

打造吡啶产业链，等待资产注入明朗

——红太阳（000525）调研简报

分析师

王刚

☎ (86-10) 88366060—8867

✉ wanggang@cgws.com

要点：

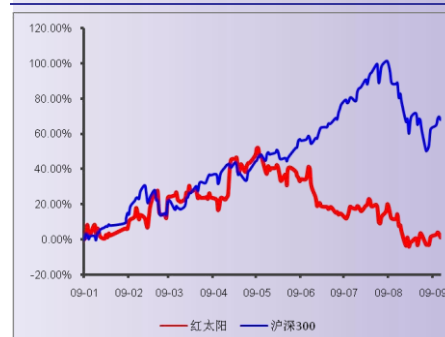
- 红太阳因吡啶类资产注入而备受市场关注，但是由于资产注入涉及到多方面问题，我们认为年内完成的可能性不大。
- 公司拟注入资产主要包括 3.7 万吨吡啶碱、1 万吨三氯吡啶醇钠、9000 吨百草枯、600 吨敌草快 2 万吨双甘膦和 2 万吨草甘膦。
- 吡啶类化合物是一类重要的中间体，可用于农药、医药等众多方面，目前主要用来生产农药，包括百草枯、敌草快、毒死蜱、吡虫啉等。国内吡啶类化合物 50%需要进口，生产技术主要掌握在国际厂商手中，国内的产能也主要是国际厂商在国内的合资公司。红太阳自主研发成功吡啶碱的合成技术，填补了国内技术空白，同时规模优势和成本优势将有助于公司占领国内市场，并向国外拓展。
- 资产注入完成后公司将形成一条吡啶产业链。公司原有的产品吡虫啉、毒死蜱以及拟注入的百草枯等都是吡啶的下游产品。完整的产业链将带来更大的成本优势。
- 资产注入的审批进程是公司面临的主要风险。
- 我们预测公司 09、10 年业绩分别为 0.112、0.551 元，我们暂时给予红太阳中性的投资评级，主要原因是资产注入不确定性仍然存在，目前股价缺乏刺激而显得高估。一旦资产注入有了比较确定的消息，红太阳的成长空间也就打开，届时可以介入。

投资评级：中性

盈利预测

万元	08A	09E	10E
营业收入	349865	357148	539333
营业成本	322251	330318	473140
营业利润	-110	7722	41210
利润总额	5340	7722	41210
所得税	1535	1931	10303
净利润	1097	3127	27817
EPS	0.039	0.112	0.551

近日走势



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

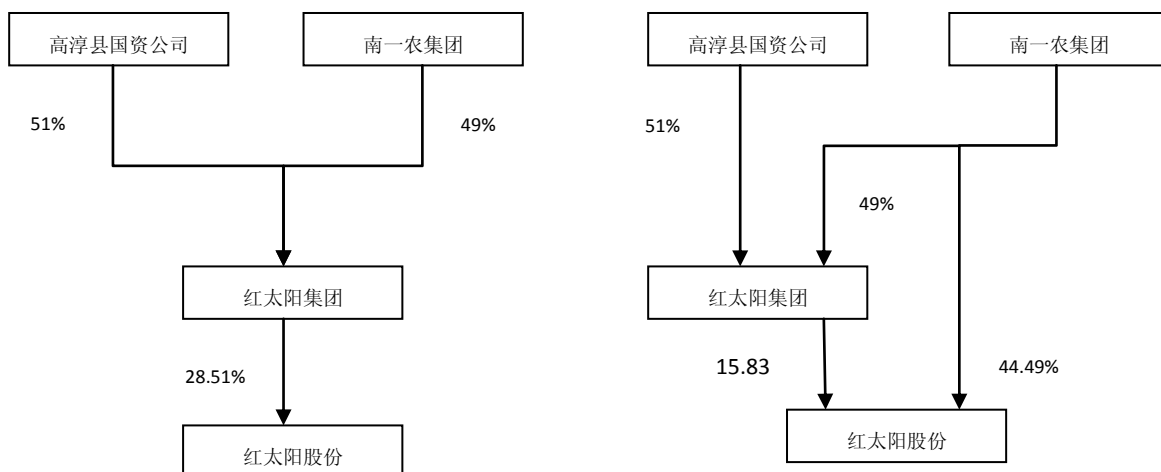
资产注入审批路漫漫

红太阳目前最受瞩目的莫过于资产注入事宜。资产注入共分三步。首先，南京第一农药集团将红太阳集团持有的南京生化 51% 股权购入，将南京生化变为自己的全资子公司。然后，南一农集团将自己的农药类资产注入南京生化。最后，红太阳股份向南一农集团定向增发，购买南一农集团持有的南京生化 100% 股权、安徽生化 100% 股权和红太阳国际贸易 100% 股权。发行后，南一农集团取代红太阳集团成为红太阳股份的第一大股东。

目前前两步已经完成，第三步正在审批过程中。

可以看到，资产注入过程比较复杂，特别是，这中间涉及到国有控股地位流失问题、生产者集中问题、跨省环保问题，需要国资委、商务部、环保总局等多个部门的审批，因此，资产注入过程时间会比较长，我们预计今年完成的可能性不大。

资产注入前后股权变化情况：



拟注入资产情况

本次注入的南京生化和安徽生化的主要资产包括：

南京生化：吡啶碱 12000 吨、百草枯 9000 吨、三氯吡啶醇钠 10000 吨、敌草快 600 吨。

安徽生化：吡啶碱 25000 吨、双甘膦 20000 吨、草甘膦 20000 吨。

这其中，吡啶碱包括纯吡啶和 3-甲基吡啶两种，产能比例 2: 1，一共 24670 吨纯吡啶产能和 12330 吨 3-甲基吡啶产能。纯吡啶大部分自用，3-甲基吡啶外销。三氯吡啶醇钠主要是自用生产毒死蜱，双甘膦是草甘膦的原料，双甘膦正在试生产，草甘膦

还在建设中。

吡啶是重要的中间体，其下游包括农药、医药、食品添加剂等多个行业。农药是其最大的用途，可生产包括百草枯、敌草快、毒死蜱、吡虫啉等多种农药。我国缺乏生产吡啶碱的核心技术，国内仅有几家从煤焦油小规模提取吡啶碱的企业。2007年，我国有50%的吡啶类化合物（约16751吨）依靠进口。国际上生产吡啶类化合物的公司主要有美国瑞利、瑞士龙沙、印度久比兰特、日本光荣等公司

国内主要吡啶生产商

公司	产能（吨）	
南一农	37000	化学合成
龙沙广州	3000	瑞士龙沙控股66%，化学合成
南通瑞利	16000	美国瑞利控股67%，化学合成
鞍钢	210	煤焦油提取
宝钢化工	240	煤焦油提取

数据来源：长城研究所

公司通过自主研发，开发了生产吡啶的核心技术，填补国内空白。并形成从上游到下游的产业链，公司主要销售的将是下游的农药产品，提高附加值。同时规模优势带来成本优势，公司吡啶碱成本比其它企业要低，有利于公司占领国内市场并向国外出口。目前，纯吡啶毛利30%，3-甲基吡啶毛利43%。吡啶业务是此次资产注入的主要看点。

百草枯是草甘膦后第二大除草剂，杀草不杀根，对水土保持效果良好，工艺成熟、价格便宜，主要在草原草坪更新，免耕栽培除草，玉米、大豆、棉花等行间除草场合使用。红太阳是唯一一个既生产吡啶又生产百草枯的公司，成本优势明显。

敌草快是快速触杀性灭生性茎叶处理除草剂，广泛用于果园、茶园、橡胶园、非耕地和玉米、甘蔗、棉花、蔬菜行间除草及植物的催枯，在发达国家是一种理想的环保型除草剂，特别是马铃薯使用效果最好的除草剂。公司的敌草快主要用于出口。

毒死蜱是世界产销量最大的杀虫剂之一，有强烈的触杀、胃毒和熏蒸作用，具有高效、低毒、高选择性的特点，在国家禁止高度农药使用的情况下，毒死蜱获得了更多的市场份额，广泛应用于水稻、果树、蔬菜等作物，在农产品上无残留，对环境人畜危害小。三氯吡啶醇钠是生产毒死蜱的原料，一般毒死蜱企业都会配套。



公司经审核的盈利预测预计拟注入资产 09 年可实现归属母公司股东净利润 21138 万元，按照发行后的股本约合每股 0.42 元。

红太阳现有业务将保持平稳发展

红太阳现有的业务包括两大部分：农药的生产及销售和化肥贸易。农药中，杀虫剂包括菊酯类 10000 吨、吡虫啉 600 吨、毒死蜱 5000 吨，杀菌剂有味鲜胺 800 吨。化肥贸易则主要是公司的控股子公司江苏苏农农资集团股份有限公司的农资销售网络所销售的化肥。我们认为红太阳原有业务将保持平稳的态势，特别是化肥贸易业务，占红太阳主营收入的 75%，但是毛利比较低仅有 5%左右，这部分业务不是红太阳目前重点发展的方向，只是作为将来发展的基础进行培育，目前的主要方向还是吡啶类产业链的发展。

盈利预测

经过我们的测算，公司 09、10 年业绩将分别达到 0.112 元和 0.551 元，这个预测是基于资产注入在明年能够完成的情况下做出的，因此，资产注入进程也就成为了公司面临的重大风险。目前农药股市盈率 09 年 24 倍、10 年 17 倍，最高的利尔化学 09、10 年分别为 39 倍和 30 倍，而利尔化学也同样是生产吡啶类农药的企业。以行业均值来看，按照 10 年业绩，红太阳股价基本合理，如果以利尔化学的估值水平来看，红太阳还有上涨的空间。

我们暂时给予红太阳中性的投资评级，主要原因是资产注入不确定性仍然存在，目前股价缺乏刺激而显得高估。一旦资产注入有了比较确定的消息，红太阳的成长空间也就打开，届时可以介入。



浙江龙盛盈利预测				
	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	349865	357148	539333	578619
营业成本	322251	330318	473140	507665
销售费用	5763	5883	8884	9531
管理费用	8288	7143	10787	11572
营业利润	-110	7722	41210	44707
利润总额	5340	7722	41210	44707
所得税	1535	1931	10303	11177
少数股东损益	2708	2664	3091	3353
净利润	1097	3127	27817	30177
EPS	0.039	0.112	0.551	0.598

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	349865	357148	539333	578619	成长性				
营业成本	322251	330318	473140	507665	营业收入增长	6.5%	2.1%	51.0%	7.3%
销售费用	5763	5883	8884	9531	营业成本增长	5.1%	2.5%	43.2%	7.3%
管理费用	8288	7143	10787	11572	营业利润增长			433.7%	8.5%
财务费用	12181	6030	5234	5060	利润总额增长	-19.2%	44.6%	433.7%	8.5%
投资净收益	-238	0	0	0	净利润增长	-41.9%	185.2%	789.4%	8.5%
营业利润	-110	7722	41210	44707	盈利能力				
营业外收支	5450	0	0	0	毛利率	7.9%	7.5%	12.3%	12.3%
利润总额	5340	7722	41210	44707	销售净利率	0.3%	0.9%	5.2%	5.2%
所得税	1535	1931	10303	11177	ROE	1.4%	3.8%	8.6%	8.5%
少数股东损益	2708	2664	3091	3353	ROIC	4.8%	5.3%	15.5%	14.4%
净利润	1097	3127	27817	30177	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
流动资产	206925	214468	489770	521170	管理费用/营业收入	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
货币资金	70510	69242	280074	296176	财务费用/营业收入	3.5%	1.7%	1.0%	0.9%
应收帐款	14662	14286	21573	23145	投资收益/营业利润	215.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	221	1786	2697	2893	所得税/利润总额	28.8%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	56178	57584	82483	88501	应收帐款周转率	24.17	19.92	24.12	24.51
非流动资产	107431	113458	118716	129916	存货周转率	5.67	4.72	5.53	5.62
固定资产	82597	89872	96378	108827	流动资产周转率	1.66	1.01	1.07	1.08
资产总计	314357	327927	608486	651085	总资产周转率	1.09	0.76	0.86	0.86
流动负债	224087	231865	274127	284200	偿债能力				
短期借款	136050	136050	136050	136050	资产负债率	75.6%	74.9%	47.1%	45.4%
应付款项	81200	83232	119220	127920	流动比率	0.92	0.92	1.79	1.83
非流动负债	13690	13690	12687	11684	速动比率	0.67	0.68	1.49	1.52
长期借款	6015	6015	5011	4008	每股指标（元）				
负债合计	237777	245555	286814	295884	EPS	0.039	0.112	0.551	0.598
股东权益	76580	82371	321672	355202	每股净资产	2.73	2.94	6.37	7.04
股本	28024	28024	50480	50480	每股经营现金流	-0.50	0.44	0.35	0.77
留存收益	33959	37086	250840	281017	每股经营现金/EPS	-12.7	4.0	0.6	1.3
少数股东权益	14597	17261	20352	23705	估值				
负债和权益总计	314357	327927	608486	651085	PE	352.6	123.7	25.0	23.1
现金流量表（万元）					PEG	1.75	0.59	2.95	-
经营活动现金流	-13965	12421	17727	38679	PB	5.1	4.7	2.2	2.0
其中营运资本减少	23835	-1338	-22209	-5224	EV/EBITDA	23.44	24.70	15.24	14.04
投资活动现金流	-11883	-13689	-14286	-21573	EV/SALES	1.53	1.50	1.57	1.46
其中资本支出	-11777	-13995	-14286	-21573	EV/IC	2.80	2.68	3.39	3.12
融资活动现金流	11364	0	207390	-1003	ROIC/WACC	0.64	0.70	2.07	1.92
净现金总变化	-14483	-1268	210831	16102	REP	4.34	3.81	1.64	1.63

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

王 刚: 2000 年至 2007 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007 年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		