

辉丰股份 (002496.SZ) 化学农药行业

评级: 买入 上调评级

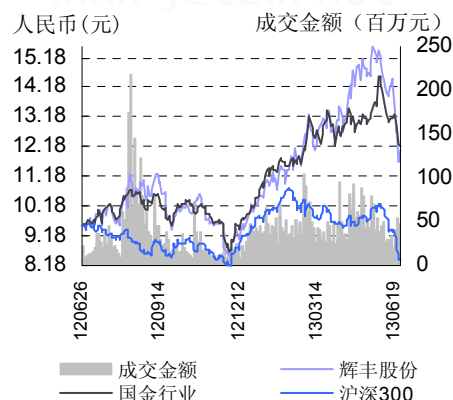
公司研究简报

市价 (人民币): 12.05 元
目标 (人民币): 15.25-15.86 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)	104.13
总市值(百万元)	29.53
年内股价最高最低(元)	15.55/8.48
沪深 300 指数	2165.42
中小板指数	5035.91



相关报告

- 《业绩符合预期,预计一季度增长良好》, 2013.4.9
- 《量价齐升,环保新产品助推业绩增长》, 2013.2.28

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

技术和环保优势助公司持续成长

公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.386	0.702	0.611	0.801	1.044
每股净资产(元)	10.07	10.69	7.50	8.06	8.90
每股经营性现金流(元)	-0.65	-0.48	0.58	0.84	1.18
市盈率(倍)	38.10	22.04	19.08	14.55	11.16
行业优化市盈率(倍)	29.94	34.76	42.69	42.69	42.69
净利润增长率(%)	-38.62%	85.70%	30.34%	31.17%	30.39%
净资产收益率(%)	3.84%	6.57%	8.15%	9.93%	11.74%
总股本(百万股)	160.00	163.42	245.05	245.05	245.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

近期我们赴公司位于大丰海洋经济开发区的厂区进行实地调研:

- **技术与环保是公司长期合作的基石:** 跨国农化巨头选择原药供应商考虑的因素, 一是产品质量及成本, 二是比国内更严格的安全生产和环保等社会责任履行。公司通过持续研发和工艺优化, 咪鲜胺、氟环唑等原药含量可达业内最高、杂质含量控制在最低、成本明显减少; 且近年来加大环保技改投入 (每年 3-4 千万元), 老厂区农药产能也搬迁至化工园区, 排放污水由园区集中处理。凭借上述优势, 公司成为巴斯夫、拜耳、先正达等巨头的稳定客户, 合作范围以每年 1-2 个产品的速度扩大。
- **联苯菊酯即将量产, 老产品咪鲜胺景气持续:** 1) 联苯菊酯是由 FMC 开发的拟除虫菊酯类杀虫剂, 全球销售额近 2 亿美元, 近年来应用范围由经济作物扩展到玉米、大豆, 销量持续上升。国内产能约 2000 吨, 因中间体合成难度大, 仅扬农等少数厂家能正常盈利。公司能生产中间体联苯醇, 预计 2000 吨联苯菊酯量产后毛利率可达正常水平, 且受益于产能转移和客户优势, 销路有保障 (+EPS 0.06)。2) 咪鲜胺上半年受行业景气推动, 报价同比上涨 6%-7%, 下半年又是南半球出口旺季、价格将维持高位, 原材料价格也相对稳定, 预计咪鲜胺 13 年毛利率明显提升, 中长期将受益于弥补发达国家地区的市场空白、开工率进一步提升。
- **环保推动行业整合加速进行, 产能转移趋势下新产品将陆续推出:** 公司未来的增长动力有两点: 一是在环保推动行业洗牌的背景下, 公司作为龙头有望通过同业整合巩固市场地位, 并有望借助三季度即将投运的化工仓储向上游延伸, 增强盈利能力; 二是未来 10 年全球仍有 100 亿美元农药专利到期, 公司凭借与农化巨头的长期合作以及管理层对市场需求的密切跟踪, 预计将陆续推出数个热点品种, 推动业绩快速增长。

投资建议与估值

- 13-15 年摊薄 EPS 0.61、0.80、1.04 元/股。公司历史 PE 在 21-22 倍, 考虑到农药行业基本面正发生实质性好转、估值中枢正在上移, 给予公司 13 年 PE 25-26 倍, 目标价 15.25-15.86 元, 上调评级至买入。

风险

- 新项目环评时间受政策影响延长; 新收购子公司扭亏进度不达预期。

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
主营业务收入	792	1,048	1,667	2,106	2,779	3,415	货币资金	1,118	952	804	480	500	530
增长率		32.2%	59.1%	26.3%	31.9%	22.9%	应收款项	105	253	361	448	606	763
主营业务成本	-552	-791	-1,273	-1,558	-2,060	-2,510	存货	181	338	531	619	824	1,018
% 销售收入	69.6%	75.5%	76.3%	74.0%	74.1%	73.5%	其他流动资产	29	72	146	204	250	290
毛利	241	256	395	548	719	905	流动资产	1,433	1,616	1,842	1,751	2,179	2,601
% 销售收入	30.4%	24.5%	23.7%	26.0%	25.9%	26.5%	% 总资产	76.9%	68.1%	60.1%	55.6%	59.9%	63.3%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-3	-4	-4	长期投资	3	19	15	15	15	15
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	323	598	954	1,154	1,222	1,275
营业费用	-32	-42	-47	-74	-99	-121	% 总资产	17.3%	25.2%	31.1%	36.6%	33.6%	31.0%
% 销售收入	4.1%	4.0%	2.8%	3.5%	3.6%	3.6%	无形资产	100	132	204	181	174	166
管理费用	-94	-142	-184	-253	-335	-412	非流动资产	429	757	1,224	1,401	1,461	1,507
% 销售收入	11.8%	13.5%	11.0%	12.0%	12.1%	12.1%	% 总资产	23.1%	31.9%	39.9%	44.4%	40.1%	36.7%
息税前利润 (EBIT)	114	71	162	219	282	368	资产总计	1,863	2,373	3,066	3,152	3,641	4,108
% 销售收入	14.3%	6.8%	9.7%	10.4%	10.1%	10.8%	短期借款	3	269	475	303	392	406
财务费用	-4	13	-2	-12	-13	-16	应付款项	228	364	599	663	882	1,082
% 销售收入	0.6%	-1.2%	0.1%	0.6%	0.5%	0.5%	其他流动负债	9	-1	35	119	133	145
资产减值损失	-4	-9	-9	-4	-1	-1	流动负债	240	633	1,109	1,084	1,406	1,633
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	14	15	25	26	26	26
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	254	648	1,134	1,110	1,432	1,659
营业利润	106	75	152	203	268	351	普通股股东权益	1,607	1,611	1,747	1,837	1,976	2,180
营业利润率	13.3%	7.1%	9.1%	9.6%	9.6%	10.3%	少数股东权益	2	114	184	205	233	269
营业外收支	12	6	8	5	5	5	负债股东权益合计	1,863	2,373	3,066	3,152	3,641	4,108
税前利润	118	81	160	208	273	356	比率分析						
利润率	14.9%	7.7%	9.6%	9.9%	9.8%	10.4%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-17	-14	-29	-37	-49	-64	每股指标						
所得税率	14.4%	17.5%	18.2%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	1.007	0.386	0.702	0.611	0.801	1.044
净利润	101	67	131	171	224	292	每股净资产	16.072	10.070	10.693	7.495	8.064	8.897
少数股东损益	0	5	16	21	28	36	每股经营现金净流	1.184	-0.647	-0.477	0.577	0.840	1.177
归属于母公司的净利润	101	62	115	150	196	256	每股股利	0.600	0.000	0.400	0.300	0.300	0.300
净利率	12.7%	5.9%	6.9%	7.1%	7.1%	7.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.27%	3.84%	6.57%	8.15%	9.93%	11.74%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.41%	2.61%	3.74%	4.75%	5.39%	6.23%
净利润	101	67	132	171	224	292	投入资本收益率	6.02%	2.94%	5.51%	7.65%	8.88%	10.55%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	41	61	87	113	141	156	主营业务收入增长率	14.92%	32.24%	59.09%	26.34%	31.93%	22.90%
非经营收益	9	4	18	21	18	21	EBIT增长率	-8.56%	-37.31%	127.82%	35.00%	28.62%	30.43%
营运资金变动	-32	-236	-315	-163	-177	-180	净利润增长率	-12.05%	-38.62%	85.70%	30.34%	31.17%	30.39%
经营活动现金净流	118	-103	-78	141	206	289	总资产增长率	160.68%	27.37%	29.21%	2.82%	15.50%	12.84%
资本开支	-110	-167	-379	-281	-195	-195	资产管理能力						
投资	0	-15	-30	0	0	0	应收账款周转天数	29.9	55.5	60.0	68.0	70.0	72.0
其他	-16	13	-328	0	0	0	存货周转天数	125.6	119.8	124.7	145.0	146.0	148.0
投资活动现金净流	-126	-170	-737	-281	-195	-195	应付账款周转天数	43.0	56.2	64.2	65.0	66.0	67.0
股权募资	1,142	11	67	13	17	22	固定资产周转天数	135.7	175.0	168.1	198.2	152.6	124.5
债权募资	-107	223	206	-172	89	14	偿债能力						
其他	-8	-123	-27	-25	-96	-100	净负债/股东权益	-69.30%	-39.58%	-17.03%	-8.67%	-4.90%	-5.06%
筹资活动现金净流	1,027	111	246	-184	9	-64	EBIT利息保障倍数	26.0	-5.6	96.7	17.9	22.2	23.7
现金净流量	1,020	-163	-569	-324	20	30	资产负债率	13.63%	27.30%	36.99%	35.22%	39.32%	40.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	1	4
增持	0	0	1	7	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.89	1.77

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。

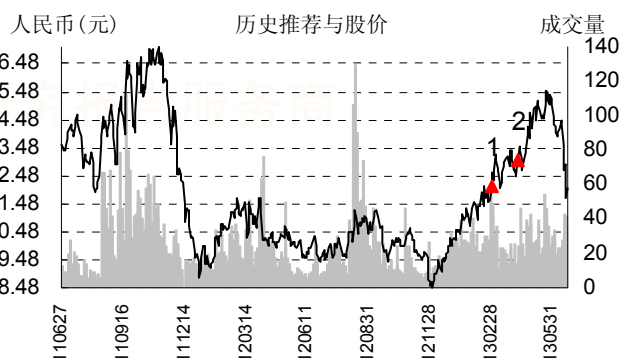
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-02-28	买入	12.13	21.78 ~ 21.78
2 2013-04-09	增持	13.04	21.78 ~ 21.78

来源：国金证券研究所



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为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