

公司研究

烯草酮等量价齐升业绩超预期，有序扩张产能巩固优势

——先达股份（603086.SH）2022年半年报点评

要点

事件：8月18日，公司发布2022年半年报。2022年上半年，公司实现营收16.64亿元，同比增长60.35%；实现归母净利润1.98亿元，同比增长233.80%；实现扣非后归母净利润2.12亿元，同比增长289.59%。2022Q2公司实现营收11.03亿元，同比增长86.39%，环比增加96.46%；实现归母净利润1.22亿元，同比增长216.52%，环比增长61.11%。

点评：

农药价格上涨叠加新增产能放量，2022Q2公司业绩超预期。得益于除草剂销售价格的大幅上涨和新增产能的释放，2022Q2公司业绩环比均实现大幅增长，经营性利润表现亮眼。除草剂方面，2022Q2销售价格仍维持相对高位。同比来看烯草酮的上涨幅度最高，其次是咪草烟，同比分别增加43.3%、12.5%。销量方面，受益于辽宁先达一、二期原药项目的投产，烯草酮销量的同比和环比增幅均较为显著，2022年Q2销量达2224.6吨，同比和环比分别增长58.2%、72.0%。此外，灭草烟和异噁草松的销量环比增幅同样明显，分别增长72.4%、124.0%。2022年Q2烯草酮、咪草烟、灭草烟、异噁草松系列产品的总营收同比和环比分别增长147.9%、54.35%。杀菌剂方面，虽然2022Q2烯酰吗啉的平均售价有所下滑，但受益于新增产能利用率的提升，其销量显著提高。2022Q2公司烯酰吗啉销量达1486.4吨，同比和环比分别增加221.9%、152.4%，其营收同比和环比分别增长132.9%和199.3%。

公司产能扩张顺利，主要产品优势地位进一步巩固。报告期内，辽宁先达一期年产3,000吨烯草酮原药、年产2,000吨烯酰吗啉原药，二期年产5,000吨烯草酮原药顺利达产。三期1,500吨原药、3,500吨农药中间体进入建设阶段，预计2022年年内进行试生产。此外，公司还规划了四期、五期等原药及中间体项目，目前各项手续和建设筹备工作正在稳步推进中。与此同时，公司年产“5000吨高端综合智能制剂车间”项目已进入验收阶段，该项目投产后将拓宽公司杀菌剂产品线，提高杀菌剂市场份额。

盈利预测、估值与评级：受益于公司除草剂产品价格的显著提升，以及相关新增产能的释放，2022H1公司迎来量价齐升，业绩超预期。考虑到相关产品价格仍处于相对高位以及公司后续新增产能的逐步落地与放量，我们上调公司2022至2024年盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为3.84（上调59.3%）/5.01（上调60.0%）/6.01（上调61.8%）亿元，仍维持“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，产能建设不及预期，下游需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,896	2,203	3,045	3,470	3,739
营业收入增长率	20.39%	16.19%	38.25%	13.97%	7.74%
净利润（百万元）	176	177	384	501	601
净利润增长率	-13.97%	0.76%	116.50%	30.47%	19.93%
EPS（元）	1.11	0.80	1.24	1.61	1.93
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.33%	9.65%	17.73%	19.63%	20.01%
P/E	12	16	11	8	7
P/B	1.2	1.6	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-18，2020年公司总股本为1.58亿股，2021年公司总股本为2.22亿股，22年及以后公司总股本为3.11亿股。

买入（维持）

当前价：13.19元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.11
总市值(亿元)	40.97
一年最低/最高(元)	5.85/14.23
近3月换手率	226.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.12	-10.50	64.48
绝对	11.50	34.20	113.50

资料来源：Wind

相关研报

22Q1 除草剂价格大涨业绩超预期，扩建辽宁基地积蓄成长潜力——先达股份（603086.SH）2021年年报及2022年一季报点评（2022-04-26）

产品价格降低公司业绩承压，产能推进顺利仍具发展空间——先达股份（603086.SH）2021年半年报点评（2021-08-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,896	2,203	3,045	3,470	3,739
营业成本	1,368	1,701	2,036	2,306	2,424
折旧和摊销	49	79	90	100	111
税金及附加	6	7	11	12	13
销售费用	35	36	53	60	65
管理费用	166	169	335	361	385
研发费用	96	98	189	155	166
财务费用	21	7	2	-11	-16
投资收益	8	18	0	0	0
营业利润	228	205	458	595	712
利润总额	215	202	449	586	703
所得税	39	24	65	85	102
净利润	176	177	384	501	601
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	176	177	384	501	601
EPS(元)	1.11	0.80	1.24	1.61	1.93

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	361	224	437	573	677
净利润	176	177	384	501	601
折旧摊销	49	79	90	100	111
净营运资金增加	-61	140	179	119	84
其他	197	-173	-216	-146	-119
投资活动产生现金流	-134	-109	-237	-250	-250
净资本支出	-128	-197	-236	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-6	88	-1	0	0
融资活动现金流	-236	-108	-25	-147	-134
股本变化	46	63	89	0	0
债务净变化	-190	30	32	-42	0
无息负债变化	74	226	0	114	52
净现金流	-31	-1	174	177	293

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.8%	22.8%	33.1%	33.6%	35.2%
EBITDA 率	15.0%	12.7%	16.6%	19.8%	21.6%
EBIT 率	12.4%	9.1%	13.6%	16.9%	18.7%
税前净利润率	11.3%	9.2%	14.7%	16.9%	18.8%
归母净利润率	9.3%	8.1%	12.6%	14.4%	16.1%
ROA	7.5%	6.5%	12.4%	14.1%	14.9%
ROE (摊薄)	10.3%	9.7%	17.7%	19.6%	20.0%
经营性 ROIC	12.1%	9.7%	16.0%	20.2%	22.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	27%	33%	30%	28%	26%
流动比率	2.25	1.93	2.01	2.18	2.42
速动比率	1.60	1.34	1.56	1.70	1.95
归母权益/有息债务	-	61.26	34.76	127.61	150.14
有形资产/有息债务	-	86.35	45.92	163.47	186.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	2,335	2,725	3,086	3,543	4,046
货币资金	506	587	761	938	1,231
交易性金融资产	80	9	10	10	10
应收账款	208	366	429	489	527
应收票据	0	6	0	0	0
其他应收款 (合计)	15	8	61	69	75
存货	396	510	407	461	485
其他流动资产	115	123	123	123	123
流动资产合计	1,373	1,669	1,822	2,125	2,487
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	537	747	763	792	823
在建工程	239	115	197	253	295
无形资产	116	114	162	208	253
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	39	44	44	44	44
非流动资产合计	962	1,056	1,264	1,418	1,559
总负债	631	887	919	991	1,043
短期借款	0	30	42	0	0
应付账款	175	229	407	461	485
应付票据	265	427	204	231	242
预收账款	0	0	152	174	187
其他流动负债	3	2	2	2	2
流动负债合计	611	863	905	977	1,029
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	12	12	12	12
非流动负债合计	21	24	14	14	14
股东权益	1,704	1,838	2,166	2,552	3,003
股本	158	222	311	311	311
公积金	479	429	379	428	428
未分配利润	1,040	1,158	1,448	1,785	2,235
归属母公司权益	1,704	1,838	2,166	2,552	3,003
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.85%	1.63%	1.74%	1.74%	1.74%
管理费用率	8.76%	7.69%	11.00%	10.40%	10.30%
财务费用率	1.13%	0.34%	0.07%	-0.31%	-0.44%
研发费用率	5.06%	4.45%	6.20%	4.45%	4.45%
所得税率	18%	12%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.35	0.25	0.37	0.48	0.58
每股经营现金流	2.28	1.01	1.41	1.85	2.18
每股净资产	10.75	8.28	6.97	8.22	9.67
每股销售收入	11.96	9.93	9.80	11.17	12.04

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	12	16	11	8	7
PB	1.2	1.6	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.0	10.4	8.2	5.9	4.7
股息率	2.7%	1.9%	2.8%	3.7%	4.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE