

第三季度产品价格上涨超预期, 公司业绩超预期

投资要点

- **事件:** 公司2020年前三季度实现营业收入15.4亿元, 同比下降12.6%, 归母净利润2.0亿元, 同比增长162.6%。
- **公司是国内最大的氨基甲酸酯类农药原药企业。** 湖南海利的农药品种主要是氨基甲酸酯类农药, 主导产品克百威、残杀威、甲萘威、呋喃酚、邻仲丁基酚等在国内外拥有较高的市场占有率。除了杀虫剂外, 公司也在高效除草剂、杀菌剂、光气化产品和其他精细化工产品也有储备。2014年开始, 公司的业务开始向杂环类农药、杀菌剂方向拓展, 先后计划斥资8.4亿元建设一批杀虫剂、杀菌剂品种的产能, 相比传统的氨基甲酸酯类农药, 这些杀虫剂、杀菌剂多为大吨位品种或者低毒品种, 具有一定的发展潜力和空间。目前公司具有克百威产能5800吨、灭多威产能4500吨、残杀威产能1000吨、甲萘威产能3200吨、仲丁威产能4500吨、丁硫产能1800吨、甲基嘧啶磷产能1000吨、甲基硫菌灵产能3200吨、硫双灭多威产能4000吨、抗蚜威产能300吨。
- **公司在氨基甲酸酯类杀虫剂的市场份额进一步提升。** 氨基甲酸酯类杀虫剂共有17个品种, 市场规模稳定在10亿美元左右。氨基甲酸酯类杀虫剂中高毒品种为克百威、灭多威、滴灭威等, 在我国已经限制使用。未来, 氨基甲酸酯类杀虫剂市场的空间将会留给茚虫威、硫双威等高效低毒新品种。湖南海利2006年就与拜耳公司建立贸易关系, 2015年双方签署硫双威项目合作备忘录, 进入战略合作阶段, 湖南海利在全资子公司常德农化的4000吨硫双威产能这几年就抢占了原来高毒农药市场, 公司在氨基甲酸酯类杀虫剂的市场份额进一步提升。
- **公司仍处于增长期, 核心产品价格持续上涨。** 公司目前仍处于增长期, 一方面, 常德基地和贵溪新区项目将于2020-2021年有新产能释放带来业绩增量, 另外, 宁夏基地在未来也将是公司下一步项目建设的主战区, 公司计划将海利贵溪原有主要产品线逐步转移至海利宁夏进行生产, 包括甲萘威、灭多威、甲基硫菌灵、仲丁威和异丙威。公司的六大主要产品的价格近四年均持续上涨, 这主要还是由于其他企业未见新增产能, 部分企业由于环保等因素导致行业整体供给出现了收缩。预计未来行业的整体仍然处于供不应求的情况, 公司相关产品价格有望高位运行。第三季度, 公司产品价格上涨超预期, 带来公司业绩超预期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2020-2022年EPS为0.72元、0.80元、0.88元, 我们选取农药行业龙头扬农化工和利尔化学作为公司的可比公司, 给予公司2020年20倍的估值水平, 目标价14.4元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、下游需求不达预期, 产品禁用风险, 项目达产时间低于预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2148.69	2152.00	2294.60	2437.40
增长率	32.00%	0.15%	6.63%	6.22%
归属母公司净利润(百万元)	101.08	254.92	283.36	311.90
增长率	96.28%	152.19%	11.16%	10.07%
每股收益EPS(元)	0.28	0.72	0.80	0.88
净资产收益率ROE	8.70%	18.32%	17.40%	16.52%
PE	39	16	14	13
PB	3.38	2.83	2.42	2.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

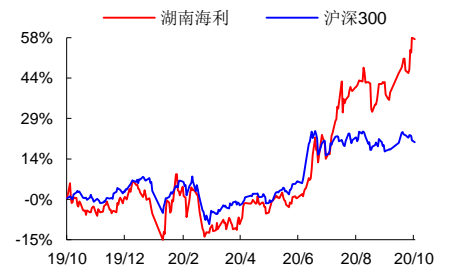
分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-58251919
邮箱: ylin@swsc.com.cn

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

分析师: 薛聪
执业证号: S1250520070004
电话: 010-58251919
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@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)	3.55
流通A股(亿股)	3.27
52周内股价区间(元)	5.99-11.17
总市值(亿元)	39.54
总资产(亿元)	27.23
每股净资产(元)	3.88

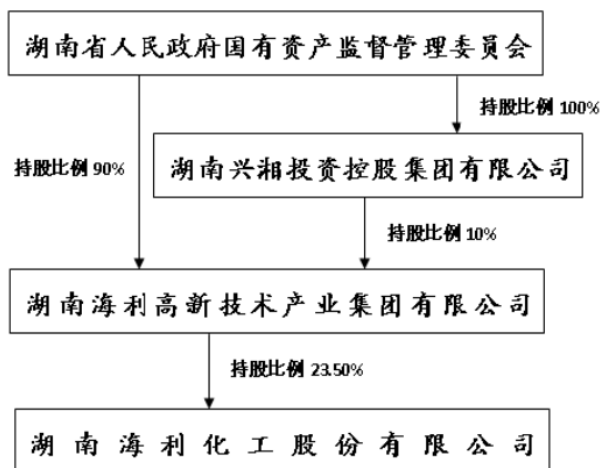
相关研究

1 公司是原药、制剂一体化的农药企业

湖南海利是以湖南化工研究院为主体发起设立，1996 年上市。2014 年公司收购了湖南化工研究院有限公司 100% 股权，实现了产研一体化，研究院成为公司研究开发中心，全力服务于公司发展，公司科技创新能力得到了进一步提升。湖南化工研究院有限公司具有 60 多年从事化工研究开发的技术积累，在农药原药、农药中间体、农药制剂和光气系列及烷基化产品的研究上处于国内领先地位，在某些领域达到国际先进水平。湖南化工研究院是我国农药行业的主要创制和研发中心之一，是国家农药创制工程技术研究中心、国家农药创制中心湖南基地、国家氨基甲酸酯类农药工业性试验基地的依托单位。2016 年，公司技术中心获国家发改委等五部委认定的“国家企业技术中心”，目前进入“国家企业技术中心”前列，残留实验室已被农业部药检所确定为中美互认的 GLP 残留登记试验单位，并通过了美国 EPA 的认证，实现了与国际接轨的规范管理和标准化操作程序。

公司的股权结构：公司控股股东为湖南海利高新技术产业集团有限公司，实际控制人为湖南省国资委。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的生产基地：公司本部位于长沙，主要是管理、科研职能，现有贵溪、涿州、常德三个生产基地，未来还将新增宁夏生产基地。其中常德基地是公司发展杂环一期、杂环二期以及环境友好农药项目的业务中心。涿州生产基地主要生产种衣剂、颗粒剂等产品。由于海利贵溪化工安全生产许可证于 2019 年底到期，安全生产许可证延期未获政府批准，公司将在宁夏海利建设新的生产基地。2019 年，公司投资设立全资子公司宁夏海利科技有限公司，注册资本金 1 亿，2020 年，公司董事会授权全资子公司宁夏海利科技有限公司与当地政府签署相关协议，包括但不限于投资框架协议、土地招拍挂等。2020 年 1 月，公司公告，将投资 4.8 亿元用于建设海利贵溪化工农药有限公司新区生产装置建设项目，在贵溪市硫磷化工基地建设 3500 吨/年邻仲丁基苯酚，1500 吨/年邻异丙基苯酚，3000 吨/年丁硫克百威，1000 吨/年 4-TBC 生产装置及配套公用工程和设施，这些产能原为公司株洲基地的产能，公司具有较强的生产建设经验，预计新产能的建设和投产将会较为顺利。

公司的农药品种：湖南海利的农药品种主要是一些氨基甲酸酯类农药，主导产品克百威、残杀威、甲萘威、呋喃酚、邻仲丁基酚等在国内外拥有较高的市场占有率。除了杀虫剂外，公司也在高效除草剂、杀菌剂、光气化产品和其他精细化工产品也有储备。2014 年开始，公司的业务开始向杂环类农药、杀菌剂方向拓展，先后计划斥资 8.4 亿元建设一批杀虫剂、杀菌剂品种的产能，相比传统的氨基甲酸酯类农药，这些杀虫剂、杀菌剂多为大吨位品种或者低毒品种，具有一定的发展潜力和空间。

表 1：公司产能与开工情况（2019 年）

产品	设计产能（吨/年）	产能利用率（%）
克百威	5800	81.77
灭多威	4500	78.75
残杀威	1000	44.05
甲萘威	3200	72.82
仲丁威	4500	19.09
丁硫	1800	55.63
甲基嘧啶磷	1000	55.63
甲基硫菌灵	3200	67.15
硫双灭多威	4000	41.65
抗蚜威	300	149.74

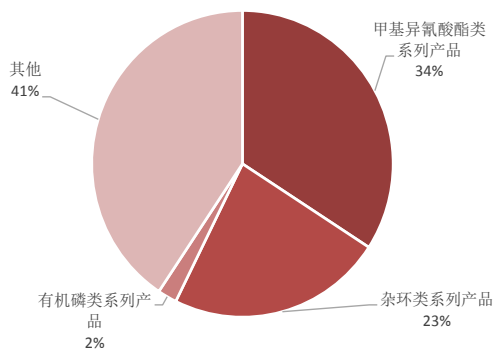
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司生产基地



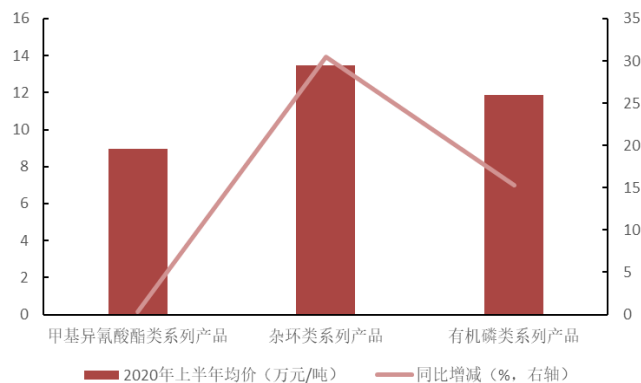
数据来源：公司网站，西南证券整理

公司主营业务结构：公司的核心产品是农药原药，根据公司披露的最新数据，从收入结构来看，甲基异氰酸酯类农药收入占比 34%，杂环类农药收入占比 23%，有机磷类产品收入占比 2%，其他产品收入占比 41%。2020 年上半年，公司三大主要农药产品的售价均同比有所增长。

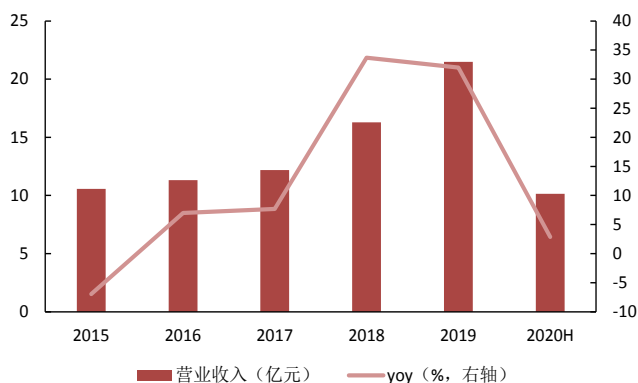
图 3：公司营业收入结构（2020 年上半年）


数据来源：wind，西南证券整理

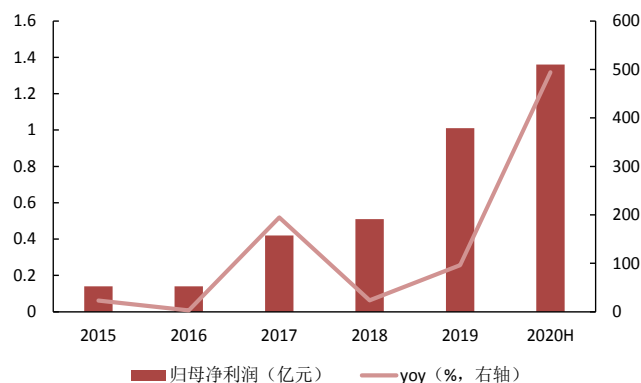
公司业绩情况：2015 年以来，公司的收入端持续增长，归母净利润也基本与收入端同向变化。公司的收入增长主要来自原药业务在近几年行业景气度回升。

图 4：公司主要产品价格变动（2020 年上半年）


数据来源：wind，西南证券整理

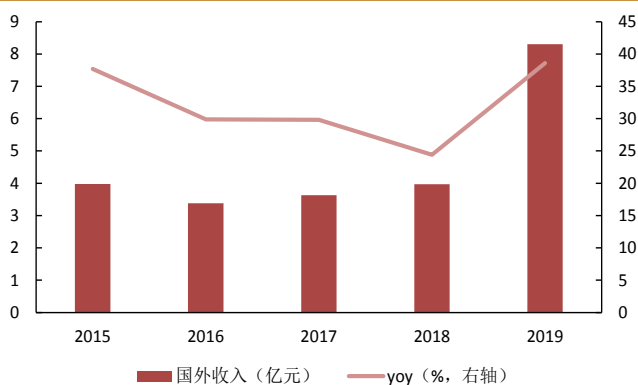
图 5：公司营业收入变动


数据来源：wind，西南证券整理

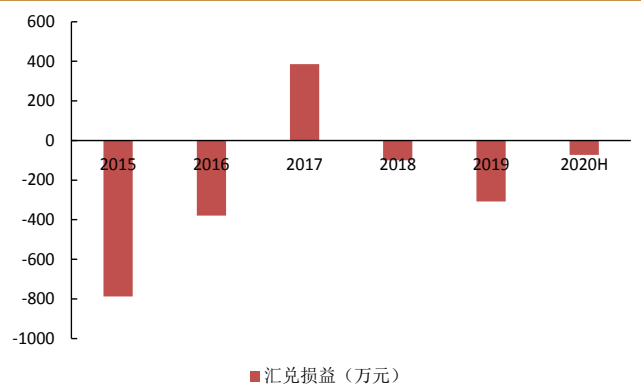
图 6：公司归母净利润变动


数据来源：wind，西南证券整理

公司产品以内销为主，从历史数据来看，公司产品出口收入有一定波动，这与公司开拓新客户新市场以及下游国外客户的采购有关。2019 年，公司海外收入有较大增长。汇率对公司业绩有一定影响。

图 7：公司海外业务收入情况


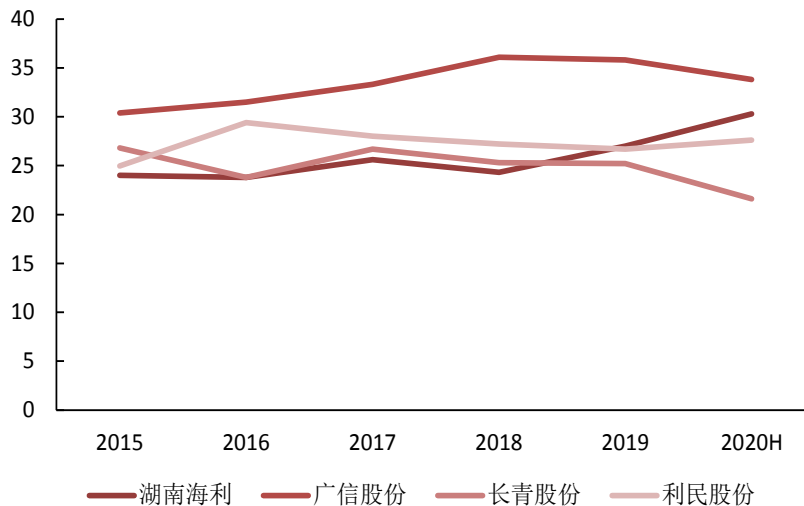
数据来源：公司公告，西南证券整理

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：我们选取产品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，近几年，公司毛利率逐步提升。

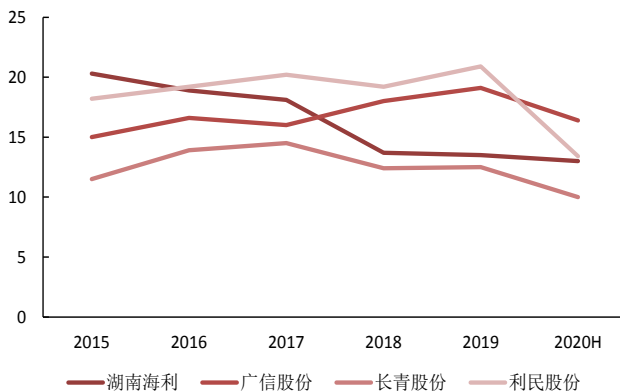
图 9：公司和同行的毛利率对比（单位：%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

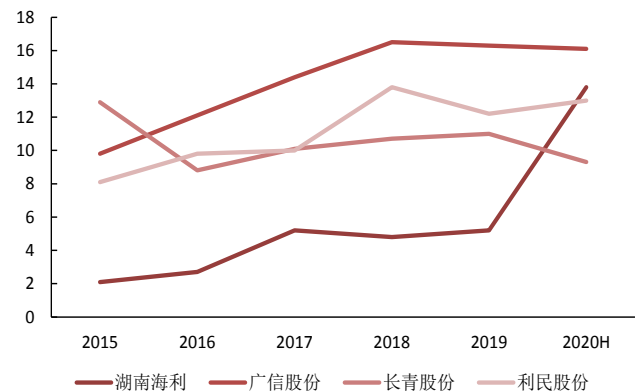
公司 2015 年董事会换届后，公司开始减员增效，公司的期间费用率出现了较为明显的下降，净利率出现了明显的提升。

图 10：公司和同行的期间费用率对比（单位：%）



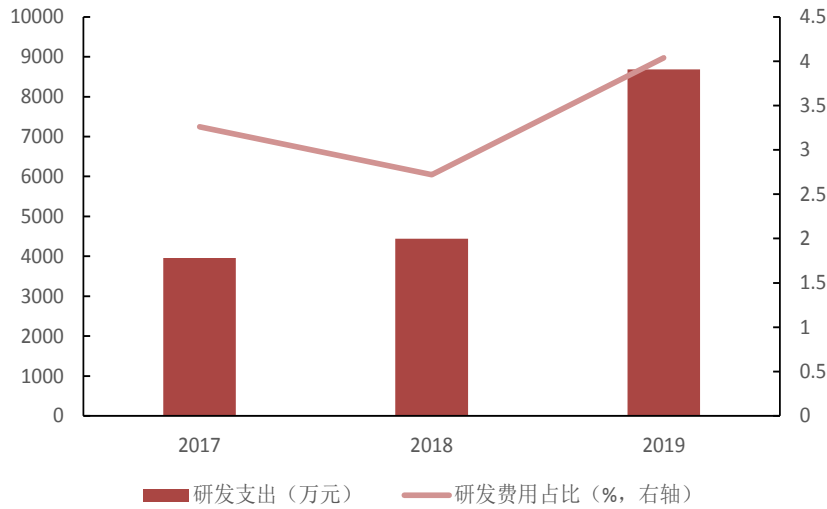
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：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体提升，保持自身竞争力。近几年公司研发支出大幅提升，2019 年达到 8680 万元，比 2018 年增长 4000 多万，研发费用占营业收入的比重从 2018 年的 2.7% 提升至 2019 年的 4.0%。

图 12：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

2 农药行业集中度持续提升，低毒替代高毒农药是趋势

农药是指用于预防、控制危害农业、林业的病、虫、草、鼠和其他有害生物以及有目的地调节植物、昆虫生长的化学合成或者来源于生物、其他天然物质的一种物质或者几种物质的混合物及其制剂。

按防治对象，农药可分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂、杀螨剂、杀线虫剂、杀鼠剂、植物生长调节剂等，其中除草剂、杀虫剂和杀菌剂占比较高。

表 2：农药分类

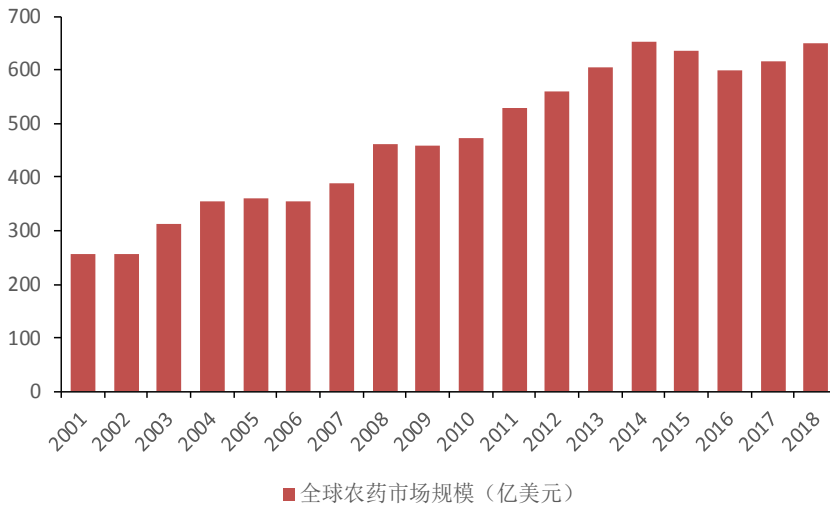
按防治对象分类	按化学结构分小类
除草剂	氨基酸类、磺酰胺类、咪唑啉酮类、嘧啶并三唑类、三嗪类、酰胺类、脲类、氨基甲酸酯类、吡啶类、苯氧乙酸类、二硝基苯胺类、芳氧苯氧丙酸酯类、二苯醚类、环己二酮类、羟基苯腈类、吡嗪类、其他结构类
杀虫剂	有机磷类、拟除虫菊酯类、氨基甲酸酯类、烟碱类、杀螨剂类、天然产物类、苯甲酰胺类、其他昆虫生长调节剂类、有机氯类、其他结构类
杀菌剂	三唑类、其他唑类、其他甾醇抑制剂类、吗啉类、二硫代氨基甲酸酯类、无机类、酰亚胺及苯腈类、其他多作用位点类、甲基丙烯酰胺类、苯并咪唑类、苯酰胺类、二甲酰胺类、酰胺类、嘧啶胺类、其他结构类
其他	植物生长调节剂、熏蒸剂

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1 全球农药市场规模持续扩大，品种不断增加

虽然全球范围内各国政府都在积极推动国家的经济结构调整，但是以农业为主的第一产业的发展是其余产业发展的重要支撑和动力保障。而农药作为农业生产过程中提高生产效率、增加产量的重要保障，其总体销售规模表现为五年为一个周期。现阶段，全球农药发展正处在发展上升期。

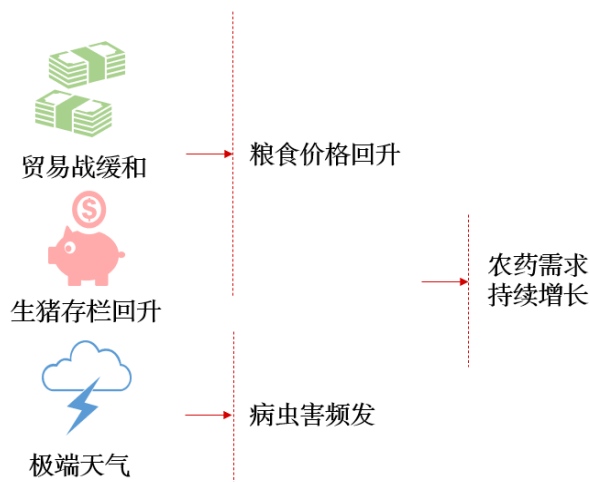
图 13：2001-2018 年全球农药市场发展变动情况



数据来源：Phillips McDougall，西南证券整理

2001 年至 2018 年，全球农药市场规模不断扩大，从 257.6 亿美元增长至 651 亿美元，整体呈现增长趋势。根据种子与农药咨询公司 Phillips McDougall 统计，2018 年全球植物保护市场销售额为 575.6 亿美元，同比增长了 6%；非农作物用农药市场达到 73.1 亿美元，同比增长了 3.1%；整体市场达到 651 亿美元，同比增长为 5.6%，预计未来全球农药市场将保持 3% 的增速发展。

图 14：2020 年，预计农药需求仍将保持增长

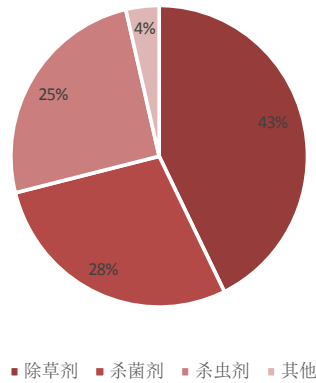


数据来源：西南证券

由于全球极端天气影响，加之病虫害持续出现，从长周期角度来看，全球农药市场的规模持续增加。2019-2020 年，草地贪夜蛾和蝗灾增加了部分杀虫剂的需求，同时，由于贸易战缓解叠加国内生猪存栏量回升，全球粮食价格逐步回暖，预计 2020 年农药市场整体增速可期。

若按类别划分的全球作物保护市场，除草剂市场仍然占据主导，杀菌剂市场地位近几年更加稳固，占据第二的位置。

图 15：按类别划分的作物保护市场情况



数据来源：Phillips McDougall，西南证券整理

2.2 国内农药行业未来集中度有提升的趋势

2017年，新的《农药管理条例（修订草案）》正式实施；同年8月，《农药登记管理办法（草案）》等5个《农药管理条例》配套规章开始实施。这些条例的实施将明显提升行业门槛，有利于提升行业的集中度，头部化趋势越发明显。

表 3：新版农药管理条例新增与变更的内容

新增/变更	新版农药管理条例
变更	农药生产许可证为5年，有效期届满，向农业主管部门申请延续
新增	农药企业原材料进货记录和销售记录应当保存2年以上
新增	农药标签应当标注可追溯电子信息码等内容
新增	不得擅自改变标签内容，限制使用农药的标签还应当标注“限制使用”
新增	境外企业不得直接在中国销售农药
新增	农药经营者应当建立采购台账和销售台账并保存2年以上
新增	农药经营者不得加工分装农药，不得添加任何物质
新增	有农药、植保、农学等专业中专以上学历或专业培训机构56学时以上经历的人员
新增	不少于30平米经营场所，不少于50平米仓储场所
新增	经营者有可追溯电子信息码扫描设备和记载台账的计算机管理系统
新增	委托未取得农药生产许可证的受托人加工、分装农药，对委托人和受托人均按规定处罚

数据来源：公司公告，西南证券整理

据中国农药工业协会统计，2017年我国农药行业前百强企业总销售额为1542.6亿元，同比增长40.4%（由于安道麦纳入沙隆达统计口径），增幅比2016年高出34.6个百分点；百强企业入围门槛上升至3.9亿元，较2016年增加0.8亿元，增幅达27.9%。前十强企业销售总额达610.5亿元，同比大幅增长90.8%，增幅远超百强企业整体，其销售总额占百强企业销售总额的近40%；前十强企业的入围门槛上升到30亿元，再上新台阶。农药协会常务

副会长兼秘书长李钟华分析指出，百强企业的整体实力不断增强，入围门槛逐年提高。首先，由于2017年安全环保监管力度加大，前期在安全环保方面投入较大的企业都收获了红利。其次，行业兼并重组的成果初显。最后，国际化成效开始显现，如山东潍坊润丰化工不断开拓国际市场，在全球范围内自主登记，带动了销售额的快速增长。

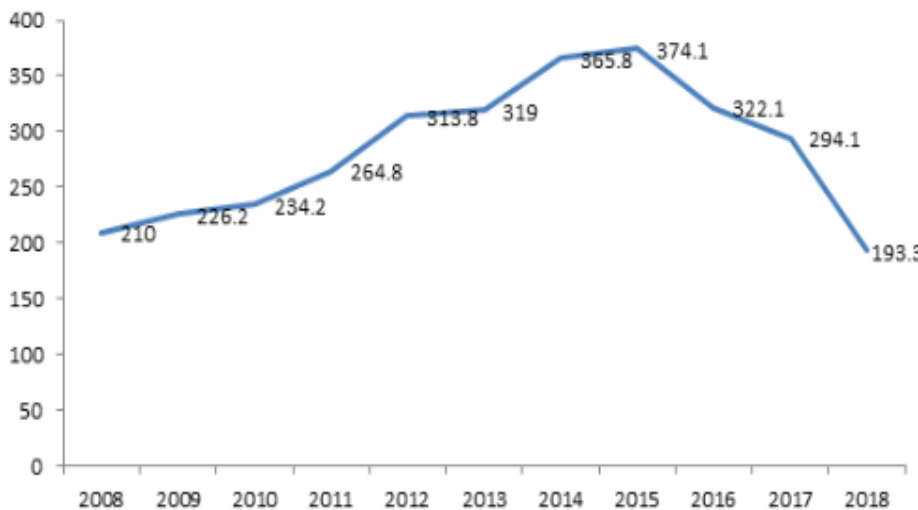
《农药工业“十三五”发展规划》提出，到2020年，农药原药企业数量减少30%，国内排名前20位的农药企业集团的销售额占总销售额70%以上，培育2-3家销售额超过100亿元的大型企业。从2017年的百强榜单来看，预期目标是有可能实现的。

我们预计农药行业集中度提升是大趋势。

2.3 国内农药产量收缩，高毒农药管控日趋严格

在经过2014-2015年一个短暂的产能高峰之后，近几年，经过多轮环保督察，大批污染企业关停整顿，中国国内农药生产快速下降。农药产量与峰值相比在短短几年之内内下跌近一半，回落到10年前的水平。

图 16：国内农药产量（单位：万吨）



数据来源：wind，西南证券整理

为保障农产品质量安全、人畜安全和环境安全，农业农村部近年来不断推进高毒农药禁限用，采取了一系列禁限用管理措施。新《农药管理条例》出台后，现有高毒农药的使用、经营更是进一步趋严，实现了从生产、流通到使用的全程监管。

国内高毒农药有序退市，为低毒、高效新品种腾出市场空间。未来数年内，农业农村部已经确定禁用时限的产品如下列表所示，其中有不少有机磷农药被禁用。目前国内农化市场氨基甲酸酯类、拟除虫菊酯类农药的使用同比去年也下降不少，而矿物油、炔螨特、唑螨酯，四螨嗪，阿维菌素，茚虫威等老产品因为抗药性下降而重新成为市场上的热品。

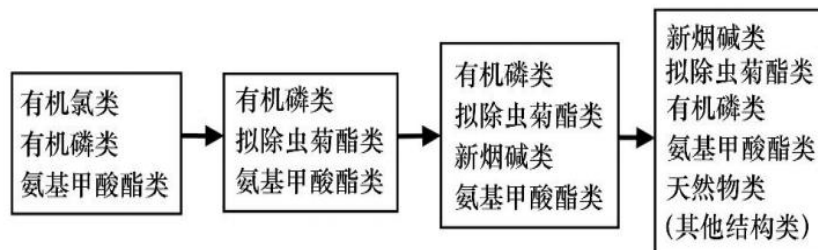
表 4：高毒农药被禁用

时间	事件
2018 年 7 月 1 日起	撤销所有硫丹产品的农药登记证
2018 年 10 月 1 日起	全面禁止三氯杀螨醇销售和使用
2018 年 10 月 1 日起	禁止氟苯虫酰胺在水稻作物的使用
2018 年 10 月 1 日起	禁止克百威、甲拌磷、甲基异柳磷在甘蔗作物上使用
2018 年 10 月 1 日起	禁止销售、使用其他包装的磷化铝产品
2019 你那 1 月 1 日起	禁止溴甲烷、硫丹在农业生产上的使用
2019 年 3 月 26 日起	禁止含氟虫胺产品的销售和使用
2019 年 3 月 27 日起	禁止所有硫丹产品在农业上的使用
2020 年 10 月 1 日起	禁止含甲拌磷、涕灭威、水胺硫磷产品在境内的销售和使用
2023 年 10 月 1 日起	撤销甲拌磷、涕灭威、水胺硫磷原药的生产许可证，禁止含甲拌磷、涕灭威、水胺硫磷产品的生产

数据来源：世界农化网，西南证券整理

2.4 氨基甲酸酯类农药高毒品种被低毒品种替代

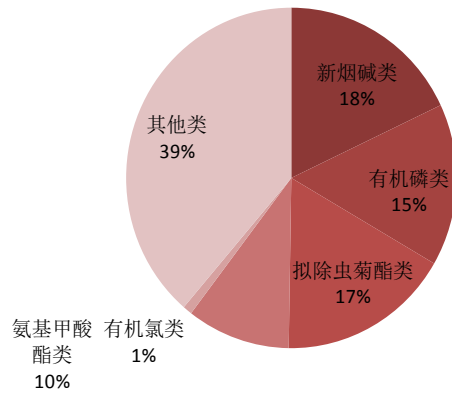
杀虫剂的发展先后经历了有机氯、有机磷、氨基甲酸酯类、拟除虫菊酯类和新烟碱类五大阶段。目前，有机磷和氨基甲酸酯类杀虫剂正快速萎缩。拟除虫菊酯类、沙蚕毒素类杀虫剂虽仍被关注，但未来将逐步被淘汰。新烟碱类、苯甲酰脲类、酰胺类、嘧啶胺类、大环内酯类、杂环类、双酰胺类等杀虫剂正在逐渐壮大。

图 17：全球各大类杀虫剂的变迁情况


数据来源：wind，西南证券整理

根据 Phillips McDougall 公司的统计数据，2014 年全球杀虫剂市场销售额 186.19 亿美元，氨基甲酸酯类杀虫剂的市场占有率达到 10%，是第四大杀虫剂品种。

图 18：杀虫剂市场空间分布

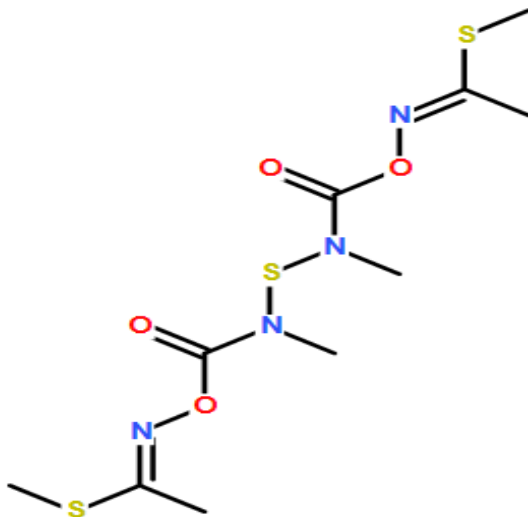


数据来源：wind，西南证券整理

氨基甲酸酯类杀虫剂是生物源的仿生杀虫剂，其用于农业上共有 17 个品种，第一个上市的品种是 1956 年的甲萘威，由于新烟碱类杀虫剂的崛起，近十五年以来，氨基甲酸酯类杀虫剂的市场占有率已经跌出杀虫剂前三位，市场规模稳定在 10 亿美元左右。

氨基甲酸酯类杀虫剂中高毒品种为克百威、灭多威、滴灭威等，在我国已经限制使用。未来，氨基甲酸酯类杀虫剂市场的空间将会留给茚虫威、硫双威等高效低毒新品种。湖南海利 2006 年就与拜耳公司建立贸易关系，2015 年双方签署硫双威项目合作备忘录，进入战略合作阶段，湖南海利在全资子公司常德农化的 4000 吨硫双威产能这几年就抢占了原来高毒农药的市场，公司在氨基甲酸酯类杀虫剂的市场份额进一步提升。

图 19：硫双威的化学式



数据来源：wind，西南证券整理

3 公司仍处于增长期，核心产品价格稳步增长

公司目前仍处于增长期，一方面，常德基地和贵溪新区项目将于2020-2021年有新产能逐步贡献业绩，另外，宁夏基地在未来也将是公司下一步项目建设的主战区，公司计划将海利贵溪原有主要产品线逐步转移至海利宁夏进行生产，包括甲萘威、灭多威、甲基硫菌灵、仲丁威和异丙威，目前，海利宁夏已在当地工业和信息化局完成了企业投资项目备案，环评环评等前期准备工作正在稳步推进。

2014年4月，常德基地开始建设杂环农药及其中间体产业化基地建设项目（一期工程），计划投资14905万元，建设4000吨/年硫双灭多威，目前该装置已经达产。

2015年10月，常德基地计划建设杂环农药及其中间体产业化基地建设项目（二期工程），计划投资27702万元，建设800吨噻虫嗪、1200吨噻虫胺、2000吨中间体2-氯-5-氯甲基噻唑、1000吨邻羟基苯甲腈。目前邻羟基苯甲腈已经建成，处于调试状态，其他装置还在工艺优化、定型阶段。2020年-2021年，预计公司1000吨邻羟基苯甲腈产能将会逐步开始贡献收入和业绩。邻羟基苯甲腈为啞菌酯的中间体，啞菌酯是全球最大的杀菌剂产品，对中间体的需求量较大。

2016年3月，公司启动环境友好型农药生产装置建设项目，计划投资4.165亿元，建设原药100吨硫氟肟醚，100吨氯溴虫腈，200吨噁虫威，1000吨吡虫啉，500吨吡啶啞菌酯，2000吨丁硫克百威，200吨乙啞啉以及1500吨悬浮剂，1000吨水分散粒剂（可湿性粉剂），5000吨颗粒剂以及配套设施。相关项目目前尚未有实质性推进，可能存在变更可能。

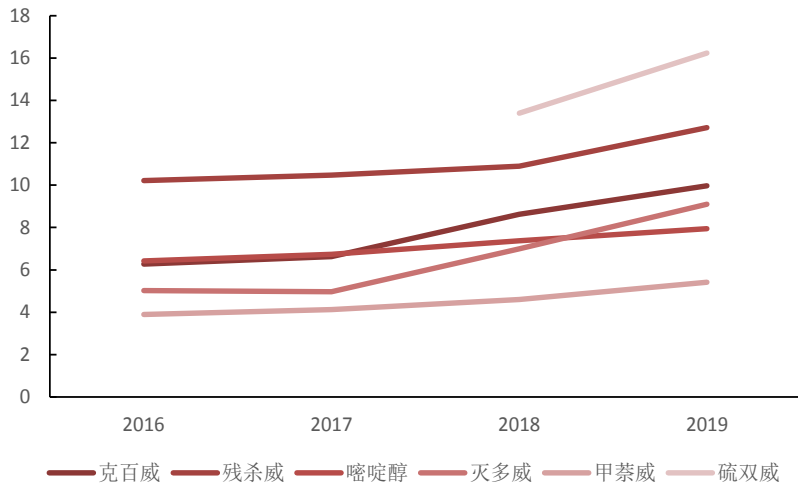
2020年1月，公司公告，将投资4.8亿元用于建设海利贵溪化工农药有限公司新区生产装置建设项目，在贵溪市硫磷化工基地建设3500吨/年邻仲丁基苯酚，1500吨/年邻异丙基苯酚，3000吨/年丁硫克百威，1000吨/年4-TBC生产装置及配套公用工程和设施，这些产能原为公司株洲基地的产能，公司具有较强的生产建设经验，预计新产能的建设和投产将会较为顺利。

表 5：截至 2020 年上半年，公司重要在建工程项目情况

项目名称	预算(亿元)	完工累积投入预算比例(%)	工程累积投入占预算比例(%)
杂环农药及其中间体产业化基地项目	4.26	78.52	90
贵溪公司新区建设项目	4.84	8.4	20

数据来源：公司公告，西南证券整理

根据公司披露的经营数据，公司的六大主要产品的价格近四年均处于持续上涨阶段，这主要还是由于公司目前所处的行业已经停止了产能的扩张，其他企业未见新增产能，部分企业由于环保等因素导致行业整体供给出现了收缩。预计未来行业的整体仍然处于供不应求的情况，公司相关产品价格有望高位运行。

图 20：公司产品价格持续上涨（单位：万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司邻羟基苯甲腈产品 2020 年底投产，2021 年开始贡献业绩；

假设 2：贵溪新区项目 2021 年开始逐步投产；

假设 3：2020-2022 年，公司甲基异氰酸酯类产品销量 7000 吨、7200 吨、7400 吨，杂环类产品销量 3200 吨、3500 吨、3800 吨。

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 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	2148.69	2152.00	2294.60	2437.40
	增速	32.0%	0.2%	6.6%	6.2%
	成本	1568.52	1426.81	1509.52	1592.34
	毛利率	27.0%	33.7%	34.2%	34.7%
农药	收入	1,701.03	1702.00	1844.60	1987.40
	增速	32.9%	0.1%	8.4%	7.7%
	成本	1,131.07	987.16	1069.87	1152.69
	毛利率	33.5%	42.0%	42.0%	42.0%
其他	收入	447.67	450.00	450.00	450.00
	增速	28.6%	0.5%	0.0%	0.0%
	成本	437.45	439.65	439.65	439.65
	毛利率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.72 元、0.80 元、0.88 元，我们选取农药行业龙头扬农化工和利尔化学作为公司的可比公司，给予公司 2020 年 20 倍的估值水平，目标价 14.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002258.SZ	利尔化学	19.38	1.10	0.59	0.81	1.06	17	33	24	18
600486.SH	扬农化工	87.70	2.89	3.84	4.32	5.19	30	23	20	17
可比公司均值							24	22	22	18

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

原材料价格或大幅波动、下游需求不达预期，产品被禁用风险，项目达产时间低于预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2148.69	2152.00	2294.60	2437.40	净利润	110.67	279.10	310.24	341.48
营业成本	1568.52	1426.81	1509.52	1592.34	折旧与摊销	115.67	71.88	81.88	89.48
营业税金及附加	8.48	11.51	11.02	16.82	财务费用	22.03	38.13	38.19	32.17
销售费用	65.28	60.26	61.95	63.37	资产减值损失	-110.54	0.00	0.00	0.00
管理费用	116.17	258.24	275.35	292.49	经营营运资本变动	-98.47	-601.67	88.22	22.06
财务费用	22.03	38.13	38.19	32.17	其他	161.08	-7.91	-80.35	33.01
资产减值损失	-110.54	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	200.43	-220.47	438.18	518.19
投资收益	2.86	5.00	5.00	5.00	资本支出	47.07	-120.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	0.15	0.08	0.09	0.10	其他	-114.72	5.08	5.09	5.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-67.65	-114.92	-114.91	-114.90
营业利润	171.00	362.14	403.66	445.31	短期借款	-20.00	114.44	-219.83	-192.10
其他非经营损益	-12.79	10.00	10.00	10.00	长期借款	-2.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	158.21	372.14	413.66	455.31	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	47.54	93.03	103.41	113.83	支付股利	0.00	-20.22	-50.98	-56.67
净利润	110.67	279.10	310.24	341.48	其他	-81.78	-47.52	-38.19	-32.17
少数股东损益	9.59	24.18	26.88	29.58	筹资活动现金流净额	-103.78	46.70	-309.00	-280.95
归属母公司股东净利润	101.08	254.92	283.36	311.90	现金流量净额	29.00	-288.69	14.26	122.34
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	503.89	215.20	229.46	351.80	成长能力				
应收和预付款项	404.75	1097.78	1006.11	985.08	销售收入增长率	32.00%	0.15%	6.63%	6.22%
存货	328.84	294.72	391.55	375.04	营业利润增长率	38.67%	111.78%	11.47%	10.32%
其他流动资产	123.99	52.41	55.89	59.37	净利润增长率	42.39%	152.19%	11.16%	10.07%
长期股权投资	5.90	5.90	5.90	5.90	EBITDA 增长率	53.87%	52.94%	10.92%	8.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	683.21	736.47	779.74	815.41	毛利率	27.00%	33.70%	34.21%	34.67%
无形资产和开发支出	144.02	138.88	133.73	128.59	三费率	9.47%	16.57%	16.36%	15.92%
其他非流动资产	216.34	216.34	216.34	216.34	净利率	5.15%	12.97%	13.52%	14.01%
资产总计	2410.94	2757.71	2818.71	2937.52	ROE	8.70%	18.32%	17.40%	16.52%
短期借款	397.50	511.94	292.10	100.00	ROA	4.59%	10.12%	11.01%	11.62%
应付和预收款项	381.09	370.28	388.15	410.55	ROIC	11.80%	19.82%	17.81%	19.12%
长期借款	28.00	28.00	28.00	28.00	EBITDA/销售收入	14.37%	21.94%	22.82%	23.26%
其他负债	332.22	323.87	327.57	331.28	营运能力				
负债合计	1138.81	1234.08	1035.83	869.83	总资产周转率	0.92	0.83	0.82	0.85
股本	355.22	355.22	355.22	355.22	固定资产周转率	3.77	3.20	3.03	3.06
资本公积	661.60	661.60	661.60	661.60	应收账款周转率	12.95	5.79	4.31	4.91
留存收益	146.89	381.60	613.98	869.20	存货周转率	4.18	3.65	3.94	3.94
归属母公司股东权益	1171.10	1398.41	1630.80	1886.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.86%	—	—	—
少数股东权益	101.03	125.21	152.09	181.67	资本结构				
股东权益合计	1272.13	1523.62	1782.88	2067.69	资产负债率	47.24%	44.75%	36.75%	29.61%
负债和股东权益合计	2410.94	2757.71	2818.71	2937.52	带息债务/总负债	37.36%	43.75%	30.90%	14.72%
					流动比率	1.60	1.75	2.25	3.04
					速动比率	1.21	1.44	1.73	2.40
					股利支付率	0.00%	7.93%	17.99%	18.17%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.72	0.80	0.88
					每股净资产	3.30	3.94	4.59	5.31
					每股经营现金	0.56	-0.62	1.23	1.46
					每股股利	0.00	0.06	0.14	0.16
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	308.70	472.14	523.72	566.95					
PE	39.11	15.51	13.95	12.68					
PB	3.38	2.83	2.42	2.10					
PS	1.84	1.84	1.72	1.62					
EV/EBITDA	11.86	8.60	7.31	6.20					
股息率	0.00%	0.51%	1.29%	1.43%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn