

一季度业绩略低于预期，关注公司中长期成长性

——先达股份(603086.SH) 2019 年报暨 2020 年一季报点评

公司简报

◆事件：1.先达股份披露 2019 年年报，19 年营业收入 15.75 亿元，同比下滑 3.8%；净利润 2.05 亿元，同比下滑 18.5%。2.公司 20 年一季度营业收入 3.68 亿元，同比增加 2.1%，净利润为 2495 万元，同比下滑 38.6%，扣非净利润为 2679 万元，同比下滑 32.4%。

◆点评：1. 2019 年业绩基本符合预期。公司 2019 年净利润同比减少 18.49%，一方面由于产品生产成本上升，主营业务毛利率同比下滑 1.3pct，另一方面辽宁先达筹建期间相关费用增加所致。分产品来看，公司除草剂收入 13.40 亿元，同比下滑 8.1%，毛利率 32.8%，同比下滑 3.2pct；杀菌剂收入 1.49 亿元，同比增长 42.0%，毛利率 61.8%，同比增长 12.9pct；中间体收入 0.71 亿元，同比增长 129.6%，毛利率 29.7%，同比增长 5.9pct。

2. 20 年一季度业绩略低于预期，烯草酮价格回升，利好公司业绩。20 年 Q1 净利润同比下滑 38.57%，原因为公司烯草酮系列产品价格下跌，同比下滑 31.4%，叠加辽宁工厂事故影响以及疫情冲击带来的费用增加。目前烯草酮价格正在逐步恢复，据中农立华原药数据，烯草酮原药已从 20 年初的 12.8 万元/吨上涨至 15 万元/吨（2020-05-03 价格），涨幅达 17.2%。随着烯草酮价格逐步回升，利好公司业绩。

3. 关注公司中长期成长性。公司一方面扩张产能规模，实现规模效应，降低成本，一方面创新拓展全新产品。公司葫芦岛一期 3000 吨烯草酮原药、10000 吨制剂项目、2000 吨烯酰吗啉原药项目已顺利试生产。二期项目 5000 吨烯草酮原药，10000 吨硫化碱，9000 吨熔融盐开工建设，主体已完工。公司重视研发，自主研发能力强，在创制农药方面进行布局投入，啶草酮、吡啶啉草酯等原药处于研发阶段。公司中长期成长性明显。

◆盈利预测与投资建议：公司部分产品价格回落，影响近期业绩。公司葫芦岛基地逐步建设，带来新增量，创制原药研发持续推进，公司中长期成长性明显。我们下调 20-21 年盈利预测，增加 22 年盈利预测，预计 20-22 年净利润为 1.81/3.11/3.99 亿元，EPS 为 1.62/2.77/3.56 元，参照可比公司估值，给予公司 20 年 16 倍 PE，目标价为 25.92 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：化工安全生产的风险；下游需求下滑的风险；农药价格下行风险；产品市场开拓风险和国际贸易风险；创制农药的研发进展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,636	1,575	1,630	2,211	2,731
营业收入增长率	46.21%	-3.75%	3.52%	35.62%	23.56%
净利润(百万元)	251	205	181	311	399
净利润增长率	128.00%	-18.49%	-11.31%	71.15%	28.37%
EPS(元)	2.24	1.83	1.62	2.77	3.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.50%	13.14%	10.64%	15.96%	17.83%
P/E	9	11	12	7	6
P/B	1.7	1.4	1.3	1.2	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 30 日

买入(维持)

当前价/目标价：20.06/25.92 元

分析师

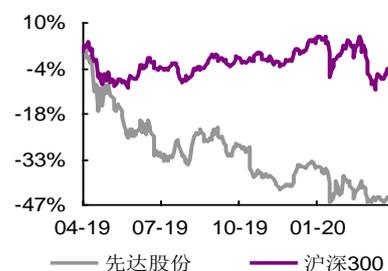
肖亚平 (执业证书编号：S0930519050006)
021-52523809
xiaoyaping@ebsec.com

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535
giuxf@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：1.12
总市值(亿元)：22.47
一年最低/最高(元)：19.36/35.25
近 3 月换手率：95.08%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.66	-7.73	-42.55
绝对	-2.66	-4.92	-41.96

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,636	1,575	1,630	2,211	2,731
营业成本	1,038	1,020	1,036	1,371	1,694
折旧和摊销	35	39	52	66	81
税金及附加	6	6	6	8	10
销售费用	49	49	51	69	85
管理费用	164	167	171	230	281
研发费用	87	82	85	116	143
财务费用	-8	-6	-13	-14	-14
投资收益	9	-8	0	0	0
营业利润	294	242	280	431	534
利润总额	294	239	271	422	525
所得税	43	35	39	61	76
净利润	251	205	231	361	449
少数股东损益	0	0	50	50	50
归属母公司净利润	251	205	181	311	399
EPS(按最新股本计)	2.24	1.83	1.62	2.77	3.56

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	157	400	292	357	469
净利润	251	205	181	311	399
折旧摊销	35	39	52	66	81
净营运资金增加	215	-255	-71	197	175
其他	-344	411	129	-216	-185
投资活动产生现金流	-293	-363	-207	-250	-250
净资本支出	-327	-335	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	34	-28	43	0	0
融资活动现金流	-42	78	-64	-56	-95
股本变化	32	0	0	0	0
债务净变化	20	170	-43	0	0
无息负债变化	97	204	-105	141	133
净现金流	-171	120	21	52	125

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	36.6%	35.2%	36.4%	38.0%	38.0%
EBITDA 率	19.1%	19.3%	20.7%	22.2%	22.2%
EBIT 率	16.9%	16.9%	17.5%	19.2%	19.3%
税前净利润率	17.9%	15.2%	16.6%	19.1%	19.2%
归母净利润率	15.3%	13.0%	11.1%	14.1%	14.6%
ROA	14.5%	8.9%	9.8%	12.9%	13.8%
ROE (摊薄)	18.5%	13.1%	10.6%	16.0%	17.8%
经营性 ROIC	15.6%	14.4%	13.9%	16.9%	18.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	22%	32%	25%	27%	27%
流动比率	3.55	2.40	2.69	2.46	2.43
速动比率	2.43	1.66	2.23	2.00	1.96
归母权益/有息债务	67.86	8.20	11.62	13.26	15.24
有形资产/有息债务	79.85	11.45	14.48	17.09	19.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,730	2,304	2,353	2,786	3,259
货币资金	306	517	539	591	715
交易性金融资产	0	56	10	10	10
应收账款	330	287	306	416	514
应收票据	37	1	0	0	0
其他应收款(合计)	1	2	33	44	55
存货	371	434	207	274	339
其他流动资产	66	101	101	101	101
流动资产合计	1,174	1,413	1,212	1,456	1,759
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	189	337	452	558	653
在建工程	130	357	372	384	393
无形资产	121	119	166	212	257
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	91	48	48	48	48
非流动资产合计	556	892	1,142	1,329	1,501
总负债	373	747	598	739	873
短期借款	20	40	0	0	0
应付账款	125	205	207	274	339
应付票据	97	194	104	137	169
预收账款	49	88	82	111	137
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债合计	331	588	450	591	724
长期借款	0	127	127	127	127
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	20	20	20	20
非流动负债合计	42	159	148	148	148
股东权益	1,357	1,557	1,755	2,046	2,387
股本	112	112	112	112	112
公积金	502	502	502	502	502
未分配利润	700	905	1,052	1,294	1,584
归属母公司权益	1,357	1,557	1,705	1,946	2,237
少数股东权益	0	0	50	100	150

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.97%	3.13%	3.13%	3.13%	3.13%
管理费用率	10.02%	10.60%	10.50%	10.40%	10.30%
财务费用率	-0.49%	-0.35%	-0.79%	-0.63%	-0.50%
研发费用率	5.34%	5.23%	5.23%	5.23%	5.23%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.30	0.62	0.97	1.20
每股经营现金流	1.41	3.57	2.61	3.19	4.19
每股净资产	12.12	13.90	15.22	17.38	19.97
每股销售收入	14.61	14.06	14.55	19.74	24.39

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	9	11	12	7	6
PB	1.7	1.4	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.6	7.4	6.9	5.2	4.4
股息率	0.0%	1.5%	3.1%	4.8%	6.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