

百草枯景气带动业绩大增

红太阳 (000525.SZ)

推荐 评级

投资要点:

1. 事件

红太阳发布 2013 年年度报告, 公司实现销售收入 72.41 亿元, 同比增长 0.92%; 归属于上市公司股东的净利润 3.65 亿元, 同比增长 32.11%, 对应每股收益 0.73 元。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.50 元 (含税)。

同时公司发布 2014 年第一季度业绩预告, 当期实现盈利: 1.19 亿元-1.39 亿元, 对应 EPS0.235-0.274 元, 同比增速 80-110%。

2. 我们的分析与判断

(一)、百草枯提价带动业绩大幅增长

报告期内, 公司主导产品百草枯持续景气, 价格逐步提升, 带动业绩大幅增长。受益全球需求刚性, 国内环保政策趋严, 13 年农药行业呈现景气走势, 特别是除草剂提升明显。再者, 我国对原产于印度和日本的进口吡啶征收反倾销税 (税率为 24.6% 至 57.4%), 吡啶涨价, 在成本端支撑百草枯价格。

尽管业绩大幅提升, 却仍不及市场预期, 我们认为两方面因素影响了盈利。一方面, 百草枯 42% 母液市场报价已提升至 3 万元/吨, 而 13 年公司长协单子占比较高, 实现价格与市场报价存在差距。另一方面, 毒死蝉产业链产品及 3 甲基吡啶价格与去年同期比, 价格有所下降, 拖累了公司的盈利。

公司预告 2014 年 Q1 盈利增速 80-110%, 我们判断公司百草枯主流成交价正逐步向市场价格靠齐, 预计 1 季度成交价在 2.4 万元/吨左右, 后续还有不少提价空间。

(二)、看好百草枯景气

经历 2009-2011 年产能消化阶段后, 2012 年百草枯景气度开始提升。百草枯 42% 母液价格长期维持在 1.45 万元/吨左右, 自 2012 年 9 月份后价格不断攀升, 到目前为止, 主流厂家报价至 3.0 万元/吨左右。

近 5 年来, 百草枯全球年需求增长率在 15% 以上, 随着免耕技术的不断推广, 以及在耐草甘膦药性杂草地区使用量的提升, 我们预计

分析师

裘孝锋

✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511050001

王强

✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511080002

胡昂

✉: huang@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130512070003

市场数据

时间 2013-04-14

A 股收盘价(元)	15.91
A 股一年内最高价(元)	19.60
A 股一年内最低价(元)	13.08
上证指数	2131
市净率	2.47
总股本(亿股)	5.07
实际流通 A 股(亿股)	2.76
限售的流通 A 股(亿股)	2.31
流通 A 股市值(亿元)	44.54

百草枯的需求仍将保持 10% 以上的增速。环保政策下百草枯产能扩张受限，未来两年无新增产能，当前正常开工的企业开工率已提升至 90% 以上，供给端十分紧张，越往后百草枯供应紧张的局面将加剧。我们判断百草枯行业仍将景气向上。

(三)、产品弹性十足

当前公司长协单子占比不断减少，长单时间也缩短至 1-3 个月，在百草枯景气向上的过程中，公司的实现价格有望逐步向市场报价靠拢。公司拥有 6.2 万吨吡啶碱、2 万吨百草枯原粉产能，百草枯 42% 母液价格每上涨 1000 元/吨，增厚 EPS0.09 元，价格弹性十足。

3. 投资建议

公司通过实施农药整体上市后，形成了拟除虫菊酯类、吡啶碱类和氢氰酸类三大环保农药产业链，是全球最大的吡啶—百草枯一体化企业，综合优势明显。

目前国内百草枯产量接近产能上限，且未来两年无新增产能，随着需求的稳步增长，供应紧张的局面将加剧，百草枯景气中长期向上。公司未来业绩边际来源主要有两块，一个是百草枯涨价的弹性，二个是 2.5 万吨新建吡啶碱投产带来的业绩增长。我们预计公司预计 14-15 年公司 EPS 分别为 1.19 元、1.57 元，对应目前股价 PE 分别为 13.4x 和 10.1x，维持推荐评级。

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
流动资产	3963	5270	5168	5669	6269
现金	968	1203	971	1799	2239
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	325	506	33	38	39
应收款项	137	263	446	504	526
其它应收款	52	39	46	8	9
存货	1455	1948	2405	2059	2159
其他	1026	1310	1266	1261	1295
非流动资产	3690	3845	5139	4821	3966
长期股权投资	60	61	57	57	57
固定资产	1930	1758	2526	2608	1682
无形资产	339	331	369	360	370
其他	1361	1695	2188	1797	1857
资产总计	7653	9116	10307	10491	10234
流动负债	4201	5578	6287	6451	6297
短期借款	2210	2682	2989	3194	3089
应付账款	943	1434	1832	2102	2015
预收账款	157	283	365	410	421
其他	891	1179	1101	745	772
长期负债	545	352	466	200	200
长期借款	348	170	272	170	170
其他	197	182	194	30	30
负债合计	4746	5930	6753	6651	6497
股本	507	507	507	507	507
资本公积金	1994	1994	1994	1994	1994
留存收益	0	0	339	941	1737
少数股东权益	157	164	168	145	153
归属于母公司所有者权益	2725	3005	3363	3442	4239
负债及权益合计	7629	9099	10285	10238	10889

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	5789	7175	7241	8257	8631
营业成本	5420	6416	6230	7005	7197
营业税金及附加	2	12	18	17	17
营业费用	86	93	118	132	129
管理费用	125	169	213	231	207
财务费用	132	176	209	200	184

资产减值损失	0	5	44	10	3
公允价值变动收益	(0)	0	(0)	0	0
投资收益	2	2	7	8	8
营业利润	25	306	417	670	902
营业外收入	75	68	52	50	50
营业外支出	2	4	6	5	5
利润总额	98	369	463	715	947
所得税	25	71	91	107	142
净利润	73	298	372	608	805
少数股东损益	5	8	(0)	6	8
归属于母公司净利润	69	290	372	602	797
EPS (元)	0.14	0.57	0.73	1.19	1.57

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
经营活动现金流	110	291	1025	386	951
净利润		290	372	602	797
折旧摊销		0	0	203	185
财务费用		0	0	200	184
投资收益		0	0	(8)	(8)
营运资金变动		0	0	245	(166)
其它		1	653	(854)	(41)
投资活动现金流	93	(225)	(786)	(175)	(670)
资本支出		0	0	(1190)	(670)
其他投资		(225)	(786)	1015	0
筹资活动现金流	(27)	27	(382)	(334)	(291)
借款变动		0	0	(150)	(141)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	(0)	0
股利分配		0	0	0	0
其他		27	(382)	(183)	(150)
现金净增加额	176	94	(143)	596	440

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、王强、胡昂，石油化工行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn