

新产品的不断投放是公司活力的保证

事件：2009 年 4 月 2 日公司实地调研

研究结论

- 公司是我国技术路线成熟，规模优势较大的氯代吡啶类农药企业，主要产品有除草剂毒莠定产能 1000 吨左右，毕克草产能 400 吨左右，氟草烟产能 150 吨左右；公司 2008 年募投项目包括 3000 吨/年杀虫剂毒死蜱，500 吨/年除草剂氟草烟，600 吨/年草铵磷，以及 600 吨/年杀菌剂丙环唑，150 吨/年氟环唑。随着这些项目的逐渐完工，公司的产品线将逐渐覆盖杀虫剂、除草剂和杀菌剂三大领域，成为综合程度较高的农药企业。
- 技术优势是保障盈利的关键所在：公司在国内率先掌握了氰基吡啶催化氯化等一系列完整的核心技术，形成了稳定、成熟的规模化生产工艺与稳定的产品质量，成为全球第二大氯代吡啶类农药生产商，确保了公司主营产品的高盈利能力，其中 05—07 年公司毒莠定和毕克草的毛利率在 50% 左右，氟草烟的毛利率在 30% 左右。
- 竞争加剧与汇率损失拖累 08 年业绩：目前公司的产品约 90% 用于出口，其中原药基本上以出口为主，部分制剂产品以定制生产的模式出口。因此公司的业绩容易受到汇率波动的影响。公司在技术路线上具有较强的优势，但国内仍然有企业可以一定规模地生产相关产品，导致行业的竞争逐渐加剧；这种行业竞争使公司很难将人民币升值的因素转嫁给下游客户，使公司在 2008 年以人民币定价的产品价格出现了一定的下滑。
- 新产品的不断投放市场是公司盈利增长的保障：由于公司产品具有较高的盈利能力，必然会吸引新进入者，尝试突破原有的技术壁垒。因此公司希望通过不断的投放盈利能力高的新产品来维持公司较高的盈利水平，不断创造新的技术优势；同时公司也将积极向下游制剂领域拓展，谋求更高的毛利水平。未来公司战略将原药制剂并举，逐渐向拥有十几种原药，百种以上制剂的综合性农药企业发展。
- 募投项目将主要从 2010 年开始贡献业绩：目前公司的氟草烟项目已经完成建设，具备投产要求；丙环唑和毒死蜱预计将于 09 年底前完成建设；而草铵磷和氟环唑将在 2010 年完成建设。预计公司的主要募投项目将从明年开始逐渐释放业绩，具体的内外销比率要视届时的市场情况确定。
- 风险因素：人民币大幅升值，竞争对手优化技术路线加剧竞争，新产品市场投放缓慢
- 预计 2009 年业绩在 0.72 元左右，2010 年开始随着公司的募投项目的产能逐渐释放和市场开拓的不断成熟，业绩将有望较快增长，预计公司 2010—2011 年的业绩分别为 1.0 元和 1.2 元。虽然目前估价对应 2009 年 PE 较高，为 27 倍，但考虑到公司的成长性，我们给与公司增持的评级。


东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

化工行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云

化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

公司评级

买入 增持 中性 减持

股价（2009 年 4 月 3 日）

20.12 元

目标价格（6 个月）

21 元

总股本/A 股（万股）

13496/13496

A 股市值（百万元）

2715.00

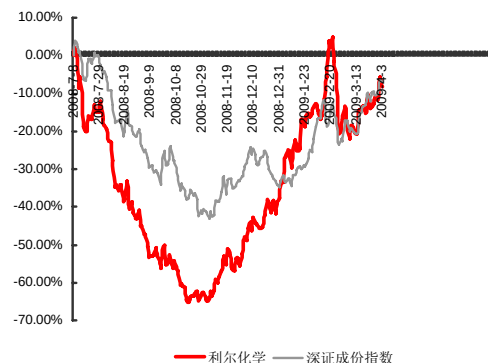
国家/地区

中国

行业

基础化工

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.25%	49.10%	-
相对表现 (%)	-3.91%	11.21%	-

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	404	454	644	770
同比(%)	33%	12%	42%	20%
净利润	88	98	134	162
同比(%)	-18%	11%	38%	20%
毛利率(%)	35.8%	34.5%	33.5%	33.6%
ROE(%)	10.7%	11.2%	13.8%	14.7%
每股收益(元)	0.65	0.72	1.00	1.20
P/E	30.97	27.79	20.19	16.79
P/B	3.30	3.12	2.78	2.47

资料来源：东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表：财务报表与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	641	473	543	708	营业收入	404	454	644	770
现金	444	283	272	383	营业成本	260	298	428	511
应收账款	101	91	129	154	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	3	1	1	2	营业费用	10	12	17	21
预付账款	21	24	34	41	管理费用	38	36	51	62
存货	70	74	107	128	财务费用	8	1	1	1
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	1	1
非流动资产	211	430	479	446	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	92	316	452	414	营业利润	87	106	146	175
无形资产	26	26	26	26	营业外收入	2	1	1	1
其他	93	87	0	5	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	852	903	1022	1154	利润总额	88	106	145	175
流动负债	30	32	46	56	所得税	-0	8	11	13
短期借款	0	0	0	0	净利润	88	98	134	162
应付账款	20	21	30	36	少数股东损益	0	0	0	0
其他	10	11	16	20	归属于母公司净利润	88	98	134	162
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	95	126	184	218
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.65	0.72	1.00	1.20
其他	0	0	0	0					
负债合计	30	32	46	56					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	135	135	135	135					
资本公积	492	492	492	492					
留存收益	159	199	291	396					
归属母公司股东权益	822	871	976	1098					
负债和股东权益	852	903	1022	1154					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	
经营活动现金流	58	131	106	162	成长能力				
净利润	88	98	134	162	营业收入	32.9%	12.4%	41.7%	19.6%
折旧摊销	9	20	38	43	营业利润	-17.9%	22.5%	37.3%	20.2%
财务费用	8	1	1	1	净利润	-18.1%	11.4%	37.7%	20.3%
公允价值变动损益	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-47	12	-67	-43	毛利率	35.8%	34.5%	33.5%	33.6%
其它	-0	0	0	0	净利率	21.7%	21.5%	20.9%	21.0%
投资活动现金流	-105	-239	-88	-11	ROE	10.7%	11.2%	13.8%	14.7%
资本支出	-98	-244	-88	-11	ROA	10.3%	10.8%	13.2%	14.0%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	-7	5	0	0	资产负债率	3.5%	3.5%	4.5%	4.8%
筹资活动现金流	483	-54	-30	-41	净负债比率				
短期借款	-35	0	0	0	流动比率	21.33	14.92	11.82	12.66
长期借款	0	0	0	0	速动比率	18.99	12.58	9.49	10.37
普通股增加	34	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	491	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.50	0.63	0.67
其他	-7	-54	-30	-41	应收账款周转率	4	5	5	5
现金净增加额	436	-161	-11	111	应付账款周转率	13.09	14.29	14.29	14.29

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.65	0.72	1.00	1.20	P/E	30.97	27.79	20.19	16.79
每股经营现金流	0.43	0.97	0.79	1.20	P/B	3.30	3.12	2.78	2.47
每股净资产	6.09	6.46	7.23	8.13					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn