

红太阳 (000525)

关注吡啶资产，发展需循序渐进

任静 王培
 010-59312820 021-38676659
 renjing@gtjas.com wangpei@gtjas.com

本报告导读：

➤ 本文主要针对红太阳吡啶产业链情况进行介绍
 并在此基础上提供投资建议

事件：

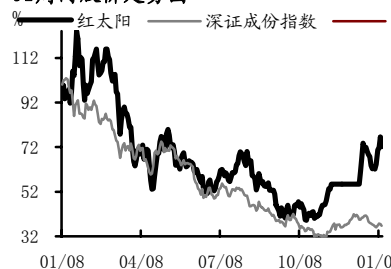
- 1月8日，我们参加了红太阳公司的投资者见面会，并实地调研了南京生化和安徽生化两个子公司，了解了待注入上市公司的吡啶类资产的具体情况。

评级：中性
 上次评级：中性
 目标价格：¥12.50
 上次预测：¥12.50
 当前价格：¥13.99
 2009.01.12

交易数据

52周内股价区间(元)	7.25 ~ 25.86
总市值(百万元)	3,921
总股本/流通A股(百万股)	280/204
流通B股/H股	
流通股比例	72.9%
日均成交量(百万股)	4.0
日均成交值(百万元)	60.9

52周内股价走势图



相关报告

整合吡啶碱资产，谨慎对待
 (08.12.17)

评论：

- 1月8日，我们参加了红太阳公司的投资者见面会，并实地调研了南京生化和安徽生化两个子公司，了解了待注入上市公司的吡啶类资产的具体情况，以及公司未来氢氰酸产业链、农资连锁和国际贸易等业务规划。本文主要针对吡啶产业链情况进行介绍并在此基础上提供投资建议。
- 公司计划近期进行2.5万吨吡啶产能的再扩建，使公司总产能达到6.2万吨，而3年后目标达到10万吨，进而彻底占领国际吡啶市场，公司另计划将百草枯、吡虫啉和毒死蜱等大宗农药产品产能进行大规模扩张。
- 总体来看，红太阳吡啶产业化的成功具有里程碑式的意义，在公司未来的产业规划中我们也能清晰的感觉到发展的动力和前进的方向，不过短期内对部分产品的急速扩张也让我们多了些许担忧，农药行业长期以来替代的特点决定了产业方向，吡啶自主化是一个开端，真正从产业链本身挖掘出新鲜价值是公司未来可以考虑的方向。
- 综合考虑，资产注入后，公司整体EPS将会在0.55-0.65之间，鉴于目前股价已处高位，短期维持“中性”评级，还请投资者注意股价短期涨幅过大带来的风险。不过依照市场对吡啶产品的认可度和较为确定的增长预期，我们长期谨慎看好其发展。

1月8日，我们参加了红太阳公司的投资者见面会，并实地调研了南京生化和安徽生化两个子公司，了解了待注入上市公司的吡啶类资产的具体情况，以及公司未来氢氰酸产业链、农资连锁和国际贸易等业务规划。本文主要针对吡啶产业链情况进行介绍并在此基础上提供投资建议。

1. 红太阳吡啶资产情况

从披露的预案和调研的情况来看，红太阳吡啶研发本身就花了6年多时间，后来试车生产调试也花了2年多，生产工艺从开始的固定床到最终的流化床，最终完成了对吡啶的突破。红太阳集团吡啶产能由两部分组成，一为南京生化的1.2万吨装置，另一个为安徽生化的2.5万吨装置。

其中南京生化吡啶装置，从2006年开车后，一直到2007年底，生产情况并不稳定，产品纯度稍差，产出吡啶基本上自用生产百草枯或少量外卖，而3-甲基吡啶则全部协议外销。由于2007年前装置稳定性较差，公司为了保证百草枯的生产，还会有部分外购，2007年一年外购吡啶约为2000吨左右。公司介绍，进入2008年后，由于雪灾和奥运会禁运等特殊原因，造成公司吡啶装置有5个月无法正常生产，不过从去年开始公司基本上不再外购原料生产百草枯，而是仅依靠南京生化和安徽生化的吡啶来满足9000吨百草枯产能的需求。在安徽生化顺利投产后，进而也带动南京生化仪器的改进和完善，目前南京生化吡啶纯度已经达到99.9%的标准。

安徽生化的吡啶装置是南京生化的升级版，红太阳经过多年摸索后，总结成功经验完成了对第二套吡啶装置的设计和工艺改造。该装置在08年4月试车，5月份就已经达产，真正从开车到达产时间都远远小于第一套装置的6个月时间，截止到08年10月共生产吡啶碱6700吨（期间奥运会影响产能利用率），11月份生产2200吨，而8月份和12月初由于电力和安置房等客观原因停车两次，导致去年全年生产吡啶仅9000多吨，不过目前已经顺利重新开车，公司吡啶纯度也已经达到3个9。

1.1. 吡啶及产业链现有情况

在红太阳3.7万吨吡啶碱的产能中，由于合成工艺要求，产品必然由吡啶和甲基吡啶构成，而相应的产量比例可以在一定范围内调节。公司计划产品中吡啶和3-甲基吡啶和比例为2:1，理论产量为吡啶2.5万吨，3-甲基吡啶1.2万吨左右。公司预计09年这两套装置将能够基本达产，规划产量为3万吨，其中纯吡啶2万吨。

表 1: 公司注入资产情况

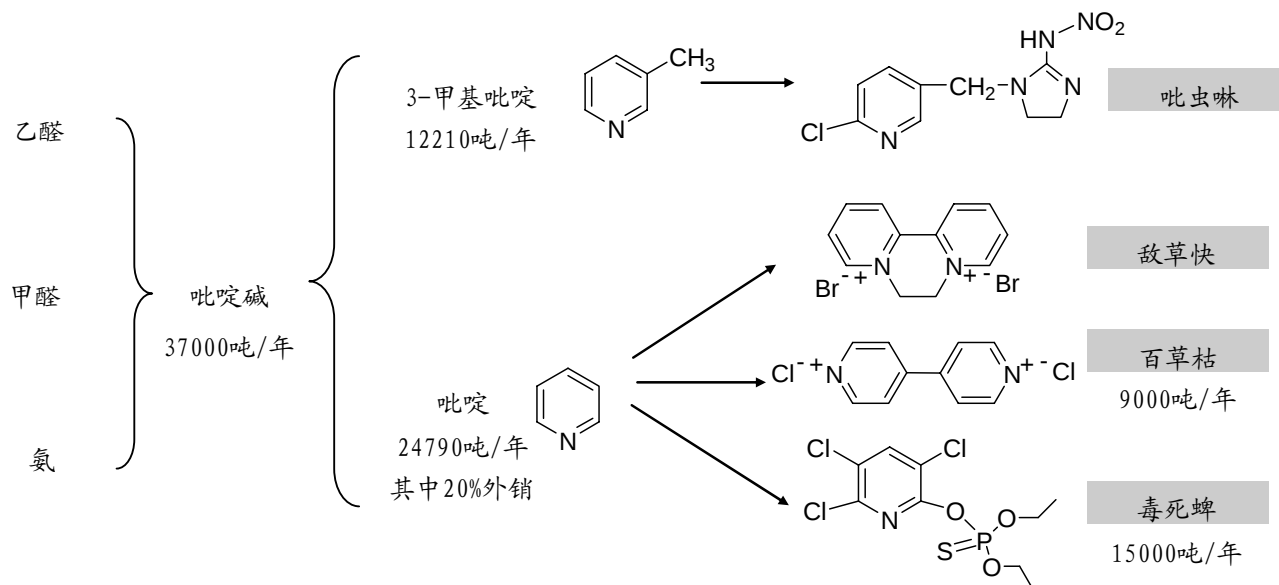
南一农集团	三氯吡啶醇钠产能为10000吨/年	敌草快的产能为600吨/年
南京生化	吡啶碱的年产能为1.2万吨/年	百草枯的折百原药产能为9000吨/年
安徽生化	吡啶碱的产能为2.5万吨/年	双甘膦产能为20000吨/年

资料来源：公司公告

目前，国外吡啶碱生产主要集中在美国的Vertellus，印度的久比兰特和日本广荣等公司，而我国吡啶主要生产厂家为南通瑞利、广州龙沙和几家焦化企业从煤焦油中提取少量纯燃吡啶。2007年，吡啶表观消费量达到3.37万吨是2000年0.61万吨的5.52倍。吡啶生产工艺虽然众多，但是由于催化剂的选择和生产工艺的把握难点较大，几十年来我国并没有完全自主产权的吡啶产品和生产设备出现，红太阳应当算是首先实现吡啶大规模产业化的公司。

虽然吡啶产业链非常庞大，并且涉及面非常广泛，但是实际应用上还是主要集中在百草枯等少数几种产品上。根据资料显示，从消费结构来分析，2007年吡啶类化合物主要用于农用化学品，占52%（百草枯占其中的90%）；医药中间体/饲料添加剂（烟酰胺/烟酸占其中的60%）占40%；SBV（苯乙烯-丁二烯-2-乙烯吡啶）胶乳占3.5%；其他（日用化学品、涂料及其他中间体）占4.5%。

图 1: 公司现阶段主要吡啶下游产品集中在 4 种农药上



资料来源: 公司公告, 公司调研

公司目前的战略规划是首先立足农药中的大吨位成熟需求品种, 将吡啶产能充分利用, 然后再多点开花, 向其他领域进军, 公司吡啶产业链中基本已经形成规模的主要品种集中在以下四种农药: 百草枯、敌草快、毒死蜱和吡虫啉。其中南京生化拥有 9000 吨/年百草枯产能, 红太阳股份毒死蜱产能也将扩大 15000 吨/年, 而敌草快也在不断的和其他企业加强合作当中, 本次注入资产就包括南一农集团的 600 吨/年敌草快产能, 吡虫啉则是烟碱类杀虫剂的代表, 是近年来发展最快的农药产品之一, 红太阳股份对该产品吡啶路线生产线的大中试项目已经开始, 未来计划形成年产能 1.2 万吨以上的规模。另外, 安徽生化同样还进行了 3-氰基吡啶的规划, 公司技术储备已经完善, 项目有望在不久后开始投建。

百草枯目前为草甘膦后第二大除草剂, 具有杀草不杀根的特点, 对保持水土有很好的效果, 并且由于工艺成熟, 价格便宜 (42%的水剂价格为 20000 元/吨左右), 为草原草坪更新, 免耕栽培除草, 玉米、大豆、棉花行间除草等场所所用。由于红太阳百草枯工艺经过多年调整和完善, 先后经历了金属钠法和氰化物法等二条路线, 相对成熟, 公司也计划利用吡啶自身的成本优势在该领域进行拓展。吡啶约有 80%是作为百草枯的生产原料, 由于红太阳是唯一一个既生产吡啶又生产百草枯的厂家, 因此具有成本的绝对优势。国内大多数百草枯生产厂家吡啶采购基本上都来自印度久比兰特、日本广荣、美国瑞利等国外公司, 红太阳目前的战略是与国内其他百草枯生产厂家战略联合, 充分发挥吡啶效用并掌握百草枯市场。

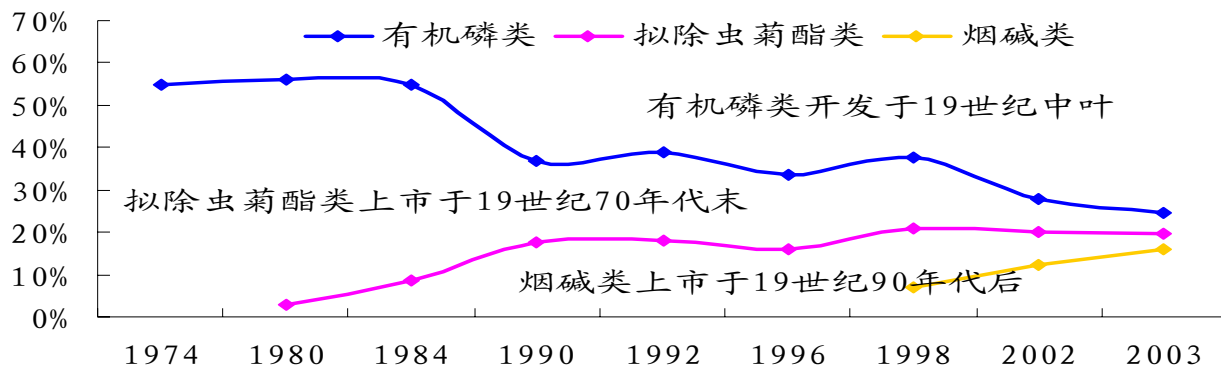
毒死蜱是一种高效、安全和广谱的含氮杂环类杀虫杀螨剂, 对害虫具有触杀、胃毒和熏蒸作用, 用于水稻、麦类、玉米、大豆、花卉等众多大田作物和经济作物上, 作为杀虫剂的代表产品, 在 5 种高毒有机磷农药退出市场的情况下, 必然会占据更多的市场分额。目前红太阳毒死蜱产能基本集中在股份公司, 产能达到 15000 吨/年, 采用两种工艺路线, 包括吡啶氯化路线和传统的三氯乙酰氯路线, 装置可以根据吡啶和三氯乙酰氯的市场价格变化来进行调整。公司毒死蜱优势主要体现在两方面, 一是三氯乙酰氯路线收率已经达到 73%, 高于市场 65%的平均水平; 另外, 相比较而言, 如果吡啶价格在 2.8 万/吨-3.5 万/吨时则可以采用吡啶路线来降低成本, 提高产品竞争力。

公司吡啶碱的另一部分产品 3-甲基吡啶基本上卖给广州龙沙等几家公司, 还有部分进行出口, 目前价格在 45000 元/吨左右, 由于 3-甲基吡啶是烟酰胺/烟酸的主要原料, 也是公司未来进行深加工的主要方向。

1.2. 吡啶类产品产能拓张或遇挑战

公司计划近期进行 2.5 万吨吡啶产能的再扩建，使公司总产能达到 6.2 万吨，而 3 年后目标达到 10 万吨，进而彻底占领国际吡啶市场，公司另计划将百草枯、吡虫啉和毒死蜱等大宗农药产品产能进行大规模扩张。

图 2：全球杀虫剂销售额占比变化表明农药具有接替性



资料来源：国泰君安证券

吡啶产能的不断扩展不仅考验吡啶本身，而且对吡啶下游产品造成直接影响。以百草枯为例，目前国内年产能至少已经达到 3 万吨以上，但由于工艺路线和原料短缺等原因造成长期以来产能利用率低下，这就预示着一旦吡啶原材料供应充足必然会打压价格，更致命的是，由于毒性较大，美国、瑞典、瑞士、德国等 20 多个国家已先后禁止或限制了百草枯的生产和使用；另外，早在 2000 年美国就禁止家庭和庭院内使用毒死蜱杀虫剂，美环保局还减少毒死蜱在农业方面的应用，大量的事实表明，农药行业替代的特点决定了产品性质，也对公司对部分下游产品产能的急剧扩张提出了挑战。

公司目前吡啶产业链研发队伍已经对吡啶下游多个产品进行了实验开拓，并具有了一些技术储备，相信随着时间的推移，吡啶下游产品也会陆续推出。但是值得注意的是，虽然公司已经拥有了吡啶成本上的绝对优势，但是开拓产业链下游市场，尤其是进入其他吡啶产品领域的可能也会需要一定时间的积累，这一点可以从利尔化学吡啶类除草剂经过十几年仿创之路的例子得到验证。

2. 红太阳其他资产情况

天然气法氢氰酸技术路线是本次资产注入的另一个重点，南一农目前计划的利用天然气法氢氰酸工艺合成下游产品，其中主要的方向是从天然气——氢氰酸——羟基乙腈——双甘膦——草甘膦。目前来看，虽然该工艺选用天然气作为原料来代替石化路线，能减小石油价格高涨带来的成本风险，但是石油价格大幅回落之后，二乙醇胺法合成草甘膦成本也已经大幅下滑，天然气法的相对优势已经不明显。不过就公司规划来看，以规模优势取胜，通过该工艺取得 10%-15% 左右的毛利率并非难事，但是重庆地区的天然气价格和使用额度，增加了项目建设难度和不确定性。截至目前，位于重庆的该项目还没有开始建设，我们也会关注其进展情况。

红太阳股份除了 15000 吨/年毒死蜱以外，还拥有 5000 吨左右的菊酯类原药产能，1000 吨吡虫啉产能以及 1500 吨咪鲜胺等，由于存在关联交易，上市公司披露的赢利情况较难反应吡啶类产品的成本优势，若本次资产顺利注入后，计价方式可能会有所改变，而公司各产品赢利能力也将有所提升。

从 2007 年年报的情况来看，化肥销售收入占比达到 76%，而毛利占比达到了总毛利的 51%，而该业务毛利率仅为 4.49%，2008 年中期随着产品价格的提高，化肥销售毛利率上升到了 9.12%，但是还是影响了整个公司的整体收益情况，农药销售的毛利率则稳定在 15% 的毛利率水平上，资产注入后将有效的提升整体的

赢利水平。

3. 估值定价与风险

总体来看，红太阳吡啶产业化的成功具有里程碑式的意义，在公司未来的产业规划中我们也能清晰的感觉到发展的动力和前进的方向，不过短期内对部分产品的急速扩张也让我们多了些许担忧，农药行业长期以来替代的特点决定了产业方向，吡啶自主化是一个开端，真正从产业链本身挖掘出新鲜价值是公司未来可以考虑的方向。

表 2：注入资产财务情况

公司对未来几年净利润预估情况(万元)	南一农集团相关资产	南京生化	安徽生化	国际贸易(预测值)	注入资产合计	注入资产按新股本计算每股收益
2008 年 11-12 月	1,751.23	1,148.41	142.20	10.85	3,052.7	0.05
2009 年	9,660.94	3,257.21	15,716.19	65.09	28,699.4	0.49
2010 年	9,787.15	4,300.90	15,578.23	65.09	29,731.4	0.51
2011 年	11,412.12	4,712.22	16,558.56	65.09	32,748.0	0.56
2012 年	9,897.63	3,948.18	15,995.35	65.09	29,906.2	0.52

资料来源：公司公告

我们从两个方面对公司注入资产价值进行评估，一，根据在预案中大股东给出了相关的业绩预测进行估值，我们依然将上篇“整合吡啶碱资产，谨慎对待”中的表 2 作为业绩预测基础，不过由于公司给予的净利润基本上无增长趋势，并不符合公司产品陆续投产的要求，只能当作保守业绩预估；二，根据主要产品的情况进行预测，如表 3 和表 4 所示，在产能利用率 90%的情况下假设公司注入吡啶产品毛利率在 40%左右（目前公司透露毛利率），三项费用率 10%的情况下，贡献 EPS 为 0.53 元，其中吡啶产品共贡献 EPS 为 0.46 元。

表 3：注入资产分产品假设

	产能(吨)	实现单价(万元/吨)	实现收入(万元)	毛利率%	三项费用率%	税前利润(万元)	净利润(万元)	贡献 EPS(注入后股本计算)
敌草快原药	540	14.00	7560	18%	10%	605	454	0.01
三氯吡啶醇钠	9000	2.70	24300	18%	10%	1944	1458	0.03
吡啶	22311	3.30	73626	40%	10%	22088	16566	0.29
3-甲基吡啶	10989	4.00	43956	40%	10%	13187	9890	0.17
折百百草枯	8100	2.00	16200	18%	10%	1296	972	0.02
双甘膦	18000	2.00	36000	15%	10%	1800	1350	0.02
合计	50940		201642			40919	30690	0.53

资料来源：公司调研

表 4：对表 3 中产能利用率（纵）和三项费用率（横）的敏感性分析

敏感性分析	8%	9%	10%	11%	12%
100%	0.65	0.62	0.59	0.56	0.53
95%	0.61	0.59	0.56	0.53	0.50
90%	0.58	0.55	0.53	0.50	0.48
85%	0.55	0.52	0.50	0.47	0.45
80%	0.52	0.49	0.47	0.45	0.42

资料来源：公司调研

综合考虑，资产注入后，公司整体 EPS 将会在 0.55-0.65 之间，鉴于目前股价已处高位，短期维持“中性”评级，还请投资者注意股价短期涨幅过大带来的风险。不过依照市场对吡啶产品的认可度和较为确定的增长预期，我们长期谨慎看好其发展。

3.1. 方案无法通过等审批的风险

资产注入将面对审批等一系列方案无法通过的风险，并且审核和批准时间依然具有不确定性。

3.2. 关键技术人员流失和核心技术被突破的风险

虽然吡啶生产环节复杂，催化剂和流化床的使用均有独到之处，并且红太阳在申请吡啶催化剂和生产工程化的专利保护，不过关键技术人员流失和核心技术被突破会严重影响整个吡啶产业和红太阳的发展。

3.3. 资本支出过大带来的风险

公司准备未来几年大力发展吡啶产业以及相关下游产品，随着项目的增加可能会影响带来大量的资本支出，而一旦项目收益无法达到预期水平，会影响公司正常的财务周转以及相应费用的增加。

另外，全球吡啶需求量短期内难以大幅度提升（全球需求量在 10-12 万吨），而公司产能的集中释放会打压产品价格，虽然后期以自主消化为主，不过市场风险依然很大。

作者简介:

任静: 博士, 毕业于北京大学化学学院应用化学系。2001 年进入国泰君安研究所。目前从事化纤和农药行业研究。

王培: 国泰君安证券石化化工行业助理研究员, 复旦大学理学硕士, 2007 年加入国泰君安研究所。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com