

红太阳（000525）：期待吡啶等农药资产的注入

中性（首次）

化工行业

2009年3月11日

王会芹

010-66045560

wanghq@txsec.com

事件描述：

近期，我们对红太阳进行了调研，就经营状况与未来发展战略与公司工作人员进行了交流。

评论：

1. 资产注入前公司主营化肥贸易、生产农药并经营农资连锁

- 公司目前销售收入占比最高的为化肥销售。公司的控股子公司苏农连锁，每年销售化肥约100万吨左右，为氮肥、复合肥、钾肥等；主要在江苏等地销售。
- 公司现有农药以杀虫剂为主，折百农药原药和制剂产能约合1.5万吨，主要包括高效氯氰菊酯、三氟氯氰菊酯、吡虫啉和毒死蜱等。

图表 1 公司现有农药产能

类别	名称	产能(吨/年)	备注
杀虫剂	菊酯类	10000	包括原药和制剂
	吡虫啉	600	
	毒死蜱	5000	
杀菌剂	咪鲜胺	800	根据订单生产

资料来源：公司资料

- 红太阳苏农连锁在全国共有380家直营店，3000多家加盟店，主要销售公司自己的产品，目前还在摸索与发展之中。
- 公司的国际贸易子公司专营农药出口，以公司产品为主。

2. 资产注入后农药成为主导产品，盈利能力明显增强

此次资产注入，公司拟向南一农集团发行不超过3亿股股份购买其持有的农药类相关资产，主要包括南京生化、安徽生化、红太阳国际贸易100%股权和南一农集团母公司农药类经营性资产，主要资产见图表2。资产注入后公司将拥有拟除虫菊酯产业链、吡啶碱产业链和氢氰酸产业链等三条产业链，盈利能力明显增强。

- 吡啶为众多杂环类农药生产的“出发点”，具有较高的毛利率，盈利能力较强。目前国内只有红太阳一家企业自主开发、掌握了吡啶的生产工艺技术，并规模化生产。待注入的吡啶资产合计3.7万吨，装置生产吡啶和3-甲基吡啶比例为2:1，理论产量为吡啶2.5万吨，3-甲基吡啶1.2万吨左右。目前待注入的两套吡啶生产装置已基本达到设计产能，纯度也达到较高的标准。09年，公司生产的吡啶80%用于百草

枯等下游产品生产，只有约20%外销。3-甲基吡啶则全部外销。

图表 2 公司注入资产情况

产品	产能（吨/年）	原归属
吡啶碱	37000	南京生化 1.2 万吨/年 安徽生化 2.5 万吨/年
百草枯	9000	南京生化
双甘膦	20000	安徽生化
三氯吡啶醇钠	10000	南一农集团
敌草快	600	南一农集团

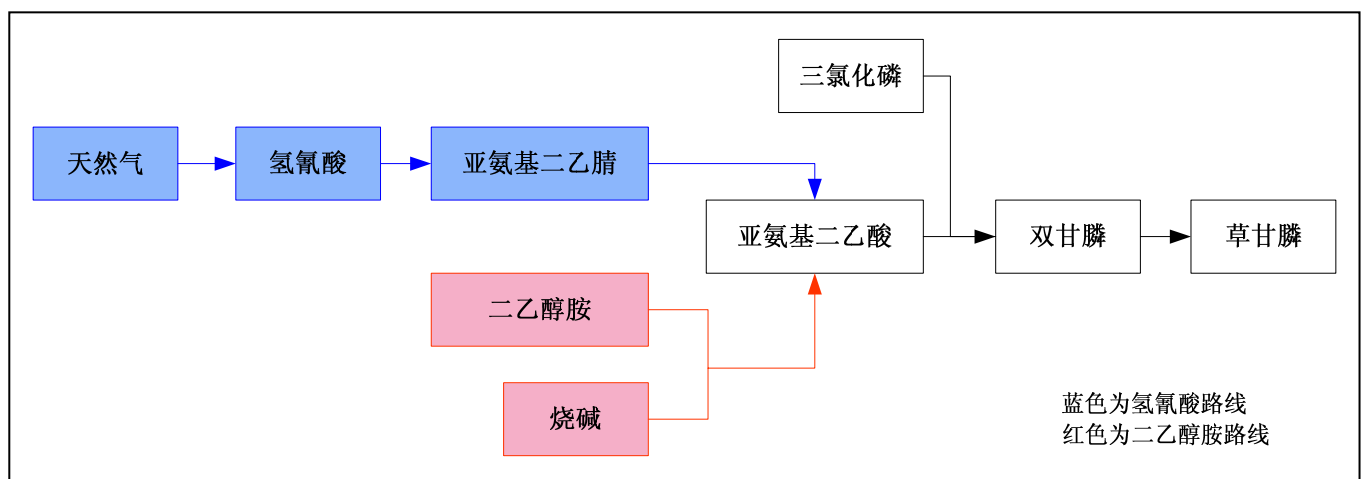
资料来源：公司资料

- 百草枯是仅次于草甘膦的第二大吨位除草剂，具有除草不除根、隔行除草等优点，目前销售良好。公司65%的百草枯出口销售，主要与国际公司竞争。随着自产吡啶使用量提高，公司百草枯成本将进一步降低，成本优势将更加明显。

在供给不断提高的情况下，吡啶的价格将难以保持过去的高水平，百草枯也将受到影响，公司未来的销售策略也有可能发生变化。**如何充分利用产业链的成本优势，提升销量、扩大市场份额是公司正在思考的问题。**公司已经拥有了较大吡啶成本优势，但能否在产能扩张、单位产品盈利能力下降的情况下充分占有市场、保持很高的盈利能力，仍待检验。

- 三氯吡啶醇钠全部自用，生产毒死蜱。公司生产的毒死蜱可以采用两种工艺路线：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，利于保持成本优势。
- 敌草快产量较小，属于高价农药，现价15-16万元/吨，全部出口欧美。由于市场相对较小，产品不会继续扩张。
- 双甘膦采用IDA法氢氰酸路线，采用天然气为原料，具有纯度高、环保的优势。目前双甘膦还没有完全达产，盈利能力尚待观察。

图表 3IDA 法草甘膦工艺路线



资料来源：天相投顾

我们按照如下假设，计算出注入资产09年可以产生的收入为12.4亿，利润为1.8亿。

- 1) 注入的产品产量、价格和毛利率情况。（三氯吡啶醇钠全部自用导致毒死蜱毛利率提升所带来的收入和利润暂不考虑）

		2009	2010
敌草快原药	产能（吨）	600	600
	销量（吨）	540	588
	单价（元）	150,000	150,000
	毛利率	18%	18%
纯吡啶	产能（吨）	24,500	24,500
	销量（吨）	4,655	4,655
	单价（元）	38,000	36,000
	毛利率	38%	36%
3-甲基吡啶	产能（吨）	12,500	12,500
	销量（吨）	11,250	11,875
	单价（元）	50,000	45,000
	毛利率	40%	38.0%
折百百草枯	产能（吨）	9,000	9,000
	销量（吨）	8,100	8,550
	单价（元）	21,000	20,000
	毛利率	30%	30%
双甘膦	产能（吨）	20,000	20,000
	销量（吨）	18,000	19,000
	单价（元）	20,000	20,000
	毛利率	15%	15%

- 2) 注入资产后公司期间费用率没有明显改变，2009和2010年均7.06%。

- 3) 公司所得税率为25%。

资产注入后公司的利润明显提升，产业链更为完整。公司未来的发展重点是利用现有技术，研究吡啶下游中间体，从而更好的完善吡啶下游产品树，实现产业链的完整和成本的更大优势。

3. 盈利预测

预计公司2008年的EPS为0.14元。资产注入后公司的业绩明显提升，假设增发后股本变为5.8亿股，2009-2010年，摊薄后的EPS为0.45元和0.50元，以前日收盘价17.35元计算，对应的动态市盈率为123倍、38倍和35倍，估值相对较高，暂时给予“中性”评级。由于资产注入后公司情况变化较大，待完成后再根据实际运行情况进行调整。

4. 风险提示

- 1) 公司资产注入的审批进度存在一定不确定性；2) 吡啶生产技术广受关注，公司恐将面临一定技术人员流失的风险。

图表 4 盈利预测表（单位：万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	286,743	328,508	393,263	591,006	638,548
增长率	30.4%	14.6%	19.7%	50.3%	8.0%
减：营业成本	261,669	306,555	358,245	508,178	547,943
营业税金及附加	0	24	39	59	64
资产减值损失	-172	149	-	-	-
毛利	25,074	21,929	34,979	82,769	90,541
增长率	8.89%	-12.54%	59.51%	136.63%	9.39%
销售费用	8,024	4,538	7,079	10,638	11,494
管理费用	6,072	5,741	8,062	15,130	16,347
财务费用	6,434	8,926	12,584	15,957	17,241
期间费用率	7.16%	5.85%	7.05%	7.06%	7.06%
投资净收益	-446	-400	49	91	96
加：公允价值变动净收益	20,71824	73,831464	0	0	0
营业利润	4,291	2,250	7,303	41,135	45,556
营业利润率	1.50%	0.68%	1.86%	6.96%	7.13%
增长率	-40.88%	-47.57%	224.62%	463.27%	10.75%
加：营业外收入	2,826	4,585	349	-	-
减：营业外支出	376	224	33	-	-
其中：非流动资产处置净损失	-	-	-	-	-
利润总额	6,740	6,611	7,618	41,135	45,556
增长率	-12.55%	-1.92%	15.25%	439.95%	10.75%
利润率	2.35%	2.01%	1.94%	6.96%	7.13%
减：所得税费用	1,948	3,570	5,102	4,495	4,495
净利润	3,893	3,920	5,714	30,851	34,167
净利润率	1.36%	1.19%	1.45%	5.22%	5.35%
增长率	-21.34%	0.69%	45.75%	439.95%	10.75%
归属于母公司净利润	2,930	1,888	3,943	26,224	29,042
少数股东权益	963	2,032	1,771	4,628	5,125
EPS(全面摊薄/元)	0.10	0.07	0.14	0.45	0.50

数据来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

注：2009 年和 2010 年的 EPS 是按照 5.8 亿股计算的结果

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华苑小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002