

烯草酮前景看好，新产品打开成长空间 买入（首次）

2019 年 07 月 24 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,636	1,701	2,607	3,628
同比（%）	46.2%	4.0%	53.3%	39.2%
归母净利润（百万元）	251	308	421	517
同比（%）	128.0%	22.9%	36.4%	23.0%
每股收益（元/股）	2.24	2.75	3.76	4.62
P/E（倍）	11.57	9.42	6.91	5.62

投资要点

- **公司实际控制人王现全属于不多的专业型董事长。**实际控制人王现全上世纪 80 年代毕业于沈阳化工研究院，师从张少铭教授，从事农药杀菌剂开发研究。毕业后，先后在沈阳化工研究、新加坡生达等公司继续从事农药原药开发研究。
- **烯草酮具有较好的成长性。**烯草酮属于环己烯酮类除草剂，是环己烯酮类除草剂份额最高的品种。目前，全球烯草酮的需求约在 5000 吨左右，我国的烯草酮的需求约在 500 吨左右。展望未来，烯草酮是最有发展前景的环己烯酮类除草剂。首先，大豆田草甘膦抗性禾本科杂草的出现给烯草酮提供了发展空间。其次，烯草酮的适用作物进一步增加。
- **葫芦岛基地奠定公司的长期发展空间。**公司目前的业务集中在滨州和潍坊，受土地资源制约以及山东化工园区综合整治，目前产能瓶颈明显。公司 18 年 4 月竞得葫芦岛经开区 607 亩土地，基地分三期建设，一期投资 7.7 亿元，建设年产 6000 吨原药、10000 吨制剂项目。一期达产后的年均销售收入 15 亿元，净利润约 1.9 亿元。
- **公司具有较强的创新意识和创新能力。**葫芦岛基地奠定公司的长期发展空间。公司目前拥有喹草酮和甲基喹草酮两款新化合物，该类化合物专用于高粱除草剂。按照设想，远期公司有计划推出 3-5 款创新新化合物。不仅如此，公司在老产品新应用上也有独到创新，开发的 2,4-滴丁酸稻田除草剂，壹壹捌（异噁草松+敌稗）都取得较好的经济效益和较广阔的市场空间。根据 Phillips McDougall 的最新数据，发现、开发和登记 1 个农药有效成分的平均研发成本达 2.86 亿美元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 17.01 亿元、26.07 亿元和 36.28 亿元，净利润分别为 3.08 亿元、4.21 亿元和 5.17 亿元，EPS 分别为 2.75 元、3.76 元和 4.62 元，当前股价对应 PE 分别为 9.4X、6.9X 和 5.6X。首次给与“买入”评级。
- **风险提示：**农药价格存在下行风险；新药的市场开拓风险和国际贸易风险；创新药的研发进展或不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.94
一年最低/最高价	20.21/46.95
市净率(倍)	2.07
流通 A 股市值(百万元)	1881.01

基础数据

每股净资产(元)	12.50
资产负债率(%)	20.61
总股本(百万股)	112.00
流通 A 股(百万股)	72.51

相关研究

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 实际控制人持股比例较高	4
1.2. 辽宁基地是公司未来最重要的增长极	4
1.3. 公司财务数据稳健，在手现金充足	5
2. 产品格局稳定，具备成长空间	6
2.1. 受贸易摩擦影响,国内大豆行业或迎发展良机	6
2.2. 烯草酮有望实现万吨市场规模	7
2.3. 甲氧咪草烟和甲基咪草烟发展潜力大	8
2.4. 异噁草松再添新用途，可用作稻田除草剂	10
2.5. 烯酰吗啉下游需求基本保持稳定	11
2.6. 制剂业务的盈利能力稳步提升	11
3. 葫芦岛基地奠定先达股份的长期发展空间	12
4. 研发能力卓著，创新药研发取得进展	12
4.1. 抓住环保整治常态化的机会，重点做好现有品种的降本增效	13
4.2. 公司的新化合物和老产品新应用经验独到	13
4.2.1. 新化合物赋予公司较高的价值	13
4.2.2. 老产品新应用也有成功的案例	14
4.2.3. 新化合物和创新产品可以赋予公司较高的护城河	15
5. 盈利预测和投资建议	15
5.1. 核心假设	15
5.2. 盈利预测	15
6. 不确定因素分析	16

图表目录

图 1：先达股份股权结构	4
图 2：烯草酮是公司的重要营收品种（百万元）	5
图 3：国内制剂业务增长较为迅速（百万元）	5
图 4：公司的主要品种毛利率波动较小	5
图 5：国内制剂业务毛利率增长较快	5
图 6：2009-2019 美国大豆月库存变化（单位：百万吨）	6
图 7：2009-2019 我国大豆产量（单位：千吨）	6
图 8：环己烯酮类除草剂的市占率	7
图 9：咪唑啉酮类除草剂的市占率	8
图 10：全球异噁草松的销售额（亿美元）	10
图 11：2,4-滴定酸可辅助用于稻田恶性杂草防治	14
表 1：烯草酮和烯禾啉的产能分布	8
表 2：咪唑啉酮类除草剂信息	9
表 3：对野慈姑的防效调查	14
表 4：公司分版块盈利预测（单位：百万元，%）	15
表 5：可比公司估值表（截止到 2019 年 7 月 24 日收盘价）	15

1. 公司简介

先达股份（603086）总部位于山东滨州，王现全是其实际控制人。

公司成立于 02 年 9 月，11 年 12 月变更为股份有限公司，17 年 5 月上交所上市。主要产品为除草剂、杀菌剂、中间体等。

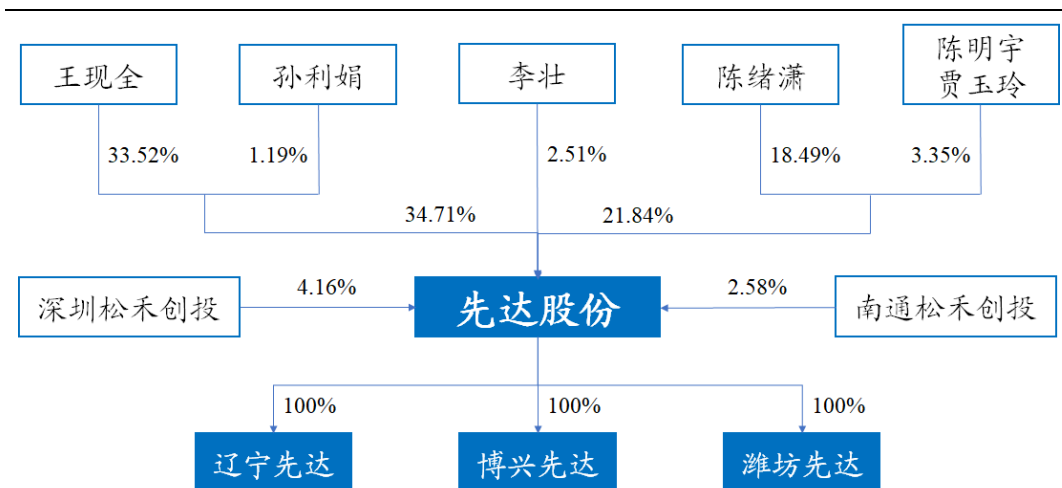
公司的产品品类不多，但是很有特色，目前，企业咪唑啉酮类除草剂、环己烯酮类除草剂、异恶草松和杀菌剂烯酰吗啉产量和质量均处于世界第一位。

1.1. 实际控制人持股比例较高

公司创始人王现全上世纪 80 年代毕业于河南大学，然后考入沈阳化工研究院师从张少铭教授，从事农药杀菌剂开发研究，毕业后在沈阳化工研究院继续从事杀菌剂研究工作，96 年加盟新加坡生达公司，任研究员。99 年选择回国，和陈绪潇自主创业。

目前,王现全持股 33.52%,综合王现全及其亲戚,陈绪潇及其亲戚,合计持股 56.55%。

图 1: 先达股份股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 辽宁基地是公司未来最重要的增长极

公司目前有滨州博兴、潍坊和葫芦岛三个生产基地。

博兴县化工园区成立于 2007 年，规划面积为 14.27km²，未来产业发展方向为两大板块四大方向：炼化产业转型提升板块，包括炼油产业优化升级、特色炼化一体化转型两大方向；高端石化产品集群板块，包括化工新材料、精细化学品两大方向。2018 年 10 月份被山东省认定为第三批拟认定化工园区和专业化工园区。公司目前在博兴基地有土地 118 亩，主要从事农药原药、中间体和制剂的生产。

潍坊滨海经济开发区成立于1995年8月，2010年4月被国务院批准为国家级经济技术开发区。开发区陆域面积677平方公里，海域面积510平方公里。2005年9月，开

发区临港化工项目区被国家农药协会命名为“中国农药（北方）工业园”，是全国著名的农药生产基地。公司目前在滨海开发区有土地 152 亩地，主要从事原药的生产。

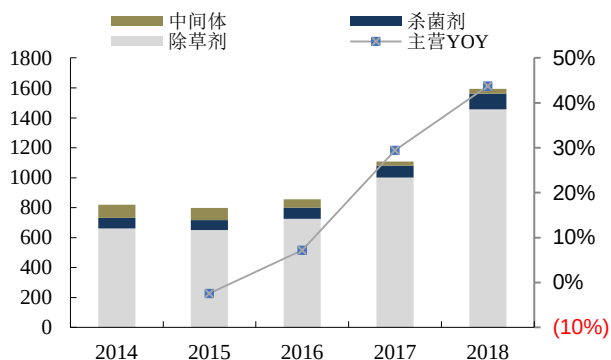
葫芦岛经济开发区成立于 2006 年 4 月，是辽宁省省级开发区。公司 18 年 4 月，出资 1.1 亿元竞得葫芦岛经济开发区面积约 607 亩的国有土地建设用地的使用权，从披露文件看，主要计划从事原药和制剂的生产。

1.3. 公司财务数据稳健，在手现金充足

从收入端看，公司的主营收入以除草剂为主，其中烯草酮贡献 30% 左右的收入，是公司营收占比最大的品种，考虑到烯草酮的产业前景，预计这一比重仍有可能提升。

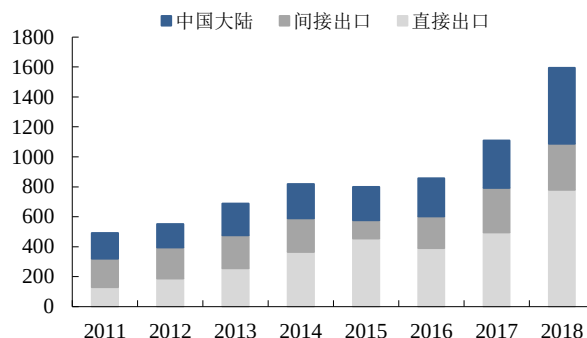
公司的主要产品毛利相近，波动不大。

图 2：烯草酮是公司的重要营收品种（百万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

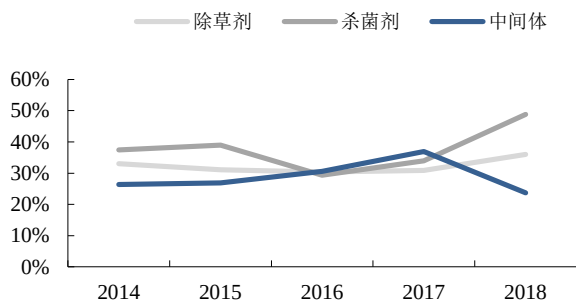
图 3：国内制剂业务增长较为迅速（百万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

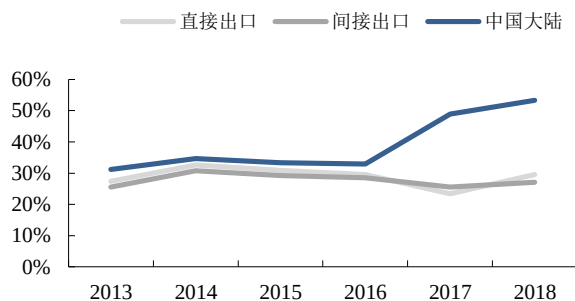
公司国内销售的业务主要以制剂为主，可以看到最近几年，制剂业务的毛利率稳步上升，主要是公司开发出适销对路的新产品，比如壹壹捌等。

图 4：公司的主要品种毛利率波动较小



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 5：国内制剂业务毛利率增长较快



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 产品格局稳定，具备成长空间

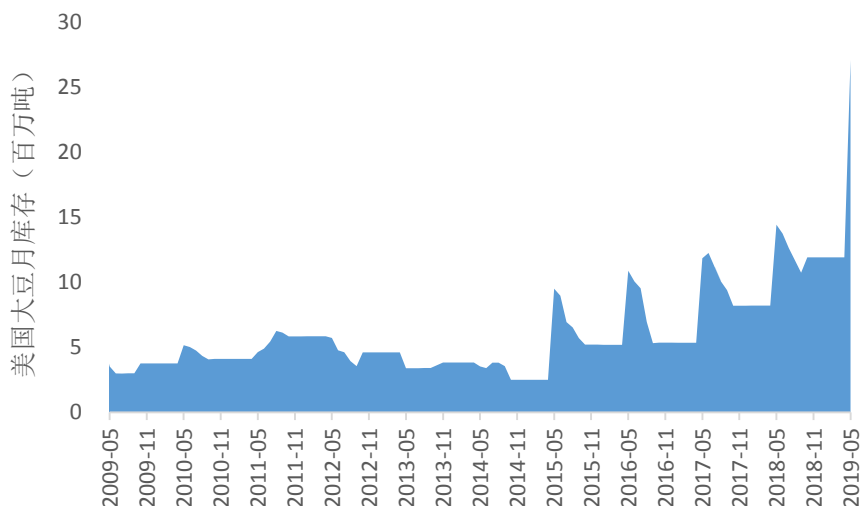
公司的品种不多，但产品很有特色，多数可用作大豆除草剂。目前，公司的烯草酮、烯酰吗啉原药产量位居国内第一，异噁草松、咪草烟原药产量位居全国第二。

很长一段时间，公司的业务发展受制于土地。葫芦岛基地投产后，产能瓶颈可以很好打开。

2.1. 受贸易摩擦影响,国内大豆行业或迎发展良机

一直以来，我国是美国大豆的最主要出口国，2017 年我国进口美国大豆量约占其出口总量的 60%。随着中美贸易摩擦的升级，我国进口美豆数量大幅下降，2018 年我国自美国进口大豆 1664 万吨，同比减少 49.4%，这也使得美豆库存压力骤增，豆农利益正在经受冲击。

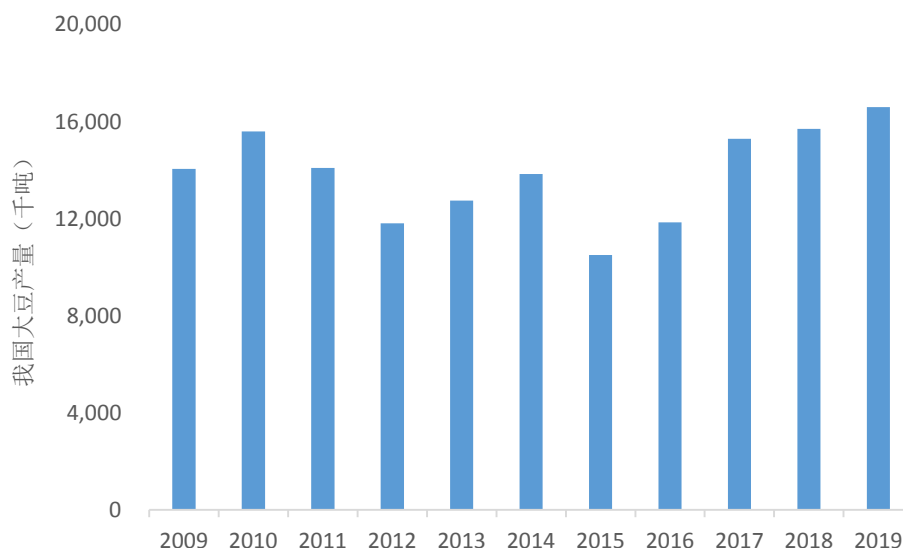
图 6：2009-2019 美国大豆月库存变化（单位：百万吨）



数据来源：美国农业部，东吴证券研究所

另一方面，我国正通过拓宽大豆进口渠道、实施大豆振兴计划等措施积极解决由减少美豆进口带来的国内市场缺口。根据《大豆振兴计划实施方案》内容可知，我国将在东北三省及内蒙古、安徽、山东、河南、四川等传统大豆种植区实施新的大豆振兴计划，重点措施有三个，即通过扩大大豆面积、调整种植结构和优化补贴政策来充分调动种植大豆积极性，力争到 2020 年，大豆自给水平提高 1 个百分点；到 2022 年，大豆自给水平再提高 1 个百分点。在上述政策的刺激下，我国大豆产量已出现明显增长，预计 2019 年将达 1660 万吨，与之密切相关的原药需求也有望进一步增加。

图 7：2009-2019 我国大豆产量（单位：千吨）

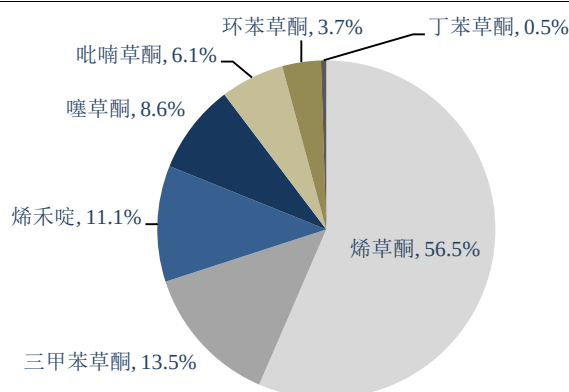


数据来源：中国汇易，东吴证券研究所

2.2. 烯草酮有望实现万吨市场规模

烯草酮属于环己烯酮类除草剂，Chevron 化学公司 87 年研制开发，是环己烯酮类除草剂市占率最高的除草剂品种。

图 8：环己烯酮类除草剂的市占率



数据来源：wind，东吴证券研究所

环己烯酮类除草剂最早开发于 20 世纪 60 年代。日本曹达公司在开发苯螨特时发现了此类化合物的除草活性，进而开发了一系列化合物，形成了环己烯酮类除草剂系列。

环己烯酮类除草剂通过抑制乙酰辅酶 A 羧化酶 (ACCase)，破坏脂肪酸的生物合成，从而阻碍植物生长。此类除草剂仅对禾本科植物的乙酰辅酶 A 羧化酶有效，对阔叶植物的乙酰辅酶 A 羧化酶并无活性，因此对阔叶作物呈现了很好的安全性。广泛应用于大豆、油菜、棉花、烟草、马铃薯、西红柿等作物，尤其是对应旱田苗后杂草。

抑制 ACCase 类除草剂主要有两大类，一是环己烯酮类，另一类为芳氧苯氧丙酸类。用于大豆田的苯氧丙酸类除草剂主要有精吡氟禾草灵（精稳杀得）、精氟吡甲禾灵（精盖草能）和精喹禾灵等。较之上述芳氧苯氧丙酸类除草剂中的精吡氟禾草灵及精氟吡甲

禾灵，烯草酮的生产和使用成本更低。较之精喹禾灵，烯草酮的杀草谱更广。

表 1：烯草酮和烯禾啶的产能分布

品类	企业名称	产能，吨	估计年产量，吨
烯草酮	山东先达化工	1,200	1000
	中化沈阳科创	1,000	500
	河北万全	300	300
	江苏长青	500	300
	沧州科润	300	200
	日本阿里斯达	侨昌 1000	600
烯禾啶	山东先达化工		150
	中化沈阳科创		100
	沧州科润		80
	日本曹达		500

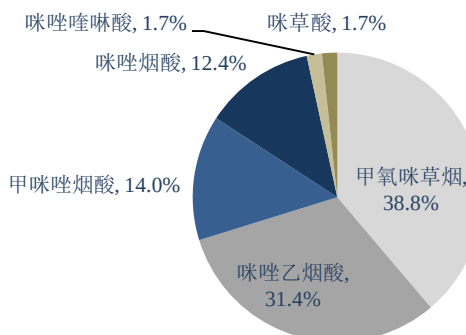
资料来源：农药快讯，东吴证券研究所

2018 年 6 月公司公告原募投项年产 1000 吨烯草酮项目变更为年产 6000 吨原药，其中包括 3000 吨/年烯草酮原药，预计 2020 年投产。公司目前的烯草酮产能 1200 吨/年，待葫芦岛基地 3000 吨/年烯草酮投产后，公司的烯草酮的产能将达到 4200 吨/年。展望未来，烯草酮是最有发展前景的环己烯酮类除草剂。首先，近年来，大豆田草甘膦抗性禾本科杂草的出现给烯草酮提供了发展空间，这是未来烯草酮使用量增长的重要因素。其次，与烯草酮作用类似的除草剂，如精喹禾灵等，由于长期使用，杀草谱窄、抗性杂草种类多、残留高等缺点日益突出。最后，烯草酮的适用作物进一步增加。目前，大豆田除草剂品种中，烯草酮仅次于草甘膦。同时，其用途还在向油菜、甜菜、向日葵、棉花和蔬菜等阔叶作物及非耕地上不断扩展。

2.3. 甲氧咪草烟和甲基咪草烟发展潜力大

咪唑啉酮类除草剂最早是氰特公司开发，和磺酰脲类除草剂一样，属于乙酰乳酸合成酶（ALS）抑制剂。

图 9：咪唑啉酮类除草剂的市占率



数据来源：wind，东吴证券研究所

咪唑啉酮类除草剂的作用机制与磺酰脲类除草剂一样，主要是抑制 ALS，从而抑制

侧链氨基酸的生物合成，从而破坏蛋白质的合成，干扰 DNA 合成及细胞分裂与生长，最终造成植株死亡。

该类除草剂共有 6 个产品，皆由氰脒公司开发。这些产品包括：咪唑烟酸（灭草烟）、咪唑喹啉酸（灭草喹）、咪唑乙烟酸（咪草烟）、咪草酸、甲咪唑烟酸（甲基咪草烟）和甲氧咪草烟。其中，咪草酸主要用于小麦田，咪唑烟酸为灭生性除草剂，其他 4 个产品用于包括大豆、花生、苜蓿、鹰嘴豆和豌豆等在内的豆科植物。

转基因作物的上市，尤其是耐草甘膦转基因大豆的广泛种植，咪唑啉酮类除草剂市场受到冲击，以至于氰胺公司最终被巴斯夫收购。

随着草甘膦抗性杂草的出现，一些老品种得以“咸鱼翻身”，咪草烟便是其中一员。

此外，巴斯夫通过自然选择或化学诱变的方法已经培育了许多抗咪唑啉酮类除草剂的作物。这些作物市场销售的商品名为 Clearfield，Clearfield 作物不是转基因作物，它们是通过传统育种、内源基因诱变、田间筛选培育的作物，主要有 Clearfield 水稻、向日葵、油菜、小麦等，因此也可以在要求最严苛的欧洲种植。由于这类作物的上市，助推了咪唑啉酮类除草剂销售额的增长。

咪唑啉酮类除草剂主要用于南北美洲市场防除大豆田杂草，如巴西、阿根廷、美国和巴拉圭等。2014 年，咪唑啉酮类除草剂的全球销售额为 6.05 亿美元，同比下滑 2.4%，09-14 年间，咪唑啉酮类除草剂的复合年增长率为 9.5%。

整体看，甲咪唑烟酸和甲氧咪草烟是咪唑啉酮类除草剂比较值得关注的新品种，用量低、杀草谱广、残留期短。

表 2：咪唑啉酮类除草剂信息

中文通用名	2014 年销售额(亿美元)	上市时间(年)	应用 用药量 (g/hm ²)	处理方式	主要开发公司	2009—2014 年复合年增长率(%)
甲氧咪草烟	2.35	1997	350	芽前、芽后	巴斯夫	25.7
咪唑乙烟酸（咪草烟）	1.90	1987	30-300	种植前、芽前、芽后	巴斯夫、安道麦	3.5
甲咪唑烟酸（甲基咪草烟）	0.85	1996	50-70	芽前、芽后	巴斯夫	6.3
咪唑烟酸（灭草烟）	0.75	1985	250-2500	芽后	巴斯夫、安道麦	1.4
咪唑喹啉酸（灭草喹）	<0.10	1986	70-140	种植前、芽前、芽后	巴斯夫、安道麦	-7.8
咪草酸	<0.10	1986	400-750	芽后	纽发姆	0.0
合计	6.05					9.5

资料来源：中国农药网，东吴证券研究所

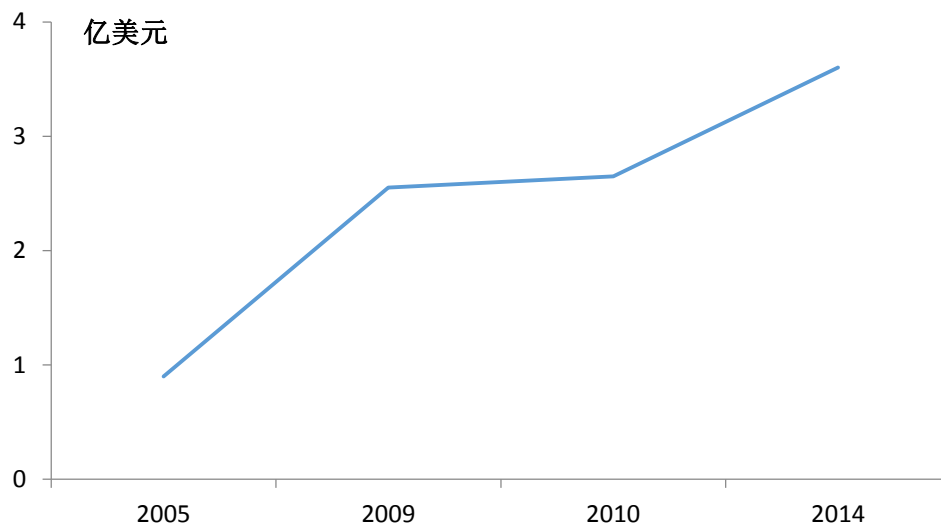
咪草烟是公司目前重点发展的品种，现有产能 1000 吨，国内咪草烟产能除了公司外，主要是沈阳科创 500 吨。公司的品种主要用于黑龙江与内蒙地区大豆田除草剂。整体看，咪草烟品种偏老，供求平衡，全球需求估计在 2000 吨左右。

新品种方面，公司计划重点发展甲氧咪草烟，计划扩建 200 吨/年甲氧咪草烟的产能。

2.4. 异噁草松再添新用途，可用作稻田除草剂

异噁草松，又称广灭灵，是 FMC 开发的一款有机杂环噁唑烷类苗前选择性除草剂，1986 年上市，主要用于防除大豆、油菜、花生、玉米等作物田一年生禾本科杂草和阔叶杂草。

图 10：全球异噁草松的销售额（亿美元）



数据来源：农药市场信息，东吴证券研究所

异噁草松属于光合作用抑制剂，在植物体内可抑制叶绿素及叶绿素保护色素的产生，使植物在短期内死亡，苗前、苗后使用均可。

异噁草松对大豆、甘蔗、马铃薯、花生和烟草等作物有选择性，作物吸收后经过特殊代谢作用，可以将异噁草松转变为无毒的降解物，使大豆等植株免受其害。

目前，异噁草松全球年使用量约为 8000 吨，主要销售区域包括巴西、美国、阿根廷、加拿大、中国、泰国等国家，其中巴西年用量约 3000 多吨，美国年用量约为 2000 多吨。由于登记证的原因，巴西、美国和东南亚等国家市场上销售的都是 FMC 公司的产品，价格虚高。

目前，FMC 是全球异噁草松最大的生产商和市场占有者，产能在 5,000 吨以上。我国也是异噁草松的主要生产国，目前主要的生产企业有山东先达、江苏联化、江苏宝众宝达、沧州科润等公司，其中江苏联化和江苏宝众宝达公司是 FMC 在中国的原药生产商，也是富美实全球主要异噁草松生产基地，它们生产的产品全部供富美实出口国际主要农药市场。所以，异噁草松的行业格局较好，属于典型的利基产品，目前公司异噁草

松产能 2000 吨。

展望未来，异噁草松的机会会有三个。

首先，随着中国企业在美国、巴西登记工作的推进，异噁草松的价格将降低、使用量将迅速增加。

其次，随着几十年来的抗草甘膦转基因作物种植，抗性问题的日益加剧。目前，至少有 20 多种杂草对草甘膦产生了抗性，这些抗性杂草中还包括许多最常见和难于防除的品种。采用草甘膦与其他传统除草剂混用或轮用的方法，可以减少抗性发展态势。选用异噁草松这些除草剂，也可以有效对草甘膦产生抗性杂草进行防除。

最后，先达股份成功开发出异噁草松的新用途，传统的异噁草松是豆科作物除草剂，但是添加了异噁草松的专用安全剂的壹壹捌，可以用于直播稻田除草剂，不仅降低了敌稗和异噁草松的用量，而且在 35 度以上高温药效发挥更加充分，打破了其它水稻除草剂在 35 度以上高温安全性和除草活性降低以致不能应用的难题。

2.5. 烯酰吗啉下游需求基本保持稳定

烯酰吗啉为壳牌公司（现巴斯夫公司）研发的吗啉类杀菌剂，属于内吸杀菌剂，主要是经济作物使用。

烯酰吗啉杀菌作用方式独特，主要是影响病原细胞壁分子结构的重排，干扰细胞壁聚合体的组装，从而干扰细胞壁的形成，使菌体死亡。主要用作卵菌纲真菌杀菌剂，对卵菌生活史的各个阶段都有作用。

烯酰吗啉与甲霜灵、恶霜灵等苯基酰胺类杀菌剂无交互抗性，很适合于苯基酰胺类杀菌剂抗性病原个体占优势的田间进行耐药性治理。

目前全球烯酰吗啉的市场容量大约在 1000 吨左右，主要市场在欧洲，其次为亚洲。国际市场主要以巴斯夫公司产品为主，但巴斯夫公司产量只有 300t，生产工厂在巴西。

国内的市场容量大约为 500~600t，出口 200~300t/年，主要出口东南亚、南美等地区。

国内生产烯酰吗啉原药的企业有江苏长青农化股份有限公司、江苏常隆化工有限公司、安徽丰乐农化有限责任公司、浙江菱化集团有限公司、青岛碱业股份有限公司双收农药分公司、山东博兴县科农化工有限公司等。

2.6. 制剂业务的盈利能力稳步提升

分产品看，烯草酮和异噁草松是公司的核心产品，为提高产品的附加值，公司已依托自产的烯草酮、异噁草松等优势原药产品，进行了一系列制剂的生产，但制剂产品的比例不大。此外，氟磺胺草醚、烟嘧磺隆、硝磺草酮等制剂产品也是公司近年销量增长较快的品种，市场需求不断扩大。

东三省是我国大豆、玉米的主产区，蕴藏着广阔的除草剂市场需求，因此也成为中国除草剂生产企业的逐鹿厮杀的中心。且经过多年的深耕，大豆东北四大品种品牌，先达占了 3 个，烯草酮（稳收）、咪草烟（豆施乐）和异噁草松（封锄）。玉米田大品牌产品先达也占了两个，苞好（硝磺草酮）和大户乐（安全烟嘧磺隆）。

目前，公司在直播稻田除草剂领域也储备了较好的品种，先后推出壹壹捌（异噁草松+敌稗），莎阔佳（2,4-滴丁酸）、稻丰（丙草胺+异噁草松+噁草酮）等国内首家推出的特色显著的优质品牌产品。

公司研发的壹壹捌（异噁草松+敌稗）属于典型的老产品新用法，传统的异噁草松是豆科作物除草剂，但是添加了异噁草松的专用安全剂的壹壹捌，可以用于直播稻田除草剂，不仅降低了敌稗和异噁草松的用量，而且在35度以上高温药效发挥更加充分，打破了其它水稻除草剂在35度以上高温安全性和除草活性降低以致不能应用的难题。

公司研发的莎阔佳（2,4-滴丁酸）较好利用了2,4-滴丁酸本身没有生物活性，但是水稻的 β -氧化酶活性低，代谢不了2,4-滴丁酸的原理，用于直播稻田除草剂，去除野慈菇、泽泻、江稗等恶性杂草。

3. 葫芦岛基地奠定先达股份的长期发展空间

公司到葫芦岛发展业务有三点考虑。

首先，最近几年，山东省在推进化工园区的综合整治。在相关园区获得政府资质认定之前，不批准大的技改，已有的装置除非立项过，不然不可以转产其他品种，项目报批结构拉长。

其次，公司目前的业务集中在滨州和潍坊，目前园区土地资源较为紧张，产能已经严重制约公司的业务发展。

最后，东北是公司的制剂产品重要的目标市场。

公司18年4月，出资1.1亿元竞得葫芦岛经济开发区面积约607亩的国有土地建设用地的使用权。

从披露文件看，葫芦岛基地分三期建设，一期投资7.7亿元，建设年产6000吨原药、10000吨制剂项目。

原药主要是3000吨烯草酮、2000吨烯酰吗啉、200吨甲氧、柔性车间（400吨2,4-滴丁酸、100吨噁嗪草酮、50吨噻草酮、50吨喹草酮、50吨丙炔氟草胺、100吨氟吡草胺、50吨甲基磺隆钠盐）以及1万吨制剂，合计5个车间。

辽宁先达投产后，烯草酮的优势进一步巩固，公司自主研发的一些新产品，比如噁嗪草酮、2,4-滴丁酸、氟吡草胺、噻草酮、喹草酮等，可以稳步上量。公司在东北制剂市场的优势也可以进一步巩固。

按照公司项目投资经济效益分析，一期达产后的年均销售收入约为15亿元，净利润约1.9亿元，预计投资利润率将达到32.75%。

4. 研发能力卓著，创新药研发取得进展

先达股份的发展思路相对清晰，未来将瞄准三个方向。

一是加大技术研发投入和设备投入，进一步降低成本和扩大生产规模，提高产品竞争力。

二是充分发挥公司在后专利产品的丰富知识和中国终端市场的深刻认识等方面的优势，加大产品的应用技术研究，加大多系列后专利期产品和适用于国内市场的制剂开发力度，不断开发出高附加值的高端新产品。

三是向一流跨国农药公司看齐，逐步实现经营方式转型，致力于新农药化合物创制。

4.1. 抓住环保整治常态化的机会，重点做好现有品种的降本增效

目前，随着环保整治逐步规范化、常态化，农药原药，尤其是小品种农药原药，迎来高景气状态。

一方面，环保治理工作常态化，不再泥沙俱下，一部分合规的中间体企业可以正常经营。

另一方面，环保治理规范化，小品种农药原药的竞争弱化。由于历史原因，企业以及相应的园区在三废治理都有欠账，环保治理规范化意味着企业没有偷排偷放的空间，必须基于环境容量合理安排自己的生产。这种背景下，一些小型中间体企业在三证不齐的状态下生产原药没有空间。

4.2. 公司的新化合物和老产品新应用经验独到

公司的董事长王现全是国内不多的化学合成专业出身的专家，长期致力于从事农药产品的开发。

在王现全的带领下，公司已经出了几款新化合物，不仅如此，公司对于如何结合中国的国情和相关农药的特性，开发现有品种的新应用也有很深的理解和成功的经验。

4.2.1. 新化合物赋予公司较高的价值

公司 16 年从华中师范大学杨光富团队购买了两个专利产品农药喹草酮和甲基喹草酮。

喹草酮和甲基喹草酮属于具有新颖骨架（喹唑啉酮）的新型 HPPD 抑制剂，杀草谱广，对多种阔叶杂草及禾本科杂草高效，对狗尾草防效卓越，且速效性好。

喹草酮是高粱专用选择性超高效除草剂，对高粱表现出高度安全性，对玉米和小麦也非常安全，防效显著优于同类除草剂硝磺草酮。

甲基喹草酮较喹草酮活性高了很多，除草活性是硝磺草酮的 5 倍，与芭卫（苯唑草酮）相当，对于某些杂草，活性还要高于芭卫。

目前，相关产品已经申请了中国专利 20130516269.0 和国际 PCT 专利：PCT/CN2014/078005。并且，国际专利申请已经进入欧盟、美国、印度、阿根廷、墨西

哥和尼日利亚等。

4.2.2. 老产品新应用也有成功的案例

我国是水稻的原产地，2017 年的稻谷播种面积达到 3075 万公顷，占全国粮食作物的四分之一，同时国内 50%以上的人习惯以大米为主食，可以说水稻的产量及质量关乎国计民生。

野慈菇、泽泻、江稗是东北地区恶性杂草，具有发生面积大、危害重等特点，常规的治理手段是 2 甲 4 氯，2 甲 4 氯是内吸性除草剂，但是对水稻有药害，使用过量影响水稻的分蘖、生长、抽穗。

图 11：2,4-滴定酸可辅助用于稻田恶性杂草防治

除草剂（草甘膦、草铵膦、百草枯等免耕）					杀虫剂	
小麦禾本科 啶嘧草酯 精恶唑啉草酯 炔草酯 氰氟草酯	小麦阔叶 氟草烟 双氟 唑草酮 氰氟草酯	玉米 烟嘧磺隆	水稻 五氟 双氟 氰氟草酯 韩秋好 2,4-滴丁酸	大豆 高盖 甲氧咪草烟	大虫 康宽 虱螨脲	小虫 烟碱类 螺螨酯

备注：红色（辅助品种），加粗黑色（主配品种）

数据来源：CNKI，东吴证券研究所整理

2,4-滴丁酸本身没有生物活性，在植物体内被 β -氧化酶氧化成 2,4-滴而起作用，而苜蓿 β -氧化酶活性低，代谢不了 2,4-滴丁酸，所以 2,4-滴丁酸可以和咪草烟用作苜蓿田阔叶草除草剂。受 2,4-滴丁酸的作用机理启发，公司经过深入研究后发现，2,4-滴丁酸对野慈菇等恶性杂草有突出效果，同时对水稻非常安全。

表 3：对野慈菇的防效调查

试验组	施药后 15 天 株防效%	施药后 30 天 株防效%	施药后 45 天 株防效%	施药后 45 天 鲜重防效%
2,4-滴丁酸	91	100	100	100
对照药剂	85.3	94.4	94.9	94.6

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

2,4-滴丁酸原药在国内没有登记，公司先后耗资 500 万元，进行新品登记。经过 14、15、16 年田间药效试验，最终在 2017 年 4 月获得了 2,4-滴丁酸原药和制剂的临时登记证，并获得了销售 2,4-滴丁酸的许可证。按照行业惯例，对于这一类的创新新品，可以享受 6 年的专享期，这也为 2,4-滴丁酸原药的推广使用奠定了有利条件。

