

# 红太阳 (000525.SZ) 化学农药行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

市价(人民币): 15.82元  
目标(人民币): 17.20-18.06元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|              |            |
|--------------|------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 276.42     |
| 总市值(百万元)     | 79.79      |
| 年内股价最高最低(元)  | 17.88/9.30 |
| 沪深300指数      | 2418.74    |
| 深证成指         | 8470.86    |



## 吡啶产业链受益于反倾销, 百草枯盈利向上

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2011   | 2012    | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.132  | 0.568   | 0.858  | 0.960  | 1.112  |
| 每股净资产(元)    | 5.42   | 5.96    | 6.88   | 7.92   | 9.12   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.22   | 0.57    | 1.17   | 1.50   | 1.53   |
| 市盈率(倍)      | 104.78 | 20.67   | 20.40  | 18.23  | 15.74  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 29.94  | 34.76   | 44.70  | 44.70  | 44.70  |
| 净利润增长率(%)   | N/A    | 329.34% | 50.95% | 11.89% | 15.80% |
| 净资产收益率(%)   | 2.44%  | 9.54%   | 12.47% | 12.13% | 12.19% |
| 总股本(百万股)    | 507.25 | 507.25  | 507.25 | 507.25 | 507.25 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **公司是国内吡啶类农药龙头, 掌握吡啶核心生产技术:** 吡啶类农药系第四代高效低毒农药, 以百草枯为代表, 占全球农药销售额近 15%。公司百草枯折百产能 2 万吨, 位居全球第一, 毒死蜱折百产能 1 万吨、敌草快 600 吨。公司也是国内少数掌握原料吡啶生产技术的企业之一, 拥有全球最大的吡啶碱产能 6.2 万吨 (3.7 万吨运行, 2.5 万吨视市场情况择机投放)。
- **反倾销扭转吡啶三年颓势, 垄断格局下价格将维持高位:** 吡啶作为重要的农药、医药中间体, 每年需求增长超过 10%, 全球吡啶产业链市场规模高达 500 亿美元。因技术壁垒高, 国内仅红太阳、南通瑞利 (2.2 万吨)、山东绿霸 (1.2 万吨) 生产, 但受进口低价产品冲击, 价格和开工一直低迷。此次针对印度和日本的反倾销将改变上述局面, 即使国内企业满负荷生产也无法完全填补供应缺口, 因此初裁公布之前吡啶价格已提前上涨 40%, 近期又达到 4 万元高位。考虑到厂家维护价格的需及征收保证金后的进口价格, 预计近期吡啶价格将继续维持在 4 万元左右。
- **公司百草枯盈利提升, 行业基本面正在好转:** 吡啶涨价推动百草枯价格自去年 9 月以来累计上涨 41%。公司凭借全产业链优势受益于百草枯涨价, 且起始原料甲醛、液氨价格保持相对稳定, 预计 13 年百草枯毛利率能提升 4-5 个百分点。此外, 百草枯作为第二大除草剂 (需求 5 万吨、销售额 6.4 亿美元), 因其速效环保成本低、暂无合适替代品, 未来需求仍将稳定增长。供给上, 中国占据全球产能的 90% (6.68 万吨)、80% 出口, 由于去年开始不再新批百草枯产能, 且原料吡啶瓶颈限制了 60% 的厂商开工, 据此我们认为在供应趋紧、需求增长的趋势下, 百草枯正迎来景气周期。

### 盈利预测与估值

- 除了农药, 公司化肥流通业务近两年基本稳定。据此预计 2013-2015 年收入 74.93、80.12、85.72 亿元, 净利润 4.35、4.87、5.64 亿元, EPS 0.86、0.96、1.11 元。由于吡啶、氢氰酸、菊酯产业链占据全球环保农药市场 70%, 种类繁多, 公司不仅拥有上述产业链, 且资产重组后研发实力明显提升, 因此我们认为公司产品转型值得关注。参考可比公司估值, 给予 13 年 20-21 倍 PE, 目标价 17.20-18.06 元, 建议“增持”。

### 风险提示

- 淡季即将到来, 农药价格短期回调; 国内其他厂家吡啶装置投产对供给面的冲击; 大宗原材料价格波动风险; 产品转型进度缓慢。

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010  
(8621)61038283  
liubo@gjzq.com.cn

张苏予 联系人  
(8621)61038274  
zhangsy@gjzq.com.cn

周思捷 联系人  
(8621)60753902  
zhousijie@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 公司是国内吡啶类农药龙头，掌握吡啶核心生产技术 .....         | 3  |
| 吡啶类农药系第四代高效低毒农药，占全球农药销售额近 15% .....   | 3  |
| 公司是国内少数拥有从合成吡啶到百草枯农药产业链的企业之一 .....    | 3  |
| 反倾销扭转吡啶三年颓势，垄断格局下价格将持续高位 .....        | 4  |
| 吡啶技术壁垒高、国内厂商少，但因进口低价货源冲击，市场一直低迷 ..... | 4  |
| 吡啶反倾销利好国内企业，价格有望从此维持高位 .....          | 5  |
| 公司百草枯盈利提升，行业基本面正在好转 .....             | 6  |
| 吡啶涨价传导至下游百草枯，全产业链优势为公司增厚盈利 .....      | 6  |
| 百草枯作为第二大除草剂，速效增产成本低，至今仍无合适替代品 .....   | 7  |
| 原料纯吡啶供应瓶颈、产能收缩，促进百草枯供给面发生优化 .....     | 9  |
| 盈利预测与估值 .....                         | 9  |
| 风险提示 .....                            | 11 |
| 附录：三张报表预测摘要 .....                     | 12 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: 全球吡啶类农药主要品种和销售额（2009，亿美元） ..... | 3  |
| 图表 2: 公司分版块营业收入 .....                 | 3  |
| 图表 3: 公司分版块毛利率 .....                  | 3  |
| 图表 4: 公司主要农药产品基本情况 .....              | 4  |
| 图表 5: 全球吡啶碱有效年产能（万吨） .....            | 5  |
| 图表 6: 我国吡啶碱供需情况 .....                 | 5  |
| 图表 7: 华东地区纯吡啶价格 .....                 | 5  |
| 图表 8: 国内吡啶碱开工率 .....                  | 5  |
| 图表 9: 进口印度和日本的纯吡啶到岸价 .....            | 6  |
| 图表 10: 吡啶碱进口国别统计（2012，万吨） .....       | 6  |
| 图表 11: 百草枯生产工艺流程 .....                | 6  |
| 图表 12: 国内百草枯和纯吡啶价格 .....              | 7  |
| 图表 13: 全球百草枯销售额 .....                 | 8  |
| 图表 14: 我国百草枯产能（折纯，当前，万吨） .....        | 8  |
| 图表 15: 我国百草枯供需情况（协会统计的企业） .....       | 8  |
| 图表 16: 百草枯与草甘膦、草铵膦性能对比和关系 .....       | 9  |
| 图表 17: 国内百草枯价格 .....                  | 9  |
| 图表 18: 国内部分企业百草枯开工率 .....             | 9  |
| 图表 19: 销售预测表 .....                    | 11 |
| 图表 20: 可比公司相对估值 .....                 | 11 |

## 公司是国内吡啶类农药龙头，掌握吡啶核心生产技术

### 吡啶类农药系第四代高效低毒农药，占全球农药销售额近 15%

- 吡啶类农药是结构中含有吡啶杂环的农药。由于吡啶结构变化多，且具有较高的内吸性、可以在明显提高生物活性的同时大幅降低毒性，因此继有机氯、有机磷和氨基甲酸酯、拟除虫菊酯之后，吡啶类农药自上世纪 90 年代起成为全球第四代新型农药，代表着高效低毒、环保的发展趋势。目前，几乎所有类别的农药都有吡啶类产品，包括全球第二大除草剂百草枯，第一和第二大杀虫剂毒死蜱、吡虫啉等，吡啶类农药占全球农药销售额比重已接近 15%。在新农药创制方面，2012 年陶氏益农上市的氟啶虫胺腈、杜邦的溴氟虫酰胺、拜耳的氟吡菌酰胺、先正达的吡唑萘菌胺等均采用了吡啶结构。

图表1：全球吡啶类农药主要品种和销售额（2009，亿美元）

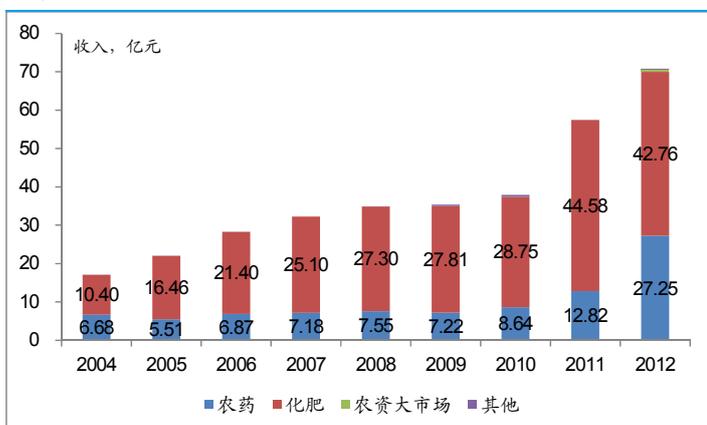
| 类别  | 产品     | 全球销售额 | 类别  | 产品     | 全球销售额 |
|-----|--------|-------|-----|--------|-------|
| 除草剂 | 百草枯    | 6.25  | 杀虫剂 | 吡虫啉    | 9.5   |
|     | 氯氟吡啶酸  | 2.2   |     | 毒死蜱    | 7.45  |
|     | 敌草快    | 1.7   |     | 氯虫苯甲酰胺 | 2.2   |
|     | 三氯吡氧乙酸 | 1.25  |     | 啶虫脒    | 1.85  |
|     | 吡氟酰草胺  | 1.2   | 杀菌剂 | 烟酰胺    | 2.8   |
|     | 吡氟禾草灵  | 1.2   |     | 啶菌酯    | 1.45  |
|     | 氟吡甲禾灵  | 1.1   |     | 氟啶胺    | 1.05  |

来源：世界农化网、国金证券研究所

### 公司是国内少数拥有从合成吡啶到百草枯农药产业链的企业之一

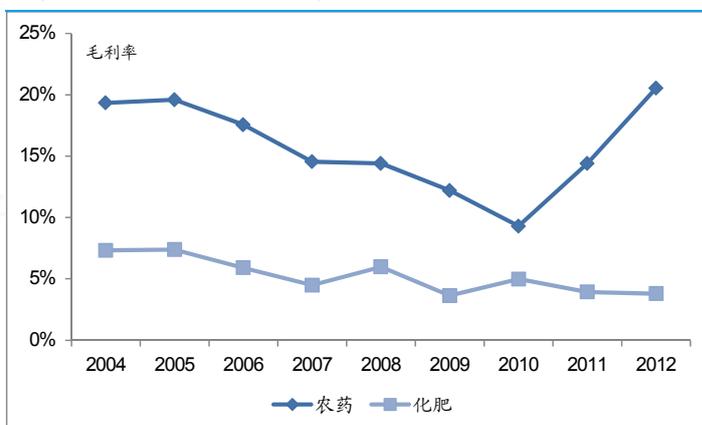
- 公司早先的主要业务是农资连锁和杀虫剂生产（菊酯类、吡虫啉、毒死蜱等），自 2011 年增发股份购买南一农集团资产后，南一农将吡啶碱（吡啶及衍生物的统称）、百草枯、敌草快等农药资产全部注入公司，公司自此新增了吡啶碱、氢氟酸两大环保农药产业链，2012 年农药销售收入 27.25 亿元、同比翻番，毛利率 20.54%、较上一年提升 6 个百分点。
- 目前在吡啶类农药领域，公司是国内龙头，百草枯产能 2 万吨（折百）、位居全球第一，毒死蜱产能 1 万吨（折百），敌草快产能 600 吨（折百）。原料方面，公司于 2006 年打破国外技术垄断，系国内首家也是唯一拥有吡啶碱自主知识产权生产技术的企业，拥有全球最大的吡啶碱年产能 6.2 万吨（3.7 万吨在运行）。

图表2：公司分版块营业收入



来源：公司公告、国金证券研究所

图表3：公司分版块毛利率



来源：公司公告、国金证券研究所

图表4: 公司主要农药产品基本情况

| 产品      | 产能(万吨) | 归属实体 | 备注   | 最新市场报价(万元/吨, 华东, 折百) |
|---------|--------|------|--|----------------------|
| 吡啶碱     | 1.2    | 南京生化 | 产出2:1的纯吡啶和3-甲基吡啶。其中纯吡啶主要用于生产百草枯、敌草快等下游产品, 3-甲基吡啶主要是对外销售。 | 4.00                 |
|         | 2.5    | 安徽生化 |  |                      |
|         | 2.5    | 安徽生化 |  |                      |
| 百草枯     | 1      | 南京生化 | 折百产能   | 4.88                 |
|         | 1      | 安徽生化 |  |                      |
| 敌草快     | 0.06   | 南京生化 | 折百产能   | 10.73                |
| 吡蚜酮及氟啶脲 | 0.05   | -    | -  | -                    |
| 三氯吡啶醇钠  | 1      | 南京生化 | 外购三氯乙酰氯, 主要用于公司毒死蜱生产。                                    | -                    |
| 毒死蜱     | 1      | 安徽生化 | 折百产能   | 3.75                 |
| 草甘膦原药   | 2      | 安徽生化 | 租赁给南一农集团, 2012年租金近5000万元。                                | 3.60                 |

来源: 公司资料、行业资料、国金证券研究所

### 反倾销扭转吡啶三年颓势，垄断格局下价格将持续高位

吡啶技术壁垒高、国内厂商少，但因进口低价货源冲击，市场一直低迷

- 吡啶碱是重要的化工中间体，作为杂环类三药及三药中间体的“芯片”，60%以上用以生产百草枯，80%的含氮杂环类医药、农药和大量化学中间体都需要吡啶（如常见的磺胺类药物、青霉素、维生素等），甚至食品添加剂、烟草香料、子午轮胎、日用化工用品等也是吡啶碱的下游衍生物。2003-2009年，全球吡啶类产品消费量年均增长15.5%，中国增长20%。2009-2011年，我国吡啶及其衍生物增长率超过13%。全球吡啶产业链市场规模高达500亿美元。
- 然而吡啶碱的技术壁垒较高，虽然起始原料简单，主要是甲醛、乙醛、液氨等，但是工艺复杂、约100多道工序，且关键的缩合催化剂容易失活、控制起来有难度，因此被美国凡特鲁斯等国外厂商垄断近半个世纪，目前全球前三大吡啶厂商红太阳、印度吉友联、美国凡特鲁斯仍占到总有效产能13万吨的78%。公司于2006年攻关成功，目前和凡特鲁斯（控股南通瑞利，2.2万吨）、山东绿霸（1.2万吨）在国内形成三足鼎立的局面，其他国内厂商虽有新建产能、但因技术问题均未公告投产。
- 此外值得注意的是，尽管国内吡啶供应格局良好、市场竞争者不多，但是由于印度和日本常年向中国倾销低价的纯吡啶，导致国内企业开工率一直只有7成，价格低迷。

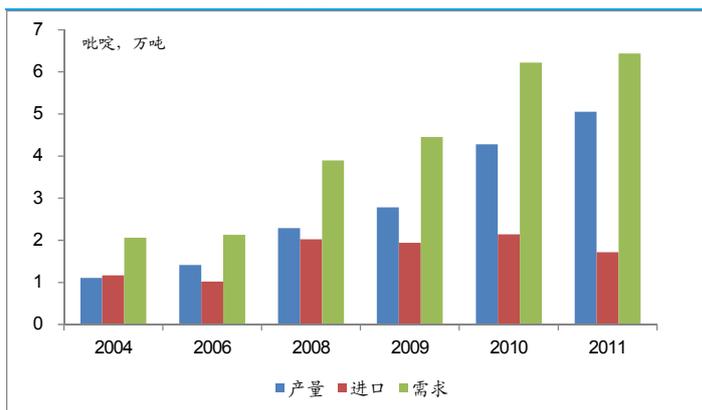
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表5: 全球吡啶碱有效年产能 (万吨)

| 公司名称             | 年产能   |
|------------------|-------|
| 中国红太阳            | 3.7   |
| 印度吉友联化学          | 2.4   |
| 中国南通瑞利化学(凡特鲁斯控股) | 2.2   |
| 美国凡特鲁斯           | 1.8   |
| 中国山东绿霸化工         | 1.2   |
| 中国台湾长春石油化工       | 0.9   |
| 日本广荣化学工业株式会社     | 0.6   |
| 上海宝钢化工           | 0.02  |
| 鞍山钢铁公司           | 0.02  |
| 合计               | 12.85 |

来源: 行业资料、国金证券研究所

图表6: 我国吡啶碱供需情况



来源: 行业资料、国金证券研究所

### 吡啶反倾销利好国内企业, 价格有望从此维持高位

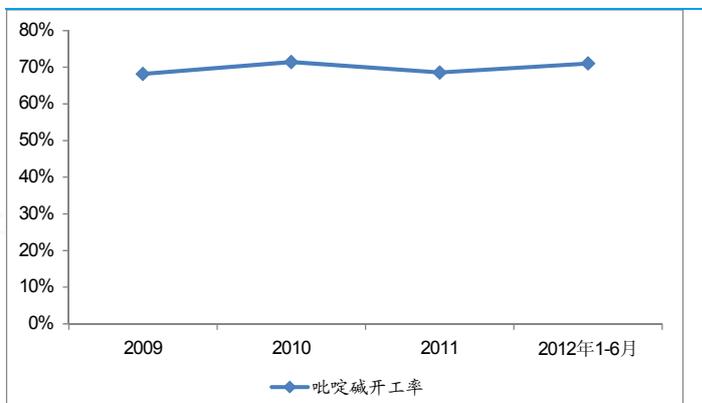
- 自去年 9 月商务部公布对从印度和日本进口的纯吡啶进行反倾销调查以来, 受涨价预期影响, 国内纯吡啶价格提前反应, 屡次上调, 从 2.74 万元/吨上涨到 5 月的 3.6 万元/吨。今年 5 月商务部正式公布初裁结果, 纯吡啶价格再次从 3.6 万元上调至当前的 4 万元。我国每年从印度和日本进口纯吡啶 1.2-1.4 万吨, 执行反倾销后, 开工率即使提升至满负荷, 也无法完全填补缺口, 因此涨价的背后有足够的逻辑支撑。预计近期吡啶价格将维持 4 万元的高位, 理由有两点:
  - 按照印度和日本企业 4 月纯吡啶 3798 美元/吨的到岸价, 对其征收 24.6%-57.4% 的保证金以及 20% 的关税、17% 的进口增值税, 完税后的价格要达到 40338-48540 元/吨, 即低于这个价格区间就能将印度和日本产品排除在外。由于印度吉友联占进口量的绝大多数, 对其征收的保证金为 24.6%, 且考虑 7、8 月份是下游农药淡季, 我们预计纯吡啶价格将在 4 万元附近坚挺。
  - 如前文所述, 我国吡啶产业正呈现寡头垄断格局, 而来自下游农药、医药的需求每年都在增长, 因此生产企业在需求和利润的驱动下合理将价格维持在一定水平之上。
- 公司 6.2 万吨吡啶碱产能中, 一套 2.5 万吨和一套 1.2 万吨供自用为主, 第三套 2.5 万吨将综合考虑市场情况择机投放。

图表7: 华东地区纯吡啶价格



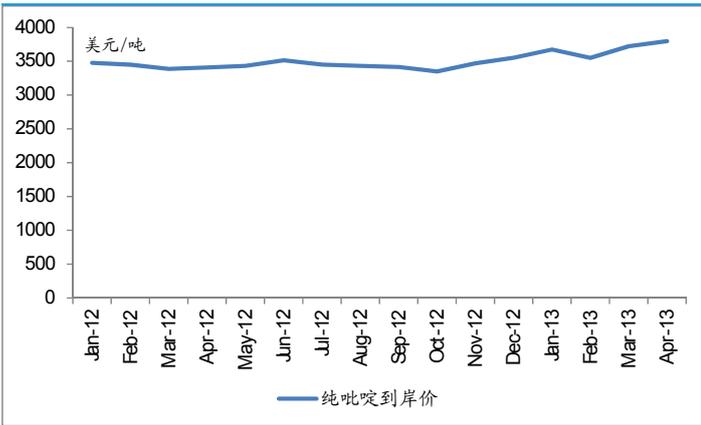
来源: 百川资讯、国金证券研究所

图表8: 国内吡啶碱开工率



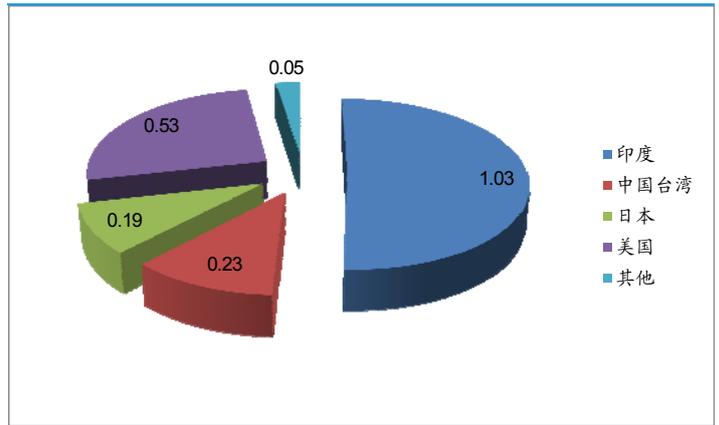
来源: 商务部吡啶反倾销初裁文件、国金证券研究所

图表9: 进口印度和日本的纯吡啶到岸价



来源: 海关总署、国金证券研究所

图表10: 吡啶碱进口国别统计 (2012, 万吨)



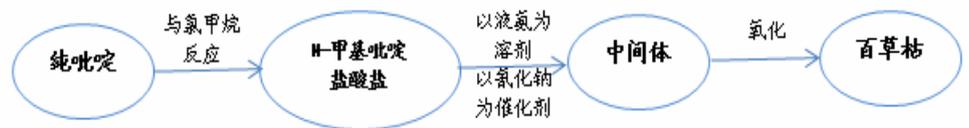
来源: 海关总署、国金证券研究所

### 公司百草枯盈利提升, 行业基本面正在好转

#### 吡啶涨价传导至下游百草枯, 全产业链优势为公司增厚盈利

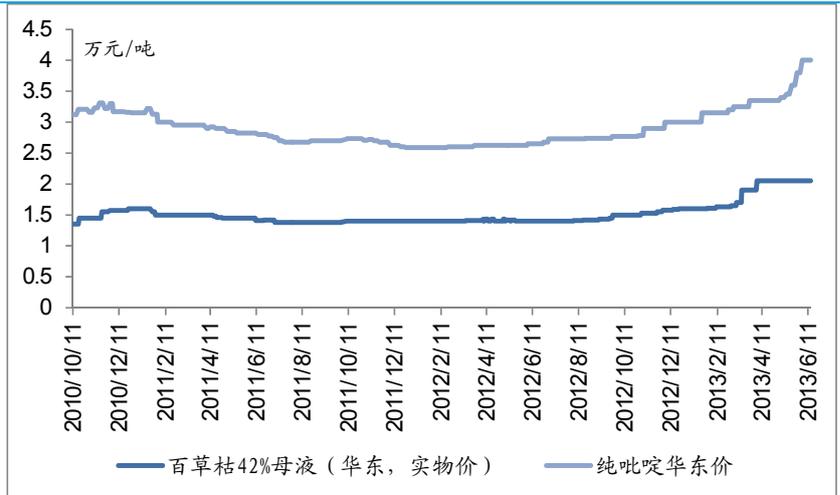
- 纯吡啶有 70%用于农药合成, 其中百草枯是主要产品, 生产 1 吨百草枯 (折百) 约消耗纯吡啶 0.9 吨。历史上百草枯价格受吡啶影响较大, 两者基本走势一致。自去年 9 月商务部对纯吡啶进行反倾销调查以来, 吡啶涨价风潮传导至下游百草枯, 后者价格从 1.4 万元涨到当前的 2.05 万元。对于公司而言, 纯吡啶完全自给, 且生产吡啶的起始原料液氨、甲醛等大宗化学品价格今年以来保持相对稳定, 因此凭借全产业链优势, 公司受益于百草枯价涨、原材料价格下跌, 百草枯盈利预计明显提升 (约 4-5 个百分点)。

图表11: 百草枯生产工艺流程



来源: 行业资料、国金证券研究所

图表12: 国内百草枯和纯吡啶价格



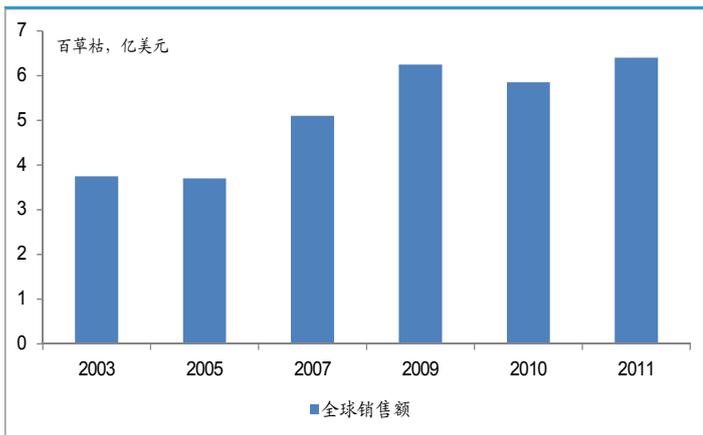
来源: 百川资讯、国金证券研究所

百草枯作为第二大除草剂，速效增产成本低，至今仍无合适替代品

- 百草枯是灭生性的非选择性除草剂，由先正达研发，因其快速触杀、起效迅速、不杀根的特性，全球用量仅次于草甘膦（与后者互补），是第二大除草剂，已在全球服务了整整 50 年。2003-2011 年，全球百草枯销售额年均增速近 7%，达 6.4 亿美元，销量折纯超过 5 万吨、折合 20%水剂约 25 万吨。中国是百草枯第一生产大国，产能折纯 6.68 万吨、产量 5 万吨，占全球的 90%以上，需求占全球的 20%。
- 尽管百草枯在粮食增产、降低人力成本、推广免耕技术方面功不可没，但因 20%水剂口服中毒后尚无特效解毒药物、自杀案例中口服百草枯的比重不断攀升，使得一些国家对禁用和限用百草枯的呼声越来越高。到目前为止，包括美国、欧盟在内，全球已有 23 个国家限制或禁止使用百草枯。中国自 2014 年 7 月 1 日起，也将撤销百草枯水剂登记和生产许可、停止生产，仅允许专供出口生产，2016 年 7 月 1 日停止水剂在国内销售和使用。
- 然而值得注意的是，今年 4 月召开的《鹿特丹公约》大会未就百草枯列入公约管制达成共识，其中农业大国印度反对将百草枯列入管制，一些中北美国如危地马拉、洪都拉斯也持反对意见。我们认为未达成共识的主要原因在于目前尚无替代百草枯的合适产品。以草铵膦为例，虽然和百草枯一样的作用机制，在见效期、播种移栽、适用范围方面与百草枯相差无几，甚至在效果上更甚一筹，但是因使用成本太高，拜耳推出草铵膦 30 年都没有取代百草枯。而近年来自南亚、东南亚、拉美等农业主产区对百草枯的需求有增无减，据此我们认为至少未来 5 年全球百草枯的需求仍将稳定增长。

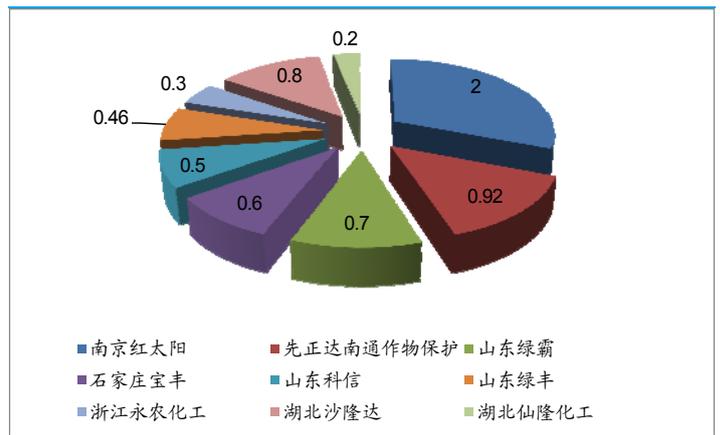
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表13: 全球百草枯销售额



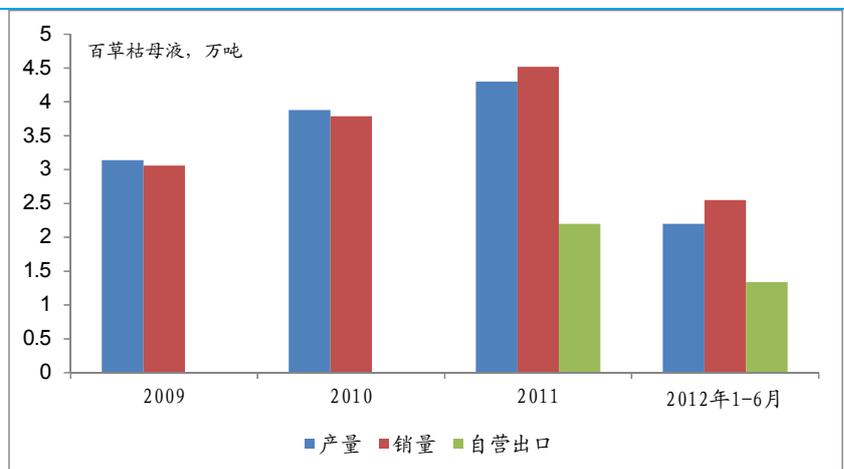
来源: 世界农化网、国金证券研究所

图表14: 我国百草枯产能 (折纯, 当前, 万吨)



来源: 行业资料、国金证券研究所

图表15: 我国百草枯供需情况 (协会统计的企业)



来源: 行业协会、国金证券研究所

注: 协会统计的企业不包括所有企业; 这里的出口不包括间接出口。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表16: 百草枯与草甘膦、草铵膦性能对比和关系

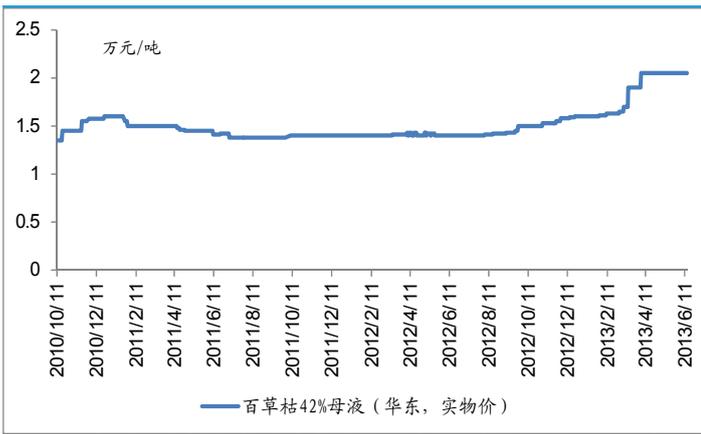
| 百草枯与草甘膦   |  |
|---|--|
| 两者互补。草甘膦见效慢，但能彻底杀根；百草枯见效快，但杀叶不杀根。                               |  |
| 实际施用中，通常先喷用草甘膦两天后，等杂草根茎吸收了草甘膦药液后再喷施百草枯，方可达到速效                   |  |
| 百草枯与草铵膦   |  |
| 两者理论上是替代品，都属触杀型除草剂。在见效期、播种移栽、适用范围方面，草铵膦和百草枯相差无几。                |  |
| 在效果和环保方面，草铵膦更甚一筹，具体表现在：   |  |
| 1) 对于一些恶性杂草，草铵膦特效，百草枯效果不大                                       |  |
| 2) 百草枯药液容易飘移，对作物有危害；草铵膦不易飘移，若接触到作物只会产生药斑，对作物生产没有影响。             |  |
| 3) 百草枯对人畜的毒性较大，接触土壤后迅速失去活性，但也造成在一些土质中长期存在；草铵膦毒性低，在土壤中易降解，对作物安全。 |  |
| 草铵膦至今没有替代百草枯的原因：  |  |
| 亩使用成本，草铵膦成本20元/亩，百草枯2-6元/亩；亩增收，百草枯由于施用方便、节省较多人力，可以达到400元/亩/年。   |  |
| 工艺方面，草铵膦技术门槛高，国内目前只有浙江永农能规模化生产。                                 |  |

来源：行业资料、国金证券研究所

### 原料纯吡啶供应瓶颈、产能收缩，促进百草枯供给面发生优化

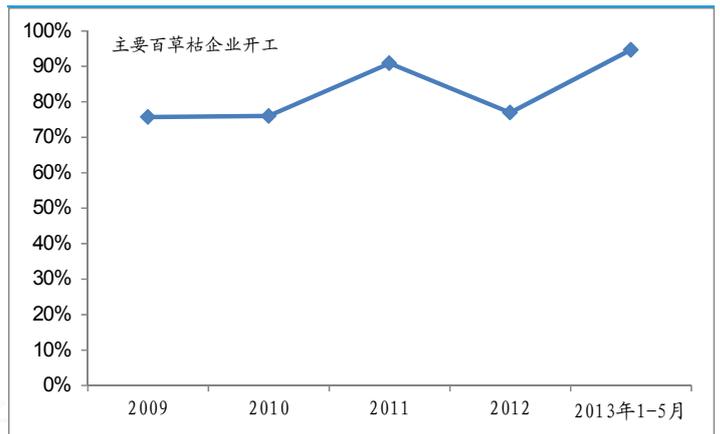
- 过去国内百草枯产能一直呈现过剩局面，开工率基本为 75 成。由于近两年百草枯的供给面发生如下变化，我们认为百草枯的产能正逐步收紧：
  - 原料吡啶供应瓶颈制约百草枯的产能释放。目前国内吡啶能够自给的百草枯生产企业仅红太阳和山东绿霸两家，合计占百草枯产能仅 40%。如今反倾销使得来自印度和日本的纯吡啶大幅减少，国内多数百草枯企业将面临原料无法保障的问题，有效开工可能继续降低。
  - 2012 年 4 月，农业部发布第 1745 号公告，自公告之日起停止批准新增百草枯母药和水剂产品的登记和生产许可，这意味着未来不再有百草枯的新增产能，是对基本面的又一个重大利好。

图表17: 国内百草枯价格



来源：百川资讯、国金证券研究所

图表18: 国内部分企业百草枯开工率



来源：行业资料、国金证券研究所

注：部分企业为红太阳、先正达南通、山东绿霸、山东科信、山东绿丰、浙江永农

### 盈利预测与估值

■ 盈利预测核心假设:

- 公司百草枯占农药板块收入近 40%，毒死蜱也占有一定比重，其余产品规模较小、种类繁多，因此这里主要对上述两种产品进行分析和预测。新增 2.5 万吨原料吡啶因根据市场情况择机投放，这里暂不作为 13 年的业绩增量。
- 考虑到吡啶价格未来将保持坚挺、下游需求稳定增长，预计百草枯价格将维持高位不变；由于大宗化学品普遍不景气，吡啶起始原料液氨、甲醛今年价格有所下滑，预计未来将继续在低位徘徊。
- 毒死蜱受原材料价格下跌、销售压力加大等影响，上半年价格较去年有所下滑；由于大宗化学品普遍不景气，起始原料丙烯腈、烧碱今年价格有所下滑。假设毒死蜱价格和原料价格维持当前不变，全年均价同比有所下滑。
- 2014-2015 年农药板块的业绩增量，我们认为可能来自新增吡啶产能的逐渐释放和吡啶下游产品的拓展。考虑到吡啶、氢氰酸、菊酯产业链占据全球环保农药市场 70%，产品种类繁多，公司不仅拥有上述产业链，且资产重组后研发实力明显提升，因此我们认为公司产品转型值得关注。由于公司尚未公布具体规划，这里暂且给予稳定增长的预估值。
- 公司化肥流通业务受化肥行业产能过剩、出口形势不佳影响，近两年收入增长较慢甚至下滑，毛利率 4% 左右。由于上述外部因素尚未实质性好转，我们预计该业务未来将保持稳定。
- 营业税金占收入比重假设不变；考虑到公司有较多业务在国内市场，随着营销力度的加大，销售费用占收入比重假设上升；由于研发费用提升，假设管理费用占收入比重稳中略有提高。
- 在建工程基本是现有装置的技改，假设今年全部转固。
- 所得税率保持不变。
- 基于上述假设，预计 2013-2015 年公司实现收入 74.93、80.12、85.72 亿元，归属于母公司净利润 4.35、4.87、5.64 亿元，EPS 0.86、0.96、1.11 元/股。
- 估值方面，我们选取国内大宗农药龙头扬农化工、江山股份、新安股份作为可比公司，上述公司 2013 年 PE 为 20.14 倍。参考行业平均，给予公司 13 年 PE 20-21 倍，目标价 17.20-18.06 元，建议增持。

中国价值投资网 最多、  
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表19: 销售预测表

| 项 目               | 2008           | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013E          | 2014E          | 2015E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>农药</b>         |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 销售收入(百万元)         | 755.14         | 721.58         | 864.20         | 1,281.67       | 2,725.23       | 2,920.69       | 3,212.76       | 3,534.04       |
| 增长率(YOY)          | N/A            | -4.44%         | 19.76%         | 48.31%         | 112.63%        | 7.17%          | 10.00%         | 10.00%         |
| 毛利率               | 14.41%         | 12.20%         | 9.30%          | 14.41%         | 20.54%         | 26.58%         | 26.00%         | 26.00%         |
| 占总销售额比重           | 21.65%         | 20.40%         | 22.80%         | 22.29%         | 38.49%         | 38.98%         | 40.10%         | 41.23%         |
| 占主营业务利润比重         | 39.98%         | 44.59%         | 37.10%         | 50.97%         | 74.85%         | 79.86%         | 80.26%         | 81.00%         |
| <b>化肥流通</b>       |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 销售收入(百万元)         | 2,729.58       | 2,780.63       | 2,875.24       | 4,458.20       | 4,276.04       | 4,489.84       | 4,714.33       | 4,950.05       |
| 增长率(YOY)          | N/A            | 1.87%          | 3.40%          | 55.05%         | -4.09%         | 5.00%          | 5.00%          | 5.00%          |
| 毛利率               | 5.98%          | 3.64%          | 4.99%          | 3.93%          | 3.80%          | 3.80%          | 3.80%          | 3.80%          |
| 占总销售额比重           | 78.27%         | 78.62%         | 75.86%         | 77.52%         | 60.39%         | 59.92%         | 58.84%         | 57.74%         |
| 占主营业务利润比重         | 59.97%         | 51.27%         | 66.23%         | 48.35%         | 21.73%         | 17.55%         | 17.21%         | 16.58%         |
| <b>农资大市场</b>      |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 销售收入(百万元)         |                |                |                |                | 53.76          | 56.45          | 59.27          | 62.23          |
| 增长率(YOY)          |                |                |                |                |                | 5.00%          | 5.00%          | 5.00%          |
| 毛利率               |                |                |                |                | 42.63%         | 40.00%         | 40.00%         | 40.00%         |
| 占总销售额比重           |                |                |                |                | 0.76%          | 0.75%          | 0.74%          | 0.73%          |
| 占主营业务利润比重         |                |                |                |                | 3.06%          | 2.32%          | 2.28%          | 2.19%          |
| <b>其他</b>         |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 销售收入(百万元)         | 2.68           | 34.81          | 50.72          | 10.90          | 25.97          | 25.97          | 25.97          | 25.97          |
| 毛利率               | 5.14%          | 23.49%         | -14.20%        | 22.60%         | 10.38%         | 10.00%         | 10.00%         | 10.00%         |
| <b>销售总收入(百万元)</b> | <b>3487.40</b> | <b>3537.02</b> | <b>3790.16</b> | <b>5750.77</b> | <b>7081.00</b> | <b>7492.95</b> | <b>8012.34</b> | <b>8572.30</b> |
| <b>平均毛利率</b>      | <b>7.80%</b>   | <b>5.58%</b>   | <b>5.72%</b>   | <b>6.30%</b>   | <b>10.56%</b>  | <b>12.97%</b>  | <b>12.99%</b>  | <b>13.23%</b>  |

来源: 国金证券、国金证券研究所。

图表20: 可比公司相对估值

| 股票代码   | 上市公司 | 最新收盘价 | EPS(按当前股本摊薄) |       |       | PE    |       |       |
|--------|------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |       | 2011A        | 2012A | 2013E | 2011A | 2012A | 2013E |
| 600389 | 江山股份 | 33.09 | 0.03         | 0.17  | 1.50  | -     | -     | 22.06 |
| 600596 | 新安股份 | 12.14 | 0.03         | 0.19  | 0.72  | -     | -     | 16.86 |
| 600486 | 扬农化工 | 36.54 | 0.89         | 1.13  | 1.70  | 41.06 | 32.34 | 21.49 |

来源: 江山股份采用我们的预测, 其他为同花顺 iFinD 一致性预测、国金证券研究所

### 风险提示

- 农药传统淡季即将到来, 百草枯价格短期回调风险。
- 国内其他厂家吡啶装置投产成功, 对供给面的冲击风险。
- 大宗原材料价格波动风险。
- 产品转型进度缓慢。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)          |               |               |               |               |               |               | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |              |              |              |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2010          | 2011          | 2012          | 2013E         | 2014E         | 2015E         |                 | 2010         | 2011         | 2012         | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>3,809</b>  | <b>5,789</b>  | <b>7,175</b>  | <b>7,493</b>  | <b>8,012</b>  | <b>8,572</b>  | 货币资金            | 651          | 968          | 1,203        | 1,200        | 1,200        | 1,200        |
| 增长率                   | 52.0%         | 23.9%         | 4.4%          | 6.9%          | 7.0%          |               | 应收账款            | 159          | 514          | 808          | 845          | 947          | 1,059        |
| <b>主营业务成本</b>         | <b>-3,584</b> | <b>-5,420</b> | <b>-6,416</b> | <b>-6,521</b> | <b>-6,972</b> | <b>-7,438</b> | 存货              | 1,038        | 1,455        | 1,948        | 1,822        | 1,986        | 2,160        |
| %销售收入                 | 94.1%         | 93.6%         | 89.4%         | 87.0%         | 87.0%         | 86.8%         | 其他流动资产          | 739          | 1,026        | 1,311        | 1,440        | 1,539        | 1,642        |
| <b>毛利</b>             | <b>224</b>    | <b>369</b>    | <b>760</b>    | <b>972</b>    | <b>1,041</b>  | <b>1,134</b>  | 流动资产            | 2,587        | 3,963        | 5,270        | 5,307        | 5,672        | 6,061        |
| %销售收入                 | 5.9%          | 6.4%          | 10.6%         | 13.0%         | 13.0%         | 13.2%         | %总资产            | 70.0%        | 51.8%        | 57.8%        | 59.8%        | 63.9%        | 67.9%        |
| <b>营业税金及附加</b>        | <b>0</b>      | <b>-2</b>     | <b>-12</b>    | <b>-12</b>    | <b>-13</b>    | <b>-14</b>    | 长期投资            | 44           | 61           | 65           | 65           | 65           | 65           |
| %销售收入                 | 0.0%          | 0.0%          | 0.2%          | 0.2%          | 0.2%          | 0.2%          | 固定投资            | 891          | 2,656        | 2,681        | 2,393        | 2,048        | 1,703        |
| <b>营业费用</b>           | <b>-59</b>    | <b>-86</b>    | <b>-93</b>    | <b>-100</b>   | <b>-109</b>   | <b>-119</b>   | %总资产            | 24.1%        | 34.7%        | 29.4%        | 27.0%        | 23.1%        | 19.1%        |
| %销售收入                 | 1.6%          | 1.5%          | 1.3%          | 1.3%          | 1.4%          | 1.4%          | 无形资产            | 165          | 959          | 950          | 945          | 941          | 936          |
| <b>管理费用</b>           | <b>-109</b>   | <b>-125</b>   | <b>-169</b>   | <b>-192</b>   | <b>-221</b>   | <b>-254</b>   | 非流动资产           | 1,108        | 3,690        | 3,845        | 3,561        | 3,211        | 2,862        |
| %销售收入                 | 2.9%          | 2.2%          | 2.4%          | 2.6%          | 2.8%          | 3.0%          | %总资产            | 30.0%        | 48.2%        | 42.2%        | 40.2%        | 36.1%        | 32.1%        |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>   | <b>56</b>     | <b>156</b>    | <b>485</b>    | <b>669</b>    | <b>698</b>    | <b>748</b>    | <b>资产总计</b>     | <b>3,695</b> | <b>7,653</b> | <b>9,116</b> | <b>8,868</b> | <b>8,884</b> | <b>8,923</b> |
| %销售收入                 | 1.5%          | 2.7%          | 6.8%          | 8.9%          | 8.7%          | 8.7%          | 短期借款            | 1,599        | 2,363        | 2,816        | 2,324        | 1,626        | 859          |
| <b>财务费用</b>           | <b>-96</b>    | <b>-132</b>   | <b>-176</b>   | <b>-151</b>   | <b>-117</b>   | <b>-69</b>    | 应付款项            | 1,342        | 1,941        | 2,853        | 2,616        | 2,798        | 2,987        |
| %销售收入                 | 2.5%          | 2.3%          | 2.5%          | 2.0%          | 1.5%          | 0.8%          | 其他流动负债          | -53          | -102         | -91          | -93          | -100         | -108         |
| <b>资产减值损失</b>         | <b>3</b>      | <b>0</b>      | <b>-5</b>     | <b>-3</b>     | <b>-1</b>     | <b>-1</b>     | 流动负债            | 2,887        | 4,201        | 5,578        | 4,847        | 4,324        | 3,738        |
| <b>公允价值变动收益</b>       | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 长期贷款            | 0            | 348          | 170          | 170          | 170          | 170          |
| <b>投资收益</b>           | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 其他长期负债          | 78           | 197          | 182          | 184          | 184          | 184          |
| %税前利润                 | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | <b>负债</b>       | <b>2,965</b> | <b>4,746</b> | <b>5,930</b> | <b>5,201</b> | <b>4,678</b> | <b>4,092</b> |
| <b>营业利润</b>           | <b>-38</b>    | <b>23</b>     | <b>304</b>    | <b>515</b>    | <b>581</b>    | <b>679</b>    | <b>普通股股东权益</b>  | <b>587</b>   | <b>2,750</b> | <b>3,022</b> | <b>3,490</b> | <b>4,016</b> | <b>4,626</b> |
| 营业利润率                 | n.a           | 0.4%          | 4.2%          | 6.9%          | 7.2%          | 7.9%          | 少数股东权益          | 143          | 157          | 164          | 176          | 190          | 206          |
| <b>营业外收支</b>          | <b>38</b>     | <b>73</b>     | <b>63</b>     | <b>40</b>     | <b>40</b>     | <b>40</b>     | <b>负债股东权益合计</b> | <b>3,695</b> | <b>7,653</b> | <b>9,116</b> | <b>8,868</b> | <b>8,884</b> | <b>8,923</b> |
| <b>税前利润</b>           | <b>0</b>      | <b>97</b>     | <b>367</b>    | <b>555</b>    | <b>621</b>    | <b>719</b>    | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 利润率                   | 0.0%          | 1.7%          | 5.1%          | 7.4%          | 7.7%          | 8.4%          |                 | 2010         | 2011         | 2012         | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
| <b>所得税</b>            | <b>-10</b>    | <b>-25</b>    | <b>-71</b>    | <b>-107</b>   | <b>-120</b>   | <b>-139</b>   | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 所得税率                  | 3657.2%       | 25.6%         | 19.3%         | 19.3%         | 19.3%         | 19.3%         | 每股收益            | -0.041       | 0.132        | 0.568        | 0.858        | 0.960        | 1.112        |
| <b>净利润</b>            | <b>-9</b>     | <b>72</b>     | <b>296</b>    | <b>447</b>    | <b>501</b>    | <b>580</b>    | 每股净资产           | 2.093        | 5.422        | 5.957        | 6.881        | 7.917        | 9.120        |
| 少数股东损益                | 2             | 5             | 8             | 12            | 14            | 16            | 每股经营现金净流        | -0.280       | 0.217        | 0.574        | 1.168        | 1.499        | 1.526        |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>-11</b>    | <b>67</b>     | <b>288</b>    | <b>435</b>    | <b>487</b>    | <b>564</b>    | 每股股利            | 0.050        | 0.000        | 0.020        | 0.020        | 0.020        | 0.020        |
| 净利率                   | n.a           | 1.2%          | 4.0%          | 5.8%          | 6.1%          | 6.6%          | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |               |               |               |               |               |               | 净资产收益率          | -1.95%       | 2.44%        | 9.54%        | 12.47%       | 12.13%       | 12.19%       |
|                       | 2010          | 2011          | 2012          | 2013E         | 2014E         | 2015E         | 总资产收益率          | -0.31%       | 0.88%        | 3.16%        | 4.91%        | 5.48%        | 6.32%        |
| <b>净利润</b>            | <b>-10</b>    | <b>73</b>     | <b>298</b>    | <b>447</b>    | <b>501</b>    | <b>580</b>    | 投入资本收益率         | -85.26%      | 2.05%        | 6.32%        | 8.72%        | 9.34%        | 10.25%       |
| 少数股东损益                | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| <b>非现金支出</b>          | <b>111</b>    | <b>197</b>    | <b>242</b>    | <b>294</b>    | <b>350</b>    | <b>350</b>    | 主营业务收入增长率       | 7.33%        | 52.00%       | 23.94%       | 4.43%        | 6.93%        | 6.99%        |
| <b>非经营收益</b>          | <b>108</b>    | <b>138</b>    | <b>189</b>    | <b>136</b>    | <b>102</b>    | <b>53</b>     | EBIT增长率         | -6.83%       | 179.22%      | 211.54%      | 37.74%       | 4.37%        | 7.16%        |
| <b>营运资金变动</b>         | <b>-288</b>   | <b>-299</b>   | <b>-439</b>   | <b>-285</b>   | <b>-192</b>   | <b>-209</b>   | 净利润增长率          | -16.16%      | N/A          | 329.34%      | 50.95%       | 11.89%       | 15.80%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>-78</b>    | <b>110</b>    | <b>291</b>    | <b>592</b>    | <b>760</b>    | <b>774</b>    | 总资产增长率          | -1.15%       | 107.13%      | 19.10%       | -2.72%       | 0.18%        | 0.45%        |
| <b>资本开支</b>           | <b>-93</b>    | <b>-152</b>   | <b>-223</b>   | <b>34</b>     | <b>40</b>     | <b>40</b>     | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 投资                    | 39            | 14            | 0             | 0             | 0             | 0             | 应收账款周转天数        | 5.6          | 6.1          | 10.2         | 13.0         | 15.0         | 17.0         |
| 其他                    | 2             | 244           | 4             | 0             | 0             | 0             | 存货周转天数          | 95.3         | 83.9         | 96.8         | 102.0        | 104.0        | 106.0        |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-52</b>    | <b>106</b>    | <b>-219</b>   | <b>34</b>     | <b>40</b>     | <b>40</b>     | 应付账款周转天数        | 50.0         | 47.8         | 67.6         | 65.0         | 65.0         | 65.0         |
| 股权募资                  | 8             | 11            | 3             | 44            | 49            | 56            | 固定资产周转天数        | 81.9         | 121.7        | 89.4         | 115.2        | 92.0         | 71.3         |
| 债权募资                  | 120           | 73            | 239           | -490          | -697          | -767          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 其他                    | -115          | -112          | -215          | -182          | -152          | -104          | 净负债/股东权益        | 129.78%      | 59.92%       | 55.96%       | 35.27%       | 14.17%       | -3.54%       |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>13</b>     | <b>-27</b>    | <b>27</b>     | <b>-629</b>   | <b>-800</b>   | <b>-814</b>   | EBIT利息保障倍数      | 0.6          | 1.2          | 2.8          | 4.4          | 6.0          | 10.9         |
| <b>现金净流量</b>          | <b>-117</b>   | <b>189</b>    | <b>99</b>     | <b>-3</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 资产负债率           | 80.26%       | 62.02%       | 65.05%       | 58.65%       | 52.66%       | 45.85%       |

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|-----|------|------|------|------|
| 买入 | 0   | 3    | 7    | 10   | 12   |
| 增持 | 0   | 1    | 4    | 8    | 12   |
| 中性 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 1.25 | 1.33 | 1.39 | 1.44 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net