

2018年1月31日

罗健

H70406@capital.com.tw

目标价(元) 28

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2018/1/31)	22.08
深证成指(2018/1/31)	11159.68
股价 12 个月高/低	24.68/15.26
总发行股数(百万)	580.77
A 股数(百万)	506.98
A 市值(亿元)	111.94
主要股东	南京第一农药集团有限公司 (51.75%)
每股净值(元)	9.09
股价/账面净值	2.43
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.1 -7.7 9.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

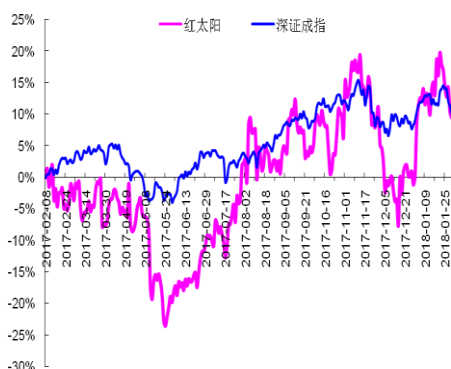
产品组合

农药	99.71%
----	--------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.7%
一般法人	63.7%

股价相对大盘走势



红太阳 (000525.SZ)

Buy 买入

公司业绩快报, 17 年归母净利润增长四倍之多

结论与建议:

公司发布17年业绩快报公告, 2017年公司实现营收49.8亿元, YOY+41%, 录得净利润7.02亿元, YOY+455%倍, 折合EPS为1.21元。其中Q4营收13.18亿元, YOY+193%, 录得净利润1.81亿元, YOY+107%。公司业绩符合我们预期, 鉴于环保政策趋严, 国内供给侧改革持续, 国外农化巨头进入补库存阶段, 公司产品景气度有望维持, 维持“买入”评级。

■ **产品高景气度, 综合毛利率改善是业绩增长的主动力:** 受 17 年环保政策、供给侧改革以及原油价格回暖等多因素影响, 公司产品价格大幅增长, 使得公司业绩大幅增长。公司产品吡啶 17 年全年均价为 28051 元/吨, 同比增长 42%, 烟酰胺 17 年全年均价为 66.97 元/千克, 同比增长 72%。产品价格上涨幅度大于原材料上涨幅度, 公司毛利率改善明显, 如公司前三季度综合毛利率同比增加了 18 个百分点至 30%。

■ **吡啶碱全球龙头, 下游延伸多条产业链:** 公司拥有吡啶碱的产能约为 6.2 万吨, 全球吡啶碱产能合计约 30 万吨, 公司是最大的吡啶碱生产商, 市场占有率超过 20%。公司吡啶碱产业链主要分为吡啶产业链和 3 甲基吡啶产业链, 吡啶产业链下游产品主要是百草枯、敌草快、毒死蜱等, 3 甲基吡啶下游产品主要有烟酸/烟酰胺、吡虫啉、精稳、高盖等。百草枯是全球第二大除草剂, 占吡啶下游消费的 45%, 公司产能约为 2 万吨以上, 占全球产量的 27%, 近三年符合增长率约 2.9%, 百草枯具有不可替代性, 下游需求稳定。敌草快在性能上最为接近百草枯, 目前公司产能在 2000 吨, 后期扩将至 1 万吨, 部分地区禁用百草枯, 为敌草快带来需求增长。3 甲基吡啶产业链方面, 烟酰胺全球有效产能在 9.4 万吨, 需求在 7 万吨, 占三甲吡啶下游消费结构中的 85%左右, 烟酰胺的产量受制于 3 甲基吡啶供应量, 当前烟酰胺略有过剩, 但考虑原料供给、装置开停车因素影响, 烟酰胺供应关系将有所改善, 公司烟酰胺当前产能为 1 万吨, 在建产能为 1 万吨。公司目前是国内唯一一家拥有百草枯、烟酰胺全产业链生产商, 同时还兼有毒死蜱、吡虫啉、菊酯等多种大吨位农药产品, 根据市场需求变换, 公司产能可在多种产品中切换, 抗市场风险能力较强。

■ **18 年公司产品价格有望维持高景气度:** 目前公司产品纯吡啶价格为 31000 元/吨, 同比上涨 59%, 42%的百草枯母液价格在 21750 元/吨左右, 同比上涨 45%以上, 另外烟酰胺价格为 45 元/千克, 同比持平。环保政策趋严, 供给侧改革仍将持续, 农业部要求到 2020 年国内农药产能零增长, 加之国际油价中枢上涨、国外农化巨头补库存, 公司产品或将维持高景气度, 18 年业绩有望稳定增长。

■ **盈利预测:** 我们预计公司 2017/2018/年实现净利润 7.02/8.41/9.64 亿元, yoy+455.5%/+19.8%/+14.5%, 折合 EPS 为 1.21/1.45/1.66 元, 目前 A 股股价对应的 PE 为 18X、15X、13X。鉴于公司产品有望维持高景气度, 我们维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1、公司产品价格不及预期; 2、百草枯禁用政策变化。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	181.95	126.41	702.18	841.42	963.67
同比增减	%	-57.40%	-30.52%	455.48%	19.83%	14.53%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.36	0.22	1.21	1.45	1.66
同比增减	%	-57.40%	-39.32%	455.48%	19.83%	14.53%
A 股市盈率(P/E)	X	63.56	104.75	18.86	15.74	13.74
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.3	0.34	0.49	0.62
股息率 (Yield)	%	2.19%	0.00%	1.49%	2.15%	2.72%

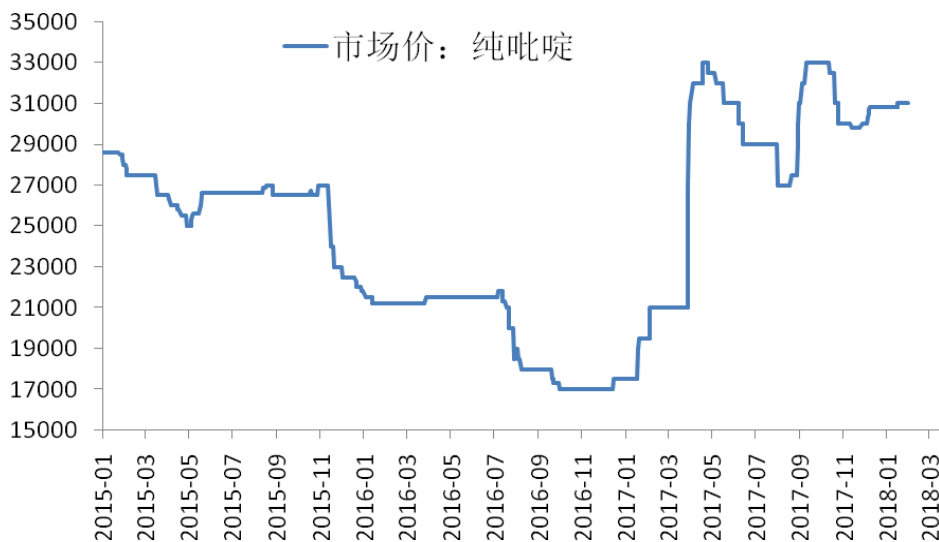
预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

图: 纯吡啶市场价 (元/吨)



资料来源: Choice、群益金鼎证券

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,556.57	3,537.51	4,832.39	5,557.25	6,196.33
经营成本	3,970.66	2,886.89	3,274.73	3,728.28	4,115.46
营业税金及附加	7.29	20.78	37.03	42.58	47.48
销售费用	140.73	167.67	190.94	217.38	244.80
管理费用	241.53	260.02	342.73	390.20	435.07
财务费用	125.51	99.29	213.19	245.17	276.09
资产减值损失	4.37	30.05	5.56	5.34	5.60
投资收益	67.47	6.80	13.06	13.71	14.40
营业利润	133.92	79.56	803.94	965.81	1,111.20
营业外收入	61.91	99.74	41.87	43.96	47.48
营业外支出	3.61	2.70	6.25	6.57	6.90
利润总额	192.22	176.60	839.55	1,003.20	1,151.78
所得税	60.09	49.61	128.30	150.25	174.23
少数股东损益	-49.82	0.58	9.08	11.54	13.88
归属于母公司股东权益	181.95	126.41	702.18	841.42	963.67

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	949.93	1,688.10	1,642.67	1,657.54	1,722.85
应收账款	605.12	1,117.69	980.00	872.20	750.09
存货	1,274.46	1,253.99	1,523.00	1,842.83	2,119.25
流动资产合计	3,197.27	4,889.73	5,018.15	5,379.17	5,720.15
长期股权投资	6.00	9.50	9.50	9.50	9.50
固定资产	3,194.55	3,085.34	3,110.52	3,613.98	3,605.59
在建工程	391.47	1,042.10	1,100.00	979.00	841.94
非流动资产合计	5,028.91	5,619.80	5,659.64	6,126.20	6,024.43
资产总计	8,226.18	10,509.54	10,677.79	11,505.37	11,744.58
流动负债合计	4,155.15	5,358.21	5,042.42	5,295.31	4,912.43
非流动负债合计	114.30	330.76	301.00	307.32	311.93
负债合计	4,269.45	5,688.97	5,343.42	5,602.63	5,224.36
少数股东权益	53.40	53.98	63.06	74.59	88.48
股东权益合计	3,956.73	4,820.56	5,334.36	5,902.74	6,520.22
负债及股东权益合计	8,226.18	10,509.54	10,677.79	11,505.37	11,744.58

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	245.75	266.18	405.57	414.09	420.30
投资活动产生的现金流量净额	-547.48	-958.19	-358.15	-304.42	-258.76
筹资活动产生的现金流量净额	43.64	782.84	-94.28	-96.26	-97.70
现金及现金等价物净增加额	-240.11	128.18	-45.43	14.86	65.32

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。