

李琳琳

执业证书编号: S0730209090108

021-50588666-8045

lilil12345@sina.com

致力于环境友好的农药细分龙头

——辉丰股份（002496）新股定价报告

研究报告-新股定价报告

建议询价区间：37.20-43.40 元

发布日期：2010年10月25日

报告关键要素：

公司主营苯酚及氟类农药原药、制剂及农化中间体，致力于成为环境友好的农药企业，拥有自身独有的EHS和QA/QC体系，获得巴斯夫等国外知名客户认可。建议询价区间：37.20-43.40元。

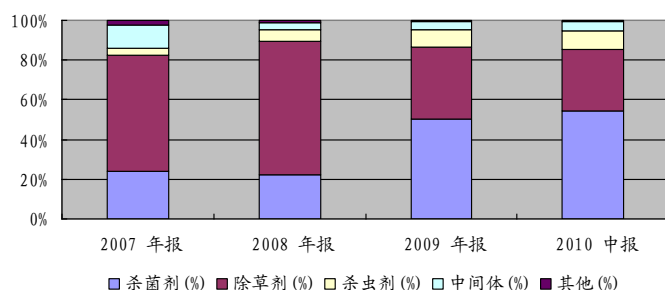
事件：

- **辉丰股份（002496）拟在中小板发行上市。**辉丰股份拟于中小板发行2500万股A股，发行后总股本为1亿股，募资投向优势农药原药扩产，制剂深加工及营销配套和研发中心建设三大类6个项目。

点评：

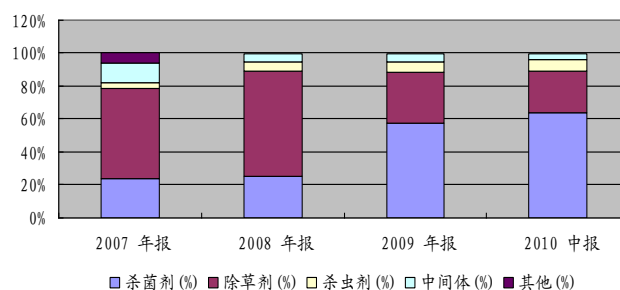
- **公司是全球最大的杀菌剂咪唑胺生产商。**公司主营业务以农药原药为主，同时兼有制剂和农化中间体产品。主要原药产品包括：杀菌剂咪唑胺（3800吨），二氟苄醌（1000吨），氟环唑（200吨）；除草剂辛酰溴苯腈（2000吨）。杀菌剂是公司主要的收入和利润来源，其中，咪唑胺产能全球最大。2009年公司实现营业收入6.9亿元，净利润1.16亿元，销售收入入围全国前20强，税后利润入围全国前10强。

图1：公司收入构成



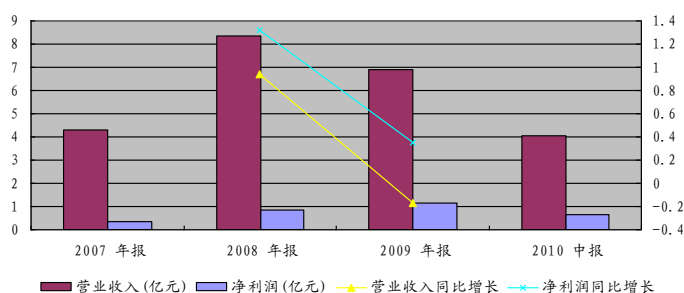
资料来源：公司招股说明书，中原证券

图2：公司毛利构成



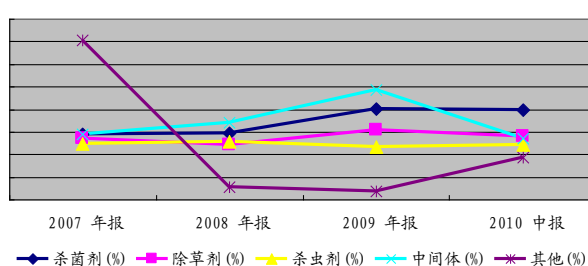
资料来源：公司招股说明书，Wind

图3：公司近三年营业收入、净利润及同比增速



资料来源：Wind

图4：公司各主导产品毛利率走势



资料来源：Wind

- **EHS管理体系建立，获得大客户资源，具备先发优势。**公司对自身的可持续性发展非常重视，通过加大资金投入，加强精力管理，目前已建立起自身独有的EHS和QA/QC体系，被评为中国十佳责任关怀企业，并取得了巴斯夫等国际知名农药企业的Q/EHS认证，获得了国际高端客户的认可。对于国内大量尚未获得国际认证的中小农药企业来讲，公司已具备了先发优势。目前，公司以咪鲜胺、二氯蒽醌为代表的部分产品已成为巴斯夫全球唯一采购基地，利用外方的销售资源拓展自己的市场，同时通过与外方签订价格公式，保证了公司产品稳定的盈利。公司未来将继续延续这样的发展模式，争取更多的国际客户资源。
- **一体化产业链布局，具备做大做强潜质。**公司目前在原药领域已经形成了一定的规模优势，登记原药种类高达23种，在线生产7种，其中咪酰胺的产能位居全球首位，辛酰溴苯腈原药、氟环唑原药产能位居国内第一，全球第二。同时，公司已登记制剂多种，是同时登记原药和制剂的一体化企业。未来公司将围绕现有产品技术，开发衍生品，包括苯酚下游产品和氟下游产品，形成原药-制剂-中间体等产品的产业集群，既丰富了公司的产品种类，又降低了单个产品的生产成本。
- **《农药产业规划》出台有利公司做大做强。**与发达国家相比，我国的农药产业集中度低，产品结构不合理。今年8月26日，工信部等四部委联合发布了国家《农药产业政策》，政策中指出，要加快推进农药企业的兼并重组，提高农药行业的集中度；到2015年，农药企业数量减少30%，国内排名前20位的农药企业集团的销售额达到全国总销售额的50%以上，2020年达到70%以上。扶持优秀企业做强，设立更高的企业运行管理标准，引导发展合理产品结构。我们认为，在这一政策的指引下，集中度提高，优质企业市场份额提升，杀菌剂和除草剂市场份额扩大将成为未来我国农药行业的发展趋势，公司作为杀菌剂龙头企业，将从中受益。
- **募集资金投向。**公司本次募资投向优势农药原药扩产，制剂深加工及营销配套和研发中心建设三大类6个项目（详见下表）。项目投产后，将解决公司目前的产能瓶颈，提高公司产品附加值，提升公司的综合竞争实力。

表1：公司募投项目情况

项目名称	投资总额 (万元)	预计建设 周期	新增年销售收入 (不含税, 万元)	新增年净利润 (万元)
一、原药产品扩产项目				
1、年产3,000吨咪鲜胺原药项目	7,993	1年	13,382	1,599
2、年产10,000吨辛酰溴苯腈原药项目	13,932	1年	30,516	3,710
3、年产1,000吨氟环唑原药项目	11,974	1年	23,818	2,820
二、制剂深加工及营销配套项目				
1、年产13,000吨农药制剂加工项目	18,665	1年	55,423	6,921
2、农药基层营销网络建设项目	6,056	2年		
三、研发支持项目				
农药环保剂型与芳基化农药工程技术 研究中心项目	5,022	2年		
合 计	63642	-	123,139	15,050

资料来源：公司招股说明书，中原证券

- **盈利预测和投资建议。**按发行后总股本1亿股计算，公司2010年每股收益1.24元，2011年每股收益1.53元，合理估值区间为2010年的30-35倍，对应的价值区间为37.20元—43.40元。

- 风险提示。公司面临的主要风险是：（1）新增产能无法有效消化；（2）农药行业持续低迷。

盈利预测

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入（百万元）	835.28	689.54	805.00	1048.38
增长比率（%）	93.67%	-17.45%	16.75%	30.23%
净利润（百万元）	86.44	116.37	123.86	153.26
增长比率（%）	136.26%	34.63%	6.44%	23.73%
基本每股收益（元）	0.86	1.16	1.24	1.53

发行数据

发行价（元）	—
发行数量（万股）	2500
发行方式	网下配售
	网上资金申购
预计发行日期	2010/10/27
上市日期	—

基础数据（2010年6月30日）

每股净资产（元）	5.72
每股经营现金流（元）	1.18
毛利率（%）	34.06
净资产收益率（%）	16.22
资产负债率（%）	45.20
发行后总股本（万股）	10000
B股/H股（万股）	—/—

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。