

# 各产品景气向上，估值有望提升

## 买入 维持

目标价格：17.55 元

### 投资要点：

沙隆达 A 发布 2013 年年度报告，全年实现营业收入 30.8 亿元、同比增长 31.3%，实现归属于上市公司股东的净利润为 3.2 亿元、同比增长 209%，经营活动产生的现金流量净额为 8 亿元、同比增长 242%，公司 EPS 为 0.54 元。业绩符合预期。

### 报告摘要：

- 盈利创历史新高，仍有提升空间，资产负债率下降。** 受益于农药行业整体性向好，13 年公司 ROE 较 12 年提高 12.5 个百分点至 20.8%，公司四季度单季度 1.29 亿元的净利润更是再创历史新高，由于百草枯、乙酰甲胺磷四季度价格仍在上涨，我们预计一季度盈利环比有望继续提升。经营活动现金流量净额为 8 亿元，为经营活动净收益的 1.8 倍，充裕的现金流使得资产负债率由 12 年的 47.4% 下降至 13 年的 42.9%，14 年财务费用有望减少。
- 公司是国内最为综合性的农药上市公司，受益农药价格整体性上涨。** 公司目前产业链完整，形成了双甘膦-草甘膦、吡啶-百草枯、精胺-乙酰甲胺磷等多条生产链，且具备氯碱、热电自配套，成本优势突出。草甘膦市场价格已从 12 年的 2.5 上涨至目前的 3.42 万元/吨，且环保因素使得价格仍在持续上涨；百草枯受国家禁止新增产能和水剂限时退出政策影响，目前 3 万元/吨的价格已较去年上涨一倍，供需矛盾使得后续仍有上涨空间；印度乙酰甲胺磷受环保政策影响限产，国际需求转向国内采购，精胺配套要求使得其他企业难以扩产，目前价格 3.8 万元，我们预计后续将上涨至 4 万元/吨以上。虽然公司单一产品盈利弹性不大，但农药价格整体性上涨时公司最为受益。
- 此前阿甘收购 B 股并未达到预期，我们预测后续仍有通过其他方式实现合作可能。** 此前公司公告马克西姆阿甘要约收购 1.5 亿股 B 股，但最终仅完成 6295 万股，还公告不排除阿甘收购中国农化持有的沙隆达 A 股的可能。沙隆达农药生产种类齐全、技术积累充分，而阿甘则是全球最大过专利农药生产企业，合作即是双赢，一旦沙隆达获得阿甘定制订单，则会打破后续的成长瓶颈，估值有望获得显著提升。
- 各产品景气向上，盈利趋势向好，估值有望提升。** 我们预计公司各主要产品 14 年价格维持景气态势，公司整体盈利趋势向好，暂预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.26、1.53 和 1.84 元。我们认为一旦两家公司合作，沙隆达有望成为阿甘农药定制生产企业，估值有望显著提升（目前农药中间体企业估值在 18 倍左右），上调目标价至 17.55 元。

主要经营指标	2012	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2345.15	3078.47	3947.79	4717.61	5661.13
增长率 (%)	23.36	31.27	28.24	19.50	20.00
归母净利润(百万)	103.77	320.81	749.05	908.72	1,095.64
增长率 (%)	96.29	209.16	133.48	21.32	20.57
每股收益	0.17	0.54	1.26	1.53	1.84
市盈率	47.79	21.66	9.28	7.65	6.34

### 基础化工研究组

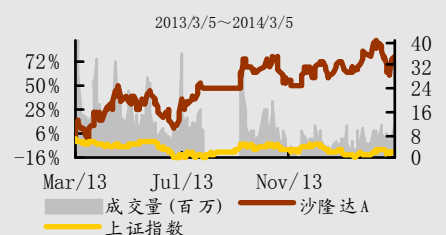
#### 分析师：

**王席鑫(S1180513060001)**
**Email: wangxixin@hysec.com**
**孙琦祥(S1180513060004)**
**Email: sunqixiang@hysec.com**

#### 研究助理：

**袁善宸**
**Email: yuanshanchen@hysec.com**

### 市场表现



### 相关研究

- 《公司动态跟踪报告 \* 沙隆达 A \* 各产品景气向上，整合值得期待》  
2014/3/4
- 《公司动态跟踪报告 \* 浙江龙盛 \* 增持体现大股东信心，维持买入》  
2014/3/4
- 《行业周报 \* 基础化工行业 20140302 \* 农药提价预期强烈，关注新材料》  
2014/3/2
- 《公司动态跟踪报告 \* 鼎龙股份 \* 控股科力莱，受益信息化战略》  
2014/2/28

**利润表**

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	3,078	3,948	4,718	5,661
减：营业成本	2,346	2,640	3,161	3,793
营业税金及附加	13	12	14	17
销售费用	95	122	142	170
管理费用	113	146	175	209
财务费用	66	29	15	11
资产减值损失	8	0	0	0
加：投资收益	5	0	0	0
二、营业利润	442	999	1,212	1,461
加：营业外收支净额	(8)	0	0	0
三、利润总额	434	999	1,212	1,461
减：所得税费用	114	250	303	365
四、净利润	320	749	909	1,096
归属于母公司的利润	321	749	909	1,096
五、基本每股收益 (元)	0.54	1.26	1.53	1.84

**主要财务指标**

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	10.74	5.39	3.82	2.60

**成长能力:**

营业收入同比	31.27%	28.24%	19.50%	20.00%
营业利润同比	203.1%	125.9%	21.3%	20.6%
净利润同比	209.16%	133.48%	21.32%	20.57%

**营运能力:**

应收账款周转率	23.13	22.17	22.96	22.92
存货周转率	48.62	37.86	36.70	36.67
总资产周转率	1.20	1.36	1.31	1.21

**盈利能力与收益质量:**

毛利率	23.8%	33.1%	33.0%	33.0%
净利率	10.4%	19.0%	19.3%	19.4%
总资产净利率 ROA	11.8%	24.1%	22.1%	20.9%
净资产收益率 ROE	20.7%	32.9%	28.5%	25.6%

**资本结构与偿债能力:**

流动比率	1.15	3.01	4.52	6.37
资产负债率	42.9%	26.8%	22.4%	18.1%
长期借款/总负债	25.5%	35.5%	32.2%	31.2%

**每股指标:**

每股收益	0.54	1.26	1.53	1.84
每股经营现金流量	1.35	1.43	1.90	1.84
每股净资产	2.60	3.84	5.37	7.21

**资产负债表**

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	414	852	1,958	3,032
应收票据	41	43	52	62
应收账款	209	270	323	388
预付账款	43	96	33	108
其他应收款	7	9	11	13
存货	258	289	346	416
其他流动资产	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>973</b>	<b>1,560</b>	<b>2,723</b>	<b>4,019</b>
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	1,324	1,271	1,170	1,037
在建工程	234	127	69	39
无形资产	137	128	119	110
其他非流动资产	13	13	13	13
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,735</b>	<b>1,553</b>	<b>1,384</b>	<b>1,213</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,708</b>	<b>3,113</b>	<b>4,107</b>	<b>5,231</b>
短期借款	359	0	0	0
应付票据	40	45	54	65
应付账款	156	208	253	308
预收账款	79	54	84	48
其他应付款	35	35	35	35
应交税费	73	73	73	73
其他流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>846</b>	<b>518</b>	<b>602</b>	<b>631</b>
长期借款	296	296	296	296
其他非流动负债	20	20	20	20
<b>非流动负债合计</b>	<b>316</b>	<b>316</b>	<b>316</b>	<b>316</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,162</b>	<b>834</b>	<b>919</b>	<b>948</b>
股本	594	594	594	594
资本公积	263	263	263	263
留存收益	673	1,422	2,331	3,426
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,546</b>	<b>2,279</b>	<b>3,188</b>	<b>4,284</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,708</b>	<b>3,113</b>	<b>4,107</b>	<b>5,231</b>

**现金流量表**

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	800	847	1,130	1,095
投资活动现金流量	(343)	(20)	(10)	(10)
筹资活动现金流量	(223)	(388)	(15)	(11)
现金及等价物净增加	233	438	1,105	1,074

**作者简介:**

**王席鑫:** 基础化工行业分析师。五年化工行业研究经历, 两年化工行业内工作经历, 2013 年加盟宏源证券研究所。2011-2013 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。

**孙琦祥:** 基础化工行业分析师。三年化工行业研究经历, 三年化工实体资讯和贸易工作经历。2013 年加盟宏源证券研究所。2011-2013 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。

**袁善宸:** 基础化工行业研究员。南开大学理学学士、会计硕士, 一年化工行业研究经验。2013 年加盟宏源证券研究所, 所在团队获新财富最佳分析师第三名。

**机构销售团队**

		姓名	电话	手机	邮箱
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。