新时代证券 New Times Securities

草铵膦供不应求，行业龙头充分受益

季报点评

◆ **事件：**

公司公布前三季度报告，实现营收 19.43 亿，同比增长 38.36%，净利润 2.29 亿，同比增长 69.65%，eps0.44 元。预计全年净利 2.92-3.54 亿，同比增长 40%-70%。

◆ **草铵膦价格震荡上行，行业龙头业绩符合预期：**

华东地区草铵膦过去四季度均价为 12.93、15.94、16.63、16.30 万/吨，随草铵膦销量淡旺季变化，公司过去四季度实现净利 7341、5822、9114、7957 万。受益于草铵膦价格上涨，公司三季度营收和净利同比大幅增长 48.95%和 115.27%。随着草铵膦销售旺季的到来，公司草铵膦生产线保持满产，产品供不应求，目前草铵膦价格已上涨至 17.5 万/吨，四季度公司盈利有望超预期。

◆ **草铵膦供需紧张，行业维持景气：**

受益于百草枯禁用，耐草甘膦杂草问题凸显以及耐草铵膦转基因作物推广，草铵膦需求未来持续增长；目前国内草铵膦生产工艺污染严重，环保新形势下开工难，供需紧张推高草铵膦价格。公司作为草铵膦行业龙头，拥有 5000 吨产能，并且技术领先，在成本和环保方面均有优势。

◆ **自建收购并举，公司将成综合农化平台：**

公司完成收购比德生化 45%股份，成为比德生化第一大股东；拟以 3123 万增资赛科化工，占增资后 51%股权；拟公开发行 8.52 亿可转换公司债用于 10000 吨草铵膦，1000 吨氟环唑，1000 吨丙炔氟草胺项目建设，预计 2019 年初达产。随着相关收购和项目建成投产，公司将成为农化大平台。

◆ **农药行业整体稳中向好，草铵膦打开成长空间，给予“强烈推荐”评级：**

公司目前的主导产品：毕克草 1800 吨，毒莠定 3000 吨，氟草烟 500 吨，草铵膦 5000 吨。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.62、0.80 和 1.09 元。当前股价对应 17-19 年 PE 分别为 21、16 和 12 倍，给予“强烈推荐”评级。

◆ **风险提示：**草铵膦价格下降，生产装置运行不稳

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1489	1,982	2,494	3,027	3,911
增长率(%)	13.0	33.1	25.8	21.4	29.2
净利润(百万元)	138.5	208	325	422	569
增长率(%)	49.8	50.5	55.9	29.8	35.1
毛利率(%)	24.1	24.2	27.8	28.7	29.8
净利率(%)	9.3	10.5	13.0	13.9	14.6
ROE(%)	9.3	9.7	13.0	14.5	16.4
EPS(摊薄/元)	0.26	0.40	0.62	0.80	1.09
P/E(倍)	49.92	33.2	21.3	16.4	12.1
P/B(倍)	5.32	3.4	2.9	2.5	2.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

强烈推荐（首次评级）

分析师
程磊 (执业证书编号：S0280517080001)
021-68864812
chenglei@xsdzq.cn

联系人
周峰春
zhoufengchun@xsdzq.cn

市场数据	时间 2017.10.25
收盘价(元)：	13.67
总股本(亿股)：	5.24
总市值(亿元)：	71.68
一年最低/最高(元)：	9.99/15.39
近 3 月换手率：	57.37%

股价表现(一年)

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.34	-6.47	9.63
绝对	12.51	0.45	27.72

相关研报

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	991	1143	1742	2156	2727
现金	164	207	797	908	1212
应收账款	293	392	453	583	749
其他应收款	3	1	7	1	10
预付账款	23	23	39	33	62
存货	**414**	**412**	**308**	**491**	**489**
其他流动资产	93	108	139	139	205
非流动资产	1566	1974	2228	2506	3036
长期投资	14	15	14	13	12
固定资产	1174	1323	1572	1824	2295
无形资产	165	210	230	248	271
其他非流动资产	**212**	**426**	**413**	**420**	**458**
资产总计	**2557**	**3116**	**3971**	**4662**	**5763**
流动负债	730	607	1131	1429	1968
短期借款	330	87	567	679	1094
应付账款	174	248	245	353	403
其他流动负债	**227**	**272**	**318**	**396**	**471**
非流动负债	275	214	201	188	193
长期借款	209	149	136	123	128
其他非流动负债	**66**	**65**	**65**	**65**	**65**
负债合计	**1005**	**820**	**1331**	**1617**	**2162**
少数股东权益	252	263	282	301	323
股本	202	524	524	524	524
资本公积	425	810	810	810	810
留存收益	662	687	997	1394	1938
归属母公司股东权益	1299	2033	2358	2744	3278
负债和股东权益	**2557**	**3116**	**3971**	**4662**	**5763**

现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	157	185	473	493	667
净利润	145	224	343	441	591
折旧摊销	110	146	136	171	219
财务费用	8	-4	-7	2	10
投资损失	2	-1	1	1	0
营运资金变动	-127	-211	0	-121	-154
其他经营现金流	19	31	0	-0	0
投资活动现金流	-285	-333	-392	-449	-750
资本支出	**303**	**346**	**264**	**274**	**533**
长期投资	0	0	2	1	1
其他投资现金流	18	14	-126	-174	-216
筹资活动现金流	192	188	150	-105	2
短期借款	**179**	**-243**	**122**	**-61**	**30**
长期借款	39	-60	-13	-13	5
普通股增加	0	322	0	0	0
资本公积增加	0	385	0	0	0
其他筹资现金流	**-27**	**-215**	**42**	**-32**	**-34**
现金净增加额	**67**	**42**	**231**	**-61**	**-81**

利润表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**1489**	**1982**	**2494**	**3027**	**3911**
营业成本	1130	1502	1800	2159	2746
营业税金及附加	0	8	5	7	10
营业费用	62	71	97	113	149
管理费用	128	153	204	241	315
财务费用	8	-4	-7	2	10
资产减值损失	3	8	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	1	-1	-1	-0
营业利润	155	244	387	499	674
营业外收入	**20**	**25**	**23**	**23**	**23**
营业外支出	7	11	11	10	11
利润总额	168	258	399	512	687
所得税	**23**	**35**	**56**	**71**	**95**
净利润	145	224	343	441	591
少数股东损益	**6**	**15**	**18**	**19**	**22**
归属母公司净利润	138	208	325	422	569
EBITDA	**307**	**413**	**545**	**699**	**932**
EPS（元）	0.26	0.40	0.62	0.80	1.09

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入(%)	13.0	33.1	25.8	21.4	29.2
营业利润(%)	41.1	57.4	58.6	28.7	35.1
归属于母公司净利润(%)	49.8	50.5	55.9	29.8	35.1
获利能力					
毛利率(%)	24.1	24.2	27.8	28.7	29.8
净利率(%)	9.3	10.5	13.0	13.9	14.6
ROE(%)	9.3	9.7	13.0	14.5	16.4
ROIC(%)	8.9	9.9	11.1	12.5	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	39.3	26.3	33.5	34.7	37.5
净负债比率(%)	24.8	1.3	(2.3)	(2.2)	1.7
流动比率	1.4	1.9	1.5	1.5	1.4
速动比率	0.8	1.2	1.3	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	6.0	5.8	5.9	5.8	5.9
应付账款周转率	7.5	7.1	7.3	7.2	7.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.40	0.62	0.80	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.73	0.90	0.94	1.27
每股净资产(最新摊薄)	2.48	3.88	4.50	5.23	6.25
估值比率					
P/E	49.92	33.17	21.28	16.40	12.14
P/B	5.32	3.40	2.93	2.52	2.11
EV/EBITDA	24.77	17.6	13.2	10.3	7.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12 年证券研究经验，2017 年加盟新时代证券，2011-2015 年连续 5 年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	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。
推荐：	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：	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：	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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监** 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	**史月琳　销售经理** 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层　　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/