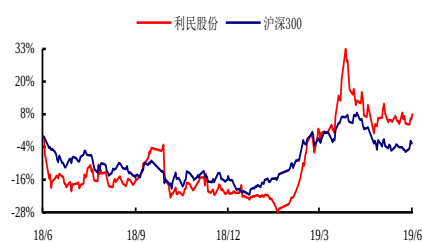
维持评级

当前价格: 13.96 元

交易数据 2019-6-13

近 12 个月最高/最低 (元)	17.5/9.44
总股本 (百万股)	284
流通股本 (百万股)	204
流通股比例 (%)	71.91
总市值 (亿元)	40
流通市值 (亿元)	28

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 陶贻功

执业证号: S0100513070009
电话: 010-85127892
邮箱: taoyigong@mszq.com

研究助理: 李骥

执业证号: S0100119010009
电话: 021-60876731
邮箱: lij@mszq.com

研究助理: 王静姝

执业证号: S0100118070030
电话: 010-85127892
邮箱: wangjingshu@mszq.com

相关研究

1. 利民股份 (002734) 公司点评: 百菌清景气持续, 多产品布局高增长可期
2. 利民股份 (002734) 点评报告: 主营产品量价齐升, 并购威远增厚业绩

目录

一、保护性杀菌剂领军企业，盈利能力稳步提升	3
(一) 多产品优势布局，内生外延行业地位稳固	3
(二) 主营产品景气上行，利润持续快速增长	5
二、深耕农药细分市场，重点产品增长强劲	7
(一) 农药行业景气不减，前景广阔	7
(二) 杀菌剂市场占比近三成，公司位居龙头	8
(三) 核心产品产能持续扩张，增长动力显著	10
1、代森类：盈利水平稳定，市占率不断提升	10
2、百菌清：供给格局改善，价格持续上涨	11
3、硝磺草酮：玉米专用除草剂，发展前景良好	13
4、吡唑醚菌酯：杀菌剂全球销售额第三，新增产能即将投产	15
5、苯醚甲环唑：投产在即，打造利润新增长点	17
三、现金收购威远生化，强强联合优势互补	20
(一) 标的资产优质，销售渠道顺利拓宽	20
(二) 进一步布局明星产品，丰富农药品类	21
1、草铵膦：合成工艺先进，整体市场扩张	21
2、阿维菌素：供给受限，价格不断上涨	23
四、盈利预测与估值	26
(一) 盈利预测	26
(二) 估值分析	27
五、风险提示	29
插图目录	31
表格目录	32

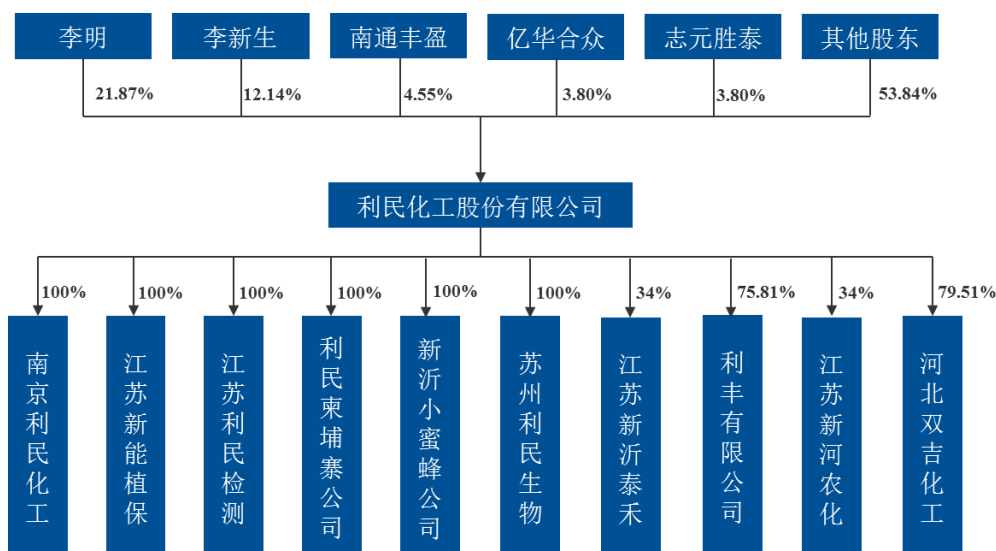
一、保护性杀菌剂领军企业，盈利能力稳步提升

(一) 多产品优势布局，内生外延行业地位稳固

利民股份于 1996 年成立，2015 年在深交所上市，主要从事高效、低毒、低残留农药原药及制剂的研产销。公司产品涵盖了杀菌剂、杀虫剂和除草剂三大系列共 12 种原药、67 种制剂，重点包括代森类、百菌清、霜脲氰、三乙磷酸铝、嘧霉胺、威百亩、硝磺草酮等，是国内杀菌剂行业领军企业之一。作为中国农药行业 30 强和国家高新技术企业，公司一方面不断进行技术提升、提高产品品质，另一方面开展产业链整合、巩固行业地位，同时始终注重国际市场开发，业务覆盖 80 多个国家和地区，位列中国农药出口额 30 强。

公司实际控制人为李明、李新生、李媛媛父子三人，持股比例共计 34.49%，拥有 9 个子公司和 2 个参股公司，主要包括河北双吉化工有限公司、江苏新河农用化工有限公司等。

图 1：公司股权结构



资料来源：wind，民生证券研究院

公司是国内最大的杀菌剂企业之一，也是最早实现代森锰锌、霜脲氰等杀菌剂规模化生产的厂家之一，销售规模居国内同行前列，主要产品代森锰锌、百菌清、霜脲氰、三乙磷酸酯、嘧菌酯等杀菌剂产能规模均为全国第一，具有较强的定价能力。当前，公司一方面依靠内生增长，积极募集资金建设苯醚甲环唑、吡唑醚菌酯等新品种；另一方面通过外延并购增强产业链优势，2017 年收购河北双吉 79.51% 的股权，巩固代森类产品优势地位；2019 年联合欣荣投资以及新威投资收购新奥股份持有的农兽药相关三家子公司，以 4.8 亿受让 60% 股权，布局以阿维菌素、草铵膦为首的明星品种，进一步丰富杀虫剂、除草剂产品类别，拓宽销售渠道，巩固行业地位。

公司总部位于江苏省新沂市，本部生产工厂位于新沂经济开发区，并通过收购河北双吉、威远、江苏新河等公司，扩大产品范围。杀菌剂板块，公司目前产能包括代森锰锌类产品产能 4 万吨/年，百菌清产品产能 3 万吨/年，霜脲氰 2000 吨/年、三乙磷酸铝 5000 吨/年、嘧霉

胺 1000 吨/年。同时，未来规划新增产能三乙膦酸铝 7000 吨/年，石硫合剂 10000 吨/年、吡唑醚菌酯 1000 吨/年、苯醚甲环唑 1000 吨/年。杀虫剂板块，威百亩 2.5 万吨/年，阿维菌素 300 吨/年，同时新增 350 吨/年阿维菌素产能将于 2019 年 9 月建成投产。除草剂板块，硝磺草酮 1000 吨/年，草铵膦 1500 吨/年，同时未来规划产能草铵膦 1500 吨/年。

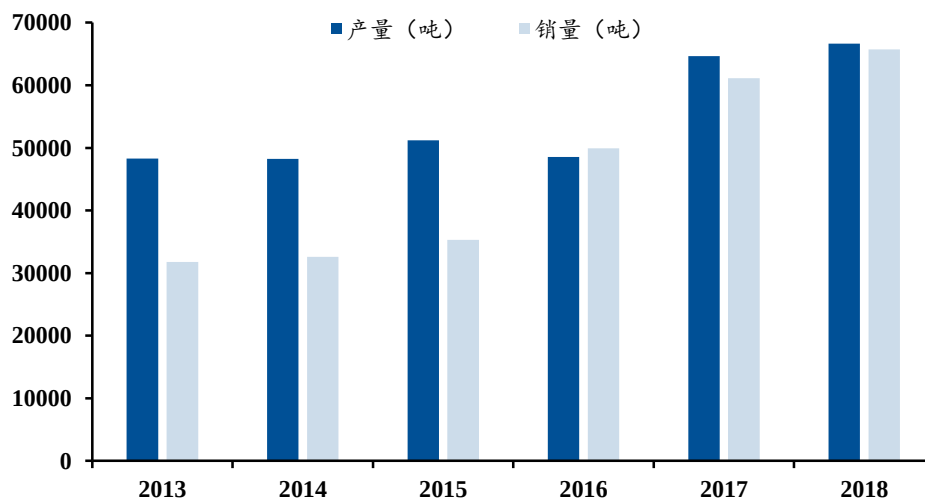
表 1: 公司产能情况

产品种类	产品名称	现有产能 (吨)	规划产能 (吨)	生产基地	备注
杀菌剂	代森类	40000		本部 河北双吉	公司本部 30000 吨，河北双吉 10000 吨，双吉新增 10000 吨产线将于 2019H2 投产
	百菌清	30000		新河化工	公司参股 34%
	霜脍氰	2000		本部	
	三乙膦酸铝	5000	7000	本部	7000 吨预计 2020 年投产
	啮霉胺	1000		本部	
	石硫合剂		10000	河北双吉	预计 2019 年新建完成
	吡唑醚菌酯		1000	本部	预计 2019 年完成审批，2020 年贡献业绩
	苯醚甲环唑		500+500	本部	一期预计 2019Q4 投产，二期预计 2020 年建成
杀虫剂	威百亩	25000		本部	
	阿维菌素	300	350	威远生化	预计 2019 年 9 月扩张至 650 吨
除草剂	硝磺草酮	1000		本部	
	草铵膦	1500	1500	威远生化	未来将扩张至 3000 吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司采取渠道和研发并举的策略，逐步培育行业大单品。目前杀菌剂仍然是公司的主要业务，但是公司在扩大杀菌剂板块的同时仍不忘扩充杀虫剂以及除草剂领域，使得三大板块协同发展。2013-2018 年，公司农药产品销量不断上升，2018 年达到 65712 吨，同比增长 7.5%。并且产销量差距逐渐缩小，库存逐渐降低。

图 2: 公司近年农药产销量



资料来源：wind，民生证券研究院

自上市以来,公司积极布局产品,加强产业优势,通过不懈的努力和长时间的发展,公司当前在技术、质量、品牌、规模、环保等方面形成了较强的竞争优势。

表 2: 公司主要竞争优势

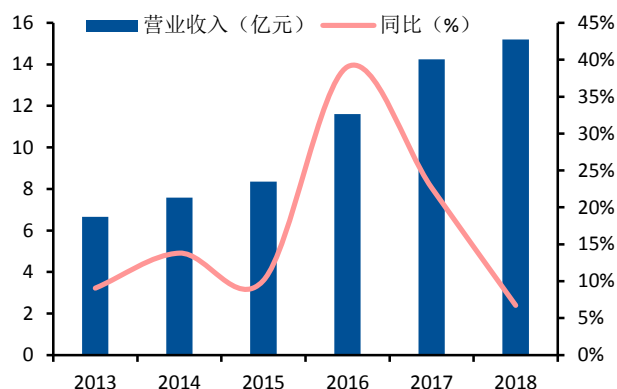
优势	内容
技术优势	公司是国家高新技术企业,拥有省级企业技术中心、江苏省杀菌剂工程技术研究中心和国家级博士后工作站,与国内科研院所形成了良好的合作机制。同时,公司具有自主研发不断推出新产品和持续改进工艺水平的能力,成功研发了多种原药和制剂,在改进生产工艺方面获得多项专利
质量优势	公司建立了严格的质量控制体系,通过了 ISO9001 质量体系认证,在原材料采购、生产控制、检验检测等环节进行了严密的生产过程管理,使产品质量和稳定性达到了国际先进水平,并成为杜邦、先正达、拜耳等跨国农药公司的供应商。公司主要产品的纯度及杂质控制均优于发达国家法定标准,尤其是代森锰锌突出体现了公司产品的质量优势
品牌优势	公司是国内较早生产农用杀菌剂的企业,“利民”品牌在国内及欧洲、东南亚和非洲等地区的杀菌剂行业拥有较高的知名度。客户也从单纯地关注产品价格到注重产品品牌,与公司合作的跨国农药公司从杜邦、先正达扩展到拜耳、汉姆、道格等,合作的产品从霜脍氰发展到代森锰锌、三乙膦酸铝、嘧霉胺等。浙江禾本、诺普信、惠州中迅等国内主要制剂生产企业和经销商也把利民化工作为优选供应商之一
规模优势	公司杀菌剂产品的产能、产量、销量在国内杀菌剂行业中位于前列,主导产品代森类、霜脍氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺和威百亩产能和产量均为国内第一。规模化生产一方面可使公司在原材料采购时有较强的议价能力,获得及时、稳定、优先的主要原材料供应保障;另一方面可有效降低单位产品成本,提高劳动生产率。同时,规模优势有利于提高供货能力,在销售旺季时公司供货稳定、能够及时满足客户需求
环保优势	公司通过了 IOS14001 环境管理体系认证,环保和清洁生产技术不断取得突破。公司自主研发的霜脍氰污水处理“液态分离回收废水中高浓度酚、氰技术及应用”工艺获国务院“国家科学技术进步二等奖”,“代森类产品生产中含氮废水综合治理的方法”获国家发明专利。公司代森类及霜脍氰、三乙膦酸铝原药生产中污染物的处理与利用、中水回用水平处于国内领先

资料来源:公司公告,民生证券研究院

(二) 主营产品景气上行, 利润持续快速增长

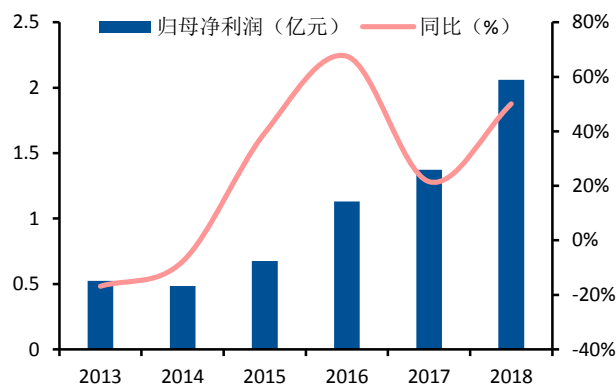
2015 年开始,公司积极进行产能扩张,受益于供给侧改革和环保高压下农药行业落后产能出清,行业处于景气上行周期。公司自上市以来,营业收入稳中有升,净利润持续增长,2018 年公司营收 15.19 亿元,同比增长 6.73%,三年复合增长率达 21.83%;归母净利润 2.06 亿元,同比增长 50.09%,年复合增长率达 44.39%。

图 3: 公司营业收入 (亿元) 及同比增幅 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

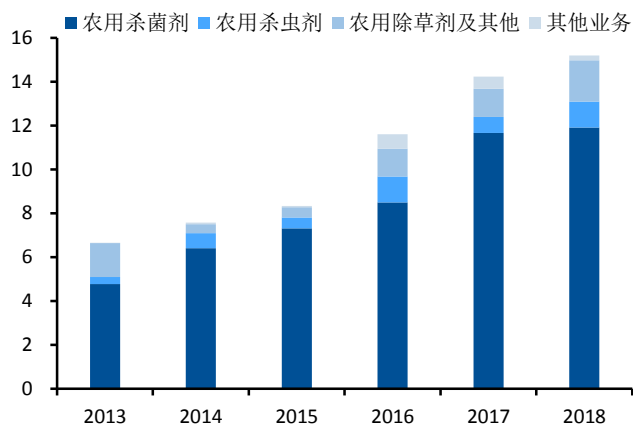
图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及同比增幅 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

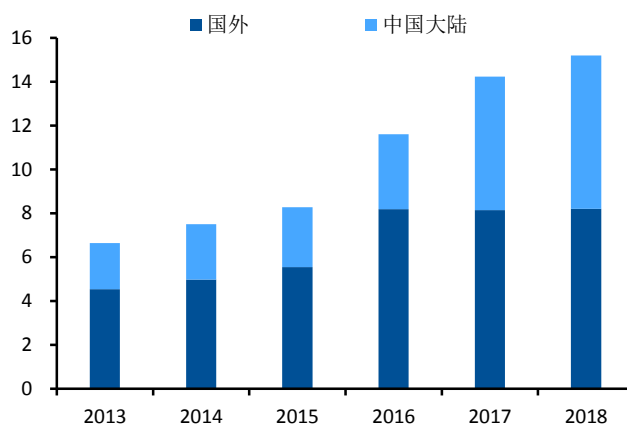
公司的产品主要以农用杀菌剂为主，占营收总额的 80%左右，近年来通过一系列收购，扩充产品类型，除草剂以及杀虫剂的营收占比在逐渐上升。2018 年公司总营收 15.19 亿元，其中杀菌剂贡献 11.91 亿元，占比 78.4%；杀虫剂贡献 1.18 亿元，占比 7.8%；除草剂贡献 1.88 亿元，占比 12.4%。公司国外市场主要集中在欧洲、非洲和亚洲。其中欧洲市场主要是和杜邦、拜耳等跨国企业合作，亚洲市场主要集中在泰国等东南亚地区。

图 5：公司分业务营收构成（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

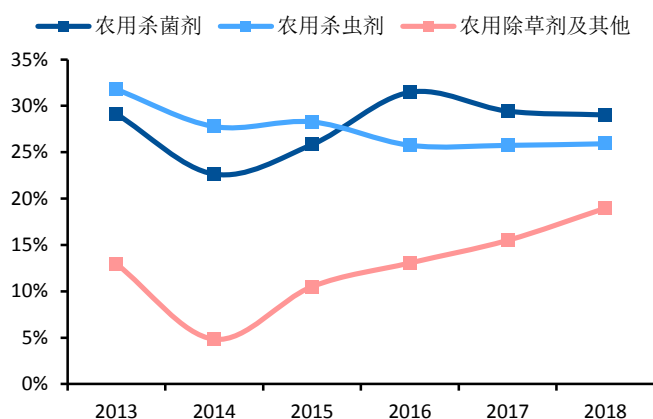
图 6：公司分地区营收构成（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

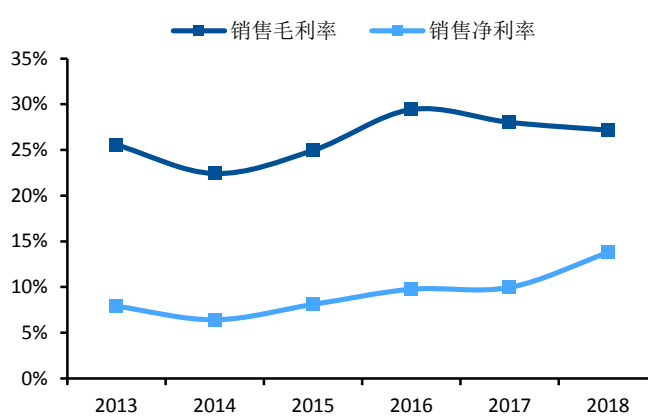
总体来看 2015-2018 年公司主要产品毛利率较为稳定，其中杀菌剂的毛利率在 25%-30% 之间波动，主要原因是公司杀菌剂产品趋于成熟，市场供需情况与竞争格局比较稳定。公司销售净利润率呈现逐渐上升的态势，2018 年达到 13.77%。

图 7：公司主要产品毛利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：公司销售毛利率、销售净利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

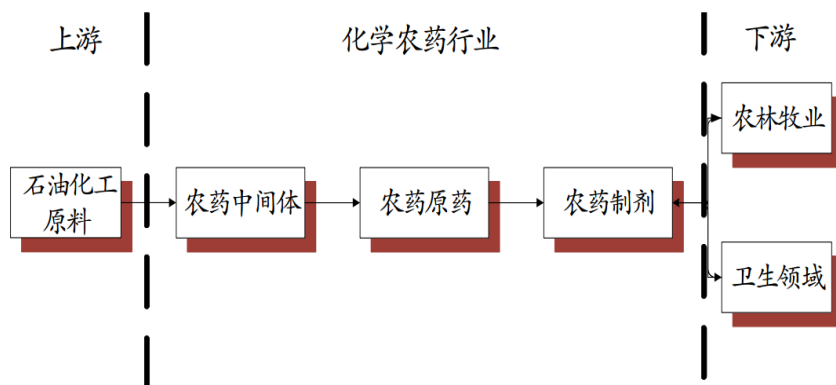
公司充分发挥规模、技术、质量等方面优势，逐步扩张杀菌剂、除草剂、杀虫剂三大板块业务，目前盈利情况较好，未来吡唑醚菌酯、苯醚甲环唑等新建项目的投产将逐渐为公司带来业绩增量。

二、深耕农药细分市场，重点产品增长强劲

(一) 农药行业景气不减，前景广阔

化学农药行业属于精细化工行业，其上游为石油化工原料行业，价格波动较大，对农药行业的影响较大。下游为农林牧业以及卫生领域，相对而言需求较为稳定，波动较小。化学农药行业自身可划分为农药研发、中间体合成、农药原药制造、农药制剂制造以及农药销售等环节，主要包括杀菌剂、除草剂、杀虫剂三大系列。

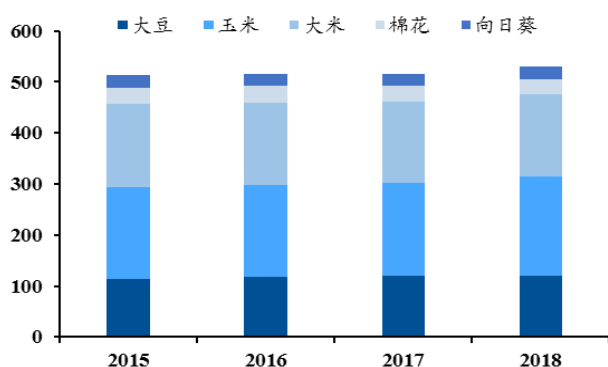
图 9：农药产业链



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

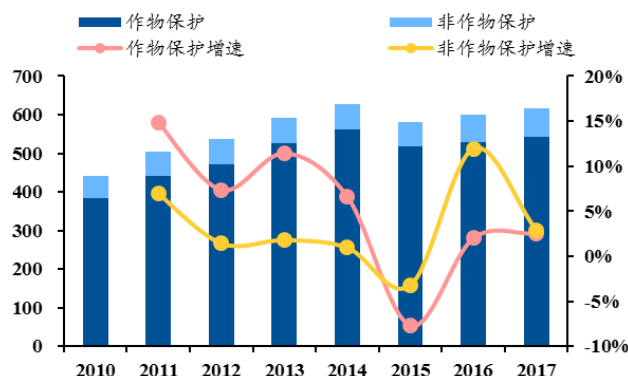
全球农药产品主要分为作物保护类和非作物保护类，作物用农药市场的销售额始终显著高于非作物保护农药市场规模。相关数据显示，2010 年以来，全球农药市场销售额整体呈现上升趋势，然而 2015 年由于作物保护用农药销售额的大幅下滑导致整体农药销售额的下降，主要原因包括：第一，受气候的影响，全球作物种植面积有所下降，导致作物保护用农药销售额的下降；第二，2015 年全球经济增速放缓，受农产品库存水平较高，价格走低等因素影响全球农药市场需求疲软。2015 年后，受农产品种植面积增加等因素的影响，全球农药销售额恢复增长态势。2017 年全球作物保护类农药市场销售额为 542.19 亿美元，同比增长 2.5%；非作物保护农药的销售规模为 73.11 亿元，同样较上年有显著提升。

