

被市场忽视的现代兽农药龙头企业

升华拜克 (600226)

评级: 增持 (调低)

股价: 10.79 元

目标价位: 12.19 元

年报点评

2009 年 4 月 8 日

星期三

医药化工小组

毛伟, 袁舰波

021-50586660-8630

mw@longone.com.cn

基础化工行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

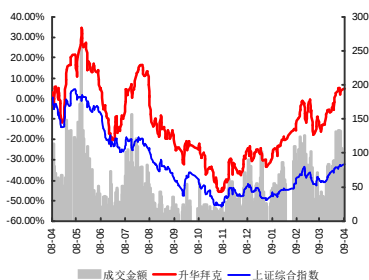
重要数据

总股本(亿股)	2.70
流通股本(亿股)	2.70
总市值(亿元)	29.13
流通市值(亿元)	29.13

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	18.07	6.84
3 个月	45.68	19.76
6 个月	39.46	27.25

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《聚焦兽农药主业, 价值重估创造全新企业》 2008 年 8 月 28 日
2. 《战略重塑, 一流的兽农药生产企业在诞生》 2008 年 7 月 23 日

投资要点

q 公司公布 08 年年报

公司发布 2008 年年报, 报告期内公司实现营业收入 27.56 亿元, 同比增长 34.79%, 利润总额 2.17 亿元, 同比增长 84.40%。归属于上市公司股东净利润 1.27 亿元, 同比增长 56.92%, 实现每股收益 0.47 元。公司拟定的利润分配预案是每 10 股派发现金红利 2.2 元。

q 业绩增长源于农药业务增长及青岛易邦投资收益大幅增加

公司 08 年农药, 兽药, 锆系列产品三大块业务中, 农药实现快速增长, 兽药稳步增长, 锆业小幅下滑。

农药业务整体同比增长 54.78%, 毛利率增长 5.63 个百分点。其中对农药收入贡献最大的是草甘膦及双甘膦业务, 由于 08 年前三季度草甘膦价格飙升, 草甘膦及双甘膦收入合计同比增长 95.57%, 此外其他农药业务收入也有 40.4% 的增长。兽药业务同样发展顺利, 在营业收入增长 26.25% 的同时, 毛利率也增长了 7.06 个百分点。公司锆系列产品由于相对低端, 市场竞争较为激烈, 毛利率有一定幅度下降, 加之受经济危机影响, 公司锆业收入下降 1.07%,

除公司的主营业务外, 公司投资的青岛易邦生物工程有限公司经营情况乐观, 业绩大幅增长, 由此 08 年公司共获得 6600 余万的投资收益, 比 07 年增长 1.28 倍。

但是尽管主营业务快速增长, 公司业绩仍低于我们预期, 我们分析主要有以下两方面的原因: 第一, 草甘膦价格 08 年年内跌幅接近 80%, 下滑幅度大于我们的预测; 第二, 主要由于产品价格下滑, 公司共计提了 2698 万元的存货跌价准备。

q 专注主营业务, 农兽药, 动物疫苗业务 09 年依然乐观

公司目前已完成对房地产业务的剥离, 我们认为这有利于公司专注于

农兽药等主营业务，发挥公司竞争优势。

尽管目前全球仍处于经济危机中，但由于农药需求相对较刚性，我们预计公司阿维菌素，麦草畏，乙酰丙酮等拳头产品 09 年销量同比小幅上升，并且价格比 08 年四季度有一定幅度回升。作为国内农兽药行业的隐性龙头，公司 09 年这两块业务同比将保持稳定。

由于禽流感等流行性动物疾病仍在国内肆虐，动物防疫工作提升到新的高度，因此我们预计青岛易邦将继续保持快速增长。

09 年草甘膦不可能再重复 08 年的景气行情，我们预计 09 年均价在 3 万元左右，公司草甘膦毛利率约为 15%，和 08 年相比，有一定幅度的下滑。但是由于公司草甘膦业务所占比例不到 1/4，且只有生产企业拜克开普 51%的权益，因此对公司业绩不会产生决定性影响。

q 新项目进度有所放缓

根据年报中披露的情况，公司在建的 5000 吨草甘膦技改项目，200 吨 M-4 项目的建设进度慢于我们的预期。我们推测可能是由于经济危机的影响，公司放缓了项目建设的进度。

q 盈利预测

我们预计公司 2009 年，2010 年每股收益为 0.53 元和 0.61 元，对应目前的股价，市盈率分别为 20.36 倍和 17.69 倍。我们认为公司并非传统的化工企业，而是一家以现代农兽药生产为主业，同时又投资动物疫苗业务的多元化企业，因此结合目前市场情况，我们认为 23-25 倍的估值较为合理，给予公司 6 个月 12.19 元的目标价，给予增持评级。

从长期来看，公司具有产品结构升级以及价值重估的投资机会。在国家惠农政策的推动下，公司未来的发展方向将集中于研发和生产生物农药，农药制剂，动物营养药，动物疫苗等高附加值产品，产品结构的升级将带给公司更广阔的增长空间。同时随着兽药，动物疫苗，农药制剂等业务比例的不断扩大，公司非传统化工企业的定位将得到市场更广泛的认同，从而得到价值重估的机会。介于以上的原因，我们看好公司长期的发展，将继续予以密切关注。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 扬农化工, 华鲁恒升, 金发科技, 建峰化工, 升华拜克, 诺普信。

袁舰波, 医药及化工行业高级分析师, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122