

依托光气资源打造农药一体化产业链

蓝丰生化 (002513)

基础化工行业

定价区间 44.31-48.53元

新股定价报告

2010年 11月 17日 星期三

袁舰波

执业证书编号：

S0630208010052

联系人：刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

发行数据

总股本（发行前）	5500万股
拟发行股份	1900万股
募集资金	5.41亿元

财务指标

每股净资产（元）	5.23
净资产收益率（%）	14.60%
资产负债率（%）	61.94%

申购要点

q 公司是国内大型综合性农药生产企业

公司是江苏省规模较大的综合类农药生产企业，产品包括杀菌剂、杀虫剂、除草剂三大类农药原药和制剂以及精细化工中间体。公司主营产品规模占据行业前列，公司是国内最大的甲基硫菌灵生产企业，是国内多菌灵原药的主要供应商，也是国内为数不多的可生产精胺的企业，也是国内环嗪酮的主要供应商。

q 农药行业产品结构不断优化，公司优势产品需求强劲

农药行业需求总体稳步增长，结构不断优化，随着病害较易发生的经济作物种植面积的逐年扩大，杀菌剂的需求不断增加。作为国内杀菌剂多菌灵和甲基硫菌灵的主要供应商，公司将充分享受市场空间扩大的利益。

q 掌握光气资源和一体化产业链保障产品竞争优势

目前公司是国内较大的以光气为原料的农药生产企业，其生产成本低，公司产品市场竞争力较强。公司拥有行业内完备的产业链，从上游光气资源到下游原药和制剂产品，保证了公司能够充分赚取全产业的利润，实现价值最大化。

q 募投项目与资金运用

本次发行募集资金主要用于农药下游产品（乙酰甲胺磷原药和制剂、拟除虫菊酯原药和制剂、敌草隆原药）、周边产品（PPD和PTSI）以及技术研究中心的开发和建设，上述项目将延伸公司产业链和提升研发实力。

q 假设及盈利预测

我们认为公司受益于募投项目投产，业绩将快速增长。预计公司2010和2011年的EPS分别为1.055元和1.188元。我们结合目前市场的估值水平，认为给予公司2010年42-46倍的市盈率较为合理，合理价格为44.31-48.53元。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	627.5	820.6	1064.2	1468.2
主营收入增长率	-30.9%	30.8%	29.7%	38.0%
净利润（百万）	98.9	78.1	87.9	136.5
净利润增长率	1.1%	-21.0%	12.5%	55.3%
EPS（元）	1.336	1.055	1.188	1.844

价值分析

q 公司是国内大型综合性农药生产企业

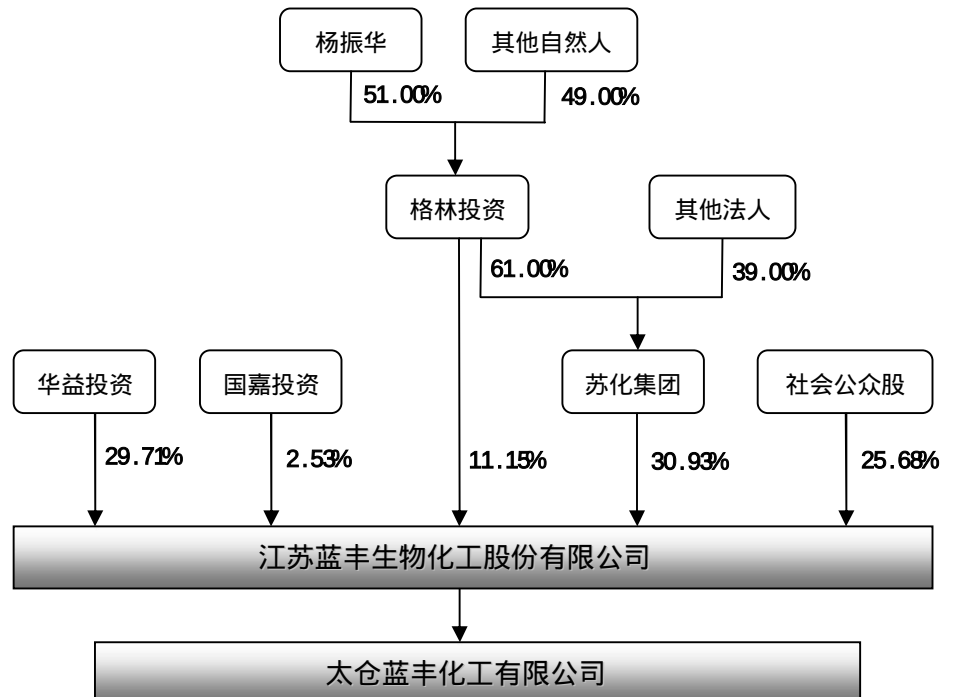
公司是江苏省规模较大的综合类农药生产企业,产品包括杀菌剂、杀虫剂、除草剂三大类农药原药和制剂以及精细化工中间体。公司作为国内少数以光气为原料生产农药的企业,充分发挥技术和规模优势,不断开发新型农药产品和扩大产能,市场份额不断上升。

公司主营产品规模占据行业前列,公司是国内最大的甲基硫菌灵生产企业,是国内多菌灵原药的主要供应商,也是国内为数不多的可生产精胺的企业,同时也是国内环嗪酮的主要供应商。产品远销国内外,具有广泛的客户资源。

q 公司股权分析

发行前公司股东为苏化集团、华益投资、格林投资和国嘉投资,杨振华先生通过格林投资和苏化集团合计间接控制公司 56.61%的股份,为公司实际控制人。本次拟公开发行社会公众股 1900万股,占公开发行后总股本的 25.68%,发行后总股本为 7400万股。

图 1 蓝丰生化发行后股权结构图



资料来源:招股意向书,东海证券研究所整理

q 主营业务分析

1.公司主营业务构成

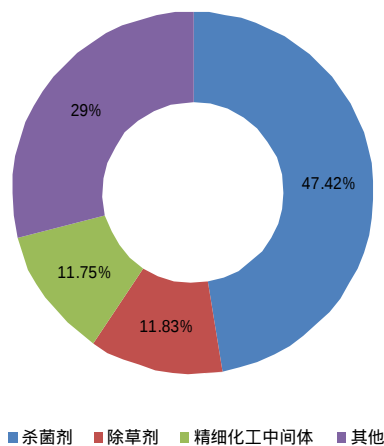
目前公司产品主要分为杀菌剂、杀虫剂、除草剂的原药和制剂以及精细化工中间体，其中杀菌剂产品甲基硫菌灵、多菌灵和除草剂产品环嗪酮、吡唑草胺以及精细化工中间体精胺的产量均居于国内前列。同时公司充分发挥成本优势参与国际竞争，海外市场收入占到公司收入的 50%以上，增加公司利润。

图 1 公司主营产品种类齐全

产品类别	光气类	有机磷类
杀菌剂	多菌灵、甲基硫菌灵、苯菌灵	
除草剂	环嗪酮、吡唑草胺	
杀虫剂		乙酰甲胺磷
中间体	氯甲基甲酯、氯甲酸乙酯	精胺

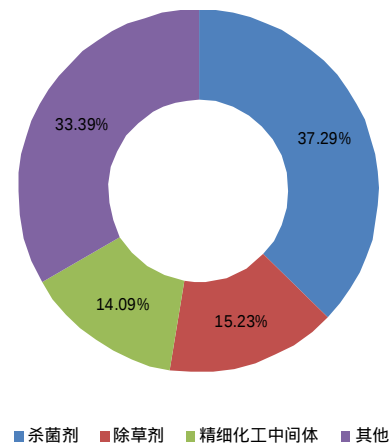
资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

图 2 2010年 1-6月份公司主营产品销售收入占比



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

图 3 2010年 1-6月份公司主营产品销售毛利润占比



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

公司依托稀缺光气资源积极开发下游农药产品，公司产品种类丰富、技术优势明显，成本优势显著，同时公司产品主要销往农药制剂企业和经销商，不直接面对终端消费者，因而客户关系稳定，公司产品产销率一直处于较高水平。虽然由于农药行业具有明显季节性、用户倾向购买出厂时间较短的产品以及公司外销产品对供货及时性要求高等因素影响，部分产品产能利用率较低。但是通过公司积极开发新产品等手段，公司长期盈利能力所受影响不大。

表 1 公司主营业务产品产能利用率情况

产品	项目	2010年 1-6月份	2009年	2008年	2007年
多菌灵原药	实际产能 (吨 /年)	10000	6000	6000	3000
	产量 (吨)	4979	5184	4608	2095
	销量 (吨)	3689	3893	3383	1167
	制剂自用	1031	931	800	1078
	产能利用率	100%	86%	77%	70%
	产销率	95%	93%	91%	107%
甲基硫菌灵原药	实际产能 (吨 /年)	4000	3000	3000	3000
	产量 (吨)	2135	2586	2360	2143
	销量 (吨)	1519	2176	1825	1628
	制剂自用	502	623	428	512
	产能利用率	107%	86%	79%	71%
	产销率	95%	108%	95%	100%
苯菌灵原药	实际产能 (吨 /年)	1000	1000	1000	500
	产量 (吨)	378	504	697	370
	销量 (吨)	194	198	363	263
	制剂自用	127	346	326	116
	产能利用率	76%	50%	70%	74%
	产销率	85%	108%	99%	102%
吡唑草胺原药	实际产能 (吨 /年)	300	300	300	300
	产量 (吨)	96	194	222	162
	销量 (吨)	88	190	231	177
	制剂自用	1	--	--	--
	产能利用率	65%	65%	74%	54%
	产销率	93%	98%	104%	109%
环嗪酮原药	实际产能 (吨 /年)	1000	1000	1000	1000
	产量 (吨)	303	431	440	200
	销量 (吨)	136	131	332	116
	制剂自用	131	382	75	55
	产能利用率	61%	43%	44%	20%
	产销率	88%	119%	93%	86%
精胺	实际产能 (吨 /年)	12000	12000	12000	8000
	产量 (吨)	2440	6316	7836	5385
	销量 (吨)	1180	5600	7651	6109
	制剂自用	1081	1269	97	--
	产能利用率	41%	53%	65%	67%
	产销率	93%	109%	99%	113%
氯甲酸甲酯	实际产能 (吨 /年)	7000	5000	5000	3000
	产量 (吨)	4480	3666	3442	2518
	销量 (吨)	2448	3633	3021	2492
	制剂自用	1948	710	656	--
	产能利用率	128%	73%	69%	84%

	产销率	98%	118%	107%	99%
	实际产能（吨/年）	3000	3000	3000	3000
	产量（吨）	1865	2680	2556	2202
氯甲酸乙酯	销量（吨）	1235	2410	2098	2133
	制剂自用	250	364	371	76
	产能利用率	124%	89%	85%	73%
	产销率	80%	104%	97%	100%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

2. 农药行业产品结构不断优化，公司优势产品需求强劲

农药行业具备弱周期、季节性强、细分市场多的特点。目前农药主要可分为除草剂、杀菌剂、杀虫剂、植物生长调节剂等，而前三种农药是国际农药市场的主体，占据全球农药市场销售额比例为 47:26:24。从趋势上看杀菌剂市场份额明显增加，而杀虫剂份额逐渐减少。

目前随着国内粮食播种面积持续增加，农药行业需求总体稳步增长，结构在不断优化过程中。目前我国农药产品杀虫剂所占比重最大，但随着病害较易发生的经济作物种植面积的逐年扩大，杀菌剂的需求不断增加。2008 年杀菌剂占比达到 10.32%，产量同比增长 43.36%。其中多菌灵和甲基硫菌灵是杀菌剂中的热门品种，作为国内多菌灵和甲基硫菌灵的主要供应商，公司将充分享受市场空间扩大的利益。而除草剂和精细化工产品的需求也将随着农药行业结构调整和市场规模扩大而不断上升，公司产品盈利将在需求提升因素的影响下持续增加。

2008 年国家已发文禁止甲胺磷等 5 种农药的生产和销售，随着国家对环保和食品安全的重视，高毒农药的生产将逐步受到限制直至被淘汰出市场，为低毒农药厂家快速占据市场和扩大市场规模提供了极佳的政策环境。公司主营产品具备高效低毒、环境友好的特点，将有利于公司快速占据高毒农药替代市场。

3. 行业集中度不断上升

由于环保压力日益加大、准入门槛逐步提高、品牌意识不断强化，中小农药企业由于无力承担环保投入和品牌不够突出，将逐步被淘汰，具备技术和规模优势的公司处于行业整合的优势地位。另外国家也鼓励农药行业重组兼并，支持农药企业做大做强，国内农药产业将进入新一轮行业整合期，公司作为规模较大和技术优势明显的农药企业将能够把握行业整合机会，不断提升自身规模，扩大市场占有份额。

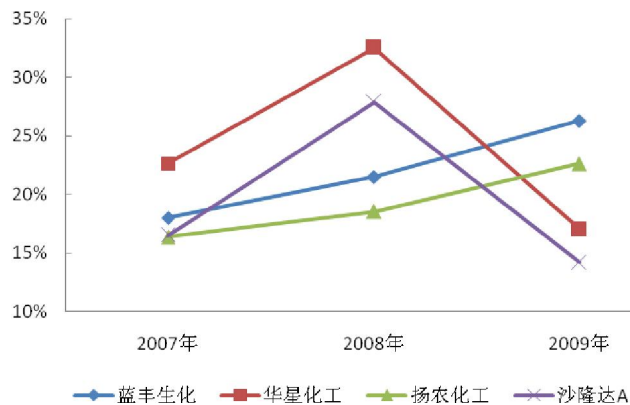
q 核心优势分析

1 掌握光气资源保障产品成本优势

光气作为一种活泼的化学原料，广泛用于化学工业的各个领域。利用光气生产农药，相比于氯化亚砷，具备工艺清洁、成本低、工艺流程相对简单的特

点，但是由于光气性质特别活泼，毒性大，安全要求较高，其准入门槛较高。公司是国家发改委对生产光气监控的定点企业，是国内为数不多的以光气为原料的大规模农药生产企业。公司依托光气为原料，目前已开发出种类较为完善的农药产品，由于其生产成本低，公司产品市场竞争力较强，毛利率一直较高。并且随着国内外对光气生产资格的管理越来越严，公司光气资源优势将更加明显。

图 4 公司产品毛利率一直处于较高水平



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

2 技术壁垒保障公司未来发展

随着环保及农药登记的要求越来越高，农药产品的技术开发能力成为农药公司生存和发展的关键，并且研发难度越来越大，研发费用激增，高昂的研发成本和对技术开发能力的要求使农药行业集中度不断增加，中小企业生存空间不断压缩。公司拥有强大的技术研发实力，曾多次参与制定相关产品的国家标准，将保障公司在市场竞争中占据有利地位。

3 产品结构合理，一体化优势显著

公司经过多年发展，已形成了以杀菌剂、除草剂、杀虫剂三大系列和精细化工中间体的产品格局，产品种类齐全，品种丰富。主营大吨位产品的生产规模达到国内前列，市场占有率高，而小吨位产品技术优势明显，针对性显著，盈利能力强，能够帮助公司抵御市场波动对盈利的影响。公司拥有行业内较为完备的产业链，从上游光气资源到下游原药和制剂产品，保证了公司能够充分赚取全产业链的利润，实现价值最大化。同时公司产品销往国内外，市场结构合理，能够避免单一地区需求变动对公司盈利的影响。

q 风险分析

1 国际市场环境变化的风险

今年上半年公司出口收入占到公司当期营业收入的 57.32%，随着发展中国家农药产品在国外市场份额的不断扩大，发达国家越来越多的采用隐蔽性更强

的贸易保护性壁垒，比如提高农药登记要求和登记费用等手段，未来有可能进一步强化行业标准和增加新的行业壁垒，从而影响公司产品的销售。公司通过开拓新的销售市场，将能够部分降低国际市场环境变化对公司盈利的影响。

q 募投项目介绍

本次发行募集资金主要用于农药下游产品（乙酰甲胺磷原药和制剂、拟除虫菊酯原药和制剂、敌草隆原药）、周边产品（PPD和 PTSI）以及技术研究中心的开发和建设，上述项目将延伸公司产业链和提升研发实力，从而强化公司整体竞争能力和完善产品结构。本次发行后，将按照轻重缓急顺序投入项目建设。

表 2 募投项目列表

单位：万元

序号	项目名称	拟使用募集资金投资额	2010年 6月 30日 已投入自筹资金
1	年产 8000吨乙酰甲胺磷原药和制剂技改项目	18697	9591
2	2000吨 /年氯氰菊酯、800吨 /年高效氯氰菊酯、1000吨 /年氯菊酯、50吨 /年高效氯氟氰菊酯原药及制剂搬迁技改项目	14362	1019
3	年产 4000吨敌草隆原药项目	8534	
4	年产 500吨 PPD和 1000吨 PTS项目	8494	
5	技术研究中心建设项目	4000	
	合计	54087	10610

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

q 假设及盈利预测

我们认为公司受益于募投项目投产，业绩将快速增长。预计公司 2010 和 2011年的 EPS分别为 1.055元和 1.188元 我们结合目前市场的估值水平，认为给予公司 2010年 42-46倍的市盈率较为合理，合理价格为 44.31-48.53元。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	627.5	820.6	1064.2	1468.2
主营收入增长率	-30.9%	30.8%	29.7%	38.0%
净利润（百万）	98.9	78.1	87.9	136.5
净利润增长率	1.1%	-21.0%	12.5%	55.3%
EPS（元）	1.336	1.055	1.188	1.844

资料来源：东海证券研究所（注：EPS都按照发行后 7400万股股本计算）

附注：**一、行业评级**

- 推荐 - Attractive：预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line：预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious：预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy：预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform：预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral：预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell：预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122