

在成长的道路上不断飞奔

投资要点

- **公司并购威远资产组，补强体系短板。**2019 年之前，公司主要布局了保护性杀菌剂，所涉及的除草剂和杀虫剂较少。公司通过并购互补性极强的威远相关资产组，一举补齐除草剂、杀虫剂、兽药的短板，同时，威远资产组的制剂收入占比不低，与公司产生的协同效应更强。
- **代森产品在巴西市场取得突破，未来有望放量。**巴西市场是全球最大的代森锰锌制剂使用市场，年需求量 4-9 万吨。据世界农化网统计，2017 年巴西大豆杀菌剂市场价值代森锰锌位居 10 位，达到 1.2 亿美金。利民股份从 2007 年就开始关注巴西市场代森锰锌登记。截止 2019 年 7 月，利民股份在巴西市场支持客户总共获得 4 个代森锰锌原药登记证，6 个代森锰锌单剂登记证（含控股子公司双吉化工）。预计未来利民股份代森锰锌产品将在巴西市场销售实现突破性增长，巴西市场的巨大需求量足够消化公司未来扩产的代森类产品产能。。
- **公司持续滚动发展，稳步推进。**从公司历史来看，公司内生和外延并举，通过收购、整合、内生扩张实现 4 年一次的扩张周期，持续推动业绩向前滚动发展。2020 年，利民将推进重点项目建设，提升研发技术水平。主要将要完成利民化学年产 500 吨苯醚甲环唑项目、新威远年产 500 吨甲氨基阿维菌素苯甲酸盐新建项目、双吉公司年产 1 万吨代森系列 DF 项目的建设，另外，完成利民化学年产 1.2 万吨三乙磷酸铝原药技改项目和新威远新型绿色生物产品制造项目的备案、环评工作，适时启动项目建设。考虑到公司本部、双吉、威远都具有农药原药和制剂的产能，公司原药产能的增长将会带动相关制剂品种的销量增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 41.3、49.0 和 57.7 亿元，归母净利润分别为 4.1、5.4 和 6.2 亿元，EPS 分别为 1.43、1.87 和 2.16 元。我们选取了行业中与利民股份业务最为相近的四家公司，2019 年四家公司的平均 PE 为 40 倍，2020 年平均 PE 为 18 倍。结合对标公司的估值和利民股份的情况，给予公司 2020 年 15 倍 PE，对应股价 21.45 元。首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**公司产品价格下跌风险，在建项目不达预期风险，并购企业业绩实现或不及承诺，汇兑损失风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2832.67	4133.53	4903.60	5771.14
增长率	86.46%	45.92%	18.63%	17.69%
归属母公司净利润(百万元)	321.89	409.96	536.44	617.87
增长率	56.17%	27.36%	30.85%	15.18%
每股收益 EPS(元)	1.12	1.43	1.87	2.16
净资产收益率 ROE	15.08%	17.97%	18.92%	18.14%
PE	15	12	9	8
PB	2.30	1.97	1.66	1.41

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

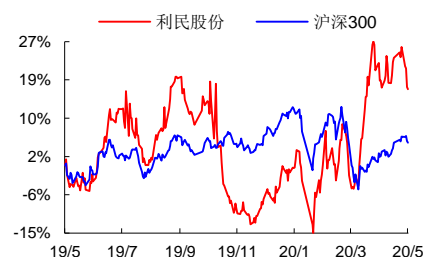
分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
 执业证号: S1250519080005
 电话: 021-58351839
 邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
 电话: 010-58251919
 邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.87
流通 A 股(亿股)	2.46
52 周内股价区间(元)	12.12-18.1
总市值(亿元)	47.60
总资产(亿元)	49.77
每股净资产(元)	7.73

相关研究

目 录

1 公司内生外延并举，不断成长，成为农药控股集团公司	1
2 杀菌剂行业需求稳定增长，公司护城河较深	7
2.1 公司主要布局保护性杀菌剂	7
2.2 抗性问题日趋严重，保护性杀菌剂生命力旺盛	7
2.3 代森类行业集中度提升，公司在巴西市场取得突破性进展	9
2.4 百菌清产品存在产能缺口，未来仍有发展空间	11
3 收购威远资产组，实现跨越式成长	13
3.1 威远资产组和公司原有板块形成良好的互补，填补公司短板	13
3.2 杀虫剂板块是威远资产组的核心	14
3.3 草铵膦市场空间巨大，公司未来存在扩产的可能	15
4 持续推进项目建设，保持业绩高增长	20
5 盈利预测与估值	20
6 风险提示	21

图 目 录

图 1: 上市公司历史沿革	1
图 2: 利民股份与实际控制人的产控关系	2
图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速	3
图 4: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	3
图 5: 公司 2019 年主营业务结构情况	3
图 6: 公司 2019 年主营业务毛利情况	3
图 7: 公司海外业务收入占比、毛利占比和毛利率情况 (单位: %)	4
图 8: 公司的汇兑损益受到人民币汇率影响	4
图 9: 公司和同行的毛利率对比 (单位: %)	4
图 10: 公司不同业务毛利率对比 (单位: %)	4
图 11: 公司和同行的期间费用率对比 (单位: %)	5
图 12: 公司和同行的净利率对比 (单位: %)	5
图 13: 公司研发费用占营业收入比例 (单位: %)	5
图 14: 公司研发人员数量	5
图 15: 农药产业链	7
图 16: 2016 年全球农药销售格局	8
图 17: 代森锰锌、代森锌、丙森锌生产工艺	9
图 18: 代森锰锌化学式	10
图 19: 代森系杀菌剂作用机理	10
图 20: 百菌清生产工艺	12
图 21: 新河化工业绩情况	13
图 22: 威远原药收入划分 (2018 年前三季度)	14
图 23: 威远制剂划分 (2018 年前三季度)	14
图 24: 阿维菌素生产工艺	14
图 25: 全球非选择性除草剂市场结构	16
图 26: 2018 年全球草铵膦按使用量统计的区域应用结构	16
图 27: 草铵膦全球市场销售额	18

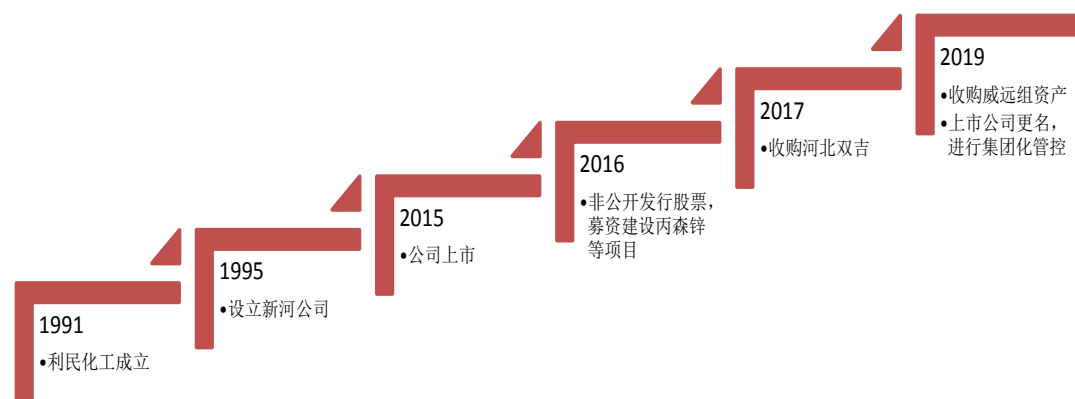
表 目 录

表 1: 利民股份主要产品生产能力	1
表 2: 公司 2016 年增发募集资金投向	5
表 3: 承诺事项相关内容	6
表 4: 股权激励业绩考核目标和解锁条件	6
表 5: 常见杀菌剂分类	7
表 6: 全球代森锰锌主要生产企业	10
表 7: AllierBrasil 关于巴西代森锰锌产品进口价格数据 (最低进口价=100)	11
表 8: 全球百菌清主要生产企业	12
表 9: 威远资产组主要产品	13
表 10: 商业化的抗草铵膦作物	17
表 11: 2018 年全球草铵膦市场销售结构	17
表 12: 2019 年全球草铵膦有效产能的情况	19
表 13: 草铵膦工艺比较	19
表 14: 分业务收入及毛利率	20
表 15: 可比公司估值	21
附表: 财务预测与估值	22

1 公司内生外延并举，不断成长，成为农药控股集团公司

利民股份 2015 年上市，2017 年，公司收购河北双吉，2019 年，公司收购威远生化、威远药业、新威远。另外，2019 年，公司将母公司生产经营性资产、负债及农药生产经营相关资质划转至全资子公司利民化学，上市公司更名为利民控股集团股份有限公司。

图 1：上市公司历史沿革



数据来源：公司资料，西南证券整理

公司产品包括农用杀菌剂、杀虫剂、除草剂以及兽药原料药、粉剂、预混剂和水针剂等系列制剂。杀菌剂产品主要包括代森类、百菌清、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺、威百亩、嘧菌酯等原药及制剂；杀虫剂产品包括阿维菌素、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐、噻虫啉、吡蚜酮、噻虫胺、噻虫嗪、呋虫胺、除虫脲及其他复配制剂；除草剂产品主要包括草铵膦、硝磺草酮等原药及制剂；兽药产品主要包括伊维菌素、乙酰氨基阿维菌素、泰妙菌素、沃尼妙林等。

公司多个产品的产能、产量、销量在国内外行业中位于前列，其中主导产品代森类、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺、威百亩、阿维菌素、甲维盐等具有较明显的规模优势。

表 1：利民股份主要产品生产能力

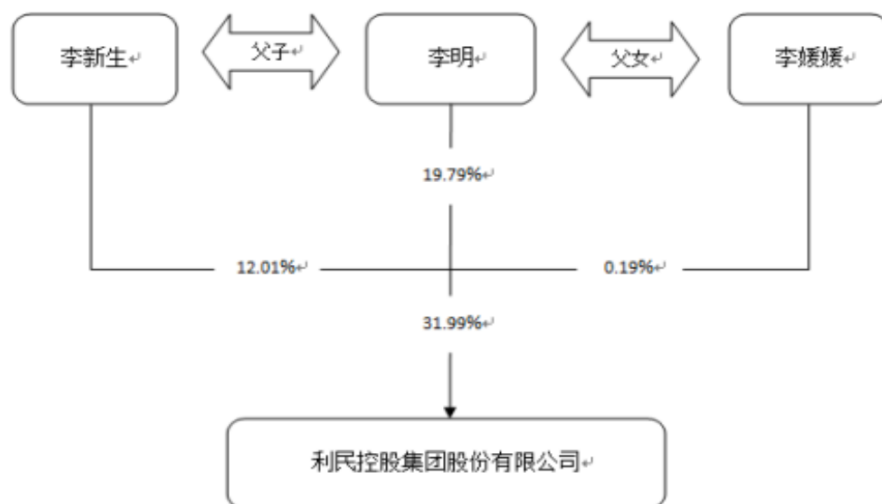
产品类别	产品	产能 (万吨/年)	备注
杀菌剂	络合态代森锰锌	3.5	本部 2.5 万吨，双吉 1 万吨
	代森系列产品	1	双吉的产能，其中 0.25 万吨代锰、0.25 万吨代森锌、0.5 万吨代森联
	霜脲氰	0.2	本部
	三乙膦酸铝	0.5	本部，另有 0.7 万吨在建
	嘧霉胺	0.1	本部
	百菌清	3	新河公司，2019 年开始建设第四条百菌清生产线，预计 2020 年 3 季度建成
	丙森锌	0.5	
	苯醚甲环唑	0.05	500 吨苯醚甲环唑项目在建
	嘧菌酯	0.05	威远
	石硫合剂	1	双吉的产能，还有 2 万吨产能建设规划
	硫磺悬浮剂	0.8	双吉的产能

产品类别	产品	产能 (万吨/年)	备注
杀虫剂	威百亩	2	
	甲维盐、阿维菌素、吡蚜酮	0.11	威远。新威远 500 吨甲氨基阿维菌素苯甲酸盐新建项目在建
除草剂	硝磺草酮	0.1	
	草铵膦	0.15	威远
兽药	泰妙菌素、伊维菌素	0.018	威远

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前股权比例较为集中，控股股东、实际控制人、一致行动人为李明、李新生和李媛媛，其中，李明与李新生为父子关系，李明与李媛媛为父女关系，三人持股比例合计达到 32.0%。

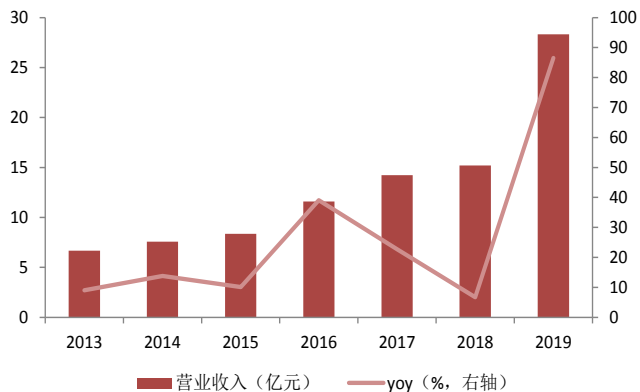
图 2：利民股份与实际控制人的产控关系



数据来源：公司资料，西南证券整理

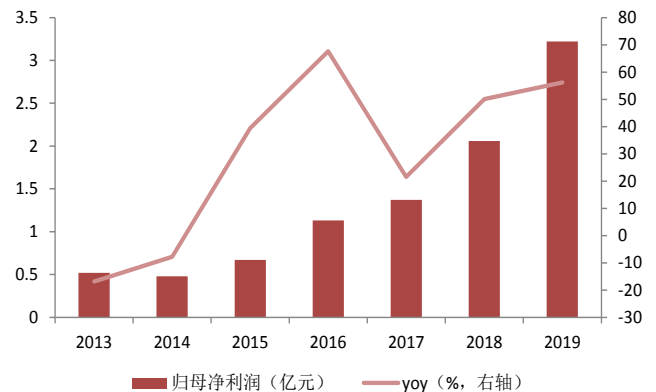
公司业绩状况：公司营业收入和归母净利润保持稳健的增长，增长来自于内生和外延并举。2015 年公司 IPO 募投项目之一的年产 25000 吨络合态代森锰锌原药及系列制剂技改项目顺利完成，产能开始释放。2016 年，公司非公开发行募集 7.8 亿资金，同时募投项目年产 5000 吨丙森锌和年产 20000 吨威百亩项目建成投产，另外，公司与委内瑞拉对外贸易公司签订农药销售合同，该合同销售量较大，当年确认收入 2286.73 万美元。2017 年，公司实现了对河北双吉的并表。2019 年，公司收购威远资产组，实现了收入和利润的飞跃式增长。因此，2020 年第一季度，公司实现营业收入 13.3 亿元，同比增长 234.2%，归母净利润 1.4 亿元，同比增长 72.5%。

图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

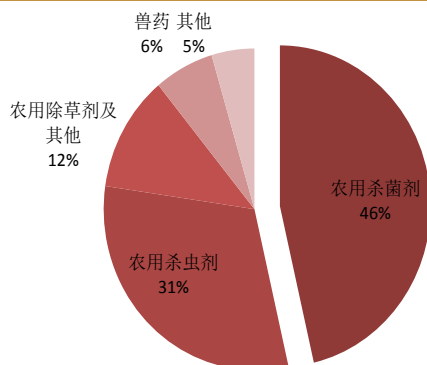
图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

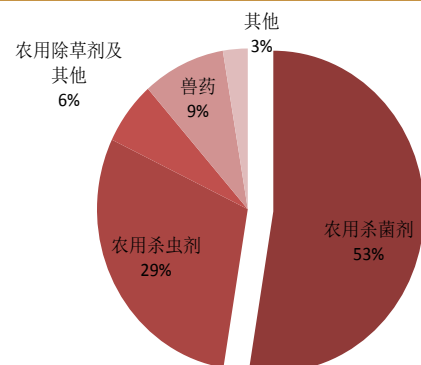
公司主营业务结构：随着公司收购威远相关资产之后，公司收入和毛利结构发生较大变化，2019 年，公司收入中农用杀菌剂，占比大幅下降，降到 46%；毛利贡献也降为 53%。公司杀虫剂收入和毛利的贡献比重大幅提升，杀虫剂收入占比提升至 31%，毛利占比提升至 29%。

图 5：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

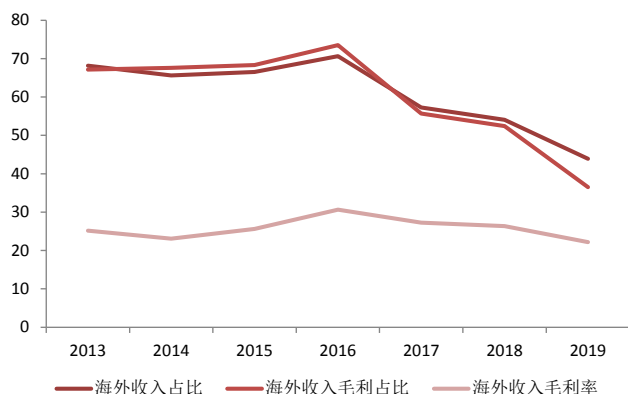
图 6：公司 2019 年主营业务毛利情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

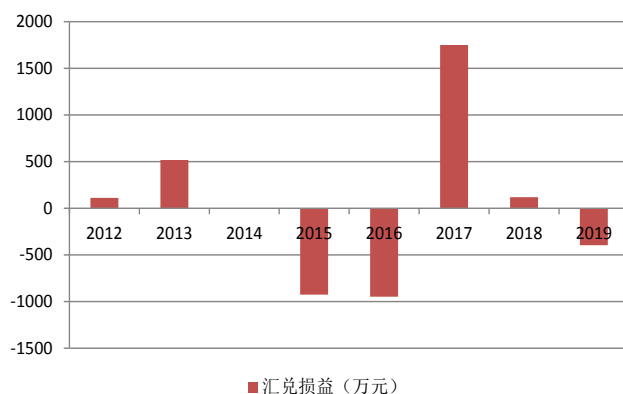
公司产品以出口为主，海外收入占比较高，人民币汇率对公司业绩有一定影响。公司并购威远资产之后，国内收入大幅提升，故公司海外收入占比有一定下降。

图 7: 公司海外业务收入占比、毛利占比和毛利率情况(单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

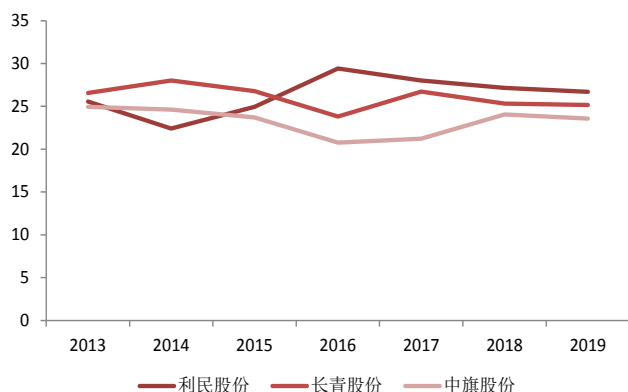
图 8: 公司的汇兑损益受到人民币汇率影响



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

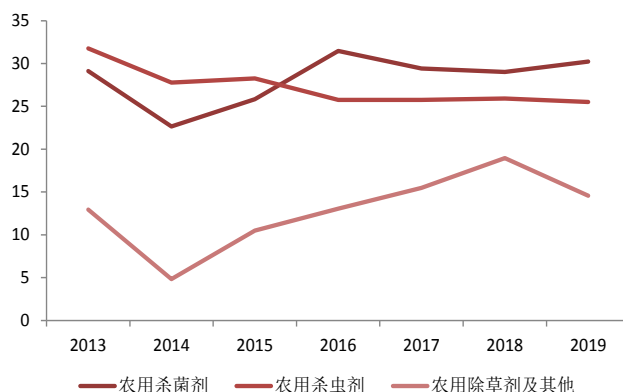
公司盈利能力分析: 我们选取业务模式和公司相近的公司作为对标企业, 公司的综合毛利率和同行无明显差异, 受到公司自身业务体量的影响, 公司杀菌剂的毛利率走势和公司综合毛利率走势基本相同。

图 9: 公司和同行的毛利率对比 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

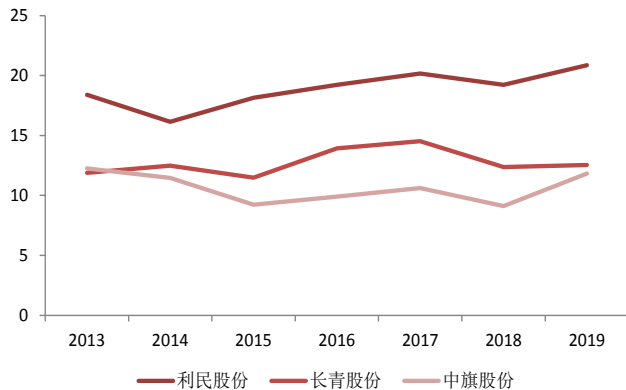
图 10: 公司不同业务毛利率对比 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

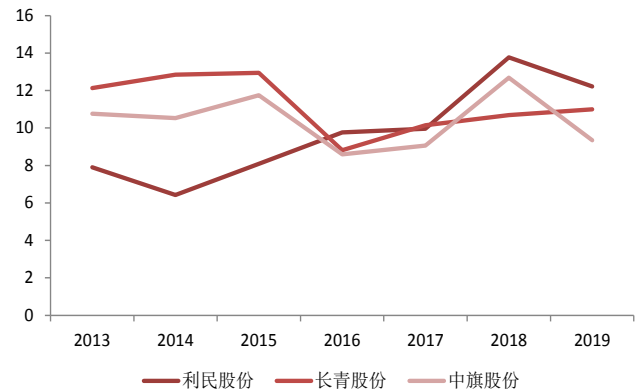
从期间费用率来看, 公司费用率略高于可比公司, 但由于新河公司百菌清产品的高盈利带来的高投资收益, 公司净利率高于可比公司。

图 11: 公司和同行的期间费用率对比 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

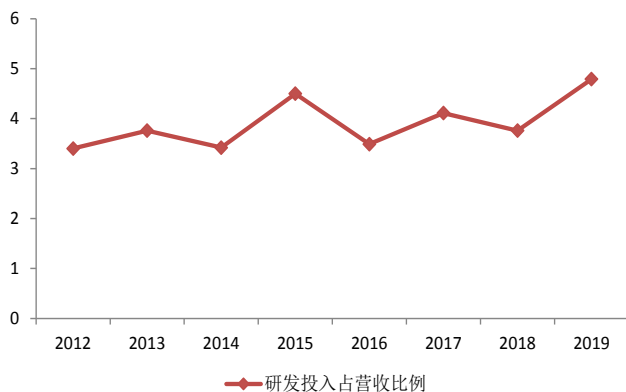
图 12: 公司和同行的净利率对比 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

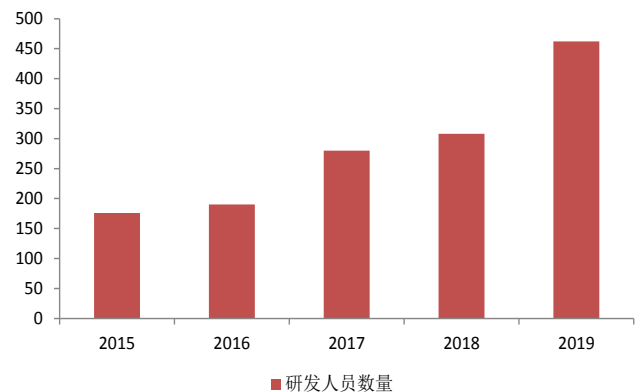
公司研发能力分析: 公司的研发投入持续提升, 保持自身竞争力。由于河北双吉、威远资产组的并表和 GLP 实验室持续投入, 公司研发投入和研发人数近几年持续攀升。

图 13: 公司研发费用占营业收入比例 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 公司研发人员数量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司募资情况分析: 公司上市以来, 通过 IPO 和增发融资, 目前公司增发获得的募集资金投向仍在进行使用, 项目即将完成建设。

表 2: 公司 2016 年增发募集资金投向

项目	募集资金调整后投资额 (万元)	备注
高效农药项目	26015.3	高效农药项目包括 0.5 万吨丙森锌、2 万吨威百亩、500 吨苯醚甲环唑、500 吨啮菌酯。2017 年, 0.5 万吨丙森锌和 2 万吨威百亩项目投产。2019 年, 啮菌酯项目终止
补充流动资金	4429.6	
收购河北双吉	19820.6	
收购威远资产组	26073.9	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

承诺事项分析：公司在收购河北双吉和威远资产组的时候，相关股东等都有业绩承诺，公司也对收购标的的业绩完成进行了业绩完成奖励承诺。

表 3：承诺事项相关内容

承诺方	承诺内容	承诺时间
双吉公司、双吉公司除建创九鼎及本公司以外的其他股东	双吉公司股东（利民股份除外）承诺：双吉公司 2017 年实现净利润不低于 3700 万元，2018 年实现净利润不低于 4100 万元，2019 年实现净利润不低于 4500 万元。若 2017 年、2018 年或 2019 年中任何一年度业绩未达到承诺水平，则就每一实际业绩未达到承诺业绩指标的年度，由原股东给予公司现金补偿。补偿金额=截止当期期末承诺净利润数—截止当期期末实际净利润数。若 2017、2018、2019 三年共实现净利润不低于 12300 万元，视同双吉公司完成经营业绩指标	长期
金榆新威	威远资产组标的公司在 2019 年度、2020 年度和 2021 年度三个完整的会计年度达到如下业绩指标：2019 年度净利润不低于 1 亿元、2020 年度净利润不低于 1.1 亿元、2021 年度净利润不低于 1.2 亿元，2019 年至 2021 年三年合计净利润不低于 3.3 亿元。如果标的公司 2019 年至 2021 年任一年度的实际业绩达成率低于 90%，且 2019 年至 2020 年三年合计实现净利润低于 3 亿元，金榆新威同意以其所持有的威远资产组股权向利民股份和欣荣仁和进行补偿。	2019 年 3 月 12 日至 2021 年 12 月 31 日
利民股份、欣荣仁和	如果威远资产组标的公司上述任一年度的实际业绩达成率不低于 110%，公司和欣荣仁和同意将标的公司当年实现的净利润超过承诺净利润部分 20%作为年度奖金奖励给标的公司管理团队。	2019 年 3 月 12 日至 2021 年 12 月 31 日

数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励情况分析：股权激励和员工持股计划有利于团队稳定。公司持续多年推进股权激励，而且将股权激励范围覆盖到威远资产组管理团队。2016 年公司推出第一期股权激励，2019 年公司推出第二期股权激励，拟授予的限制性股票数量 260 万股，限制性股票授予价格为每股 7.64 元，覆盖核心管理、技术业务人员 159 人。和第一期股权激励计划的业绩考核目标相比，公司第二期的考核目标更加重视业绩的成长。

表 4：股权激励业绩考核目标和解锁条件

解锁安排	业绩考核目标	可解锁数量占限制性股票数量比例
第一次解锁	以 2018 年归属于上市公司股东的净利润为基数，2019 年收入增长率不低于 20%	30%
第二次解锁	以 2018 年归属于上市公司股东的净利润为基数，2020 年收入增长率不低于 44%	30%
第三次解锁	以 2018 年归属于上市公司股东的净利润为基数，2021 年收入增长率不低于 72.8%	40%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 杀菌剂行业需求稳定增长，公司护城河较深

2.1 公司主要布局保护性杀菌剂

公司主营业务主要集中在杀菌剂领域，所涉及的除草剂和杀虫剂种类在逐步提升。

公司将通过加大经费投入、引进高精人才、提升装备水平等措施和手段，加快产品研发及结构调整的进程，加上并购，做专做强杀菌剂：以代森类、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺等优势产品为基础，通过收购威远资产组，获取了以嘧菌酯为代表的甲氧基丙烯酸酯类新型杀菌剂产能，加快建设以苯醚甲环唑为代表的三唑类杀菌剂产能。

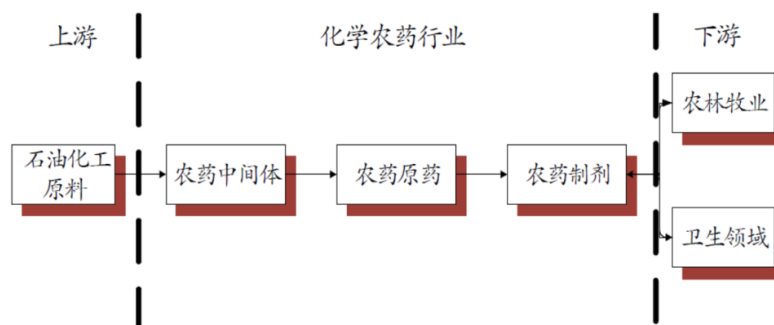
表 5：常见杀菌剂分类

项目	类型	具体产品	备注
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	涉及公司产品
	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	涉及公司产品
	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	涉及公司产品
内吸性杀菌剂	甲氧基丙烯酸酯类	嘧菌酯、吡唑醚菌酯、啉菌酯、肟菌酯等	涉及公司产品
	三唑类	苯醚甲环唑、戊唑醇、氟环唑、腈菌唑、腈苯唑等	涉及公司产品
	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、三乙膦酸铝等	涉及公司产品
	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	

数据来源：西南证券整理

2.2 抗性日趋严重，保护性杀菌剂生命力旺盛

图 15：农药产业链

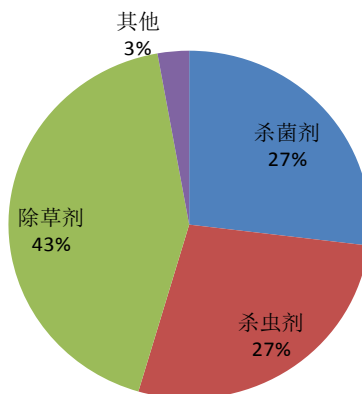


数据来源：公司资料，西南证券整理

农药行业下游需求呈现刚性，波动较小，而上游的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。近几年，国内环保压力日渐增大，对于农药和上游原料的供给形成一定压力，在一定程度上也加大了一些农药品种价格的上涨。

2016 年全球农药销售量下降 2.4%，剔除汇率影响，实际增长 0.52%，杀菌剂和杀虫剂销售额依然难分伯仲，除草剂仍然领先。受到耐除草剂和抗虫转基因作物推广的影响，全球除草剂和杀虫剂市场发生剧烈变化，而转基因抗病作物的研究进展缓慢，而且农作物疾病种类繁多且容易突变，利用基因技术的难度很高。同时，复合型转基因作物的普及，使得多数作物在耐除草剂的同时具有抗虫功能，因此杀虫剂市场规模增速放缓，被杀菌剂追赶上。

图 16：2016 年全球农药销售格局



数据来源：西南证券整理

作物的生长过程也是伴随着病害危害的过程，越是高价值的作物，其发生的病害越多、越复杂，也越难防治。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，从而对作物产量及品质构成了重大威胁。为了减少病害、解决抗性问题的，研究人员不断开发出新的杀菌剂。所以，杀菌剂的发展史也是一部农药创新史。

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（如福美双等），以及保护性杀菌剂代森锰、代森锌、百菌清等。随着科技的不断发展，人们对杀菌剂的选择性、内吸性、广谱性等要求越来越高，从而开发了三唑类、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。

虽然新的杀菌剂不断上市，然而抗性问题的如影随形，并日益凸显。尤其是单一作用位点、选择性越强的杀菌剂，其抗性发展更加迅速。

目前，全球增长最快的杀菌剂当属 SDHI 类，近几年的增长率达到 30%。先正达在该领域也有较好的表现，目前已经开发了 4 个 SDHI 类杀菌剂。这两年，先正达在巴西推出的这类新产品，其销售额很快突破 1 亿美元，然而，第 3 年便出现了抗性问题的。同样的问题在中国也在上演，新上市的 SDHI 类杀菌剂经过两年使用后，农民的用量就增长了 50% 以上，抗性发展堪称迅猛。

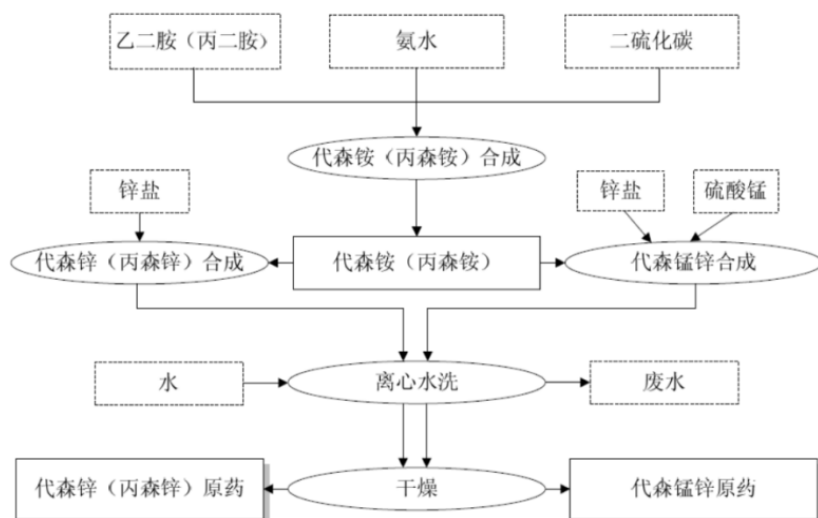
这些鲜活的案例促使大家来反观和重新审视保护性杀菌剂，像百菌清的亩用量长期基本不变，其使用剂量和效果都相对稳定。所以，不管杀菌剂的潮流走向何方，像百菌清、代森锰锌等传统的保护性杀菌剂，依然拥有强大的生命力，甚至变得更加重要。

在全球 156.70 亿美元杀菌剂市场，三唑类杀菌剂占据 28% 的市场份额，甲氧基丙烯酸酯类占 22%，SDHI 类占 7%，其他化学类型和作用机理的杀菌剂占 43%。尽管三唑类、甲氧基丙烯酸酯类和 SDHI 类杀菌剂所占的比重越来越大，占据着市场的主导地位，但多作用位点的保护性杀菌剂如代森锰锌、百菌清等的市场地位不可替代。根据资料，全球最大的保护性杀菌剂为代森锰锌(1943 年上市)，其 2015 年的全球销售额为 6.10 亿美元；百菌清(1963 年上市)的全球销售额为 3.10 亿美元。它们都是杀菌剂市场中的重磅产品，虽历史悠久，但生命力旺盛。

2.3 代森类行业集中度提升，公司在巴西市场取得突破性进展

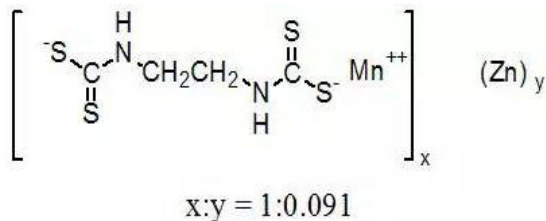
公司代森类产品主要包括代森锰锌、代森锌及丙森锌（以代森锰锌为主），均为广谱、高效、低毒的保护性三唑类杀菌剂，常用于瓜果、蔬菜等经济作物的杀菌，并且可与百菌清、霜脲氰等杀菌剂复配使用。作为代森类核心品种，代森锰锌近年来总体保持平稳发展，2014 年全球销售额（制剂产品）约为 5.9 亿美元，在杀菌剂产品中位居第六。

图 17：代森锰锌、代森锌、丙森锌生产工艺



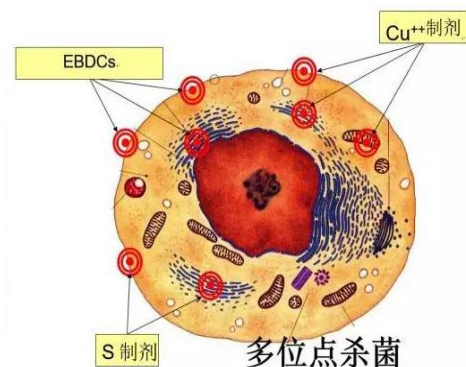
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 18: 代森锰锌化学式



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 代森系杀菌剂作用机理



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

代森系作用机理: 代森系有机硫杀菌剂自身不能直接作用于植物病原菌, 而是水或空气中转化为 EBIS, 在紫外线照射下进一步转化为 EBI。EBIS 和 EBI 才是真正的具有杀菌活性的化合物。这两种活性物质在病原菌细胞体内参与六种代谢过程, 抑制菌体内丙酮酸的氧化。最终体现在抑制病原菌的孢子萌发上。

代森锰锌在世界各国的专利保护均已过期, 随着全球制造业产能转移, 目前其生产主要由印度和中国企业承接, 陶氏化学等跨国农药公司逐步退出生产领域, 主要通过渠道优势参与市场竞争。近几年, 印度的代森锰锌产能也有一定程度的增长, 公司也在进行代森类产品的产能扩张, 维持在市场的领先地位。目前来看, 代森类产品的行业集中度进一步提升。

表 6: 全球代森锰锌主要生产企业

企业名称	年产能	技术及市场情况
陶氏益农 (中国)	0.8	代森锰锌是公司十大畅销产品之一, 品牌影响力大
印度 UPL	9	技术国际领先, 低价竞争
印度 Sabero	3	
印度 INDOFIL	6	
利民股份	4	技术国际领先, 包括河北双吉的产能
扬农化工	0.3	收购南通宝叶
西安近代	0.5	

数据来源: 西南证券整理

巴西市场是全球最大的代森锰锌制剂使用市场, 年需求量 4-9 万吨。据世界农化网统计, 2017 年巴西大豆杀菌剂市场价值代森锰锌位居 10 位, 达到 1.2 亿美金。在巴西, 代森锰锌这一广谱杀菌剂有 55 个使用的商品名。该保护性杀菌剂主要供应工厂来自印度和哥伦比亚。在巴西该产品单剂以及复配制剂主要用于蔬菜、咖啡、黑豆、水果、小麦以及大豆。AllierBrasil 相关报告显示, 不同来源、商品名和制剂类型的代森锰锌产品进口价格差异较大。从 2017 年 12 月份至 2018 年 11 月份数据来看, 巴西进口代森锰锌产品数量最高的是 75% WG, 其次为 80% WP, 进口数量分别为 27511 和 7765 吨。

表 7: AllierBrasil 关于巴西代森锰锌产品进口价格数据 (最低进口价=100)

商品名	供应商/国别	2018 年 9 月	2018 年 9 月	2018 年 9 月
80%WP				
EMZEB 800 WP	Cornmande, 印度	133	127	无
FORTUNA 800 WP	Agria, 保加利亚	无	无	136
MANFIL 800 WP	Indofil, 印度	100	100	100
MANZATE	UPL, 印度	107	102	102
75%WP				
MANZATE 750 WG	UPL, 哥伦比亚	127	122	132
PENNCOZEB 750 WG	UPL, 印度	119	无	无
UNIZEB GOLD 750	UPL, 哥伦比亚	190	183	198
UNIZEB GOLD 750	UPL, 印度	148	142	154

数据来源: 世界农化网, 西南证券整理

利民股份具有远见卓识的战略眼光, 从 2007 年就开始关注巴西市场代森锰锌登记。截止 2019 年 7 月, 利民股份在巴西市场支持客户总共获得 4 个代森锰锌原药登记证, 6 个代森锰锌单剂登记证 (含控股子公司双吉化工)。预计未来利民股份代森锰锌产品将在巴西市场销售实现突破性增长, 巴西市场的巨大需求量足够消化公司未来扩产的代森类产品产能。

2.4 百菌清产品存在产能缺口, 未来仍有发展空间

百菌清是一种广谱、保护性杀菌剂。与目前三大主流杀菌剂的作用机理不同, 百菌清是与真菌细胞中的三磷酸甘油醛脱氢酶发生作用, 与该酶中含有半胱氨酸的蛋白质相结合, 从而破坏该酶的活性, 使真菌细胞的新陈代谢受破坏而失去生命力。百菌清虽没有内吸传导作用, 但叶面喷施后, 在植物体表有良好的黏着性, 不易被雨水冲刷, 因此持效期较长。

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、疫病等许多病害。

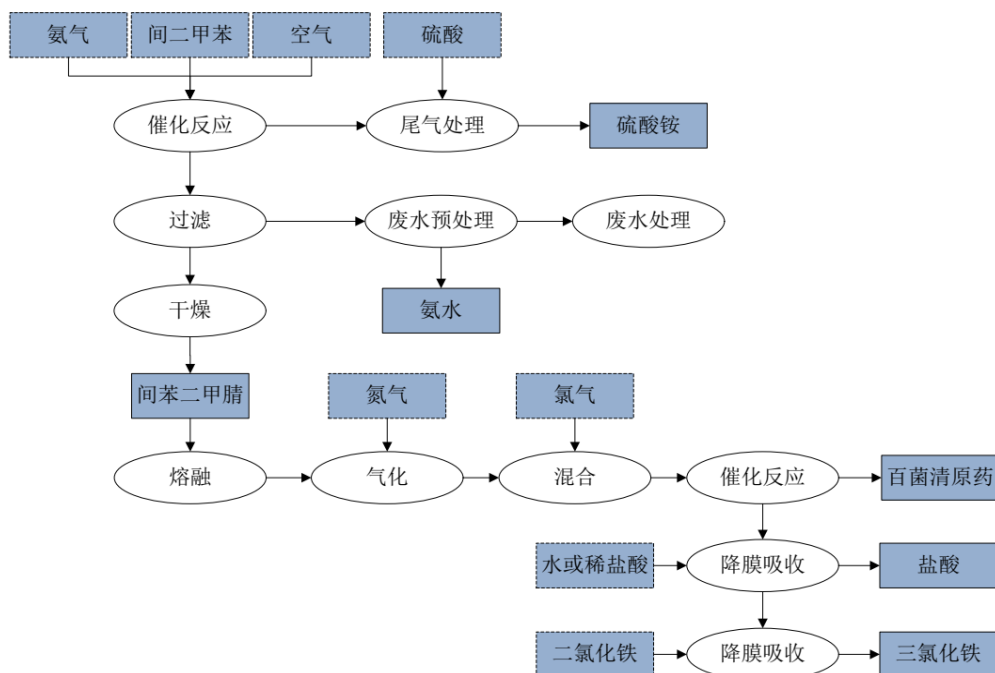
与代森锰锌相比, 百菌清的应用范围稍窄。这是因为一方面百菌清对水生生物毒性较大; 另一方面, 幼果期使用百菌清时, 如果施药方法不当, 可能对幼叶、幼果产生一定的影响。然而, 百菌清在果树、蔬菜及旱地作物上的使用更加广泛, 发展空间更大。

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, 专家预计 2020 年增至 6.2 万吨, 2025 年进一步增至 7.2 万吨。百菌清未来市场增长的主要动力包括: ①新兴市场上杀菌剂使用频次及使用范围增加; ②欧洲小麦上作为抗性管理方案与 SDHI 类杀菌剂混用或轮换使用; ③在欧洲作为有些三唑类和代森锰锌类杀菌剂的替代产品; ④巴西大豆锈病防治上, 内吸性杀菌剂抗性管理的需要。

欧美市场由于用药水平较高, 专业的施药人员已清楚地认识到保护性杀菌剂的重要性, 因此在这些市场, 百菌清未来的增长潜力较大; 当然, 百菌清最大的市场机遇在巴西, 这主要由于巴西大豆锈病持续暴发, 而三大类主流杀菌剂抗性严重, 所以在病害解决方案中, 农民会选择使用保护性杀菌剂。

百菌清原药合成工艺及设备比较独特，不能与其他农药产品共用设备装置，因此国内实际生产百菌清原药的企业仅有 3-4 家，目前国内主要生产企业已经处于全球行业领先地位，形成较为稳定的竞争格局。

图 20：百菌清生产工艺



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司目前的子公司新河化工具有 3 万吨百菌清产能，第四条生产线正在建设。

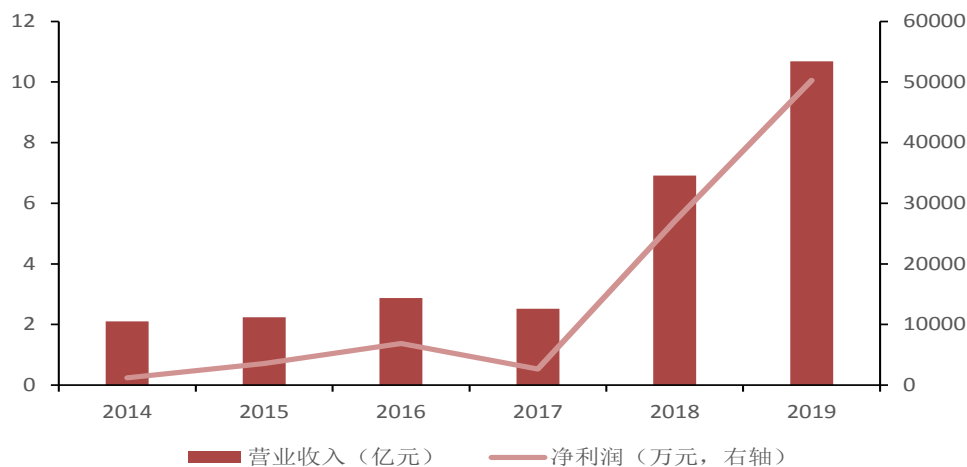
表 8：全球百菌清主要生产企业

企业名称	年产能	技术及市场情况
先正达	0.9	
日本 SDS	0.6	
苏利股份	1.4	
新河化工	1.2	SDS 持股 15%，公司持股 34%
维尤纳特	0.3	
大成农药	0.3	
南天实业	0.08	

数据来源：西南证券整理

2015 年，由于先正达海外装置 0.9 万吨产能供应量下降，百菌清供应趋紧，国内出口增长较快，产品价格出现显著上涨。2017 年，环保高压叠加安全事故频发，供应收紧明显，市场长时间出现供不应求的局面，价格一路上行。2018 年，日本 SDS 公司再现安全事故，影响百菌清供应，产品价格持续上行，因此，新河化工的业绩连续多年大幅增长，后续随着第四条生产线的投产，新河化工的业绩有望继续增长。

图 21：新河化工业绩情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 收购威远资产组，实现跨越式成长

3.1 威远资产组和公司原有板块形成良好的互补，填补公司短板

威远资产组的主营业务为农药原药、制剂和兽药原药、制剂的研发、生产和销售。农药产品主要分为杀虫剂、杀菌剂、除草剂三大类别，具体包括阿维菌素、甲维盐、草铵膦、吡蚜酮、啉菌酯等国内外注册登记的产品。兽药产品主要包括伊维菌素、泰妙菌素、乙酰氨基阿维菌素等国内外注册登记的产品。

表 9：威远资产组主要产品

产品	年产能 (吨)	用途
阿维菌素	1100	是一种被广泛使用的农用或兽用杀菌、杀虫、杀螨剂。公司产能 300 吨。
甲维盐		是从发酵产品阿维菌素 B1 开始合成的一种新型高效半合成抗生素杀虫剂，它具有超高效，低毒（制剂近无毒），无残留，无公害等生物农药的特点。公司产能 300 吨。
吡蚜酮		属于吡啶类或三嗪酮类杀虫剂，是全新的非杀生性杀虫剂，该产品对多种作物的刺吸式口器害虫表现出优异的防治效果。公司产能 500 吨。
啉菌酯	500	甲氧基丙烯酸酯类杀菌农药，高效、广谱。
草铵膦	1500	属广谱触杀型除草剂，内吸作用不强，与草甘膦杀根不同，草铵膦先杀叶，通过植物蒸腾作用可以在植物木质部进行传导，其速效性介于百草枯和草甘膦之间。在草甘膦产生抗性的地区可以作为草甘膦的替代品使用，不过价格较高。
妙泰菌素	180	是一种双萜烯类畜禽专用抗生素，是世界十大兽用抗生素之一。
伊维菌素		新型的广谱、高效、低毒抗生素类抗寄生虫药，对体内外寄生虫特别是线虫和节肢动物均有良好驱杀作用。

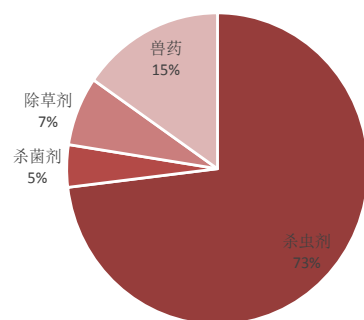
数据来源：西南证券整理

公司主营业务产品以代森类杀菌剂为主，威远资产组农药板块拥有甲维盐、阿维菌素等多种杀虫剂产品，同时在草铵膦生产技术方面拥有先进的连续气相合成技术，本次交易可实现双方在农药产品结构和技术方面优势互补。威远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产品，可以弥补公司在兽药方面的空白。

3.2 杀虫剂板块是威远资产组的核心

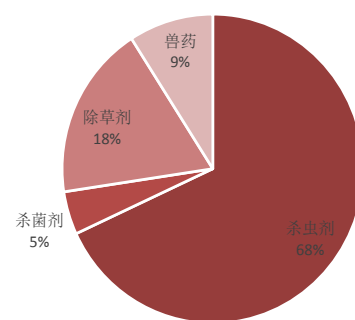
威远资产组中，无论是原药还是制剂板块，其中杀虫剂均占据了六成以上的收入占比，是其核心资产。威远生化的代表性产品是阿维菌素和以阿维菌素为原料的甲维盐。

图 22：威远原药收入划分（2018 年前三季度）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：威远制剂划分（2018 年前三季度）



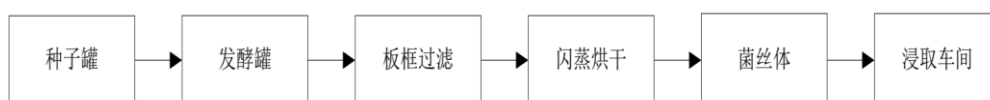
数据来源：公司公告，西南证券整理

作为一种大环内酯双糖类化合物，阿维菌素是从土壤微生物中分离的天然产物，对昆虫和螨类具有触杀和胃毒作用，并有微弱的熏蒸作用，无内吸作用，但它对叶片有很强的渗透作用，可杀死表皮下的害虫，且残效期长，阿维菌素不杀卵。其作用机制与一般杀虫剂不同，它干扰神经生理活动，刺激释放 γ -氨基丁酸，而 γ -氨基丁酸对节肢动物的神经传导有抑制作用，螨类成、若螨和昆虫成虫及幼虫与药剂接触后即出现麻痹症状，不活动不取食，2—4 天后死亡。因不引起昆虫迅速脱水，所以它的致死作用较慢。对捕食性和寄生性天敌虽有直接杀伤作用，但因植物表面残留少，因此对益虫的损伤小。

阿维菌素原药通过生物工程的方式获取，生产工艺主要分为两部分：发酵和提取。

图 24：阿维菌素生产工艺

阿维菌素发酵工艺流程图：



阿维菌素提取工艺流程图：



数据来源：公司公告，西南证券整理

阿维菌素 1985 年面世，是全球第八大杀虫剂，市场空间 3-4 亿美金。

从供给端来看，阿维菌素行业格局已定。阿维菌素是中国制造，在国外没有竞争对手，最早由默克公司生产，由于成本因素停产，中国成为阿维菌素第一生产大国。随着阿维菌素及其系列产品成本、技术不断优化，需求端市场应用不断增加，生产端随着安全、环保趋紧，有效供给减少，也支撑了阿维菌素及其系列产品的价格；南美巴西等地方开始在大豆等作物上使用阿维菌素及其系列产品，跨国公司纷纷来中国采购。阿维菌素是限制类产品，国家不再新批，另外，经过十几年的发展，外行很难进入，因为投资大，要有配套的能源工程，要有地域的优势，发酵类产品能源占成本的 20%-30%；另外，阿维菌素系列产品登记成本在提高，国际登记市场布局已经完成，前几位供应商格局已基本稳定。

从需求端来看，阿维菌素在中国有 1800 余个登记，虽然在我国存在了 25 年，仍然广泛使用。甲维盐在世界很多国家专利刚刚到期，属于比较新的品种。威远最早做阿维菌素系列产品，阿维菌素在世界 65 个国家取得 285 个登记，在此基础上，甲维盐原药以及制剂在世界 59 个国家取得 232 个登记，成为棉花、大豆的特效药，比如 3 年前以紧急用药的方式进入巴西，这两种产品在世界范围内都是广谱的。全世界最主要的市场在巴西、美国、中国以及印度。

核心技术方面，新威远阿维菌素的微生物高效合成及其生物制造获得国家科技进步二等奖，威远农药高效广谱杀菌剂噻菌酯的开发获得河北省科技进步三等奖。甲维盐产品性质稳定，适合生产乳油、粒剂等多种剂型，且不会出现胀气等不良反应。威远农药凭借不断优化的生产工艺，在业内独树一帜，获得了良好的口碑。

3.3 草铵膦市场空间巨大，公司未来存在扩产的可能

草铵膦于 1986 年由德国赫斯特公司（现在属于德国巴斯夫）开发的一种非选择性除草剂。其作用机制是抑制植物体内的谷氨酰胺合成酶活性，导致谷氨酰胺合成受阻、氮代谢紊乱、铵离子累积，从而干扰植物的代谢，直至死亡。草铵膦具有杀草谱广、活性高、毒性低、在土壤中易降解、对作物安全、漂移小、环境相容性好和杀草较迅速等特点，能防除和快速杀死马唐和黑麦草等 100 多种一年生和多年生阔叶杂草和禾本科杂草。

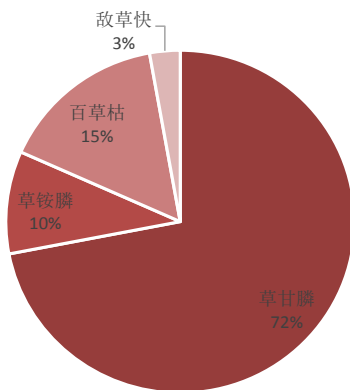
普通草铵膦是两种对映异构体的混合物，但只有 L-异构体具有活性，而且在土壤中容易分解，对人类和动物毒性较小。目前市场上销售的草铵膦商品绝大多数都是外消旋体混合物。L-草铵膦不仅用量减半，大幅降低环境压力，而且活性和对抗性杂草的防效也优于普通草铵膦。目前，商品化的 L-草铵膦已经在日本和韩国上市，但价格昂贵，性价比暂不突出；利尔化学等中国企业正在积极进行低成本 L-草铵膦的开发，很快有望实现产业化，为中国和世界农药减量增效作出新的贡献。

草铵膦和草甘膦的推广模式比较类似，农化巨头将草铵膦抗性基因导入水稻、小麦、玉米、甜菜、烟草、大豆、棉花、马铃薯、番茄、油菜和甘蔗等 20 多种作物中。近年来抗草铵膦作物已在美洲、亚洲、欧洲和澳洲等农产品大国推广种植。

2018 年全球草甘膦、草铵膦、百草枯、敌草快市场合计为 83.2 亿美元，加上其他小宗产品，全球非选择性除草剂市场达到 85 亿美元左右，占全球除草剂市场 236.2 亿美元的 32%。可见，非选择性除草剂“扮演”着除草剂市场基石的作用。

随着草铵膦转基因技术推广和应用，草铵膦已经成为全球第二大转基因作物除草剂。2017 年草铵膦的市场规模达到 7.5 亿美元，近 6 年全球市场复合增长率为 6.2%，属于增长最快的非选择性除草剂。

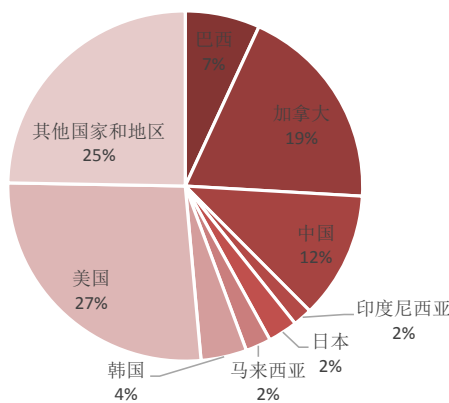
图 25：全球非选择性除草剂市场结构



数据来源：世界农化网，西南证券整理

全球草铵膦主要细分市场为韩国、美国、日本、中国、巴西和加拿大等，集中分布于亚洲和北美。全球草铵膦市场区域性特点明显，除了非选择性除草需求相互替代外，还与这些国家大豆、玉米、油菜和棉花等大田作物抗草铵膦转基因作物商业化程度较高有关。

图 26：2018 年全球草铵膦按使用量统计的区域应用结构



数据来源：世界农化网，西南证券整理

全球草铵膦需求保持快速发展，主要与 4 个方面因素有关：

一是开发企业推广，传统应用稳定增长。

二是草铵膦对灭生性除草剂（草甘膦、百草枯的禁限用）的替代：中国百草枯禁限用的政策，是中国草铵膦市场出现较大增长的直接因素。2020 年 6 月是泰国是否续用万吨百草枯的窗口期，2020 年底巴西也进入禁用的窗口期，以及中国市场流通产品均到期，届时预计全球百草枯新增禁用 1.4 万吨。按照公顷成本算，草铵膦是百草枯的 2.8 倍，且草铵膦、草甘膦按照 6：4 的比例替代，加上对草甘膦禁限替代量，预计 2020 年草铵膦替代新增需求 4000 吨以上。长期来看，众多农业大国的百草枯禁令将有效地推动草铵膦需求的快速释放。

目前全球使用量在 1000 吨左右的国家，分别是美国、加拿大、中国和巴西。另外，韩国、泰国、印度尼西亚、日本和马来西亚等东南亚国家使用基数也较大，用量接近或超过 200 吨以上的水平。

三是抗草铵膦转基因商业化程度和复配制剂的作用：草铵膦传统应用领域为果园、胶园、非耕地和免耕地等防除杂草。1995 年开始，抗草铵膦以及多抗转基因作物相继推广和应用，包括艾格福、安万特、拜耳、杜邦先锋和先正达等国际企业，共同开发抗草铵膦作物，且成功商业化种植，尤其在大豆、油菜和棉花等大田作物上渗透率高。2018 年此领域的市场需求为 8000 吨，2020 年预计保持 5% 的速度增长，新增量约为 1000 吨。另外，草铵膦的复配可以应对更多的除草需求，如，草铵膦和草甘膦、乙羧氟草醚、高效氟吡甲禾灵、丙炔氟草胺、敌草隆、西玛津和 2 甲 4 氯等进行配伍。根据出口和国际需求的信息，草铵膦复配制剂需求增速约为 4.3%，预计 2020 年新的增量在 3000 吨左右。

表 10：商业化的抗草铵膦作物

年份	作物	公司	性状
1995	油菜	艾格福 AgrEvo	抗草铵膦 Liberty Link
1996	玉米	艾格福 AgrEvo	抗草铵膦 Liberty Link
1998	玉米	安万特 Avertis	抗草铵膦 Liberty Link, 抗玉米螟
2004	棉花	拜耳	抗草铵膦 Liberty Link
2009	大豆	拜耳	抗草铵膦 Liberty Link
2015	油菜	拜耳	抗草铵膦、抗草甘膦
2016	油菜	杜邦先锋	抗草铵膦
2019	大豆	拜耳	抗草铵膦、抗草甘膦、抗异恶草酮
2020	大豆	先正达	抗硝磺草酮、抗草铵膦、抗异恶草酮

数据来源：世界农化网，西南证券整理

2018 年全球在油菜田中使用草铵膦的量最大，达到 2752 吨，其次为大豆田，为 2279 吨，第三为棉花田，为 1345 吨，3 种作物田中的应用量占草铵膦市场总量的 46%。这三大作物市场集中度提高明显，经作和非农领域的应用仍稳定增长。

表 11：2018 年全球草铵膦市场销售结构

作物	市值（百万美元）	使用量（吨）
麦类	9.1	187.6
水稻	35.8	441.1
玉米	28.5	593.5
大豆	111.9	2279.1
油菜	124.8	2751.7
向日葵	0.02	0.34
棉花	67.7	1345
甘蔗	2.69	59.8
甜菜	0.07	0.49
土豆	4.9	70
仁果	24.2	240

作物	市值 (百万美元)	使用量 (吨)
葡萄	26.6	298.5
果蔬	155	3211
非农	156.8	2324.4
总计	748.1	13802.4

数据来源：世界农化网，西南证券整理

四是草铵膦原药价格下行的影响：目前草铵膦价格已经大幅下降，性价比的增加有利于使用量的增长。如果按照草铵膦 95%原药价格为 10.5 万元/吨、草甘膦 95%原药价格为 2 万元/吨、百草枯母液（42%）价格为 1.3-1.35 万元/吨，已经替代草甘膦和百草枯分别为 7000 和 9000 吨，折合草铵膦 95%原药为 7000 吨。

中农纵横预计 2020 年草铵膦全球销量超过 4 万吨，销售额将超过 10 亿美元大关，将达到 10.5 亿美元。

图 27：草铵膦全球市场销售额



数据来源：世界农化网，西南证券整理

目前，草铵膦国内外产能大、成本较低、开工稳定的龙头企业分别为巴斯夫和利尔化学。2019 年巴斯夫草铵膦产能为 1.2 万吨，占全球总产能的 27.8%，产能装置分布在法兰克福和美国密西根。同年，利尔化学总产能为 1.2 万吨，占全球总产能的 27.8%，绵阳产能为 8000 吨，广安一期 4000 吨产能装置已经具备生产能力，后期 7000 吨产能于 2020 年后释放。2019 年永农生物的草铵膦产能达到 5000 吨，主要在浙江上虞和宁夏，永农生物远期将有 5000 吨产能释放计划。山东亿盛产能 5000 吨，原药除满足自身制剂需要，也对外供应。威远生化的产能为 1500 吨，石家庄瑞凯化工装置负荷不高。此外，七洲绿色化工控股洪湖一泰利用铝法生产草铵膦关键中间体甲基亚膦酸二乙酯，现有产能 5000 吨，远期规划 2 万吨。另外，长青股份、南京红太阳重庆分公司、四川福华和内蒙诚信等，2020 年以后将有不同吨位的产能释放。

表 12：2019 年全球草铵膦有效产能的情况

企业	产地	产能 (万吨)
巴斯夫	法兰克福、密西根	1.2
利尔化学	四川绵阳、广安	1.2
UPL	印度	0.6
山东亿盛	山东济宁	0.5
永农生物	浙江上虞、宁夏	0.5
威远生化	河北石家庄	0.15
石家庄瑞凯化工	河北石家庄	0.15

数据来源：世界农化网，西南证券整理

从主要的工艺路线来看，目前全球草铵膦主要有 3 种产业化生产路线，分别为热裂解-ACA 工艺、铝法-Strecker 工艺、格氏-Strecker 工艺。这 3 种工艺有相似的部分，但在成本、原料、损耗、反应机理、环保友好性和收率方面有较大区别。格氏工艺具有较大的生产安全性及环境风险，且成本较高，是国内主流工艺；热裂解-ACA 工艺比较先进，连续化程度高，“三废”排放、合成成本最低；利尔新工艺是从格氏工艺向热裂解-ACA 工艺过渡的工艺，较传统工艺有很大的改善。

表 13：草铵膦工艺比较

主要工艺	热裂解-ACA 工艺	铝法-Strecker 工艺	格氏-Strecker 工艺
连续化程度	完全连续化	半连续化	间歇华
工艺优势	固废量少，可以用来制备价值高的副产品	草铵膦生产成本较低	工艺简单
工艺劣势	600℃反应，对反应器质量要求高，反应控制单元投资高	易燃易爆，使用剧毒氰化物，分离纯化困难，固废量大	易燃易爆，使用剧毒氰化物，分离纯化困难，废水量大
含三废处理的成本 (万元/吨)	4-5	7-8	8-10
代表企业	巴斯夫	七洲绿色化工	永农、利尔化学老线

数据来源：世界农化网，西南证券整理

威远是中国最早研究草铵膦的企业之一，2005 年启动了对草铵膦工艺技术的研究，2008 年公司考虑上马草铵膦的时候面临两条先进工艺路线，分别是铝法生产工艺和拜耳的气相连续法，目前公司 1500 吨草铵膦产能中，500 吨采用铝法生产工艺，1000 吨采用拜耳的气相连续法，目的是综合比较这两套工艺的优劣势，铝法工艺废物产量高，但成本相对低些，气相连续法工艺废物产量小，但一次性投入大，从以上两套工艺，确定上马草铵膦的最终工艺路线。公司厂区规划草铵膦的时候，预留了 3000 吨草铵膦的位置，基础工程已经建设完毕，预计未来公司存在草铵膦扩产的可能。

4 持续推进项目建设，保持业绩高增长

从公司历史来看，公司内生和外延并举，通过收购、整合、内生扩张实现 4 年一次的扩张周期，持续推动业绩向前滚动发展。

2020 年，利民将推进重点项目建设，提升研发技术水平。主要将要完成利民化学年产 500 吨苯醚甲环唑项目、新威远年产 500 吨甲氨基阿维菌素苯甲酸盐新建项目、双吉公司年产 1 万吨代森系列 DF 项目的建设，另外，完成利民化学年产 1.2 万吨三乙磷酸铝原药技改项目和新威远新型绿色生物产品制造项目的备案、环评工作，适时启动项目建设。

考虑到公司本部、双吉、威远都具有农药原药和制剂的产能，公司原药产能的增长将会带动相关制剂品种的销量增长。

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2020-2022 年代森锰锌不含税价格为 1.86、1.85、1.82 万元/吨；

假设 2：2020-2022 年新河化工百菌清不含税价格为 3.4、3.4、3.4 万元/吨；

假设 3：2020-2022 年阿维菌素不含税价格为 62、62、62 万元/吨；

假设 4：苯醚甲环唑、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐项目 2021 年开始贡献收入，三乙磷酸铝项目 2022 年开始贡献收入。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 14：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	2832.7	4133.5	4903.6	5771.1
	增速	86.5%	45.9%	18.6%	17.7%
	成本	2076.4	3043.7	3602.2	4237.1
	毛利率	26.7%	26.4%	26.5%	26.6%
农用杀菌剂	收入	1313.9	1429.5	1735.8	2034.9
	增速	10.3%	8.8%	21.4%	17.2%
	成本	916.7	1000.3	1210.9	1413.2
	毛利率	30.23%	30.02%	30.24%	30.55%
农用杀虫剂	收入	876.2	1577.8	1808.3	2038.9
	增速	642.8%	80.1%	14.6%	12.7%
	成本	652.8	1168.6	1339.4	1510.3
	毛利率	25.50%	25.93%	25.93%	25.93%
农用除草剂	收入	331.7	660.0	800.0	1026.0
	增速	76.3%	99.0%	21.2%	28.3%
	成本	283.5	539.0	649.0	830.3
	毛利率	14.6%	18.33%	18.88%	19.08%

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
其他	收入	310.8	466.2	559.5	671.4
	增速		50.0%	20.0%	20.0%
	成本	223.4	335.7	402.8	483.4
	毛利率	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 41.3、49.0 和 57.7 亿元, 归母净利润分别为 4.1、5.4 和 6.2 亿元, EPS 分别为 1.43、1.87 和 2.16 元。

我们选取了行业中与利民股份业务最为相近的四家公司, 2019 年四家公司的平均 PE 为 40 倍, 2020 年平均 PE 为 18 倍。结合对标公司的估值和利民股份的情况, 给予公司 2020 年 15 倍 PE, 对应股价 21.45 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 15: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600486.SH	扬农化工	75.30	3.77	4.29	5.09	5.84	19.97	17.55	14.79	12.90
000553.SZ	安道麦 A	9.63	0.11	0.44	0.55	0.57	88.31	21.89	17.53	16.92
002258.SZ	利尔化学	14.97	0.59	0.81	1.06	1.31	23.81	18.48	14.06	11.44
300575.SZ	中旗股份	30.71	1.13	2.01	2.65	3.09	27.18	15.27	11.58	9.93
平均值							39.81	18.30	14.49	12.80

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

公司产品价格下跌风险, 在建项目不达预期风险, 并购企业业绩实现或不及承诺, 汇兑损失风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2832.67	4133.53	4903.60	5771.14	净利润	346.07	487.96	614.44	695.87
营业成本	2076.36	3043.66	3602.17	4237.14	折旧与摊销	170.45	146.96	196.41	231.59
营业税金及附加	14.28	20.60	24.36	39.82	财务费用	43.67	19.53	-3.09	-13.70
销售费用	166.41	243.88	289.31	340.50	资产减值损失	-5.29	4.00	4.00	4.00
管理费用	252.48	372.02	441.32	519.40	经营营运资本变动	542.20	324.98	-4.32	6.90
财务费用	43.67	19.53	-3.09	-13.70	其他	-900.15	-143.80	-172.94	-173.05
资产减值损失	-5.29	4.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	196.97	839.63	634.51	751.60
投资收益	175.37	139.18	167.50	167.50	资本支出	-1102.91	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	2.40	1.22	1.41	1.51	其他	697.94	140.39	168.91	169.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-404.97	-359.61	-331.09	-330.99
营业利润	354.28	570.24	714.44	812.99	短期借款	258.90	-78.90	50.00	50.00
其他非经营损益	11.32	3.84	8.44	5.67	长期借款	213.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	365.60	574.08	722.87	818.66	股权融资	36.66	0.00	0.00	0.00
所得税	19.53	86.11	108.43	122.80	支付股利	0.00	-64.38	-81.99	-107.29
净利润	346.07	487.96	614.44	695.87	其他	-276.72	-22.92	3.09	13.70
少数股东损益	24.18	78.00	78.00	78.00	筹资活动现金流净额	231.84	-166.20	-28.90	-43.58
归属母公司股东净利润	321.89	409.96	536.44	617.87	现金流量净额	19.26	313.83	274.51	377.03
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	446.79	760.62	1035.13	1412.16	成长能力				
应收和预付款项	354.18	519.25	612.00	722.47	销售收入增长率	86.46%	45.92%	18.63%	17.69%
存货	729.77	751.23	965.90	1172.49	营业利润增长率	52.92%	60.96%	25.29%	13.79%
其他流动资产	522.39	300.65	356.61	419.66	净利润增长率	65.47%	41.00%	25.92%	13.25%
长期股权投资	274.13	274.13	274.13	274.13	EBITDA 增长率	53.91%	29.61%	23.21%	13.56%
投资性房地产	7.91	7.91	7.91	7.91	获利能力				
固定资产和在建工程	1920.34	2281.87	2593.95	2870.86	毛利率	26.70%	26.37%	26.54%	26.58%
无形资产和开发支出	390.19	381.72	373.25	364.78	三费率	16.33%	15.37%	14.84%	14.66%
其他非流动资产	121.58	121.55	121.53	121.50	净利率	12.22%	11.81%	12.53%	12.06%
资产总计	4767.29	5398.94	6340.42	7365.96	ROE	15.08%	17.97%	18.92%	18.14%
短期借款	778.90	700.00	750.00	800.00	ROA	7.26%	9.04%	9.69%	9.45%
应付和预收款项	980.08	1110.60	1377.34	1659.38	ROIC	15.96%	17.63%	19.41%	19.52%
长期借款	257.53	257.53	257.53	257.53	EBITDA/销售收入	20.07%	17.82%	18.51%	17.86%
其他负债	455.45	615.28	707.57	812.49	营运能力				
负债合计	2471.95	2683.41	3092.43	3529.40	总资产周转率	0.76	0.81	0.84	0.84
股本	286.56	286.56	286.56	286.56	固定资产周转率	2.49	2.18	2.01	2.11
资本公积	1016.44	1016.44	1016.44	1016.44	应收账款周转率	14.38	12.91	11.93	11.87
留存收益	808.37	1153.96	1608.41	2118.98	存货周转率	4.17	4.11	4.19	3.96
归属母公司股东权益	2070.94	2413.14	2867.59	3378.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.55%	—	—	—
少数股东权益	224.40	302.40	380.40	458.40	资本结构				
股东权益合计	2295.34	2715.53	3247.98	3836.56	资产负债率	51.85%	49.70%	48.77%	47.92%
负债和股东权益合计	4767.29	5398.94	6340.42	7365.96	带息债务/总负债	41.93%	35.68%	32.58%	29.96%
					流动比率	0.98	1.01	1.09	1.18
					速动比率	0.63	0.68	0.74	0.81
					股利支付率	0.00%	15.70%	15.28%	17.36%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	568.41	736.73	907.76	1030.88	每股收益	1.12	1.43	1.87	2.16
PE	14.79	11.61	8.87	7.70	每股净资产	7.23	8.42	10.01	11.79
PB	2.30	1.97	1.66	1.41	每股经营现金	0.69	2.93	2.21	2.62
PS	1.68	1.15	0.97	0.82	每股股利	0.00	0.22	0.29	0.37
EV/EBITDA	9.16	6.53	5.05	4.13					
股息率	0.00%	1.35%	1.72%	2.25%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn