

公司研究/更新报告

2017年03月21日

基础化工/化学制品 II

投资评级：增持（维持评级）

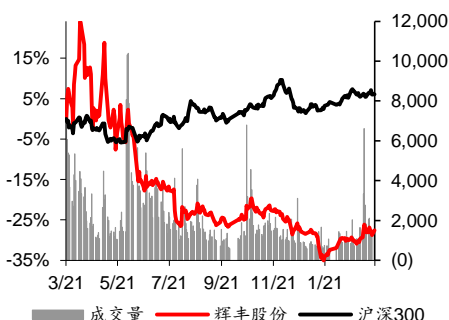
当前价格(元): 5.00
合理价格区间(元): 5.5-6.1

刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

相关研究

- 1《辉丰股份(002496):拟发行可转债建设原药项目及收购子公司少数权益,重申增持评级》2015.05
- 2《辉丰股份(002496):年报业绩符合预期,农资电商推进良好》2015.03

股价走势图



资料来源: Wind

轻装上阵、聚焦主业，确定性高增长

辉丰股份(002496)

农药行业整体步入复苏周期

农药行业自 2014 年以来历经近三年低迷，今年以来，伴随全球农产品价格企稳回升带动需求恢复，且产业链整体库存水平偏低，行业整体步入复苏周期，海外客户采购意愿显著增强：国内农药原药出口量自 2016 年 4 月以来连续 10 个月同比增长，今年 1 月出口量为 16 万吨，同比增长 45%。

环保因素日益成为供给端重要约束

由于国内环保标准趋严，部分农药原药及中间体生产企业开工受限，日益成为农药价格上涨的重要推动因素，去年 10 月以来，受中间体涨价推动，吡虫啉/百草枯/毒死蜱/联苯菊酯等产品涨幅分别达 74%/110%/56%/28%；且伴随环保压力加大，海外客户担忧后续采购成本的提升，客观上进一步放大了原药的阶段性需求。

公司具备一体化产业链，充分享受价格弹性

上市以来，公司通过持续外延并购，实现产业链一体化，其主力产品氟环唑、咪鲜胺、联苯菊酯等的重要中间体均能实现自给，从而降低了原料供应风险，提升了成本优势，并能在中间体推动的原药涨价趋势中充分受益。今年以来，公司主力产品皆有不同程度的上涨。

可转债募投项目二季度达产，将构成重要增量

公司于 2016 年 4 月发行 8.4 亿元可转债，新建 5000t/a 草铵膦、1000t/a 抗倒酯、2000t/a 甲氧虫酰肼三个项目，其中草铵膦受益于后续配套转基因种子上市和替代百草枯水剂等，需求前景良好，抗倒酯/甲氧虫酰肼目前市场容量分别为约 1.5/1.2 亿美元，竞争格局相对有序，上述项目预计将陆续投产，成为公司新的利润增长点。

转让农一网 81.41%股权，进一步聚焦主业

2017 年 1 月，公司发布公告，将公司及全资子公司上海优洋持有的农一网电子商务（北京）有限公司（以下简称“农一网”）合计 81.41%股权转让给盐城农一网投资管理合伙企业，转让价格为 5563.75 万元。交易完成后，公司对农一网的持股比例降为 18%，不再将其纳入合并报表范围。2015 年/2016 年 1-11 月，农一网分别实现收入 0.79/2.00 亿元，亏损额为 0.46/0.22 亿元，本次交易有助于公司提升盈利能力，进一步聚焦主业。

高确定性高增长，重申“增持”评级

辉丰股份产业链一体化程度较高，与国际核心客户深度合作，将充分受益于全球农药行业的复苏和国内供给端的收缩，草铵膦等募投项目将构成未来重要增长点，转让农一网股权有助于盈利能力恢复。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.12/0.22/0.28 元，公司未来 1-2 年为高确定性的高增长发展期，重申“增持”评级。

风险提示：环保风险，原材料价格波动风险，新产品销售不达预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,507
流通 A 股(百万股)	899.42
52 周内股价区间(元)	4.49-32.70
总市值(百万元)	7,537
总资产(百万元)	6,635
每股净资产(元)	2.26

资料来源: 公司公告

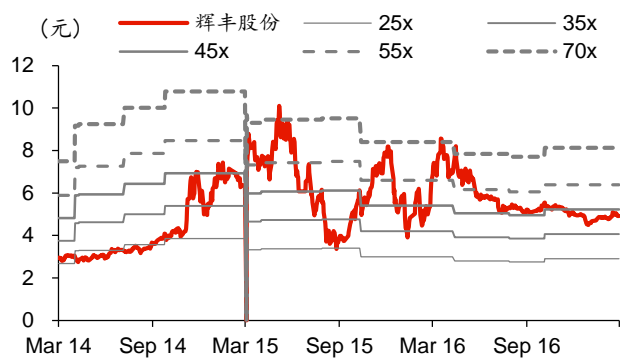
经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,429	3,333	5,930	6,640	8,280
+/-%	16.45	37.22	77.91	11.97	24.70
净利润(百万元)	201.27	172.90	184.48	328.93	425.19
+/-%	23.37	(14.09)	6.69	78.31	29.27
EPS (元)	0.13	0.11	0.12	0.22	0.28
PE (倍)	37.45	43.59	40.86	22.91	17.73

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

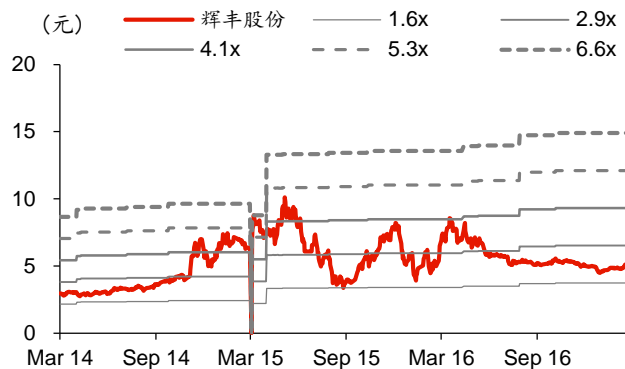
PE/PB – Bands

图表1： 辉丰股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 辉丰股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,021	2,772	4,019	4,333	5,210
现金	494.97	701.80	801.83	780.20	829.48
应收账款	463.58	584.58	1,084	1,206	1,499
其他应收账款	36.06	50.48	83.89	96.94	120.39
预付账款	74.14	67.18	161.76	174.89	210.48
存货	832.99	1,224	1,763	1,935	2,393
其他流动资产	119.37	144.18	124.08	139.51	158.72
非流动资产	2,602	3,400	3,723	3,928	4,087
长期投资	39.95	44.76	51.41	51.41	51.41
固定投资	1,446	2,206	2,523	2,743	2,884
无形资产	348.04	394.01	456.26	519.82	578.30
其他非流动资产	768.74	754.76	692.57	613.40	573.81
资产总计	4,624	6,172	7,742	8,261	9,298
流动负债	2,255	2,353	3,162	3,348	3,955
短期借款	1,153	902.44	500.00	500.00	500.00
应付账款	519.25	665.73	1,373	1,494	1,834
其他流动负债	582.78	784.36	1,290	1,354	1,621
非流动负债	46.97	204.51	822.67	827.57	832.33
长期借款	0.00	92.66	92.66	92.66	92.66
其他非流动负债	46.97	111.85	730.00	734.91	739.66
负债合计	2,302	2,557	3,985	4,175	4,787
少数股东权益	293.66	463.73	460.27	460.27	460.27
股本	318.55	396.70	1,507	1,507	1,507
资本公积	1,008	1,910	799.15	799.15	799.15
留存公积	717.79	841.10	989.70	1,319	1,744
归属母公司股	2,028	3,152	3,296	3,625	4,050
负债和股东权益	4,624	6,172	7,742	8,261	9,298

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	148.38	(225.30)	333.55	393.35	508.93
净利润	195.85	163.48	181.02	328.93	425.19
折旧摊销	141.64	201.07	224.86	267.99	308.00
财务费用	48.16	47.95	29.45	12.80	12.22
投资损失	(7.84)	(10.46)	(36.00)	(70.00)	(20.00)
营运资金变动	(263.30)	(655.07)	(15.62)	(169.29)	(253.71)
其他经营现金	33.87	27.73	(50.16)	22.92	37.23
投资活动现金	(396.09)	(474.44)	(436.82)	(402.50)	(447.71)
资本支出	546.73	336.40	350.00	400.00	400.00
长期投资	20.78	15.33	53.07	0.00	0.00
其他投资现金	171.42	(122.71)	(33.75)	(2.50)	(47.71)
筹资活动现金	207.52	812.08	203.30	(12.48)	(11.95)
短期借款	427.55	(250.07)	(402.44)	0.00	0.00
长期借款	0.00	92.66	0.00	0.00	0.00
普通股增加	73.50	78.15	1,111	0.00	0.00
资本公积增加	(69.42)	902.14	(1,111)	0.00	0.00
其他筹资现金	(224.11)	(10.81)	605.74	(12.48)	(11.95)
现金净增加额	(47.54)	115.60	100.03	(21.63)	49.28

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,429	3,333	5,930	6,640	8,280
营业成本	1,814	2,682	5,160	5,671	7,006
营业税金及附加	2.64	4.49	3.56	3.98	4.97
营业费用	74.24	126.88	192.73	212.48	256.68
管理费用	245.35	269.43	381.30	418.32	513.36
财务费用	48.16	47.95	29.45	12.80	12.22
资产减值损失	11.03	15.22	(20.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.84	10.46	36.00	70.00	20.00
营业利润	241.55	197.83	219.27	391.19	506.90
营业外收入	12.15	25.71	10.00	12.00	15.00
营业外支出	9.26	10.10	13.00	4.00	4.00
利润总额	244.43	213.44	216.27	399.19	517.90
所得税	48.58	49.96	35.25	70.26	92.70
净利润	195.85	163.48	181.02	328.93	425.19
少数股东损益	(5.41)	(9.42)	(3.46)	0.00	0.00
归属母公司净利润	201.27	172.90	184.48	328.93	425.19
EBITDA (倍)	431.35	446.85	473.58	671.98	827.12
EPS (元)	0.13	0.11	0.12	0.22	0.28

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	16.45	37.22	77.91	11.97	24.70
营业利润	18.76	(18.10)	10.84	78.41	29.58
归属母公司净利润	23.37	(14.09)	6.69	78.31	29.27
获利能力 (%)					
毛利率	25.32	19.54	12.99	14.59	15.39
净利率	8.29	5.19	3.11	4.95	5.14
ROE	9.92	5.49	5.60	9.07	10.50
ROIC	7.99	4.88	5.12	7.53	8.88
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.78	41.43	51.48	50.54	51.49
净负债比率 (%)	50.41	39.39	15.13	14.44	12.60
流动比率	0.90	1.18	1.27	1.29	1.32
速动比率	0.51	0.65	0.70	0.70	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.62	0.85	0.83	0.94
应收账款周转率	5.34	5.98	6.69	5.46	5.76
应付账款周转率	3.81	4.53	5.06	3.96	4.21
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.11	0.12	0.22	0.28
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	(0.15)	0.22	0.26	0.34
每股净资产 (最新摊薄)	1.35	2.09	2.19	2.40	2.69
估值比率					
PE (倍)	37.45	43.59	40.86	22.91	17.73
PB (倍)	3.72	2.39	2.29	2.08	1.86
EV_EBITDA (倍)	19.02	18.36	17.32	12.21	9.92

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com