

2017年8月14日

中报略超预期，后市仍然看好 买入（维持）

事件

公司发布2017年半年报，报告期内实现营收24.4亿元，同比增长12.4%；归母净利3.5亿元，同比增长512.6%；中报盈利略超预期。

投资要点

- **依托技术进步，实现经营反转，盈利略超预期。**报告期内，公司农药营收同比增加12.5%，营业成本同比下降8.56%，农药产品毛利率30.1%，比去年同期增加16.1pcts。吡啶和3-甲基吡啶是最重要的吡啶衍生物，凭借最近几年的产业积淀，公司全面打通吡啶产品链核心产品，成为相关产品的市场引领者是业绩超预期的主要原因。
- **吡啶碱自身仍处于变局之中，公司处于有利位置。**目前吡啶的生产主要集中在中国，海外装置中，北美装置不具备成本优势，Jubilant生产装置存在环保隐患。除红太阳和沙隆达外，其他产能主要集中在山东，大多处于京津冀大气污染传输通道上，生产经营外生干扰较多。
- **公司是产品链最完善的一体化吡啶碱产业龙头。**百草枯是最重要的吡啶衍生物，占据了吡啶70%的消费市场，烟酰胺占据了3-甲基吡啶70%的下游市场。除百草枯外，其他体量较大的吡啶类农药主要有敌草快、毒死蜱、吡虫啉、精稳、高盖以及苯甲酰胺类农药等，相关产品公司都有成套工业化技术储备。除烟酰胺外，公司在氟氯代吡啶的产业化方面处于先机。国内的吡啶碱生产商中，公司是唯一打通百草枯和烟酰胺的生产商，目前百草枯前景不明，相关产品波动剧烈，由于产品线丰富，公司有望引领产业发展。
- **3-甲基吡啶或长期供求偏紧。**目前，全球烟酰胺的消费量大约6万吨左右，70%的烟酰胺用于动物饲料，但是食品尤其是运动饮料、面粉等产品的烟酰胺市场正在逐步打开，预计需求长期偏紧。公司是除了Lonza外，第一个拥有生化法烟酰胺技术的企业。
- **环保收紧，农药产业的生产、流通环节逐步趋于寡头化。**公司涉足的品种都是大吨位农药品种，比如毒死蜱、吡虫啉、菊酯以及百草枯、敌草快等等，环保、农残优于国内同类企业。拟发展的品种，比如草铵膦、L-草铵膦、丙硫菌唑、吡唑醚菌酯以及咪鲜胺等品种，不仅丰富了原有品种，而且具有很大的市场空间。依托农资连锁业务，整合农药流通环节的进展也值得期待。

投资建议

预计公司17-19年净利润为6.67、9.54和12.08亿元，EPS为1.15、1.64和2.08元，PE为18X、13X和10X，估值偏低，维持“买入”评级。

风险提示：油价持续低迷，海外需求低迷、新产品推广不及预期。

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3538	4809	6238	7767
(+/-) (%)	-22%	36%	30%	25%
净利润（百万元）	126	667	954	1208
(+/-) (%)	-31%	428%	43%	27%
每股收益（元）	0.22	1.15	1.64	2.08
P/E	97.0	18.4	12.9	10.2

资料来源：Wind，东吴证券研究所

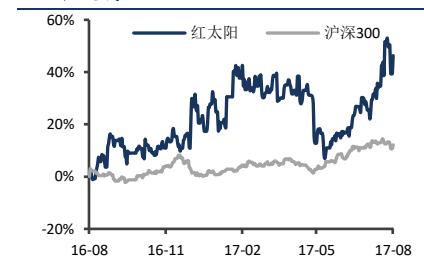
证券分析师 沈晓源

执业证号：S0600517030002

021-60199761

shenxy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.11
一年最低/最高价	14.19/22.78
市净率(倍)	2.58
流通市值(百万元)	10,702.41

基础数据

每股净资产	8.80
资产负债率	53.67
总股本(百万股)	580.77
流通股本(百万股)	506.98

相关研究

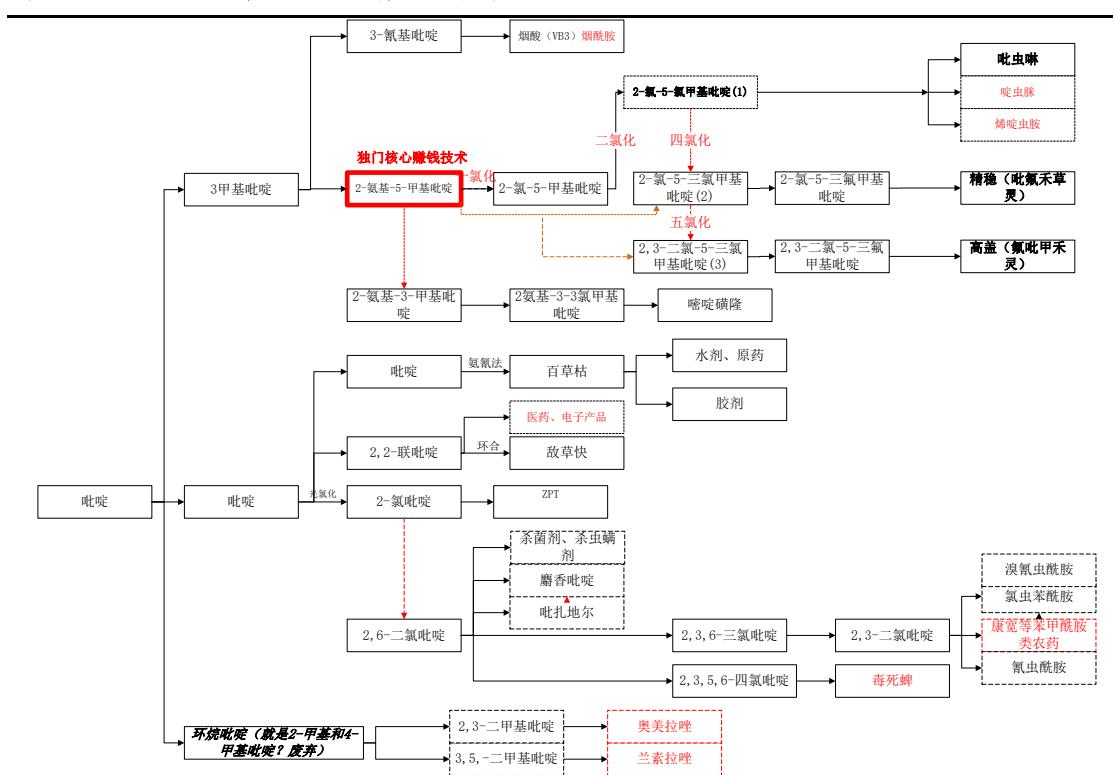
20170603-红太阳：依托吡啶衍生物优势，打造吡啶碱龙头

表1：全球主要的吡啶碱生产企业

项目	产能, 万吨	2015年产量, 万吨	备注
红太阳	6.2	4.0	三套装置 (2.5*2+1.2)
Jubilant	5	1.8	
Vertellus	7	4.2	南通 2.4+潍坊绿橄榄 1.8+北美 2, 只开了 1.2 万吨的南通装置
沂水泓达	5	3.6	两套装置 (2.5+2.5)
绿霸	4.2	1.5	两套装置 (1.8+2.4, 后者未开)
沙隆达	1	0.4	自用
章丘明水	1	0.15	
唐山晨虹	1		关停
新乡恒基	1		运行不稳定

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图1：红太阳的吡啶产业链主要产品简图



资料来源：东吴证券研究所

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3197	4890	4259	5478	6914
现金	950	1688	331	416	616
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	14	14	19	24	30
应收账款	605	1118	1493	1937	2411
其它应收款	56	66	90	117	146
存货	1274	1254	1391	1778	2211
其他	297	749	935	1205	1499
非流动资产	5029	5620	5335	5082	4855
长期股权投资	6	9	9	9	9
固定资产	3195	3085	2850	2640	2453
无形资产	418	456	411	369	333
其他	1411	2069	2065	2063	2060
资产总计	8226	10510	9594	10559	11770
流动负债	4155	5358	4063	4270	4553
短期借款	2051	3029	1487	1026	561
应付账款	780	1153	1288	1646	2047
预收账款	87	235	263	336	417
其他	1237	941	1025	1262	1527
长期负债	114	331	331	331	331
长期借款	0	125	125	125	125
其他	114	206	206	206	206
负债合计	4269	5689	4394	4601	4884
股本	507	581	581	581	581
资本公积	1979	2940	2940	2940	2940
留存收益	1369	1205	1582	2336	3258
少数股东权益	53	54	57	61	67
归属于母公司所有者权益	3903	4767	5143	5897	6819
负债及权益合计	8226	10510	9594	10559	11770

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(2160)	3712	3255	6116	4694
净利润	230	(347)	816	2139	2428
折旧摊销	612	754	788	837	883
财务费用	199	510	619	508	336
投资收益	(172)	181	(198)	(248)	(248)
营运资金变动	(3096)	2962	703	1664	(72)
其它	66	(349)	526	1215	1367
投资活动现金流	(1268)	(3944)	(1500)	(1500)	(1500)
资本支出	(2036)	(3814)	(1500)	(1500)	(1500)
其他投资	768	(130)	0	0	0
筹资活动现金流	2801	(891)	(1623)	(2795)	(4062)
借款变动	2952	(1101)	(1146)	(2289)	(3332)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	23	0	0	0
股利分配	(111)	(111)	(56)	(245)	(642)
其他	(42)	298	(422)	(261)	(88)
现金净增加额	(627)	(1123)	132	1821	(868)

资料来源：Wind，东吴证券研究所

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4557	3538	4809	6238	7767
营业成本	3971	2887	3224	4121	5124
营业税金及附加	7	21	28	37	46
营业费用	141	168	228	296	368
管理费用	242	260	353	459	571
财务费用	126	99	135	80	51
资产减值损失	4	30	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	67	7	7	7	7
营业利润	134	80	847	1254	1614
营业外收入	62	100	100	100	100
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	192	177	944	1351	1711
所得税	60	50	274	393	498
净利润	132	127	670	958	1213
少数股东损益	(50)	1	3	4	6
归属于母公司净利润	182	126	667	954	1208
EPS (元)	0.36	0.22	1.15	1.64	2.08

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入	-33%	-22%	36%	30%	25%
营业利润	-69%	-41%	965%	48%	29%
净利润	-57%	-31%	428%	43%	27%
盈利能力					
毛利率	12.9%	18.4%	33.0%	33.9%	34.0%
净利率	4.0%	3.6%	13.9%	15.3%	15.6%
ROE	4.7%	2.7%	13.0%	16.2%	17.7%
ROIC	2.2%	1.6%	10.2%	13.3%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	51.9%	54.1%	45.8%	43.6%	41.5%
净负债比率	24.9%	30.1%	16.8%	10.9%	5.8%
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.3	1.5
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.3	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.1	2.3	2.4	2.6	2.6
应收账款周转率	7.4	4.1	3.7	3.6	3.6
应付帐款周转率	3.0	3.0	2.6	2.8	2.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.36	0.22	1.15	1.64	2.08
每股经营现金	0.48	0.46	1.22	1.58	1.89
每股净资产	7.70	8.21	8.86	10.15	11.74
每股股利	0.50	0.50	0.34	0.49	0.62
估值比率					
PE	58.9	97.0	18.4	12.9	10.2
PB	2.7	2.6	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	27.4	31.3	11.9	9.7	8.2

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户提供。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>