

钱江生化(600796)

公司研究/调研简报

13 年业绩开始好转

民生精品---调研简报/化工行业

2014 年 02 月 24 日

一、事件概述

我们近期调研了钱江生化，与公司高管交流了公司业绩情况。该公司目前是国内规模最大的生物农药生产企业之一。

二、分析与判断

➤ 13 年业绩好转主要由于三分厂配套建设完毕后生产效率提高

公司二分厂实施关停后，公司对三分厂生产线进行配套建设，目前整体发酵产能固定，拥有 3000 多立方发酵吨位。三分厂配套技改完成后，产能现在达到二分厂关停前的约 85%，生产水平和生产效率有所提高，公司盈利好转。三分厂现在可用建设土地很少，产能短期内不会扩大。四季度和一季度是公司相对淡季。

➤ 农药产品收入平稳

公司是赤霉素国内最大生产商之一，占销售收入约 50%，由于技术壁垒和环保等因素，一部分小厂关停，今年价格略有提升，未来市场平稳增长，公司生产水平和生产效率的提升决定盈利水平；由于替代产品和水稻种植面积下降，井冈霉素整体市场往下走，占公司收入百分之几；阿维菌素由于受蚕桑生产等影响，公司已不生产原药，采购原料做制剂生产，占销售收入比重较小。

➤ 兽药受禽流感等影响今年有所下滑

兽药硫粘是饲料添加剂，主要用于动物疾病防治。受禽流感影响，近几年兽药市场波动比较大，去年有所回升。目前养猪等行业低迷，今年该产品预计基本持平。

➤ 化合物 T，医药中间体竞争越来越激烈

主要是医药中间体，最终用在激素药，占收入 10% 以上。目前生产厂商增加，竞争趋于激烈，毛利率略有下降，目前 20% 不到，收入略有上升。

➤ 2013 年业绩好转

公司控股或参股子公司包括光电、房地产、生物化学、热电等行业。2013 年业绩好转主要是公司主营产品盈利水平提高，费用下降及投资收益增加。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 13-15 年 EPS0.07、0.11、0.14 元，首次给予谨慎推荐评级。

风险提示：产能投放不足。

盈利预测与财务指标

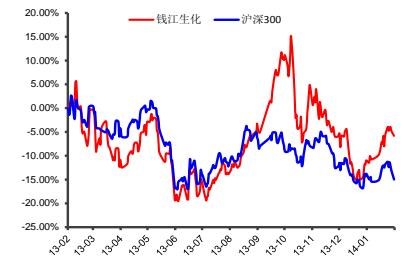
项目 / 年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	446	499	545	660
增长率 (%)	-20.22%	12.00%	9.17%	21.00%
归属母公司股东净利润 (百万元)	18	22	34	43
增长率 (%)	75.61%	26.21%	54.11%	24.36%
每股收益 (元)	0.06	0.07	0.11	0.14
PE	94	75	48	39
PB	3.2	3.0	2.8	2.6

资料来源：民生证券研究院

谨慎推荐 首次

交易数据	2014/2/25
收盘价 (元)	5.5
近 12 个月最高/最低 (元)	6.72/4.70
总股本 (百万股)	301.40
流通股本 (百万股)	301.40
流通股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	16.58
流通市值 (亿元)	16.58

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：刘威
 执业证书编号：S0100511090003
 电话：(86755)22662075
 Email：liuwei@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业收入	446	499	545	660
减：营业成本	357	388	415	501
营业税金及附加	1	2	3	3
销售费用	9	14	16	19
管理费用	114	50	55	67
财务费用	45	8	3	3
资产减值损失	7	9	6	7
加：投资收益	(1)	8	6	7
二、营业利润	(88)	35	54	67
加：营业外收支净额	115	0	0	0
三、利润总额	26	35	54	67
减：所得税费用	6	6	9	11
四、净利润	21	29	45	56
归属于母公司的利润	18	22	34	43
五、基本每股收益 (元)	0.06	0.07	0.11	0.14

主要财务指标

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	-345.46	16.67	13.83	11.67
成长能力:				
营业收入同比	-20.22%	12.00%	9.17%	21.00%
营业利润同比	-3403.2%	-139.4%	54.1%	24.4%
净利润同比	75.61%	26.21%	54.11%	24.36%
营运能力:				
应收账款周转率	48.53	32.67	15.33	14.61
存货周转率	135.73	86.20	53.21	50.30
总资产周转率	0.35	0.37	0.39	0.45
盈利能力与收益质量:				
毛利率	19.9%	22.2%	23.8%	24.0%
净利率	4.0%	4.5%	6.3%	6.5%
总资产净利率 ROA	1.3%	1.6%	2.4%	2.8%
净资产收益率 ROE	3.4%	4.1%	5.8%	6.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.98	1.08	1.19	1.30
资产负债率	61.1%	60.4%	58.3%	57.8%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.06	0.07	0.11	0.14
每股经营现金流量	53.09	122.17	24.15	21.10
每股净资产	1.72	1.82	1.97	2.15

资产负债表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	101	365	398	482
应收票据	30	96	105	127
应收账款	68	22	24	29
预付账款	6	(2)	7	(3)
其他应收款	119	134	146	176
存货	125	59	63	76
其他流动资产	16	16	16	16
流动资产合计	606	689	758	902
长期股权投资	228	228	228	228
固定资产	428	398	368	339
在建工程	5	8	9	9
无形资产	30	29	27	26
其他非流动资产	32	32	32	32
非流动资产合计	726	695	666	635
资产总计	1,332	1,384	1,423	1,537
短期借款	310	76	45	71
应付票据	10	11	12	14
应付账款	70	21	55	65
预收账款	9	19	8	21
其他应付款	5	5	5	5
应交税费	8	300	300	300
其他流动负债	140	143	145	151
流动负债合计	618	640	635	692
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	144	144	144	144
非流动负债合计	196	196	196	196
负债合计	814	836	830	888
股本	301	301	301	301
资本公积	38	38	38	38
留存收益	164	186	220	263
少数股东权益	16	23	34	47
所有者权益合计	518	548	593	649
负债和股东权益合计	1,332	1,384	1,423	1,537

现金流量表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	160	368	73	64
投资活动现金流量	(50)	138	(5)	(4)
筹资活动现金流量	(101)	(242)	(34)	24
现金及等价物净增加	9	264	33	84

资料来源：民生证券研究院

分析师与联系人简介

刘威，化工行业高级分析师，2年券商化工行业研究经验和2年基金化工行业分析经验，善于跟踪化工产品价格、价差及行业动态，及时把握投资机会。2011年上半年成功把握住氯碱的一轮行情。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。