

行业景气度逐步回升，产能扩充放量储备项目

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年报, 报告期内实现营业收入 8.98 亿元, 同比增加 11.3%; 实现归母净利润 7716 万元, 同比减少 18.6%。公司预计 2017 年 Q1 实现归母净利润 2900-4000 万元, 同比增长 29.4%-78.4%。同时, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.2 元 (含税)。
- **产品价格下跌拉低业绩, 销量保持快速增长。** 在农药整体行情偏弱的形势下, 报告期内公司销量依旧以 20.8% 的较快速度增长, 但因其部分产品价格、毛利率有所下降, 收入仅同比增长 11.3%。报告期内公司农药业务毛利率同比下降 2.8 个百分点至 20.1%, 中间体及其他业务毛利率基本保持稳定。毛利率的下降直接导致公司毛利绝对数额同比减少 760 万元, 加之管理费用同比增加 1000 万元, 共同拉低业绩。我们认为随着农药行业补库存周期的到来, 以及公司新建生产车间的投产, 公司有望步入快速发展通道。
- **农药补库存周期持续, 行业景气度回升。** 全球农药行业呈现出寡头垄断的竞争格局, 先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏益农、孟山都、杜邦六家跨国公司占据全球农药市场超 75% 的份额, 而我国农药企业多为以上国际农药巨头提供原药。16 年下半年至今, 跨国巨头库存处于相对低位, 补库存行情的启动带动海外需求回暖。2016 年 Q4, 农药累计出口量同比增长 40.4%, 其中除草剂增长 43.1%, 杀虫剂增长 41%, 杀菌剂增长 43.1%。2017 年 1 月份出口仍然保持增长势头, 其中除草剂出口同比增长 46.5%, 杀虫剂同比增长 42.5%, 杀菌剂同比增长 16.9%, 行业景气度回升。
- **农药品种差异化, 公司研发实力和快速响应能力突出。** 公司农药产品主要走差异化路线, 避开传统大宗农药产品的红海竞争, 挖掘氟吡啶氧乙酸、精恶唑禾草灵、异恶唑草酮、噻虫胺等蓝海农药市场, 因而公司大部分产品保持较高毛利率水平。同样也是因为公司产品较多, 造就公司较强的研发实力和快速响应能力, 自主开发了多种合成技术, 形成了完整的产业化能力。公司目前在运 7 个车间, 平均每个车间对应约 1.5 亿收入。上市后, 公司产能扩充步伐加快, 后续将逐步完成新厂区项目, 规划增加车间 17 个左右。且公司目前已经开发储备的产品项目较多, 主要披露的 7 种产品收入占比由 13 年的 86.9% 降至 16 年的 51.3%, 后续新品种放量值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.44 元、1.86 元、2.42 元, 对应动态 PE 分别为 46 倍、36 倍和 28 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 新建产能项目进度或不及预期、农药价格走势或不及预期的风险。

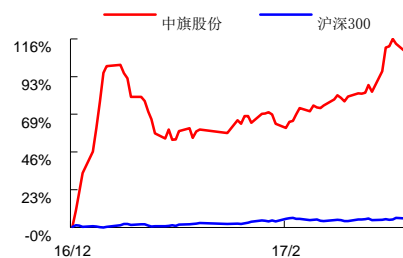
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	898.47	1109.06	1425.32	1846.87
增长率	11.31%	23.44%	28.52%	29.58%
归属母公司净利润 (百万元)	77.16	105.88	136.38	177.40
增长率	-18.62%	37.22%	28.81%	30.08%
每股收益 EPS (元)	1.05	1.44	1.86	2.42
净资产收益率 ROE	8.52%	9.41%	10.85%	12.41%
PE	63	46	36	28
PB	5.39	4.34	3.88	3.42

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 李海勇
电话: 0755-23617478
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.73
流通 A 股(亿股)	0.18
52 周内股价区间(元)	32.1-69.3
总市值(亿元)	48.81
总资产(亿元)	9.95
每股净资产(元)	9.40

相关研究

关键假设：

假设 1：17-19 年陆续会有新增合成车间建成，预计每年车间投入使用 1-2 个，每个对应的收入约 1.5 亿元。行业补库存周期的到来致使公司主要产品价格稳中有升，毛利率也因此略有回升，稳定在 22%；

假设 2：制剂业务暂时不是公司重心，假定维持稳定；中间体由于公司产能的释放而略有增长，毛利率稳定在 28%；

假设 3：公司三费率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
原药	收入	645.78	839.51	1,133.34	1,530.01
	增速	-	30.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	20.84%	22.00%	22.00%	22.00%
制剂	收入	168.17	176.58	185.41	194.68
	增速	-	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	17.42%	18.00%	18.00%	18.00%
中间体	收入	78.29	86.12	99.04	113.89
	增速	-	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	27.97%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	收入	6.23	6.85	7.53	8.29
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	13.94%	14.00%	14.00%	14.00%
合计	收入	898.47	1,109.06	1,425.32	1,846.87
	增速	11.31%	23.44%	28.52%	29.58%
	毛利率	20.77%	21.78%	21.85%	21.91%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	898.47	1109.06	1425.32	1846.87	净利润	77.16	105.88	136.38	177.40
营业成本	711.85	867.51	1113.83	1442.18	折旧与摊销	38.50	47.65	70.24	84.36
营业税金及附加	2.97	2.89	4.05	5.11	财务费用	-1.97	0.11	0.14	0.18
销售费用	13.41	16.55	21.27	27.56	资产减值损失	3.51	2.00	2.00	2.00
管理费用	77.49	94.27	121.15	156.98	经营营运资本变动	18.16	-18.50	-35.57	-35.95
财务费用	-1.97	0.11	0.14	0.18	其他	-30.85	6.71	-1.28	-0.10
资产减值损失	3.51	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	104.50	143.85	171.91	227.89
投资收益	-0.05	-0.50	-0.50	-0.50	资本支出	-72.84	-300.00	-200.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6.48	-0.50	-0.50	-0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-79.32	-300.50	-200.50	-50.50
营业利润	91.17	125.23	162.38	212.36	短期借款	-15.67	-13.52	0.00	0.00
其他非经营损益	2.86	3.79	3.81	3.81	长期借款	-28.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	94.03	129.02	166.19	216.18	股权融资	367.88	120.00	0.00	0.00
所得税	16.87	23.15	29.81	38.78	支付股利	0.00	-3.54	-4.86	-5.22
净利润	77.16	105.88	136.38	177.40	其他	-19.98	-50.80	-0.14	-0.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	303.43	52.14	-5.00	-5.40
归属母公司股东净利润	77.16	105.88	136.38	177.40	现金流量净额	330.24	-104.51	-33.59	171.99
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	534.68	430.16	396.57	568.56	成长能力				
应收和预付款项	227.05	264.67	340.92	445.47	销售收入增长率	11.31%	23.44%	28.52%	29.58%
存货	177.09	215.39	276.75	358.47	营业利润增长率	-17.24%	37.36%	29.67%	30.78%
其他流动资产	22.40	27.66	35.54	46.05	净利润增长率	-18.62%	37.22%	28.81%	30.08%
长期股权投资	0.19	0.19	0.19	0.19	EBITDA 增长率	-6.32%	35.47%	34.55%	27.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	392.14	646.31	777.90	745.36	毛利率	20.77%	21.78%	21.85%	21.91%
无形资产和开发支出	60.43	59.22	58.01	56.80	三费率	9.90%	10.00%	10.00%	10.00%
其他非流动资产	23.90	23.28	22.67	22.06	净利率	8.59%	9.55%	9.57%	9.61%
资产总计	1437.88	1666.89	1908.56	2242.96	ROE	8.52%	9.41%	10.85%	12.41%
短期借款	63.52	50.00	50.00	50.00	ROA	5.37%	6.35%	7.15%	7.91%
应付和预收款项	337.18	406.10	513.15	671.25	ROIC	11.73%	12.63%	12.48%	14.45%
长期借款	67.20	67.20	67.20	67.20	EBITDA/销售收入	14.21%	15.60%	16.33%	16.08%
其他负债	63.93	17.89	20.99	25.12	营运能力				
负债合计	531.83	541.19	651.34	813.57	总资产周转率	0.77	0.71	0.80	0.89
股本	73.35	73.35	73.35	73.35	固定资产周转率	2.87	2.44	2.25	2.62
资本公积	471.92	591.92	591.92	591.92	应收账款周转率	4.58	4.63	4.79	4.80
留存收益	358.10	460.43	591.95	764.13	存货周转率	4.20	4.42	4.52	4.54
归属母公司股东权益	906.05	1125.70	1257.21	1429.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.75%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	906.05	1125.70	1257.21	1429.39	资产负债率	36.99%	32.47%	34.13%	36.27%
负债和股东权益合计	1437.88	1666.89	1908.56	2242.96	带息债务/总负债	24.58%	21.66%	17.99%	14.41%
					流动比率	2.10	2.01	1.82	1.92
					速动比率	1.71	1.55	1.34	1.43
					股利支付率	0.00%	3.35%	3.56%	2.94%
					每股指标				
					每股收益	1.05	1.44	1.86	2.42
					每股净资产	12.35	15.35	17.14	19.49
					每股经营现金	1.42	1.96	2.34	3.11
					每股股利	0.00	0.05	0.07	0.07
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	127.69	172.99	232.76	296.91					
PE	63.26	46.11	35.79	27.52					
PB	5.39	4.34	3.88	3.42					
PS	5.43	4.40	3.42	2.64					
EV/EBITDA	35.30	26.31	19.70	14.86					
股息率	0.00%	0.07%	0.10%	0.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn