

农药巨头在路上



投资要点

- 公司公告，将受托管理中化股份和沈化院持有的中化农化的全部股权，受托期限为2014年3月13日起为期一年。
- 中化农化是中化集团农药业务的主要力量之一，研发方面依托具有GLP实验室资质的沈阳化工研究院，生产方面则拥有沈阳科创和沈化院化工科技发展两大生产基地。品种覆盖杀虫剂、杀菌剂、除草剂和植物生长调节剂四大类。2013年实现收入18.57亿元，归属于母公司所有者的净利润1.13亿元。
- 公司目前持有扬农集团40.5%和江山化工30%的股权，农药业务已基本形成了覆盖研发、生产、分销、品牌、登记等关键环节的全产业链布局，是A股最大的农药企业。此次受托管理中化农化股份，有望能够进一步发挥品牌效应和协同效应，增强公司在农化业务领域的核心竞争力和盈利能力，同时本次关联交易有助于解决控股股东与公司在农化业务上存在的潜在同业竞争问题。
- 公司12年斥资26亿收购了江苏圣奥61%的股份，圣奥是我国橡胶助剂的龙头企业，拥有PPD产能13万吨，PPD上游中间体RT培司产能15万吨。占据全球6PPD市场约25%的市场份额，国内市场份额约57%。随着圣奥被侵权案的胜诉，防老剂竞争格局得到优化，公司业绩有望显著增长。

财务与估值

- 我们预计公司2013-2015年每股收益分别为0.34, 0.56, 0.61元，由于公司业务较多，体量较大，在可比公司估值基础上适当折价，给予公司2014年15倍估值，对应目标价8.4元，维持公司买入评级。

风险提示

- 草甘膦价格超预期下跌
- 天胶价格超预期下跌

公司主要财务信息					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	55,291	54,448	53,948	54,251	53,926
同比增长	39.3%	-1.5%	-0.9%	0.6%	-0.6%
营业利润 (百万元)	1,037	774	1,018	1,601	1,809
同比增长	-16.6%	-25.4%	31.5%	57.4%	13.0%
归属母公司净利润 (百万元)	775	584	716	1,159	1,268
同比增长	15.7%	-24.6%	22.5%	61.9%	9.4%
每股收益 (元)	0.37	0.28	0.34	0.56	0.61
毛利率	4.6%	3.6%	4.4%	4.9%	5.2%
净利率	1.4%	1.1%	1.3%	2.1%	2.4%
净资产收益率	12.8%	9.1%	8.2%	10.2%	10.3%
市盈率 (倍)	18.1	24.0	19.6	12.1	11.1
市净率 (倍)	2.2	2.1	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2014年03月31日)	6.74元
目标价格	8.40元
52周最高价/最低价	8.25/4.70元
总股本/流通A股 (万股)	208,301/143,759
A股市值 (百万元)	14,040
国家/地区	中国
行业	化工
报告发布日期	2014年03月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现 (%)	-6.4	-11.1	-11.3	18.3
相对表现 (%)	-5.0	-9.6	-3.4	32.2
沪深300 (%)	-1.4	-1.5	-7.9	-14.0



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵辰
021-63325888*5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511120005

联系人 骆志远
021-63325888*6107
luozhiyuan@orientsec.com.cn

相关报告
圣奥被侵权案胜诉，利好中化国际 2013-11-11
三季度业绩保持高速增长 2013-10-31
公司有望取代 Nufarm 成为澳新最大农药 2013-08-27
分销企业

可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2014/3/31	每股收益(元)				市盈率			
			2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E
新安股份	600596	12.82	0.19	0.65	1.02	1.02	66.32	19.79	12.54	12.53
扬农化工	600486	34.49	1.13	2.19	2.45	2.87	30.60	15.73	14.06	12.02
江山股份	600389	37.62	0.17	1.53	2.03	2.48	223.53	24.60	18.56	15.17
保税科技	600794	8.51	0.34	0.36	0.41	0.50	24.76	23.33	20.66	16.89
阳谷华泰	300121	12.65	0.08	0.11	0.45	0.62	151.32	112.64	28.11	20.27
恒基达鑫	002492	18.30	0.53	0.41	0.47	0.55	34.26	45.12	39.28	33.46
	最大值						223.53	112.64	39.28	33.46
	最小值						24.76	15.73	12.54	12.02
	平均数						88.46	40.20	22.20	18.39
	调整后 平均						70.62	28.21	20.35	16.21
中化国际	相对估 值目标 价		0.41	0.34	0.56	0.61		28.00	20.00	16.00

资料来源: wind, 东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	7,872	5,608	4,316	4,340	5,362	营业收入	55,291	54,448	53,948	54,251	53,926
应收账款	2,102	3,040	2,630	2,579	2,734	营业成本	52,744	52,478	51,592	51,590	51,141
预付账款	497	666	677	611	648	营业税金及附加	271	174	270	271	270
存货	3,600	3,187	3,784	3,479	3,435	营业费用	651	685	647	651	647
其他	2,135	1,774	1,636	1,841	1,744	管理费用	631	792	701	705	701
流动资产合计	16,206	14,275	13,043	12,850	13,923	财务费用	39	242	422	206	142
长期股权投资	1,930	5,820	5,819	5,819	5,819	资产减值损失	221	71	39	(6)	(1)
固定资产	4,601	5,280	5,168	5,018	4,843	公允价值变动收益	2	15	2	2	2
在建工程	69	193	249	227	216	投资净收益	301	752	738	766	780
无形资产	886	1,827	1,807	1,786	1,766	其他	0	0	0	0	0
其他	1,864	2,791	3,073	3,025	2,962	营业利润	1,037	774	1,018	1,601	1,809
非流动资产合计	9,351	15,911	16,115	15,875	15,605	营业外收入	217	125	120	120	120
资产总计	25,557	30,186	29,158	28,726	29,528	营业外支出	15	12	22	22	24
短期借款	6,794	7,618	1,688	520	0	利润总额	1,239	886	1,116	1,699	1,905
应付账款	2,883	2,923	2,965	2,886	2,883	所得税	186	163	206	306	381
其他	2,956	2,681	3,367	2,908	2,886	净利润	1,053	724	909	1,393	1,524
流动负债合计	12,633	13,222	8,020	6,314	5,769	少数股东损益	278	139	193	234	256
长期借款	2,033	2,537	2,537	2,537	2,537	归属于母公司净利润	775	584	716	1,159	1,268
应付债券	1,692	3,582	3,582	3,582	3,582	每股收益(元)	0.37	0.28	0.34	0.56	0.61
其他	370	690	466	504	550						
非流动负债合计	4,095	6,809	6,586	6,624	6,669						
负债合计	16,728	20,032	14,606	12,938	12,438						
少数股东权益	2,529	3,541	3,735	3,969	4,225	主要财务比率					
股本	1,438	1,438	2,083	2,083	2,083						
资本公积	1,571	1,443	4,503	4,503	4,503	成长能力					
留存收益	3,498	3,866	4,367	5,383	6,419	营业收入	39.3%	-1.5%	-0.9%	0.6%	-0.6%
其他	(208)	(134)	(134)	(150)	(140)	营业利润	-16.6%	-25.4%	31.5%	57.4%	13.0%
股东权益合计	8,829	10,154	14,553	15,788	17,090	归属于母公司净利润	15.7%	-24.6%	22.5%	61.9%	9.4%
负债和股东权益	25,557	30,186	29,158	28,726	29,528	获利能力					
						毛利率	4.6%	3.6%	4.4%	4.9%	5.2%
						净利率	1.4%	1.1%	1.3%	2.1%	2.4%
						ROE	12.8%	9.1%	8.2%	10.2%	10.3%
						ROIC	4.6%	3.7%	5.0%	6.4%	6.6%
						偿债能力					
						资产负债率	65.5%	66.4%	50.1%	45.0%	42.1%
						净负债率	44.7%	81.2%	30.1%	19.4%	7.9%
						流动比率	1.28	1.08	1.63	2.04	2.41
						速动比率	0.99	0.84	1.14	1.47	1.81
						营运能力					
						应收账款周转率	26.4	21.2	19.0	20.8	20.3
						存货周转率	14.8	15.2	14.6	13.9	14.5
						总资产周转率	2.2	2.0	1.8	1.9	1.9
						每股指标(元)					
						每股收益	0.37	0.28	0.34	0.56	0.61
						每股经营现金流	0.43	0.32	0.49	0.50	0.68
						每股净资产	3.02	3.17	5.19	5.67	6.18
						估值比率					
						市盈率	18.1	24.0	19.6	12.1	11.1
						市净率	2.2	2.1	1.3	1.2	1.1
						EV/EBITDA	67.2	18.5	12.7	10.5	9.8
						EV/EBIT	21.4	22.7	16.0	12.8	11.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn