

**2018年3月1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(2018/2/28)	23.25		
深证成指(2018/2/28)	10828.73		
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)	117.87		
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	2.56		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-1.5	10.1	17.6

**近期评等**

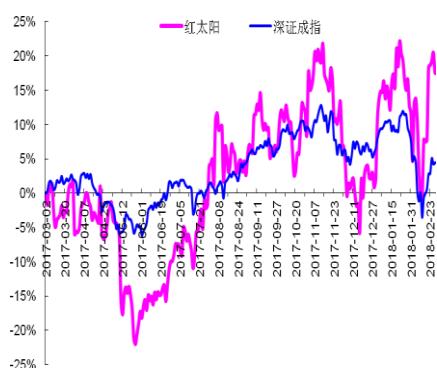
出刊日期      前日收盘      评等

**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**
**一季度业绩预告大幅增长，高于预期**
**结论与建议：**

公司发布2018年一季度业绩预告，预计归母净利润2.5-2.8亿元，同比增长58.21%-77.19%，公司业绩超于预期。业绩超预期，一方面公司产品维持高景气度，另外一方面原因是公司新产能投产进度超预期，公司新投产的1万吨生化敌草快、1万吨生化VB3以及2.5万吨生化吡啶碱全部一次试车成功。新产能的释放，迭加供给侧改革、环保趋严等因素影响，带来的产品价格上涨，公司18年业绩有望保持高增长，维持“买入”评级。

**■ 新专案试车成功，迭加公司产品高景气度，18年一季度业绩快速增长：**

公司新投产的1万吨生化敌草快、1万吨生化VB3以及2.5万吨生化吡啶碱，投产后对应产能分别达到1.2万吨、2万吨、8.2万吨，公司产能迅速扩大，吡啶碱产业链进入快速增长期。在产品价格方面，公司主要中间体纯吡啶18年前两个月平均价格在30876元/吨，较去年一季度均价20549元/吨增长50%，其上游原料甲醛价格同比仅增长19%。吡啶碱下游主要是纯吡啶产业链和3-甲基吡啶产业链，两条产业链对应的产品价格同比均有所上涨，3-甲基吡啶产业链中的吡虫啉2月底价格在20.5万元/吨，同比增长29.75%，纯吡啶产业链下的42%百草枯母液2月底价格在2.2万元/吨，同比增长45%，另外敌草快为5.8万元/吨，毒死蜱为4.9万元/吨，同比分别增长3.57%、15.29%。新产能的释放，产品价格高位运行是18年一季度业绩增长的主要原因。

**■ 吡啶碱产业一体化，拟海外收购进一步延伸海外市场：**

公司拥有吡啶碱产能达到8.2万吨/年，属于行业全球龙头企业。吡啶碱中67%是纯吡啶，纯吡啶产业链中主要有百草枯、敌草快、毒死蜱等产品，另外23%的吡啶碱是3-甲基吡啶，其下游产业链主要是VB3、吡虫啉等产品，在VB3产能完全投产前，3-甲基吡啶主要是以外销为主。公司20%百草枯可溶胶剂是国内唯一获得正式登记的百草枯新剂型。整体来看，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，具备从上游原料-中游中间体-下游原药及制剂品-终端国内外市场的全产业链优势。另外，公司公告称，公司正式启动收购阿根廷Ruralcao公司60%股权，该公司是全球重要农药企业FMC公司在阿根廷境内的经销商。公司17年上半年国外营收为9.26亿元，占总营收38%，随着收购完成，海外布局拓展，这一比例有望提高。

**■ 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30800元/吨，与同期比增长50%，与去年全年均价28051元/吨比较，上涨9.8%，42%的百草枯母液价格自17年2月份以来一直高位运行，价格在2.1-2.3万元/吨，产品价格来看，对公司18年业绩仍有积极作用。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，另外随着新增产能的释放，公司18年业绩有望稳定增长。

**■ 盈利预测：**

我们预计公司2017/2018/2019年实现净利润7.02/9.15/10.95亿元，yoy+455.5%/+30.32%/+19.68%，折合EPS为1.21/1.58/1.89元，目前A股股价对应的PE为19X、15X、12X。鉴于公司产品有望维持高景气度，且新产能提前释放，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	915.10	1,095.18
同比增减	%	-57.40%	-30.52%	455.48%	30.32%	19.68%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.36	0.22	1.21	1.58	1.89
同比增减	%	-57.40%	-39.32%	455.48%	30.32%	19.68%
A 股市盈率(P/E)	X	64.82	106.82	19.23	14.76	12.33
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.3	0.34	0.49	0.62
股息率 (Yield)	%	2.15%	0.00%	1.46%	2.11%	2.67%

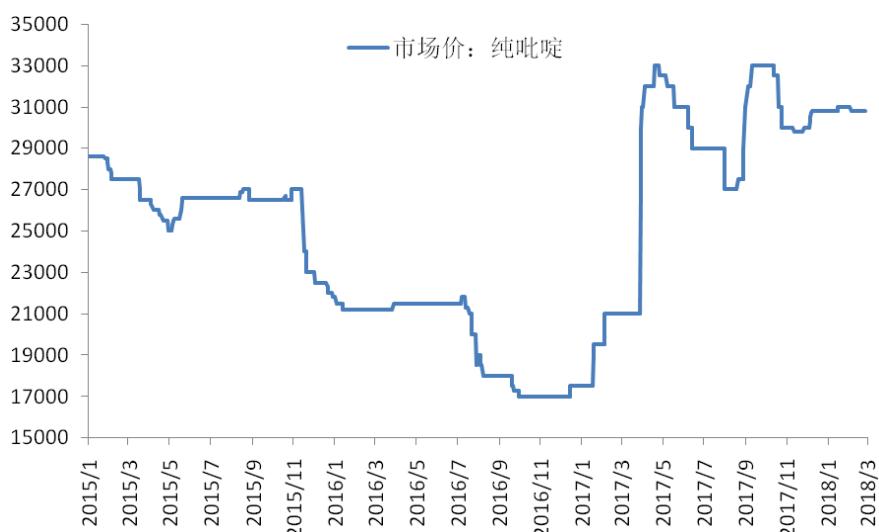
预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

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	6,040.48	7,055.29
经营成本	3,970.66	2,886.89	3,274.73	4,052.48	4,685.96
营业税金及附加	7.29	20.78	37.03	46.29	54.06
销售费用	140.73	167.67	190.94	233.90	275.93
管理费用	241.53	260.02	342.73	419.84	490.38
财务费用	125.51	99.29	213.19	266.48	314.37
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	1,053.66	1,268.37
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	1,091.06	1,308.96
所得税	60.09	49.61	128.30	163.41	198.00
少数股东损益	-49.82	0.58	9.08	12.55	15.78
归属于母公司股东权益	181.95	126.41	702.18	915.10	1,095.18

**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	791.54	1,125.16	1,357.03
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	3,688.68	3,813.68
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	6,200.90	6,232.53
资产总计	8,226.18	10,509.54	10,677.79	11,580.07	11,952.68
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	75.61	91.39
股东权益合计	3,956.73	4,820.56	5,334.36	5,977.44	6,728.32
负债及股东权益合计	8,226.18	10,509.54	10,677.79	11,580.07	11,952.68

**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	1,041.43	1,093.50	1,109.91
投资活动产生的现金流量净额	-547.48	-958.19	-358.15	-411.87	-350.09
筹资活动产生的现金流量净额	43.64	782.84	-1,581.28	-349.46	-529.43
现金及现金等价物净增加额	-240.11	128.18	-896.56	333.63	231.86

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)有限公司相信用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)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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和意见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券持意见或立场，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券。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。