

## 业绩符合预期，向上拐点已现



### 核心观点

- **业绩保持增长：**前三季度实现营收 7.93 亿，同比增长 17.9%，归母净利润 1.81 亿，同比增长 2.57%。其中 Q3 单季度实现营收 2.28 亿，同比增长 21.4%，实现归母净利润 3980 万，同比增长 4.24%。销售同比增速已恢复并连续两个季度维持在 20% 以上。由于原药短缺价格高企，Q3 单季度营业成本同比增长 32.7%，导致毛利率下滑至 41.2%，净利率下滑至 17.4%，导致前三季度毛利率和净利率分别下滑至 45.5% 和 22.8%。
- **收购重庆依尔双丰扩充产品序列：**公司近日公告将以自有资金不超过 8200 万元收购依尔双丰 100% 股权。依尔双丰拥有农药登记证共 53 个，包括 18 个植物生长调节剂登记证、28 个除草剂登记证、6 个杀菌剂登记证和 1 个杀虫剂登记证；转入的肥料登记证共 23 个（其中 7 个肥料登记证正在办理权属变更登记），均为水溶肥产品。此次外延式拓展将进一步扩充公司产品线并促进产业链延伸，有助于公司为终端客户提供更全面的套餐式服务，提高公司盈利能力。
- **公司面临重大向上拐点：**短期看，公司募投项目年底有望投产，解决产能瓶颈和部分原药问题。虽然近期公告将较原定进展有所延期，但从项目具体进度上看，绝大部分子项目的生产及辅助建筑和生产设备等已经完成，本次延期并追加投资主要是提高项目的自动化和安全环保生产水平，有利于长久发展。中期看，连云港 10 月 18 日出台停产化工企业复产通知，随着上游原药供应逐渐恢复，原药价格有回落趋势，利好公司毛利率水平的恢复。长期看，公司技术服务推广的商业模式已经跑通，人均创收逐年提升，未来随着团队的继续扩充，收入体量有望加速增长。

### 财务预测与投资建议

- 由于原材料价格上涨，我们预测公司 19-21 年每股盈利 EPS 分别为 0.58、0.77、0.99 元（原 19-20 归母净利润预测为 2.52、3.01 亿元），按照可比公司 19 年 21 倍市盈率，给予目标价为 12.08 元并维持买入评级。

### 风险提示

- 产品推广不及预期；新产能投放不及预期；原材料价格波动风险。

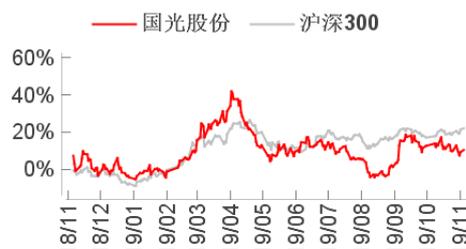
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	737	865	1,030	1,227	1,473
同比增长(%)	20.0%	17.4%	19.1%	19.1%	20.0%
营业利润(百万元)	217	269	252	332	423
同比增长(%)	34.6%	23.6%	-6.0%	31.6%	27.2%
归属母公司净利润(百万元)	185	235	218	287	367
同比增长(%)	33.1%	26.6%	-7.3%	32.1%	27.8%
每股收益(元)	0.50	0.63	0.58	0.77	0.99
毛利率(%)	52.2%	48.8%	47.6%	49.0%	50.0%
净利率(%)	25.1%	27.1%	21.1%	23.4%	24.9%
净资产收益率(%)	21.2%	26.0%	20.8%	22.8%	23.9%
市盈率	23.2	18.3	19.7	14.9	11.7
市净率	5.0	4.5	3.8	3.1	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月04日)	11.64 元
目标价格	12.08 元
52周最高价/最低价	25.72/10.1 元
总股本/流通A股(万股)	37,241/23,766
A股市值(百万元)	4,335
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2019年11月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.1	-1.94	4.68	-35.48
相对表现	3.41	6.23	1.48	56.39
沪深300	1.31	4.29	6.16	20.91



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬  
021-63325888-2504  
wanliyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519090003

### 相关报告

持续成长的植物生长调节剂龙头：2019-02-25

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值（截至 2019/11/5）**

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
扬农化工	2.89	3.85	4.30	5.06	18.28	13.71	12.27	10.43
诺普信	0.36	0.36	0.45	0.59	16.47	16.47	13.18	10.05
安道麦 A	0.98	0.54	0.66	0.81	9.37	16.89	13.99	11.38
湖南海利	0.15	0.38	0.70	0.82	48.76	18.85	10.14	8.67
联化科技	0.04	0.42	0.62	0.77	340.89	32.83	22.46	18.05
雅本化学	0.17	0.10	0.24	0.24	26.09	43.33	18.16	17.98
调整后平均					27.40	21.26	14.40	12.46

资料来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	589	487	701	810	1,009	营业收入	737	865	1,030	1,227	1,473
应收票据及应收账款	40	57	62	78	91	营业成本	352	443	540	626	736
预付账款	18	25	27	33	39	营业税金及附加	2	2	2	3	3
存货	120	145	181	207	245	营业费用	114	129	145	170	202
其他	54	85	34	24	30	管理费用及研发费用	60	87	99	107	123
<b>流动资产合计</b>	<b>821</b>	<b>799</b>	<b>1,005</b>	<b>1,153</b>	<b>1,414</b>	财务费用	(4)	(9)	(7)	(10)	(13)
长期股权投资	0	25	25	25	25	资产减值损失	1	19	1	0	1
固定资产	16	21	67	176	230	公允价值变动收益	0	73	0	0	0
在建工程	71	165	210	188	198	投资净收益	4	(0)	0	0	0
无形资产	32	31	30	29	28	其他	2	2	2	2	2
其他	47	85	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>217</b>	<b>269</b>	<b>252</b>	<b>332</b>	<b>423</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>165</b>	<b>326</b>	<b>332</b>	<b>417</b>	<b>482</b>	营业外收入	2	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>986</b>	<b>1,125</b>	<b>1,337</b>	<b>1,569</b>	<b>1,896</b>	营业外支出	1	3	0	0	0
短期借款	0	1	32	0	0	<b>利润总额</b>	<b>217</b>	<b>266</b>	<b>252</b>	<b>332</b>	<b>423</b>
应付票据及应付账款	26	14	28	26	34	所得税	32	32	35	45	55
其他	91	146	135	161	172	<b>净利润</b>	<b>185</b>	<b>235</b>	<b>218</b>	<b>287</b>	<b>367</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>117</b>	<b>160</b>	<b>195</b>	<b>187</b>	<b>207</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>185</b>	<b>235</b>	<b>218</b>	<b>287</b>	<b>367</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.50	0.63	0.58	0.77	0.99
其他	12	17	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>129</b>	<b>177</b>	<b>195</b>	<b>187</b>	<b>207</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	20.0%	17.4%	19.1%	19.1%	20.0%
股本	75	219	372	372	372	营业利润	34.6%	23.6%	-6.0%	31.6%	27.2%
资本公积	331	194	67	67	67	归属于母公司净利润	33.1%	26.6%	-7.3%	32.1%	27.8%
留存收益	451	535	702	943	1,250	<b>获利能力</b>					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	52.2%	48.8%	47.6%	49.0%	50.0%
<b>股东权益合计</b>	<b>856</b>	<b>948</b>	<b>1,141</b>	<b>1,383</b>	<b>1,689</b>	净利率	25.1%	27.1%	21.1%	23.4%	24.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>986</b>	<b>1,125</b>	<b>1,337</b>	<b>1,569</b>	<b>1,896</b>	ROE	21.2%	26.0%	20.8%	22.8%	23.9%
<b>现金流量表</b>						ROIC	20.7%	25.4%	19.9%	21.8%	23.2%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>偿债能力</b>					
净利润	185	235	218	287	367	资产负债率	13.1%	15.7%	14.6%	11.9%	10.9%
折旧摊销	3	4	7	18	31	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(4)	(9)	(7)	(10)	(13)	流动比率	7.02	5.00	5.15	6.17	6.83
投资损失	(4)	0	(0)	(0)	(0)	速动比率	5.97	4.07	4.21	5.04	5.63
营运资金变动	152	35	(61)	(16)	(43)	<b>营运能力</b>					
其它	(141)	(112)	36	0	1	应收账款周转率	33.1	46.0	50.9	48.6	49.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>192</b>	<b>154</b>	<b>191</b>	<b>280</b>	<b>343</b>	存货周转率	2.9	3.3	3.3	3.2	3.2
资本支出	(33)	(101)	(97)	(103)	(96)	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
长期投资	(30)	(25)	33	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	158	(10)	73	0	0	每股收益	0.50	0.63	0.58	0.77	0.99
<b>投资活动现金流</b>	<b>95</b>	<b>(136)</b>	<b>9</b>	<b>(103)</b>	<b>(96)</b>	每股经营现金流	2.55	0.70	0.51	0.75	0.92
债权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	2.30	2.55	3.06	3.71	4.53
股权融资	0	8	26	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(231)	(123)	(11)	(69)	(48)	市盈率	23.2	18.3	19.7	14.9	11.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(231)</b>	<b>(116)</b>	<b>15</b>	<b>(69)</b>	<b>(48)</b>	市净率	5.0	4.5	3.8	3.1	2.5
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	17.2	14.1	14.8	10.9	8.4
<b>现金净增加额</b>	<b>56</b>	<b>(98)</b>	<b>215</b>	<b>109</b>	<b>199</b>	EV/EBIT	17.5	14.3	15.2	11.5	9.1

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

