民生证券 MINSHENG SECURITIES

先达股份（603086）

公司研究/调研简报

聚焦农药细分市场，葫芦岛项目打开成长空间

调研简报/基础化工　　2019 年 06 月 11 日

一、分析与判断

➢ 烯草酮、烯酰吗啉原药产量位居全国前列，主营产品量价齐升提振业绩

公司自成立来，始终聚焦安全、高效、低毒、环境友好型除草剂的研产销，同时兼营杀菌剂及农药中间体等。当前，公司主要产品烯草酮原药、异噁草松原药、咪草烟原药、烯酰吗啉原药产量均位居全国前列，且几乎都配套了对应制剂产品，整体抗风险能力和盈利能力处于高位。公司 2018 年实现营收 16.36 亿元，归母净利润同增 128%，2019Q1 业绩持续高增长，主要受益于产品的量价齐升，当前异噁草松均价 8.3 万元/吨、烯酰吗啉 16.5 万元/吨，咪草烟 23 万元/吨，较去年同期均有较大幅度上涨，产销量也有不同程度增加，盈利能力持续稳健。

➢ 葫芦岛项目年内投产打破产能瓶颈，开启持续成长空间

公司于 2018 年 6 月变更部分募投项目，将“年产 1000 吨烯草酮项目”以及“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”，其中 6000 吨原药主要包括烯草酮 3000 吨、烯酰吗啉 2000 吨以及其他几类新品种，有效打破了产能瓶颈。目前该项目已进入设备安装阶段，6 月底可达到验收条件，预计 7-8 月开始试车，产能爬坡较快，力争 2020 年实现满产，公司将进入业绩爆发期。公司对未来产品把控力极强，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，二期工程有望接力，新项目新产品的陆续放量将开启持续成长空间。

➢ 重视研发及环保投入，安环监管趋严助力市场份额提升

公司十分注重新农药产品应用技术研究，研发投入行业领先，2011-2018 年公司研发费用由 1604 万元持续增长至 8734 万元，年均复合增速 27.4%；同时重视产学研合作，先后与南开大学、华中师范大学等高等院校合作开展专利化合物的研究，联合组建“先达农化技术创新研究院”。此外，公司 2017 年和 2018 年环保投入资金分别为 6930 万元和 8762 万元，占当期营收的 6.2%和 5.4%，响水生产事故和国内持续的安全环保监管，将进一步推动海外跨国巨头订单的集中化，公司所在园区规范，其本身也具较高的安全管理水平，凭借快速的产能扩张，市场份额有望进一步提升。

二、投资建议

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 2.72 元、3.58 元、4.12 元，对应 PE 分别为 10 倍、8 倍、7 倍。参考 SW 农药板块当前平均 18 倍 PE 水平，维持“推荐”评级。

三、风险提示：项目进度不达预期；原材料价格波动风险；安全生产风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,636	1,936	2,470	2,822
增长率（%）	46.2%	18.4%	27.6%	14.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	251	305	401	462
增长率（%）	128.0%	21.6%	31.4%	15.0%
每股收益（元）	2.24	2.72	3.58	4.12
PE（现价）	12.6	10.3	7.9	6.8
PB	2.3	1.9	1.5	1.2

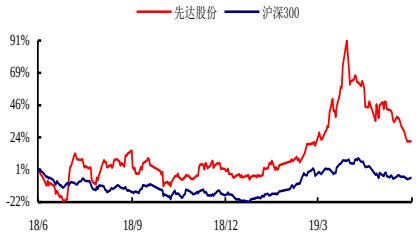
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　28.14 元

交易数据	2019-6-10
近 12 个月最高/最低(元)	44.45/18.38
总股本（百万股）	112
流通股本（百万股）	73
流通股比例（%）	64.74
总市值（亿元）	32
流通市值（亿元)	20

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：　S0100513070009
电话：　010-85127892
邮箱：　taoyigong@mszq.com

研究助理：李骥

执业证号：　S0100119010009
电话：　021-60876731
邮箱：　liji@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号：　S0100118070030
电话：　010-85127892
邮箱：　wangjingshu@mszq.com

相关研究

1.先达股份（603086）调研简报：聚焦农药细分市场，葫芦岛项目打开成长空间

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,636	1,936	2,470	2,822
营业成本	1,038	1,219	1,540	1,755
营业税金及附加	6	7	9	10
销售费用	49	57	73	83
管理费用	164	194	247	282
研发费用	87	106	136	155
EBIT	293	353	466	536
财务费用	(8)	(1)	(1)	(2)
资产减值损失	22	0	0	0
投资收益	9	8	8	8
营业利润	294	361	475	545
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	294	362	476	546
所得税	43	57	74	85
净利润	251	305	401	462
归属于母公司净利润	251	305	401	462
EBITDA	328	391	506	578

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	306	362	524	785
应收账款及票据	366	461	575	657
预付款项	64	79	101	114
存货	371	484	578	630
其他流动资产	66	66	66	66
流动资产合计	1174	1454	1845	2254
长期股权投资	0	8	16	24
固定资产	189	193	195	200
无形资产	121	173	232	295
非流动资产合计	556	645	754	871
资产合计	1730	2099	2599	3125
短期借款	20	20	20	20
应付账款及票据	222	215	282	326
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	331	395	493	559
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	42	42	42	42
非流动负债合计	42	42	42	42
负债合计	373	437	535	600
股本	112	112	112	112
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1357	1662	2064	2525
负债和股东权益合计	1730	2099	2599	3125

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	46.2%	18.4%	27.6%	14.2%
EBIT 增长率	109.8%	20.6%	31.9%	15.0%
净利润增长率	128.0%	21.6%	31.4%	15.0%
盈利能力				
毛利率	36.6%	37.0%	37.7%	37.8%
净利润率	15.3%	15.8%	16.2%	16.4%
总资产收益率 ROA	14.5%	14.5%	15.4%	14.8%
净资产收益率 ROE	18.5%	18.4%	19.4%	18.3%
偿债能力				
流动比率	3.5	3.7	3.7	4.0
速动比率	2.4	2.5	2.6	2.9
现金比率	0.9	0.9	1.1	1.4
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	57.4	57.2	57.4	57.4
存货周转天数	118.3	126.3	124.2	123.9
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.0
每股指标（元）				
每股收益	2.2	2.7	3.6	4.1
每股净资产	12.1	14.8	18.4	22.5
每股经营现金流	1.4	1.6	2.7	3.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	12.6	10.3	7.9	6.8
PB	2.3	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	6.9	5.7	4.1	3.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	251	305	401	462
折旧和摊销	57	38	40	42
营运资金变动	(133)	(160)	(131)	(83)
经营活动现金流	157	176	302	412
资本开支	327	118	140	151
投资	25	0	0	0
投资活动现金流	(293)	(118)	(140)	(151)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	20	0	0	0
筹资活动现金流	(42)	(1)	(1)	(1)
现金净流量	(178)	56	162	261

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

李骥，北京大学材料学博士， 2017年新财富有色金属行业第三名团队成员， 2018年12月加入民生证券化工团队。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。