

葫芦岛产能释放在即，新化合物值得关注 买入（维持）

2019 年 08 月 15 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）	11.37	9.25	6.79	5.52

事件：公司发布 19 年中报，收入 8.6 亿元，同增 2.61%，归母净利润 1.27 亿，同增 3.25%，经营现金流 1.03 亿元，同增 45.77%。

投资要点

■ **价格变化是盈利增长的核心原因：**天嘉宜爆炸以及江苏沿海化工园区的环保整治使得公司的主要竞争对手，比如联化（广灭灵）、辉丰（烯酰吗啉）、中山化工（烯草酮）等企业生产出现问题，公司的产品货紧价扬。报告期内，烯酰吗啉价格同比上涨 60.71%，烯草酮同比上涨 13.79%，咪草烟同比上涨 10.00%。部分因为主要装置年度大修，产品出货持平略降。

■ **葫芦岛基地产能释放在即。**葫芦岛基地一期投资 7.7 亿元，建设年产 6,000 吨原药、10,000 吨制剂项目主体工程和设备安装已全部完成，目前进入辅助设施安装阶段，三季度末有望投产。相关产品中，烯酰吗啉和烯草酮的盈利值得期待。

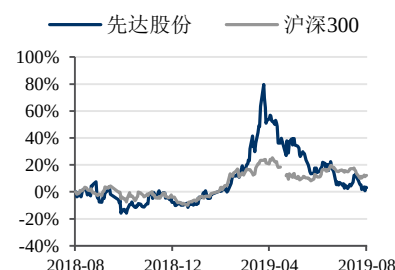
■ **烯草酮具有较好的成长性。**烯草酮属于环己烯酮类除草剂，是环己烯酮类除草剂份额最高的品种。目前，全球烯草酮的需求约在 5000 吨左右，我国的烯草酮的需求约在 500 吨左右。展望未来，烯草酮是最有发展前景的环己烯酮类除草剂。首先，大豆田草甘膦抗性禾本科杂草的出现给烯草酮提供了发展空间。其次，烯草酮的适用作物进一步增加。业内估计，远期烯草酮的市场空间估计在万吨以上。

■ **公司的新化合物值得重点关注。**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）基本抓住了水稻除草剂的痛点。

■ **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 9X、7X 和 6X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**葫芦岛基地进展慢于预期，苏北沿海化工园区复产进度加快导致主要产品价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.49
一年最低/最高价	20.21/46.95
市净率(倍)	1.92
流通 A 股市值(百万元)	1848.38

基础数据

每股净资产(元)	13.28
资产负债率(%)	24.26
总股本(百万股)	112.00
流通 A 股(百万股)	72.51

相关研究

1、《先达股份（603086）：烯草酮前景看好，新产品打开成长空间》2019-07-27

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	11.37	9.25	6.79	5.52
折旧和摊销	35	35	53	84	P/B	2.10	1.71	1.37	1.10
资本开支	328	3	199	193	EV/EBITDA	8.01	5.66	4.77	3.28
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>