实施限制性股权激励计划，激发管理团队的积极性

投资评级	优于大市	维持

股票数据

08 月 04 日收盘价(元)	16.11
52 周股价波动（元）	14.40-29.68
总股本/流通 A 股（百万股）	157/157
总市值/流通市值（百万元）	2526/2526

相关研究

《上半年归母净利润同比增长 3.25%，主营产品价格维持高位》2019.08.17

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	4.9	10.0	13.6
相对涨幅（%）	-3.2	-10.0	-8.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威
Tel:(0755)82764281
Email:lw10053@htsec.com
证书:S0850515040001
分析师:李智
Tel:(021)23219392
Email:lz11785@htsec.com
证书:S0850519110003

投资要点:

- **实施限制性股权激励计划，激发管理团队的积极性。**公司公布股权激励计划，拟授予的限制性股票数量 169 万股，授予价格为每股 7.91 元，激励对象具体为公司董事和管理人员 4 人、核心骨干人员（不包括独立董事、监事）30 人。此次业绩考核目标以 2019 年营业收入为基准，2020-2022 年营业收入增长率分别不低于 5%、15%、30%。公司预计 2020 年-2023 年每年需要摊销的费用分别为 248.76、618.34、298.51、113.72 万元。我们认为，激励计划将有利于激发管理团队的积极性，提高经营效率。

- **辽宁先达一期项目暂时停产，二期项目处于建设阶段。**截至 2019 年 12 月 31 日，辽宁先达一期 3000 吨烯草酮原药、2000 吨烯酰吗啉原药、10000 吨制剂项目已顺利试生产。由于 2 月份辽宁先达的爆炸事故，辽宁先达目前处于停产阶段。2019 年底，辽宁先达又启动了二期项目建设，包括 5000 吨烯草酮原药、10000 吨硫化碱、9000 吨熔融盐，目前该项目已进入建设阶段，主体已完工。公司预计，一期暂时停产及二期项目建设暂缓对 2020 年经营业绩造成一定程度影响。

- **烯草酮价格下降幅度较大，其余产品价格维持高位。**2020 年一季度，公司营收 3.68 亿元，同比上升 2.10%；归母净利润为 0.25 亿元，同比下降 38.57%；烯草酮系列、咪草烟系列、异噁草松系列和烯酰吗啉系列平均售价为 13.74 万元/吨、23.71 万元/吨、9.76 万元/吨和 14.63 万元/吨，较去年同期变动-31.37%、18.55%、9.54%和-1.81%。烯草酮产品价格下降幅度较大，主要受市场竞争及供需关系影响。

- **主营产品产销量稳中有升。**2020 年一季度，烯草酮系列、咪草烟系列、异噁草松系列和烯酰吗啉系列折百销量为 1002.48 吨、384.45 吨、632.15 吨和 267.30 吨，较去年同期上升 38.93%、1.55%、-4.86%和 14.30%。烯草酮作为公司主打产品之一，扩大产能旨在扩大产品规模优势，增强市场竞争力，提高市场份额。

- **盈利预测。**我们预计 2020-2022 年公司的净利润为 1.85 亿元、2.40 亿元、3.09 亿元，对应 EPS 分别可达 1.18 元、1.53 元和 1.97 元，给予 2020 年 14-18 倍 PE，对应合理价值区间为 16.52-21.24 元（对应 PB 为 1.52-1.96 倍，参考 PB-ROE，我们认为估值处于合理水平），维持优于大市评级。

- **风险提示。**产品价格下跌；项目进展不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1636	1575	1665	2077	2572
(+/-)YoY(%)	46.2%	-3.7%	5.8%	24.7%	23.8%
净利润(百万元)	251	205	185	240	309
(+/-)YoY(%)	128.0%	-18.5%	-9.6%	29.5%	29.0%
全面摊薄 EPS(元)	1.60	1.30	1.18	1.53	1.97
毛利率(%)	36.6%	35.2%	33.8%	33.6%	33.9%
净资产收益率(%)	18.5%	13.1%	10.8%	12.8%	14.7%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			PB（倍）	ROE（%）
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
600486.SH	扬农化工	91.60	3.77	4.24	5.07	18.18	21.55	18.00	4.71	21.22
002258.SZ	利尔化学	21.29	0.59	0.89	1.14	23.81	23.92	18.68	3.00	12.41
	平均值						22.74	18.34		
	先达股份								1.52-1.96	10.14

注：收盘价为 2020 年 08 月 04 日价格，EPS 为 wind 一致预期。
资料来源： WIND，海通证券研究所

表 2 公司主要产品盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
除草剂				
收入（亿元）	13.40	13.25	16.43	19.77
成本（亿元）	9.00	9.27	11.59	14.04
毛利率	32.78%	30.00%	29.50%	29.00%
杀菌剂				
收入（亿元）	1.49	2.40	3.15	4.50
成本（亿元）	0.57	1.01	1.32	1.89
毛利率	61.75%	58.00%	58.00%	58.00%
中间体				
收入（亿元）	0.71	0.86	1.03	1.28
成本（亿元）	0.50	0.62	0.74	0.92
毛利率	29.65%	28.00%	28.00%	28.00%
其他业务				
收入（亿元）	0.14	0.15	0.16	0.16
成本（亿元）	0.12	0.13	0.13	0.14
毛利率	16.80%	15.00%	15.00%	15.00%
总计				
收入（亿元）	15.75	16.65	20.77	25.72
成本（亿元）	10.20	11.02	13.78	16.99
毛利率	35.24%	33.80%	33.64%	33.93%

资料来源：wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	1.30	1.18	1.53	1.97
每股净资产	9.93	10.89	11.90	13.36
每股经营现金流	2.55	0.95	2.23	2.42
每股股利	0.00	0.51	0.51	0.51
价值评估（倍）				
P/E	12.45	13.78	10.64	8.25
P/B	1.64	1.49	1.37	1.22
P/S	1.16	1.53	1.23	0.99
EV/EBITDA	8.53	7.05	5.64	3.44
股息率%	**0.0%**	**3.1%**	**3.1%**	**3.1%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	35.2%	33.8%	33.6%	33.9%
净利润率	13.0%	11.1%	11.5%	12.0%
净资产收益率	13.1%	10.8%	12.8%	14.7%
资产回报率	8.9%	7.9%	8.9%	10.3%
投资回报率	12.3%	9.9%	11.4%	13.0%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-3.7%	5.8%	24.7%	23.8%
EBIT 增长率	-14.3%	-14.6%	25.4%	26.7%
净利润增长率	-18.5%	-9.6%	29.5%	29.0%
偿债能力指标				
资产负债率	32.4%	27.0%	30.4%	30.4%
流动比率	2.40	3.04	2.69	2.94
速动比率	1.64	2.04	1.78	1.98
现金比率	0.88	0.99	0.92	1.09
经营效率指标				
应收帐款周转天数	66.44	69.99	68.22	69.10
存货周转天数	155.22	142.82	149.02	145.92
总资产周转率	0.68	0.71	0.77	0.85
固定资产周转率	4.67	4.86	5.44	8.45

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**1575**	**1665**	**2077**	**2572**
营业成本	1020	1102	1378	1699
毛利率%	35.2%	33.8%	33.6%	33.9%
营业税金及附加	6	6	7	9
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	49	51	64	79
营业费用率%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%
管理费用	167	204	249	309
管理费用率%	10.6%	12.3%	12.0%	12.0%
EBIT	251	214	269	341
财务费用	-6	-8	-10	-15
财务费用率%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-9	-5	0	0
投资收益	-8	-6	-5	-3
营业利润	**242**	**216**	**280**	**361**
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	**239**	**216**	**280**	**361**
EBITDA	290	317	371	543
所得税	35	31	40	52
有效所得税率%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	**205**	**185**	**240**	**309**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	205	185	240	309
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	47	108	103	203
非经营收益	-4	14	12	10
营运资金变动	152	-157	-5	-142
经营活动现金流	**400**	**149**	**350**	**379**
资产	-335	-113	-119	-66
投资	-35	0	0	0
其他	8	-6	-5	-3
投资活动现金流	**-363**	**-119**	**-124**	**-69**
债权募资	210	-40	0	0
股权募资	0	45	0	0
其他	-132	-87	-86	-86
融资活动现金流	**78**	**-82**	**-86**	**-86**
现金净流量	**120**	**-52**	**139**	**224**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	517	465	604	828
应收账款及应收票据	288	339	401	510
存货	434	431	563	679
其它流动资产	174	200	195	214
流动资产合计	1413	1435	1763	2231
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	337	343	382	304
在建工程	375	325	275	175
无形资产	119	174	200	241
非流动资产合计	892	902	918	781
资产总计	**2304**	**2337**	**2681**	**3012**
短期借款	40	0	0	0
应付票据及应付账款	399	334	478	552
预收账款	88	71	102	118
其它流动负债	62	67	75	88
流动负债合计	588	472	656	758
长期借款	127	127	127	127
其它长期负债	32	32	32	32
非流动负债合计	159	159	159	159
负债总计	**747**	**630**	**814**	**917**
实收资本	112	157	157	157
归属于母公司所有者权益	1557	1707	1866	2095
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	**2304**	**2337**	**2681**	**3012**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 04 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威　　基础化工行业
李智　　基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　皇马科技,梅花生物,东岳硅材,建龙微纳,双一科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,新洋丰,扬农化工,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,雅本化学,中旗股份,鲁西化工,万润股份,国光股份,利民股份,光华科技,海利尔,晨光新材,飞凯材料,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,先达股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。