

杀菌剂领先企业，充分受益产品价格上行

——苏利股份（603585）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 苏利股份聚焦杀菌剂及环保型阻燃剂生产，财务状况优秀

公司是规模领先的杀菌剂及环保型阻燃剂生产企业，具备农药及农药中间体（百菌清、嘧菌酯原药及农药制剂等）设计产能 29600 吨、阻燃剂及阻燃剂中间体（十溴二苯乙烷等）12000 吨、其他精细化工产品 14000 吨。公司 2011-17 年归母净利润年化复合增长率 36%；毛利率与净利率多年来持续提升，并显著高于同行；公司期间费用控制良好、现金流状态优秀、资产负债率持续下降。

❖ 杀菌剂：行业高景气，原药价格持续上涨，驱动盈利能力持续提升

百菌清是保护性杀菌剂，不易使作物产生抗药性，全球需求稳定增长；供给端却由于工艺壁垒高，供给格局较为集中，国内规模厂家仅有 3-4 家；百菌清原药价格从去年同期的 36750 元/吨上涨至目前 53000 元/吨，涨幅达 44%。嘧菌酯是全球销量最大的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，被誉为“杀菌剂之王”；国内嘧菌酯原药价格也经历了 2017Q4 和 2018Q3 两轮上涨，目前上涨至 38 万元/吨的近 4 年高位，与去年同期相比涨幅超过 50%。杀菌剂原药产品价格上涨，驱动公司盈利能力持续快速提升。

❖ 阻燃剂：国内使用广度深度严重滞后，需求增长空间大

公司主要产品十溴二苯乙烷是新生代环保型溴系阻燃剂；我国阻燃剂行业的发展起步较晚，使用范围广度和深度都具有较大空间；公司阻燃剂产品价格也在大幅上涨，成本端价格稳定，毛利率有望跃升。1500 吨三聚氰胺聚磷酸盐、10000 吨复配母粒项目也将在年内完工投产，阻燃剂产品线不断扩充。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司属于小而美的农药细分领域优质企业，充分受益百菌清等杀菌剂价格上行带来的盈利提升；募投项目于今明两年密集达产，内生增长动力强劲。预计 2018-2020 年营业收入为 16.91 亿、21.23 亿、25.16 亿元，EPS 为 1.65、2.00、2.31 元/股，对应 PE 为 12.9X、10.6X、9.2X。首次覆盖予以“增持”评级。

❖ 风险提示：产品研发进度不及预期；产品认证周期超过预期等

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	1,457	1,691	2,123	2,516
+/-%	7.9%	16.1%	25.6%	18.5%
归属母公司净利润(百万)	225	296	360	415
+/-%	21.2%	32.0%	21.4%	15.4%
EPS(元)	1.25	1.65	2.00	2.31
PE	17.0	12.9	10.6	9.2

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	基础化工
报告时间	2018/10/11
前收盘价	21.22 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

杜星烁

证书编号：S1100118090004
021-68595118
duxingshuo@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

公司是杀菌剂及阻燃剂领先企业，充分受益于产品价格上行

公司目前是规模领先的百菌清原药等杀菌剂及新型环保型阻燃剂生产企业。细分领域处于景气周期，产品价格持续上涨，资产质量优秀、经营性现金流稳健、盈利能力迅速提升。

对于未来成长：

杀菌剂价格持续上涨，驱动公司盈利能力迅猛提升。国内形成规模生产的百菌清原药厂家仅有 3-4 家，近年来全球需求稳健增长、而供给端增长受限驱动百菌清原药价格一路走高，从去年同期的 36750 元/吨上涨至今 53000 元/吨。国内噻菌酯原药价格也经历了 2017Q4 和 2018Q3 两轮上涨，目前上涨至 38 万元/吨的近 4 年高位。公司拥有百菌清原药 14000 吨（全国第二）和噻菌酯原药 2500 吨产能（全国第一），充分受益于原药价格上涨带来的盈利提升。

募投项目于今明两年密集达产，内生增长动力强劲。2018 年上半年，年产 1000 吨噻菌酯原药项目已完工。今年内 6500 吨农药制剂、1500 吨三聚氰胺聚磷酸盐、10000 吨复配母粒项目也将完工投产。年产 9000 吨农药制剂类产品技改项目有望于 2019 年内完工。募投项目将大幅提升公司业务规模和利润水平。

对于与市场观点主要差异：

市场认为公司是小众农药产品生产企业，受制于市场空间规模限制，在目前市场环境下估值空间被压制。我们认为：1、从全球油价及粮食价格周期看，农药行业处于新一轮景气周期，而杀菌剂是农药领域增速较快的品种；2、全球农药进入后专利时代，公司客户资源优质，率先获得产品登记、专利转让，抢占市场先机；3、百菌清、噻菌酯原药等工艺壁垒高，国内环保督查导致供给收缩，加速集中度提升和景气度上行；4、国内阻燃剂发展滞后，中长期具备较大增长空间，公司阻燃剂产品价格也在大幅上涨，毛利率有望跃升。

与同行业上市公司估值对比，公司估值仍处于较低水平。考虑到公司优质的资产质量、卓越的现金流和持续的内生增长，我们认为公司业绩与估值水平均具备较大的提升空间。

首次覆盖给予“增持”评级。综合上述，我们认为公司属于小而美的农药细分领域优质企业，充分受益百菌清等杀菌剂价格上行带来的盈利提升；随着募投项目密集达产，成长性将进一步体现。预计 2018-2020 年实现归属母公司净利润分别达到 2.96 亿、3.6 亿、4.15 亿元，对应 PE 分别为 12.9X、10.6X、9.2X，首次覆盖给予“增持”评级。

正文目录

投资摘要	2
一、规模领先的杀菌剂及环保阻燃剂生产企业	6
1. 公司概况：聚焦百菌清等杀菌剂及阻燃剂的生产	6
2. 财务分析：盈利能力快速提升，经营性现金流稳健	8
二、杀菌剂：行业高景气，原药价格持续上涨	10
1. 百菌清：全球市场供不应求，价格持续上涨	10
1.1. 百菌清是保护性杀菌剂，不易使作物产生抗药性	10
1.2 需求端：全球市场需求稳定增长	13
1.3. 供给端：工艺壁垒高+供给受冲击，全球市场供不应求	14
2. 啮菌酯：杀菌剂之王，原药价格持续上涨	16
3. 优质的杀菌剂龙头，盈利能力持续提升	19
三、阻燃剂：国内市场空间广阔	22
1. 十溴二苯乙烷：新生代环保型溴系阻燃剂	22
2. 国内阻燃剂发展滞后，中长期具备较大增长空间	23
3. 阻燃剂产品价格上涨，盈利能力提升	25
四、IPO 募投项目将再造一个苏利股份	26
五、盈利预测与投资建议	27
风险提示	30
盈利预测	31

图表目录

图 1:	公司为家族企业持股相对集中	6
图 2:	公司 2017 年收入结构	7
图 3:	公司 2017 年毛利润结构	7
图 4:	2011-2017 年公司收入结构变化 (百万元)	7
图 5:	2011-2017 年公司收入区域结构 (百万元)	7
图 6:	2011-2017 年公司营收及增速	8
图 7:	2011-2017 年公司净利润及增速	8
图 8:	公司盈利能力持续提升	8
图 9:	公司农药类产品毛利率快速提升	8
图 10:	公司期间费用控制良好	9
图 11:	公司资产负债率持续下降	9
图 12:	公司经营性现金流稳健	9
图 13:	公司现金流状态优秀	9
图 14:	公司主要产品为保护性杀菌剂和内吸性杀菌剂	10
图 15:	全球不同类型杀菌剂市场份额 (2015 年)	11
图 16:	百菌清 (CHLOROTHALONIL) 分子式	12
图 17:	公司百菌清原药产品 (750KG 集装袋)	12
图 18:	百菌清全球市场需求稳定增长	13
图 19:	巴西进口百菌清数量快速增长	14
图 20:	巴西进口代森锰锌数量爆发增长	14
图 21:	百菌清原药生产工艺流程图	15
图 22:	国内百菌清原药价格一路走高 (元/吨)	16
图 23:	嘧菌酯 (AZOXYSTROBIN) 分子式	17
图 24:	公司嘧菌酯原药产品 (25KG 纸板桶)	17
图 25:	国内嘧菌酯原药产能情况	17
图 26:	嘧菌酯原药生产工艺流程图	18
图 27:	国内嘧菌酯原药价格快速上涨 (元/吨)	19
图 28:	2015-2020 年 28 种农药专利过保护期	20
图 29:	2011-2017 年公司农药类产品营业收入与毛利润规模	20
图 30:	公司农药类产品毛利率远超农药同行	21
图 31:	公司主要阻燃剂产品为有机卤系和有机磷系	22
图 32:	公司阻燃剂产品营收与毛利规模	25
图 33:	公司阻燃剂产品毛利率稳步提升	25
图 34:	公司估值在农药类上市公司中处于低位	29
图 35:	苏利股份 PE-PANDS	29
图 36:	苏利股份 PB-PANDS	29

图表目录

表格 1.	2015 年全球销售额前 15 位杀菌剂.....	11
表格 2.	百菌清产品领域主要竞争对手情况.....	15
表格 3.	2018H1 农药类产品主要原材料成本情况	21
表格 4.	三类阻燃剂的特点及应用领域.....	23
表格 5.	十溴二苯乙烷产品领域主要竞争对手情况.....	24
表格 6.	2018 年上半年阻燃剂产品及原材料价格变动情况.....	25
表格 7.	IPO 募集资金项目及进展.....	26
表格 8.	公司现有产能及在建产能情况（截止 2017 年底）	27
表格 9.	公司 2018-2020 年分项业务预测	28
表格 10.	公司 2018-2020 年主要财务指标预测	28

一、规模领先的杀菌剂及环保阻燃剂生产企业

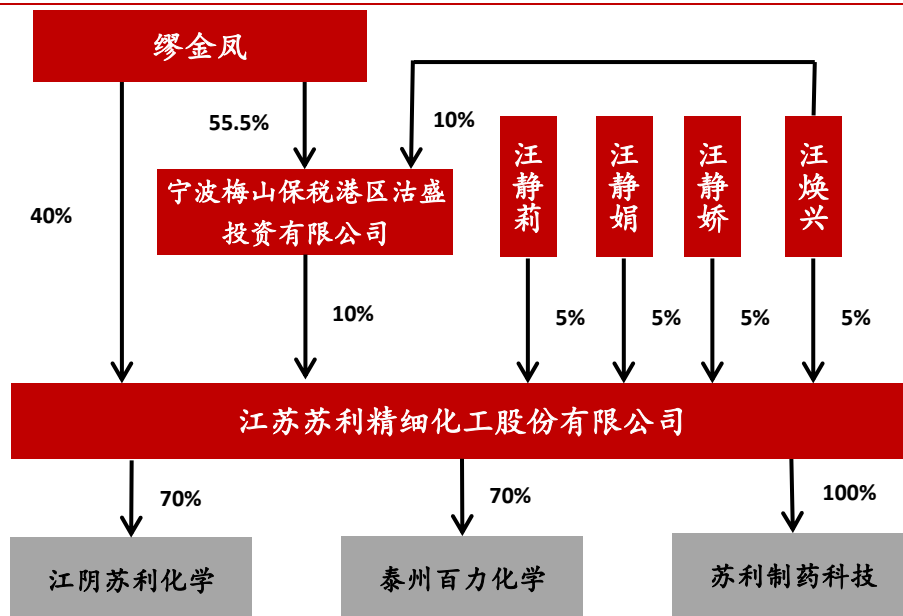
1. 公司概况：聚焦百菌清等杀菌剂及阻燃剂的生产

公司前身为 1994 年 12 月成立的江阴市苏利精细化工有限公司，最初主要产品为制冷剂溴化锂溶液、十溴二苯醚、精细化工产品间二甲苯；1995 年起开始间苯二甲腈和百菌清原药的生产；2004 年开始研发生产十溴二苯乙烷；2004 年、2005 年分别在泰州、江阴设立百力化学、苏利化学，逐步扩充产品品类和扩大产能；2012 年 12 月整体变更为股份有限公司；2016 年 12 月，苏利股份在上交所上市。公司目前是全球领先的百菌清原药等杀菌剂生产企业和国内领先的新型环保型阻燃剂十溴二苯乙烷的生产企业。

公司为家族企业，持股相对集中。缪金凤、汪焕兴夫妇及其三个女儿合计持股超过 66.5%。公司二股东沽盛投资（持股 10%）为核心员工持股平台，刘志平等八名自然人持有沽盛投资 34.5% 股份。

公司目前拥有 3 家控股子公司（苏利化学、百力化学和苏利制药）、2 家合营企业（世科姆无锡、世科姆上海）和 1 家分公司（上海研发分公司）。其中上市公司对苏利化学、百力化学两家子公司分别持股 70%，剩余 30% 股份均为 Oxon Asia 持有，Oxon Asia 出资方意大利奥克松（Oxon）是公司最大客户之一，合资成立子公司有效保障了公司的客户与业务稳定性。

图 1：公司为家族企业持股相对集中



资料来源：公司公告，川财证券研究所

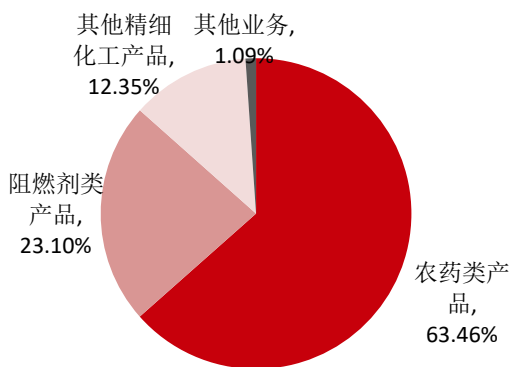
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司主营业务为农药、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产和销售。

- 农药类产品包括百菌清原药、嘧菌酯原药、农药制剂及其他农药类产品。其他农药类产品主要包括除虫脲、氟啶胺、氟酰胺、霜脲氰等原药及四氯-2-氰基吡啶、四氯对苯二甲腈等农药中间体。
- 阻燃剂类产品包括十溴二苯乙烷及阻燃母粒和其他阻燃剂类产品。其他阻燃剂类产品主要包括三聚氰胺氰尿酸盐阻燃剂及二苯基乙烷中间体等。
- 其他精细化工产品类主要为溴氢酸等产品，目前业务占比仍较小。

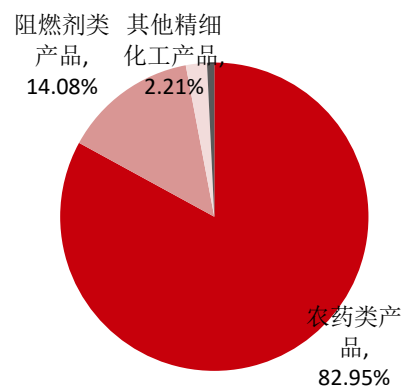
从收入的区域结构看，海外市场收入占比逐步提升。2017年公司出口收入6.43亿元，占比达到44.2%。

图 2： 公司 2017 年收入结构



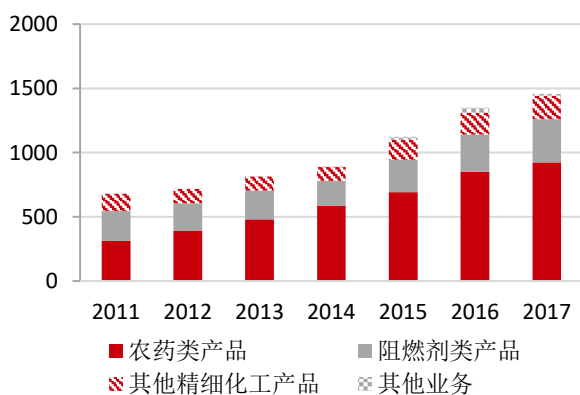
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 公司 2017 年毛利润结构



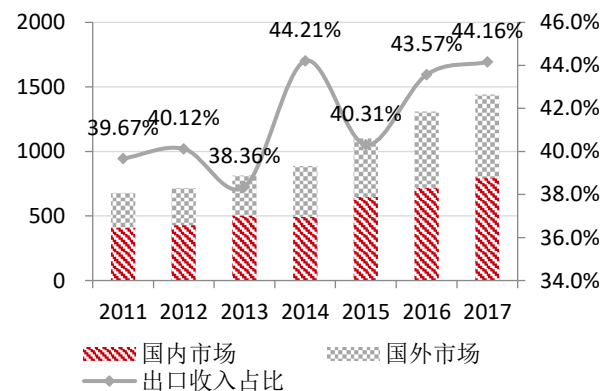
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 2011-2017 年公司收入结构变化(百万元)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 2011-2017 年公司收入区域结构(百万元)

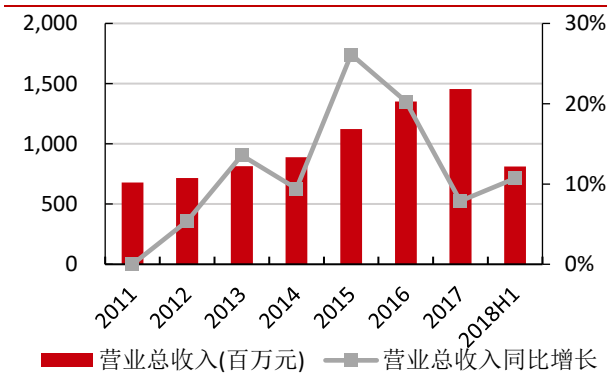


资料来源：Wind，川财证券研究所

2. 财务分析：盈利能力快速提升，经营性现金流稳健

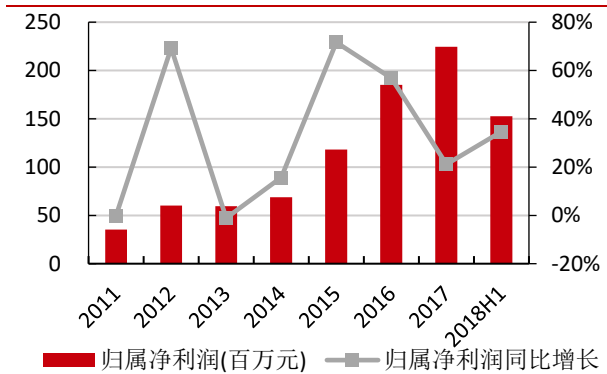
公司 2011 年以来营收规模和利润规模快速提升。2017 年营业收入 14.57 亿元，是 2011 年营业收入的 2.14 倍；而 2017 年归属母公司净利润 2.25 亿元，是 2011 年净利润规模的 6.33 倍，年化复合增长率高达 36%。2018 年上半年，公司实现营业收入 8.12 亿元，同比增长 10.71%；归属母公司净利润 1.53 亿元，同比增长 34.6%，持续高速增长势头。

图 6：2011-2017 年公司营收及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

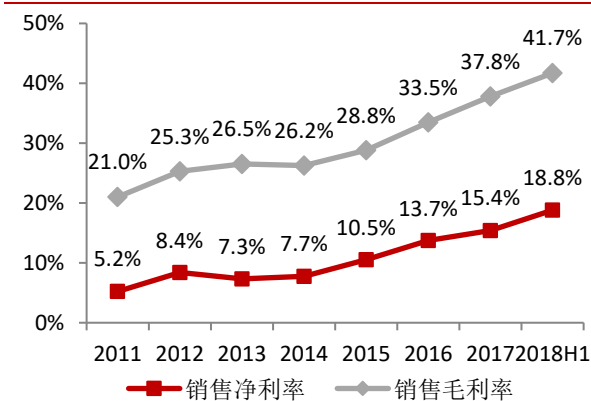
图 7：2011-2017 年公司净利润及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

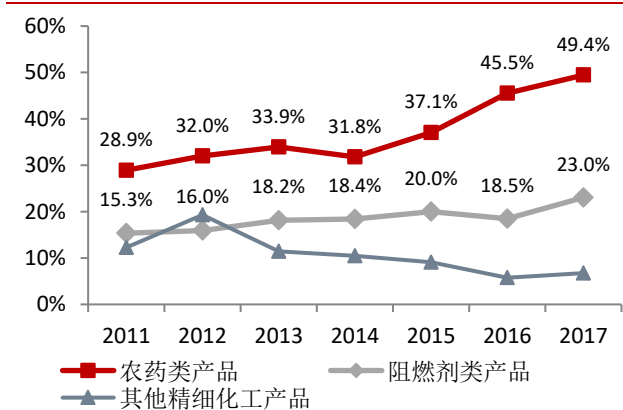
公司净利润增速远超收入增速，主要由于盈利能力的持续快速提升。2018 年上半年，公司销售毛利率和净利率分别为 41.7%、18.8%，比 2011 年分别提高了 20 个百分点、13.6 个百分点。分行业来看，主要是农药类产品毛利率快速提升，2017 年农药类产品毛利率高达 49.4%，连续三年快速提升。

图 8：公司盈利能力持续提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：公司农药类产品毛利率快速提升

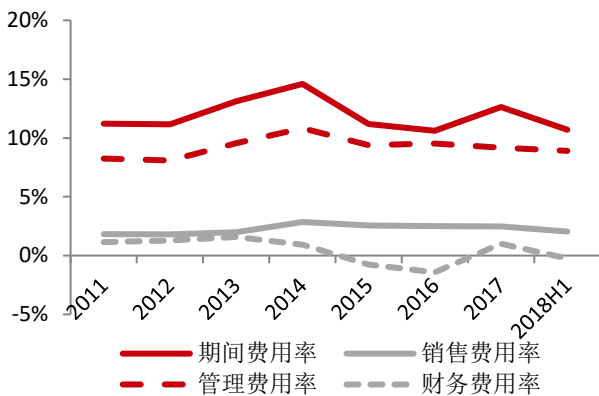


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司期间费用控制良好，现金流状态优秀，资产负债率持续下降。公司业务经营稳健，期间费用率维持在 10-12% 左右。经营性现金流表现优秀，近年来经营活动产生的现金流量净额与经营活动净收益之比维持在 80% 左右，自我造血能力突出。持续的经营性现金流入完全可以覆盖资本开支，加之 2016 年 IPO 融资，公司资产负债率持续快速下降，截止 2018 年中报，公司资产负债率仅为 9%，目前账上现金 11 亿元，几乎没有有息负债。

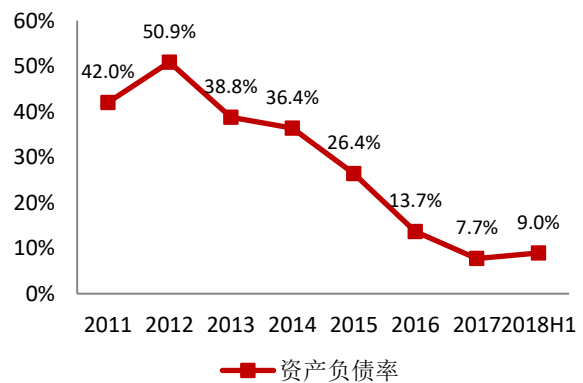
应收账款账龄较短，坏账风险较小。截止 2018 年上半年，公司应收账款 2.81 亿元，其中账龄在 6 个月以内的应收账款占比达到 98.86%。公司应收账款客户主要为国内外知名农药及阻燃材料客户，资产质量及信用程度较高，发生坏账损失的可能性较小。

图 10： 公司期间费用控制良好



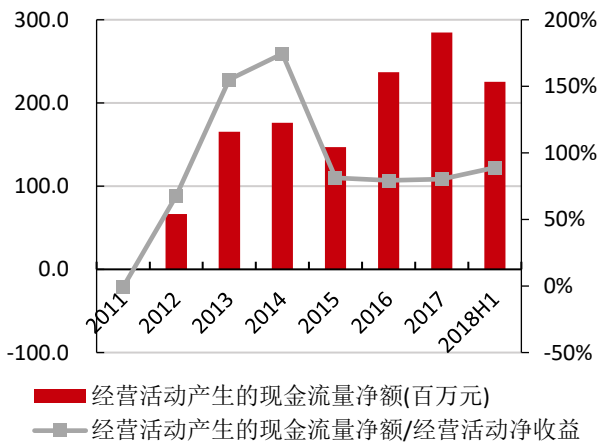
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11： 公司资产负债率持续下降



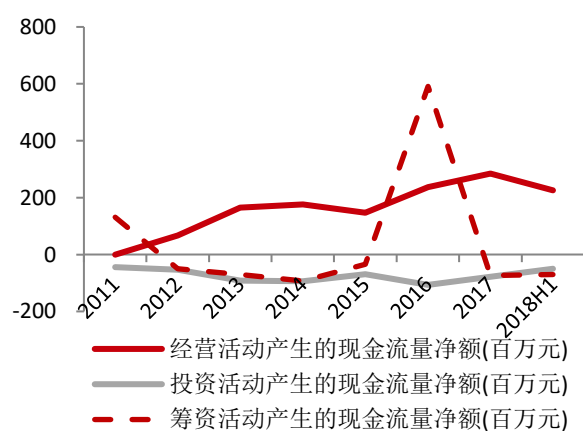
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12： 公司经营性现金流稳健



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13： 公司现金流状态优秀



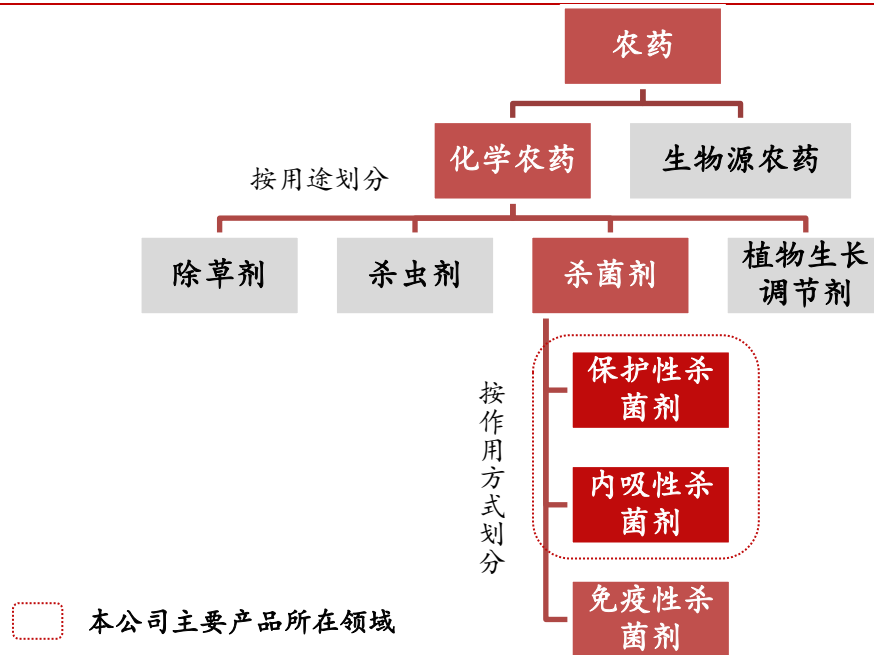
资料来源：Wind，川财证券研究所

二、杀菌剂：行业高景气，原药价格持续上涨

化学农药主要分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂和植物生长调节剂等。其中杀菌剂根据作用方式不同可分为保护性杀菌剂、内吸性杀菌剂和免疫性杀菌剂；而杀菌剂根据其成分的不同又可分为多种类型。

公司的主要产品**百菌清**属于保护性杀菌剂，主要用于果树、蔬菜上锈病、炭疽病、白粉病、霜霉病的防治，工业上可作为防霉剂使用；**嘧菌酯**属于内吸性甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，对真菌纲病害如白粉病、锈病、颖枯病、网斑病、霜霉病、稻瘟病等均具有良好的活性，可用于茎叶喷雾、种子处理，也可进行土壤处理，主要作用于谷物、花生、葡萄、马铃薯、果树、蔬菜、咖啡、草坪等。

图 14： 公司主要产品为保护性杀菌剂和内吸性杀菌剂



资料来源：公司公告，川财证券研究所

1. 百菌清：全球市场供不应求，价格持续上涨

1.1. 百菌清是保护性杀菌剂，不易使作物产生抗药性

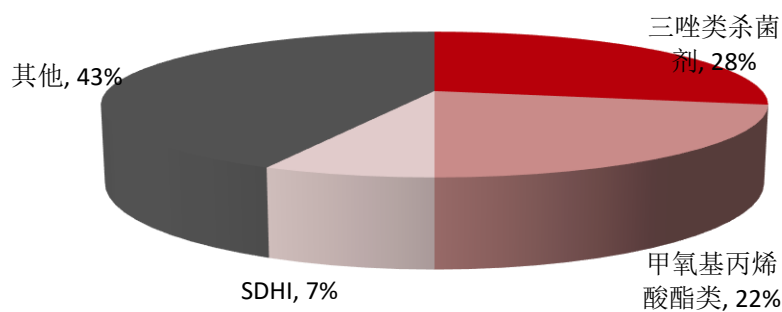
作物病害种类繁多，像叶斑类病害、白粉病、镰刀菌引起的病害、细菌性病害、卵菌纲引起的病害、锈病、灰霉病、土传及种传病害等，对作物产量及品质构成了重大威胁。杀菌剂主要施用于水果、蔬菜、园林园艺等经济作物及大田作物，最具代表性的作物品种包括葡萄、大豆、梨、柑橘以及谷类、稻米等大田

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

作物。其中，果蔬类作物的杀菌剂使用占据了全球使用量的一半左右。

杀菌剂的发展起源于铜制剂和硫磺，其后开发了有机硫类的杀菌剂，以及保护性杀菌剂代森锰、代森锌、百菌清等。随着市场对杀菌剂的选择性、内吸性、广谱性等要求越来越高，拜耳、先正达、巴斯夫等公司逐步开发了三唑类、甲氧基丙烯酸酯类和琥珀酸脱氢酶抑制剂类（SDHI）等杀菌剂产品类型。

图 15： 全球不同类型杀菌剂市场份额（2015 年）



资料来源：世界农化网，川财证券研究所

虽然三唑类、甲氧基丙烯酸酯类和 SDHI 类杀菌剂所占的比重越来越大，但农作物对杀菌剂的抗性问题的逐步凸显。相比之下，百菌清的亩用量长期基本不变，其使用剂量和效果都相对稳定。在抗性问题的面前，百菌清、代森锰锌等传统的多作用位点的保护性杀菌剂显示出强大的生命力，其市场地位不可替代。2015 年，全球最大的保护性杀菌剂代森锰锌全球销售额为 6.1 亿美元；百菌清全球销售额为 3.1 亿美元。

表格 1. 2015 年全球销售额前 15 位杀菌剂

序号	中文通用名	销售额 (亿美元)	类别	上市 时间	开发公司
1	嘧菌酯	13.05	甲氧基丙烯酸酯类	1997	先正达
2	吡唑醚菌酯	8.5	甲氧基丙烯酸酯类	2002	巴斯夫
3	丙硫菌唑	8	SBI-其他唑类	2004	拜耳
4	肟菌酯	6.5	甲氧基丙烯酸酯类	2000	拜耳
5	代森锰锌	6.1	多作用位点-二硫代氨基 甲酸盐类	1943	陶氏益农、 UPL
6	铜类杀菌剂	5.7	多作用位点类-无机类	1885	许多公司

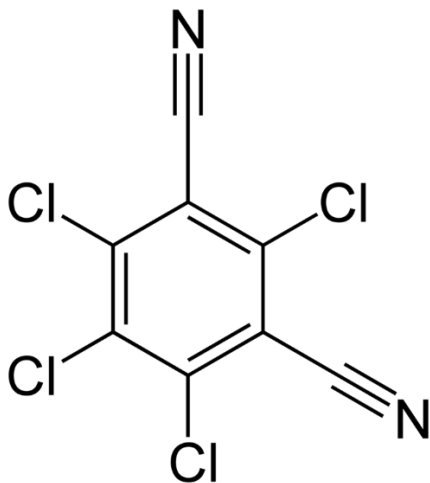
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

7	戊唑醇	5.3	SBI-三唑类	1988	拜耳
8	氟环唑	5.2	SBI-三唑类	1993	巴斯夫
9	环丙唑醇	4.55	SBI-三唑类	1988	先正达
10	氟唑菌酰胺	3.9	SDHI 类	2012	巴斯夫
11	甲霜灵	3.65	苯基酰胺类	1977	先正达
12=	苯醚甲环唑	3.3	SBI-三唑类	1989	先正达
12=	啶氧菌酯	3.3	甲氧基丙烯酸酯类	2001	杜邦
12=	啶酰菌胺	3.3	SDHI 类	2003	巴斯夫
15=	百菌清	3.1	多作用位点-邻苯二甲酰亚胺类	1963	先正达
15=	丙环唑	3.1	SBI-三唑类	1980	先正达

资料来源：农药快讯信息网，川财证券研究所

百菌清属于保护性杀菌剂，高效、低毒，不易使作物产生抗药性。百菌清是一种非内吸性的广谱保护性杀菌剂，它通过与真菌细胞中的 3-磷酸甘油醛脱氢酶发生作用破坏酶的活力，从而使真菌细胞的新陈代谢受到破坏而丧失生命力。百菌清没有内吸传导作用，但喷到植物体上之后，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。百菌清除了作为农用杀菌剂，也广泛用于工业防霉剂，如涂料粘合剂等。

图 16: 百菌清 (Chlorothalonil) 分子式



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 17: 公司百菌清原药产品 (750kg 集装袋)



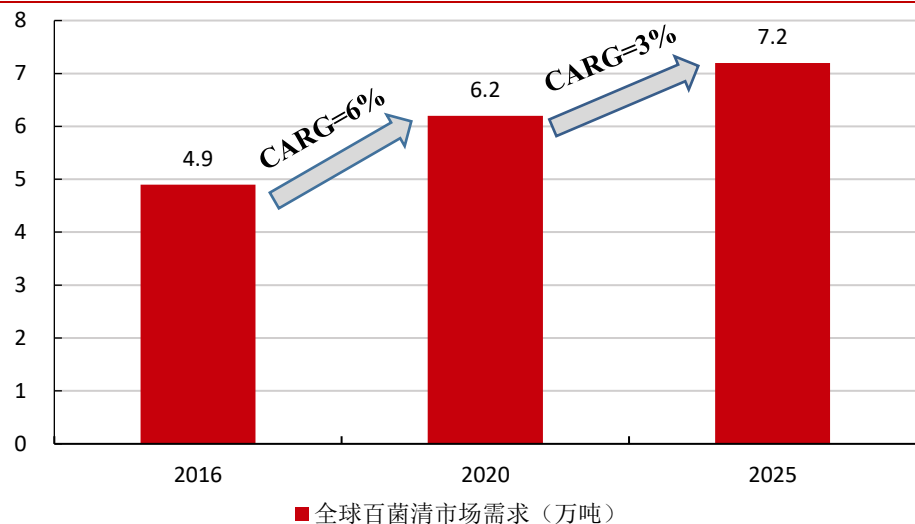
资料来源：公司官网，川财证券研究所

1.2 需求端：全球市场需求稳定增长

百菌清适用于果树、蔬菜、小麦、大豆、马铃薯、烟草等多种果园及旱地作物，防治锈病、炭疽病、白粉病、霜霉病、叶斑病等许多病害。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，市场需求稳定增长。

预计未来市场对百菌清的需求将保持稳定增长。2016 年，全球市场对百菌清的需求量为 4.9 万吨，根据先正达公司专家的预测，预计 2020 年全球市场需求增至 6.2 万吨，2020 年之前复合增长率约为 6%；2025 年进一步达到 7.2 万吨，2020 年之后复合增长率约为 3%。

图 18： 百菌清全球市场需求稳定增长



资料来源：先正达公司，川财证券研究所

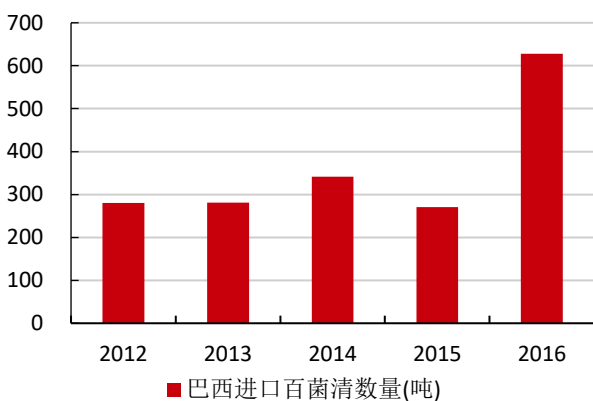
欧美市场重视保护性杀菌剂的使用。由于代森锰锌在欧洲市场遭到限用，百菌清在欧洲市场往往作为有些三唑类和代森锰锌类杀菌剂的替代产品。欧洲小麦种植抗性管理方案也要求百菌清与 SDHI 类杀菌剂混用或轮换使用。

新兴市场杀菌剂使用频次及使用范围的增加是全球需求增长主要动力。经济作物的农药用药水平较粮食作物高约 5-6 倍，全球新兴市场经济作物种植面积的扩大将是杀菌剂市场增长的重要因素。此外，百菌清混配性强，是一个很好的复配搭档，可与其他作用方式的杀菌剂混用；或者合理地整合到病害解决方案中，与其他作用方式的杀菌剂轮换使用，从而有效延长内吸性杀菌剂的生命周期。由于新兴市场种植作物用药水平的局限性，对保护性杀菌剂的重视程度有限，百菌清使用频次和使用范围都有较大提升空间。因此，全球新兴市场仍是百菌清等产品需求增长的重要动力。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

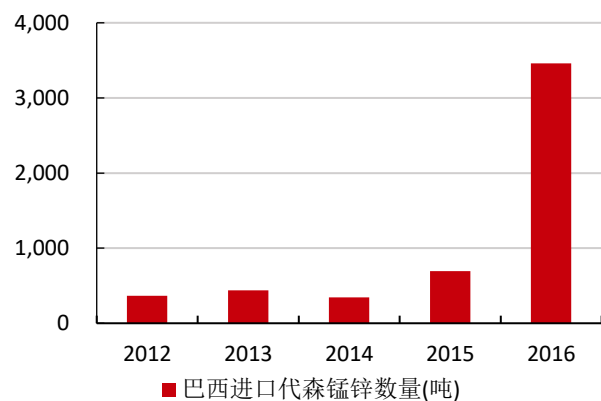
最大市场机遇在巴西，保护性杀菌剂需求快速增长。巴西大豆种植面积接近 3600 万公顷，大豆出口是巴西外汇的重要来源。中美贸易摩擦促使巴西大豆出口中国数量增加，巴西大豆种植面积进一步提升。锈病是大豆最重要的病害，在拉美地区普遍发生，而常年单一药剂使用导致锈病致病菌抗性不断增强。由于巴西大豆锈病持续暴发，抗性管理迫切，因此在病害解决方案中，巴西对保护性杀菌剂的需求自 2016 年起出现爆发增长。巴西农业研究公司 Embrapa 数据表明，今年锈病已经发生了 641 次，发病次数高于去年六年大豆平均发病次数 350 次。预计巴西对百菌清等保护性杀菌剂的旺盛需求将持续。

图 19: 巴西进口百菌清数量快速增长



资料来源：中国农药，川财证券研究所

图 20: 巴西进口代森锰锌数量爆发增长



资料来源：中国农药，川财证券研究所

1.3. 供给端：工艺壁垒高+供给受冲击，全球市场供不应求

百菌清原药合成工艺及设备比较独特，不能与其它农药产品共用设备装置。目前国内仅有 17 家企业取得生产百菌清原药登记证书，但全球实际主要只有约 5 家企业进行生产。国际市场上瑞士先正达（Syngenta）、日本史迪生生物科学株式会社（SDS Biotech K.K）具有较高的生产能力，国内实际生产百菌清原药的公司仅有 3-4 家。

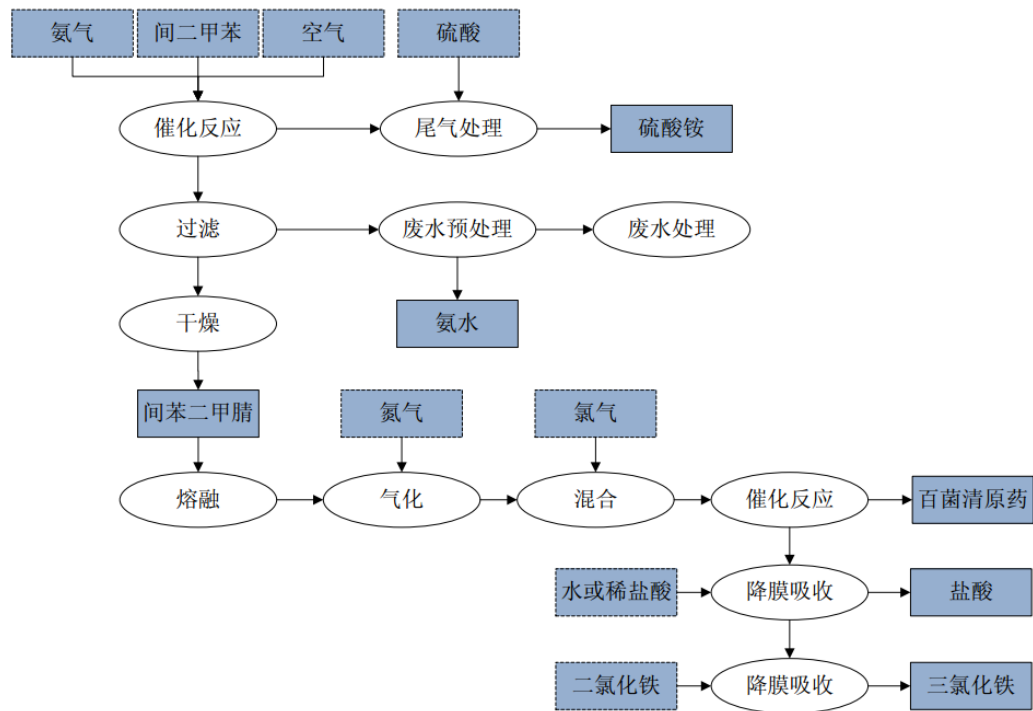
由于环保压力等原因，在中国形成规模生产的百菌清原药厂家较少，主要包括本公司、江苏新河农用化工有限公司、江苏维尤纳特精细化工有限公司等几家。通过多年来生产成本控制及生产技术的革新，国内主要生产企业已处于全球行业领先地位，形成较为稳定的竞争格局。

我国的百菌清原药主要面向海外市场，2016 年底百菌清出口贸易额达到 8900 万美元，位列我国农药出口品种的第 4 位。受国外部分生产厂商百菌清生产装置停工影响，近年来百菌清基本处于供不应求的态势。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司研发的核心技术之一气相氯化技术及其应用获得了多项相关专利，该技术替代了传统的液相氯化技术，使用原料简单并可实现连续化生产，生产过程不产生工艺废水，实现清洁环保生产。

图 21: 百菌清原药生产工艺流程图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 2. 百菌清产品领域主要竞争对手情况

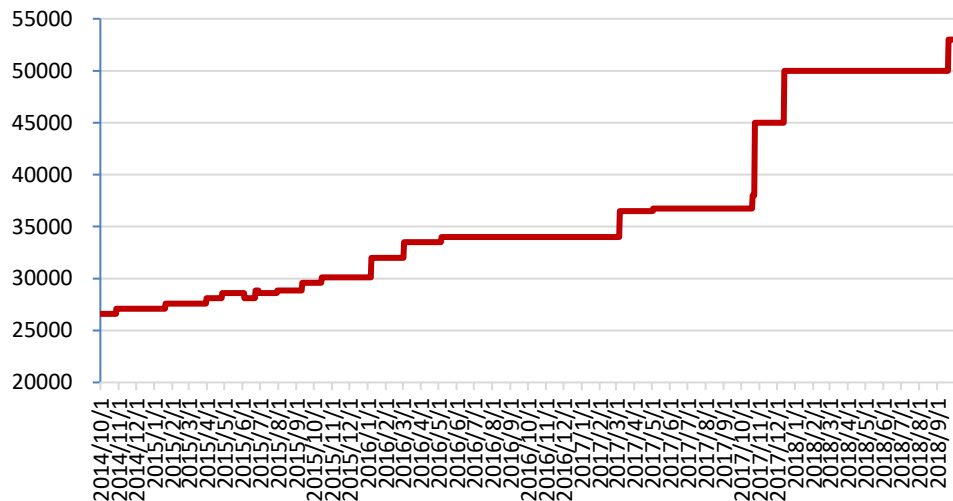
企业名称	简要情况
江苏新河农用化工有限公司	该公司成立于 1995 年 4 月，位于江苏省新沂市，是上市公司利民股份（002734）参股子公司（持股 34%）。该公司具备年产 20000 吨百菌清产能，并将于 2018 年四季度新增 10000 吨产能。公司主要产品为百菌清原药、百菌清悬浮剂及可湿性粉剂。
江苏维尤纳特精细化工有限公司	该公司成立于 2006 年 7 月，位于江苏省新沂市。该公司具备年产 3000 吨百菌清原药的生产能力。公司主要产品为百菌清原药、百菌清悬浮剂及可湿性粉剂。
瑞士先正达（Syngenta）	该公司系在瑞士、伦敦、纽约、斯德哥尔摩多地交易所上市的国际农化巨头，业务遍及全球 90 多个国家和地区，在基因组、生物信息、合成化学、辅助育种等方面处于全球领先地位。
日本史迪生生物科学株式会社（SDS Biotech K.K.）	总部位于日本，主要从事农用化学品、工业杀菌剂、公共保健品和特种化学品的生产、进口和销售，主要产品包括百菌清、稻瘟酯等杀菌剂、杀虫剂、除草剂及其他特种化学品等。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

近年来供给缺口驱动百菌清原药价格一路走高。2016年2月，江苏维尤纳特生产车间因导热油管道泄漏，引起火灾事故，影响了百菌清的产量，导致百菌清供应短缺；2017年8月，美国德克萨斯州遭受飓风哈维冲击，先正达休斯顿工厂遭重创，百菌清相关生产设施受损；中国严格的环境法规要求的提升对百菌清原药的产能及成本都产生了一定的影响。目前国内百菌清原药价格约53000元/吨，与2014年相比已经翻倍，相对于2017年均价涨幅也超过40%。目前公司拥有百菌清原药产能14000吨，仅次于江苏新河化工，将充分受益于百菌清价格上涨带来的盈利提升。

图 22： 国内百菌清原药价格一路走高（元/吨）



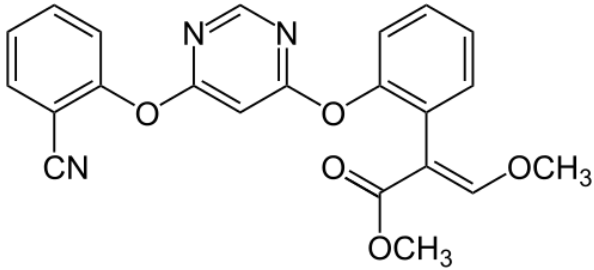
资料来源：卓创资讯，川财证券研究所

2. 嘧菌酯：杀菌剂之王，原药价格持续上涨

嘧菌酯是甲氧基丙烯酸酯类杀菌农药的杰出代表品种，它通过在细胞色素 B 和 C1 间电子转移抑制线粒体的呼吸，抑制线粒体呼吸，导致细胞死亡。嘧菌酯制剂主要包括 50%水分散粒剂、80%水分散粒剂、250g/L 悬浮剂、500g/L 悬浮剂，广泛使用于禾谷类作物、水稻、花生、葡萄、马铃薯、蔬菜、咖啡、果树、草坪等，对几乎所有真菌如白粉病、锈病、颖枯病、网斑病、黑星病、霜霉病、稻瘟病等病害都有较好的活性。

嘧菌酯为广谱、高效、低毒性杀菌剂，具有保护、治疗、良好的传输和内吸作用，可抑制孢子的萌发和菌丝的生长，对大多数真菌病害均有较好的防治作用，是目前全球销量最大的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，被誉为“杀菌剂之王”。

图 23: 嘧菌酯 (Azoxystrobin) 分子式



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

图 24: 公司嘧菌酯原药产品 (25kg 纸板桶)

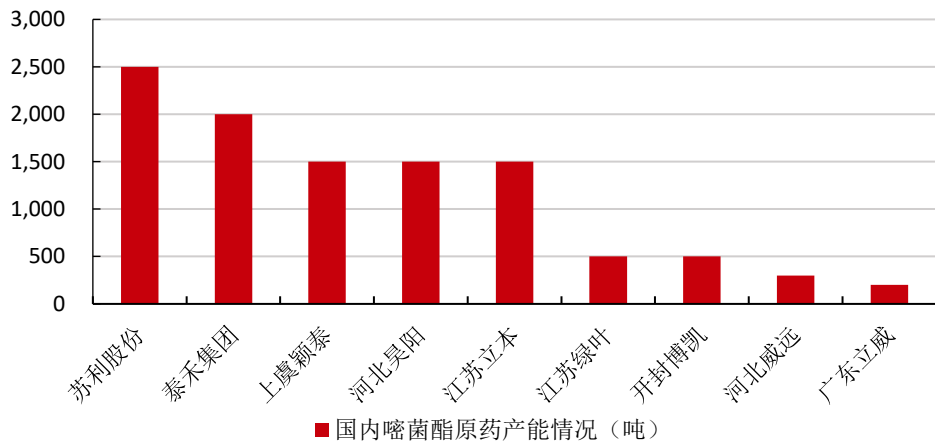


资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

嘧菌酯最初是先正达公司开发成功的第一个商品化的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂。2005 年嘧菌酯成为杀菌剂用量最大的产品。嘧菌酯在中国的专利有效期至 2011 年到期, 新生产厂商的加入进一步刺激行业市场规模的快速增长。同时, 我国凭借原药生产基础优势, 研发出更多复配产品, 并扩大嘧菌酯的使用范围。目前全球嘧菌酯市场容量超过 10000 吨。

2011 年公司嘧菌酯通过生产许可批准和农药登记后, 历经小试、中试后进入规模化生产。公司嘧菌酯原药大部分都投入到嘧菌酯制剂的生产当中。2018 年上半年, 公司新增 1000 吨嘧菌酯原药产能项目完工。目前公司嘧菌酯原药产能约 2500 吨。公司计划将新增绝大部分嘧菌酯原药用于未来“10000 吨农药制剂项目”和“年产 9000 吨农药制剂类产品技改项目”中嘧菌酯制剂的生产, 以获取更高收益。

图 25: 国内嘧菌酯原药产能情况

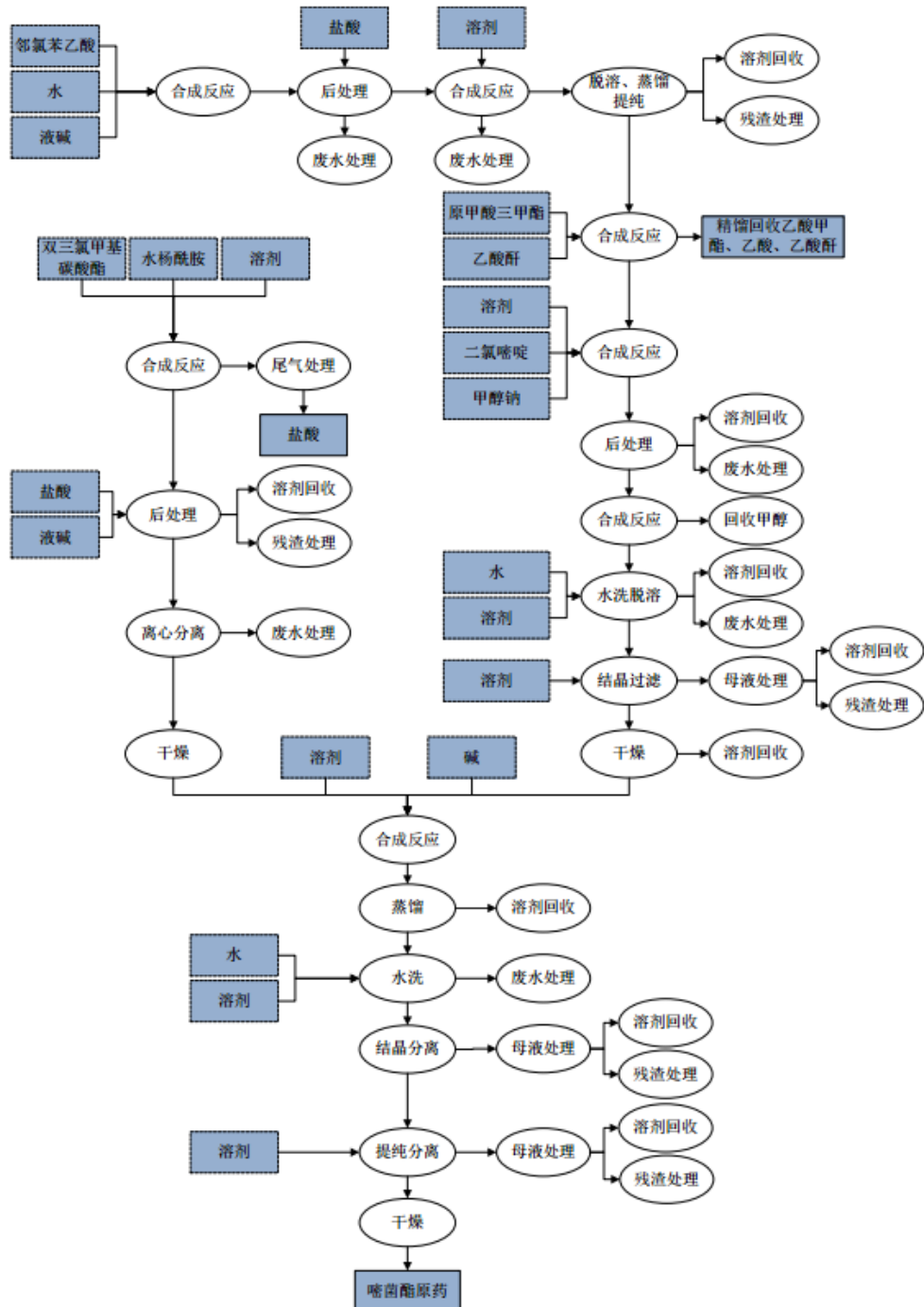


资料来源: 卓创资讯, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

目前国内现有装置工艺基本都采用以邻羟基苯乙酸和 4, 6-二氯嘧啶为原料经过七步反应合成嘧菌酯，中间涉及 20 余种化工原料，其中包括大量酸、碱和众多有机溶剂，还有一些如三氯氧磷、乙腈等剧毒危化品等。反应也采取间歇操作，产生相当数量的“三废”，尤其是生产过程中会产生大量的含盐有机废水，治理成本较高。

图 26： 嘧菌酯原药生产工艺流程图

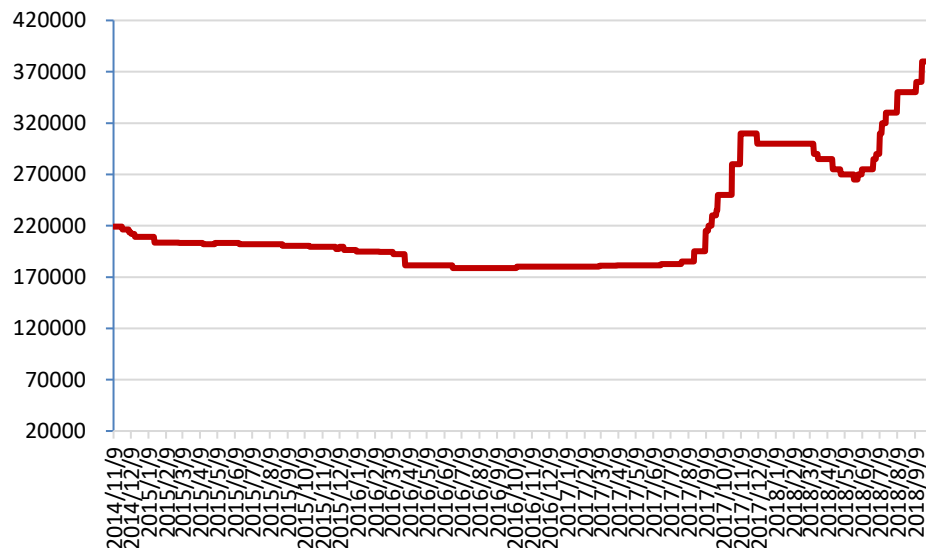


资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

日益严苛的环保压力驱使企业纷纷进行搬迁或技改，市场供给受到冲击，进而推高噻菌酯原药价格。目前国内噻菌酯原药市场价格约 38 万元/吨，比去年年初报价涨幅达到 110%，比去年同期报价涨幅也超过 50%。

图 27： 国内噻菌酯原药价格快速上涨（元/吨）



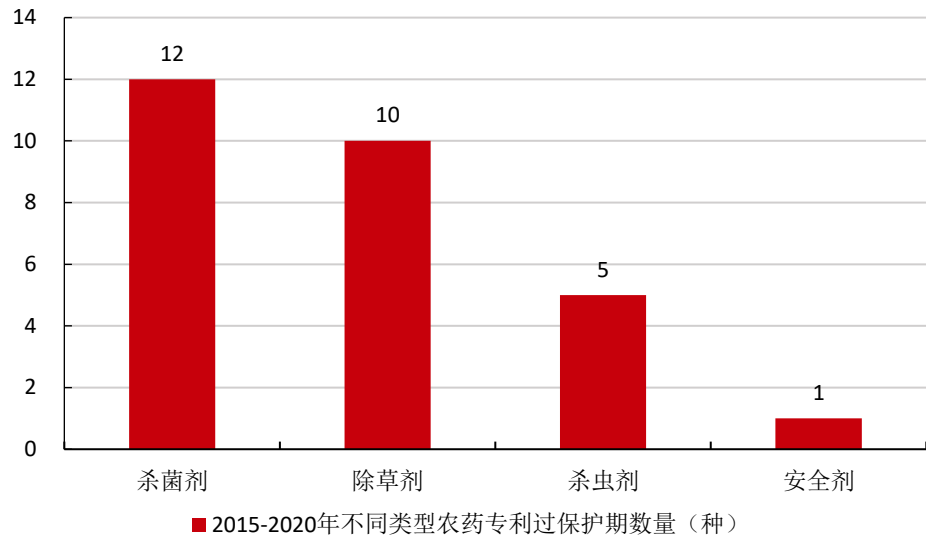
资料来源：卓创资讯，川财证券研究所

3. 优质的杀菌剂龙头，盈利能力持续提升

农药行业景气周期和原油价格、粮食价格周期具有一定的高相关性，2017 年原油价格处于上行通道，粮食价格结束连续 5 年的下滑趋势，从大周期看，全球农药市场开启一轮景气周期。从国内情况看，政府加强了对污染治理不达标企业的惩治力度，环保因素已成为影响农药企业日常经营的重要约束。环保督查导致行业供给收缩、农药产品价格上涨、行业市场集中度提高，进一步加速行业景气向上。

全球农药进入后专利时代，国内农药企业迎来较好的市场机遇。全球专利药过保小高峰来临，跨国农化巨头生产结构逐步调整，全球农药进入后专利时代。2015-2020 年 28 种农药专利过保护期，其中包括 12 种杀菌剂、5 种杀虫剂、10 种除草剂和 1 种安全剂，这些产品专利大部分属于拜耳、先正达、巴斯夫等国际农化巨头。2016-2020 年农药专利过保护期市场份额达 40 亿美元。与巨头合作的国内企业，凭借积累的客户资源优势，抢先开发专利到期产品，率先获得产品登记，在农药过保护期后优先获得专利转让，抢占市场先机。

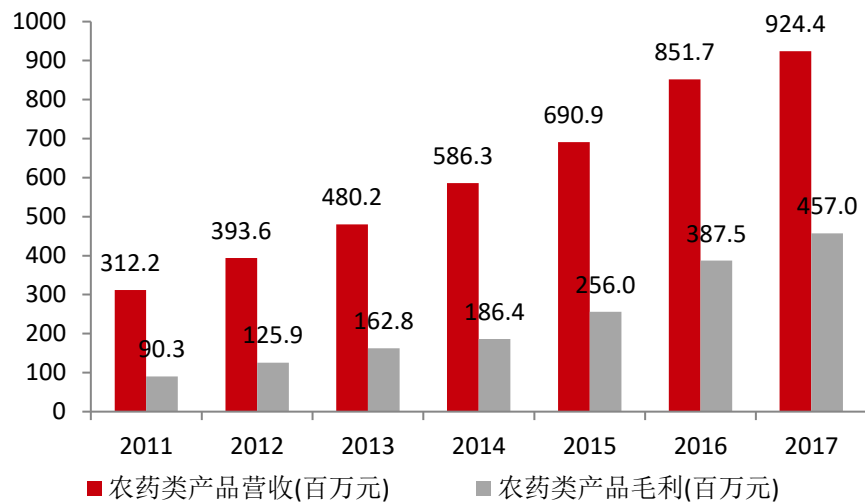
图 28: 2015-2020 年 28 种农药专利过保护期



资料来源: ISAAA, 川财证券研究所

公司是国内优质的杀菌剂龙头, 享受景气周期的量价齐升, 盈利能力迅猛提升。公司深耕杀菌剂细分领域, 与全球众多知名客户建立了长期稳定的战略合作关系, 在获得产品登记、抢占市场份额方面具备先发优势。2011 年到 2017 年, 公司农药类产品营业收入翻了三倍, 农药类产品毛利润从 0.9 亿增长至 4.57 亿, 在百菌清、嘧菌酯等产品的量价齐升驱动下, 盈利能力迅猛提升。

图 29: 2011-2017 年公司农药类产品营业收入与毛利润规模

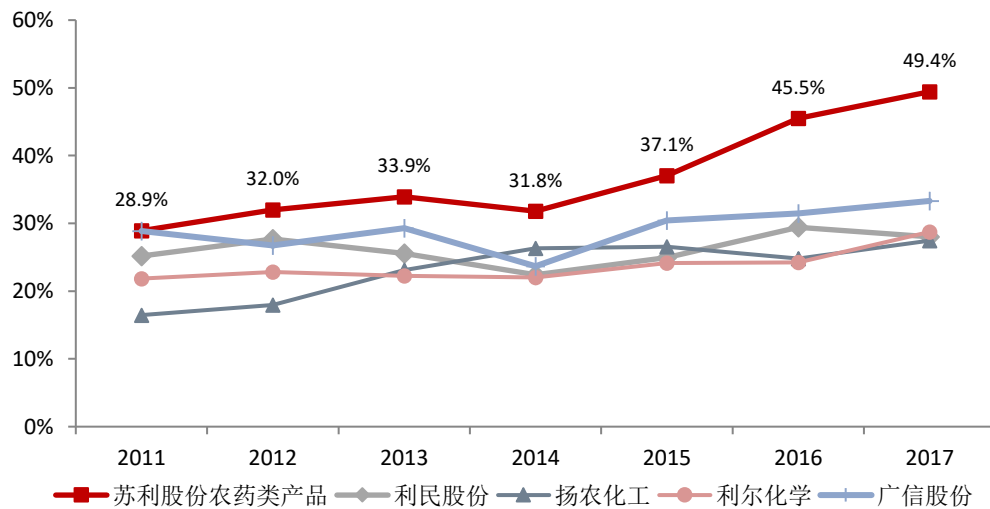


资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司农药类产品毛利率从 2011 年的 28.9% 提升至 2017 年的 49.4%，主要受杀菌剂产品价格提升及公司产品结构变化。一方面，百菌清等杀菌剂市场需求旺盛、全球产能增长受限，百菌清等杀菌剂销售价格不断上升，主要原材料间二甲苯、氨气、氯气、4,6-二氯嘧啶等成本涨价幅度远低于百菌清原药等涨价幅度；另一方面，在产品结构方面，公司逐步加大农药制剂的产能，将原药的盈利进一步放大。

图 30: 公司农药类产品毛利率远超农药同行



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2018 年上半年，国内 4,6-二氯嘧啶生产厂家开工率下降导致价格上扬；液氨方面，煤改天然气等导致液氨生产成本有所上升，又因下游尿素价格上涨，企业多以“减氨增肥”来度过液氨低潮期，导致液氨的价格上涨 20%。公司积极调整产品价格转嫁，减少主要原材料价格波动对公司利润的影响；持续的生产工艺技术改进，降低生产过程中原材料的消耗率。产品端，百菌清和嘧菌酯价格更大幅度上涨则驱动公司盈利能力进一步提升。我们预计，公司农药类产品毛利率有望维持在 50% 左右的高位水平。

表格 3. 2018H1 农药类产品主要原材料成本情况

主要原材料	平均采购价(万元/吨)	上年同期(万元/吨)	变动比率(%)
间二甲苯	0.78	0.75	4
4,6-二氯嘧啶	11.18	8.89	25.76
液氨	0.3	0.25	20

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

三、阻燃剂：国内市场空间广阔

1. 十溴二苯乙烷：新生代环保型溴系阻燃剂

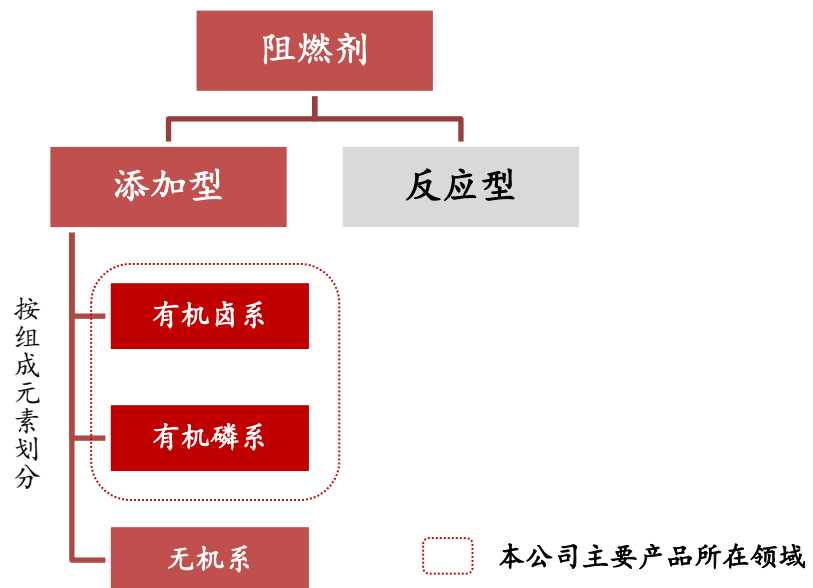
阻燃剂又称难燃剂、耐火剂或防火剂，是赋予易燃聚合物难燃性的功能性助剂，属于精细化工产品。

近几十年来，有机合成高分子材料广泛使用，迅速代替钢材、木材等传统材料，但大多数有机合成高分子材料具有可燃及易燃性。由于防火安全的需要，在使用有机合成高分子材料时需添加阻燃剂。目前阻燃剂已成为仅次于增塑剂的第二大橡塑助剂，产品广泛应用于塑料、橡胶等领域。

一般而言，阻燃技术主要分为添加型与反应型两种方式，其中添加型阻燃剂使用范围比较广，其用量约占全部阻燃剂的85%左右。以塑料为例，主要用于塑料的阻燃剂多属于添加型阻燃剂，属于塑料改性添加剂的一种。根据其组成元素的不同，添加型阻燃剂大体可分为有机卤系阻燃剂（主要为溴系阻燃剂）、有机磷系阻燃剂、无机阻燃剂等主要类型。

公司的主要阻燃剂产品十溴二苯乙烷属于卤系阻燃剂中的溴系阻燃剂，募集资金投资项目“年产2500吨三聚氰胺聚磷酸盐、10000吨复配阻燃母粒及仓库建设项目”产品三聚氰胺聚磷酸盐属于有机磷系阻燃剂。

图 31： 公司主要阻燃剂产品为有机卤系和有机磷系



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

有机卤系阻燃剂主要有**溴系阻燃剂**和**氯系阻燃剂**，其中以**溴系阻燃剂**为主。溴系阻燃剂约有 70 多种，代表品种为**十溴二苯醚(DBDPO)**、**四溴双酚 A(TBBPA)**、**十溴二苯乙烷(DBDPE)**和**六溴环十二烷(HBCD)**等。其中**十溴二苯乙烷**阻燃效率高，热稳定性好，抗紫外线性能佳，制作的材料力学性能稳定，较其他溴系阻燃剂的渗出性低且具有可回收性，在燃烧时不产生有毒气体，被誉为环保型溴系阻燃剂。

有机磷系阻燃剂以**磷酸酯**为主，代表品种为**三氯丙基磷酸酯(TCPP)**、**磷酸二苯酯(BDP)**等。有机磷系低毒低腐蚀，但挥发性高且热稳定性相对较弱，经过改进后与有机材料相容性有所改进，产品单位成本相对较高。

无机阻燃剂以**金属氢氧化物**为主，主要品种有**三水合氧化铝**、**氢氧化镁**、**三氧化二锑**等。无机阻燃剂价格低廉，但其阻燃性能低，与聚合物相容性差，大量添加会降低基体材料的机械性能。

表格 4. 三类阻燃剂的特点及应用领域

项目	有机卤系	有机磷系	无机系
代表产品	四溴双酚、十溴二苯醚、十溴二苯乙烷	三氯丙基磷酸酯、磷酸二苯酯	三水合氧化铝、氢氧化镁、三氧化二锑
阻燃效率	最高	高	低
环保型	部分产品燃烧后会释放出有毒、腐蚀性气体	低毒、低腐蚀、抑烟效果好	低毒、低腐蚀、抑烟效果好
相容性	好	好	差
价格	价格适中	价格较高	较低
主要缺点	抑烟性弱、部分产品燃烧后会释放出有毒腐蚀性气体、渗出性和耐光性较弱	挥发性大、热稳定性弱	添加量较大，影响材料的物理机械性能
主要应用领域	通用塑料、工程塑料	聚氨酯、工程塑料	通用塑料、橡胶

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 国内阻燃剂发展滞后，中长期具备较大增长空间

从国际市场来看，部分欧美大型化工企业基于其先发优势，处于行业领先地位。目前，美国雅宝公司、美国科聚亚公司和以色列化工集团是全球阻燃剂生产商巨头。国内的阻燃剂生产厂商中，其中本公司、江苏雅克科技股份有限公司、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

浙江万盛股份有限公司、山东寿光卫东化工有限公司、山东天一化学股份有限公司等为主要的阻燃剂生产厂商。未来,阻燃剂行业将围绕产品质量的可靠性、环境友好型阻燃剂的研发能力、对各国各地区日趋严格的环境保护标准的适应能力和清洁生产管理能力展开竞争。

表格 5. 十溴二苯乙烷产品领域主要竞争对手情况

企业名称	简要情况
美国雅宝公司 (Albemarle)	纽交所上市公司,运营有三个业务单元:聚合物化学品,催化剂和精细化学品,业务覆盖全球 100 多个国家,是全球最大的溴系阻燃剂生产家,还是氢氧化铝、氢氧化镁等有机阻燃剂的主要制造商之一。
美国科聚亚公司 (Chemtura)	纽交所上市公司,是特种化学制品、农业化学品、泳池和温泉维护产品、家用护理品的世界级制造商和销售商。其前身之一大湖化学公司最早研发和生产了十溴二苯乙烷产品。目前,公司阻燃剂产品包括溴系、磷系和锑系阻燃剂及其他协效剂。
以色列化工集团 (ICL Industrial Products)	以色列特拉维夫证券交易所上市公司,是世界著名的化肥及特种化工产品生产商。子公司死海溴化物公司的阻燃剂产品主要有溴系阻燃剂、磷系阻燃剂等。
江苏雅克科技股份有限公司	国内中小板上市公司(002409),致力于磷酸酯阻燃剂、聚氨酯催化剂、有机硅泡沫稳定剂的研发和生产,已具有 80000 吨系列产品的生产能力,是全球著名的磷酸酯阻燃剂生产企业。
浙江万盛股份有限公司	国内主板上市公司(603010),位于浙江省临海市,是国内最主要的有机磷系阻燃剂生产企业之一,主要产品为各种聚氨酯助剂,包括磷酸酯阻燃剂、辛酸亚锡等磷系阻燃剂产品。
山东寿光卫东化工有限公司	位于山东省寿光市,现有产品近三十种,主要产品为溴及溴系列产品,阻燃剂产品包括十溴二苯醚、十溴二苯乙烷、氰尿酸三聚氰胺、溴丙烷等。
山东天一化学股份有限公司	位于山东省潍坊市,主要从事溴及溴系列产品、阻燃剂的生产与销售,阻燃剂产品主要包括十溴二苯醚、十溴二苯乙烷、四溴双酚 A 等。

资料来源:公司公告,川财证券研究所

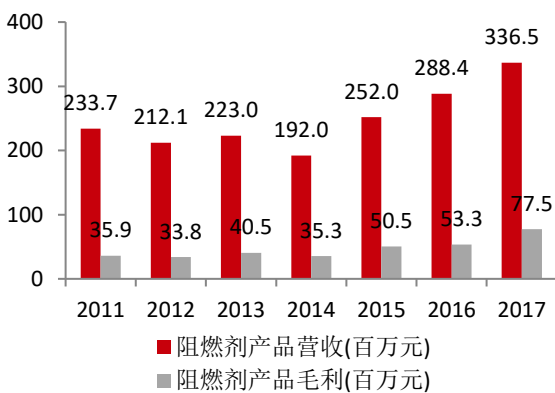
我国阻燃剂行业的发展起步较晚,使用范围广度和深度都具有较大空间。以应用于塑料制品为例,美国阻燃塑料制品占塑料总量的 40%左右,而中国尚不到 2%。国内阻燃剂厂商规模和制造水平不大不高,大多产能较小且从事单一阻燃剂业务,与国际上阻燃剂跨国公司缺乏全方位的竞争力。随着国家标准逐年提高,下游厂家对阻燃剂的阻燃效率和用量要求不断提高,对环保、高效的新型阻燃剂的需求亦不断增加。特别是中国近几年在白色家电、电动汽车等领域的快速发展,为阻燃剂的发展提供了较好的推动力。随着国内合成材料的广泛应用,对阻燃剂的需求将呈现快速增长的态势。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3. 阻燃剂产品价格上涨，盈利能力提升

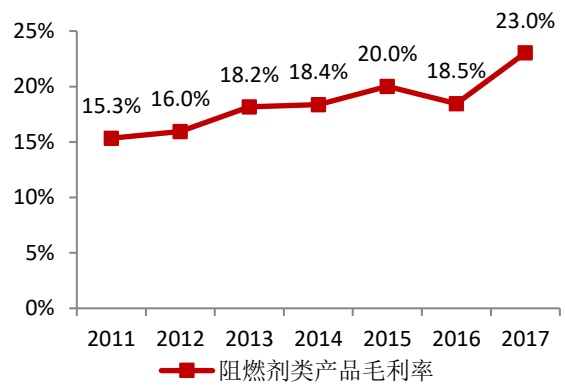
公司目前具有阻燃剂及阻燃剂中间体 12000 吨生产能力（其中十溴二苯乙烷年产 8000 吨）。根据中国阻燃协会统计，2014 年国内主要生产企业的十溴二苯乙烷产量约为 36000 吨。其中，公司 2014 年产量为 6919.92 吨，是国内主要十溴二苯乙烷生产企业之一。公司阻燃剂类产品营收规模与盈利相对稳定，毛利率在 2017 年出现较大幅度提升。

图 32: 公司阻燃剂产品营收与毛利规模



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 33: 公司阻燃剂产品毛利率稳步提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2018 年上半年，公司阻燃剂及阻燃剂中间体产品实现营业收入 1.76 亿元，平均售价为 3.88 万元/吨，比去年同期上涨 16.52%；而阻燃剂主要原材料溴素和纯苯的平均采购价分别为 2.45 万元/吨、0.58 万元/吨，分别比去年同期上涨 3.38%和下降 6.45%。预计 2018 年公司阻燃剂业务毛利率将进一步提升。

表格 6. 2018 年上半年阻燃剂产品及原材料价格变动情况

产品产销量及收入情况	产量(吨)	销量(吨)	营业收入(万元)
阻燃剂及阻燃剂中间体	4,630.92	4,540.25	17,603.14
产品价格变动情况(不含税)	平均售价(万元/吨)	上年同期(万元/吨)	变动比率(%)
阻燃剂及阻燃剂中间体	3.88	3.33	16.52
主要原材料价格变动情况(不含税)	平均采购价(万元/吨)	上年同期(万元/吨)	变动比率(%)
溴素	2.45	2.37	3.38
纯苯	0.58	0.62	-6.45

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

四、IPO 募投项目将再造一个苏利股份

2016 年 12 月，公司首次公开发行普通股 2500 万股，每股发行价格为人民币 26.79 元，募集资金总额总计 6.69 亿元。募集资金项目包括：年产 1000 吨噻菌酯原药建设项目；年产 10000 吨农药制剂建设项目；年产 9000 吨农药制剂类产品技改项目；年产 2500 吨三聚氰胺聚磷酸盐、10000 吨复配阻燃母粒及仓库建设项目；上海研发实验室项目；偿还银行贷款及补充流动资金等。

其中“年产 9000 吨农药制剂类产品技改项目”，因下游农药制剂市场开拓能力需待进一步提升，未来市场存在不确定风险因素，建设完工时间延长至 2019 年 12 月。“上海研发实验室项目”，因办公地址搬迁影响，建设完工时间延长至 2019 年 12 月。

表格 7. IPO 募集资金项目及进展

序号	项目名称	投资总额	募集资金使用金额	截止 2018 年 6 月累计投入金额	实施主体
1	年产 1000 吨噻菌酯原药建设项目	10,275.40	7,192.78	7,202.16	百力化学
2	年产 10000 吨农药制剂建设项目	12,868.50	9,007.95	4,238.42	苏利化学
3	年产 9000 吨农药制剂类产品技改项目	10,368.10	7,257.67	0	苏利化学
4	年产 2500 吨三聚氰胺聚磷酸盐、10000 吨复配阻燃母粒及仓库建设项目	14,713.99	14,713.99	3,643.84	苏利股份
5	上海研发实验室项目	3,674.30	3,674.30	0	苏利股份
6	偿还银行贷款及补充流动资金	20,000.00	19,919.15	19,919.15	-
合计		71,900.29	61,765.84	35,003.57	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

截止 2017 年底，公司具备农药及农药中间体设计产能 29600 吨、阻燃剂及阻燃剂中间体 12000 吨、其他精细化工产品 14000 吨；2018 年上半年，募投项目中年产 1000 吨噻菌酯原药项目已完工。目前公司在建产能主要包括 6500 吨农药制剂、1500 吨三聚氰胺聚磷酸盐、10000 吨复配母粒项目，预计在 2018 年 12 月 31 日前完工。

表格 8. 公司现有产能及在建产能情况 (截止 2017 年底)

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能及投资情况	在建产能预计完工时间
农药及农药中间体	29600 吨	88.77	1000 吨噻菌酯原药、6500 吨农药制剂	1000 吨噻菌酯原药项目已在 2018 年上半年完工、6500 吨农药制剂项目预计 2018 年 12 月 31 日前完工
阻燃剂及阻燃剂中间体	12000 吨	95.27	1500 吨三聚氰胺聚磷酸盐、10000 吨复配母粒	预计 2018 年 12 月 31 日前完工
其他精细化工产品	14000 吨	103.07		

