

# 利民股份 (002734)

证券研究报告

2022年04月23日

## 21年销售稳增，期待新项目落地

**事件：**利民股份发布 2021 年年报，实现营业收入 47.38 亿元，同比增长 7.97%；归属于上市公司股东的净利润 3.07 亿元，同比下降 20.49%，扣除非经常性损益后的净利润 2.84 亿元，同比下降 22.03%。按 3.73 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 0.82 元（扣非后为 0.76 元）。其中第四季度实现营业收入 10.36 亿元，同比增长 30.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.37 亿元，同比增长 205.35%；折合单季度 EPS 0.10 元。

**营收稳定增长，但毛利率因成本上升等因素下滑拖累业绩。**2021 年公司实现营业收入 47.38 亿元，同比增长 7.97%；综合毛利率为 22.6%，同比下滑 2.1pcts。分业务板块看，杀菌剂、杀虫剂、除草剂、兽药业务分别实现营收 18.7、17.7、5.8、4.8 亿元，增量分别为 2.1、-1.4、2.7、0.4 亿元，杀菌剂和除草剂贡献主要营收增量。而受新冠疫情及能源双控政策双重因素影响，导致能源、原材料价格上涨，公司克服供应链等不利因素的影响，保障生产供应，营收实现了增长但毛利率水平受到一定程度的影响。

**期间费用控制较好，投资净收益大幅下滑。**公司 21 年期间费用率为 14.8% 同比下滑约 0.8pcts，其中销售费用率 3.1%，同比减少 0.3pcts；管理费用率同比持平为 6.3%；研发费用率下滑 0.1pcts 至 3.9%；财务费用率下滑 0.5pcts 至 1.5%。而公司投资净收益为 3034 万元，同比减少约 6755 万元；其中对联营企业的投资收益为 2284 万元同比减少约 6797 万元。我们认为主要由于新河公司（公司持股 34%）净利润下降较多（净利润约 6752 万元，同比减少约 2 亿元），推测系百菌清价格同比大幅下跌所致（据中农立华数据，国内百菌清 21 年均价为 2.14 万元/吨，同比下降约 26.3%）。

**22 年继续扩展已有优势品种，巩固加强产品优势，期待三个重大项目落地。**公司子公司新威远新型绿色生物产品制造项目（500t 多杀霉素、500t 泰乐菌素、500t 截短侧耳素生产规模）该项目技术均来自新威远自有储备技术，当前在建工程进度 50%；子公司利民化学年产 12000 吨三乙膦酸铝原药技改项目，产品主要用于酿酒葡萄的高端杀菌剂，80%出口至欧洲葡萄酒产区；公司现有产能 5000 吨，今年新增 1.2 万吨，项目 4 月已经进入试生产阶段。子公司威远生化年产 5000 吨草铵膦项目建成达产后将有效降低成本和排放，提升公司的市场竞争力。同时为更大规模的装置建设和精草铵膦的产业化建设奠定基础，具有良好的经济效益和社会效益，当前在建工程进度 2.8%。

**盈利预测与估值：**综合考虑公司产品价格有所修复，但原材料价格有所上涨，以及新基地建设和未来产能投放节奏，预计公司 2022~2024 年净利润分别为 4.7\5.9\6.9 亿元（2022、2023 年前值分别为 5.4\6.2 亿元），维持“买入”的投资评级。

**风险提示：**农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目及建设基地进度及盈利情况低于预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,388.05	4,737.57	5,600.75	6,382.62	7,006.20
增长率(%)	54.91	7.97	18.22	13.96	9.77
EBITDA(百万元)	951.50	902.50	909.91	1,036.65	1,152.95
净利润(百万元)	386.02	306.92	466.89	587.14	691.85
增长率(%)	19.92	(20.49)	52.12	25.76	17.83
EPS(元/股)	1.04	0.82	1.25	1.58	1.86
市盈率(P/E)	11.39	14.32	9.42	7.49	6.35
市净率(P/B)	1.86	1.63	1.48	1.28	1.11
市销率(P/S)	1.00	0.93	0.78	0.69	0.63
EV/EBITDA	5.22	6.26	5.70	4.46	3.50

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	基础化工/农化制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.69 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	372.56
流通 A 股股本(百万股)	325.48
A 股总市值(百万元)	3,982.69
流通 A 股市值(百万元)	3,479.38
每股净资产(元)	6.85
资产负债率(%)	58.17
一年内最高/最低(元)	13.88/9.55

### 作者

<b>唐婕</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
<b>张峰</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《利民股份-半年报点评:营收持稳，工厂检修及原材料价格上涨拖累业绩》  
2021-08-20
- 《利民股份-季报点评:一季度经营稳健，威远资产组持股比例提升贡献增量》  
2021-04-28
- 《利民股份-年报点评报告:并表业务贡献利润增长，新项目有序释放》  
2021-04-20

## 事件

利民股份发布 2021 年年报，实现营业收入 47.38 亿元，同比增长 7.97%；归属于上市公司股东的净利润 3.07 亿元，同比下降 20.49%，扣除非经常性损益后的净利润 2.84 亿元，同比下降 22.03%。按 3.73 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 0.82 元（扣非后为 0.76 元），每股经营现金流为 0.16 元。其中第四季度实现营业收入 10.36 亿元，同比增长 30.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.37 亿元，同比增长 205.35%；折合单季度 EPS 0.10 元。

公司同时发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），激励对象总人数为 71 人，包括公司（含子公司、下同）任职的部分董事、高级管理人员、部分核心管理人员及核心技术（业务）人员。本激励计划拟授予的限制性股票数量为 436 万股，授予价格为 5.68 元/股，解除限售考核年度为 2022~2024 年，业绩考核目标为以 2021 年归属上市公司股东的净利润为基数，2022~2024 年净利润增长率不低于 10%、38%、58%，即 2022~2024 年归属上市公司股东的净利润分别为 3.38\4.24\4.8 亿元，同比增速分别为 10%、25%、14%。

## 点评

### 营收稳定增长，但毛利率因成本上升等因素下滑拖累业绩

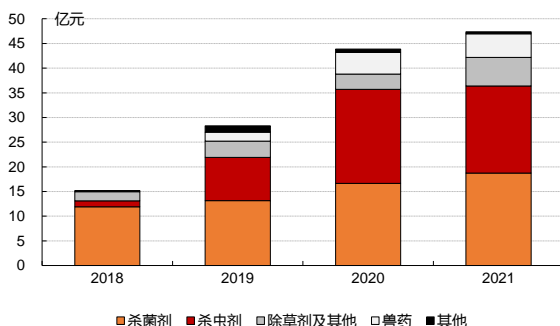
2021 年公司实现营业收入 47.38 亿元，同比增长 7.97%；综合毛利率为 22.6%，同比下滑 2.1pcts。分业务板块看，杀菌剂、杀虫剂、除草剂、兽药业务分别实现营收 18.7、17.7、5.8、4.8 亿元，增量分别为 2.1、-1.4、2.7、0.4 亿元，杀菌剂和除草剂贡献主要营收增量。而受新冠疫情及能源双控政策双重因素影响，导致能源、原材料价格上涨，公司克服供应链等不利因素的影响，保障生产供应，营收实现了增长但毛利率水平受到一定程度的影响。

杀菌剂方面，公司 21 年产量约 8.75 万吨（同比减少 0.79 万吨），销量为 8.46 万吨（同比增加约 0.22 万吨），销售均价为 2.21 万元/吨同比增长约 9%。公司主要产品为代森锰锌，产能达 4.5 万吨，国内市场占有率约 70~80%，代森锰锌 21 年市场均价（含税）为 2.31 万元，同比上涨约 17.2%，我们推测该产品价格上涨或是推动杀菌剂业务收入增长的主要因素。而杀菌剂业务毛利率下滑 7.6pcts 至 21.5%，我们推测主要系代森锰锌主要原料乙二醇价格大幅上涨所致。

杀虫剂方面，公司 21 年产量约 2.23 万吨（同比基本持平），销量为 2.22 万吨（同比增加约 0.04 万吨），销售均价为 7.95 万元/吨，同比下滑约 9%。公司收入贡献的主要产品为甲维盐、阿维菌素，21 年市场销售均价（含税）分别为 102、69 万元/吨，同比分别增长 5.1%、3.3%；推测或其他杀虫剂如威百亩等销售有所拖累。杀虫剂业务毛利率为 23.2%，同比基本持平。

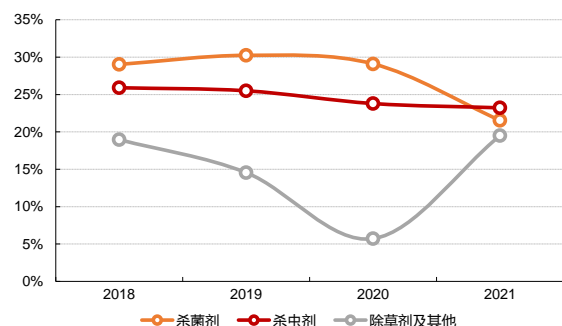
除草剂方面，公司 21 年产量 1.53 万吨，销量 1.4 万吨（公司 20 年未披露数据），销售额规模扩大明显，主要产品为硝磺草酮、草铵膦。我们推测主要系草铵膦涨价带动，21 年草铵膦市场销售均价为 24.4 万元/吨（含税），同比增长 77%，而硝磺草酮市场均价为 16.5 万元/吨（含税）同比下滑约 23%。相应地，公司除草剂业务毛利率为 19.5%，同比增加 13.8pcts。

图 1：利民股份分业务营收情况



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 2：利民股份分业务毛利率情况

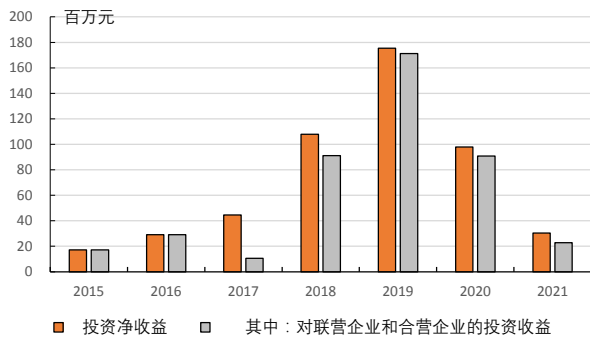


资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

## 期间费用控制较好，投资净收益大幅下滑

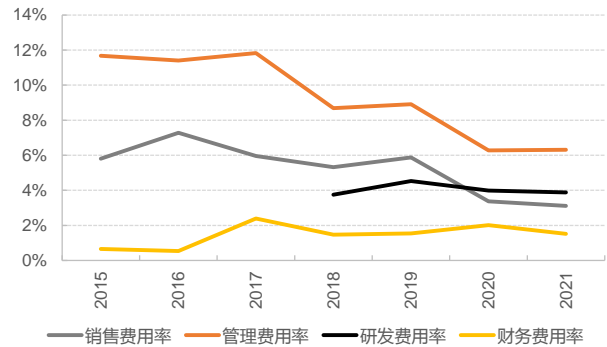
公司21年期间费用率为14.8%，同比下滑约0.8pcts，其中销售费用率3.1%同比减少0.3pcts；管理费用率同比持平为6.3%；研发费用率下滑0.1pcts至3.9%；财务费用率下滑0.5pcts至1.5%。而公司投资净收益3034万元，同比减少约6755万元；其中对联营企业的投资收益为2284万元同比减少约6797万元。我们认为主要由于新河公司（公司持股34%）净利润下降较多（净利润约6752万元，同比减少约2亿元），推测系百菌清价格同比大幅下跌所致（据中农立华数据，国内百菌清21年均价为2.14万元/吨，同比下滑约26.3%）。

图 3：利民股份投资净收益



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 4：利民股份期间费用率



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

## 22年继续扩展已有优势品种，巩固加强产品优势，期待三个重大项目落地

1、子公司新威远新型绿色生物产品制造项目：项目建成投产后，可实现年产500t多杀霉素、500t泰乐菌素、500t截短侧耳素生产规模。该项目技术均来自新威远自有储备技术，当前在建工程进度50%。

2、子公司利民化学12000吨三乙磷酸铝原药技改项目：工艺技术全球领先，产品主要是用于酿酒葡萄的高端杀菌剂，80%出口至欧洲葡萄酒产区；采用管式连续化反应工艺，产品收率高、质量好、本质安全。公司现有产能5000吨，今年新增1.2万吨，项目4月已经进入试生产阶段。

3、子公司威远生化年产5000吨草铵膦项目(项目建成后将形成年产草铵膦原药4,000吨、草铵膦水剂(以10%计)10000吨的生产能力)：威远生化致力于草铵膦技术研发创新，目前在草铵膦原药生产技术、制剂配方研发、生产、销售以及市场影响力均处于行业领先水平。公司现有草铵膦产能1500吨，新增5000吨草铵膦项目建成达产后将有效降低成本和排放，提升公司的市场竞争力。同时为更大规模的装置建设和精草铵膦的产业化建设奠定基础，具有良好的经济效益和社会效益。当前在建工程进度2.8%。

此外，公司新产品研发仿创结合，开发出螺虫乙酯、环磺酮等多个新化学原药项目的合成工艺，为新建项目储备先进工艺；通过开展全方位产学研合作，生物技术取得阶段性突破，多杀菌素、阿维菌素、阿维菌素B2a等产品的菌种效价及质量进一步提升，L-草铵膦的生物合成技术取得突破性进展；公司重视产品创制研究，持续开展“新型靶向杀菌剂”和“生物源杀虫剂”创制原药项目，获得多个具有开发前景的新化合物。

## 盈利预测与估值

综合考虑公司产品价格有所修复，但原材料价格有所上涨，以及新基地建设和未来产能投放节奏，预计公司2022~2024年净利润分别为4.7\5.9\6.9亿元（2022、2023年前值分别为5.4\6.2亿元），维持“买入”的投资评级。

## 风险提示

农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目及建设基地进度及盈利情况低于预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	732.58	970.17	1,120.15	1,276.52	1,814.49
应收票据及应收账款	197.16	442.67	335.21	586.72	308.51
预付账款	145.12	131.17	199.81	175.46	205.06
存货	658.94	1,065.71	943.81	1,415.00	1,072.98
其他	445.77	320.60	447.99	365.45	450.77
<b>流动资产合计</b>	<b>2,179.58</b>	<b>2,930.33</b>	<b>3,046.97</b>	<b>3,819.15</b>	<b>3,851.81</b>
长期股权投资	278.15	301.00	301.00	301.00	301.00
固定资产	1,968.81	2,028.68	2,123.89	2,177.13	2,199.17
在建工程	121.54	606.87	544.12	506.47	483.88
无形资产	383.28	494.94	472.21	449.48	426.75
其他	258.35	521.48	311.71	364.46	398.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,010.13</b>	<b>3,952.97</b>	<b>3,752.94</b>	<b>3,798.54</b>	<b>3,809.66</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,189.72</b>	<b>6,883.29</b>	<b>6,799.91</b>	<b>7,617.69</b>	<b>7,661.47</b>
短期借款	797.35	1,063.64	1,112.40	764.49	750.00
应付票据及应付账款	551.79	856.36	443.92	1,030.33	667.35
其他	479.23	558.59	958.09	1,076.26	960.97
<b>流动负债合计</b>	<b>1,828.36</b>	<b>2,478.58</b>	<b>2,514.41</b>	<b>2,871.09</b>	<b>2,378.31</b>
长期借款	248.31	225.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	798.63	798.63	798.63	798.63
其他	124.84	133.81	123.67	127.44	128.30
<b>非流动负债合计</b>	<b>373.15</b>	<b>1,157.44</b>	<b>1,122.30</b>	<b>1,126.07</b>	<b>1,126.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,673.64</b>	<b>4,004.33</b>	<b>3,636.70</b>	<b>3,997.16</b>	<b>3,505.25</b>
少数股东权益	147.74	177.49	195.92	195.92	195.92
股本	372.52	372.56	372.56	372.56	372.56
资本公积	910.33	911.85	911.85	911.85	911.85
留存收益	1,108.43	1,322.22	1,672.39	2,112.75	2,631.63
其他	(22.96)	94.84	10.48	27.45	44.26
<b>股东权益合计</b>	<b>2,516.07</b>	<b>2,878.96</b>	<b>3,163.20</b>	<b>3,620.53</b>	<b>4,156.22</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,189.72</b>	<b>6,883.29</b>	<b>6,799.91</b>	<b>7,617.69</b>	<b>7,661.47</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	429.81	334.99	466.89	587.14	691.85
折旧摊销	209.50	265.98	290.26	307.14	323.27
财务费用	85.71	79.31	62.43	51.45	37.20
投资损失	(97.89)	(30.34)	(40.00)	(45.00)	(50.00)
营运资金变动	362.14	(741.89)	(64.84)	39.81	(6.50)
其它	(85.67)	151.55	24.47	(0.00)	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>903.60</b>	<b>59.60</b>	<b>739.21</b>	<b>940.55</b>	<b>995.81</b>
资本支出	382.75	936.61	310.14	296.23	299.13
长期投资	4.02	22.84	0.00	0.00	0.00
其他	(627.83)	(2,000.98)	(569.94)	(551.23)	(549.13)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(241.06)</b>	<b>(1,041.52)</b>	<b>(259.79)</b>	<b>(255.00)</b>	<b>(250.00)</b>
债权融资	(79.30)	1,053.48	(122.22)	(399.36)	(51.69)
股权融资	(95.80)	119.34	(207.22)	(129.81)	(156.16)
其他	(183.05)	(142.35)	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(358.15)</b>	<b>1,030.47</b>	<b>(329.44)</b>	<b>(529.17)</b>	<b>(207.84)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>304.40</b>	<b>48.55</b>	<b>149.98</b>	<b>156.37</b>	<b>537.97</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>4,388.05</b>	<b>4,737.57</b>	<b>5,600.75</b>	<b>6,382.62</b>	<b>7,006.20</b>
营业成本	3,302.44	3,666.67	4,255.45	4,824.83	5,268.66
营业税金及附加	23.30	24.77	27.19	31.27	32.93
销售费用	147.96	147.48	168.02	191.48	210.19
管理费用	275.73	299.23	352.85	402.10	441.39
研发费用	175.12	183.61	224.03	255.30	280.25
财务费用	88.53	71.68	62.43	51.45	37.20
资产/信用减值损失	(2.29)	(19.54)	(9.65)	(11.66)	(14.26)
公允价值变动收益	0.25	1.57	(0.10)	0.00	0.00
投资净收益	97.89	30.34	40.00	45.00	50.00
其他	(214.74)	(46.84)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>493.84</b>	<b>378.59</b>	<b>541.02</b>	<b>659.51</b>	<b>771.32</b>
营业外收入	14.24	1.58	12.40	9.41	7.79
营业外支出	17.58	7.53	11.72	12.28	10.51
<b>利润总额</b>	<b>490.51</b>	<b>372.64</b>	<b>541.70</b>	<b>656.64</b>	<b>768.61</b>
所得税	60.70	37.65	50.23	69.50	76.76
<b>净利润</b>	<b>429.81</b>	<b>334.99</b>	<b>491.46</b>	<b>587.14</b>	<b>691.85</b>
少数股东损益	43.79	28.07	24.57	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>386.02</b>	<b>306.92</b>	<b>466.89</b>	<b>587.14</b>	<b>691.85</b>
每股收益(元)	1.04	0.82	1.25	1.58	1.86

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	54.91%	7.97%	18.22%	13.96%	9.77%
营业利润	39.39%	-23.34%	42.90%	21.90%	16.95%
归属于母公司净利润	19.92%	-20.49%	52.12%	25.76%	17.83%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.74%	22.60%	24.02%	24.41%	24.80%
净利率	8.80%	6.48%	8.34%	9.20%	9.87%
ROE	16.30%	11.36%	15.73%	17.14%	17.47%
ROIC	18.42%	15.55%	15.78%	16.93%	19.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.52%	58.17%	53.48%	52.47%	45.75%
净负债率	12.44%	41.70%	31.33%	13.44%	-1.58%
流动比率	0.95	1.03	1.21	1.33	1.62
速动比率	0.66	0.65	0.84	0.84	1.17
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	19.05	14.81	14.40	13.85	15.65
存货周转率	6.32	5.49	5.57	5.41	5.63
总资产周转率	0.88	0.78	0.82	0.89	0.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.04	0.82	1.25	1.58	1.86
每股经营现金流	2.43	0.16	1.98	2.52	2.67
每股净资产	6.36	7.25	7.96	9.19	10.63
<b>估值比率</b>					
市盈率	11.39	14.32	9.42	7.49	6.35
市净率	1.86	1.63	1.48	1.28	1.11
EV/EBITDA	5.22	6.26	5.70	4.46	3.50
EV/EBIT	6.70	8.87	8.36	6.34	4.87

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com