

方正证券研究所

化工行业分析师：张正华

执业证书编号：S1220210100006

TEL: (8610) 68584812

E-mail: zhangzh@foundersc.com

化工行业分析师：关继禹

TEL: (8610) 68584833

E-mail: guanjiyu@foundersc.com

联系人：杨玢

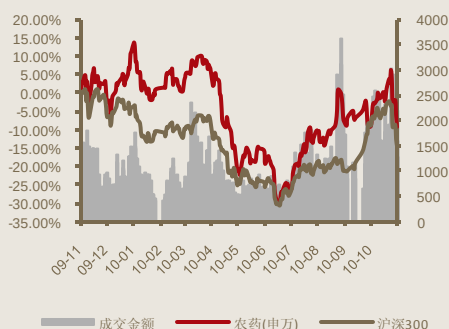
TEL: (86731) 85832449

E-mail: yangbin0@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	
A 股发行股数(万股)	1900
发行前总股本(万股)	5500
发行后总股本(万股)	7400
发行日期	2010-11-22
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	东吴证券
预计上市日期	

行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

拥有产业链优势的一体化农药、中间体企业

蓝丰生化(002513)

新股投资价值分析
2010.11.17

化工行业

投资要点

※公司主要产品规模位于行业前列，是国内最大的甲基硫菌灵生产企业

公司是国内大型综合性农药生产企业，主要从事杀菌剂、杀虫剂、除草剂三大类农药原药、制剂和精细化工中间体的研发生产和销售。公司产品规模位居行业前列，是国内最大的甲基硫菌灵生产企业，2009 年占全球产量的 32.5%；公司的多菌灵产能位于全国三甲；精胺产能全国第二；同时也是环嗪酮等产品的主要供应商。

※国内农药行业发展空间巨大，公司各项业务持续增长

出口方面，随着全球经济一体化，各大农药跨国公司出于成本、环保等多方面考虑，纷纷进入中国这样的发展中国家建立自己生产基地或进行原药采购。2001 年至 2009 年间，我国化学农药原药年产量复合增长率达 15.9%。公司充分把握农药产能转移机会，加大产品出口力度，目前公司外销收入约占总收入的 57%左右。内需方面，随着国家对农业的不断投入和农产品价格的上涨，农药行业需求稳步增长，据统计国内农药消费量每年增速可以达到 5%至 7%。公司作为国内多菌灵和甲基硫菌灵等多种需求量较大农药的主要供应商，将充分享受市场增长带来的收益。

※对光气把控能力强、产业链完整和强大研发能力是公司核心竞争力

公司是国内为数不多的有资质利用光气为原料大规模生产农药的企业。依托光气优势，公司生产成本较低，公司产品毛利率高于市场上同类产品。公司生产中间体、农药原药及制剂，产品品种丰富，产业链条完整。完整的产业链不但使公司能够自行供应上游中间体和原药，保证中间体或原药的品质和供应期，又能节省中间环节的交易成本，因此具有显著的成本优势。此外，公司一直重视产品的研发，是国内首家开发并全面掌握环嗪酮关键技术的企业，同时也是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的起草单位。目前公司已获得 2 项专利，另有 9 项专利申请。拥有农药登记证，生产许可证或生产批准证书 85 个。强大的研发能力和丰富的产品储备将保证公司在未来市场竞争中占据有利地位。

※募投项目巩固公司竞争优势，合理价值区间 40.95-46.8 元

募投项目投产后将进一步延伸公司产业链，完善产品结构，从而提升公司整体竞争能力。预计公司 2010-2012 年每股 EPS 分别为 1.17 元，1.43 元和 2.28 元。参照可比上市公司的平均 PE，我们给予公司 2010 年 35-40 倍 PE，合理股价区间在 40.95-46.8 元，建议投资者积极关注。

一、公司主要产品规模位于行业前列，是全球最大的甲基硫菌灵生产企业

公司是国内大型综合性农药生产企业，主要从事杀菌剂、杀虫剂、除草剂三大类农药原药、制剂和精细化工中间体的研发生产和销售。本公司主要产品包括多菌灵，甲基硫菌灵，苯菌灵，环嗪酮，吡啶草胺，精胺，氯甲酸甲酯，氯甲酸乙酯等。公司主要产品规模位居行业前列，是全球最大的甲基硫菌灵生产企业，2009 年占全球产量的 32.5%；公司的多菌灵产能位于全国三甲；精胺产能全国第二；同时也是环嗪酮等产品的主要供应商。公司产品质量优异，具有稳定的国内外客户资源。

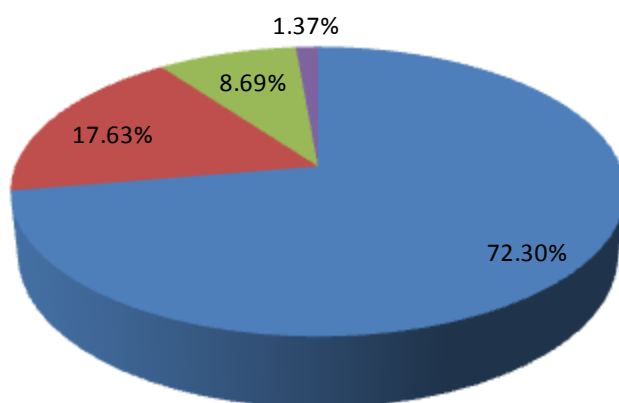
图表 1：公司主要产品分类及产能

产品	产能（2010 年） （吨/年）	产品类别	产品规模
多菌灵	10000	杀菌剂	产能世界第一
甲基硫菌灵	4000	杀菌剂	国内最大厂商
苯菌灵	1000	杀菌剂	国内唯一厂商
吡啶草胺	300	除草剂	国内主要供应商
环嗪酮	1000	除草剂	国内主要供应商
精胺	12000	中间体	国内产能第二
氯甲酸甲酯	7000	中间体	
氯甲酸乙酯	3000	中间体	

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

图表 2：公司 2010 年 1-6 月份主营收入构成

■ 农药类 ■ 化工中间体类 ■ 加工产品 ■ 其他



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

二、外部出口加内部需求使国内农药行业发展空间巨大

1. 农药已经成为现代农业生产中的必需品

粮食对人类生存与发展具有重要意义，随着人口不断增长，在耕地有

限并且不断因各种原因而减少的情况下，世界粮食面临着巨大短缺压力。世界谷物生产统计表明每年因虫害损失世界粮食产量的 14%，病害损失 10%，草害损失 11%。农药是最重要和最有效的植物保护手段，据国外专家估计，如果停止使用农药将使世界谷物减产 32%，蔬菜减产 54%，水果减产 78%。因而农药已经成现代农业生产中的刚性需求，在保障和提高农作物产量方面的作用越来越重要。

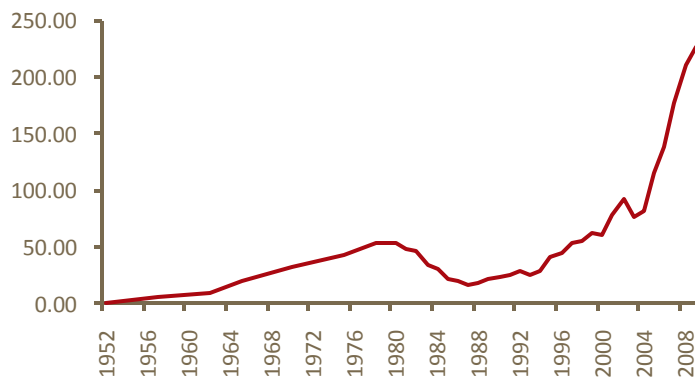
2. 国外农药产能逐步向中国等发展中国家转移

近年来，欧美等发达国家的大型跨国农药企业由于环保压力和人力成本投入的逐渐加大，有意愿将此类精细化工品种向发展中国家，如中国、印度、南美洲部分国家等转移。国外农药产能转移主要分两种模式：第一种是对于已经过了专利保护期的农药原药，发达国家农药企业完全停止生产，转而从发展中国家采购；第二种是对于新品种或尚在专利保护期内的农药，外包某些原料、中间体由中国、印度等地加工，发达国家企业只负责核心步骤的生产。目前，国际化分工协作的农药外包市场已经基本形成。国内很多企业利用这个机遇，不但大量出口农药、农药中间体，也同时引进了一些国内需要或具有国际竞争力的新品种，形成了自己独特的竞争优势。

3. 中国大力支持农业发展，国内农药市场发展前景广阔

农业一直是我国的重要产业，国家十分重视粮食供应保障问题。《国家粮食安全中长期规划纲要》提出：到 2020 年人均粮食消费量不低于不低于 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（2009-2020 年）》业指出：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。但是由于国内人口数量不断增加、耕地面积逐年减少、灾害性气候频繁等影响，我国粮食供应目标不容乐观。农药的合理使用无疑能提高土地单位面积产量和提高土地利用效率。因此，国内农药刚性需求明显，未来国内人口增长和消费升级是农药产业未来持续增长的主要驱动因素。此外，在国家“三农”政策背景下，农产品价格不断上涨，农民收入日益增加，也带动农药需求稳步上涨，据统计国内农药消费量每年增速可以达到 5%至 7%。

。图表 3：国内化学农药产量状况（万吨/年）



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究所

三、对光气把控能力强、产业链完整和强大研发能力是公司核心竞争力

1. 公司应用光气生产农药、中间体，具有成本优势

光气是一种性质活泼的化学原料，在农药、医药、工程塑料、聚氨酯材料等的合成中有着重要应用。利用光气生产农药具有成本低、工艺流程简单等优点。但因其为剧毒气体，安全要求高，生产资质准入门槛高，目前国内获得资质并实际使用光气生产的企业只有 38 家。公司作为国内较大的以光气为原料生产农药的企业，目前公司利用光气生产的产品主要有多菌灵、甲基硫菌灵、苯菌灵、环嗪酮、氯甲酸甲酯和氯甲酸乙酯等，工艺技术十分稳定成熟，已经成为公司重要的竞争优势。

图表 4：公司与行业内部分可比上市公司的毛利率比较

代码	名称 (农药部分)	2007	2008	2009
000553	沙隆达 A	16.5%	27.86%	14.15%
002018	华星化工	22.64%	32.5%	17%
002258	利尔化学	47.5%	35.77%	39.75%
600486	扬农化工	16.35%	18.5%	22.61%
600532	华阳科技	16.52%	10.47%	14.62%
600796	钱江生化	14.86%	8.13%	16.46%
600803	威远生化	21.8%	21.76%	15.96%
	平均	22.31%	22.14%	20.08%
002513	蓝丰生化	17.99%	21.49%	26.29%

数据来源：公司招股说明书

2. 公司产业链完整，产品品种丰富，各产品协同效应明显

公司生产中间体、农药原药及制剂，产品品种丰富，产业链条完整。完整的产业链不但使公司能够自行供应上游中间体和原药，保证中间体或原药的品质和供应期，又能节省中间环节的交易成本，因此具有显著的成本优势。

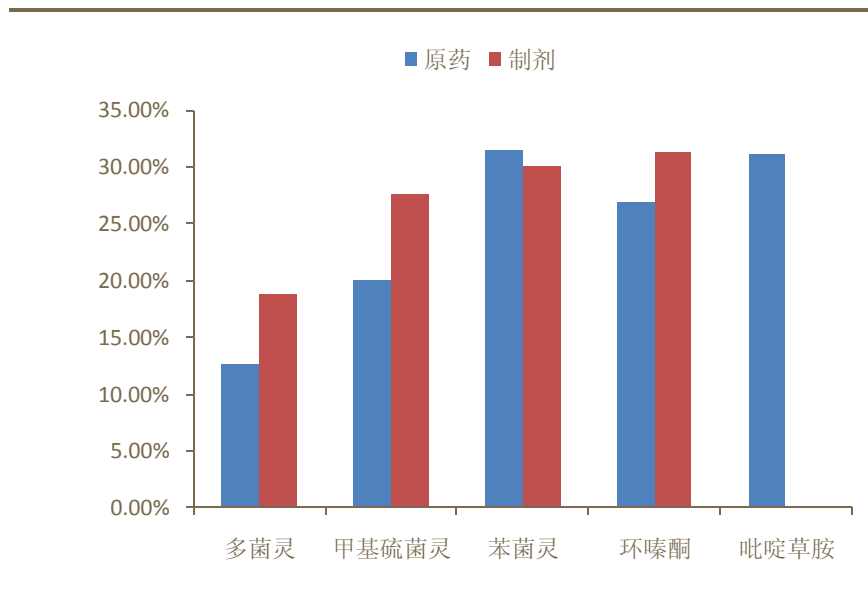
图表 5：公司农药产业链示意图



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

公司产品品种丰富，多菌灵、精胺等大吨位产品的生产规模达到国内前列，市场占有率高；而苯菌灵、环嗪酮等小吨位产品技术优势明显，同质化程度低，盈利能力强，能够帮助公司抵御市场波动对盈利的影响。

图表 6：公司主要产品毛利率状况（2010 上半年）



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

3. 公司研发能力强大，产品储备丰富

公司一直重视产品的研发，是国内首家开发并全面掌握环嗪酮关键技术的企业，同时也是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的起草单位。目前公司已获得 2 项专利，另有 9 项专利申请。随着国家对农药企业审批制度日趋实行严格，农药登记门槛的不断提，农药行业形成了明显的进入壁垒。目前公司拥有农药登记证，生产许可证或生产批准证书 85 个，丰富的产品登记资源已经成为公司的核心竞争优势之一。强大的研发能力和丰富的产品储备将保证公司在未来市场竞争中占据有利地位。

四、募投项目投产将增加公司产品品种和产能，保障持续发展

1. 拟除虫菊酯项目分析

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。拟除虫菊酯具有低毒高效等优点，是取代高毒农药的理想品种之一。目前已经成为仅次于有机磷类的世界第二大类杀虫剂。国内高毒农药禁令颁布后，目前国内产能还不能填补高毒农药的市场空白，作为理想替代品，拟除虫菊酯类产品前景广阔。

2. 乙酰甲胺磷项目分析

有机磷类是杀虫剂市场销售份额最高的品种。然而以甲胺磷为代表的有机磷杀虫剂具有高毒、高残留等缺点，自 2008 年开始在国内已经被禁止使用。禁令的实施为以乙酰甲胺磷为代表的低毒有机磷类杀虫剂创造了巨大市场空间。目前乙酰甲胺磷在国内有很大的需求潜力。

3. 敌草隆项目分析

敌草隆是一种高效、低毒、广谱除草剂，主要用于甘蔗种植过程中的除草。公司利用光气生产路线生产敌草隆具有消耗少、成本低等优势。同时，敌草隆还是公司除草剂产品环嗪·敌草隆（13.5:46.5）复配制剂的重要原药。目前，公司生产环·嗪敌草隆制剂还需要外购敌草隆进行混配生产。本项目投产后，不但可以满足公司环嗪·敌草隆制剂生产的需求，还可以直接销售敌草隆原药。

4. PPDI 和 PTSI 项目分析

对苯二异氰酸酯（PPDI）是一种分子结构具有高度对称性的酯类高分子化合物，由对苯二胺经光气化反应制得。主要应用于高档聚氨酯弹性体产品的制作，如军工航天减震器，煤矿选煤传输带，聚氨酯轮胎等。全球预计需求量超过 1000 吨/年。由于 PPDI 产品性能好于 NDI 弹性体（年产量 5000 吨），未来 PPDI 将有望取代 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，随着聚氨酯产业的不断发展，PTSI 需求量也稳步上升；在医药领域，作为用于治疗 2 型糖尿病药物格列美脲（Amaryl）的中间体，市场需求正在不断提升。

图表 7：公司募投项目

产品	投资总额 (万元)	预计收入 (万元/年)	预计净利润 (万元/年)	内部收益率 (%)
拟除虫菊酯	18697	35729	3222	22.41
乙酰甲胺磷	14362	27230	2970	26.15
敌草隆	8534	13529	1713	25.68
PPDI 和 PTSI	8494	9703	2719	37.76
研究中心	4000			
合计	54087			

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

图表 8：公司分项营业收入预测（吨，万元）

产品名称	2010E		2011E		2012E	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
多菌灵	11000	36032	13000	42583	15000	49134
甲基硫菌灵	3000	9612	3000	9612	4000	12316

硬脂酰氯	15000	4111	30000	8222	40000	10963
甲乙脂	8000	8210	10000	11462	12000	13354
苯菌灵	700	3689	720	3795	850	4480
环嗪酮	500	6547	700	9166	900	11385
吡啶草胺	200	2587	300	3881	400	5175
精胺	3000	4596	5000	7660	6000	9192
乙酰甲胺磷	1300	4517	3500	13160	4000	15040
敌草隆					1500	5073
菊酯类					50%达产	11515
PPDI	60	813	60	813	60	813
PTSI	120	632	120	632	120	632
克百威					1600	8860
其他		3443		3530		3530
合计		84789		114516		161462

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

五、估值与盈利预测

本次募投项目包括拟除虫菊酯项目、乙酰甲胺磷项目、敌草隆项目、PPDI 和 PTSI 项目等。其中拟除虫菊酯和乙酰甲胺磷均为高毒杀虫剂的高效替代产品；敌草隆是公司除草剂产品环嗪敌草隆制剂的重要原料；PPDI 和 PTSI 是公司充分利用光气资源生产的高附加值精细化工中间体。上述项目投产后将进一步延伸公司产业链，完善产品结构，从而提升公司整体竞争能力。预计公司 2010-2012 年每股 EPS 分别为 1.17 元，1.43 元和 2.28 元。参照可比上市公司的平均 PE，我们给予公司 2010 年 35-40 倍 PE，合理股价区间在 40.95-46.8 元，建议投资者积极关注。

图表 9:可比上市公司估值比较

股票名称（代码）	现价 （元）	EPS			PE		
		2010E	2011E	2012E	2010	2011	2012
长青股份（002391）	30.55	0.70	0.90	1.16	43.64	33.94	26.34
利尔化学（002258）	17.72	0.45	0.58	0.65	39.38	30.55	27.26
联化科技（002250）	33.90	0.86	1.24	1.68	39.42	27.34	20.18
辉丰股份（002496）	62.80	1.32	1.79	2.87	47.57	35.08	21.88
扬农化工（600486）	25.49	0.93	1.18	1.42	27.41	21.60	17.95
平均					39.48	29.70	22.72

数据来源：方正证券研究所

六、风险因素

1. 公司以销售农药原药为主，目前公司外销比例占总营业收入的 57% 左右，如果海外市场和客户产生不利变化，将降低公司盈利能力。此外，

人民币汇率升值也将会对公司盈利产生负面影响。

2. 公司生产农药的重要原料光气是剧毒物质，如果操作不慎，可能会造成重大安全事故，对公司产生严重不良影响。

图表 10：盈利预测（单位：百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	628	848	1145	1614
营业成本	463	643	893	1227
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	25	36	49	69
管理费用	36	51	65	94
财务费用	12	13	-8	-6
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	-3	0	0	0
营业利润	93	102	142	225
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	117	102	142	225
减：所得税	18	15	36	56
净利润	99	87	106	169
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者的净利润	99	87	106	169
股本（百万股）	55	74	74	74
每股收益（元）	1.80	1.17	1.43	2.28

数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com