资料来源：公司公告，川财证券研究所

随着募集资金投资项目的逐步建成投产以及未来公司规划，公司力争实现主营产品百菌清原药年销量达到 15000 吨、噻菌酯原药 2000 吨、农药制剂 24000 吨、十溴二苯乙烷 10000 吨、阻燃剂复配母粒 10000 吨、三聚氰胺聚磷酸盐 500 吨，年营业收入达到 20-30 亿元人民币，并且将不断调整、优化产品结构，不断提高高毛利率产品业务收入占总收入的比例。

五、盈利预测与投资建议

根据行业和公司基本面情况，公司未来三年盈利预测主要假设条件如下：

- 假设目前百菌清及噻菌酯原药供需状态延续，原药价格及农药制剂价格维持当前水平，农药类产品毛利率能够维持 2017 年水平；
- 参考目前阻燃剂原材料成本与阻燃剂产品价格趋势，假设 2018 年阻燃剂产品毛利率提升约 2 个百分点；
- 假设公司农药类产品和阻燃剂类产品新增产能能够按期完工并逐步投产，预期新增产能 2-3 年内满产；
- 假设公司期间费用率、运营资金情况、分红率等维持过去 3 年平均水平。

基于以上假设，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 16.9 亿、21.2 亿、25.2 亿元，分别同比增长 16.1%、25.6%、18.5%；公司综合毛利率维持在 38%-39% 左右。

表格 9. 公司 2018-2020 年分项业务预测

分项业务预测	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
农药类产品					
销售收入(百万元)	851.7	924.4	1,067.0	1,311.0	1,495.0
增长率	23.3%	8.5%	15.4%	22.9%	14.0%
毛利率	45.5%	49.4%	49.6%	50.8%	50.6%
阻燃剂类产品					
销售收入(百万元)	288.4	336.5	407.4	584.0	766.5
增长率	14.4%	16.7%	21.1%	43.3%	31.3%
毛利率	18.5%	23.0%	25.1%	22.9%	22.4%
其他精细化工产品					
销售收入(百万元)	168.6	179.9	196.5	208.0	234.0
增长率	6.8%	6.7%	9.3%	5.9%	12.5%
毛利率	5.8%	6.8%	8.4%	8.7%	10.3%
其他业务					
销售收入(百万元)	41.8	15.8	20.0	20.0	20.0
增长率	90.6%	-62.1%	26.3%	0.0%	0.0%
毛利率	4.0%	26.5%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	1,350.6	1,456.6	1,690.9	2,123.0	2,515.5
增长率	20.3%	7.9%	16.1%	25.6%	18.5%
综合毛利率	33.5%	37.8%	38.6%	38.7%	38.0%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

预计公司 2018-2020 年实现归属母公司净利润 2.96 亿、3.6 亿、4.15 亿元, 分别同比增长 32%、21.4%、15.4%。目前股价对应 PE 分别为 12.9X、10.6X、9.2X。

表格 10. 公司 2018-2020 年主要财务指标预测

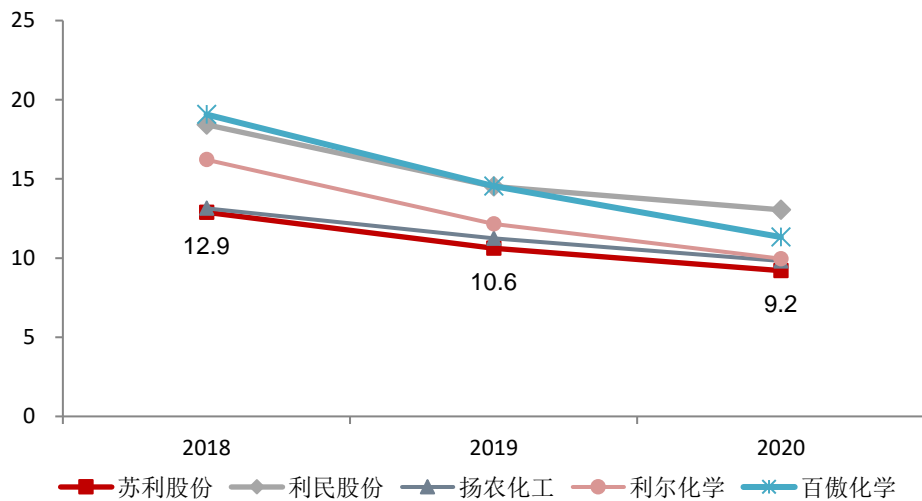
主要财务指标预测	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,351	1,457	1,691	2,123	2,516
同比增长(%)	20.3%	7.9%	16.1%	25.6%	18.5%
营业利润(百万元)	304	366	478	585	676
同比增长(%)	62.2%	20.5%	30.8%	22.4%	15.4%
归属母公司净利润(百万元)	185	225	296	360	415
同比增长(%)	56.9%	21.2%	32.0%	21.4%	15.4%
每股收益(元)	1.03	1.25	1.65	2.00	2.31
毛利率(%)	33.5%	37.8%	38.6%	38.7%	38.0%
净利率(%)	13.7%	15.4%	17.3%	16.9%	16.5%
净资产收益率(%)	19.7%	15.7%	18.2%	19.2%	19.2%
市盈率	21.0	17.0	12.9	10.6	9.2
市净率	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6

资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

与同行业上市公司估值对比，公司估值仍处于较低水平。杀菌剂细分行业景气度较高，而同行业上市公司百傲化学、利民股份等杀菌剂公司 2018 年 PE 分别为 19.1X、16.2X。考虑到公司优质的资产质量、卓越的现金流和持续的内生增长，我们认为公司有望迎来业绩与估值水平的双重提振。首次覆盖给予“增持”评级。

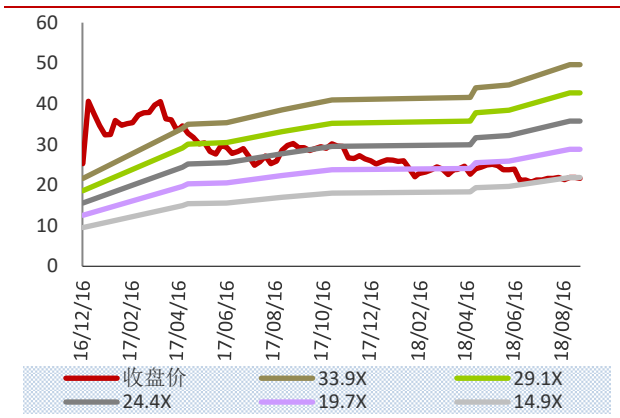
图 34: 公司估值在农药类上市公司中处于低位



资料来源: Wind, 川财证券研究所

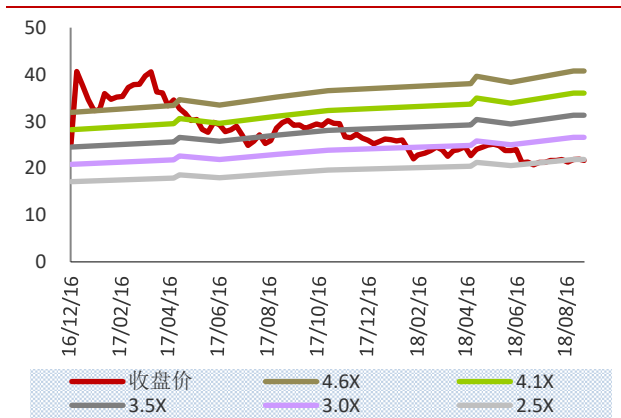
注: 其中利民股份、扬农化工、利尔化学、百傲化学预测 PE 取自 WIND 一致预期。

图 35: 苏利股份 PE-Pands



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 36: 苏利股份 PB-Pands



资料来源: Wind, 川财证券研究所

风险提示

百菌清、嘧菌酯价格大幅下行

若百菌清、嘧菌酯原药全球供给增长导致价格下行，将直接影响公司盈利水平

原料价格波动风险

主要原材料间二甲苯、氨气、氯气、4,6-二氯嘧啶等价格大幅上涨将侵蚀公司盈利能力。

募投项目进展低于预期

年产 10000 吨农药制剂建设项目、年产 2500 吨三聚氰胺聚磷酸盐、10000 吨复配阻燃母粒及仓库建设项目等是公司未来三年增长的主要驱动力，募投项目低于预期将降低公司内生增长速度。

盈利预测

资产负债表

单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,010	1,438	1,733	2,086
应收账款	228	290	370	421
预付账款	15	14	19	23
存货	199	193	251	311
其他	37	62	67	78
流动资产合计	1,489	2,003	2,440	2,918
长期股权投资	37	39	40	45
固定资产	320	0	0	0
在建工程	85	85	85	85
无形资产	33	32	31	30
其他	76	2	0	0
非流动资产合计	551	158	156	161
资产总计	2,040	2,161	2,597	3,079
短期借款	0	0	0	0
应付账款	90	123	150	173
其他	56	132	135	130
流动负债合计	146	256	284	304
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他	11	11	11	11
非流动负债合计	11	11	11	11
负债合计	158	267	296	315
少数股东权益	366	476	612	768
股本	150	180	180	180
资本公积	720	690	690	690
留存收益	597	818	1,089	1,396
其他	50	50	50	50
股东权益合计	1,882	2,214	2,621	3,084
负债和股东权益总计	2,040	2,481	2,916	3,399

现金流量表

单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	309	407	496	571
折旧摊销	-210	6	2	1
财务费用	15	-12	-16	-19
投资损失	-10	-10	-12	-12
营运资金变动	-100	28	-119	-106
其它	282	69	0	0
经营活动现金流	285	483	357	434
资本支出	490	0	0	0
长期投资	-4	-2	-1	-5
其他	-564	10	12	12
投资活动现金流	-78	8	11	7
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-74	-63	-73	-89
筹资活动现金流	-74	-63	-73	-89
汇率变动影响	-13	0	0	0
现金净增加额	119	428	295	352

利润表

单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,457	1,691	2,123	2,516
营业成本	906	1,039	1,301	1,559
营业税金及附加	10	11	15	17
营业费用	36	42	53	63
管理费用	133	158	198	234
财务费用	15	-12	-16	-19
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	10	12	12
其他	2	2	2	2
营业利润	366	478	585	676
营业外收入	7	7	8	8
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	371	484	592	682
所得税	62	77	96	111
净利润	309	407	496	571
少数股东损益	84	110	136	156
归属于母公司净利润	225	296	360	415
每股收益(元)	1.25	1.65	2.00	2.31

主要财务比率

	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	7.9%	16.1%	25.6%	18.5%
营业利润	20.5%	30.8%	22.4%	15.4%
归属于母公司净利润	21.2%	32.0%	21.4%	15.4%
获利能力				
毛利率	37.8%	38.6%	38.7%	38.0%
净利率	15.4%	17.3%	16.9%	16.5%
ROE	15.7%	18.2%	19.2%	19.2%
ROIC	18.0%	19.1%	19.7%	19.3%
偿债能力				
资产负债率	7.7%	12.4%	11.4%	10.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	10.18	7.83	8.58	9.61
速动比率	8.81	7.07	7.70	8.58
营运能力				
应收账款周转率	5.9	6.5	6.4	6.4
存货周转率	5.1	5.3	5.9	5.5
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
每股指标(元)				
每股收益	1.25	1.65	2.00	2.31
每股经营现金流	1.58	2.68	1.98	2.41
每股净资产	8.43	9.66	11.16	12.87
估值比率				
PE	17.0	12.9	10.6	9.2
PB	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	16.3	5.9	4.9	4.2
EV/EBIT	7.3	6.0	4.9	4.2

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003