

农药行业景气回升，新品种打开成长空间

——广信股份（603599）财报点评

2017年04月18日

强烈推荐/首次

广信股份

财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号: S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030
杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032

事件:

广信股份发布2016年年报:实现营业收入15.02亿元, YoY+13.33%, 归属净利润1.81亿元, YoY+39.06%, EPS 0.48元, 符合预期。其中, 第四季度单季实现营业收入3.78亿元, YoY+29.56%, 归属净利润0.36亿元, 同比扭亏为盈, 主要由于草甘膦等农药产品涨价所致。公司拟每10股派息0.88元。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入(百万元)	360.83	249.10	291.37	369.17	417.32	338.18	377.50
增长率(%)	-	-25.68%	-20.94%	-12.97%	15.65%	35.76%	29.56%
毛利率(%)	29.03%	41.47%	37.52%	32.28%	25.02%	31.98%	37.40%
期间费用率(%)	12.10%	18.21%	30.01%	13.18%	11.75%	15.61%	26.28%
营业利润率(%)	11.66%	21.11%	-1.46%	16.17%	11.70%	15.46%	11.25%
净利润(百万元)	37.25	46.29	(3.24)	55.00	45.33	45.01	35.78
增长率(%)	-	7.35%	-113.11%	10.11%	21.69%	-2.76%	-
每股盈利(季度, 元)	0.10	0.12	(0.01)	0.15	0.12	0.12	0.10
资产负债率(%)	25.17%	25.29%	26.70%	27.32%	28.76%	28.08%	28.88%
净资产收益率(%)	1.70%	2.07%	-0.15%	2.40%	1.96%	1.90%	1.49%
总资产收益率(%)	1.28%	1.55%	-0.11%	1.75%	1.39%	1.37%	1.06%

观点:

杀菌剂、除草剂产品销量大幅提升。公司以光气为原料, 已形成杀菌剂、除草剂和精细化工中间体3大类别十多个品种, 有6大主要产品, 分别为杀菌剂多菌灵、甲基硫菌灵, 除草剂草甘膦、敌草隆, 农药中间体氨基甲酸甲酯、磺酰基异氰酸酯, 其中多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆产销规模及出口量均居国内同行业前列。**杀菌剂**产品销量YoY+15.10%, 营收7.71亿元, YoY+19.28%, 毛利率提升1.65ppt至38.79%。2016年杀菌剂价格总体平稳。**除草剂**产品销量YoY+53.82%, 营收4.19亿元, YoY+35.95%, 毛利率提升7.77ppt至17.88%。2016年公司草甘膦原药销量大幅增加, 草甘膦价格自2016年3季度起逐步回升。**精细化工**(以农药中间体为主)产品营收3.11亿元, YoY-15.92%, 毛利率下滑4.10ppt至31.64%。

环保趋严重塑农药行业生产格局, 部分农药品种涨价有望持续。自2016年4季度以来, 环保趋严导致原料紧缺, 部分农药产品价格大幅上涨。2016年中央环保督查行动中, 多个省市的工业园被要求整改提升, 尤其是环保门槛较低的区域, 部分环保不达标企业已被永久关停, 对于农药原药尤其是中间体生产基地和生产企业影响很大。第三批环保核查即将启动, 山东、四川、河北等地是农药生产的主要地区, 预计部分相关农药品种供应有望持续收缩。**以公司农药品种为例,**自2016年10月至今, 多菌灵由3.40万元/吨累计上涨10%至现价3.74万元/吨, 草甘膦由1.88万元/吨累计上涨14%至现价2.15万元/吨, 敌草隆由2.80万元/吨累计上涨14%至现价3.20万元/吨。

增发募投项目丰富产品结构, 新兴品种打开成长空间。公司拟非公开发行募资不超过14亿元, 投资建设6个项目。其中东至基地3个项目: 码头工程、热电联产项目、1.5万吨/年邻苯二胺技改项目; 广德基地3个项目: 3000吨/年吡唑醚菌酯项目、1200吨/年噁唑菌酮、研发中心项目。吡唑醚菌酯属甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂, 2014年销售额10亿美元, 其原药国内专利在2015年6月过期, 截至2016年12月, 工信部登记的吡唑醚菌酯原药生产备案厂家为21家, 但是实际可以量产的厂家非常有限, 目前市场仍处于供不应求的状态。噁唑菌酮属光气化产品, 未来可以替代一部分传统杀菌剂, 发展前景良好。

农药、光气化新材料两大产业链并举。未来公司将对农药和光气化精细化工中间体两类产品链延伸开发, 农药产品开发选择高效低毒的新品种原药、制剂新剂型和生物农药等, 光气化精细化工中间体产品选择新农药、医药、新型材料合成的重要中间体。

结论:

我们预计2017~2019年净利润分别为2.36亿元、3.07亿元、4.34亿元, EPS分别为0.63元、0.82元、1.15元。目前股价对应P/E分别为26倍、20倍、14倍。**首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**

风险提示:

农药产品价格下滑; 环保核查执行力度不及预期; 新建产能投放进度不及预期。

图 1: 公司产能结构

产品	现有产能 (吨)		在建产能 (吨)		合计产能 (吨)	预计投产时间
	广德厂区	东至厂区	广德厂区	东至厂区		
杀菌剂 多菌灵		18,000			18,000	
杀菌剂 甲基硫菌灵	6,000				6,000	
杀菌剂 吡唑醚菌酯			3,000		3,000	2019年
杀菌剂 噁唑菌酮			1,200		1,200	2019年
除草剂 敌草隆	8,000				8,000	
除草剂 草甘膦		20,000			20,000	
农药中间体 氨基甲酸甲酯			2,000		2,000	
农药中间体 磺酰基异氰酸酯	1,000		3,000		4,000	2018年
农药中间体 对(邻)硝基氯化苯				20万吨 (一期10万吨)	200,000	2017年下半年试生产, 2018年投产
农药中间体 邻苯二胺				15,000	15,000	2018年
上游原材料 光气	20,000	20,000			40,000	
基建 热电联产				✓		2018年
基建 码头				✓		2018年

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 草甘膦产品价格



图 3: 敌草隆产品价格

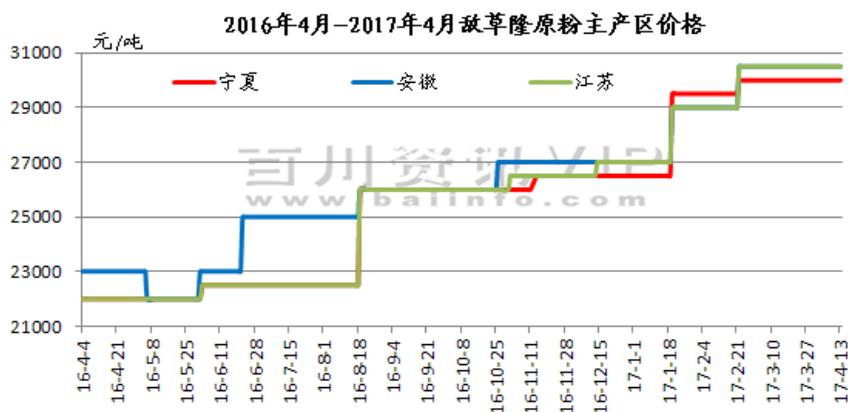
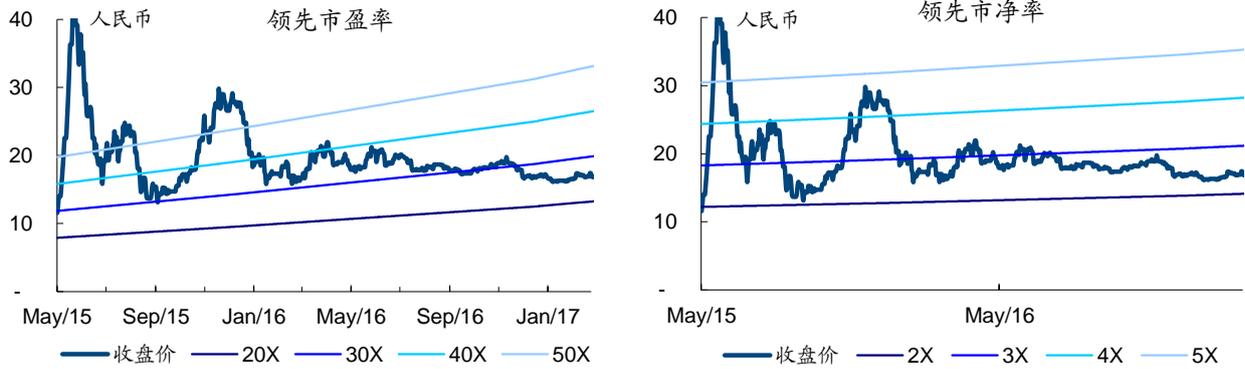


图 4: 多菌灵产品价格



图 5: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1635	1781	2118	2537	3213	营业收入	1325	1502	1752	2018	2581
货币资金	691	748	946	1240	1635	营业成本	928	1039	1211	1357	1692
应收账款	164	112	130	150	192	营业税金及附加	6	10	11	13	17
其他应收款	7	13	24	27	34	营业费用	45	48	56	65	83
预付款项	19	21	15	18	23	管理费用	173	239	228	262	336
存货	420	609	710	795	991	财务费用	-20	-37	-30	-38	-49
其他流动资产	335	279	293	307	339	资产减值损失	50	13	0	0	0
非流动资产合计	1406	1600	1582	1529	1464	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2	3	0	0	0
固定资产	885	1000	1074	1064	1015	营业利润	151	203	288	372	520
无形资产	213	212	207	202	198	营业外收入	6	21	0	0	0
其他非流动资产	307	388	301	262	251	营业外支出	0	12	12	12	12
资产总计	3041	3381	3700	4066	4676	利润总额	157	212	276	359	507
流动负债合计	556	720	837	942	1180	所得税	27	31	40	52	73
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	130	181	236	307	434
应付账款	341	448	522	585	730	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	47	133	155	178	228	归属母公司净利润	130	181	236	307	434
一年内到期的非流	1	3	0	0	0	EBITDA	137	175	245	321	458
非流动负债合计	256	256	256	256	256	BPS (元)	0.35	0.48	0.63	0.82	1.15
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	812	976	1093	1198	1436	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	9.16%	13.33%	16.66%	15.13%	27.91%
实收资本(或股本)	188	376	376	376	376	营业利润增长	-9.18%	34.31%	41.80%	28.95%	39.82%
资本公积	1034	1034	1034	1034	1034	归属于母公司净利润	-14.88	39.06%	30.25%	30.26%	41.20%
未分配利润	1007	994	1197	1457	1830	获利能力					
归属母公司股东权	2229	2405	2608	2868	3240	毛利率(%)	30.02%	30.84%	30.91%	32.74%	34.44%
负债和所有者权	3041	3381	3700	4066	4676	净利率(%)	9.83%	12.06%	13.46%	15.23%	16.81%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	4.28%	5.36%	6.38%	7.56%	9.28%	
经营活动现金流	77	171	323	403	507	偿债能力					
净利润	130	181	236	307	434	资产负债率(%)	27%	29%	30%	29%	31%
折旧摊销	90	118	138	153	165	流动比率	2.94	2.47	2.53	2.69	2.72
财务费用	-20	-37	-30	-38	-49	速动比率	2.19	1.63	1.68	1.85	1.88
应收账款减少	56	197	139	125	281	营运能力					
预收帐款增加	-196	162	119	106	238	总资产周转率	0.98	1.00	1.10	1.30	1.72
投资活动现金流	-373	-166	-120	-100	-100	应收账款周转率	6.55	10.90	14.48	14.39	15.09
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.36	3.10	3.16	3.07	3.31
长期股权投资减少	-212	-283	-120	-100	-100	每股指标(元)					
投资收益	2	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.48	0.63	0.82	1.15
筹资活动现金流	701	-24	-5	-9	-13	每股净现金流(最新)	1.08	-0.05	0.53	0.78	1.05
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.92	6.39	6.93	7.62	8.61
长期借款增加	1	2	-3	0	0	估值比率					
普通股增加	701	0	0	0	0	P/E	46.50	33.44	25.68	19.71	13.96
资本公积增加	654	0	0	0	0	P/B	2.72	2.52	2.32	2.11	1.87
现金净增加额	406	-18	198	294	395	EV/EBITDA	13.64	9.22	9.22	8.25	8.33

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士, CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。