

日期：2009 年 2 月 16 日

行业：农药行业



陈志斌
021-53519888-1971
chenzb36@gmail.com

业绩高增长具有可持续性

主要观点：

08 年业绩增长超预期

08 年公司实现销售收入超过 22 亿元，其中出口达到 1.8 亿美元，税前利润为 2.3 亿元。与 07 年相比，公司在 08 年实现了超常发展，07 年以上三个指标分别为 16.5 亿元、0.95 亿美元、0.4 亿元，同比增长 33%、89% 和 475%。

09 年业绩乐观期待

公司目前主要产品包括：精胺、草甘膦、百草枯、敌敌畏、敌百虫、乙酰甲胺磷等，其中精胺垄断地位继续保持、乙酰甲胺磷与百草枯将成为新的业绩增长点。

加强销售拓展产品销量

按照 09 年规划，在产品价格低迷阶段，公司将通过多种方式加大销售力度，争取实现销售同比增长 60% 以上。

投资建议：

未来六个月内，给予“超强大市”评级；

我们此前预计公司 08 年 EPS 为 0.25 元，根据公司的减值计提方案，需要计提核销 1.05 亿元，净利润大幅降低，我们相应调低 08 年 EPS 至 0.15 元，考虑 09 年公司可能进一步优化财务结构，对公司利润产生影响，我们也相应将 09 年全面摊薄 EPS 由 0.40 元下调至 0.32 元。动态市盈率分别为 49.6、23.25 倍。

我们给予公司“超强大市”评级。

数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	1440.44	1640.84	2200.00	3080.00
年增长率 (%)	14.47	14.12	33.46	40.00
归属于母公司的净利润	22.96	29.60	89.09	190.05
年增长率 (%)	344.34	28.92	200.97	166.67
每股收益 (元)	0.08	0.05	0.15	0.32
PER (X)	106.29	148.80	49.6	23.25

注：有关指标按最新总股本为 593.92 百万股计算

基本数据 (Y09)

报告日股价 (元)	7.44
12mth A 股价格区间 (元)	4.44/14.35
总股本 (百万股)	593.92
无限售 A 股/总股本	79.42%
流通市值 (百万元)	3396.18
每股净资产 (元)	1.77
PBR (X)	4.07
DPS (08Q3, 元)	不分配, 不转增

主要股东 (Y08)

沙隆达集团	20.02%
蕲春县国有资产管理局	0.76%
沙市区联合农村信用合作社	0.43%

收入结构 (Y08H1)

农药产品	76.22%
化工产品	23.78%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：CZB09-CT01

相关报告：

我们于2月8日赴湖北荆州对沙隆达进行了调研,通过与公司高管交流及参观公司生产经营状况,对公司在09年的经营发展有了更加清晰的了解。

一、08 年业绩增长超预期

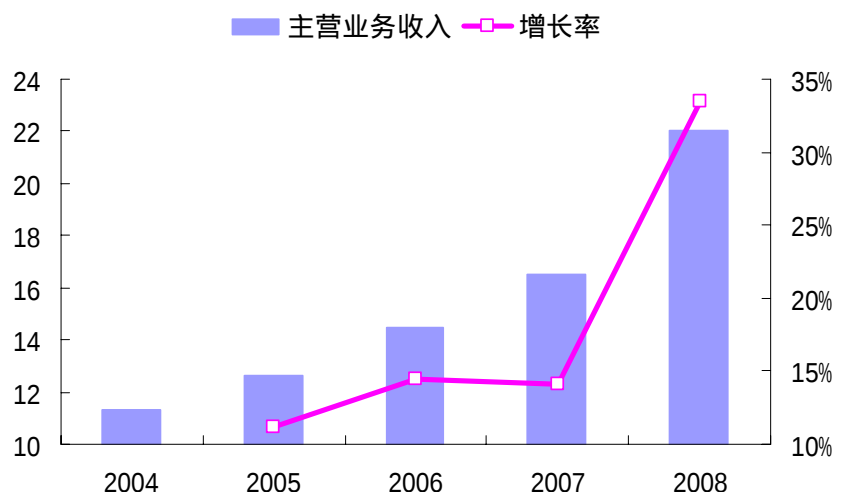
08 年公司实现销售收入超过 22 亿元,其中出口达到 1.8 亿美元,税前利润为 2.3 亿元。

与 07 年相比,公司在 08 年实现了超常发展,07 年以上三个指标分别为 16.5 亿元、0.95 亿美元、0.4 亿元,同比增长 33%、89%和 475%。

从 09 年一月份看,目前公司经营状况良好,在经历了去年下半年经济危机冲击后,已呈现出复苏迹象,表现在:库存减少、订单增加、原料价格回升。

我们认为在去年宏观经济极为不利的条件下,公司能保持高速增长,表明公司管理层在经营战略上是有前瞻性的,通过强化精胶等主要产品的行业垄断地位获得了超额收益,在弱市中提高了公司竞争力。

图 1 公司 04-08 年收入高增长(亿元、%)

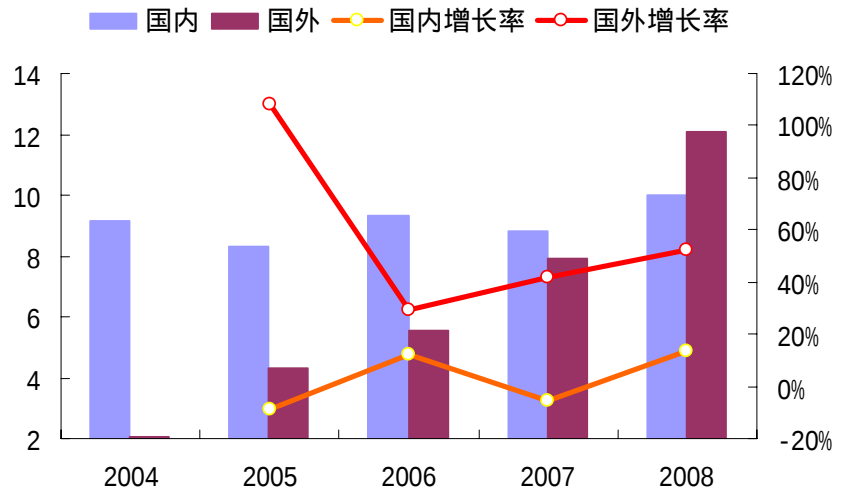


数据来源: 公司年报 上海证券研究所

根据对公司收入来源统计,可以看出:公司在国内销售基本维持稳定,呈小幅增长态势;而国外销售保持了高速增长,尤其是 08 年依然保持了 52% 的搞增长,成为公司业绩的主要支撑。我们认为这得益于两方面:1、公司有机磷农药优势明显,产品质量得到业绩认

可，产品（主要是精胺等）的国外需求较为稳定。2、公司在印度等国家销售渠道维护较好，受经济危机冲击较小。

图 2 公司收入增长主要来自国外（亿元、%）



数据来源：公司年报 上海证券研究所

二、09 年业绩乐观期待

公司目前主要产品包括：精胺、草甘膦、百草枯、敌敌畏、敌百虫、乙酰甲胺磷等，基于下面对各产品的产销分析，我们总体上对公司 09 年的经营业绩持乐观预期。

1、精胺：继续维持垄断地位

精胺(学名:O,O-二甲基硫代磷酰胺简称胺化物)是合成甲胺磷、乙酰甲胺磷等农药的重要中间体。公司拥有4万吨的年产能，占国内60%以上的市场份额。

08年精胺价格高企在3万元/吨以上，而公司实际销量也在3.5万吨，为公司主要盈利产品之一。

09年精胺价格走低，目前维持在1.8万元/吨上下，根据精胺的生产工艺，我们对其原料（液氯、黄磷等）以及单耗作了测算，认为公司的生产成本在1.2万元/吨左右，在目前价格低迷的行情下，仍可维持30%以上的毛利率。如果按08年销量估算（09年公司在销售上会采取多种策略保障各产品销量增长），可贡献毛利达2亿元。

2、草甘膦：09 年优势尚不显著

近期草甘膦价格有所回升，但对公司而言，我们认为目前处于微利阶段，对公司盈利难有大作为。主要原因：公司采用的IDA法生产草甘膦，考虑主要原料亚氨基二乙氰与黄磷的综合成本及生产费用后，基本与草甘膦销售价持平。

我们对公司2万吨双甘膦看好，该项目建成后对公司在降低草甘膦成本、提高毛利率大有帮助。按照公司规划，最终草甘膦产能将扩大到4万吨。我们认为：随着草甘膦价格的逐步回暖，其对公司业绩的支持将在未来显现。

3、乙酰甲胺磷：09 年值得期待

乙酰甲胺磷是高效、广谱、低毒、低残留杀虫剂，主要用于防治小麦、棉花、水稻、蔬菜、果树等多种作物害虫，是高毒杀虫剂甲胺磷的理想替代产品。

我们看好公司在该产品的发展。目前公司产能在0.5万吨上下，由于其中间体是精胺，因此，公司拥有显著的原料优势。现在国内呈货紧价扬、供不应求状态，95%原药市场价65000元/吨，30%可湿性粉剂市场价21000元/吨。出口原药价格为75000元/吨左右。

根据测算，该产品毛利率应在40%左右，销售方面不会有较大压力，09年可为公司增加1.5亿的销售利润。

4、百草枯：09 年盈利新亮点

公司百草枯产能为4500 吨，预计09年产能能够达到8000-10000吨，届时产能为国内第一。百草枯是除草剂中仅次于草甘膦的第二大品种，市场前景看好。

按照目前原料（吡啶）的价格及单耗，公司百草枯的生产成本在1.5万元/吨，而市场售价为1.8万/吨，毛利率达到20%以上。

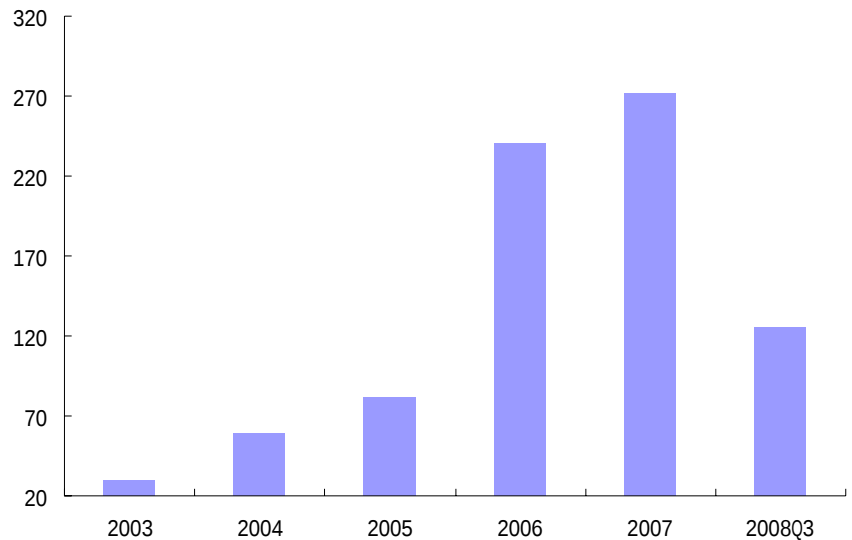
由于百草枯的关键原料是吡啶，而吡啶已成为国内农药行业的热点品种，公司也计划建设年产10000吨吡啶项目以解外购之忧。我们认为：在原料外购情况下，百草枯已是公司发展的重要赢利点，若吡啶项目能顺利达产，对公司的盈利能力将再上新台阶。

在暂不考虑吡啶自产情况下，我们保守预计百草枯在09年的销量为0.4万吨，可实现毛利近1亿元。

5、财务计提奠定 09 年业绩基础

自从中农化入主公司以来，公司财务结构得到了很大改善。现金流充沛，负债率降低。

图 3 公司现金流充沛（百万元、%）



数据来源：公司年报 上海证券研究所

2月12日公司公告：计提资产减值准备6208.77万元，核销资产4381.18万元。我们认为：通过财务计提，公司在09年的财务上会轻装上阵，今年公司业绩将获得坚实的财务基础。

6、加强销售拓展产品销量

按照09年规划，在产品价格低迷阶段，公司将通过多种方式加大销售力度，争取实现销售同比增长60%以上。

据我们了解，主要有以下激励改进措施：

- 1) 加强精细化管理，有效降低成本。
- 2) 销售实现结构扁平化：划分国内片区，设立销售经理负责区域销售，对销售经理提出具体量化指标，竞争上岗。
- 3) 国内销售实行总经理负责制，国外销售采取广泛接触，努力成交等形式。

三、投资建议

我们此前预计公司 08 年 EPS 为 0.25 元,根据公司的减值计提方案,需要计提核销 1.05 亿元,净利润大幅降低,我们相应调低 08 年 EPS 至 0.15 元,考虑 09 年公司可能进一步优化财务结构,对公司利润产生影响,我们也相应将 09 年全面摊薄 EPS 由 0.40 元下调至 0.32 元。动态市盈率分别为 49.6、23.25 倍。

我们给予公司“超强大市”评级。

四、附表

附表 1 沙隆达 A 损益简表及预测 (单位:百万元人民币)

指标名称	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E
营业总收入	1440.44	1640.84	2200.00	3080.00
营业总成本	1177.95	1684.21	2110.27	2844.95
营业税金及附加	2.70	2.20	2.50	5.00
营业费用	70.96	63.37	75.00	95.00
管理费用	110.36	101.99	165.00	210.00
财务费用	30.39	41.07	80.00	120.00
投资收益	27.95	81.74	-	-
营业外收入	1.52	10.83	-	-
营业外支出	12.46	16.64	-	-
利润总额	33.15	40.06	110.69	235.35
所得税费用	7.64	7.63	16.60	35.03
净利润	22.96	32.43	94.09	200.05
归属于母公司所有者的净利润	22.96	29.60	89.09	190.05
少数股东权益	4.16	2.83	5.00	10.00
每股收益(元)	0.08	0.05	0.15	0.32

数据来源:公司定期报告,上海证券研究所整理;每股收益按最新股本 59392 万股摊薄计

分析师承诺

分析师 陈志斌

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。