

红太阳(000525)

公司研究/调研简报

反倾销提升预期，长期看好吡啶产业链下游

民生精品---调研简报/化工行业

2012年12月20日

一、事件概述

我们近期调研了红太阳，与公司高管交流了公司经营现状及未来发展。

二、分析与判断

- **吡啶产能 6.2 万吨，今年产量 3.2-3.4 万吨，优先扩能确立行业地位**
公司共有 3 套吡啶装置，南京生化一套 1.2 万吨，安徽生化 2 套各 2.5 万吨，总产能 6.2 万吨。今年安徽一套 2.5 万吨新装置投产，原来的 2.5 万吨装置今年进行大修，今年产能计算只能算 3.7 万吨，产量 3.2-3.4 万吨。公司 6.2 万吨产能居全球第一，瑞利 5.9 万吨居第二，其中南通瑞利 2.2 万吨供应先正达，基本不外销。
- **吡啶价格和产能的关系需要平衡，真正的价值在于吡啶产业链下游**
商务部实施反倾销政策，进口吡啶价格的影响，还有行业产能的扩张都将影响吡啶价格。从吡啶价格走势来看，09 年价格 4 万多，之后一路下滑，最低至 2.5 万/吨，反倾销后反弹 10%。吡啶是 3 药（农药、医药、兽药）中间体，其产业链真正市场在下游，第四代杂环类农药吡虫啉、吡蚜酮、氟啶脲等等都来自于这条产业链。据统计，吡啶产业链全球价值 500 亿左右。公司拥有从甲醛、乙醛、合成氨到百草枯、毒死蜱、吡蚜酮和氟啶脲等完整的产业链。
- **反倾销为吡啶价格反弹提供预期，提升公司盈利能力**
商务部此次反倾销主要是针对原产于印度的纯吡啶，日本产量较低影响不大。反倾销调查一方面体现了我国对农药行业自主知识产权的保护，另一方面有利于国内外吡啶在同一价格水平线上竞争。反倾销将短期修复受低价进口纯吡啶冲击的吡啶市场，激发国内吡啶市场的上涨情绪，给公司带来利好。商务部 9 月 21 日发布反倾销公告，按照今年 3.4 万吨产量来算，纯吡啶价格每上涨 1000 元，公司四季度 EPS 增厚 0.017 元。反倾销带来产品价格上涨将会提升公司盈利水平。
- **1745 号公告对百草枯行业影响有限，百草枯今年销售良好**
百草枯是世界上第二大除草剂，目前公司百草枯折百产能为 2 万吨/年。2012 年 4 月 24 日农业部等三部委发布了对百草枯采取限制性管理措施的 1745 号公告：自 2014 年 7 月 1 日起，撤销百草枯水剂登记和生产许可、停止生产，保留母药生产企业水剂出口境外使用登记、允许专供出口生产，2016 年 7 月 1 日停止水剂在国内销售和使用。我们认为 1745 号文有利于百草枯行业的规范整顿，对行业需求影响不大。百草枯需求关键看国际市场需求量，今年北美雨水多，公司销售良好。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2012-14 年 EPS0.47 元、0.58、0.65 元，对应 PE 为 24X、19X 和 17X，给予“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	5,789	6,435	7,272	8,144
增长率(%)	52.00%	11.15%	13.00%	12.00%
归属母公司股东净利润(百万元)	69	239	292	328
增长率(%)	-689.78%	248.17%	22.28%	12.22%
每股收益(元)	0.14	0.47	0.58	0.65
PE	82.33	23.65	19.34	17.23
PB	1.95	1.82	1.69	1.58

资料来源：民生证券研究院

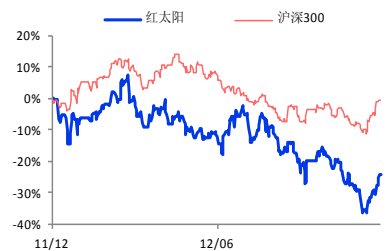
谨慎推荐 首次覆盖

交易数据

2012/12/20

收盘价(元)	11.48
近 12 个月最高/最低(元)	15.95/9.01
总股本(百万股)	507.25
流通股本(百万股)	276.42
流通股比例(%)	54.49
总市值(亿元)	56.20
流通市值(亿元)	30.63

该股与沪深 300 走势比较

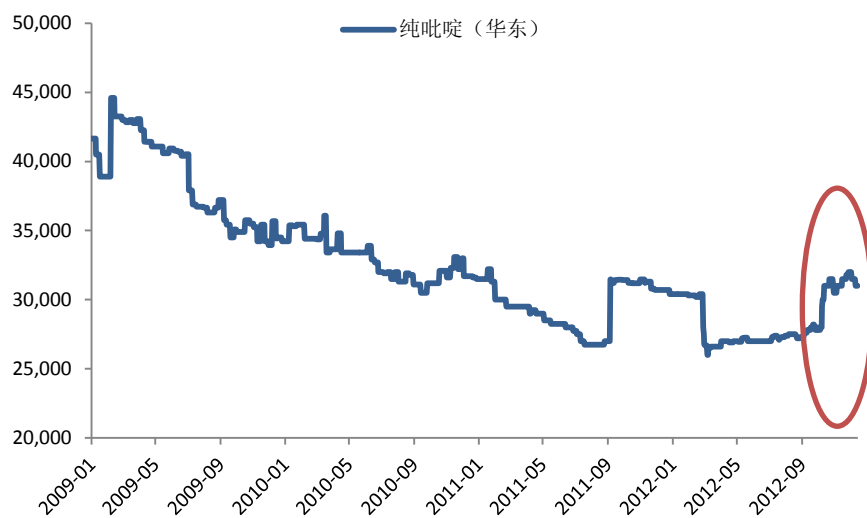


分析师

分析师：刘威
执业证书编号：S0100511090003
电话：(86755)22662075
Email: liuwei@mszq.com
地址：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座；518040
研究助理：金红
电话：(8621)58768652
Email: jinhong@mszq.com
地址：浦东新区浦东南路 588 号（浦发大厦）31 楼 H 室；200120

相关研究

图 1: 吡啶价格自商务部反倾销公告发布后止跌反弹



资料来源: 百川股份, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	5,789	6,435	7,272	8,144
减: 营业成本	5,420	5,690	6,400	7,150
营业税金及附加	2	3	3	3
销售费用	86	96	108	121
管理费用	125	135	160	204
财务费用	132	157	170	179
资产减值损失	0	13	15	20
加: 投资收益	2	(2)	0	0
二、营业利润	25	340	416	467
加: 营业外收支净额	73	2	2	2
三、利润总额	98	342	418	469
减: 所得税费用	25	85	104	117
四、净利润	73	256	313	352
归属于母公司的利润	69	239	292	328
五、基本每股收益(元)	0.14	0.47	0.58	0.65

主要财务指标				
项目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	21.40	9.68	8.50	7.78
成长能力:				
营业收入同比	52.00%	11.15%	13.00%	12.00%
营业利润同比	-165.4%	1268.3%	22.4%	12.3%
净利润同比	-689.78%	248.17%	22.28%	12.22%
营运能力:				
应收账款周转率	6.10	8.18	8.12	8.15
存货周转率	83.94	95.67	92.56	92.86
总资产周转率	1.02	0.80	0.83	0.87
盈利能力与收益质量:				
毛利率	6.4%	11.6%	12.0%	12.2%
净利率	1.2%	3.7%	4.0%	4.0%
总资产净利率 ROA	0.9%	2.9%	3.2%	3.4%
净资产收益率 ROE	2.4%	7.7%	8.8%	9.2%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.94	1.01	1.05	1.14
资产负债率	62.0%	62.6%	63.2%	63.0%
长期借款/总负债	7.3%	6.7%	6.1%	5.7%
每股指标:				
每股收益	0.14	0.47	0.58	0.65
每股经营现金流量	21.66	69.69	97.87	80.05
每股净资产	5.73	6.14	6.58	7.06

资料来源: 民生证券研究院

资产负债表				
项目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	968	1,094	1,236	1,385
应收票据	325	529	598	669
应收账款	137	152	172	192
预付账款	1,021	1,320	1,655	2,030
其他应收款	52	58	65	73
存货	1,455	1,528	1,718	1,920
其他流动资产	4	4	4	4
流动资产合计	3,963	4,685	5,449	6,274
长期股权投资	60	73	73	73
固定资产	1,930	2,127	2,196	2,098
在建工程	703	451	351	200
无形资产	339	365	388	407
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	3,690	3,661	3,651	3,422
资产总计	7,653	8,346	9,100	9,695
短期借款	2,210	2,431	2,637	2,768
应付票据	612	642	723	807
应付账款	943	712	923	1,023
预收账款	157	175	194	216
其他应付款	228	228	228	228
应交税费	(119)	300	300	300
其他流动负债	0	0	1	1
流动负债合计	4,201	4,653	5,170	5,508
长期借款	348	348	348	348
其他非流动负债	125	135	148	161
非流动负债合计	545	555	568	581
负债合计	4,746	5,208	5,737	6,089
股本	507	507	507	507
资本公积	1,994	1,994	1,994	1,994
留存收益	224	438	642	862
少数股东权益	157	174	195	218
所有者权益合计	2,907	3,113	3,338	3,582
负债和股东权益合计	7,653	8,321	9,075	9,670

现金流量表				
项目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	110	353	496	406
投资活动现金流量	93	(266)	(302)	(102)
筹资活动现金流量	(27)	38	(52)	(156)
现金及等价物净增加	176	125	142	148

分析师与联系人简介

刘威，化工行业高级分析师，2年券商化工行业研究经验和2年基金化工行业分析经验，善于跟踪化工产品价格、价差及行业动态，及时把握投资机会，成功推荐过沧州明珠，沧州大化等黑马。2011年上半年成功把握住氯碱的一轮行情。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。