click here: http://www.hibor.com.cn

2013 年 10 月 11 日

证券研究报告 · 公司研究 · 化工

升华拜克（600226）调研报告

**增持**（首次）

当前价：6.53 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 双甘膦盈利能力提升，下半年盈利改善显著

## 投资要点

- **事件：日前，我们与升华拜克董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。**
- **公司农药业务贡献公司主要利润。**公司的主要农药产品包括杀虫剂和除草剂两大系列。杀虫类产品以生物农药阿维菌素系列产品为主；除草剂以麦草畏系列产品为主。公司有 2000 吨麦草畏（实际产量 1200 吨）、1.25 万吨双甘膦、0.5 万吨草甘膦（实际产量 0.3 万吨）、220 吨阿维菌素及部分制剂。因双甘膦作为除草剂草甘膦的中间品，受行业整合等因素影响，双甘膦市场景气度今年开始回升，产品价格逐步上涨，宁夏格瑞双甘膦产量同比提高。我们预计下半年农药业务贡献业绩环比有大幅提升，预计景气到明年上半年。
- **转基因除草剂麦草畏市场潜力较大，需求爆发增长+行业无新增产能明年料量价齐升。**麦草畏在国内主要由公司以及扬农化工生产。孟山都已开发出耐麦草畏的转基因大豆并计划 2014 年上市，美国还在做对环境的核查，明年会出结果，预计需求量会有爆发式增长，目前麦草畏价格维持在 14-15 万/吨，今年年底或者明年年初价格将明显提升。麦草畏资金壁垒较高，同时也有较强的技术壁垒。未来一年以内不会有新增产能，预计随着下游需求量放大，价格会有一个大幅提升。公司作为国内最早自我研发出来的厂商，在生产技术及工艺放大上优势明显，未来或将受益转基因作物的换代升级带来的行业性机会。
- **兽药下半年或将扭亏为盈，锆业务仍将亏损。**公司兽药业务目前为盈亏平衡，上半年主要影响业绩的主要因素减淡，下半年随着行业的回暖复苏，该块业务将环比改善。
- **估值与评级：估算 2013 年、2014 年和 2015 年每股收益 0.11 元、0.20 元和 0.29 元。**自 2010 年以来公司受环保监管开工受到较大影响，部分产能关停收入缩减盈利大幅下滑，今年随着农药行业的整体性回暖复苏，公司农药业务底部回升，给公司带来新的生机，首次给予“增持”评级。

| 指标/年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 1651.84 | 1610 | 1765 | 1925 |
| 增长率 | -6.4% | -2.5% | 9.6% | 9.1% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 33.93 | 74.93 | 142.96 | 210.30 |
| 增长率 | -65% | 121% | 91% | 47% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.05 | 0.11 | 0.20 | 0.29 |
| 净资产收益率 ROE | 2.4% | 5.2% | 11.3% | 16.4% |
| PE | 211 | 96 | 50 | 34 |
| PB | 3.0 | 5.2 | 5.9 | 5.7 |

*数据来源：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：023-63786519

邮箱：shah@swsc.com.cn

研究助理：李晓迪

电话：023-67791323

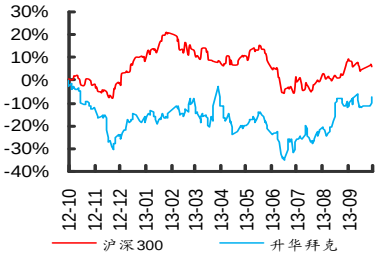
邮箱：lxdi@swsc.com.cn

研究助理：朱会振

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn


### 相对指数表现




*数据来源：西南证券*

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 4.06 |
| 流通 A 股(亿股) | 4.06 |
| 52 周内股价区间(元) | 4.26-7.45 |
| 总市值(亿元) | 26.48 |
| 总资产(亿元) | 23.19 |
| 每股净资产(元) | 3.33 |

### 相关研究

click here: http://www.hibor.com.cn



**附录：财务预测表**

| 财务指标 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---|---|---|---|---|
| **盈利能力** | | | | |
| ROE | 2% | 5% | 11% | 16% |
| 毛利率 | 13% | 15% | 18% | 20% |
| 期间费率 | 12% | 12% | 12% | 12% |
| 销售净利率 | 2% | 4% | 7% | 10% |
| 成长能力 | | | | |
| 收入增长率 | -6% | -3% | 10% | 9% |
| 利润增长率 | -65% | 121% | 91% | 47% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.75 | 0.74 | 0.89 | 0.97 |
| 应收账款周转率 | 8.10 | 8.10 | 8.10 | 8.10 |
| 存货周转率 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 35% | 34% | 36% | 35% |
| 流动比 | 1.04 | 1.02 | 0.76 | 0.77 |
| 速动比 | 0.69 | 0.68 | 0.41 | 0.41 |
| | | | | |
| 资产负债表（百万元） | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 现金及现金等价物 | 228 | 221 | 7 | (15) |
| 应收款项 | 204 | 199 | 218 | 238 |
| 存货净额 | 261 | 250 | 264 | 281 |
| 其他流动资产 | 83 | 81 | 88 | 96 |
| 流动资产合计 | 776 | 750 | 577 | 600 |
| 固定资产 | 867 | 850 | 835 | 821 |
| 在建工程 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 无形资产及其他 | 90 | 90 | 81 | 72 |
| 长期股权投资 | 428 | 428 | 428 | 428 |
| 资产总计 | 2215 | 2172 | 1976 | 1976 |
| 短期借款 | 259 | 261 | 262 | 263 |
| 应付款项 | 344 | 328 | 348 | 369 |
| 预收帐款 | 25 | 25 | 27 | 30 |
| 其他流动负债 | 119 | 119 | 119 | 119 |
| 流动负债合计 | 747 | 733 | 756 | 780 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | (40) | (80) | (120) |
| 其他长期负债 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 长期负债合计 | 36 | (4) | (44) | (84) |
| 负债合计 | 783 | 729 | 712 | 696 |
| 股本 | 406 | 714 | 714 | 714 |
| 股东权益 | 1432 | 1443 | 1264 | 1280 |
| 负债和股东权益总计 | 2215 | 2172 | 1976 | 1976 |

| 每股指标与估值 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---|---|---|---|---|
| **每股指标** | | | | |
| EPS | 0.05 | 0.11 | 0.20 | 0.29 |
| BVPS | 3.32 | 1.92 | 1.69 | 1.75 |
| 估值 | | | | |
| P/E | 211.35 | 95.70 | 50.16 | 34.10 |
| P/B | 3.03 | 5.25 | 5.94 | 5.74 |
| P/S | 2.47 | 4.45 | 4.06 | 3.72 |
| | | | | |
| 利润表（百万元） | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 1652 | 1610 | 1765 | 1925 |
| 营业成本 | 1438 | 1371 | 1450 | 1539 |
| 营业税金及附加 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| 销售费用 | 70 | 68 | 76 | 84 |
| 管理费用 | 113 | 110 | 116 | 121 |
| 财务费用 | 16 | 15 | 14 | 12 |
| 其他费用/（-收入） | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 营业利润 | 22 | 54 | 116 | 177 |
| 营业外净收支 | 9 | 14 | 14 | 14 |
| 利润总额 | 31 | 68 | 130 | 191 |
| 所得税费用 | 1 | 3 | 5 | 7 |
| 净利润 | 30 | 65 | 125 | 183 |
| 少数股东损益 | (4) | (10) | (18) | (27) |
| 归属于母公司净利润 | 34 | 75 | 143 | 210 |
| | | | | |
| 现金流量表（百万元） | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 经营活动现金流 | 218 | 186 | 137 | 180 |
| 净利润 | 30 | 65 | 125 | 183 |
| 少数股东权益 | (4) | (10) | (18) | (27) |
| 折旧摊销 | 109 | 96 | 94 | 92 |
| 公允价值变动 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 营运资金变动 | 84 | 34 | (63) | (68) |
| 投资活动现金流 | (219) | 33 | 39 | 36 |
| 资本支出 | 56 | 17 | 15 | 13 |
| 长期投资 | (176) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (7) | (93) | (342) | (207) |
| 债务融资 | (3) | (38) | (39) | (39) |
| 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | (8) | 126 | (166) | 9 |

*数据来源：西南证券*

click here: http://www.hibor.com.cn



## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，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，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

| | |
|---|---|
| **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<br>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<br>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<br>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<br>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<br>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 |

## 西南证券研究发展中心

**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
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

**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 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn