

新产能开始贡献收益，期待农一网发力

⑤ 利润增速小于收入增速

2015年1-6月，公司实现营业收入15.33亿元，同比增长39.19%；实现归属于上市公司股东的净利润1.12亿元，同比增长4.39%；实现每股收益0.15元。公司同时预计2015年1-9月归属于上市公司股东的净利润较去年同期的变化幅度为0%-20%。

⑤ 新产能投产，收入增长明显

公司年产1.3万吨的制剂项目于今年一季度末投产，并于4月份开始贡献收益，4-6月该项目实现收入1.36亿元，实现净利润1328万元，净利润率达到9.8%，高于公司总体7%左右的净利润率。该项目开始贡献收益是公司上半年收入增长的重要原因，同时由于国外市场需求有所下滑，公司积极加强国内市场开拓，报告期内公司国内销售收入同比增长70%，海外销售收入则同比下滑2.75%。

⑤ 投入增加，毛利率下滑、三费用提升

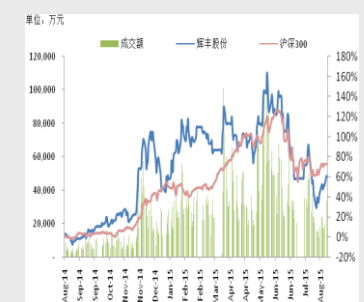
公司与中国农药发展与应用协会等单位共同发起设立的互联网农资平台农一网于2014年11月正式上线以来，公司投入大量资源建设该互联网平台，计划在三年内发展2000个县域工作站运营中心和20万个村级植保信息化服务站，通过线上线下相结合的模式，以推动中国农药电商的快速发展。由于农一网刚刚开始运营，因此目前处于投入期，还未实现盈利，在一定程度上拖累了公司业绩，公司上半年综合毛利率为20%，较去年同期下降6个百分点。期间费用方面，由于加大市场促销力度，销售费用同比增长72%，由于增加合并范围，管理费用增长13%。毛利率下滑、期间费用提升使得公司上半年利润增速低于收入增速。

⑤ 期待农一网发力

农一网是公司利用互联网进行产品营销的一次重要尝试，上半年实现收入1亿元左右，而从报表看，北京农一公司亏损1729万元，由于项目处于投入期，因此短期内拖累业绩也在预期之中。目前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、植保专家等四大模块，为上下游用户提供服务对接，除了销售自身产品之外，还通过平台销售其他公司农资产品，公司还积极实行农村代购员模式，以打通农资销售“最后一公里”问题，我们预计随着农一网的建设，有望实现盈利，未来前景值得期待。

推荐（首次）

市场表现 截至 2015.8.17



市场数据 2015-8-17

A股收盘价(元)	23.50
一年内最高价(元)	38.56
一年内最低价(元)	12.07
上证指数	3,993.67
市净率	2.9
总股本(万股)	39,670
实际流通A股(万股)	22,940
限售流通A股(万股)	16,731
流通A股市值(亿元)	53.9

分析师：丁思德

执业证书号：S1490515070002

电话：010-58566865

邮箱：dingside@hrsec.com.cn

⑤ 盈利预测及估值

我们预计公司 2015-2017 年公司每股收益分别为 0.71 元、0.94 元和 1.4 元，以昨日收盘价计算对应的动态市盈率分别为 33 倍、25 倍和 17 倍，看好公司农一网的前景，首次给予“推荐”评级。

⑤ 风险提示

1、政策风险；2、在建项目不达预期风险；3、安全生产风险。

图表：盈利预测简表

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	2,085.8	2,429.1	2,957.8	3,730.2	5,050.2
同比增长(+/-%)	25.1%	16.5%	21.8%	26.1%	35.4%
归属净利润（百万元）	163.1	201.3	282.7	373.2	555.8
同比增长(+/-%)	41.2%	23.4%	40.5%	32.0%	48.9%
每股收益（元）	0.41	0.51	0.71	0.94	1.40
PE	57.14	46.32	32.98	24.98	16.77
PB	3.08	3.69	4.24	3.76	3.24

利预测表:
资产负债表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1,923.1	2,013.8	4,735.6	5,913.9	7,931.4
现金	764.2	495.0	2,957.8	3,730.2	5,050.2
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	5.8	29.6	21.1	25.4	36.5
应收款项	394.1	463.6	561.7	712.9	960.6
其他应收款	19.6	36.1	44.9	52.1	67.4
存货	614.1	833.0	924.6	1,146.2	1,526.6
其他	125.3	156.6	225.5	247.0	290.1
非流动资产	1,888.6	2,602.4	2,875.0	3,141.1	3,395.7
长期股权投资	50.7	40.0	40.0	40.0	40.0
固定资产	1,047.1	1,445.7	2,093.5	2,149.5	2,350.9
无形资产	217.1	348.0	419.8	491.8	578.8
其他	573.7	768.7	321.7	459.8	426.0
资产总计	3,811.7	4,616.2	7,610.6	9,054.9	11,327.1
流动负债	1,737.0	2,254.5	5,081.1	6,243.4	8,110.1
短期负债	725.0	1,152.5	3,878.2	4,682.9	5,972.9
应付账款	432.2	519.3	542.6	697.8	960.9
预收账款	46.5	92.6	73.9	93.3	126.3
其他	533.4	490.1	586.3	769.4	1,050.1
长期负债	34.0	13.0	33.6	38.2	41.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	34.0	13.0	33.6	38.2	41.7
负债合计	1,771.1	2,267.6	5,114.7	6,281.6	8,151.8
股本	245.0	318.6	396.7	396.7	396.7
资本公积金	1,077.2	1,007.8	1,007.8	1,007.8	1,007.8
留存收益	549.6	717.8	811.5	1,091.5	1,493.6
少数股东权益	171.0	293.7	293.7	293.7	293.7
母公司所有者权益	1,869.6	2,028.4	2,199.8	2,479.7	2,881.6
负债及权益合计	3,811.7	4,623.5	7,608.2	9,054.9	11,327.1

现金流量表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	273.9	137.4	414.9	688.3	864.3
净利润	163.1	195.9	282.7	373.2	555.8
折旧摊销	109.8	141.6	275.6	312.3	369.4
财务费用	43.3	61.1	44.4	61.1	68.4
投资收益	0.2	-6.2	0.5	0.6	0.9
营运资金变动	-50.1	-263.3	-171.7	-56.7	-136.9
其他	7.7	8.2	-16.6	-2.3	6.6
投资活动现金流	-437.1	-396.1	-542.5	-570.7	-615.5
资本支出	-392.8	-361.4	-539.6	-566.8	-611.8
其他投资	-44.4	-34.7	-2.9	-3.9	-3.7
筹资活动现金流	261.6	441.1	2,590.4	654.9	1,071.2
借款变动	250.4	427.5	2,725.7	804.7	1,290.0
普通股增加	81.6	73.5	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-71.5	-69.4	0.0	0.0	0.0
股利分配	-49.0	-33.1	-110.9	-93.1	-153.8
其他	50.1	42.6	-24.5	-56.7	-65.1

利润表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,085.8	2,429.1	2,957.8	3,730.2	5,050.2
营业成本	1,549.7	1,813.9	2,174.9	2,700.3	3,581.7
营业税金及附加	2.6	2.6	3.0	3.7	5.1
营业费用	70.2	74.2	97.9	116.9	162.4
管理费用	238.0	245.3	281.0	373.0	517.8
财务费用	15.5	48.2	44.4	61.1	68.4
资产减值损失	7.0	11.0	12.9	17.7	28.6
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.5	7.8	0.0	0.0	0.0
营业利润	203.4	241.5	343.7	457.5	686.2
营业外收入	6.9	12.1	9.4	9.8	9.6
营业外支出	7.7	9.3	5.4	6.2	7.2
利润总额	202.5	244.4	347.8	461.0	688.6
所得税	39.4	48.6	65.1	87.8	132.7
净利润	163.1	195.9	282.7	373.2	555.8
少数股东权益	-0.1	-5.4	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	163.1	201.3	282.7	373.2	555.8
EPS (元)	0.41	0.51	0.71	0.94	1.40

主要财务比率

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
同比增长率					
营业收入	25.1%	16.5%	21.8%	26.1%	35.4%
营业利润	33.3%	18.8%	42.3%	33.1%	50.0%
净利润	23.9%	20.1%	44.3%	32.0%	48.9%
盈利能力					
毛利率	25.7%	25.3%	26.5%	27.6%	29.1%
净利率	7.8%	8.1%	9.6%	10.0%	11.0%
ROE	8.7%	9.9%	12.9%	15.1%	19.3%
ROIC	7.9%	8.4%	6.1%	7.0%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	49.8%	67.2%	69.4%	72.0%
流动比率	1.11	0.90	0.93	0.95	0.98
速动比率	0.71	0.49	0.73	0.75	0.78
营运能力					
资产周转率	0.55	0.53	0.39	0.41	0.45
存货周转率	2.52	2.18	2.35	2.36	2.35
应收账款周转率	5.22	4.93	5.07	5.05	5.07
每股资料 (元)					
每股收益	0.41	0.51	0.71	0.94	1.40
每股经营现金	1.15	0.47	1.05	1.73	2.18
每股净资产	7.63	6.37	5.55	6.25	7.26
每股股利	0.12	0.08	0.28	0.22	0.35
估值比率					
PE	57.14	46.32	32.98	24.98	16.77
PB	3.08	3.69	4.24	3.76	3.24

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

丁思德，在此声明，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn