

利民股份 (002734.SZ)

携手威远，打造综合型农药企业

保护性杀菌剂在抗性治理中不可替代。2017 年全球杀菌剂销售额达到 155 亿美元，尽管新型高效杀菌剂不断开发出来，但仍无法解决抗性问题的，代森类和百菌清等传统保护性杀菌剂由于其在抗性治理中的独特优势，以及适用范围广、生产工艺成熟等优点，这些老品种仍旧发挥着不可替代的作用，同时由于环保审批难度加大，新进入者较少，供需格局好转，未来的市场空间有望稳中有升。

公司主营产品市占率高，竞争优势明显。公司主营产品产能和市占率均居国内前列，其中代森锰锌、霜脲氰、嘧霉胺、三乙膦酸铝均为国内规模最大，百菌清全球产能最大，产品定价能力强，且产品质量和毛利率均优于国内同类企业，竞争力强；同时公司与杜邦、先正达、诺普信等国内外优质农药公司建立了长期稳固的合作关系，为公司业务稳定增长奠定基础。

携手威远打造综合型农药企业。公司拟联合欣荣投资、新威投资以支付现金的方式购买新奥股份持有的威远资产组 100% 股权，其中利民股份受让 60% 的股权。威远在杀虫剂领域拥有阿维菌素、甲维盐等优势产品，除草剂领域有连续气相法工艺的草铵膦，兽药领域有泰妙菌素、伊维菌素等产品，并购后可弥补公司产品空白；同时，威远有完善的销售渠道和行业口碑，并购后可实现渠道共享、导流，提升公司的综合竞争力。

盈利预测与投资评级：暂不考虑威远并表，我们预计公司 2018~2020 年归母净利润为 1.96/2.65/3.29 亿元，分别同比增长 42.6%、35.1%、24.2%，对应 EPS 分别为 0.69/0.93/1.16 元。威远资产组注入后将使公司产品结构得到很大补充和完善，技术水平和销售渠道也得到大幅提升，我们认为公司目前市值和估值存在低估，我们看好公司强强联合模式下的持续成长，给予公司目标价 19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新项目建设进度不及预期、威远公司业绩释放不及预期、原材料价格大幅波动、安全生产的风险、汇率大幅波动风险。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,160	1,423	1,667	1,853	2,273
增长率 yoy (%)	39.0	22.7	17.1	11.2	22.7
归母净利润（百万元）	113	137	196	265	329
增长率 yoy (%)	67.5	21.5	42.6	35.1	24.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.40	0.48	0.69	0.93	1.16
净资产收益率 (%)	7.1	8.2	10.7	13.3	15.2
P/E（倍）	33.5	27.6	19.3	14.3	11.5
P/B（倍）	2.4	2.3	2.1	1.9	1.8

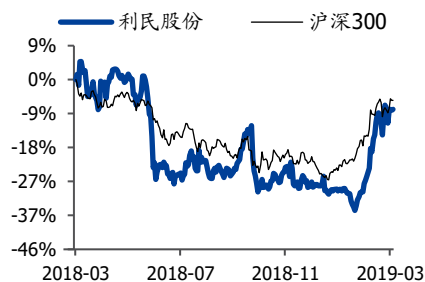
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	化学制品
最新收盘价	13.41
总市值(百万元)	3,801.74
总股本(百万股)	283.50
其中自由流通股(%)	72.22
30 日日均成交量(百万股)	2.70

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号：S0680518030008

邮箱：sunqixiang@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1173	1191	1135	1282	1538
现金	676	384	472	555	644
应收账款	118	136	146	168	185
其他应收款	4	5	6	6	9
预付账款	22	33	31	33	43
存货	132	239	258	260	350
其他流动资产	221	393	221	259	306
非流动资产	906	1195	1410	1480	1542
长期投资	85	96	121	147	173
固定投资	691	767	854	891	919
无形资产	54	160	174	190	211
其他非流动资产	76	173	261	252	240
资产总计	2079	2386	2544	2762	3080
流动负债	467	621	670	758	895
短期借款	230	361	380	420	460
应付账款	110	91	106	130	175
其他流动负债	126	170	184	208	260
非流动负债	21	35	25	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	35	25	28	28
负债合计	488	656	696	786	923
少数股东权益	3	58	60	63	67
股本	165	165	284	284	284
资本公积	1082	1088	973	973	973
留存收益	382	462	553	672	821
归属母公司股东收益	1588	1672	1789	1913	2090
负债和股东权益	2079	2386	2544	2762	3080

现金流表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	259	73	488	379	411
净利润	113	142	198	268	333
折旧摊销	75	98	105	115	131
财务费用	6	34	33	29	34
投资损失	-29	-44	-17	-18	-18
营运资金变动	82	-151	174	-16	-70
其他经营现金流	12	-5	-6	1	1
投资活动现金流	-389	-354	-304	-167	-175
资本支出	219	144	196	43	36
长期投资	-170	-164	-25	-22	-26
其他投资现金流	-340	-375	-133	-146	-165
筹资活动现金流	714	2	-96	-128	-146
短期借款	-26	131	19	5	35
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	35	0	119	0	0
资本公积增加	749	6	-115	0	0
其他筹资现金流	-44	-135	-118	-133	-181
现金净增加额	598	-293	88	83	89

利润表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1160	1423	1667	1853	2273
营业成本	819	1025	1143	1242	1525
营业税金及附加	4	7	7	8	10
营业费用	85	85	97	102	123
管理费用	132	168	178	183	216
财务费用	6	34	33	29	34
资产减值损失	5	-1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	44	17	18	18
营业利润	138	163	198	306	382
营业外收入	5	1	3	4	3
营业外支出	14	4	2	5	6
利润总额	129	160	226	304	379
所得税	15	19	28	36	45
净利润	113	142	198	268	333
少数股东收益	0	4	2	3	5
归属母公司净利润	113	137	196	265	329
EBITDA	197	269	341	428	518
EPS (元/股)	0.40	0.48	0.69	0.93	1.16

主要财务比率

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入 (%)	39.0	22.7	17.1	11.2	22.7
营业利润 (%)	92.3	18.5	37.1	36.3	24.9
归属母公司净利润 (%)	67.5	21.5	42.6	35.1	24.2
盈利能力					
毛利率 (%)	29.4	28.0	31.4	33.0	32.9
净利率 (%)	9.7	9.6	11.8	14.3	14.5
ROE (%)	7.1	8.2	10.7	13.3	15.2
ROIC	5.9	7.3	9.4	11.5	13.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.5	27.5	27.3	28.5	30.0
净负债比率 (%)	-28.0	-1.3	-5.0	-6.7	-8.4
流动比率	2.5	1.9	1.7	1.7	1.7
速动比率	2.2	1.5	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	10.0	11.2	11.8	11.8	12.9
应付账款周转率	9.9	10.2	11.6	10.5	10.0
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.48	0.69	0.93	1.16
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	-0.15	1.72	1.34	1.45
每股净资产 (最新摊薄)	5.60	5.90	6.31	6.87	7.51
估值指标 (倍)					
P/E	33.5	27.6	19.3	14.3	11.5
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	17.05	14.3	11.1	8.7	7.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1. 利民股份简介	5
2. 保护性杀菌剂最大优势在于抗性治理	8
3. 公司在杀菌剂行业中竞争优势明显	11
3.1. 技术优势	11
3.2. 产品质量优势	11
3.3. 规模优势	12
3.4. 品牌及客户优势	12
4. 杀菌剂：行业处于景气周期	12
4.1. 代森类杀菌剂：杀菌剂家族中的“常青树”	12
4.2. 百菌清：占据全球近一半产能	13
4.3. 布局新型杀菌剂苯醚甲环唑和吡唑醚菌酯	14
5. 与威远强强联合，打造综合型农药企业	15
5.1. 威远产品具有较强市场竞争力	16
5.2. 销售渠道具有先发优势	17
6. 盈利预测与投资评级	17
6.1. 盈利预测假设	17
6.2. 相对估值	18
7. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司现有产品产能情况（万吨/年）	5
图表 2: 公司产业链布局	6
图表 3: 2013-2018Q3 营业收入及同比增速	6
图表 4: 2013-2018Q3 归母净利润及同比增速	6
图表 5: 2011-2017 年各项业务营业结构（亿元）	7
图表 6: 2011-2017 年国内外营收结构（亿元）	7
图表 7: 公司主要产品毛利率	7
图表 8: 公司在建工程固定资产比	7
图表 9: 公司股权结构	8
图表 10: 杀菌剂发展史	9
图表 11: 杀菌剂按作用方式分类	9
图表 12: 传统保护性杀菌剂在抗性治理中的作用	10
图表 13: 2016 年主要杀菌剂销售额	10
图表 14: 全球杀菌剂销售额及增速	11
图表 15: 中国杀菌剂原药产量及增速	11
图表 16: 公司主要产品技术指标与国际先进水平对比	12
图表 17: 全球代森锰锌竞争格局	13
图表 18: 代森锰锌价格走势	13
图表 19: 全球百菌清竞争格局	14
图表 20: 百菌清价格走势	14
图表 21: 国内苯醚甲环唑和吡唑醚菌酯竞争格局	14
图表 22: 吡唑醚菌酯价格走势	15
图表 23: 威远生化营收及增速	15

图表 24: 全球草铵膦竞争格局.....	16
图表 25: 草铵膦价格走势.....	16
图表 26: 国内阿维菌素竞争格局.....	17
图表 27: 阿维菌素价格走势（万元/吨）.....	17
图表 28: 公司各项业务盈利预测.....	18
图表 29: 可比上市公司估值比较.....	19

1. 利民股份简介

公司的前身为成立于 1996 年的利民化工有限责任公司，2004 年进行所有制改革，由集体所有制企业改制为民营企业，2009 年整体变更为股份有限公司，并于 2015 年 1 月在深圳证券交易所挂牌上市，目前公司拥有 9 个子公司和 2 个参股公司。公司主要从事农药原药、剂型的研发、生产和销售，主要产品均为“高效、低毒、低残留”的农药产品，包括代森类、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺、威百亩等原药及制剂，销售规模居国内同行业前列。公司产品市场覆盖 80 多个国家和地区，位列中国农药出口额 30 强。

公司总部在江苏省新沂市，主营业务以杀菌剂为主，主要产品代森锰锌、百菌清、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺等杀菌剂产能规模均位居国内第一，在行业内具有较强的定价能力。公司一方面依靠内生式增长募资建设苯醚甲环唑、吡唑醚菌酯等新的杀菌剂品种，另一方面，公司积极外延并购，2017 年收购河北双吉 79.51% 的股权，河北双吉是国内代森类产品的主要生产企业之一，产能包括 20000 吨络合态代森锰锌、1000 吨代森铵、1000 吨代森锌、10000 吨石硫合剂和 8000 吨硫磺悬浮剂等。2019 年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标的公司（河北威远生物化工有限公司、河北威远动物药业有限公司及内蒙古新威远生物化工有限公司）100% 股权。公司以 4.8 亿受让 60% 股权，威远生化主要农药产品有 3400 吨杀虫剂原药（阿维菌素、呋虫胺、除虫脲等）、2000 吨草铵膦、500 吨嘧菌酯、以及 3.8 万吨农药制剂。并购完成后，公司的业务体量将得到大幅提升，同时销售渠道也将极大拓展。

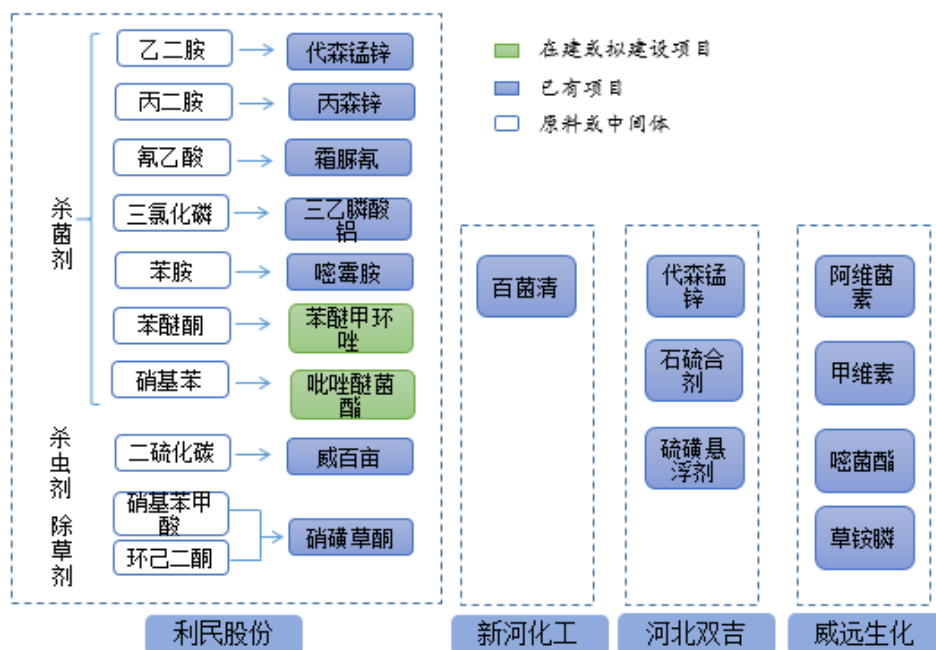
图表 1：公司现有产品产能情况（万吨/年）

类别	产品	生产基地	产能	新增产能	备注
杀菌剂	代森锰锌	本部	2.5		国内最大
	代森锰锌	双吉	1	1	18 年 Q4 投产
	百菌清	新河	3		参股 34%，国内最大
	霜脲氰		0.2		国内最大
	三乙膦酸铝		0.5		国内最大
	嘧霉胺		0.1		国内最大
	丙森锌		0.5		
	苯醚甲环唑			0.05	
	吡唑醚菌酯			0.1	
杀虫剂	威百亩		2		国内最大
除草剂	硝磺草酮		0.1		19Q3 投产

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司历来重视农药产品渠道的培育和研发技术的攻关，采取渠道和研发并举的策略，逐步培育行业大单品；目前杀菌剂仍是目前公司的主要业务，公司在继续扩大杀菌剂版图的同时将逐渐涉足多品类杀虫剂、除草剂领域，使杀菌剂、杀虫剂、除草剂三块业务协同发展，未来将形成原药、制剂均有配套的综合型农药企业。

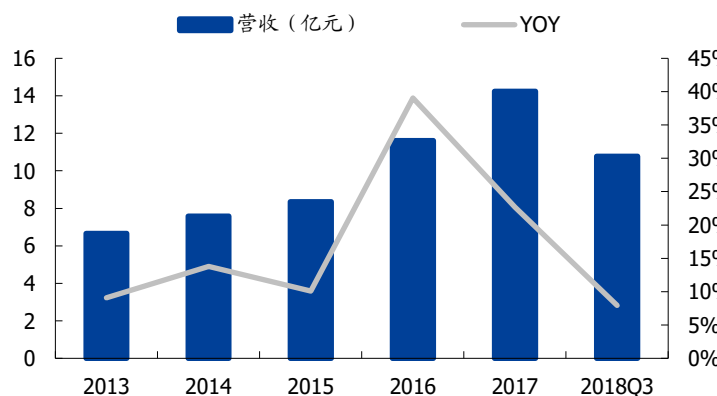
图表 2: 公司产业链布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

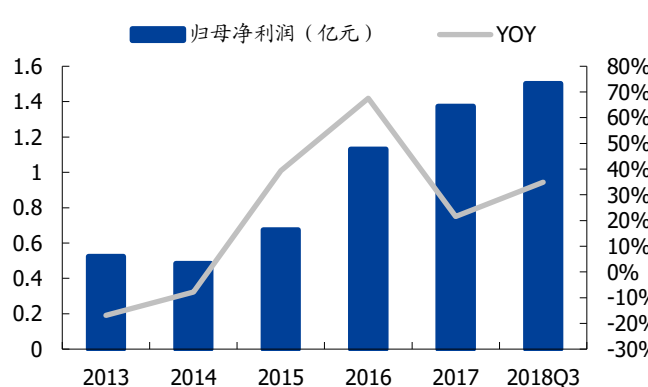
从历年营收和归母净利润看,公司在 2015 年开始积极进行产能扩张的同时,叠加了 2016 年供给侧改革和环保高压下农药行业的产能整合和落后产能出清,行业处于景气上行周期,公司营收和净利润连创新高,2017 年公司收入 14.23 亿元,归母净利润 1.37 亿元,分别增长 22.66%、21.53%,截止 2018 年三季度,公司业绩继续维持高增长,营收和归母净利润分别为 10.78、1.50 亿元,同比增长 7.94%、34.89%。

图表 3: 2013-2018Q3 营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

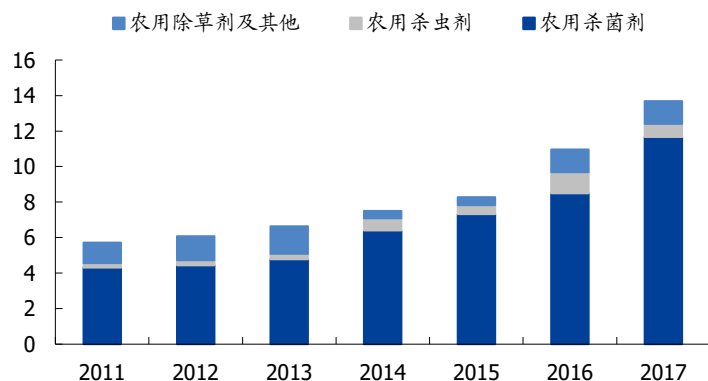
图表 4: 2013-2018Q3 归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

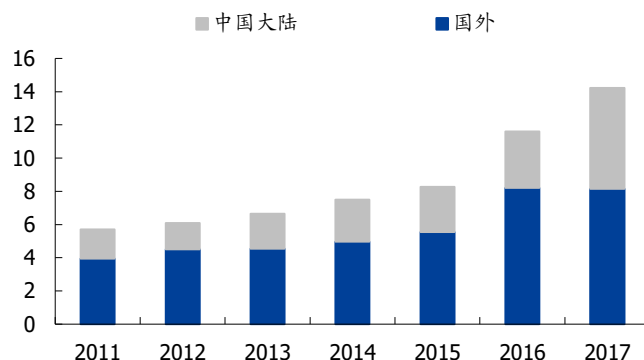
从公司产品结构看,公司主要以杀菌剂为主,营收占率一直维持在 80%左右,杀虫剂和除草剂仅是作为补充。2017 年公司总营收 14.23 亿元,杀菌剂贡献了 11.66 亿元,是公司的主要收入来源。公司在国外的销售额占比较大,一直维持在 70%左右,国外市场主要集中在欧洲、亚洲和非洲,欧洲市场主要是公司和杜邦、拜耳等跨国企业合作较多,亚洲市场主要是泰国等东南亚地区。

图表 5: 2011-2017 年各项业务营业结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

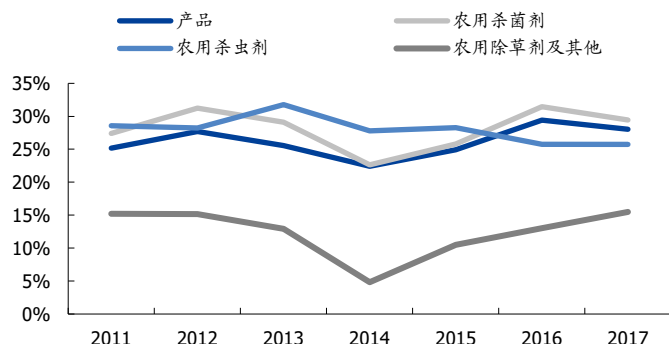
图表 6: 2011-2017 年国内外营收结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

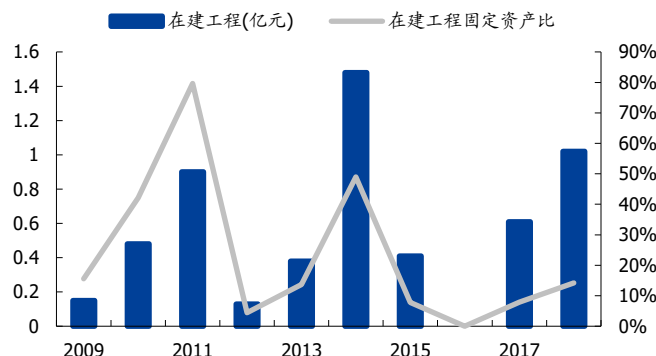
从近几年公司的产品毛利率可以看出, 杀菌剂毛利率较稳定, 在 25-30%之间波动, 主要原因是公司的杀菌剂产品大多属于成熟产品, 供需格局和行业竞争格局比较稳定。从公司 2009 年以来的在建工程规模也可以看出, 公司的发展一直伴随着密集的固定资产扩张, 可以明显的看出扩张的两个阶段, 公司 2017 年开始在建工程进入小高峰, 主要是扩产的百菌清、代森锰锌等项目, 以及正在建设的吡唑醚菌酯、苯醚甲环唑等项目, 新项目的投入将逐渐为公司带来业绩增量。

图表 7: 公司主要产品毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

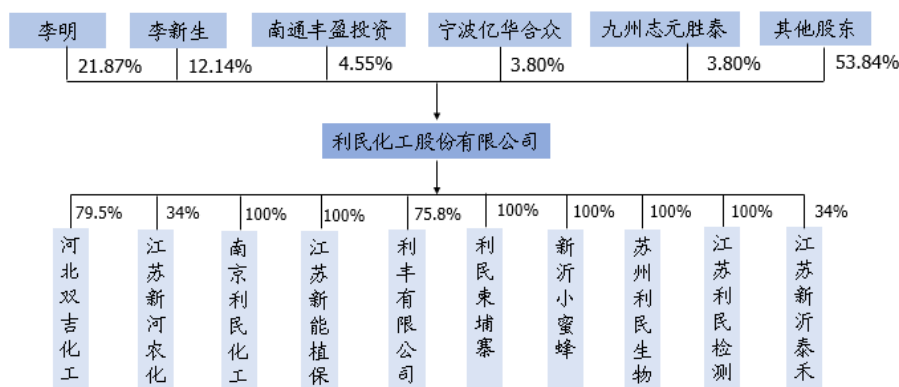
图表 8: 公司在建工程固定资产比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

截止 2018 年三季度, 公司总股本为 2.84 亿股, 前十大股东累计持股 1.56 亿股, 占总股本比例为 54.88%, 实际控制人是李明、李新生、李媛媛 (持股比例分别为 22.14%、12.29%、0.19%)。

图表 9: 公司股权结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2. 保护性杀菌剂最大优势在于抗性治理

杀菌剂是指能够杀死或抑制植物病原微生物（真菌、细菌、病毒）而又不至于造成植物严重损伤的化学物质。

杀菌剂的发展史大致可分为四个时期：

第一个时期是指 1882 年以前。该时期主要是以元素硫为主的无机杀菌剂时期，称为硫杀菌剂时期，主要是硫酸铜、石硫合剂等杀菌剂；

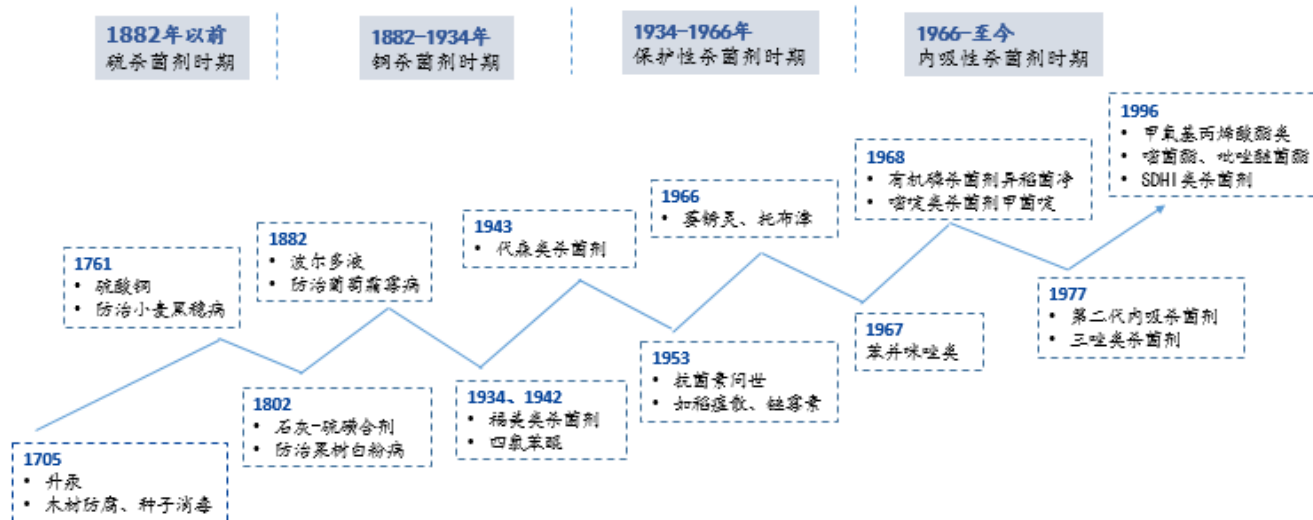
第二阶段（1882-1934 年）以元素铜为主的无机杀菌剂时期（无机杀菌剂向有机杀菌剂过渡时期），主要是波尔多液；

第三阶段（1934-1966 年）保护性有机杀菌剂时期。1934 年二硫代氨基甲酸衍生物（福美类）出现，开辟了有机杀菌剂的新纪元，1943 年森类杀菌剂出现，1953 年抗菌素问世，克菌丹、灭菌丹、8-羟基喹啉铜以及某些抗生素，如稻瘟散、放线菌酮、灰黄霉素、链霉素等出现；

第四阶段（1966 年至今）内吸性有机杀菌剂时期。1966 年具有内吸性的萎锈灵、托布津出现。1967 年苯并咪唑类杀菌剂苯菌灵问世，标志着内吸性杀菌剂时代的开始。1968 年有机磷杀菌剂异稻菌净和嘧啶类杀菌剂甲菌啞、乙菌啞出现。1977 年第二代内吸杀菌剂出现，以甾醇抑制剂出现为标志，如粉锈宁、羟锈宁等。三唑类杀菌剂也逐渐成为杀菌剂市场的主力。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，在近十年来取代了三唑类杀菌剂的主体地位；第四代杀菌剂主要方向是琥珀酸脱氢酶抑制剂啞酰菌胺等。

按照作用方式分类，杀菌剂通常分为保护性杀菌剂与内吸性杀菌剂。保护性杀菌剂在植物体外或体表直接与病原体接触，杀死或抑制病原菌，使之无法进入植物，从而达到保护植物免受细菌危害的目的；内吸性杀菌剂施用于作物的某一部位后被作物吸收，并在体内运输到作物的其他部位发生作用。

图表 10: 杀菌剂发展史



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

图表 11: 杀菌剂按作用方式分类

杀菌剂类别	种类	产品举例
保护性杀菌剂	硫及无机硫化合物	硫黄悬浮剂、固体石硫合剂等
	铜制剂	波尔多液、铜氨合剂等
	有机硫化合物	福美双、代森锌、代森铵、代森锰锌等
	酞酰亚胺	克菌丹、敌菌丹、灭菌丹等
	抗生素类	井冈霉素、灭瘟素、多氧霉素等
	其他保护性杀菌剂	叶枯灵、叶枯净、百菌清、叶穗宁等
内吸性杀菌剂	甲氧基丙烯酸酯类	嘧菌酯、吡唑醚菌酯、啶菌酯、肟菌酯等
	三唑类	苯醚甲环唑、戊唑醇、氟环唑、腈菌唑、腈苯唑等
	苯并咪唑类	苯菌灵、多菌灵、噻菌灵、硫菌灵、甲基硫菌灵等
	二甲酰亚胺	异菌脲、乙烯菌核利等
	有机磷类	稻瘟净、异稻瘟净、三乙磷铝等
	苯基酰胺	甲霜灵等
	甾醇生成抑制剂	甲菌啉、十三吗啉、噻胺灵、丁硫啉等
	其他内吸性类	噁唑菌酮等

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

保护性杀菌剂在抗性治理中发挥着重要作用。抗性是选择性杀菌剂不可避免的问题, 杀菌剂抗性不仅使一些杀菌剂品种失去使用价值, 也常常造成作物病害防治失败, 给农业生产造成巨大损失。因此, 杀菌剂抗性是植物病害化学防治中最重要的问题之一。内吸性杀菌剂尤其是单一作用点位的杀菌剂大多都存在抗性的问题。比如苯并咪唑类和苯基酰胺类杀菌剂是目前杀菌剂品种中最容易产生抗性的类型, 使用 1 年后就会有抗性产生; 甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂在田间使用两年后就有抗性产生, 这是目前全球销售额最大的一类品种, 也是单剂使用最多的一类品种; 三唑类杀菌剂虽然也容易产生抗性, 但其抗性产生相对较慢; SDHI 类杀菌剂是目前最火的一类杀菌剂, 这类产品也已经有很多抗性报道。而在应对抗性问题时, 将专一性杀菌剂与多作用位点的保护性杀菌剂交替使用及混配, 是目前最有效的方法。

图表 12: 传统保护性杀菌剂在抗性治理中的作用

病害	抗性种类	可用保护性杀菌剂
霜霉病	苯基酰胺类、羧酰胺类、甲氧基丙烯酸酯类	代森锰锌、百菌清、丙森锌
白粉病	三唑类、甲氧基丙烯酸酯类、乙嘧啶、SDHI 类	代森锰锌、百菌清
晚疫病	苯基酰胺类、羧酰胺类、甲氧基丙烯酸酯类	代森锰锌、百菌清、丙森锌
灰霉病	苯并咪唑类、甲氧基丙烯酸酯类、SDHI 类	百菌清、克菌丹、福美双
锈病	三唑类、甲氧基丙烯酸酯类、SDHI 类	代森锰锌、百菌清、硫磺
黑星病	三唑类、苯并咪唑类	克菌丹、代森锰锌

资料来源: 农药快讯, 国盛证券研究所

2016 年全球杀菌剂销售超过 3 亿美元的品种中有三个是保护性杀菌剂, 代森锰锌、铜制剂和百菌清, 销售额分别是 9.21、6.14 和 3.33 亿美元。其中代森类和铜制剂三年复合增速分别为 7.89% 和 2.79%, 百菌清每年销售额稳定在 3.3 亿美元左右。

图表 13: 2016 年主要杀菌剂销售额

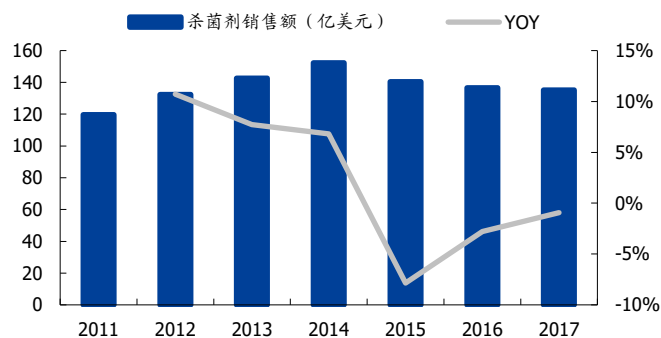
产品	2016 年销售额 (亿美元)	类别	上市时间	开发公司	三年复合增长率 (%)
啉菌酯	11.65	甲氧基丙烯酸酯类	1997	先正达	-1.56%
丙硫菌唑	10.73	SBI-其他唑类	2004	拜耳	11.42%
代森锰锌	9.21	多作用位点	1943	陶氏益农、UPL	7.89%
戊唑醇	8.32	SBI-三唑类	1988	拜耳	10.72%
吡唑醚菌酯	7.5	甲氧基丙烯酸酯类	2002	巴斯夫	-1.28%
铜制剂	6.14	多作用位点类-无机类	1885	许多公司	2.79%
肟菌酯	5.49	甲氧基丙烯酸酯类	2000	拜耳	-2.24%
环丙唑醇	4.91	SBI-三唑类	1988	先正达	6.11%
丙环唑	4.69	SBI-三唑类	1980	先正达	6.03%
苯醚甲环唑	4.38	SBI-三唑类	1989	先正达	10.99%
氟环唑	4.25	SBI-三唑类	1993	巴斯夫	-6.80%
百菌清	3.33	多作用位点	1963	先正达	-1.17%

资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

公司以代森类和百菌清等传统保护性杀菌剂为主, 虽然目前大量结构新颖、具有不同作用机理的新杀菌剂不断开发出来, 但仍无法解决抗性问题的, 传统的保护性杀菌剂由于其在抗性治理中的独特优势, 以及适用范围广、生产工艺成熟等优点, 这些老品种仍旧发挥着不可替代的作用, 未来的市场份额仍有望稳中有升。

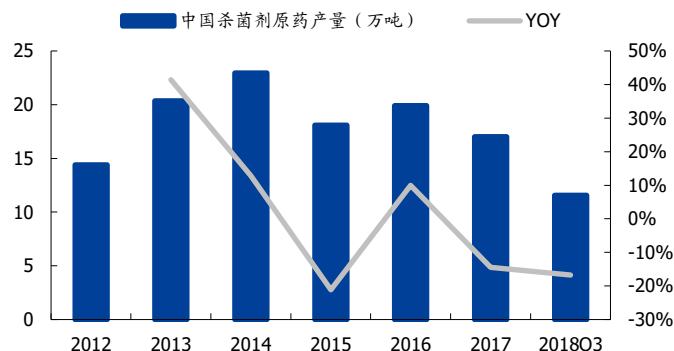
2017 年全球杀菌剂销售额 135.23 亿美元, 同比下降 0.9%, 占全球作物用农药市场 24.9%。我国杀菌剂原药产量持续下滑, 截止 2018 年三季度, 我国杀菌剂原药累计产量 11.57 万吨, 同比下降 16.70%, 原药产量连续两年下滑, 主要是环保监管下行业落后产能的逐步出清, 行业产能逐渐向生产规范、环保达标的头部企业集中, 行业的竞争格局较以往有较大的改善。

图表 14: 全球杀菌剂销售额及增速



资料来源: 世界农药网, 国盛证券研究所

图表 15: 中国杀菌剂原药产量及增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

3. 公司在杀菌剂行业中竞争优势明显

3.1. 技术优势

公示是国家高新技术企业, 拥有省级企业江苏省杀菌剂工程技术研究中心和国家级博士后工作站, 并与国内科研院所形成良好的合作机制, 从人才引进和培养等方面对公司技术提供有效支撑。

公司具有自主研发不断推出新产品和持续工艺改进的能力。代森锰锌、霜脍氰、丙森锌、三乙膦酸铝、嘧霉胺、苯醚甲环唑、威百亩、硝磺草酮、10%苯醚甲环唑水散粒剂等被认定为江苏省高新技术产品; 陆续推出了受国家政策鼓励的水基化新型制剂: 75%代森锰锌 WDG、70%丙森锌 WDG、80%三乙膦酸铝 WDG。并承担了丙森锌原药、噻虫啉原药及制剂等“国家火炬计划项目”。丙环唑和苯醚甲环唑两种农药原药的生产方法还获得了国家发明专利。此外, 公司是国内首家在农业部登记 89%丙森锌原药、96%代森锰锌原药和 85%代森锰锌可湿粉等含量较高农药的生产商。

3.2. 产品质量优势

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全过程管理, 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。

图表 16: 公司主要产品技术指标与国际先进水平对比

产品	公司产品技术水平			国际先进水平		
	有效成分	杂质	其他指标	有效成分	杂质	其他指标
代森锰锌	≥98%	ETU ≤ 0.2%		≥90%	ETU ≤ 0.5%	
霜脲氰	≥99%	T3204 ≤ 0.2%	丙酮不溶物 ≤ 0.3%	≥96%	T3204 ≤ 0.8%	丙酮不溶物 ≤ 0.5%
三乙磷酸铝	≥97%	亚磷酸盐 ≤ 0.5%		≥96%	亚磷酸盐 ≤ 1%	

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.3. 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、霜脲氰、三乙磷酸铝、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。

3.4. 品牌及客户优势

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。

客户也从单纯的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, 合作的产品从霜脲氰发展到代森锰锌、三乙磷酸铝、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。

4. 杀菌剂: 行业处于景气周期

4.1. 代森类杀菌剂: 杀菌剂家族中的“常青树”

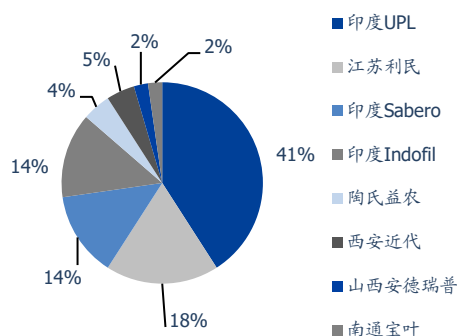
代森锰锌是由美国罗姆哈斯公司(现归陶氏益农公司)于 1961 年开发的一种保护性杀菌剂。2016 年代森锰锌全球销量 9.21 亿美元, 三年复合增长率 7.89%, 是杀菌剂家族中名副其实的“常青树”。代森锰锌近年来之所以用量逐年攀升, 主要是其所具有的独特优势: 一是杀菌谱极广, 对绝大多数真菌性病害都有效, 还能防治一些害虫; 二是不易产生抗性, 上市 50 多年来没有发现明显抗性; 三是能够促进作物生长, 还可为作物补充微量元素; 四是混用性极好, 几乎可与所有杀菌剂混用, 提高防效和延长治理周期。另外, 代森锰锌还具有低残留性的特点, 喷药 2 个月后残留趋于零值, 容易保证农产品的收获期安全, 因此在果蔬、药材等高附加值种植领域得以广泛应用。由于代森锰锌喷涂在植物表面不会被吸收, 能够确保安全, 未来可以在小麦、马铃薯等粮食作物领域扩大使用范围, 需求仍有望保持增长。

全球代森锰锌产能 22 万吨, 印度联合磷化(UPL)产能最大, 印度 UPL、Sabero 和 Indofil 三家企业合计占据全球代森锰锌 68% 的产能, 利民股份收购河北双吉后产能达到 4 万吨,

位居全球第二位，国内产能第一位。并且公司 18 年新上的 1 万吨代森类产品中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。与印度三家企业相比，利民股份在产品质量和成本上具有一定优势。

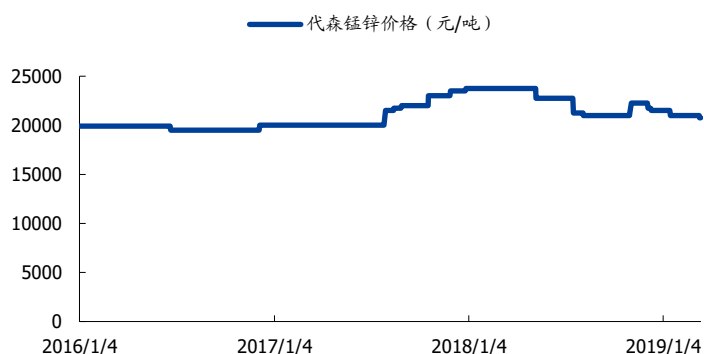
目前代森锰锌价格约 21500 元/吨，价格相对稳定，产品价格主要受原材料价格波动影响，维持目前供需格局下，预计未来产品价格波动不大。

图表 17: 全球代森锰锌竞争格局



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 18: 代森锰锌价格走势



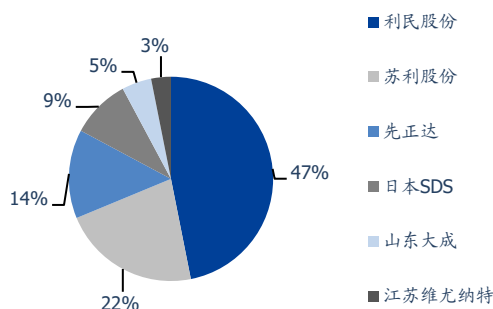
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

4.2. 百菌清: 占据全球近一半产能

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。百菌清没有内吸传导作用，喷到植物体上之后，能在体表上有良好的黏着性，不易被雨水冲刷掉，因此药效期较长。同时，百菌清可以与多种其他活性成分进行复配，显著提高施用效果，有效地防范或降低、延缓其他治疗性的杀菌剂的抗药性的发生。自 1963 年上市以来，百菌清一直是农业生产者广泛应用的杀菌剂产品，市场需求稳定，2014-2016 年全球销售额稳定在 3.3 亿美元左右。

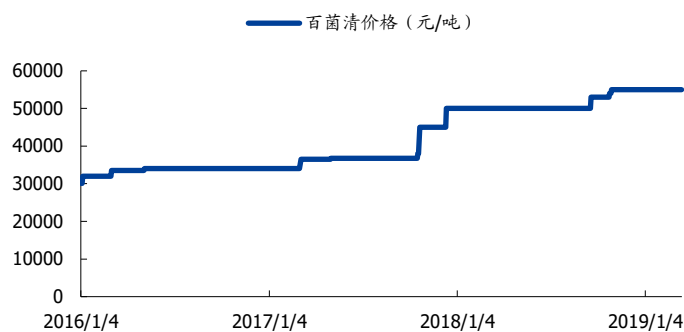
供给端看，全球百菌清产能约 6.3 万吨，利民（新河化工）百菌清产能 3 万吨，全球占比接近 50%。先正达和日本 SDS 产能逐步缩减转向新河化工采购，国内企业由于项目审批难度加大，新进入者极少，而存量产能由于环保问题，开工率不足，供给端不断收缩造成百菌清价格持续上涨，目前产品价格稳定在 51500 元/吨，新河公司 18 年新增的 1 万吨百菌清产能已经于 11 月份投产，19 年将为公司贡献利润。

图表 19: 全球百菌清竞争格局



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 20: 百菌清价格走势



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

4.3. 布局新型杀菌剂苯醚甲环唑和吡唑醚菌酯

苯醚甲环唑是由先正达开发的广谱、高效、内吸型杀菌剂, 对小麦、玉米、稻谷、大豆等苗期病害均有较好的效果, 不仅可以单独使用, 还可以与其他保护性或内吸性杀菌剂或杀虫剂等一起施用。苯醚甲环唑 1989 年首先在法国上市, 2014 年全球销售额 3.00 亿美元, 2016 年全球销售额 4.38 亿美元, 需求增长迅速。

目前国内苯醚甲环唑产能 7800 吨, 主要生产厂家包括江苏丰登、七洲绿色、东泰农化、宁波中化、浙江禾本等企业, 新增产能不多。利民规划的 500 吨产能预计 19 年 Q3 投产。

图表 21: 国内苯醚甲环唑和吡唑醚菌酯竞争格局

苯醚甲环唑	产能 (吨)	吡唑醚菌酯	产能 (吨)
江苏丰登	1200	山东康乔生物科技	1500
七洲绿色	1200	青岛海利尔	1000
宁波中化	1000	河北成悦化工	1200
浙江禾本	1000	江苏新农化工	1000
东泰农化	1000	江西巴菲特化工	600
杭州宇龙	800	新沂市永诚化工	800
恒隆作物	800	江苏托球农化股份	600
耕耘化学	600	武穴市旭日化工	600
一帆生物	500	江西金元莱高新材料	500
绿佳化工	500	其他	1200
合计	8600	合计	9000

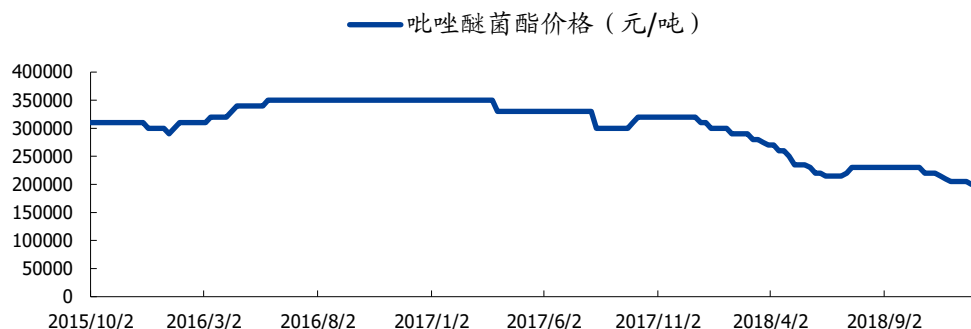
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

吡唑醚菌酯是巴斯夫 2002 年开发的一款甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂, 上市以来在全球 60 多个国家, 150 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。2017 年, 吡唑醚菌酯销售额已经突破 9.2 亿美元, 是全球第二大杀菌剂, 主要市场集中在巴西、美国、欧盟等区域。

目前吡唑醚菌酯在国内共登记原药企业 80 家, 山东康乔、青岛海利尔、河北深泰、河北成悦、江苏托球等是主要原药供应商, 产能 9000 吨; 新增产能主要有安徽国星、扬农化

工、深泰化工，累计 11000 吨，新增产能较大，随着产能释放，产品价格预计将下跌。利民规划产能 500 吨/年，预计在 2020 年投产。

图表 22: 吡唑醚菌酯价格走势



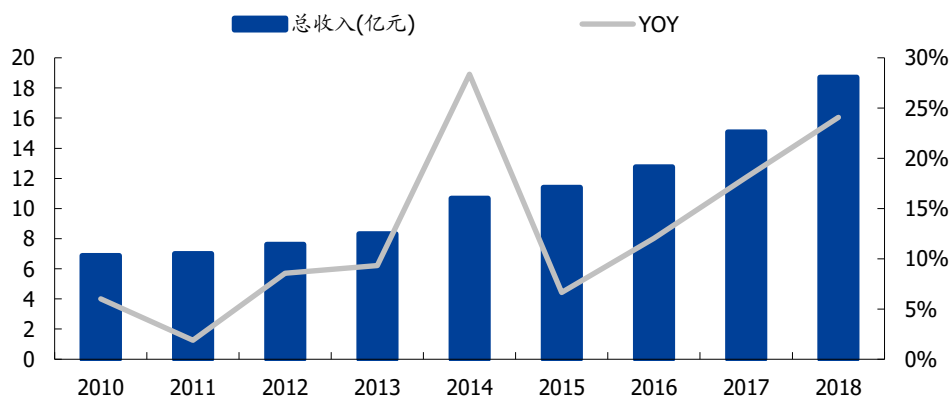
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

5. 与威远强强联合，打造综合型农药企业

2019 年 3 月 12 日，公司发布重大资产购买暨关联交易报告书（草案）公告，拟联合欣荣投资、新威投资以支付现金的方式购买新奥股份持有的威远资产组 100% 股权（河北威远生物化工有限公司、河北威远动物药业有限公司及内蒙古新威远生物化工有限公司），交易金额合计为 75,855.78 万元，其中利民股份受让 60% 的股权，受让价格为 48,000.00 万元，欣荣投资受让 25% 的股权，受让价格为 20,000.00 万元，新威投资受让 15% 的股权，最终为 7,855.78 万元。本次交易完成后，利民股份、欣荣投资、新威投资分别持有威远资产组 60%、25%、15% 的股权，威远资产组将成为利民股份的控股子公司。收购标的公司 2019-2021 年业绩承诺分别为 1.0、1.1、1.2 亿元。

威远资产在农药板块拥有甲维盐、阿维菌素、吡蚜酮、噻虫胺、噻唑膦等多种杀虫剂产品，同时在除草剂产品草铵膦生产技术方面拥有先进的连续气相合成技术，本次交易可以实现公司农药产品结构互补。另外，威远资产在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。

图表 23: 威远生化营收及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

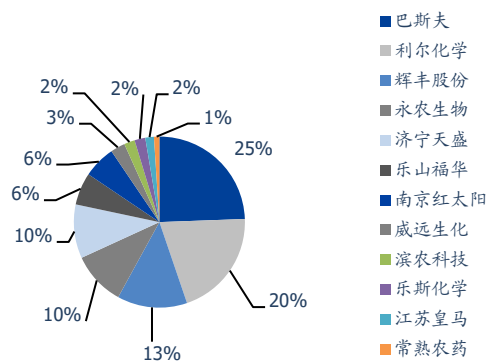
5.1. 威远产品具有较强市场竞争力

草铵膦由赫斯特公司 80 年代开发成功（后归属拜耳公司），属广谱触杀型除草剂，是非选择性茎叶处理除草剂的第二大品种，也是全球第二大转基因作物耐受除草剂品种。草铵膦内吸作用不强，其速效性在百草枯和草甘膦之间，持续时间与草甘膦相当，优于百草枯；安全性上优于草甘膦和百草枯，未来随着产品价格的下降，其优势将逐渐得以体现。

随着百草枯水剂被禁用，草甘膦面临抗性，草铵膦逐渐获得成长机会，2016 年全球草铵膦销售额 5.02 亿美元。未来草铵膦需求将主要来源于三个方面：1）耐草铵膦转基因作物推广带来的需求增量；2）与草甘膦复配，解决杂草的草甘膦抗性；3）替代百草枯被禁用造成的市场空白。

威远生化草铵膦技术路线具有较大成本优势。草庵里合成路线主要有三条：1）拜耳-Hoechst 路线，生产收率和环保水平全球领先。该路线收率可达 95%，无溶剂、无气味，几乎无渣排放；氨化和水解后的水相都蒸发回收，可套用，是对环境友好的洁净工艺。国内企业通常难以掌握拜耳技术，工艺成本远高于拜耳路线。2）格式-Strecker 路线，目前国内大部分企业都采用此路线，技术路线低，对设备要求不高，但是格式试剂成本高，并且反应中用到氰化物剧毒品，反应后会产生大量含氰废水，安全生产和环保处理要求高，成本远高于拜耳路线；3）改良-Strecker 工艺，用气相连续法代替格式反应法生产中间体 MDP，工艺成本较格式-Strecker 路线有明显降低，竞争优势提升。国内使用该工艺路线的企业主要是利尔化学和威远生化。目前威远生化具备草铵膦产能 1500 吨/年，未来预计将继续扩产。

图表 24: 全球草铵膦竞争格局



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 25: 草铵膦价格走势



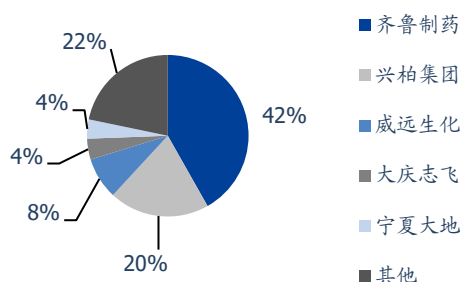
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

阿维菌素是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 年商品化的一类具有杀虫、杀螨、杀菌、杀线虫活性的广谱抗生素类杀菌剂。阿维菌素以其突出的防治效果，被广泛应用于多种作物上，尤其是防治水稻纵卷叶螟和二化螟，尽管面临着杜邦的康宽、拜耳的稻腾、先正达的福戈等产品的竞争，但至今仍没有任何一种药物可以代替阿维菌素，随着阿维菌素生产工艺的革新，以及混配施用、复配施用等新的潜能需求被不断发掘出来，2016 年全球销售额 4.8 亿美元，2013-2016 年三年 CAGR2.9%。

供给端，随着国家对环保层层加压，农药制剂及原药生产企业大范围停工限产，在此影响下，内蒙古、宁夏、河北等阿维菌素生产企业产能不断降低，2018 年阿维菌素产能 5980

吨，产量 3120 吨，开工率仅为 52%。国内厂家中齐鲁制药、兴柏集团和威远生化三家产能占据国内总产能份额的 70%，行业集中度较高。

图表 26: 国内阿维菌素竞争格局



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 27: 阿维菌素价格走势 (万元/吨)



资料来源: 中农立华, 国盛证券研究所

5.2. 销售渠道具有先发优势

农药行业具有先发优势壁垒，药企需要长达数年的时间，才能研制出适合目标市场的农药产品，并在当地建立起较为稳定的销售渠道，积累忠实的客户群体。在这一过程中，先进入该区域市场的企业凭借技术经验和销售渠道，逐步使自身处于先发优势地位，从而抬高了后来者进入该区域市场的门槛。

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良好的合作关系，行业内市场信誉较好；在国内市场威远已经拥有覆盖 28 个省、1200 多个县的市场营销和技术服务网络，拥有千余家经销商；国际市场，威远产品远销各大洲。利民股份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以及国际市场的开拓。

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 盈利预测假设

1、我们根据以下假设对公司营业收入进行预测:

1) 杀菌剂板块: 代森类产品: 代森锰锌 18-20 年销量分别为 30000/34000/35000 吨、年均价格均为 2.2 万元/吨; 百菌清: 18-20 年销量分别为 2.2/2.6/2.9 万吨, 年均价格为 5.0/5.5/5.5 万元/吨; 霜脲氰 18-20 年销量分别为 0.2/0.2/0.2 万吨, 年均价格均为 8 万元/吨; 三乙磷酸铝 18-20 年销量分别为 0.45/0.45/0.45 万吨, 年均价格均为 2.4 万元/吨;

2) 杀虫剂板块: 威百亩 18-20 年销量分别为 6000/8000/12000 吨、年均价格均为 3.1 万元/吨;

3) 募投项目: 吡唑醚菌酯 20 年销量分别为 300 吨, 年均价格分别为 18 万元/吨; 苯醚

甲环唑 20 年销量分别为 400 吨，年均价格均为 21 万元/吨；

基于以上假设，我们预计公司 2018~2020 年的营业收入分别为 19.17、24.25 及 27.40 亿元，同比增长 34.64%、26.53%及 13.00%。

2、毛利率：未来随着中高端代森类产品投产，毛利率有望稳步提升，我们预计公司 2018~2020 年毛利率为 27.81%、28.63%、28.25%。

3、费用率：我们预计公司 2018~2020 年的期间费用率为 18.48%、16.97%和 16.38%。

图表 28: 公司各项业务盈利预测

	单位: 百万元	2017 A	2018E	2019E	2020E
营业收入合计	营业总收入	1,423.42	1,666.62	1,853.45	2,271.71
	YOY	22.66%	17.09%	11.21%	22.57%
	毛利润	105.28	523.96	611.33	826.28
	毛利率	7.40%	31.44%	32.98%	36.37%
一、杀菌剂	营业收入	1166.00	1287.18	1376.92	1517.95
	YOY	37.25%	10.39%	6.97%	10.24%
	毛利润	552.90	428.83	490.37	542.40
	毛利率	47.42%	33.32%	35.61%	35.73%
二、杀虫剂	营业收入	79.49	158.97	211.97	317.95
	YOY	-33.18%	100.00%	33.33%	50.00%
	毛利润	20.67	50.97	67.97	101.95
	毛利率	26.00%	32.06%	32.06%	32.06%
三、除草剂及其他	营业收入	128.11	153.73	184.48	221.37
	YOY	0.61%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利润	20.11	23.06	27.67	33.21
	毛利率	15.70%	15.00%	15.00%	15.00%
四、其他主营业务	营业收入	55.61	66.73	80.08	96.09
	YOY	-13.93%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利润	16.68	20.02	24.02	28.83
	毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

6.2. 相对估值

相对估值法：我们选取海利尔、长青股份、利尔化学、扬农化工、广信股份、国光股份等农药企业作为可比公司，同行业公司 18-20 年的平均 PE 分别为 14.1 倍、11.3 倍、9.2 倍，利民股份 18-20 年 PE 分别为 19.3 倍、14.3 倍、11.5 倍，均高于行业平均值。公司目前 PB2.12 倍，低于行业平均值 2.95 倍。威远 2019 年按照保守利润 1.0 亿，并表 60% 权益，公司 2019 年可增加 6 千万净利润，对应 2019 年 PE11.7 倍，威远公司质地优良，具有产品和渠道的双重优势，可享有一定估值溢价；同时公司抓住主营产品高景气周期，继续扩大代森锰锌、百菌清等产品的规模优势，公司业绩进入快速提升期。公司现价 13.36 元，对应 2019 年 PE14 倍，我们预计公司 2018~2020 年归母净利润为

1.96/2.65/3.29 亿元，分别同比增长 42.6%、35.1%、24.2%，对应 EPS 分别为 0.69/0.93/1.16 元。结合相对估值，我们给予公司目标价 19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 29: 可比上市公司估值比较

公司简称	股价	EPS					PE				CAGR	PBMRQ	总市值
	2019-03-15	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E				亿元
海利尔	30.40	2.38	2.54	3.31	3.94	18.9	11.5	8.8	7.4	33%	2.71		51.5
长青股份	13.76	0.63	0.89	1.13	1.32	22.7	11.9	10.0	8.5	27%	1.52		49.5
利尔化学	16.73	0.77	1.11	1.51	1.84	21.1	11.8	10.5	8.6	30%	2.97		87.7
扬农化工	53.78	1.86	3.03	3.46	4.09	26.8	14.4	12.6	10.7	31%	3.68		167.0
广信股份	15.60	0.73	1.01	1.27	1.57	21.8	15.4	12.3	10.0	29%	1.59		72.5
国光股份	22.55	2.47	0.96	1.19	1.47	26.1	19.7	15.9	12.9	21%	5.22		49.5
平均		1.49	1.54	1.94	2.35	24.3	14.1	11.3	9.2	29%	2.95		79.6
利民股份	13.36	0.48	0.69	0.93	1.16	27.6	19.3	14.3	11.5	34%	2.12		37.9

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (可比公司业绩预测取 wind 一致预期)

7. 风险提示

新项目建设进度不及预期: 公司新项目苯醚甲环唑等项目如果建设进度缓慢将影响到新产能投放和公司业绩的释放。

威远公司业绩释放不及预期: 威远公司业绩不及预期将对公司并表后业绩产生一定影响。

原材料价格大幅波动: 公司原药生产的原材料占成本比例在 70%左右，如果原材料价格大幅波动，会对公司产品成本造成影响，进而影响到公司盈利。

安全生产风险: 公司的化学品生产属于危险作业，一旦发生安全事故会对公司业绩造成一定影响。

汇率大幅波动风险: 公司原药有一部分出口国外，汇率大幅波动将会对公司业绩产生一定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com