图 10：全球部分农作物种植面积 (hm²)



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图 11：全球农药市场规模 (亿美元)



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

从全球层面来看，2014-2017 年，巴西始终处于全球第一农药大国的地位，但其农药销售额却持续下降；美国作为全球第二大农药国，2017 年农药销售额为 81.91 亿美元，同比增加 2.5%；中国 2017 年农药销售额为 59.99 亿美元，同比增加 6.2%，增幅较大。近几年来，跨国农化企业去库存结束，全球农药市场整体保持每年 3%-4% 增长，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，同时市场对农药产品在高效性、无毒性、环保性等方面提出了更高的要求。

表 3：近年来全球领先国家农药销售额（亿美元）

序号	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	18.83	15.55	16.49	17.48
10	意大利	14.07	12.23	11.85	12.09

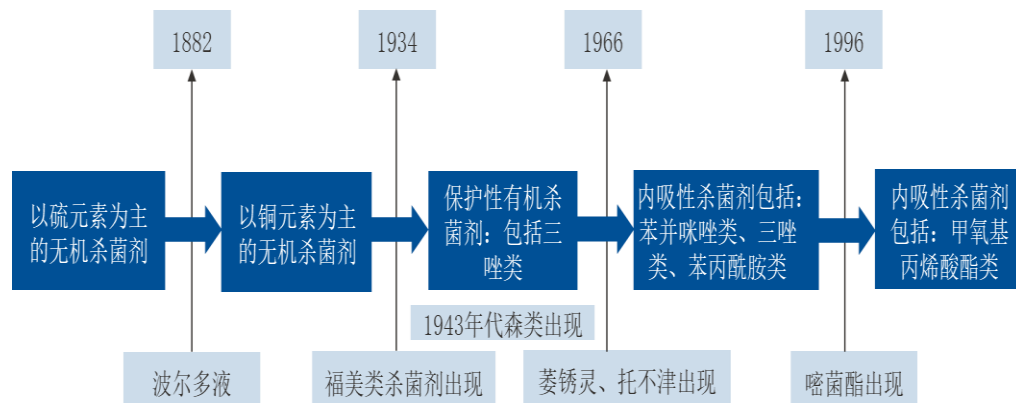
资料来源：CNKI，民生证券研究院

（二）杀菌剂市场占比近三成，公司位居龙头

杀菌剂是指能够有效杀死或抑制植物病原微生物——真菌、细菌、病毒而不会对植物本身造成严重损伤的一类化学药剂。按照其作用方式，可划分为保护性杀菌剂和内吸性杀菌剂。其中，保护性杀菌剂通过在植物体外或体表与病原体直接接触，杀死或抑制病原菌，进而达到保护植物的目的；内吸性杀菌剂则是被作物吸收之后，运输到作物体内部的其他部位发挥作用。

杀菌剂的发展历程大致可分为五个阶段。在 1882 年波尔多液出现之前，主要为以硫元素为主的无机杀菌剂，包括硫酸铜、石硫合剂等。1882-1934 年属于无机杀菌剂向有机杀菌剂过度的时期，市场上多为以铜元素为主的无机杀菌剂。1934 年，福美类杀菌剂出现，开辟了有机杀菌剂的新纪元，随后 1943 年，至今仍在杀菌剂市场占据重要地位的代森类杀菌剂面世。1934-1966 年，一些三唑类杀菌剂相继被研发出来。1966 年，随着具有内吸性的萎锈灵、托不津的出现，杀菌剂进入内吸性有机杀菌剂时期。1966-1996 年苯并咪唑类、三唑类、苯丙酰胺类杀菌剂陆续出现。1996 年，嘧菌酯成为首个成功商品化的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，在近十年的时间里取代了三唑类杀菌剂的主体地位。

图 12：杀菌剂发展历程

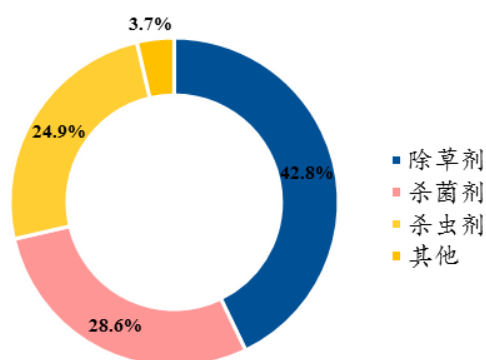


资料来源：CNKI，民生证券研究院

经过多年的发展，市场上涌现出大量的杀菌剂产品。作为农药产品的重要组成部分之一，杀菌剂销售额逐年增加，且占比呈现逐渐上升的趋势。2017 年全球作物保护类农药市场销售额 542.19 亿美元，其中杀菌剂销售额 154.87 亿美元，占比 28.6%，同增 4.9%。

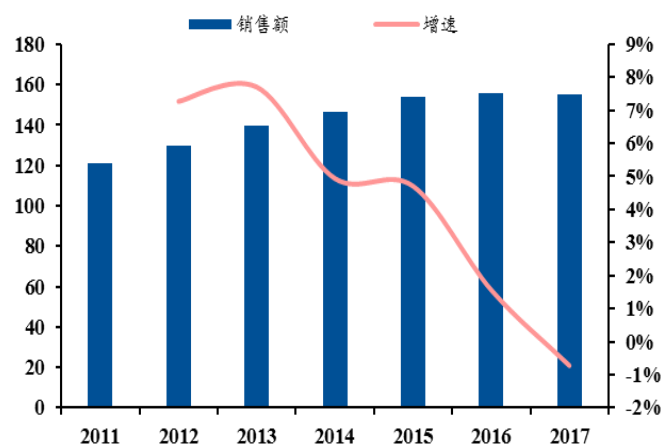
就杀菌剂整体而言，其市场整体容量变动主要与小麦、大米、玉米、大豆、棉花的种植面积变动正相关，受各国出台的农业保护政策影响，全球农作物播种面积波动较小，杀菌剂存在刚性需求。其中，代森类杀菌剂使用量会随着经济作物面积扩大而上升，适用范围也将由果蔬、药材拓展到小麦、马铃薯等粮食作物；百菌清自上市以来，一直是农业生产者广泛使用的杀菌剂，市场需求稳定。预期未来杀菌剂整体将保持 3% 左右的市场增速。

图 13：2017 全球农药市场占比



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图 14：全球杀菌剂销售额（亿美元）



资料来源：Philips McDougall，民生证券研究院

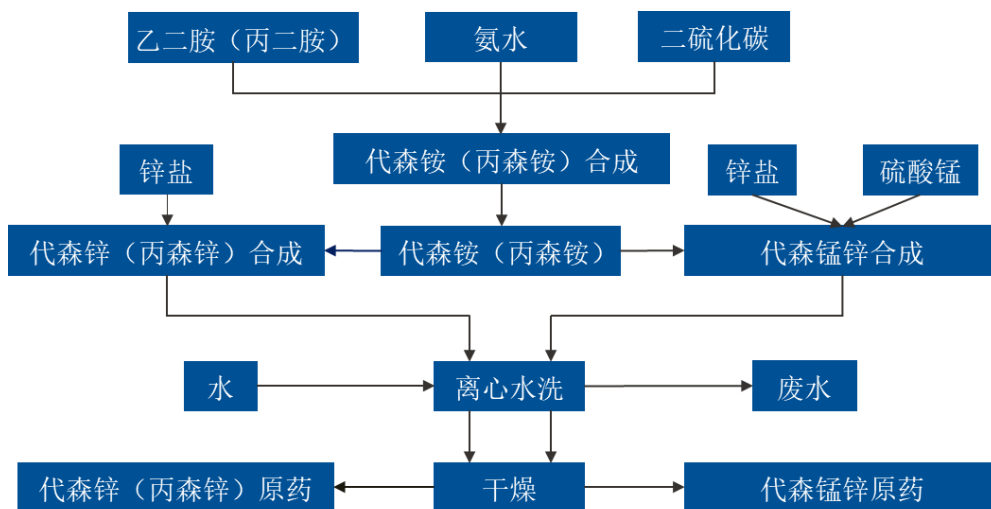
2016 年全球销售额前 15 位的杀菌剂产品中，代森锰锌排名第 3，销售额为 9.21 亿美元，百菌清排名第 12，销售额为 3.33 亿美元。公司主要生产的杀菌剂品种包括代森锰锌和百菌清，2017 年收购河北双吉，建立代森锰锌原料、原药和制剂的产业链，巩固国内代森锰锌龙头地位，目前具有代森锰锌产能 4 万吨/年，位列国内第一，全球第二。通过参股国内最大的百菌清供应商江苏新河实现百菌清年产能 3 万吨，居全球第一。

(三) 核心产品产能持续扩张, 增长动力显著

1、代森类: 盈利水平稳定, 市占率不断提升

代森锰锌于 1962 年由美国罗姆哈斯公司 (现归于陶氏益农公司) 开发的代森锰与锌的配位络合物 (其中含锰 20%、含锌 2.0%)。代森锰锌作为一种广谱性多作用位点的保护性杀菌剂, 可用于防止蔬菜、粮食和果蔬上的多种病害, 且毒性低, 对人、畜及有益生物安全。同时, 代森锰锌还可以与许多内吸性杀菌剂复配使用, 在扩大原有杀菌谱的同时还能够提高药效, 延缓抗药性。

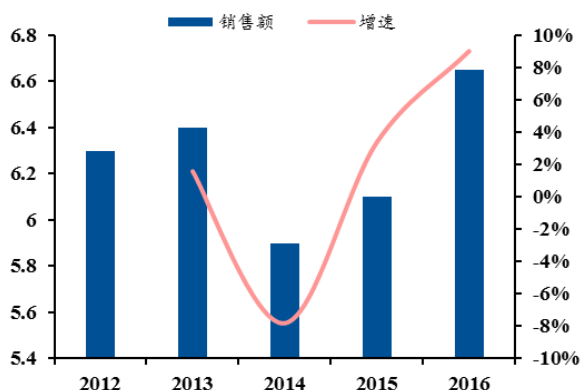
图 15: 代森锰锌生产工艺流程



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

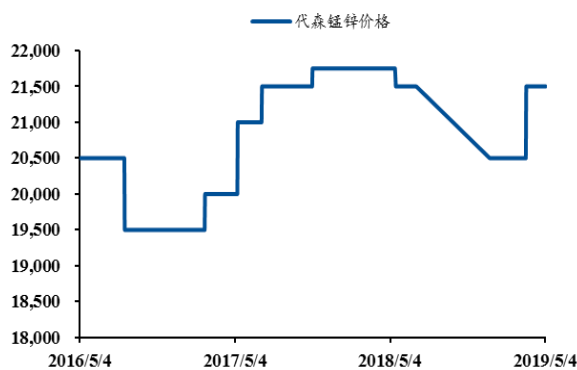
2016 年, 全球代森锰锌销售额共 9.21 亿美元, 同比增长 9%, 根据相关数据统计显示, 2014 年, 代森锰锌销售额大幅下降, 达到 5.9 亿美元低点, 其原因主要包括气候条件不利、美元走强以及农产品价格下跌等。2014 年以后全球代森锰锌销售额始终维持在 6 亿美元以上并且呈现大幅增长态势。在价格方面, 此前, 代森锰锌的价格一直维持在 2 万元/吨水平, 自 2018 年中有所上涨而后回落, 截至 2019 年 5 月底报价为 21500 元/吨左右。

图 16: 全球代森锰锌销售额 (亿美元)



资料来源: Philips McDougall, 民生证券研究院

图 17: 代森锰锌价格 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院

目前全球代森锰锌产能约 22 万吨/年，三大生产商 UPL、Sabero、INDOFIL 产能分别为 9 万吨/年、3 万吨/年、3 万吨/年。国内代森锰锌生产企业主要有五家，产能总计 6.4 万吨/年。其中利民股份处于行业龙头地位年产能 4 万吨，国内其他主要生产商包括陶氏益农 0.8 万吨/年；扬农化工通过并购收购宝叶公司，拥有代森锰锌产能 0.7 万吨/年；西安近代 0.5 万吨/年；山西安德瑞普 0.4 万吨/年。

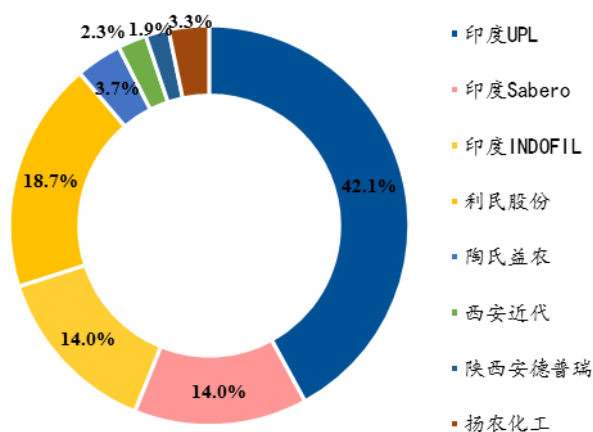
表 4：代森锰锌产能情况（万吨/年）

公司	产能（万吨/年）	占比（%）
印度 UPL	9	42.1
印度 Sabero	3	14.0
印度 INDOFIL	3	14.0
利民股份	4	18.7
陶氏益农	0.8	3.7
西安近代	0.5	2.3
山西安德瑞普	0.4	1.9
扬农化工	0.7	3.3

资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

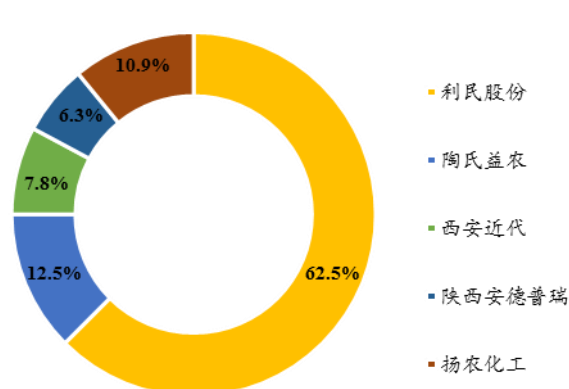
由于印度企业在多年前收购了跨国公司的代森锰锌生产线，从而掌握了代森锰锌的生产技术，造成代森锰锌全球约 70% 的产能集中在印度。公司是国内最大的代森类杀菌剂生产企业，2017 年现金收购河北双吉后产能扩张至 3 万吨/年，经过不断发展正式扩张到 4 万吨，并且 2018 年新投产的 1 万吨代森类产品中有一半是锌含量更高的中高端产品代森联，未来将逐渐抢占印度中高端市场份额。与印度的三家企业相比，公司在产品质量和产品成本上均具有一定优势。

图 18：全球代森锰锌产能格局



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 19：国内代森锰锌产能格局



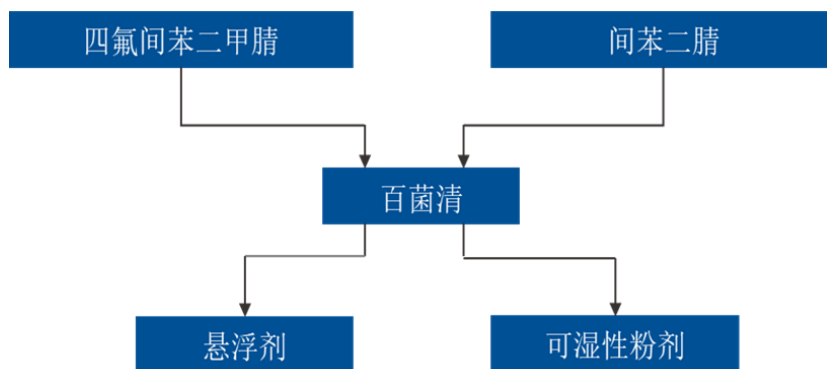
资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

2、百菌清：供给格局改善，价格持续上涨

百菌清是一种高效、低毒，不易使作物产生抗药性的保护性杀菌剂。百菌清可以使真菌细胞的新陈代谢受破坏而失去生命力。虽然不具备内吸传导作用，但是百菌清喷施在叶面后，其在植物体表有很好的粘着性，不易被雨水冲刷，因此具有较长的药效期。此外，百菌清还

可以与多种其他活性成分进行复配，提高使用效果。百菌清主要被应用于果蔬、大豆、马铃薯以及小麦等植物，能够起到防治锈病、白粉病、叶斑病等病害的作用。自 1963 年上市以来，百菌清一直是农药杀菌剂市场的主流产品，市场需求较为稳定。

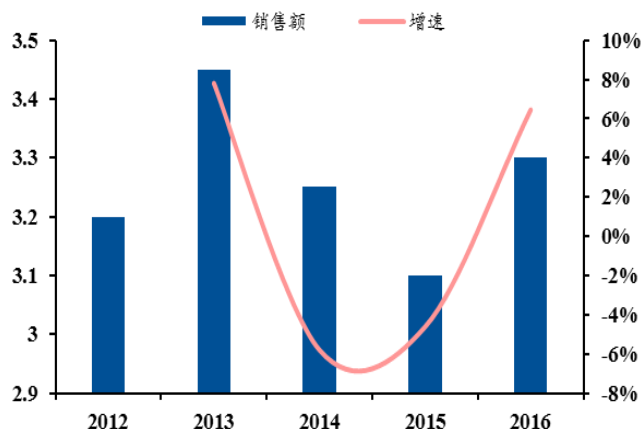
图 20：百菌清产业链



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

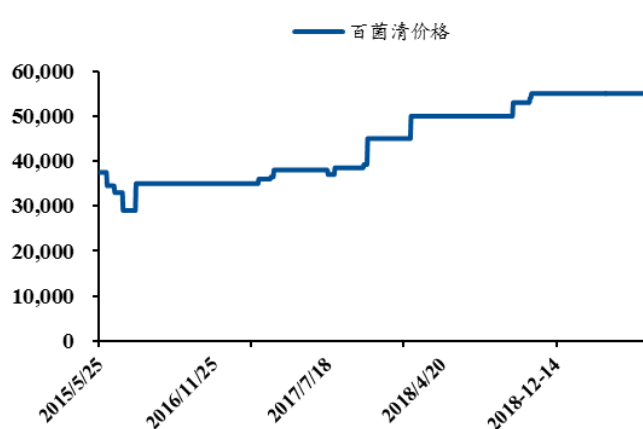
2016 年百菌清全球销售额 3.33 亿美元，在 2016 年全球销售额前 15 位杀菌剂中居第 12 位。目前百菌清全球产能约 6.2 万吨，2016 年全球百菌清需求量约为 4.9 万吨，预计 2020 年可增至 6.2 万吨，2025 年可达到 7.2 万吨。新兴市场上杀菌剂使用范围和使用频次增加；欧美专业施药人员已经认识到保护性杀菌剂的重要性，因此欧美市场的潜力较大；巴西大豆锈病持续爆发，由于三大主流杀菌剂抗性严重，因此保护性杀菌剂或将成为农民的最佳选择。上述因素将为百菌清市场带来持续增长动力。

图 21：全球百菌清销售额（亿美元）



资料来源：Philips McDougall，民生证券研究院

图 22：百菌清价格（元/吨）

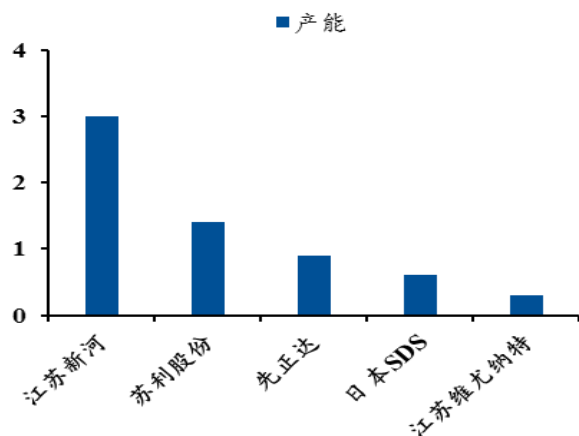


资料来源：百川资讯，民生证券研究院

由于百菌清生产设备特殊，需要专用的生产线，目前全球仅有 5 家生产百菌清的厂商，合计产能约 6.2 万吨。2015 年先正达被中国化工收购，其百菌清业务被剥离给美国 Amvac 农药公司，开工负荷有所下降；2016 年 2 月江苏维尤纳特生产车间发生火灾事故；2017 年受美国得克萨斯州飓风影响，先正达休斯顿工厂百菌清的生产设备受损严重；国内环保高压

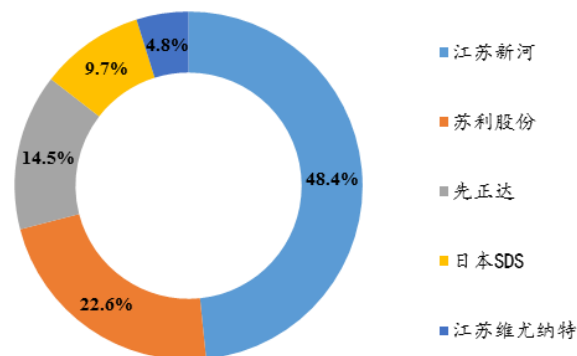
导致相关企业开工率不足，新项目审批难度加大，百菌清国内外供给减少，推动其价格持续上涨，目前价格稳定在 5.5 万元/吨。

图 23：全球百菌清主要产能分布（万吨）



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 24：百菌清全球竞争格局



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

公司参股子公司(持股 34%)江苏新河百菌清产能为 3 万吨/年，占全球总产能约 48.4%，居全球首位。百菌价格的持续上涨，为公司带来了丰厚的投资收益，公司与跨国农药企业有部分长单，预计百菌清业务将维持较高的盈利水平。

3、硝磺草酮：玉米专用除草剂，发展前景良好

硝磺草酮是一种能够抑制对羟基苯基丙酮酸酯双氧化酶 (HPPD) 的芽前和苗后广谱选择性除草剂，可有效防治阔叶杂草和部分禾本科杂草，药效 3-5 天。1984 年先正达研究开发硝磺草酮原药；2000 年硝磺草酮首先在欧洲玉米田登记；2002 年沈阳化工研究院进行硝磺草酮的合成，并在温室及田间进行了药效和安全性实验；2006 年开始在东三省使用，由于杀草谱广、活性强、安全性高、对环境友好等特点，次年在国内玉米田得到极大的推广。

2016 年全球除草剂销售额总计 221.05 亿美元，其中硝磺草酮销售额 4.89 亿美元，在全球销售额前 15 位的除草剂中占第 7 位。在全球 HPPD 抑制剂类除草剂中，硝磺草酮销售额居首位。

表 5：2016 年全球前 15 位除草剂品种销售额（亿美元）

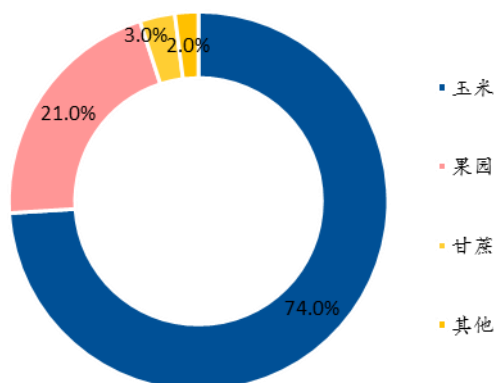
序号	品种	销售额 (亿美元)
1	草甘膦	56.63
2	百草枯	11.8
3	2,4-滴	8.31
4	锈去津	6.9
5	精异丙甲草胺	6.26
6	草铵膦	5.02
7	硝磺草酮	4.89
8	唑啉草酯	4.69
9	二甲戊灵	4.34
10	乙草胺	4.31

11	烯草酮	3.31
12	五氟磺草胺	3.23
13	烟嘧磺隆	3.11
14	甲氧咪草烟	3.09
15	麦草畏	2.93

资料来源: CNKI, 民生证券研究院

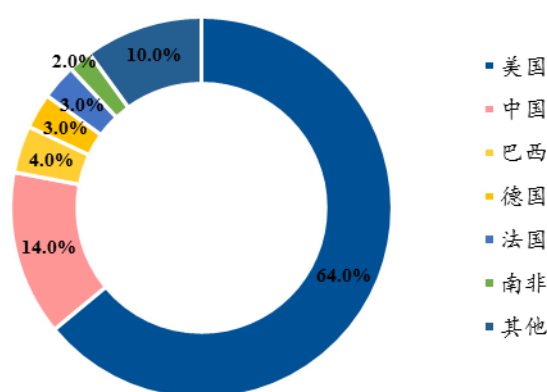
目前, 硝磺草酮在国内制剂产品的主要市场集中在玉米, 其在水稻、棉花、大豆、油菜、甜菜等作物田上的市场还未完全开发, 市场比较年轻, 发展空间较大。硝磺草酮已在美国、德国等多个国家登记上市。截至目前, 国内硝磺草酮原药登记证 30 个, 农药登记证超过 300 个, 且 2016、2017 年新证登记数目显著增加, 有着很好的市场前景。

图 25: 硝磺草酮消费构成 (按作物)



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

图 26: 硝磺草酮消费构成 (按国家)



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

国内硝磺草酮原药总产能约 11100 吨, 主要集中在中山、大弓、利民、颖泰等企业。其中, 利民股份产能为 1000 吨, 占比 9.0%。此外, 部分厂家在硝磺草酮方面还有扩产计划, 未来开车时间值得关注。

表 6: 硝磺草酮产能 (万吨/年)

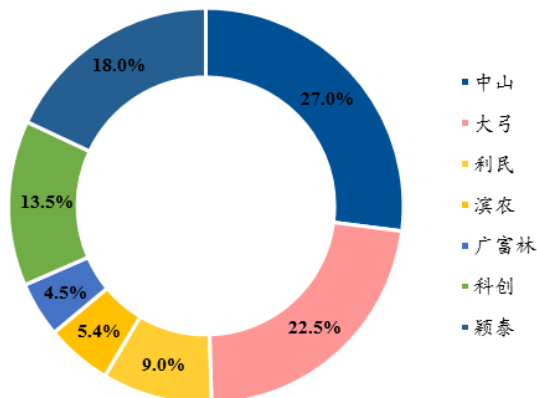
公司	产能 (吨/年)	占比 (%)
中山	3000	27.0
大弓	2500	22.5
利民	1000	9.0
滨农	600	5.4
广富林	500	4.5
科创	1500	13.5
颖泰	2000	18.0
合计	11100	

资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

从原药生产上看, 各家认为硝磺草酮市场发展前景良好。在中间体方面, 硝磺草酮的主要中间体为 2-硝基-4-甲磺基苯甲酸和 1,3-环己二酮。生产厂家中, 大弓自身拥有苯甲酸生产线, 其上游原材料间苯二酚较为关键, 全球仅有上海安诺 (浙江龙盛) 和住友化学生产。2017

年以来，间苯二酚供不应求，导致其价格持续上涨；苏北爆炸及停产进一步限制了中间体的供给，伴随着环保压力的加大，目前导致硝磺草酮供应紧张，推动硝磺草酮价格持续上涨，目前报价 26 万元/吨，自 2017 年初以来涨幅已近翻倍。

图 27：硝磺草酮竞争格局



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 28：硝磺草酮价格 (万元/吨)



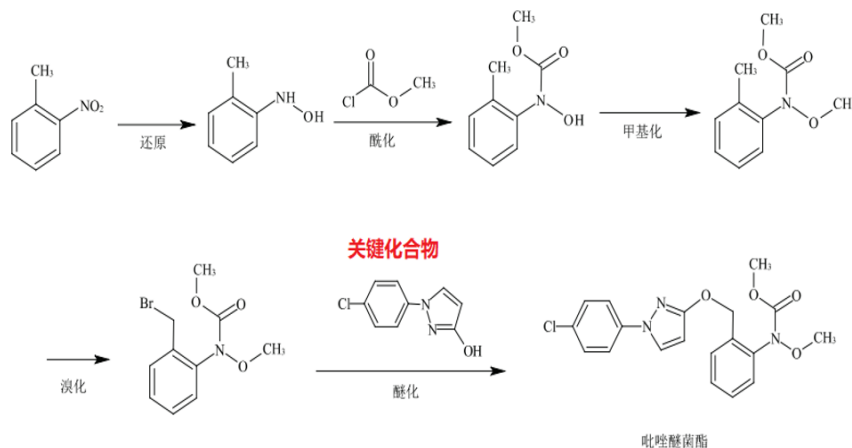
资料来源：中农立华，民生证券研究院

公司现有硝磺草酮产能 1000 吨，同时生产上游原材料 1,3-环己二酮的能力，在降低生产成本方面占据优势，随着硝磺草酮价格的上涨，以及市场的进一步扩大，该业务前景良好。

4、吡唑醚菌酯：杀菌剂全球销售额第三，新增产能即将投产

吡唑醚菌酯，是一种甲氧基丙烯酸酯类广谱杀菌剂，属于线粒体呼吸抑制剂，对作物病害具有保护、治疗和根治作用。1993 年被巴斯夫发现，2002 年登记并上市，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。吡唑醚菌酯的生产从邻硝基甲苯出发，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。

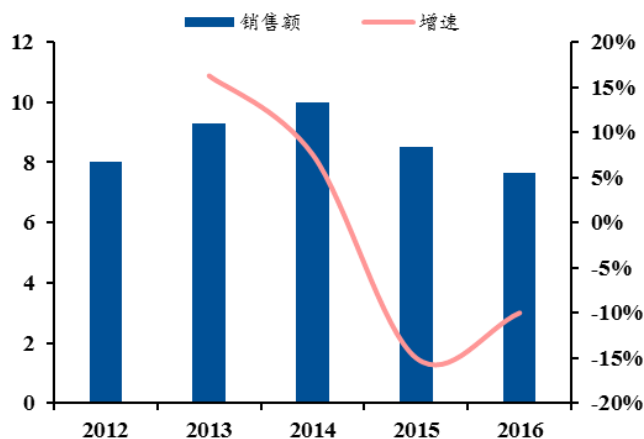
图 29：吡唑醚菌酯生产工艺流程



资料来源：CNKI，民生证券研究院

吡唑醚菌酯对亚洲大豆锈病的成功防治使其很快步入上升通道, 2016 年吡唑醚菌酯的全球销售额达到 7.65 亿美元, 占全球杀菌剂总销售额的 4.92%, 在全球销售额前 15 的杀菌剂中排名第 3。2015 年 6 月, 吡唑醚菌酯在中国的化合物专利到期, 成为又一个重磅专利过期产品, 国内掀起了吡唑醚菌酯的登记热潮。国内企业纷纷投产建设吡唑醚菌酯产能, 希望抢占专利市场, 产能迅速扩张使得吡唑醚菌酯价格逐步下降, 当前报价 19.4 万元/吨。

图 30: 全球吡唑醚菌酯销售额 (亿美元)



资料来源: Philips McDougall, 民生证券研究院

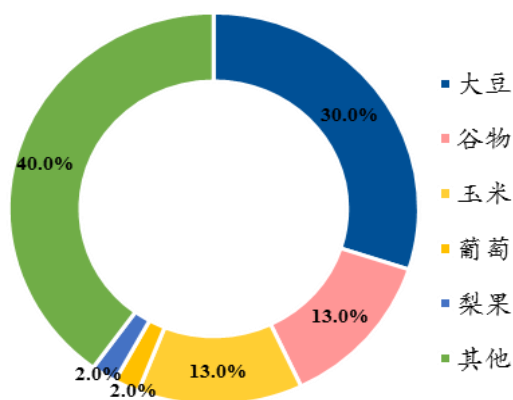
图 31: 吡唑醚菌酯价格 (万元/吨)



资料来源: 中农立华, 民生证券研究院

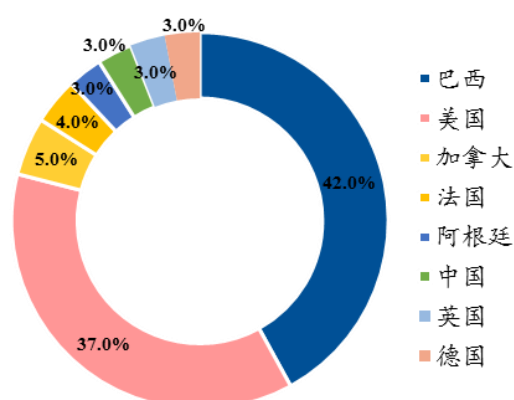
从作物的角度来看, 吡唑醚菌酯主要用于大豆、谷物、玉米、葡萄、梨果等。大豆是吡唑醚菌酯的第一大用药作物, 2016 年的销售额为 2.33 亿美元, 占全球市场的 30%。吡唑醚菌酯在谷物和玉米上的销售额分别为 9971 万和 9933 万美元, 均占有 13% 的市场份额。目前吡唑醚菌酯在众多市场上市, 包括巴西、美国、加拿大、法国、阿根廷、中国、英国等国家。在 2016 年吡唑醚菌酯消费国家中中国排在第 6 位, 销售额为 1732 万美元, 占全球市场的 2%, 空间巨大。

图 32: 吡唑醚菌酯消费构成 (按作物)



资料来源: CNKI, 民生证券研究院

图 33: 吡唑醚菌酯消费构成 (按国家)



资料来源: CNKI, 民生证券研究院

目前国内共有吡唑醚菌酯原药企业 80 多家,产能大约在 9000 吨,主要集中在康桥生物、青岛海利尔、江西金元莱等企业。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、广信股份、江苏永城、扬农化工等,预计国内吡唑醚菌酯产能将进一步提升。

表 7: 国内吡唑醚菌酯产能

公司	产能 (吨/年)	占比
山东康桥生物	1500	16.7%
青岛海利尔	1000	11.1%
河北成悦	1200	13.3%
江苏新农化工	1000	11.1%
江西巴菲特	600	6.7%
新沂永诚	800	8.9%
江苏托球农化	600	6.7%
武穴旭日	600	6.7%
江西金元莱	500	5.6%
其他	1200	13.3%

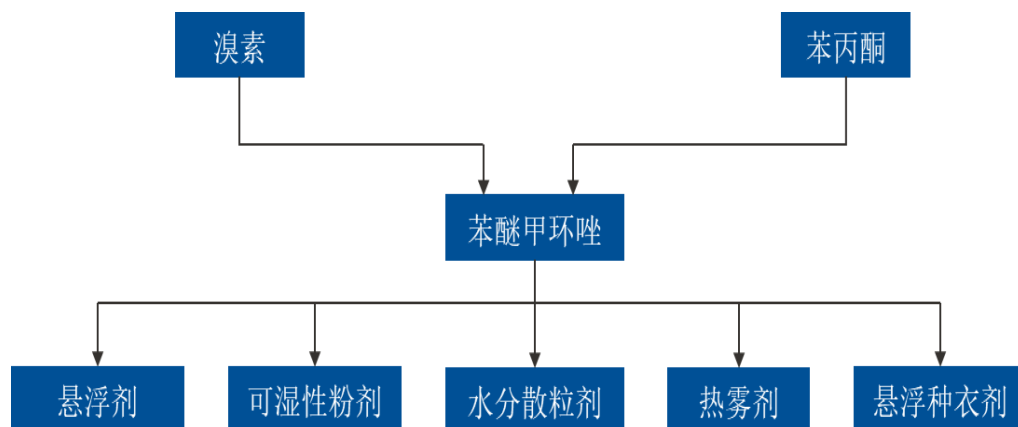
资料来源:卓创资讯,民生证券研究院

公司通过若干年的研究,现已掌握吡唑醚菌酯的合成工艺,计划在新沂经济开发区建设吡唑醚菌酯产能共 1000 吨,预计 2019 年完成审批开始建设,2020 年贡献业绩。此外,由于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,降低生产成本。

5、苯醚甲环唑:投产在即,打造利润新增长点

苯醚甲环唑属三唑类杀菌剂,由先正达开发,具有广谱、高效、持效期长以及良好的内吸性。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。目前国内苯醚甲环唑登记产品约 540 个,复配产品主要和丙环唑复配,另外还有与啉菌酯、福美双、多菌灵、咪鲜胺、甲基硫菌灵等复配。

图 34: 苯醚甲环唑产业链

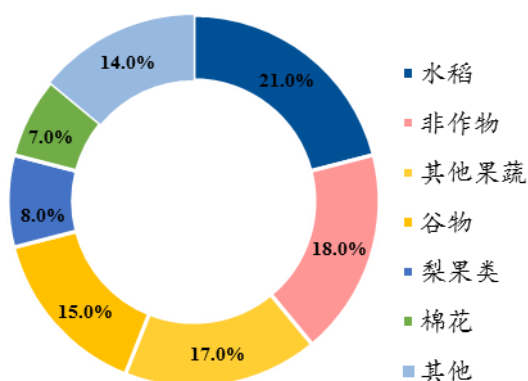


资料来源:卓创资讯,民生证券研究院

目前苯醚甲环唑被广泛应用于水稻、水果蔬菜、谷物和南美棉花作物,可以有效防治黑

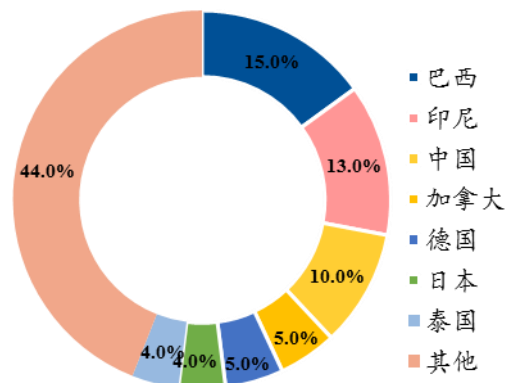
星病，黑痘病、白腐病等。按区域分布，苯醚甲环唑的市场主要分布在亚洲、拉美及欧洲，代表国家有巴西、印度尼西亚、中国、加拿大、德国等。2016 年我国苯醚甲环唑消费量居世界第三，占比 10%。

图 35：苯醚甲环唑消费构成（按作物）



资料来源：CNKI，民生证券研究院

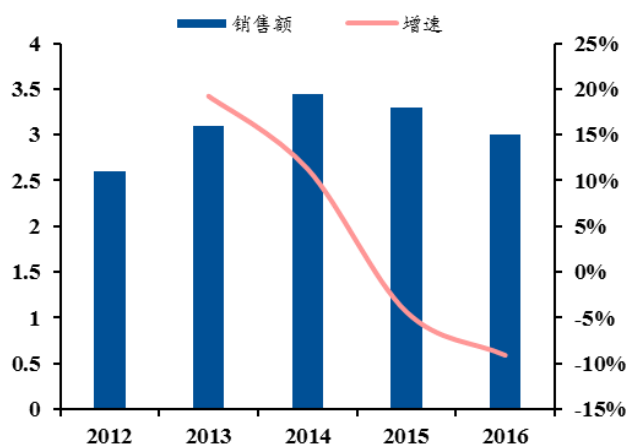
图 36：苯醚甲环唑消费构成（按国家）



资料来源：CNKI，民生证券研究院

据 Philips McDougall 公司统计，2012-2015 年，苯醚甲环唑销售额在 3 亿美元上下波动，2016 年苯醚甲环唑全球销售额为 4.38 亿美元，排名第 10 位。2017 年以来，环保压力增强，造成小企业开工率不足，伴随着耕耘化学装置检修，苯醚甲环唑供应量下降，导致市场价格持续上涨并维持高位，目前在 27.5 万元/吨左右。

图 37：全球苯醚甲环唑销售额（亿美元）



资料来源：Philips McDougall，民生证券研究院

图 38：苯醚甲环唑价格（万元/吨）



资料来源：中农立华，民生证券研究院

当前国内苯醚甲环唑产能约 7800 吨/年，主要集中在江苏丰登、七洲绿色、宁波中化、绿佳化工等企业，新增产能有限。公司计划在新沂经济开发区新增苯醚甲环唑产能，一期预计 2019Q4 建成投产，二期预计 2020 年落地，随着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。

表 8：国内苯醚甲环唑产能

公司	产能 (吨/年)	占比 (%)
江苏丰登	1200	15.4
七洲绿色	1200	15.4
宁波中化	1000	12.8
浙江禾本	1000	12.8
东泰农化	1000	12.8
杭州宇龙	800	10.3
耕耘化学	600	7.7
一帆生物	550	7.1
绿佳化工	450	5.8

资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

三、现金收购威远生化，强强联合优势互补

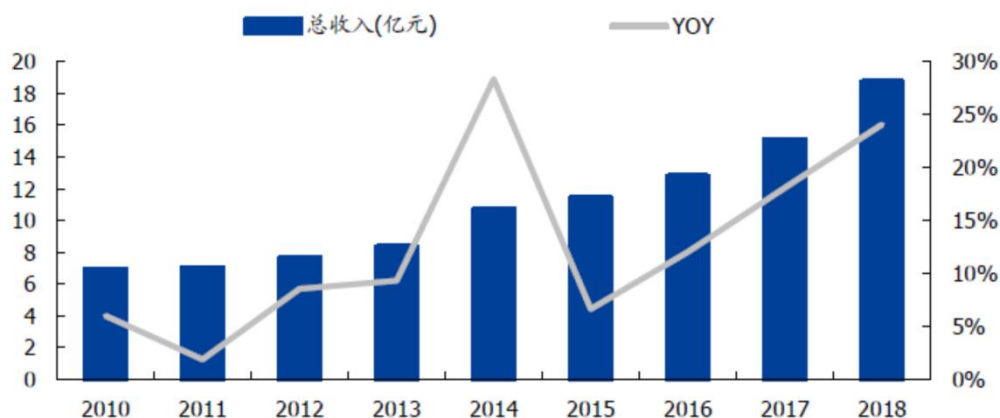
(一) 标的资产优质，销售渠道顺利拓宽

2018 年 10 月 10 日，公司发布公告计划与欣荣投资、新奥股份共同签署框架协议，拟以现金形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。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，利民将进一步布局杀虫剂和除草剂明星产品，丰富杀虫剂、除草剂产品类别。

2019 年 3 月，相关公司发布相关公告，本次交易标的估值 8.07 亿元，交易金额合计 7.59 亿元，其中利民股份受让 60% 的股权，受让价格为 4.8 亿元，其中 2.6 亿元来自公司变更募投项目资金，其余部分由公司自行筹措。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。

当前，威远收购已经获得国家市场监督管理总局的反垄断审查，基金备案已经完成，目前正在履行付款交割等工作。

图 39：威远生化营业收入（亿元）及同比增幅（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

威远公司已经建立了完善的销售渠道，与经销商以及其他客户保持着良好的合作关系，在行业内拥有较好的市场信誉；国内市场，威远已拥有覆盖 28 个省份、1200 多个县的市场营销和技术服务网络，国际市场上，威远产品远销各大洲。公司收购威远资产后，可在销售渠道上实现共享、导流，直接面对农兽药末端应用市场，形成从研发生产到终端销售的一体化服务，更有利于在终端消费者、经销商层面建立更广阔的品牌推广体系，拓宽应用市场。

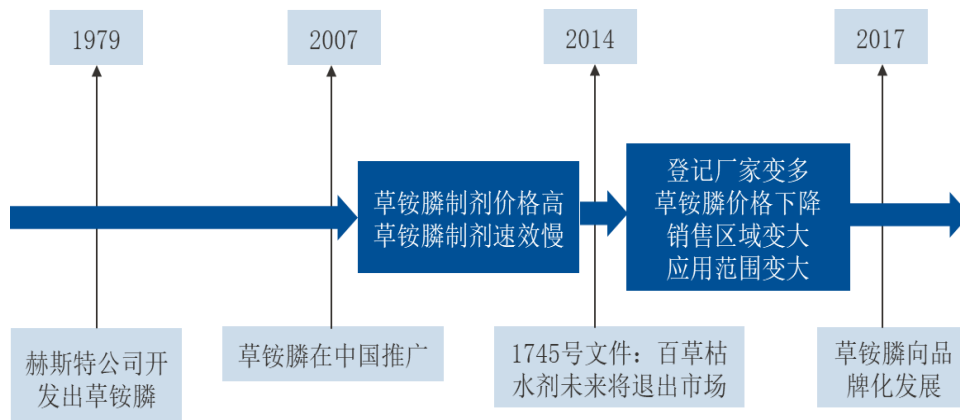
(二) 进一步布局明星产品，丰富农药品类

1、草铵膦：合成工艺先进，整体市场扩张

草铵膦属广谱触杀型除草剂，1979 年由赫斯特公司开发，1986 年上市，现归属于拜耳作物科学公司。草铵膦通过被叶子吸收后，由叶片基部向端部转移，使得植物体内铵代谢在施药后短期内陷于紊乱状态，强烈的细胞毒剂铵离子在植物体内积累，使植物中毒而死。同时植物的光合作用也受到严重抑制，受害植物呈黄白色，2-5 天后开始枯黄死去。该产品对未出土的幼芽和种子无害。

草铵膦在中国的发展可大致分为四个阶段。1979 年赫斯特公司开发出草铵膦到 2007 年草铵膦在中国推广，国内的草铵膦市场处于空白状态。2007 年，草铵膦开始进入我国市场，但是同时面临着两个问题，一是制剂的价格高，原药的价格在 30 万/吨以上，制剂的价格是百草枯的 3-4 倍。二是制剂的速效慢，导致其适用范围受限。2014 年，国家颁布 1745 号文件：百草枯水剂退出市场。这一消息的发布，直接促进了我国草铵膦市场的发展。随后草铵膦的登记厂家增加、价格下降、销售区域和下游应用范围均扩大。但是，伴随着草铵膦市场的迅速扩张，其发展也面临着一系列的问题，例如，产品质量参差不齐，产品药效问题层出不穷等。为了应对草铵膦发展过程中出现的问题，我国企业开始注重草铵膦的规模效应及品牌效应。

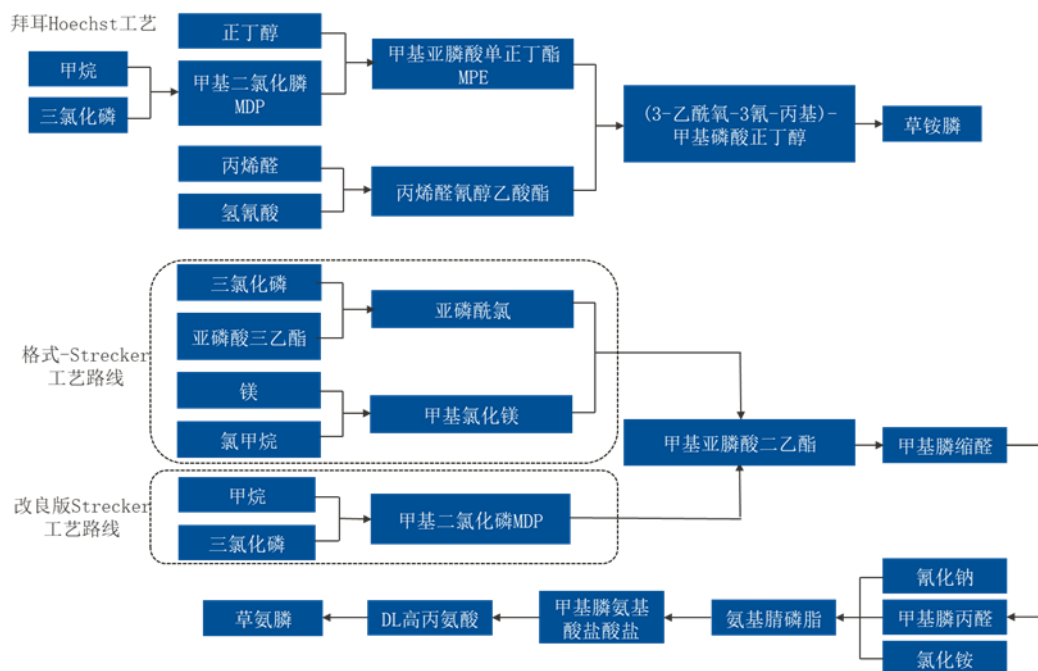
图 40：草铵膦在中国的发展历程



资料来源：CNKI，民生证券研究院

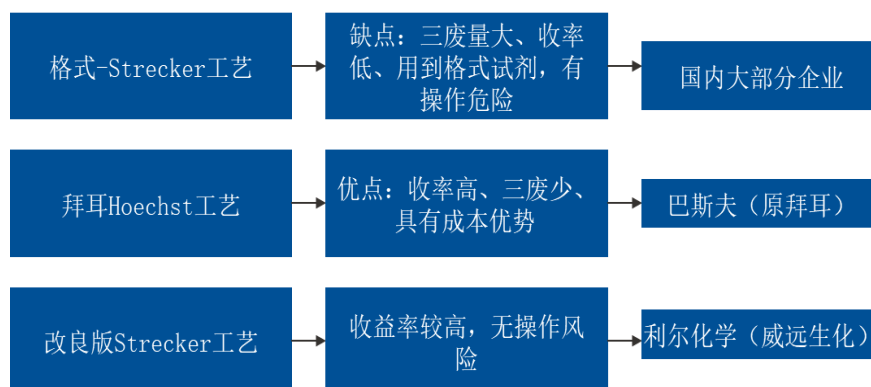
草铵膦主要有三种合成工艺，包括拜耳 Hoechst 工艺、格式-Strecker 工艺以及改良版 Strecker 工艺。国内大部分企业采用格式-Strecker 工艺，该工艺具有三废量大、收率低、用到格式试剂，有操作危险等缺点。德国拜耳采用拜耳 Hoechst 工艺。改良版 Strecker 工艺主要为利尔化学和威远生化的生产工艺，其具有工艺流程少、产率高、三废少、成本低、无操作风险等优点，是国内领先的生产工艺。

图 41: 草铵膦的生产工艺



资料来源: CNKI, 民生证券研究院

图 42: 威远草铵膦生产工艺国内领先



资料来源: CNKI, 民生证券研究院

草铵膦主要应用在油菜、果园等高附加值的经济作物。2016 年全球草铵膦消费用量 12099 吨, 其中油菜用量 4715 吨, 果园用量 2887 吨。从国家层面来看, 加拿大、美国、中国、巴西、韩国等国占据全球 74% 的市场, 其中加拿大主要是由于油菜等转基因作物渗透率高, 美国 and 巴西市场受益于各类新型转基因作物的推广。

据 Philips McDougall 公司统计, 2016 年全球销售额前 10 名的除草剂中, 草铵膦位列第二, 其销售额为 6.60 亿美元, 占总额的 2.93%。目前国内草铵膦产能共 3.73 万吨/年, 开工率较低, 产量约为 1.66 万吨/年, 主要的生产企业包括利尔化学、辉丰股份、永农生物、济

宁天盛等。

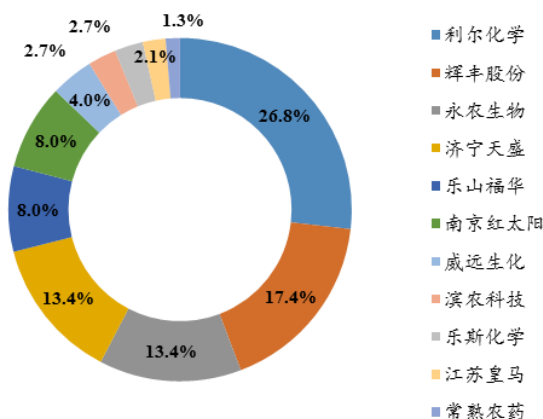
表 9：国内草铵膦产能

公司	产能 (千吨/年)	未来新增产能 (吨/年)	计划投产时间
利尔化学	10	7	2019
辉丰股份	6.5		
永农生物	5	2	2019
济宁天盛	5	2	2019
乐山福华	3		
南京红太阳	3	20	未知
威远生化	1.5	1.5	未知
滨农科技	1		
乐斯化学	1		
江苏皇马	0.8		
常熟农药	0.5		
福华通达		9	未知

资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

从在建产能的规模来看，未来两年预计新增产能 1.1 万吨，另有 3.05 万吨投产时间不确定，产能的增加将对草铵膦的供给端造成一定的冲击。草铵膦的价格由 2018 年 11 月初的 19 万元/吨跌至目前的 12.5 万元/吨。从短期来看，草铵膦供给宽松而需求有限，购买积极性不高，从中长期来看，新增产能投放可能会造成价格进一步下降。

图 43：国内草铵膦产能格局



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 44：国内草铵膦价格走势 (万元/吨)



资料来源：中农立华，民生证券研究院

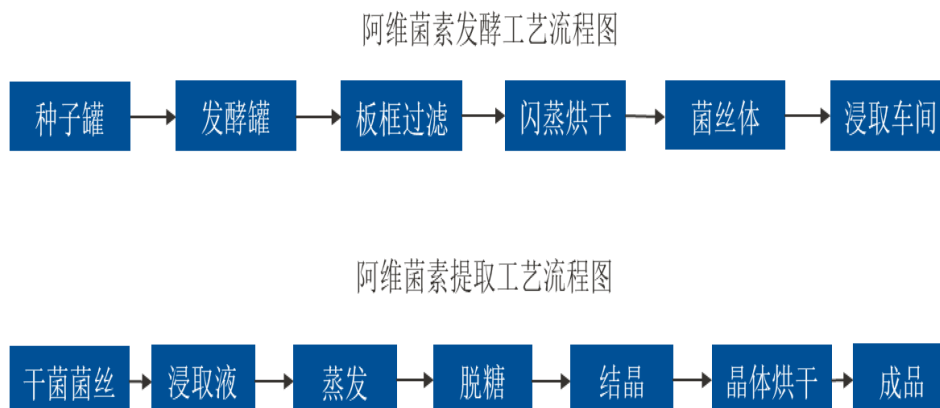
威远目前采用连续气相法工艺，具有草铵膦产能 1500 吨/年，预计未来有 1500 吨的扩产计划，届时产能将达 3000 吨/年。

2、阿维菌素：供给受限，价格不断上涨

阿维菌素是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 年产品化的一种新型抗生素类杀虫、杀螨、杀线虫剂。阿维菌素因其突出的防治效果被广泛地应用于多种作物，特别是防止水稻稻纵卷叶螟和二化螟。经过 30 多年的发展，阿维菌素已成为目

前全球农民普遍接受的主流农药。

图 45: 威远公司阿维菌素生产工艺流程图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

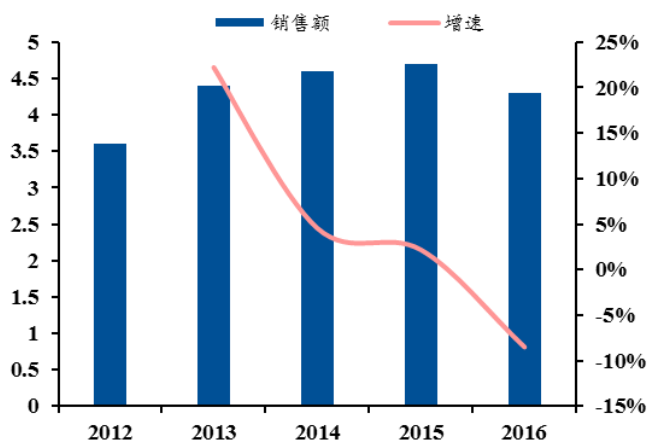
2012-2015 年，阿维菌素全球销售额呈现逐渐上升的态势，在 2016 年有所下滑，同比下降 8.5%。据 Philips McDougall 数据统计，2016 年全球销售额前 10 名杀虫剂中，阿维菌素排名第 9，销售额达到 4.30 亿美元，占全球杀菌剂销售额的 3.32%。

表 10: 全球前 10 位杀虫剂销售额 (亿美元)

序号	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 (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	5.1
杀虫剂全球总销售额 (亿美元)		129.65	143.39	161.46	149.08	132.78

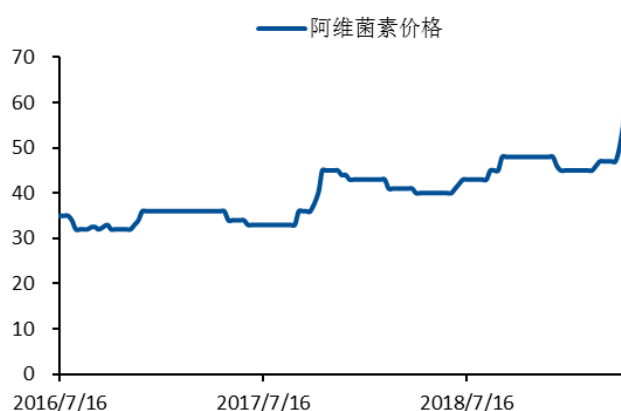
资料来源：Philips McDougall，民生证券研究院

图 46: 全球阿维菌素销售额 (亿美元)



资料来源: Philips McDougall, 民生证券研究院

图 47: 阿维菌素价格 (万元/吨)



资料来源: 中农立华, 民生证券研究院

供给方面, 经历多年发展, 我国阿维菌素仍处于供大于求的状态。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 11: 国内阿维菌素产能

公司	产能 (吨/年)	占比 (%)
齐鲁制药	2500	42
兴柏集团	1200	20
威远生化	300	8
大庆志飞	250	4
宁夏大地	230	4
其他	1300	22

资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

威远目前拥有阿维菌素产能 300 吨/年, 并且计划 2019 年 9 月扩张至 650 吨/年, 公司有望充分利用威远公司的阿维菌素销售渠道, 实现快速增长。

四、盈利预测与估值

(一) 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，巩固国内代森锰锌龙头地位；同时参股国内最大的百菌清供应商江苏新河化工，获得稳健投资收益；未来产品仍面临不断升级，鉴于：

(1) 在供给受限、需求旺盛背景下，百菌清景气不减，2019Q1 百菌清均价达 5.5 万元/吨，同比增长 10%，公司参股的新河公司新增 1 万吨百菌清产能于 2018Q4 建成后逐步放量、快速达产，产品量价齐升助力业绩增长显著。

(2) 公司 1 万吨代森类新产能将于 2019 年 6 月底建成，定位代森高端产品市场，产品盈利提升，代森锰锌在渠道与制剂产品上优势逐渐显现，成为公司重要利润来源。

(3) 公司年产 500 吨苯醚甲环唑项目已启动，预计 2019H2 建成；本部新建的 1000 吨吡唑醚菌酯有望年内完成审批；年产 1 万吨石硫合剂全自动化生产车间也将在明年启动建设。新项目的陆续投产将给公司业绩带来持续增量，进一步打开成长空间。

考虑此次并购（按照威远 6 月开始并表 7 个月测算），我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 28.14、39.20、44.51 亿元，归母净利润分别为 3.45、4.52、5.37 亿元，对应 EPS 分别为 1.22、1.59、1.89 元，当前股价对应 PE 分别为 12X、8.8X、7.4X。

表 12：利民股份主营业务核心假设及盈利预测（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
农用杀菌剂					
收入	11.66	11.91	15.62	17.52	19.61
成本	8.23	7.98	9.97	11.11	12.32
毛利	3.43	3.93	5.65	6.41	7.29
毛利率	29.43%	33.00%	36.18%	36.59%	37.17%
农用杀虫剂					
收入	0.74	1.18	1.30	1.43	1.57
成本	0.55	0.88	0.96	1.04	1.13
毛利	0.19	0.30	0.34	0.39	0.44
毛利率	25.74%	25.75%	26.00%	27.00%	28.00%
农用除草剂及其他					
收入	1.28	1.88	2.26	2.93	3.67
成本	1.08	1.60	1.92	2.49	3.12
毛利	0.20	0.28	0.34	0.44	0.55
毛利率	15.49%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
其他主营业务					
收入	0.56	0.22	0.24	0.27	0.30
成本	0.39	0.16	0.17	0.18	0.20
毛利	0.17	0.07	0.08	0.09	0.10
毛利率	30.33%	30.00%	31.00%	32.00%	33.00%
综合收入	14.24	15.19	19.42	22.15	25.15
收入增速	22.65%	6.68%	27.81%	14.07%	13.54%
综合成本	10.25	10.61	13.01	14.83	16.77
综合毛利率	28.02%	30.16%	32.97%	33.06%	33.32%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 估值分析

公司自上市以来，TTM 法平均估值水平在 45 倍左右。目前股价对应的估值水平约为 17 倍，处于历史绝对低位。

图 48：公司历史估值 PE 水平



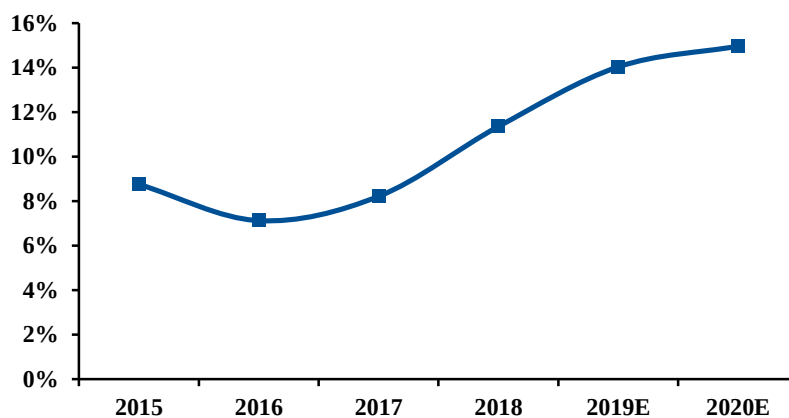
资料来源：Wind，民生证券研究院

我们选取农药板块扬农化工、长青股份、利尔化学、广信股份、中旗股份、海利尔等主要农药板块上市公司作为可比企业。

从 ROE 层面看，公司主营产品均处于高景气周期，代森锰锌、百菌清等产品规模优势逐步扩大，业绩将进入快速提升期；同时，威远公司质地优良，具有产品和渠道双重优势，ROE 有极大地向上修复空间，未来增速将超过可比公司。

从估值水平看，2018-2020 年可比公司平均 PE 分别为 13、12、9.4 倍，利民股份估值略低于行业平均水平，并表后可享有估值溢价，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.22、1.59、1.89 元，当前股价对应 PE 为 12X、8.8X、7.4X，公司具备广阔快速成长空间和较大的长期投资价值，继续维持“推荐”评级。

图 48：利民股份 ROE



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 13：利民股份和可比公司估值比较

代码	证券简称	现价 6 月 12 日	EPS			PE			总市值 (亿元)
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600486	扬农化工	53.40	2.89	3.46	4.05	13.03	15.42	13.19	165
002391	长青股份	7.89	0.89	0.74	0.88	11.87	10.72	9.01	42.5
002258	利尔化学	13.31	1.10	1.27	1.59	11.92	10.49	8.36	69.8
603599	广信股份	14.16	1.01	1.24	1.53	10.40	11.45	9.24	65.8
300575	中旗股份	26.03	2.85	2.15	2.86	15.01	12.09	9.11	34.4
603639	海利尔	26.59	2.17	2.79	3.49	12.24	9.52	7.63	45.1
【平均】			1.82	1.94	2.40	12.41	11.62	9.42	70.43
002734	利民股份	13.68	0.74	1.22	1.59	18.49	11.21	8.61	38.8

资料来源：Wind、民生证券研究院（除利民股份外均为 wind 一致预期）

五、风险提示

代森锰锌、百菌清等产品价格大幅下跌；

原材料成本剧烈波动；

新项目进展不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,519	2,814	3,920	4,451
营业成本	1,106	1,987	2,776	3,099
营业税金及附加	7	13	19	21
销售费用	81	163	227	258
管理费用	132	287	390	454
研发费用	57	53	86	104
EBIT	136	310	422	514
财务费用	22	0	0	0
资产减值损失	3	0	0	0
投资收益	108	74	80	83
营业利润	232	395	515	609
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	228	391	511	605
所得税	18	39	49	57
净利润	209	352	462	547
归属于母公司净利润	206	345	452	537
EBITDA	251	423	544	641
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	360	434	841	1288
应收账款及票据	139	285	384	436
预付款项	51	76	110	124
存货	265	537	612	681
其他流动资产	621	621	621	621
流动资产合计	1442	1984	2584	3188
长期股权投资	161	234	315	397
固定资产	760	810	845	878
无形资产	157	178	199	212
非流动资产合计	1293	1344	1392	1420
资产合计	2735	3328	3976	4607
短期借款	520	520	520	520
应付账款及票据	87	182	241	270
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	778	1019	1205	1289
长期借款	45	45	45	45
其他长期负债	36	36	36	36
非流动负债合计	80	80	80	80
负债合计	858	1100	1285	1369
股本	284	284	284	284
少数股东权益	60	67	77	88
股东权益合计	1877	2229	2691	3238
负债和股东权益合计	2735	3328	3976	4607

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	6.7%	85.2%	39.3%	13.5%
EBIT 增长率	-1.8%	128.6%	36.1%	21.7%
净利润增长率	50.1%	67.3%	31.1%	18.7%
盈利能力				
毛利率	27.2%	29.4%	29.2%	30.4%
净利率	13.6%	12.3%	11.5%	12.1%
总资产收益率 ROA	7.5%	10.4%	11.4%	11.6%
净资产收益率 ROE	11.3%	16.0%	17.3%	17.0%
偿债能力				
流动比率	1.9	1.9	2.1	2.5
速动比率	1.5	1.4	1.6	1.9
现金比率	0.5	0.4	0.7	1.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	31.6	32.5	32.2	32.2
存货周转天数	82.0	72.6	74.5	75.1
总资产周转率	0.6	0.9	1.1	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	1.2	1.6	1.9
每股净资产	6.4	7.6	9.2	11.1
每股经营现金流	0.8	0.6	1.8	1.9
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	18.9	11.5	8.8	7.4
PB	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	13.5	8.6	5.9	4.3
股息收益率	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	209	352	462	547
折旧和摊销	119	113	121	127
营运资金变动	(14)	(226)	(8)	(72)
经营活动现金流	232	170	499	525
资本开支	177	95	93	77
投资	(222)	0	0	0
投资活动现金流	(380)	(95)	(93)	(77)
股权募资	9	0	0	0
债务募资	204	0	0	0
筹资活动现金流	130	0	0	0
现金净流量	(19)	75	406	448

插图目录

图 1: 公司股权结构	3
图 2: 公司近年农药产销量	4
图 3: 公司营业收入 (亿元) 及同比增幅 (%)	5
图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及同比增幅 (%)	5
图 5: 公司分业务营收构成 (亿元)	6
图 6: 公司分地区营收构成 (亿元)	6
图 7: 公司主要产品毛利率 (%)	6
图 8: 公司销售毛利率、销售净利率 (%)	6
图 9: 农药产业链	7
图 10: 全球部分农作物种植面积 (hm ²)	7
图 11: 全球农药市场规模 (亿美元)	7
图 12: 杀菌剂发展历程	9
图 13: 2017 全球农药市场占比	9
图 14: 全球杀菌剂销售额 (亿美元)	9
图 15: 代森锰锌生产工艺流程	10
图 16: 全球代森锰锌销售额 (亿美元)	10
图 17: 代森锰锌价格 (元/吨)	10
图 18: 全球代森锰锌产能格局	11
图 19: 国内代森锰锌产能格局	11
图 20: 百菌清产业链	12
图 21: 全球百菌清销售额 (亿美元)	12
图 22: 百菌清价格 (元/吨)	12
图 23: 全球百菌清主要产能分布 (万吨)	13
图 24: 百菌清全球竞争格局	13
图 25: 硝磺草酮消费构成 (按作物)	14
图 26: 硝磺草酮消费构成 (按国家)	14
图 27: 硝磺草酮竞争格局	15
图 28: 硝磺草酮价格 (万元/吨)	15
图 29: 吡唑醚菌酯生产工艺流程	15
图 30: 全球吡唑醚菌酯销售额 (亿美元)	16
图 31: 吡唑醚菌酯价格 (万元/吨)	16
图 32: 吡唑醚菌酯消费构成 (按作物)	16
图 33: 吡唑醚菌酯消费构成 (按国家)	16
图 34: 苯醚甲环唑产业链	17
图 35: 苯醚甲环唑消费构成 (按作物)	18
图 36: 苯醚甲环唑消费构成 (按国家)	18
图 37: 全球苯醚甲环唑销售额 (亿美元)	18
图 38: 苯醚甲环唑价格 (万元/吨)	18
图 39: 威远生化营业收入 (亿元) 及同比增幅 (%)	20
图 40: 草铵膦在中国的发展历程	21
图 41: 草铵膦的生产工艺	22
图 42: 威远草铵膦生产工艺国内领先	22
图 43: 国内草铵膦产能格局	23
图 44: 国内草铵膦价格走势 (万元/吨)	23
图 45: 威远公司阿维菌素生产工艺流程图	24
图 46: 全球阿维菌素销售额 (亿美元)	25
图 47: 阿维菌素价格 (万元/吨)	25
图 48: 公司历史估值 PE 水平	27

表格目录

表 1: 公司产能情况	4
表 2: 公司主要竞争优势	5
表 3: 近年来全球领先国家农药销售额 (亿美元)	8
表 4: 代森锰锌产能情况 (万吨/年)	11
表 5: 2016 年全球前 15 位除草剂品种销售额 (亿美元)	13
表 6: 硝磺草酮产能 (万吨/年)	14
表 7: 国内吡唑醚菌酯产能	17
表 8: 国内苯醚甲环唑产能	19
表 9: 国内草铵膦产能	23
表 10: 全球前 10 位杀虫剂销售额 (亿美元)	24
表 11: 国内阿维菌素产能	25
表 12: 利民股份主营业务核心假设及盈利预测 (亿元)	26
表 13: 利民股份和可比公司估值比较	28

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

李骥，北京大学材料学博士，2017年新财富有色金属行业第三名团队成员，2018年12月加入民生证券化工团队。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。