4.2.3. 新化合物和创新产品可以赋予公司较高的护城河

根据 Phillips McDougall 公司的最新研究数据，发现、开发和登记 1 个农药有效成分的平均研发成本达 2.86 亿美元，成功登记 1 个新产品平均筛选 16 万个新化合物，从 1 个新有效成分的首次合成到其首次上市平均耗时 11.3 年。

这 3 个数据较过去的 2.56 亿美元、14 万个化合物和 9.8 年分别提升了 11.7%、14.1% 和 15.3%。

由此可见，农药研发成本再创新高，新产品上市难度不断加大。

目前，先达已经在新化合物创制上取得了良好的成绩，专利化合物也已经进入产品登记过程中，预计在 2~5 年之内，将会有 3~5 个创制农药面世。

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 核心假设

葫芦岛基地一期项目 19 年二季度建成，四季度贡献一个季度的业绩。

葫芦岛基地一期项目 2020 年贡献全年的业绩。

表 4：公司分版块盈利预测（单位：百万元，%）

		2018A	2019E	2020E	2021E
烯酰吗啉系列	收入	106	120	165	275
	毛利率	49%	50%	40%	40%
烯草酮系列	收入	621	665	990	1105
	毛利率	42%	42%	42%	42%
异噁草松系列	收入	309	288	264	264
	毛利率	45%	42%	40%	40%
咪草烟系列	收入	241	240	300	400
	毛利率	30%	30%	30%	30%
灭草烟系列	收入	290	300	800	1500
	毛利率	25%	25%	25%	25%

资料来源：wind，东吴证券研究所整理

5.2. 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 17.01 亿元、26.07 亿元和 36.28 亿元，净利润分别为 3.08 亿元、4.21 亿元和 5.17 亿元，EPS 分别为 2.75 元、3.76 元和 4.62 元，当前股价对应 PE 分别为 9.4X、6.9X 和 5.6X。首次给与“买入”评级。

表 5：可比公司估值表（截止到 2019 年 7 月 24 日收盘价）

公司	总市值（亿元）	收盘价	EPS			P/E			P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
先达股份	29.05	25.94	2.24	2.75	3.76	11.57	9.42	6.91	2.32
中旗股份	33.47	25.35	2.85	3.86	4.79	8.89	6.57	5.29	3.18

扬农化工	169.67	54.75	2.89	3.47	4.07	13.03	15.76	13.44	3.57
海利尔	43.96	25.91	2.19	2.66	3.31	12.24	9.72	7.82	2.22
长青股份	42.71	7.92	0.89	0.72	0.86	11.87	10.94	9.22	1.29

资料来源：Wind（除先达股份和中旗股份外为 wind 一致预期），东吴证券研究所

6. 不确定因素分析

农药价格存在下行风险。环保整治工作带动农药行业景气度向上，农药价格上涨幅度较高，促使部分产品扩产节奏较快，整体来看，这些产品随着扩产放量存在价格下行的风险。

新药的市场开拓风险和国际贸易风险。公司购买的专利药啞草酮和甲基啞草酮在推广过程中存在较大不确定性，并且随中美贸易战的发酵，产品出口存在贸易壁垒增加的风险。

创新药的研发进展存在一定的不确定性。创新药的研发不仅要保证活性和药效，还要求环保安全，在安全方面涉及毒理学的研究比较复杂，需要时间也较长。

先达股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,174	1,427	2,224	2,422	营业收入	1,636	1,701	2,607	3,628
现金	306	678	521	726	减:营业成本	1,038	1,067	1,703	2,431
应收账款	330	213	619	538	营业税金及附加	6	6	9	13
存货	371	330	789	808	营业费用	49	50	77	107
其他流动资产	168	206	295	349	管理费用	164	203	294	417
非流动资产	556	559	758	951	财务费用	-8	-2	2	12
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	22	18	30	41
固定资产	189	199	349	490	加:投资净收益	9	9	9	9
在建工程	140	115	142	168	其他收益	0	0	0	0
无形资产	121	139	161	187	营业利润	294	368	500	616
其他非流动资产	106	106	106	106	加:营业外净收支	-0	0	0	0
资产总计	1,730	1,986	2,981	3,372	利润总额	294	368	500	616
流动负债	331	278	859	736	减:所得税费用	43	59	80	99
短期借款	20	20	257	145	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	125	83	249	225	归属母公司净利润	251	308	421	517
其他流动负债	186	175	354	367	EBIT	286	354	491	610
非流动负债	42	42	42	42	EBITDA	321	389	543	694
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	42	42	42	42	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	373	320	901	778	每股收益(元)	2.24	2.75	3.76	4.62
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	12.12	14.87	18.58	23.16
					发行在外股份(百万股)	112	112	112	112
归属母公司股东权益	1,357	1,666	2,081	2,594	ROIC(%)	17.7%	17.6%	17.6%	18.7%
负债和股东权益	1,730	1,986	2,981	3,372	ROE(%)	18.5%	18.5%	20.2%	19.9%
					毛利率(%)	36.6%	37.3%	34.7%	33.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	15.3%	18.1%	16.1%	14.3%
经营活动现金流	157	398	-143	600	资产负债率(%)	21.5%	16.1%	30.2%	23.1%
投资活动现金流	-293	-29	-242	-268	收入增长率(%)	46.2%	4.0%	53.3%	39.2%
筹资活动现金流	-42	2	229	-128	净利润增长率(%)	128.0%	22.9%	36.4%	23.0%
现金净增加额	-171	372	-156	204	P/E	11.57	9.42	6.91	5.62
折旧和摊销	35	35	53	84	P/B	2.14	1.74	1.40	1.12
资本开支	328	3	199	193	EV/EBITDA	8.17	5.79	4.87	3.36
营运资本变动	-133	66	-609	-5					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>