

投资评级 买入 维持

股票数据

6 个月内目标价 (元)	27.00
08 月 15 日收盘价 (元)	20.93
52 周股价波动 (元)	14.43-22.78
总股本/流通 A 股 (百万股)	581/507
总市值/流通市值 (百万元)	12156/10611

主要估值指标

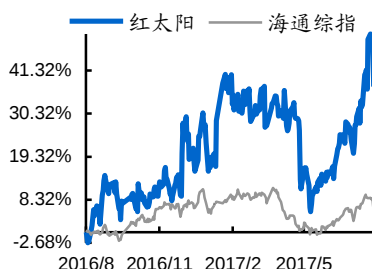
	2016	2017E	2018E
市盈率	96.2	15.5	12.7
市净率	2.6	2.2	1.9
市销率	3.44	2.63	2.42
EV/EBITDA	24.5	9.0	7.5
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《业绩低点已过，受益于环保趋严》
2017.03.28

《收购山东科信，推动百草枯行业整合》
2016.12.19

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	15.6	23.7	24.0
相对涨幅 (%)	15.6	18.7	15.0

资料来源：海通证券研究所

业绩增长 512.56%，VB3 价格有望持续上涨

投资要点：

- **业绩大幅增长 512.56%**。红太阳发布 17 年中报，报告期内，公司实现营业收入 24.43 亿元，比上年同期增加 12.37%。实现归属于母公司净利润 3.51 亿元，比上年同期增加 512.56%。实现 EPS0.60 元，单个季度实现净利润 1.93 亿元，EPS0.33 元。
- **百草枯价格持续保持紧张**。16 年公司通过收购“中国百草枯之父”李德军先生主导创办的山东科信 70% 股权，联合行业兄弟企业，成功完成了国内百草枯行业整合先河的第一步。由于环保变严以及部分企业退出，百草枯 42% 母液主流上半年均价 1.8 万元/吨，同比增加 52.10%。
- **VB3 价格翻倍**。2016 年下半年以来受吡啶开工不足以及寡头协作加强，VB3 由底部 3.5 万元/吨涨至 7 万元/吨，价格已经翻倍。近期，在环保高压下，有吡啶工厂已经停产，我们预计 VB3 价格未来仍有望保持上涨趋势。
- **盈利预测与投资建议**。我们看好百草枯以及 VB3 价格走势，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 7.85 亿元、9.60 亿元、10.95 亿元，对应 EPS 分别为 1.35 元、1.65 元、1.89 元，给予公司 2017 年 20 倍 PE，对应公司目标价 27 元，维持“买入”评级。
- **风险提示**。产品销售不达预期；原材料价格波动风险。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4556.57	3537.51	4621.31	5018.18	5514.16
(+/-)YoY(%)	-33.11%	-22.36%	30.64%	8.59%	9.88%
净利润(百万元)	181.95	126.41	785.27	960.37	1095.40
(+/-)YoY(%)	-57.40%	-30.52%	521.19%	22.30%	14.06%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.22	1.35	1.65	1.89
毛利率(%)	12.86%	18.39%	33.50%	34.87%	36.85%
净资产收益率(%)	4.66%	2.65%	14.14%	14.75%	14.40%

资料来源：公司年报 (2015-2016)，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

表 1 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
辉丰股份	002496.SZ	5.49	0.29	0.38	0.44	18.74	14.55	12.57
扬农化工	600486.SH	43.40	1.88	2.37	2.86	23.11	18.34	15.20
可比公司均值						20.93	16.45	13.89

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为2017年8月15日收盘价，每股收益均为WIND一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	3537.51	4621.31	5018.18	5514.16
每股收益	0.22	1.35	1.65	1.89	营业成本	2886.89	3073.07	3268.24	3482.14
每股净资产	8.21	9.56	11.21	13.10	毛利率%	18.39%	33.50%	34.87%	36.85%
每股经营现金流	0.46	1.90	1.89	1.96	营业税金及附加	20.78	27.73	32.62	38.60
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.59%	0.60%	0.65%	0.70%
价值评估（倍）					营业费用	167.67	217.20	238.36	261.92
P/E	96.16	15.48	12.66	11.10	营业费用率%	4.74%	4.70%	4.75%	4.75%
P/B	2.55	2.19	1.87	1.60	管理费用	260.02	323.49	393.93	441.13
P/S	3.44	2.63	2.42	2.20	管理费用率%	7.35%	7.00%	7.85%	8.00%
EV/EBITDA	24.47	8.98	7.53	5.98	EBIT	202.15	979.82	1085.03	1290.36
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	99.29	129.52	60.72	21.99
盈利能力指标（%）					财务费用率%	2.81%	2.80%	1.21%	0.40%
毛利率	18.39%	33.50%	34.87%	36.85%	资产减值损失	30.05	20.98	2.88	2.34
净利润率	3.59%	14.88%	16.34%	18.01%	投资收益	6.80	26.34	33.54	22.23
净资产收益率	2.65%	14.14%	14.75%	14.40%	营业利润	79.56	855.66	1054.97	1288.27
资产回报率	1.20%	8.38%	10.08%	10.75%	营业外收支	97.04	71.92	75.75	81.57
投资回报率	2.35%	14.15%	16.15%	19.20%	利润总额	176.60	927.59	1130.72	1369.84
盈利增长（%）					EBITDA	556.96	1323.97	1435.14	1641.47
营业收入增长率	-22.36%	30.64%	8.59%	9.88%	所得税	49.61	239.95	310.95	376.71
EBIT 增长率	2.95%	384.69%	10.74%	18.92%	有效所得税率%	28.09%	25.87%	27.50%	27.50%
净利润增长率	-3.88%	441.47%	19.22%	21.15%	少数股东损益	0.58	-97.63	-140.59	-102.26
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	126.41	785.27	960.37	1095.40
资产负债率	54.1%	41.3%	33.6%	28.2%	扣除非经常性损益净利润	57.21	634.32	764.85	933.99
流动比率	0.91	1.35	1.81	2.36					
速动比率	0.61	0.85	1.19	1.59	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金比率	0.56	1.27	3.76	493.01	货币资金	1688.10	1800.00	2000.00	2464.60
经营效率指标					应收款项	1117.69	709.55	895.21	1062.16
应收帐款周转天数	88.88	55.49	64.47	69.61	存货	1253.99	1409.35	1514.58	1583.61
存货周转天数	159.84	165.74	167.48	164.35	其它流动资产	402.97	402.97	402.97	402.97
总资产周转率	0.38	0.46	0.53	0.56	流动资产合计	4889.73	4763.74	5199.78	5989.27
固定资产周转率	1.13	1.59	1.95	2.46	长期股权投资	9.50	9.50	9.50	9.50
					固定资产	3085.34	3087.34	3090.34	3091.34
					在建工程	1042.10	1007.53	1068.53	1294.22
					无形资产	456.14	456.14	445.37	434.74
					非流动资产合计	5619.80	4612.39	4326.28	4201.86
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	10509.54	9376.13	9526.07	10191.13
净利润	126.99	687.64	819.78	993.13	短期借款	3028.71	1408.39	526.85	0.00
折旧摊销	354.80	344.15	350.11	351.11	应付账款	1153.50	1027.81	1097.71	1166.80
营运资金变动	-351.81	17.94	-27.21	-128.44	预收账款	235.11	195.02	213.65	277.98
经营活动现金流	266.18	1101.96	1096.98	1136.32	其它流动负债	4.63	4.63	4.63	4.63
固定资产投资	0.00	-2.00	-3.00	-1.00	流动负债合计	5358.21	3537.17	2867.33	2539.26
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	125.00	125.00	125.00	125.00
资本支出	614.29	-735.19	-11.75	145.11	其它长期负债	205.76	205.76	205.76	205.76
投资活动现金流	-958.19	761.53	45.29	-122.89	非流动负债合计	330.76	330.76	330.76	330.76
债务变化	-60.30	-1620.31	-881.54	-526.85	负债总计	5688.97	3867.93	3198.09	2870.02
股票发行	1033.86	0.00	0.00	0.00	实收资本	580.77	580.77	580.77	580.77
融资活动现金流	820.19	-1751.60	-942.26	-548.83	普通股股东权益	4766.59	5551.85	6512.22	7607.62
现金净流量	128.18	111.90	200.00	464.60	少数股东权益	53.98	-43.65	-184.25	-286.51
公司自由现金流	-541.47	1162.98	1051.30	936.17	负债和所有者权益合计	10509.54	9376.13	9526.07	10191.13
股权自由现金流	-559.84	-592.07	158.86	451.00					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 15 日

资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露 分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 新洋丰,江苏国泰,华鼎股份,山东赫达,诺普信,滨化股份,扬农化工,梅花生物,苏利股份,康得新,天马精化,天科股份,红星发展,乐凯胶片,西陇科学,浙江医药,藏格控股,江南高纤,广信股份,广济药业,富邦股份,三角轮胎,利民股份,万润股份,鲁西化工,浙江龙盛,三友化工,巨化股份,宏大爆破

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。