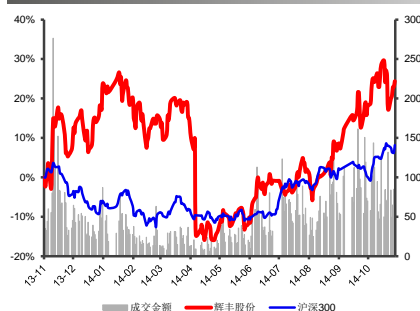


**投资评级：买入（首次）**

收盘价	17.9
目标价	25.65
上次目标价	

**研究员**

**谢建斌** 执业证书编号：  
 分析师 S1100514100001  
 xiejianbin@cczq.com

**股价走势图**


# 辉丰股份：农业信息化助力再次腾飞

**核心观点**

- 农业信息化助力再次腾飞。** 公司是国内主要的农药原药生产企业，参股 50% 的农一网作为农药制剂分销平台于 11 月正式上线，有望突破微笑曲线上端，助力于公司的再次腾飞。公司进军电商平台，除有利于公司推广产品外，在模式创新方面可以减少农药分销环节；线上定单避免了假货、伪劣货的流通；避免了赊销等。
- 完善农药产业链，协同效应增强。** 公司在产品细分领域完善产业链，形成了咪唑·咪鲜胺产业链、功夫酸/联苯醇·菊酯产业链、氟化工-氟环唑/吡氟酰草胺/氟氟草酯产业链、对羟基苯甲酸-辛酰溴苯腈产业链、光气化产品产业链等。我们认为公司未来农药的增长确定，主要来自于嘉隆化工光气化产品、制剂业务、原药新产能投放等。
- 仓储业务未来大有作为。** 公司一期 13.8 万立方储罐有望在年内投入使用。我们认为公司发展仓储业务具有较高的前瞻性，所处大丰港为沿海港口，由于江苏沿江地区未来环境容量有限，发展沿海物流是大势所趋；公司周边的化工园区林立，且主要是精细化工产品，公司的仓储业务有望受益于承接苏北地区基础化工原料的分销。
- 估值与投资建议：** 我们预计公司 2014-16 年每股收益分别为 0.71、0.95、1.26，根据可比公司 2015 年 27 倍 PE，对应目标价 25.65，首次给予公司买入评级。

**川财证券研究所**

成都：  
 交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，610041  
 总机：(028) 86583000  
 传真：(028) 86583002

**财务和估值数据摘要**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1,667	2,086	2,999	3,937	5,147
增速	59.1%	25.1%	43.8%	31.3%	30.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	116	163	226	301	400
增速	85.3%	41.2%	38.3%	33.2%	33.3%
总股本（百万）	163	245	319	319	319
EPS	0.36	0.51	0.71	0.95	1.26
PE	49.7	35.1	25.2	18.8	14.2

# 公司介绍 构建农药大格局

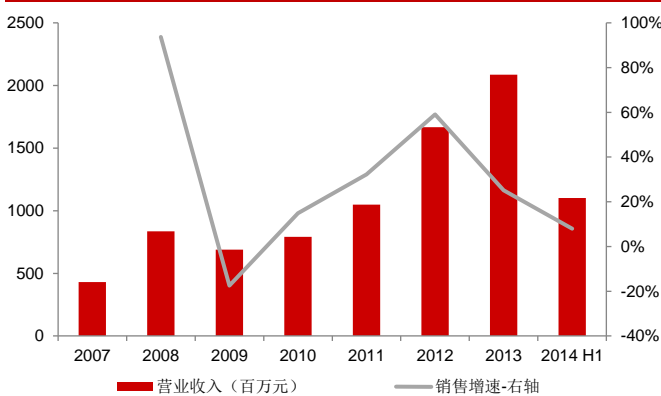
## 立足农药 近年来业绩维持高增速

公司是国内农药公司中在原药生产领域内产品最齐全的公司之一,在细分产品领域做到龙头地位;公司近年来业绩一直维持较高的增速。

公司是国家农药定点骨干生产企业、国家火炬计划重点高新技术企业。成为集研发、生产、国内国际贸易于一体的全国知名农药企业,具有合成原药、加工、复配制剂 20 万吨的生产能力,成为世界第一的咪鲜胺原药;亚洲第一、世界第二的辛酰溴苯腈原药;中国第一的氟环唑原药的研发和产业化基地。

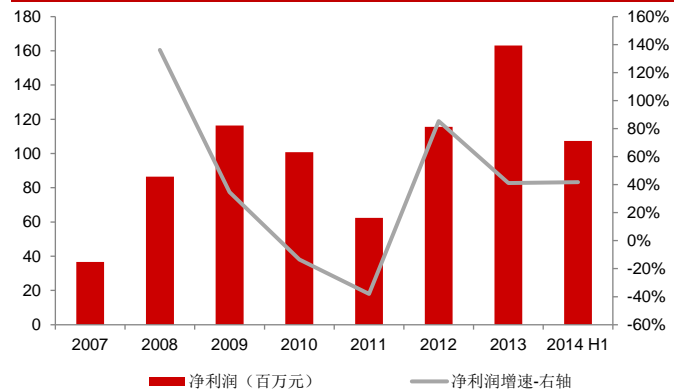
公司目前的主要产品有咪酰胺、溴苯腈、氟环唑、二氯蒽醌、烯琥吗啉、氟氟草酯、2,4-滴、吡氟酰草胺等原药。公司通过收购兼并或者新设进军上游中间体,同时依托原药优势生产制剂,完善公司所产产品的上下游产业链,同时在品类扩张上,公司产品涵盖了杀虫剂、杀螨剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂五大系列。

图 1: 公司销售额及增速



资料来源: 公司年报、川财证券研究所

图 2: 公司净利润及增速



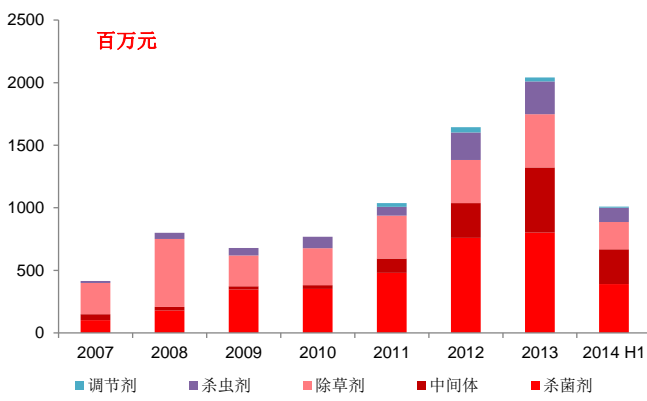
资料来源: 公司年报、川财证券研究所

公司近年来保持 30% 以上的业绩增速,其中 2014 年 1-3 季度实现销售收入 17.48 亿元,同比增加 14.08%; 归属母公司净利润 1.52 亿元,同比增加 39.86%。公司中间体业务自 2014 年起对公司的边际贡献逐渐加大。

公司截止 2013 年末公司累计申报登记原药产品 38 个,累计获得授权专利 35 项,其中产品专利 33 项;至 2014 年上半年,新增登记产品 22 个,申请专利 19 个。

图 3: 公司分产品销售

图 4: 公司分产品毛利率



资料来源：公司年报、川财证券研究所

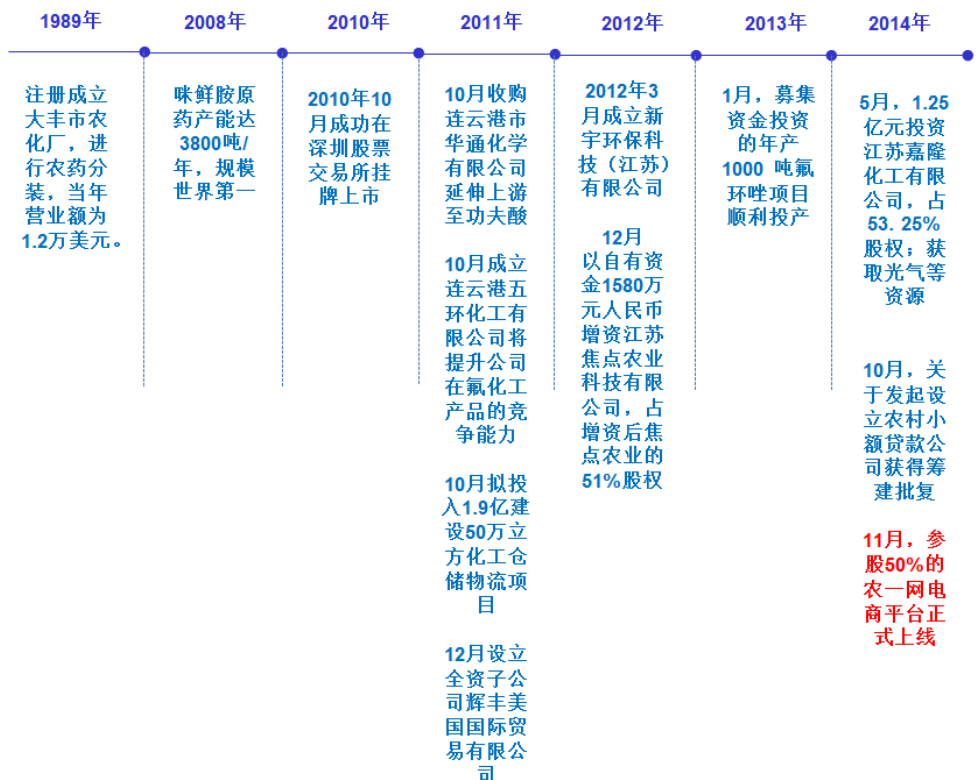


资料来源：公司年报、川财证券研究所

### 多项业务齐头并进

公司完善农化产业链，在细分产品领域做到龙头地位，形成了咪唑-咪唑啉产业链、功夫酸/联苯醇-菊酯产业链、氟化工-氟环唑/吡氟酰草胺/氟草酯产业链、对羟基苯甲酸-辛酰溴苯腈产业链、光气化产品产业链等。我们认为公司在与跨国公司长期合作过程中，提升了的自身生产、研发、管理水平，未来新产品的投放将会有更多的保障。

图 5： 公司主要发展历程



资料来源：川财证券研究所

## 农化市场稳步向上

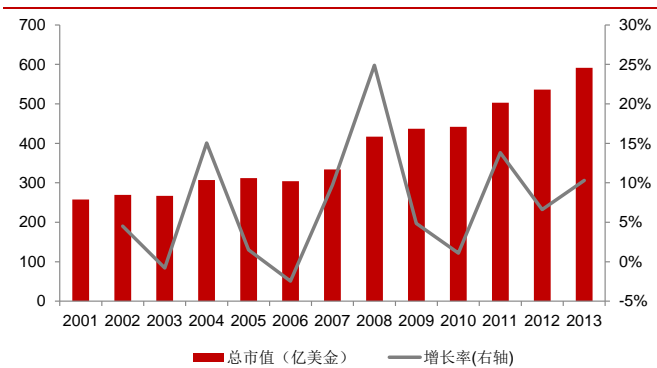
我们认为国内的农药公司仍承接全球农化市场转移的趋势，市场稳步向上。未来影响国内农药市场格局的主要因素包括：

- 跨国公司的原药生产外包；
- 国内环保标准的提高；
- 兼并收购；
- 模式创新；

根据农化咨询公司 Phillips McDougall 的数据，2013 年全球农化市场市值达到 606.9 亿美元，与 2012 年相比，增长 8.5%。其中作物保护市场市值为 542 亿美元，比去年同期增长 9.4%；非农用农药市场市值为 64.8 亿美元，同比增长 1.9%。拉丁美洲和亚洲是增长最为显著的两个地区，增长率达到两位数。作物保护市场的增长主要得益于草甘膦价格的上涨，作物价格走高以及利好的汇率因素。

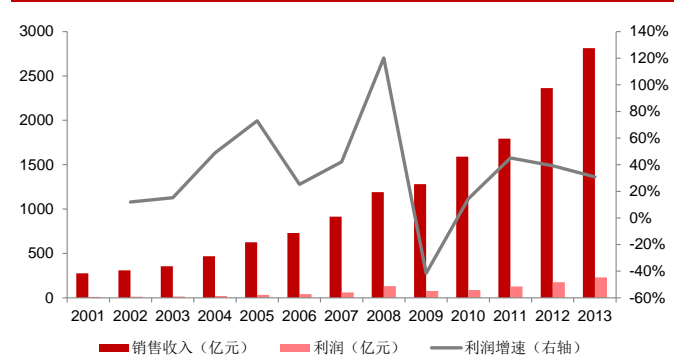
中国农化市场，2014 年 1-8 月农药行业资产总额达到 1982.8 亿元，同比增长 9.9%；农药主营业务收入 1951.7 亿元，同比增长 9.1%；1-8 月农药利润总额 132.5 亿元，同比增长达 5.5%。

图 6： 全球农药市值



资料来源：世界农化网、川财证券研究所

图 7： 中国农药产值及利润



资料来源：Wind、川财证券研究所

未来驱动农药市场需求增长的因素包括耕地面积减少、人口增长和作物产量需求增长等。根据市场研究与咨询公司 MarketsandMarkets 的报告数据，未来化学农药仍将主导全球市场；预计 2014 年至 2019 年期间，全球除草剂、杀虫剂和杀菌剂的市场复合年增长率分别为 6.2%、4.7%、5.3%。

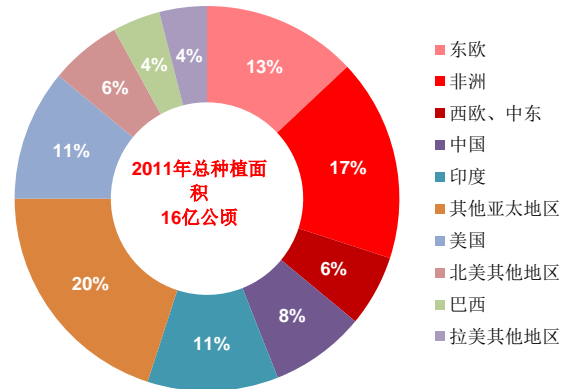
在 2013 年除油菜籽和棉花之外，全球主要作物的种植面积均有扩大；而除棉花和水稻之外，产出均有增长。由于作物种植的增加，从而影响到全球粮食的库存，将对粮食价格产生负面影响；因此对 2014 年全球的作物保护带来了冲击。

图 8: 2013 年主要作物种植面积

作物	2013全球面积 (百万公顷)	变化%	2013全球产量 (百万吨)	变化%
小麦	219.72	1.7	706.38	7.8
玉米/高粱	177.06	0.5	962.83	11.6
水稻	160.33	1.8	473.18	0.9
大豆	111.58	2.4	283.54	5.8
油菜	35.26	-1.6	67.92	8
棉花	33.14	-3.5	25.52	-4.8
向日葵	25.49	3.6	42.27	16.2

资料来源: 联合磷化 2013 年报、川财证券研究所

图 9: 2011 年全球总种植面积



资料来源: 先正达、川财证券研究所

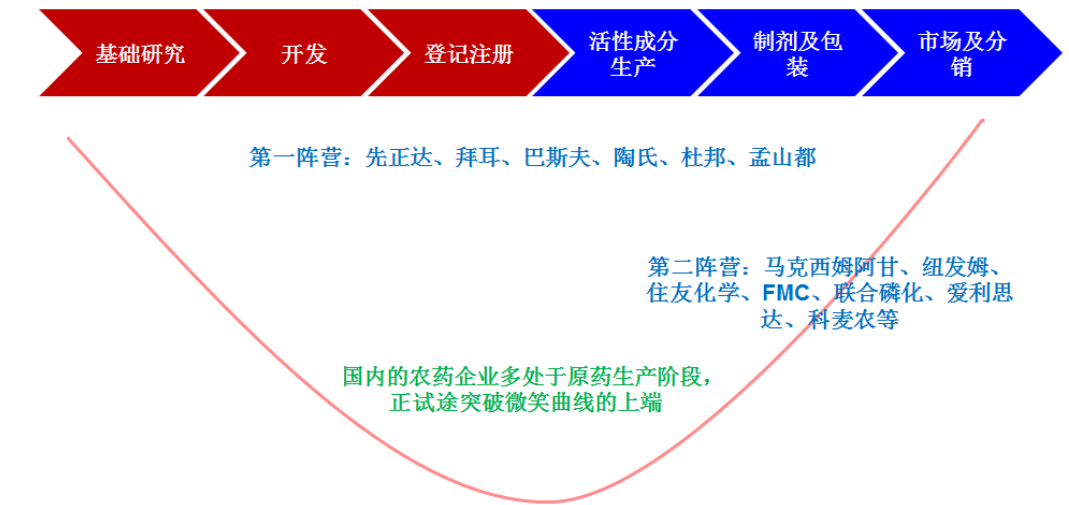
## 公司看点一: 突破微笑曲线上端

### 信息化创新 布局电商平台

公司进军电商平台, 有望突破微笑曲线上端, 助力于公司的再次腾飞。我们认为公司在电商平台, 除有利于公司推广产品外, 在模式创新方面可以减少农药分销环节; 线上定单避免了假货、伪劣货的流通; 避免了赊销等。

公司与和中国农药发展与应用协会主导投资组建的农资类电子商务公司农一网已经于 2014 年 11 月份正式运行, 其中公司股份占比为 50%。农一网通过整合上游知名农药企业, 为种植大户、专业合作社、农业公司、农垦基地、家庭农场、统防统治、政府采购、零售商等提供网上直购平台; 农一网设置了农药商城、农药企业品牌旗舰店、原药与精细化工、植保专家频道四大模块, 为上下游用户提供服务对接; 农一网计划在未来三年发展 2000 个县域工作站运营中心与 20 万个村级植保信息化服务站, 通过线上线下相结合的模式, 以推动中国农药电商的快速发展。

图 10: 公司正突破微笑曲线的上端



资料来源：川财证券研究所

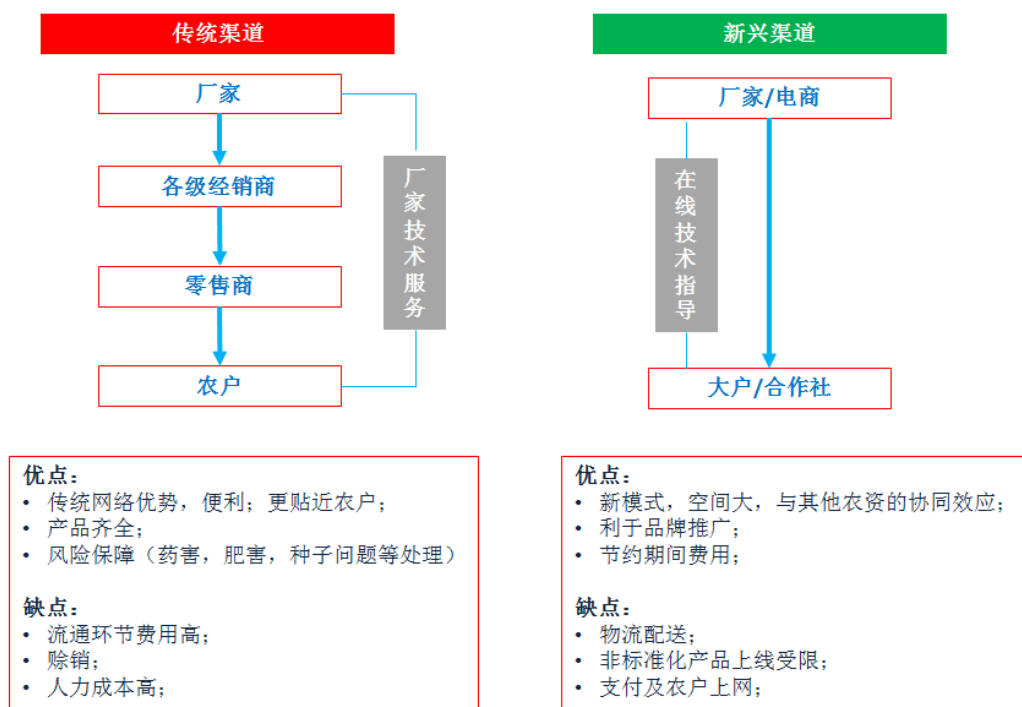
我们认为农资产品走向互联网是长期发展趋势，但预计未来相当长的一段时间内，农资产品线上与线下销售将会并存。我们认为未来引领农资产品电商化的趋势是：

- 土地流转的进一步加深；
- 种植大户网购知识的提高和专业化水平的提高；
- 农村物流配送能力的提升；

相比于化肥产品走电商平台，未来农药电商平台的发展确定性更大：

- 化肥受物流制约，直达农户的电商销售多以农药或者种子为主，短时间内难以形成以服务种植大户为主的包括种子、化肥、农药等综合性的农资电商平台；
- 化肥的价格透明，中间环节很难再挤压出利润空间；
- 化肥的季节性需求及囤货；

图 11： 公司电商销售模式突破 与传统销售互补



资料来源：191 农资人、川财证券研究所

## 国内农药制剂厂分散 公司有望整合壮大

我们认为国内的制剂企业分散，在与跨国公司的竞争中处于劣势；主要体现在品牌、质量、技术直持等方面。我们认为公司作为原药生产企业，通过电商平台的模式创新，有望在制剂市场形成突破。

2014 年制剂 30 强总销售额达到了 121.3 亿元，较上年的 108.7 亿元有 11.6% 的提升。由于我国原药主要为主口，而制剂对进口还有很大的比重，因此我们认为国内的制剂企业仍然较为分散，在与跨国公司的竞争中话语权还不够。未来，我国制剂行业规模有望不断壮大，兼并重组事件将会不断出现。

根据中国农药工业协会统计，中国现有农药企业 2,400 多家，其中原药企业 560 多家，制剂企业 1,840 多家。2011 年中国农药制剂前 30 强实现销售收入 83.8 亿元，市场占有率仅约 21%，2012 年前 30 强市场占有率约为 26%，市场集中度在增加。另外，据统计 2012 年美国前 16 家农药经销企业占据了美国 90% 以上的农药市场。中国农药市场集中度明显偏低。

我们认为公司作为传统的农药原药生产企业，通过参股农一网，除了扩大在制剂行业的影响力、增加公司产品销售及模式外，对公司的其他利益主要体现在：

- 减少农药分销环节；
- 线上定单，避免了假货、伪劣货的流通；
- 避免了赊销；



**图 12: 我国农药制剂前 30 强排名**

序号	企业名称	2013销售额 (亿元)	在前30家中份额
1	深圳诺普信农化股份有限公司	17.27	14%
2	江苏龙灯化学有限公司	10.92	9%
3	先正达(苏州)作物保护有限公司	10.25	8%
4	广西田园生化股份有限公司	10.17	8%
5	广东中讯农科股份有限公司	5.95	5%
6	北京燕化永乐农药有限公司	4.69	4%
7	苏州富美实植物保护剂有限公司	4.53	4%
8	江西正邦生物化工股份有限公司	4.41	4%
9	陕西上格之路生物科学有限公司	3.63	3%
10	浙江威尔达化工有限公司	3.51	3%
11	重庆树荣化工有限公司	3.33	3%
12	广西安泰化工有限责任公司	3.2	3%
13	陕西恒田化工有限公司	3.1	3%
14	吉林省八达农药有限公司	2.97	2%
15	陕西美邦农药有限公司	2.76	2%
16	海南正业中农高科股份有限公司	2.65	2%
17	广西壮族自治区化工研究院	2.52	2%
18	江苏艾津农化有限责任公司	2.45	2%
19	江苏东宝农药化工有限公司	2.41	2%
20	兴农药业(中国)有限公司	2.39	2%
21	上海农乐生物制品股份有限公司	2.14	2%
22	天津市施普乐农药技术发展有限公司	2.05	2%
23	允发化工(上海)有限公司	2.03	2%
24	济南绿邦化工有限公司	1.92	2%
25	天津市华宇农药有限公司	1.87	2%
26	上海威敌生化(南昌)有限公司	1.84	2%
27	青岛金尔农化研制开发有限公司	1.83	2%
28	上海惠光环境科技有限公司	1.52	1%
29	潍坊万胜生物农药有限公司	1.52	1%
30	上海悦联化工有限公司	1.46	1%

资料来源: CPhI 制药在线、川财证券研究所

**图 13: 我国农药企业前 20 强排名**



20143排名 (2012)	公司	2013年销售额 (亿元)	2012销售额 (亿元)	变化率%
1 (2)	浙江新安化工集团	35.54	28.32	25.5%
2 (8)	浙江金帆达	35.4	22.5	57.3%
3 (1)	华邦颖泰	35.3	30.23	16.8%
4 (3)	四川乐山市福华通达	34	27.56	23.4%
5 (9)	江苏扬农化工	30.05	21.87	37.4%
6 (4)	南京红太阳	29.85	27.25	9.5%
7 (7)	湖北沙隆达	29.32	21.46	36.6%
8 (6)	山东润丰	27.72	24.17	14.7%
9 (5)	山东滨农	22.16	18.15	22.1%
10 (17)	联化科技	22.16	18.15	22.1%
11 (10)	南通江山	21.6	17.59	22.8%
12 (11)	江苏辉丰	20.67	16.44	25.7%
13 (13)	江苏常隆	20.48	15.64	30.9%
14 (14)	中化农化	18.57	15.49	19.9%
15 (12)	深圳诺普信	17.27	15.85	9.0%
16 (18)	江苏好收成	16	12.93	23.7%
17 (19)	江苏长青	15.69	12.6	24.5%
18 (-)	山东绿霸	15.1	9.75	54.9%
19 (20)	利尔化学	13.89	12.15	14.3%
19 (-)	中化宁波	13.89	12.5	11.1%
20 (16)	山东侨昌	13.8	13	6.2%

资料来源：农药工业协会、川财证券研究所

## 公司看点二：完善农药产业链

### 下属子公司协同效应增强

我们认为公司前期外延式扩张较多，而未来公司内生式的增长将是提升公司核心竞争力的关键，主要体现在产业链一体化、产品协同效应的优化等方面。

公司于 2010 年 10 月成功上市后，先后收购了临沂金源化工有限公司、盐城科菲特生化技术有限公司、盐城拜克化学工业有限公司、连云港华通化学有限公司、江苏嘉隆化工有限公司等。

图 14：公司主要下属企业 中间体业务 2014 年逐渐好转

下属公司	万元	2011	2012	2013	2014 H1	产业链	与公司产品协同
连云港五环化工有限公司	收入 净利润 净利润率 % 持股比例		(47.4)	(198.2)		氟化工系列、氟苯、对氟甲苯、邻氟甲苯等	吡氟酰草胺
临沂市金源化工有限公司	收入 净利润 净利润率 % 持股比例	0 95	3762 167	4025 127		咪唑	咪唑胺
盐城科菲特生化技术有限公司	收入 净利润 净利润率 % 持股比例	0 52	21324 1812	17993 1224		联苯菊酯、氟氯菊酯	联苯菊酯、氟氯菊酯
连云港市华通化学有限公司	收入 净利润 净利润率 % 持股比例	0 132	24349 1529	21642 1547		功夫酸	联苯菊酯
江苏拜克新材料有限公司	收入 净利润 净利润率 % 持股比例	0 604	17086 (507)	12346 (2361)		对酸	辛酰溴苯腈
江苏嘉隆化工有限公司	收入 净利润 净利润率 % 持股比例				53.25%	光气化及MAC、呋喃酚、克百威、丁硫克百威、灭多威、硫双灭多威、噻唑膦、噻菌灵、敌草隆、噻虫嗪等产品	咪唑胺、辛酰溴苯腈、吡氟酰草胺、异菌脲、抗倒酯、联苯菊酯、高效氟氯菊酯等光气化
中间体销售额 (百万元)		113.95	277.01	520.04	277.1		
中间体毛利率		16.16%	14.33%	12.51%	24.50%		

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 产品组合丰富 未来仍保持新品种投放

公司未来农药的增长确定,主要来自于嘉隆化工光气化产品、制剂业务、原药新产能投放等。

我们认为公司未来新产品的发展空间主要为：

- 1、嘉隆化工，现建设有 20000 吨/年的光气生产装置。我们认为收购嘉隆化工的光气可以应用于公司的咪唑胺、辛酰溴苯腈、吡氟酰草胺、异菌脲、抗倒酯、联苯菊酯、高效氟氯菊酯等产品，起到协同、优化、降低生产成本，减少“三废”排放量的效果。
- 2、嘉隆化工的 MAC、呋喃酚、克百威、丁硫克百威、灭多威、硫双灭多威、噻唑膦、噻菌灵、敌草隆、噻虫嗪等产品，公司的制剂业务。
- 3、中间体业务：仍有望放大，如咪唑等。
- 4、未来新产品：我们根据环保局的环评公示，认为公司现有及未来仍有新产品继续投放，保持成长性。

**图 15: 公司主要及潜在农药原药产品 (潜在品种来自环评网资料)**

农药种类	产品	公司产能 (吨/年)	别名	类别	2011年全球销售 额/亿美元	主要代表公司	上市日期
杀菌剂	咪鲜胺	6800	施保克	咪唑类	1.15	巴斯夫	1980
	氟环唑	1700	欧霸	三唑类	4.85	巴斯夫	1993
	二氰蒽醌	1700	二噻农	醌类	0.65	巴斯夫	1963
	烯酰吗啉	1000	安克	酰胺类	0.85	巴斯夫	1992
除草剂	辛酰溴苯腈	7000		羧基苯腈类	~1.3	拜耳、 cheminova	1962
	吡氟酰草胺	250		酰胺类	~1.2	拜耳、 cheminova	1985
	氟氧草酯	1000	炔草酸、千金、 千秋	芳氧基苯氧基丙酸 类		陶氏益农	1996
	2,4-D	10000		苯氧羧酸类	5.8	陶氏益农	1945
杀虫剂	联苯菊酯	2000	天王星	除虫菊酯	1.85	FMC	1986
生长调节剂	抗倒酯	100			1.55	Cheminova	1992

潜在农药种类	产品	公司产能 (吨/年)	别名	类别	2011年全球销售 额/亿美元	主要代表公司	上市日期
杀虫剂	噻虫嗪	2000	阿克泰	新烟碱	10.7	先正达	1997
	噻虫胺	1000		新烟碱	4.05	武田农化和先正 达	1996
	硫双灭多威	3000	拉维因	氨基甲酸酯			
生长调节剂	精高效氯氟氰菊酯	2000		拟除虫菊酯	~4	Dow、 cheminova	2003
	高效氯氟氰菊酯	280		拟除虫菊酯		先正达	
除草剂	氟节胺	300	抑芽敏	二硝基苯胺类			
除草剂	苯噻草酮	3000	苯噻草、苯甲嗪	三嗪酮	1.1	马克西姆	1975
杀菌剂	啞菌酯	3000	阿米西达	甲氧基丙烯酸甲酯	12.5	先正达	1997
中间体	2 甲 4 氯异辛酯	5000					

资料来源: 川财证券研究所 (说明: 新产品来自当地环评公示, 未来投放仍存在一定的不确定性, 以公司的公告为准)

## 公司看点三: 仓储业务未来大有作为

### 公司周边化工园区集中 适合仓储分销业务

公司发展仓储业务具有较高的前瞻性, 所处大丰港为沿海港口, 由于江苏沿江地区未来环境容量有限, 向沿海地区集中式大势所趋; 公司周边的化工园区林立, 且主要是精细化工产品, 公司的仓储业务有望受益于承接苏北地区基础化工原料的分销。

公司于 2011 年 10 月决议, 以超募资金投资 19,000 万元, 用于建设 50 万立方化工仓储物流项目, 周转能力为 488 万吨/年。一期 13.8 万立方储罐有望在年内投入使用。

我们认为公司发展仓储业务具有较高的前瞻性, 公司所处大丰港为沿海港口, 由于江苏地区的仓储多集中在沿江, 未来环境容量有限, 未来行业向沿海地区集中式大势所趋; 公司周边的化工园区林立, 且主要是精细化工产品, 公司的仓储业务有望承接苏北地区基础化工原料的分销

公司周边主要的化工园区主要有: 江苏滨海经济开发区、连云港化工产业园、阜宁生态化工园区、陈家港化工园区、江苏如东洋口化学工业园等, 这些工业园区原有的产品主要来自于苏南地区, 物流成本偏高, 且含过路过桥费等。公司未来的仓储除了自用之外, 还可以接洽贸易、电子盘、撮合交易等, 发展空间巨大。

图 16: 江苏省化工园区与交易市场 公司未来潜力巨大



资料来源: 江苏化工网、川财证券研究所

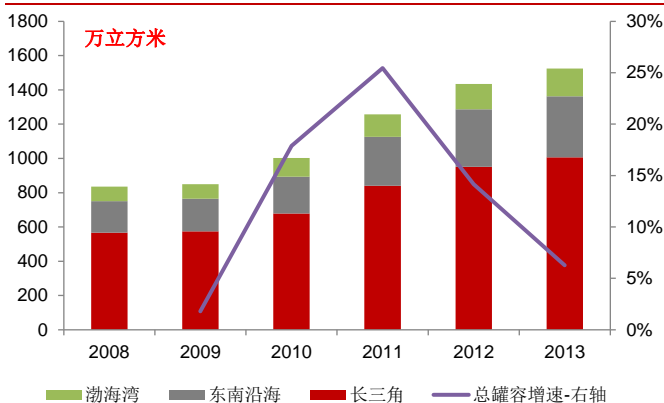
### 未来有望引入新模式

江苏省是化工品交易的重要地区，目前江苏省的化工品交易市场主要集中在南京、江阴、张家港等地；我们认为随着公司仓储业务的开展，周边设施的配套，有望在当地开拓相应的化工品交易市场。

2008至2013年期间，全国化工储罐罐容从835万立增长至1526万立，年均增长率13%。由于长三角地区原有的仓储业务多集中于大宗化学品，我们认为公司有望定位于差异化仓储。

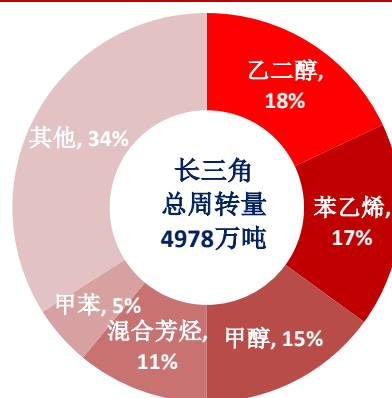
- 1、结合周边精细化工园区的产品需求。
- 2、仓储业务与金融和互联网结合等。

图 17: 国内化工品罐容



资料来源: 川财证券研究所

图 18: 长三角化工品仓储产品

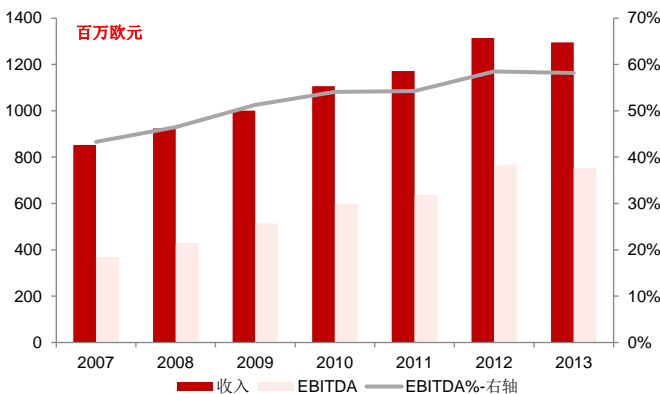


资料来源: 川财证券研究所

化工仓储属重资产投入，折旧占比较大，一般在 60%以上，业绩受储罐利用率影响较大。我们认为公司储罐投资的前期投入较低，折旧分担费用可控；而一旦随着公司周边化工项目投产，公司的仓储周转率上升，覆盖固定成本后，提升业绩的弹性大。

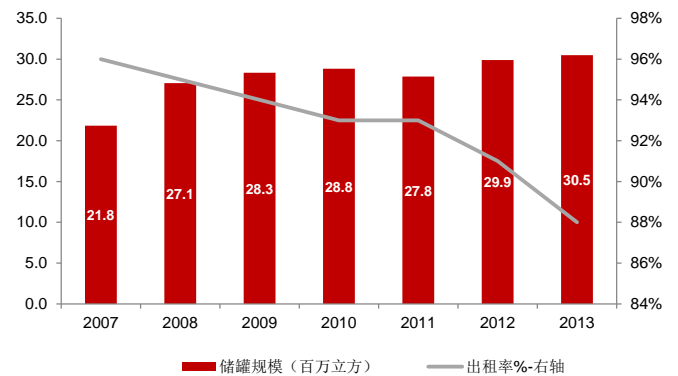
我们参考全球最大的仓储公司 Vopak 的业务发展及数据，认为公司未来仓储业务的增值空间巨大。

图 19: Vopak 销售及 EBITDA 利润率



资料来源: Vopak、川财证券研究所

图 20: Vopak 仓储规模及出租率



资料来源: Vopak、川财证券研究所

## 估值与假设

根据公司的主要农药品种，我们预测公司未来业绩增长主要来自：

- 1、杀菌剂：预计 2014-2016 年销售平均增速分别为 40.8%、21.2%、18.9%，毛利率分别为 34.6%、33.3%、33.3%；增长主要来自公司的咪鲜胺、烯酰吗啉、二氟苄醌等的产品增量。
- 2、杀虫剂：我们认为公司未来杀虫剂品种新增产品较多，除原有的联苯菊酯外，仍有新烟碱类杀虫剂产品有望投产；预计 2014-2016 年销售平均增速分别为 43.1%、100%、60%，毛利率分别为 16.7%、20%、20%。
- 3、除草剂：预计 2014-2016 年销售平均增速分别为 90.5%、45%、16.1%，毛利率分别为 21.5%、21.1%、21.2%；增长主要来自于公司的辛酰溴苯腈、氟氟草酯等产品。

## 投资建议

我们预计公司 2014-16 年每股收益分别为 0.71、0.95、1.26（未考虑配股摊薄），根据可比公司 2015 年 27 倍 PE，对应目标价 25.65，首次给予公司买入评级。

图 21: 可比公司相对估值

公司	最新价	总市值(亿)	净利润(亿)				P/E			
			TTM	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	TTM	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31
	<b>11.28</b>	<b>57.36</b>	<b>1.34</b>	<b>1.74</b>	<b>2.37</b>	<b>3.14</b>	<b>47.85</b>	<b>37.50</b>	<b>27.16</b>	<b>20.81</b>
诺普信	10.08	70.95	1.88	2.34	3.29	4.08	37.74	30.29	21.56	17.38
保税科技	13.94	75.50	1.63	1.97	2.52	3.19	46.25	38.41	29.91	23.70
利尔化学	15.93	32.25	0.94	1.21	1.58	2.19	34.27	26.57	20.42	14.71
芭田股份	9.40	80.05	1.88	1.99	2.84	3.82	42.54	40.24	28.23	20.94
农发种业	11.46	42.09	0.43	0.65	0.97	1.26	97.53	64.49	43.46	33.53
新安股份	9.86	66.97	1.68	3.21	4.30	6.05	39.83	20.86	15.57	11.07
升华拜克	8.32	33.74	0.92	0.81	1.09	1.39	36.78	41.67	30.98	24.31

资料来源: Wind、川财证券研究所

## 风险提示

- **环保风险:** 农化行业“三废”排放量高,对环境要求高,需要公司对环保持续加大投入。而环保一旦放松,也对小型农药企业的产能退出不利。
- **产品风险:** 农药产品种类众多,产品更新换代快,从而影响到公司产品的景气程度。

报表预测(百万元)						现金流量表					
利润表						2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	经营性现金净流量	803.07	165.20	261.11	1843.59	386.90
营业收入	1,667	2,086	2,999	3,937	5,147	投资性现金净流量	-1142.76	-739.90	-785.00	-385.00	-285.00
减: 营业成本	1,273	1,550	2,225	2,912	3,794	筹资性现金净流量	724.13	183.79	72.88	-1022.83	-188.60
营业税金及附加	2	3	4	5	6	<b>现金流量净额</b>	<b>383.39</b>	<b>-394.22</b>	<b>-451.01</b>	<b>435.76</b>	<b>-86.69</b>
营业费用	47	70	96	118	154	<b>财务分析和估值指标</b>					
管理费用	184	238	330	433	566	<b>盈利能力</b>					
财务费用	2	15	61	84	94	毛利率	23.7%	25.7%	25.8%	26.0%	26.3%
资产减值损失	9	7	0	2	3	净利率	6.9%	7.8%	7.5%	7.6%	7.8%
加: 投资收益	1	1	1	1	1	ROE	6.9%	9.0%	11.5%	13.7%	16.0%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.25%	4.74%	5.30%	6.06%	6.92%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.7%	6.8%	8.5%	9.7%	11.5%
<b>营业利润</b>	<b>153</b>	<b>203</b>	<b>283</b>	<b>384</b>	<b>530</b>	<b>成长能力</b>					
加: 其他非经营损益	8	(1)	5	5	5	销售收入增长率	59.1%	25.1%	43.8%	31.3%	30.7%
<b>利润总额</b>	<b>161</b>	<b>203</b>	<b>288</b>	<b>389</b>	<b>535</b>	净利润增长率	85.3%	41.2%	38.3%	33.2%	33.3%
减: 所得税	29	39	58	78	107	<b>资本结构</b>					
<b>净利润</b>	<b>132</b>	<b>163</b>	<b>231</b>	<b>311</b>	<b>428</b>	资产负债率	37.0%	46.5%	52.3%	51.9%	54.3%
减: 少数股东损益	16	(0)	5	11	28	流动比率	1.66	1.11	1.09	1.15	1.18
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>116</b>	<b>163</b>	<b>226</b>	<b>301</b>	<b>400</b>	速动比率	1.18	0.75	0.73	0.71	0.73
<b>资产负债表</b>						<b>经营效率</b>					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
货币资金	804	764	900	787	1,029	存货周转率	6.1	5.8	6.0	5.7	5.7
应收和预付款项	407	442	750	984	1,287	<b>业绩和估值</b>					
存货	531	614	890	1,165	1,517	EPS	0.36	0.51	0.71	0.95	1.26
其他流动资产	100	102	143	172	209	BPS	5.50	5.88	6.49	7.33	8.45
长期股权投资	15	51	22	22	22	PE	49.7	35.1	25.2	18.8	14.2
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PB	3.3	3.0	2.8	2.4	2.1
固定资产和在建工程	944	1,534	1,768	1,888	2,076	EV/EBITDA	19.1	14.7	9.7	7.3	5.6
无形资产和开发支出	189	217	205	193	181						
其他非流动资产	75	86	18	18	18						
<b>资产总计</b>	<b>3,066</b>	<b>3,812</b>	<b>4,695</b>	<b>5,230</b>	<b>6,341</b>						
短期借款	475	725	1,480	1,453	1,816						
应付和预收款项	279	432	445	582	759						
长期借款	0	0	0	0	0						
其他负债	25	34	0	0	0						
<b>负债合计</b>	<b>1,134</b>	<b>1,771</b>	<b>2,455</b>	<b>2,712</b>	<b>3,440</b>						
股本	163	245	319	319	319						
资本公积	1,149	1,077	1,004	1,004	1,004						
留存收益	436	550	742	1,009	1,364						
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1,932</b>	<b>2,041</b>	<b>2,240</b>	<b>2,518</b>	<b>2,901</b>						
少数股东权益	184	171	176	186	214						
<b>股东权益合计</b>	<b>1,932</b>	<b>2,041</b>	<b>2,240</b>	<b>2,518</b>	<b>2,901</b>						
负债和股东权益合计	3,066	3,812	4,695	5,230	6,341						



## 分析师承诺

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2014 年川财证券有限责任公司