

蓝丰生化（002513）

具备光气资源的农药和中间体生产企业

投资评级	公司评级	收盘价	元
------	------	-----	---

投资要点:

公司从事杀菌剂、杀虫剂、除草剂、精细化工中间体的生产和销售，是国内最大的甲基硫菌灵生产企业，国内杀菌剂多菌灵三大生产基地之一，国内环嗪酮的主要供应商，国内为数不多的可生产精胺的企业，国内较大的以光气为原料生产农药的企业。

粮食需求提升农药需求，政策推动并购重组，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。优势公司有望通过兼并重组扩大市场份额，迅速做大做强。

公司是国家农药创制工程技术研究中心基地，是中国农药工业协会第七届理事会常务理事单位，设有省级企业技术开发中心及江苏省博士后科研工作站。公司已获得 2 项专利，另有 9 项专利申请已被国家知识产权局受理，作为起草单位参与制定甲基硫菌灵可湿性粉剂国家标准和甲基硫菌灵原药国家标准。

公司发行股票扣除发行费用后的实际募集资金将投资于：年产 8000 吨乙酰甲胺磷原药和制剂技改项目，2000 吨/年氯氰菊酯、800 吨/年高效氯氰菊酯、1000 吨/年氯菊酯、50 吨/年高效氯氟氰菊酯（功夫菊酯）原药及制剂搬迁技改项目，年产 4000 吨敌草隆原药项目，年产 500 吨 PPDI 和 1000 吨 PTSI 项目等。

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.08、1.45、1.94 元，参考农药类上市公司估值水平，我们认为公司合理估值区间 40.20-46.90 元，对应 2009 年 30-35 倍 P/E，对应 2010 年 37-43 倍 P/E。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	908	628	858	1073	1491
营业收入增长率	64.9%	-30.9%	36.7%	25.1%	38.9%
净利润（百万元）	98	99	80	107	144
净利润增长率	225.0%	1.1%	-18.9%	33.3%	34.5%
EPS（元）	1.32	1.34	1.08	1.45	1.94
ROE	54.1%	40.7%	6.8%	8.3%	10.1%

2010 年 11 月 16 日

发行数据

发行股本（万股）	1900
发行后股本（万股）	7400
大股东名称	苏化集团
大股东持股比例（发行后）	30.93%

联系方式

研究员：	张晓辉
执业证书编号：	S0020210080001
电 话：	021-51097188-1929
电 邮：	zhangxiaohui@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001）

目 录

第 1 部分	公司概况	3
1.1	主营农药与化工中间体.....	3
1.2	股权结构和本次发行	3
第 2 部分	行业分析	4
2.1	粮食需求提升农药需求.....	4
2.2	兼并重组为优势公司提供快速扩张机会	5
第 3 部分	公司经营及竞争优势	6
3.1	经营分析	6
3.2	竞争优势	7
第 4 部分	募投项目	8
第 5 部分	盈利预测与估值.....	10
第 6 部分	风险提示	11

第 1 部分 公司概况

1.1 主营农药与化工中间体

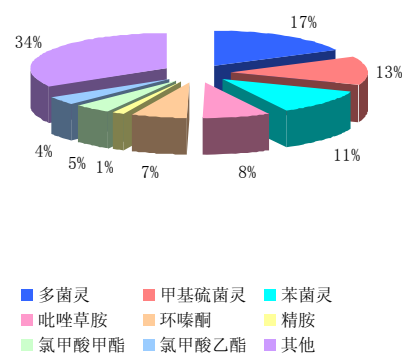
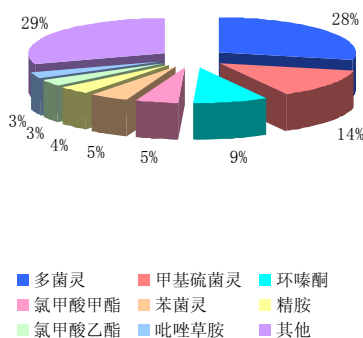
公司从事杀菌剂原药及制剂、杀虫剂原药及制剂、除草剂原药及制剂、精细化工中间体的生产和销售，产品按工艺流程可分为光气类产品和有机磷类产品两大类，是国内较大的以光气为原料生产农药的企业。

公司是国内较大的杀菌剂生产企业，是国内最大的甲基硫菌灵生产企业，是国内杀菌剂多菌灵三大生产基地之一，是国内环嗪酮的主要供应商，是国内为数不多的可生产精胺（杀虫剂甲胺磷、乙酰甲胺磷的中间体）的企业，生产能力位于全国前列。

公司目前产能：多菌灵原药 10000 吨/年、甲基硫菌灵原药 4000 吨/年、苯菌灵原药 1000 吨/年、吡唑草胺原药 300 吨/年、环嗪酮原药 1000 吨/年、精胺 12000 吨/年、氯甲酸甲酯 7000 吨/年、氯甲酸乙酯 3000 吨/年。

图 01：2010 年上半年公司收入构成

图 02：2010 年上半年公司毛利构成

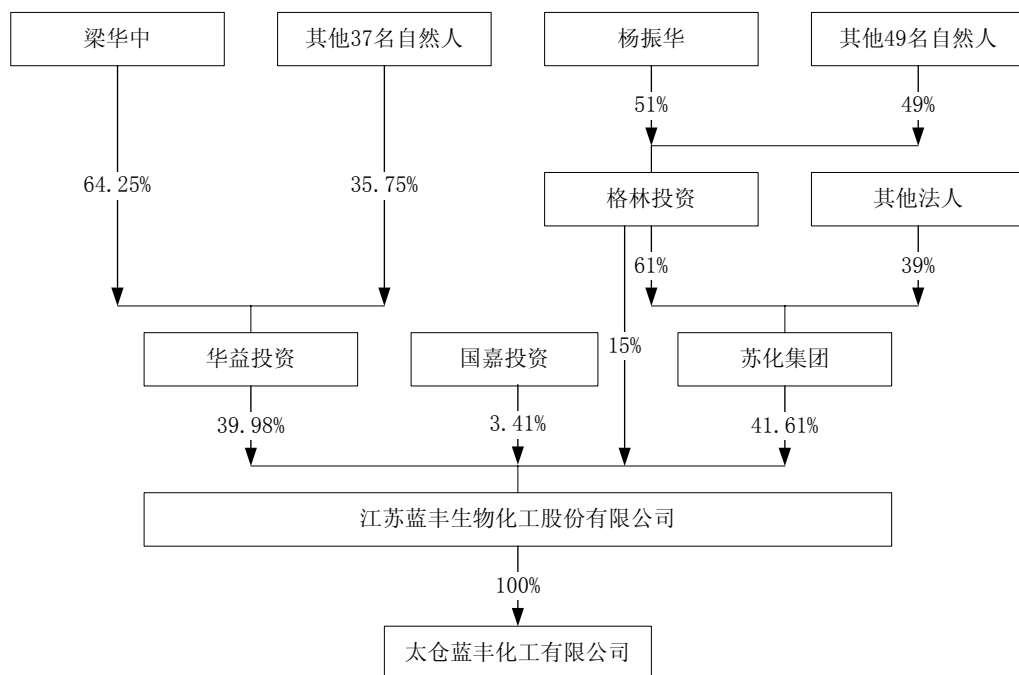


资料来源：公司公告、国元证券

1.2 股权结构和本次发行

本次发行前，公司股本总额为 5500 万股，江苏苏化集团有限公司持有本公司 2288.55 万股，占本次发行前总股本的 41.61%，为本公司第一大股东。本次拟公开发行 1900 万股，占发行后股本总额的 25.68%。

图 03：公司股权结构



资料来源：公司公告、国元证券

第 2 部分 行业分析

2.1 粮食需求提升农药需求

人口增长、消费升级、生物能源是农业及农药产业未来持续增长的驱动因素。《国家粮食安全中长期规划纲要》到 2020 年人均粮食消费量不低于 395 公斤，粮食综合生产能力达到 5400 亿公斤以上。

《全国新增 1000 亿斤粮食生产能力规划》到 2015 年，全国粮食生产能力达到 5300 亿公斤以上，到 2020 年全国粮食生产能力实现 5500 亿公斤以上，粮食单产水平达到每亩 350 公斤。

我国粮食病虫害常年发生面积，玉米约 8 亿亩次，水稻约 17 亿亩次，小麦约 10 亿亩次，粮食生产病虫害损失率约 5%。如果损失率降低 1 个百分点，即可减少粮食损失 25 亿公斤左右。

除草剂、杀菌剂和杀虫剂三大种类农药是国际农药市场的主体，2008 年除草剂、杀菌剂和杀虫剂占全球农药市场销售额的比例为 47:26:24。我国农药产品结构与国际农药产品结构不同，2008 年杀虫剂所占比例 34.57%，除草剂 32.36%，杀菌剂所占比例 10.32%。

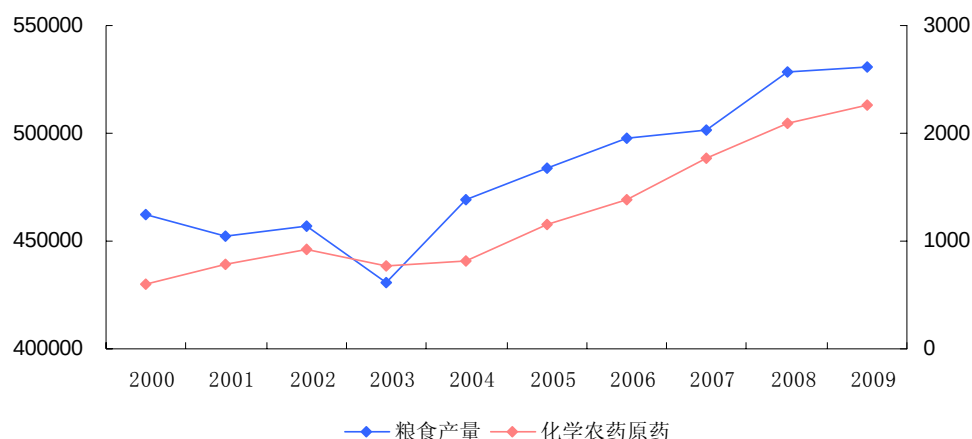
2008 年，我国杀菌剂总产量为 19.64 万吨（折百计算），同比增长 43.36%，出口 5.2 万吨，增长 19.4%。2008 年全球杀菌剂的销售增长 27.3%，达 106 亿美元。全国农业技术推广服务中心预测 2010 年国内杀菌剂需求总量预计为 7.07 万吨。

2008 年我国杀虫剂总产量为 65.80 万吨（折百计算），同比增长 9.67%；出口 13.6 万吨，

同比减少了 1.9%。2008 年国内杀虫剂需求量为 14.01 万吨，全国农业技术推广服务中心预测，2010 年国内杀虫剂需求总量预计为 12.95 万吨。

2008 年我国除草剂总产量为 61.59 万吨（折百计算），同比增长 9.61%，出口 27.7 万吨，同比增加了 5.8%。2008 年全国除草剂需求约 8 万吨，全国农业技术推广服务中心预测 2010 年国内除草剂需求总量预计为 8.91 万吨，比上年上升 17%。

图 04：我国粮食产量与化学农药原药产量



资料来源：CEIC、国元证券

2.2 兼并重组为优势公司提供快速扩张机会

我国农药企业众多，拥有农业部登记证的农药企业大概约有 2500 家，可生产原药 300 多个，制剂 3000 多种，年销售量在 2000 吨以下的企业占据行业内的 85%。

工信部《农药产业政策》：

到 2015 年，力争进入化工集中区的农药原药企业达到全国农药原药企业总数的 50% 以上，2020 年达到 80% 以上。

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。

到 2015 年制剂加工、包装全部实现自动化控制；大宗原药产品的生产 70% 实现生产自动化控制和装备大型化，2020 年达到 90% 以上。

到 2015 年，国内排名前十位的农药企业建立较完善的创新体系和与之配套的知识产权管理体系，创新研发费用达到企业销售收入的 3% 以上，2020 年达到 6% 以上。

到 2015 年，污染物处理技术满足环境保护需要，“三废”排放量减少 30%，副产物资源化利用率提高 30%，农药废弃物处置率达到 30%。

到 2020 年，“三废”排放量减少 50%，副产物资源化利用率提高 50%，农药废弃物处置率达到 50%。

到 2015 年，在农药市场中拥有驰名商标的农药产品的销售额达到全国农药总销售额的 30%以上，2020 年达到 50%以上。

行业兼并重组将提高行业景气度，提升行业盈利水平。在政策支持下，优势公司未来有望通过兼并重组扩大市场份额，迅速做大做强。

第 3 部分 公司经营及竞争优势

3.1 经营分析

近几年，公司市场需求经历了一个高峰及回落过程，毛利率和期间费用率、资产负债率较稳定，农药类产品和精细化工中间体产品合计对公司毛利贡献各期均在 80%以上。公司流动比率、速动比率偏低。

图 05：公司营业总收入 万元

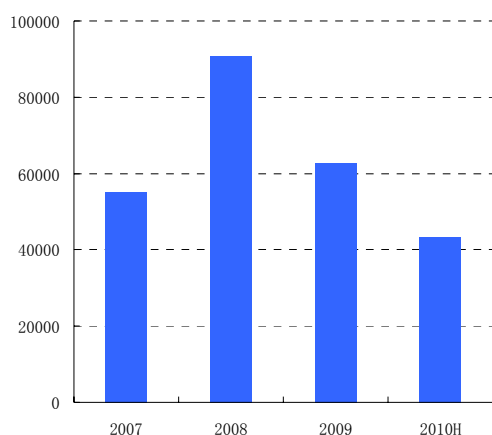
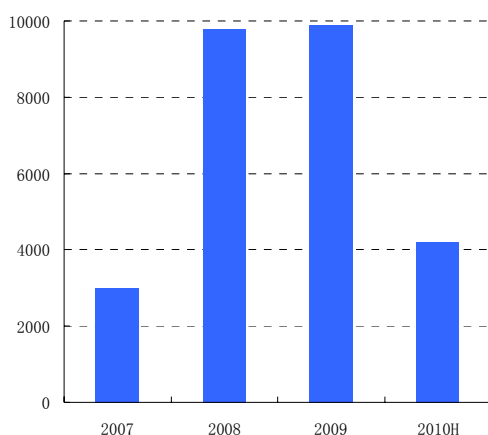


图 06：公司净利润 万元



资料来源：Wind、国元证券

图 07：公司综合毛利率

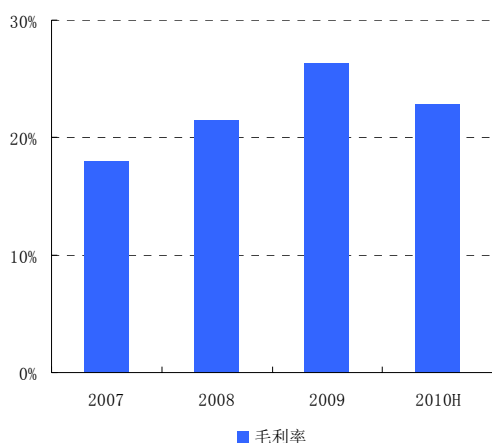
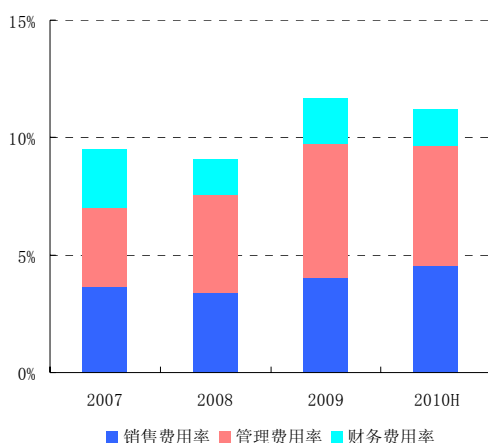


图 08：公司期间费用率



资料来源：Wind、国元证券

图 09：主要产品产能、产量 吨

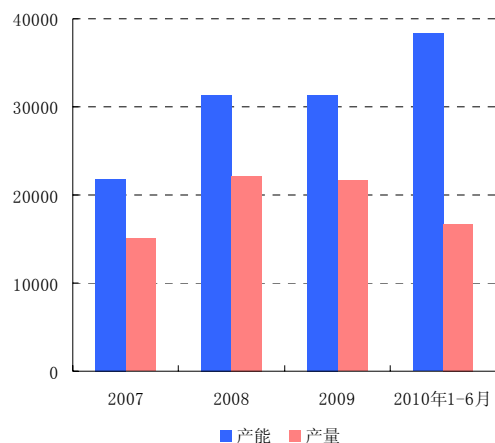
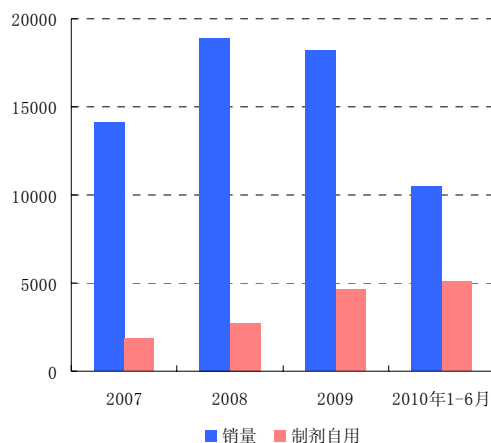


图 10：主要产品销量 吨



资料来源：公司公告、国元证券

图 11：公司资产负债率

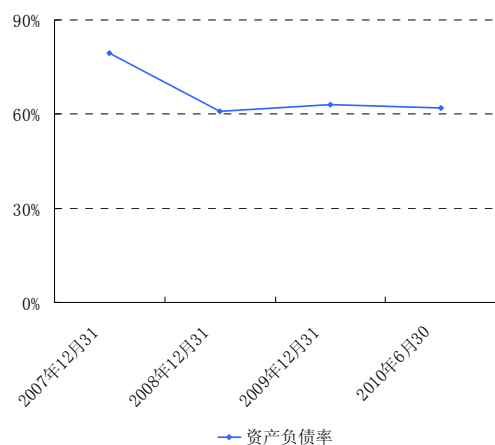
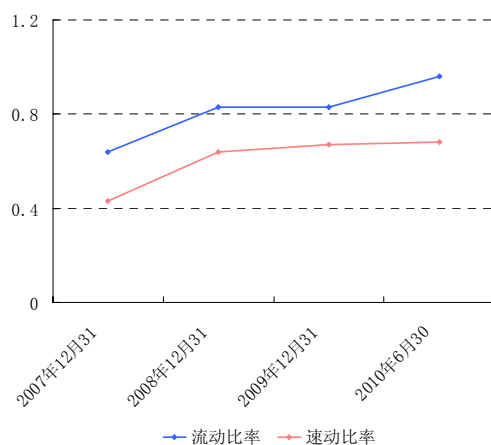


图 12：公司流动比率和速动比率



资料来源：Wind、国元证券

3.2 竞争优势

公司是国家农药创制工程技术研究中心基地，是中国农药工业协会第七届理事会常务理事单位，设有省级企业技术开发中心及江苏省博士后科研工作站。公司作为起草单位参与制定甲基硫菌灵可湿性粉剂国家标准 (GB 23552-2009) 和甲基硫菌灵原药国家标准 (GB 24755-2009)。公司已获得 2 项专利，另有 9 项专利申请已被国家知识产权局受理，其中 5 项专利申请权人变更手续正在办理之中。

表 01：公司正在从事的技术研发项目

研发内容	目前进展	预计完成时间	达到目标
脱叶磷	小试完成	2010 年 10 月	中试完成
胺唑草酮	小试	2010 年 9 月	小试完成
嘧菌酯	小试	2010 年 9 月	小试完成
吡蚜酮	小试完成	2010 年 10 月	中试完成
螺甲螨脂	小试完成	2010 年 12 月	中试完成

苯噻草酮	小试	2010 年 8 月	小试完成
MXDI	小试完成	2010 年 10 月	中试完成

资料来源：公司公告、国元证券

公司是国家发改委对生产光气监控的定点企业，取得了国家发改委颁发的《监控化学品生产特别许可证书》，是国内较大的以光气为原料农药生产企业。产品销往国内大多数省份和美国、英国、澳大利亚、巴西等 35 个国家，国外客户包括美国 FMC 公司、以色列阿甘公司、德国 DVA 公司等多家国际知名农化企业。

第 4 部分 募投项目

公司发行股票扣除发行费用后的实际募集资金将投资于：年产 8000 吨乙酰甲胺磷原药和制剂技改项目，2000 吨/年氯氰菊酯、800 吨/年高效氯氰菊酯、1000 吨/年氯菊酯、50 吨/年高效氯氟氰菊酯（功夫菊酯）原药及制剂搬迁技改项目，年产 4000 吨敌草隆原药项目，年产 500 吨 PPDI 和 1000 吨 PTSI 项目等。募投项目建成后，将进一步增强公司盈利能力。

表 02：募集资金项目

项目名称	投资总额 万元
年产 8000 吨乙酰甲胺磷原药及制剂技改项目	18697
2000 吨/年氯氰菊酯、800 吨/年高效氯氰菊酯、1000 吨/年氯菊酯、50 吨/年高效氯氟氰菊酯（功夫菊酯）原药及制剂搬迁技改项目	14362
年产 4000 吨敌草隆原药项目	8534
年产 500 吨 PPDI 和 1000 吨 PTSI 项目	8494
技术研究中心建设项目	4000
合计	54087

资料来源：公司公告、国元证券

乙酰甲胺磷为甲胺磷低毒化衍生物，在有机磷杀虫剂中用量仅次于毒死蜱，是印度最大的杀虫剂品种，国内乙酰甲胺磷使用量较大的作物主要有小麦、水稻和棉花。甲胺磷属高毒农药，禁用前全国多年产量均在 8 万吨左右，甲胺磷禁用为以乙酰甲胺磷为代表的低毒类杀虫剂创造了市场空间。

拟除虫菊酯是一类能防治多种害虫的广谱杀虫剂，对害虫具有强烈的触杀作用。拟除虫菊酯类杀虫剂主要有氯菊酯、氯氰菊酯系列、氟氯氰菊酯、高效氯氟氰菊酯（功夫菊酯）等。拟除虫菊酯类农药与甲胺磷单位面积使用成本相当，具有明显的价格优势，高效氯氟氰菊酯、高效氯氟氰菊酯国内市场处于快速成长期。

敌草隆为脲类除草剂，是一种高效、低毒、广谱的除草剂，主要用于甘蔗种植的前期除草，是大规模甘蔗种植的特效除草剂产品。2008 年全球敌草隆的总消费量在 17000 至 19000 吨，预计到 2011 年将增加到 20000 至 22000 吨。

PPDI 主要应用于高档聚氨酯弹性体产品的制作，如军工航天、高档汽车减震器，煤矿选煤传输带，聚氨酯轮胎，石油钻井设备等，全球预计需求量超过 1000 吨/年。PPDI 产品性能好于 1,5-萘二异氰酸酯（NDI）弹性体，目前 NDI 全球生产量超过 5000 吨，替代 NDI 市场前景广阔。

对甲苯磺酰基异氰酸酯（PTSI）是一种低粘度、高反应活性的异氰酸酯化合物。在化工领域，PTSI 可以用于聚氨酯产品的脱水剂，随着全球聚氨酯产品需求量的增加不断增加。在医药领域，作为格列美脲的中间体，用于治疗 2 型糖尿病，格列美脲是美国食品药品监督管理局的推荐药物。

第 5 部分 盈利预测与估值

募投项目预计进展：

乙酰甲胺磷项目预计 2011 年 3 月完工

敌草隆、菊酯类项目预计 2011 年 12 月完工

PPDI、PTSI 项目预计 2012 年 12 月完工

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.08、1.45、1.94 元，参考农药类上市公司估值水平，我们认为公司合理估值区间 40.20-46.90 元，对应 2009 年 30-35 倍 P/E，对应 2010 年 37-43 倍 P/E。

表 03：同行业公司估值情况

股票简称	10 月 15 收盘价	EPS			P/E		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
诺普信	30.40	0.62	0.67	1.08	49	46	28
联化科技	35.93	0.53	0.86	1.24	68	42	29
利尔化学	19.18	0.50	0.62	0.86	38	31	22
长青股份	32.50	0.64	0.70	0.90	51	47	36
辉丰股份	68.79	1.16	1.32	1.79	59	52	39
扬农化工	27.74	0.92	0.98	1.21	30	28	23
新安股份	16.87	0.43	0.34	0.69	39	50	25
平均					48	42	29

资料来源：Wind、国元证券

第 6 部分 风险提示

出口及汇率风险

光气安全生产风险

募集资金项目市场开拓风险

预测报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	262	998	863	1077	营业收入	628	858	1073	1491
现金	99	776	584	689	营业成本	463	670	840	1171
应收账款	76	99	124	172	营业税金及附加	2	3	3	5
其他应收款	8	11	13	18	营业费用	25	39	49	68
预付账款	16	23	29	41	管理费用	36	44	55	76
存货	53	77	96	134	财务费用	12	6	0	2
其他流动资产	9	13	16	22	资产减值损失	-3	2	0	0
非流动资产	393	529	816	880	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	299	457	756	826	营业利润	93	94	126	169
无形资产	47	46	45	44	营业外收入	25	0	0	0
其他非流动资产	46	26	15	9	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	655	1527	1679	1957	利润总额	117	94	126	169
流动负债	314	344	389	523	所得税	18	14	19	25
短期借款	128	127	129	179	净利润	99	80	107	144
应付账款	70	101	127	177	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	116	115	133	167	归属母公司净利润	99	80	107	144
非流动负债	98	5	5	5	EBITDA	130	138	189	258
长期借款	98	0	0	0	EPS (元)	1.34	1.08	1.45	1.94
其他非流动负债	0	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	412	349	394	528	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	55	74	74	74	营业收入	-30.9%	36.7%	25.1%	38.9%
资本公积	3	839	839	839	营业利润	-10.3%	1.3%	33.3%	34.5%
留存收益	175	255	362	506	归属于母公司净利润	1.1%	-18.9%	33.3%	34.5%
归属母公司股东权益	243	1178	1285	1429	获利能力				
负债和股东权益	655	1527	1679	1957	毛利率(%)	26.3%	21.9%	21.7%	21.5%
现金流量表					净利率(%)		15.8%	9.4%	10.0%
单位: 百万元					ROE(%)	40.7%	6.8%	8.3%	10.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	估值比率				
经营活动现金流	128	120	157	207	P/E				
投资活动现金流	-158	-172	-350	-150	P/B				
筹资活动现金流	63	729	2	48	EV/EBITDA				
现金净增加额	33	677	-192	105					

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn