

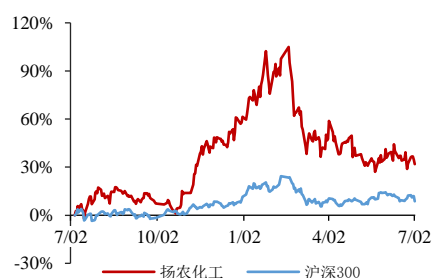
先正达拟科创板上市，业务协同或加速成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-04

收盘价（元）	107.80
近12个月最高/最低（元）	80.02/167.6
总股本（百万股）	309.9
流通股本（百万股）	309.9
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	334
流通市值（亿元）	334

公司价格与沪深300走势比较


分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 一季度盈利质量高，“两化”合并助成长 2021-04-27
2. 疫情不改增长趋势，优嘉项目相继落地助成长 2021-03-30
3. 三季度业绩符合预期，优嘉三期投产在即 2020-10-27

主要观点：

● 事件描述：

7月2日晚间，上海证券交易所已受理先正达集团科创板上市申请。先正达集团的招股书披露，在不行使超额配售选择权的情况下，先正达集团计划发行约27.8亿股，占到发行后总股本的20%以内。通过科创板上市，先正达集团计划募资650亿元，有望创十年来A股最大IPO。

● 先正达IPO拟募资650亿元，持有公司36.17%股权成为控股股东

先正达集团上市拟募资650亿元，募集资金主要用于尖端农业科技研发的费用和储备、生产资产的拓展升级和维护、拓展现代农业技术服务平台以及包括扬农化工、瓦拉格罗在内的全球并购项目，另外还包含偿还长期债务。其中先正达集团将向扬农集团支付约102亿元，交易完成后持有扬农化工36.17%股权成为控股股东。截止6月21日，交易涉及交割先决条件已经满足，先正达集团将与中化国际、扬农集团按照相关交易文件的约定推进交易价款支付及交割相应事宜。先正达集团所从事的植物保护业务属于生物医药领域中的“高端化学药”范畴，种子业务属于生物医药领域中的“生物制品”范畴，且报告期内公司植物保护业务和种子业务的收入合计占主营业务收入的比例均超过80%，符合上市的行业领域要求。

图表1 先正达集团拟募集资金用途

序号	投资项目名称	拟投入资金 (亿元)	拟投入资金比例 (%)
1	尖端农业科技研发的费用和储备	130	20.00
2	生产资产的扩展、升级和维护以及其他资本支出	39	6.00
3	扩展现代农业技术服务平台	78	12.00
4	包括扬农化工、瓦拉格罗在内的全球并购项目	208	32.00
5	偿还长期债务	195	30.00
	合计	650	100.00

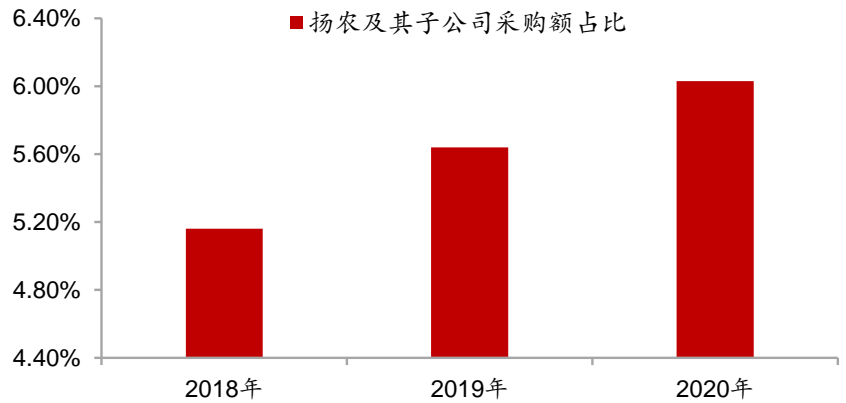
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

● 业务协同助力公司成长，优嘉四期项目稳步推进

先正达集团业务协同将助力公司快速成长。先正达集团业务包括植保、种子、作物营养以及现代农业服务四大单元业务，2020年植保业务收入占比超过66%，其中除草剂、杀菌剂、杀虫剂占比分别为37.1%、28.8%、22.2%。公司作为国内农药综合性龙头，杀虫剂中拟除虫菊酯产能全球第一，除草剂中麦草畏产能全球第一，草甘膦产能居国内前列，杀菌剂产能也在逐步扩张。先正达集团上市有望重塑国内农药市场竞争格局，扬农化工作为先

正达集团的子公司，内部协同有利于公司产品提质提量，先正达植保业务向公司采购的金额占比由2018年的5.16%提升至2020年的6.03%，未来公司将受益于先正达集团植保业务的发展而加速成长。

图表 2 先正达植保业务向扬农化工及其子公司的采购金额占比逐年提升



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司优嘉四期项目建设期两年，目前已完成备案、环评、环评等行政报批，并进入土建施工阶段。公司优嘉三期于2020年8月进入试生产调试阶段，新增菊酯类农药10825吨并逐步释放业绩，三期累计投资14.9亿元，四期计划投资23.3亿元，四期投资力度大于三期，未来有望再造一个扬农。

● 投资建议

预计公司2021-2023年归母净利润分别为15.12、18.55、21.76亿元，同比增速为25.0%、22.7%、17.3%。对应PE分别为22.09、18.00、15.36倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

产品价格波动的风险；油价大幅波动的风险；项目建设不及预期的风险。

● 重要财务指

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9831	11319	12481	13552
收入同比 (%)	13.0%	15.1%	10.3%	8.6%
归属母公司净利润	1210	1512	1855	2176
净利润同比 (%)	3.4%	25.0%	22.7%	17.3%
毛利率 (%)	26.3%	28.4%	29.4%	30.4%
ROE (%)	20.3%	20.3%	19.9%	18.9%
每股收益 (元)	3.90	4.88	5.99	7.02
P/E	33.82	22.10	18.01	15.35
P/B	6.88	4.48	3.59	2.91
EV/EBITDA	21.12	12.02	11.57	9.99

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6378	6656	7717	8939	营业收入	9831	11319	12481	13552
现金	1891	1691	2266	3116	营业成本	7244	8103	8815	9428
应收账款	1333	1686	1822	1945	营业税金及附加	29	30	34	38
其他应收款	41	46	53	57	销售费用	219	339	361	367
预付账款	500	359	436	511	管理费用	505	606	679	719
存货	1632	1946	2142	2226	财务费用	179	-4	-21	-42
其他流动资产	981	927	998	1083	资产减值损失	-47	-31	-16	-19
非流动资产	4517	5954	7076	8402	公允价值变动收益	-116	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	24	50	53	50
固定资产	3607	4810	5752	6963	营业利润	1434	1880	2232	2625
无形资产	505	673	831	961	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	405	471	493	478	营业外支出	16	0	0	0
资产总计	10895	12610	14793	17341	利润总额	1420	1880	2232	2625
流动负债	4102	4217	4508	4824	所得税	209	281	341	393
短期借款	451	0	0	0	净利润	1211	1600	1892	2233
应付账款	1510	1719	1865	1987	少数股东损益	1	88	37	56
其他流动负债	2141	2498	2643	2838	归属母公司净利润	1210	1512	1855	2176
非流动负债	841	841	841	841	EBITDA	1895	2684	2740	3086
长期借款	553	553	553	553	EPS (元)	3.90	4.88	5.99	7.02
其他非流动负债	288	288	288	288					
负债合计	4943	5059	5350	5666					
少数股东权益	4	92	129	185	主要财务比率				
股本	310	310	310	310	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	637	637	637	637	成长能力				
留存收益	5001	6512	8367	10544	营业收入	13.0%	15.1%	10.3%	8.6%
归属母公司股东权	5948	7459	9314	11491	营业利润	2.5%	31.2%	18.7%	17.6%
负债和股东权益	10895	12610	14793	17341	归属于母公司净利	3.4%	25.0%	22.7%	17.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	26.3%	28.4%	29.4%	30.4%
					净利率 (%)	12.3%	13.4%	14.9%	16.1%
					ROE (%)	20.3%	20.3%	19.9%	18.9%
					ROIC (%)	18.4%	19.3%	18.2%	17.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	45.4%	40.1%	36.2%	32.7%
					净负债比率 (%)	83.1%	67.0%	56.7%	48.5%
					流动比率	1.55	1.58	1.71	1.85
					速动比率	1.04	1.03	1.14	1.29
					营运能力				
					总资产周转率	0.90	0.90	0.84	0.78
					应收账款周转率	7.37	6.71	6.85	6.97
					应付账款周转率	4.80	4.71	4.73	4.75
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.90	4.88	5.99	7.02
					每股经营现金流	4.45	8.29	7.39	8.86
					每股净资产	19.19	24.07	30.06	37.08
					估值比率				
					P/E	33.82	22.10	18.01	15.35
					P/B	6.88	4.48	3.59	2.91
					EV/EBITDA	21.12	12.02	11.57	9.99

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，主要从事生物半导体、生物机械领域研究，共发表 10 篇国际论文，引用数超 600 次，申请 5 项国家发明专利；天津大学化工学士；2 年央企战略规划经验，5 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：王强峰，研究助理，浙江大学化工硕士、中国石油大学（北京）化工学士，2 年中化国际战略、市场经验，近 1 年化工卖方研究经验。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。