

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

## 外部不可抗力拖累 Q3 业绩, 葫芦岛基地开启成长

公司 2019 年前三季度实现营收 11.52 亿元 (yoy+0.42%); 归母净利润 1.51 亿元 (yoy-16.05%); 扣非后归母净利润 1.55 亿元 (yoy-8.84%); 经营性现金净流入 2.59 亿元 (yoy+56.53%)。其中 Q3 营收 2.94 亿元 (yoy-5.47%, qoq -40.82%), 归母净利润 0.23 亿元 (yoy-58.34%, qoq-72.93%)。

**烯酰吗啉销售强劲, 气候等外部不可抗力拖累 Q3 业绩:** 报告期公司主营产品分别实现营收为烯草酮 4.62 亿元 (yoy+4%)、异噁草松 1.62 亿元 (披露口径调整失去可比性)、烯酰吗啉 1.19 亿元 (yoy+70%)、咪草烟 1.24 亿元 (yoy-27%)、灭草烟 0.61 亿元 (yoy+14%), 合计贡献营收 9.28 亿元在总营收中占比为 81%, 公司主营产品整体实现较稳定的增长。Q3 单季度来看, 得益于产销规模的提升公司烯酰吗啉单季度营收实现同比 72% 的增长。产品价格方面, Q3 季度各产品销售均价为烯草酮 19.23 万元/吨 (yoy+0.2%, qoq-6%)、异噁草松 8.48 万元/吨 (qoq-23%)、烯酰吗啉 14.35 万元/吨 (yoy+15%, qoq-13%)、咪草烟 24.76 万元/吨 (yoy+36%, qoq-12%)、灭草烟 22.37 万元/吨 (yoy+14%, qoq-11%), 价格整体仍然维持相对高位但受需求淡季季节性影响环比有所回落。公司 Q3 毛利率 34.47% (yoy-4.09pct, qoq-1.49%) 有所降低。公司 Q3 各项费用开支规模中销售费用因销量的减少环比 Q2 减少 869 万元, 其余各项费用支出规模和 Q2 基本持平, 但因收入规模的下降, 期间费用率提升 9.3pct。公司单季度净利率降至 7.96%, 处于公司近几年的底部位置。受台风利奇马等影响公司 Q3 生产经营受到一定程度的影响, 但公司自身产品产销水平仍然保持较高水平, 外部不可抗力拖累 Q3 业绩释放。

**葫芦岛基地开启公司成长空间:** 公司葫芦岛一期在建 6000 吨原药、1 万吨制剂项目进展有序, 根据半年报披露项目进度 76%, 截至 Q3 末公

### 股票数据 2019/10/29

6 个月目标价 (元)	30
收盘价 (元)	24.48
12 个月股价区间 (元)	21.35 ~ 46.95
总市值 (百万元)	3,035
总股本 (百万股)	112
A 股 (百万股)	112
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	3%	5%	21%
相对收益	1%	3%	-2%

### 相关报告

《先达股份 (603086): 业绩符合预期, 葫芦岛基地有序推进, 持续增长可期》-20190816

《先达股份 (603086): 业绩符合预期, 持续增长空间开启》-20190422

《先达股份 (603086): 重视研发的除草剂细分龙头, 进入成长快车道》-20190419

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,119	1,636	1,673	2,020	2,538
(+/-)%	29.25%	46.21%	2.25%	20.74%	25.69%
归属母公司净利润	110	251	238	283	346
(+/-)%	12.09%	128.00%	-5.02%	18.87%	22.07%
每股收益 (元)	0.98	2.24	2.13	2.53	3.09
市盈率	39.06	9.94	11.50	9.67	7.92
市净率	3.85	1.84	1.74	1.49	1.27
净资产收益率 (%)	9.85%	18.50%	15.13%	15.41%	15.98%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.73%	0.73%	0.73%
总股本 (百万股)	80	112	112	112	112

证券分析师: 陈俊杰

执业证书编号: S0550518100001

01058034571 chenjunjie@nesc.cn

司在建工程 4.17 亿元，较 Q2 末增加 0.98 亿元，建设预期进入尾声。公司葫芦岛一期投资约 7.7 亿元，回收期 3.04 年，较高的投资回报率意味着公司或对未来产品把控力极强或新产能具有较大的综合成本优势。随着一期项目的陆续建成投产，二期工程项目有望接力，随着新项目新产品的陆续放量，产能掣肘问题将得到彻底解决，公司长期成长空间有望开启。

**盈利预测：**鉴于外部环境的不利影响我们调整公司 2019-2021 年营收预测至 16.73、20.20、25.38 亿元，归母净利润预测至 2.38、2.83、3.46 亿元，对应 PE 分别为 12X、10X、8X，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品价格大幅下跌；新建项目进展不及预期

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	306	416	392	374	净利润	251	238	283	346
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	22	6	4	5
应收款项	366	341	404	511	折旧及摊销	35	39	51	63
存货	371	365	425	541	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	131	139	150	173	财务费用	-7	3	6	8
<b>流动资产合计</b>	<b>1,174</b>	<b>1,262</b>	<b>1,370</b>	<b>1,599</b>	投资损失	-9	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-133	-14	-93	-162
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-2	0	0	0
固定资产	189	270	369	456	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>157</b>	<b>272</b>	<b>252</b>	<b>259</b>
无形资产	121	121	121	121	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-293</b>	<b>-240</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>
商誉	0	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-42</b>	<b>77</b>	<b>24</b>	<b>22</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>556</b>	<b>757</b>	<b>1,006</b>	<b>1,243</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>50</b>	<b>52</b>	<b>129</b>	<b>275</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,730</b>	<b>2,018</b>	<b>2,376</b>	<b>2,842</b>					
短期借款	20	20	20	20	财务与估值指标				
应付款项	222	158	191	240		2018A	2019E	2020E	2021E
预收款项	49	80	85	111	<b>每股指标</b>				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	2.24	2.13	2.53	3.09
<b>流动负债合计</b>	<b>331</b>	<b>301</b>	<b>345</b>	<b>435</b>	每股净资产 (元)	12.12	14.07	16.42	19.33
长期借款	0	100	150	200	每股经营性现金流量 (元)	1.41	2.43	2.25	2.32
其他长期负债	42	42	42	42	<b>成长性指标</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>42</b>	<b>142</b>	<b>192</b>	<b>242</b>	营业收入增长率	46.21%	2.25%	20.74%	25.69%
<b>负债合计</b>	<b>373</b>	<b>443</b>	<b>537</b>	<b>677</b>	净利润增长率	128.00%	-5.02%	18.87%	22.07%
归属于母公司股东权益合计	1,357	1,576	1,839	2,165	<b>盈利能力指标</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	36.56%	35.55%	37.33%	36.68%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,730</b>	<b>2,018</b>	<b>2,376</b>	<b>2,842</b>	净利率	15.35%	14.26%	14.03%	13.63%
					<b>运营效率指标</b>				
					应收账款周转率 (次)	70.06	74.49	73.01	73.50
					存货周转率 (次)	119.92	123.75	122.47	122.89
					<b>偿债能力指标</b>				
					资产负债率	21.54%	21.93%	22.59%	23.81%
					流动比率	3.55	4.19	3.97	3.68
					速动比率	2.23	2.74	2.50	2.19
					<b>费用率指标</b>				
					销售费用率	2.97%	3.17%	3.31%	3.17%
					管理费用率	10.02%	9.45%	11.45%	11.39%
					财务费用率	-0.49%	0.07%	0.18%	0.23%
					<b>分红指标</b>				
					分红比例	0.00%	8.39%	7.06%	5.78%
					股息收益率	0.00%	0.73%	0.73%	0.73%
					<b>估值指标</b>				
					P/E (倍)	9.94	11.50	9.67	7.92
					P/B (倍)	1.84	1.74	1.49	1.27
					P/S (倍)	1.68	1.64	1.36	1.08
					净资产收益率	18.50%	15.13%	15.41%	15.98%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**陈俊杰:** 基础化工行业主管, 2018年6月1日入职东北证券。2015、2016年新财富最佳分析师入围。在农化、有机硅、玻纤等领域具有深刻见解。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准 -5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn