

烯草酮和异噁草松推动业绩增长，未来看新基地建设

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2018 年上半年实现营业收入 8.4 亿元，同比增长 36.9%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 127.3%。EPS 1.10 元。
- **业绩提升来自于产品的量价齐升和出口增长。** 2018 年上半年，由于环保督查，行业整体形势严峻，公司生产经营正常，实现了主营产品销量和价格售价的同比增长。其中，最重要的产品烯草酮系列折百销量同比增长 25.2%，售价同比增长 26.1%，销售收入同比增长 57.8%。异噁草松系列产品由于新产能投放和订单增加，折百销量同比增长 72.1%，产品价格同比增长 24.8%，销售收入同比增加 92.8%。另外，公司多年来积极推进海外登记工作显现成效，2018 年上半年，实现出口收入 5.1 亿元，其中自营出口 3.5 亿元，同比增长 60%。从季度数据来看，公司收入有较为明显的淡旺季，第二季度一般为公司的旺季，第三季度为公司的淡季，公司第二季度收入 5.2 亿元，同比增长 59.5%，环比增长 67.9%，公司第二季度收入的主要增量来自于烯草酮。而盈利指标来看，第二季度公司销售毛利率 36.2%，第一季度 29.5%，环比提升 6.7 个百分点。从整个上半年看，虽然公司上半年的期间费用率由于管理费用增加 1.5 个百分点而出现了同比增长，但是公司的净利润率由于毛利率同比提升 7.6 个百分点，依旧提升了 5.9 个百分点。
- **葫芦岛基地开始动工，预计 2019 年贡献业绩。** 今年 6 月，公司变更部分募投项目，将“年产 1000 吨烯草酮、1500 吨异噁草松项目”中的“年产 1000 吨烯草酮项目”、“年产 9000 吨综合制剂车间及研发中心项目”变更为“年产 6000 吨原药、10000 吨制剂项目”，该项目已经于 2018 年 5 月 21 日取得环评审【2018】14 号环评批复，目前进入项目施工和设备采购阶段，预计 2019 年 6 月完成项目建设，届时将会开始为公司贡献业绩。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.87 元、2.17 元、2.81 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动的风险；项目进度不及预期的风险；汇率变动的风险；安全环保的风险。

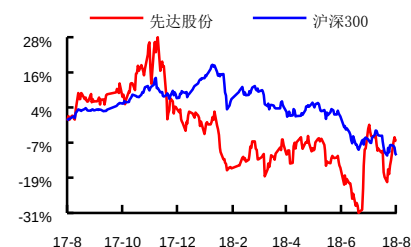
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1118.88	1674.97	1949.52	2094.42
增长率	29.25%	49.70%	16.39%	7.43%
归属母公司净利润 (百万元)	110.11	209.35	243.05	315.03
增长率	12.09%	90.13%	16.10%	29.62%
每股收益 EPS (元)	0.98	1.87	2.17	2.81
净资产收益率 ROE	9.85%	16.59%	16.61%	18.22%
PE	25	13	11	9
PB	2.48	2.19	1.89	1.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@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)	1.12
流通 A 股(亿股)	0.73
52 周内股价区间(元)	18.38-47.63
总市值(亿元)	27.69
总资产(亿元)	15.17
每股净资产(元)	11.01

相关研究

1 公司是农药行业细分龙头企业

公司主要从事安全、高效、低毒、环境友好型除草剂原药、制剂的研发、生产及销售，同时兼营杀菌剂、医药及农药中间体。公司烯草酮、烯酰吗啉原药的产量全国第一，异噁草松、咪草烟原药的产量全国第二。

表 1：公司的产品具体情况

主要产品名称	产能（吨/年）
烯草酮	1100
异噁草松	3500
咪草烟	1000
灭草烟	500
烯酰吗啉	500
碘酞氯	150

数据来源：公司公告，西南证券整理

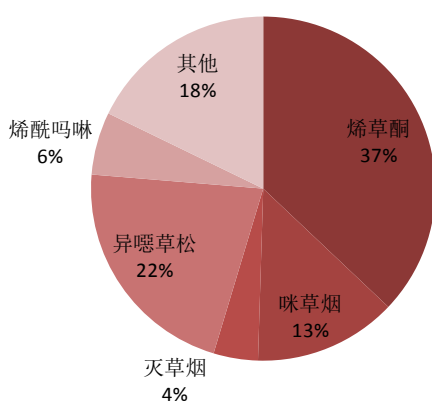
表 2：公司的 IPO 募投项目的情况

项目	金额（万元）	情况
年产 1000 吨烯草酮、1500 吨异噁草松项目	13300	异噁草松项目已经建成投产，1000 吨烯草酮项目由辽宁先达生产
年产 9000 吨综合制剂车间及研发中心项目	11461	未投产，变更为 1 万吨制剂项目，由辽宁先达生产
补充公司流动资金	5000	

数据来源：公司公告，西南证券整理

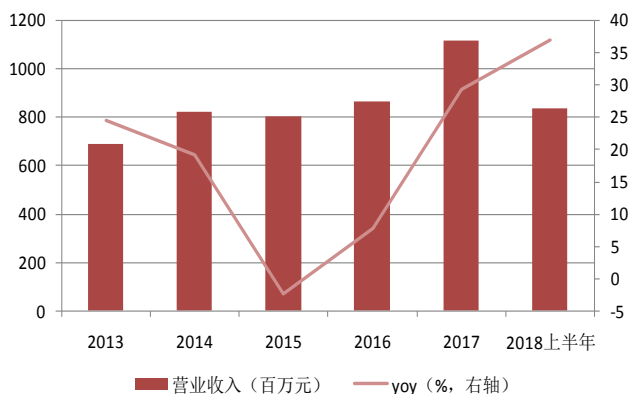
公司除草剂产能较大，烯草酮+咪草烟+灭草烟+异噁草松占公司收入体量的 76%，剩下的杀菌剂烯酰吗啉占 6%，中间体等其他产品收入占 18%。

图 1：公司营业收入结构（2018 年中报）



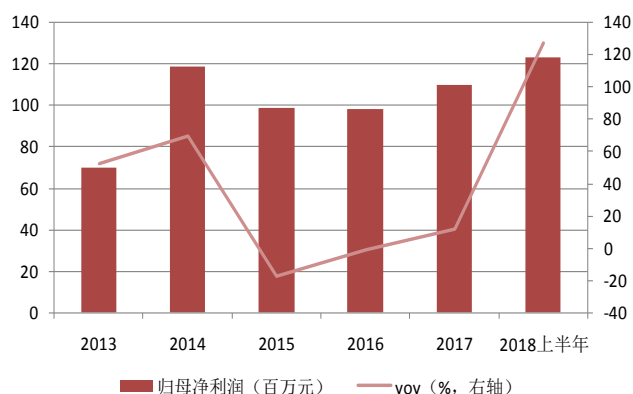
数据来源：wind，西南证券整理

图 2：公司营业收入变动



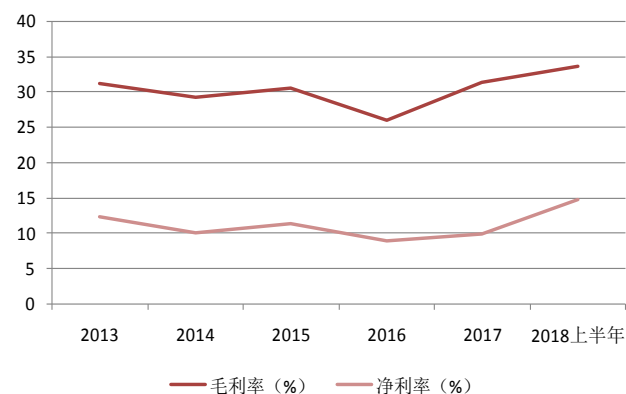
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司归母净利润变动



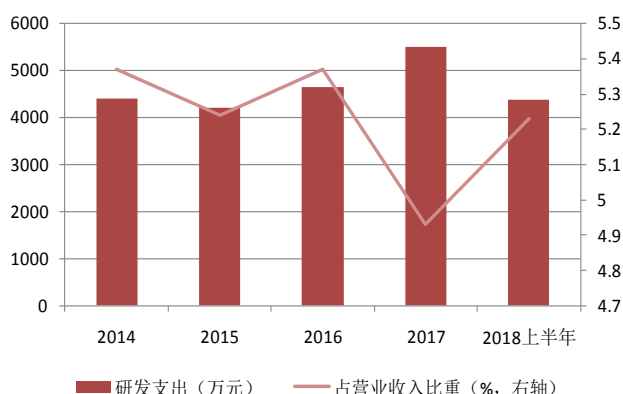
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司盈利能力在改善



数据来源：wind，西南证券整理

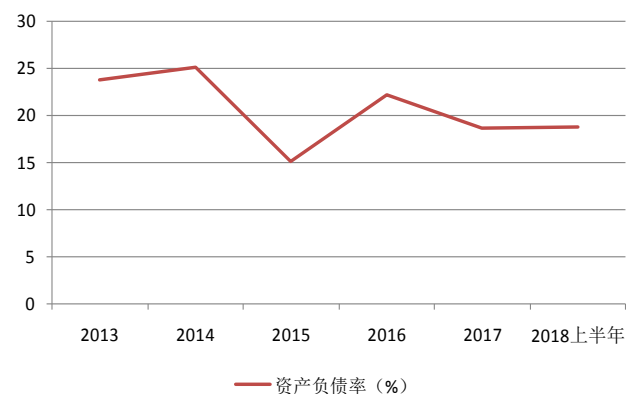
图 5：公司研发投入占收入比率维持在 3.3% 以上



数据来源：wind，西南证券整理

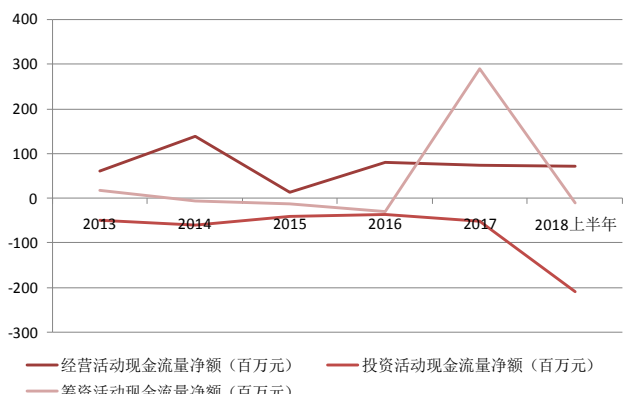
公司目前负债率并不高，现金流尚可，未来葫芦岛项目预计将会提升公司的资金需求。

图 6：公司资产负债率处于低位



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司现金流量变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测及关键假设

关键假设：

假设 1：公司异噁草松 2018 年新增产能达产后，开工率 70%，2019 年开工率 100%；

假设 2：预计辽宁先达 2019 年下半年开始释放产能，当期实现产能的 25%，2020 年实现产能的 80%。制剂产能投产后，形成的收入计入除草剂。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	1118.9	1675.0	1949.5	2094.4
	增速	29.3%	49.7%	16.4%	7.4%
	成本	767.1	1116.2	1299.8	1396.4
	毛利率	31.4%	33.4%	33.3%	33.3%
除草剂	收入	1000.41	1558.64	1831.40	1974.25
	增速	37.8%	55.8%	17.5%	7.8%
	成本	691.73	1044.29	1227.04	1322.75
	毛利率	30.9%	33.0%	33.0%	33.0%
杀菌剂	收入	80.17	76.48	76.48	76.48
	增速	7.4%	-4.6%	0.0%	0.0%
	成本	52.97	48.95	48.95	48.95
	毛利率	33.9%	36.0%	36.0%	36.0%
中间体	收入	27.97	27.97	27.97	27.97
	增速	-50.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	17.64	17.62	17.62	17.62
	毛利率	36.9%	37.0%	37.0%	37.0%
其他	收入	10.33	11.88	13.66	15.71
	增速	-72.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	4.78	5.35	6.15	7.07
	毛利率	53.7%	55.0%	55.0%	55.0%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1118.88	1674.97	1949.52	2094.42	净利润	110.11	209.35	243.05	315.03
营业成本	767.12	1116.20	1299.76	1396.39	折旧与摊销	32.11	30.42	41.91	49.22
营业税金及附加	4.16	6.33	7.31	7.88	财务费用	9.38	-0.36	0.84	0.53
销售费用	32.62	45.22	52.64	56.55	资产减值损失	6.55	5.00	5.00	5.00
管理费用	175.52	251.25	292.43	314.16	经营营运资本变动	-109.36	-230.22	-124.35	-55.79
财务费用	9.38	-0.36	0.84	0.53	其他	24.35	0.68	-8.30	-3.37
资产减值损失	6.55	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	73.14	14.87	158.14	310.62
投资收益	8.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.79	-150.00	-150.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-50.41	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-51.20	-150.00	-150.00	-50.00
营业利润	132.70	251.33	291.54	313.90	短期借款	0.00	50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.11	0.90	1.28	1.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	133.81	252.23	292.83	315.03	股权融资	300.76	0.00	0.00	0.00
所得税	23.70	42.88	49.78	0.00	支付股利	0.00	-22.02	-41.87	-48.61
净利润	110.11	209.35	243.05	315.03	其他	-11.83	-43.30	-0.84	-0.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	288.93	-15.32	-42.71	-49.14
归属母公司股东净利润	110.11	209.35	243.05	315.03	现金流量净额	301.07	-150.45	-34.57	211.47
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	427.05	276.61	242.04	453.51	成长能力				
应收和预付款项	321.49	468.30	557.17	592.99	销售收入增长率	29.25%	49.70%	16.39%	7.43%
存货	311.12	458.75	538.05	576.26	营业利润增长率	17.20%	89.39%	16.00%	7.67%
其他流动资产	71.75	107.41	125.01	134.31	净利润增长率	12.09%	90.13%	16.10%	29.62%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.62%	61.54%	18.80%	8.78%
投资性房地产	3.41	3.41	3.41	3.41	获利能力				
固定资产和在建工程	193.16	313.00	421.35	422.39	毛利率	31.44%	33.36%	33.33%	33.33%
无形资产和开发支出	8.26	8.00	7.75	7.49	三费率	19.44%	17.68%	17.74%	17.73%
其他非流动资产	37.70	37.70	37.70	37.70	净利率	9.84%	12.50%	12.47%	15.04%
资产总计	1373.95	1673.17	1932.47	2228.05	ROE	9.85%	16.59%	16.61%	18.22%
短期借款	0.00	50.00	50.00	50.00	ROA	8.01%	12.51%	12.58%	14.14%
应付和预收款项	230.71	335.11	392.63	421.47	ROIC	16.71%	21.66%	18.77%	21.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.57%	16.80%	17.15%	17.36%
其他负债	25.11	26.25	26.86	27.18	营运能力				
负债合计	255.82	411.37	469.49	498.65	总资产周转率	0.98	1.10	1.08	1.01
股本	80.00	112.00	112.00	112.00	固定资产周转率	5.94	6.81	5.31	4.96
资本公积	477.02	445.02	445.02	445.02	应收账款周转率	6.05	6.89	6.06	5.82
留存收益	517.46	704.78	905.96	1172.38	存货周转率	2.73	2.85	2.59	2.49
归属母公司股东权益	1118.13	1261.81	1462.98	1729.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.83%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1118.13	1261.81	1462.98	1729.40	资产负债率	18.62%	24.59%	24.29%	22.38%
负债和股东权益合计	1373.95	1673.17	1932.47	2228.05	带息债务/总负债	0.00%	12.15%	10.65%	10.03%
					流动比率	4.85	3.37	3.27	3.69
					速动比率	3.52	2.19	2.07	2.48
					股利支付率	0.00%	10.52%	17.23%	15.43%
					每股指标				
					每股收益	0.98	1.87	2.17	2.81
					每股净资产	9.98	11.27	13.06	15.44
					每股经营现金	0.65	0.13	1.41	2.77
					每股股利	0.00	0.20	0.37	0.43
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	174.20	281.39	334.29	363.65					
PE	25.15	13.22	11.39	8.79					
PB	2.48	2.19	1.89	1.60					
PS	2.47	1.65	1.42	1.32					
EV/EBITDA	8.63	8.86	7.56	6.37					
股息率	0.00%	0.80%	1.51%	1.76%					

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
增持：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 指数涨幅在-10%以下

行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn