

化学制品

辉丰股份 (002496.SZ) / 45.31 元

新产品的不断投放保证业绩稳步增长

事项

近日，华创证券化工研究员对辉丰股份进行了实地调研，就公司经营现状及未来的发展方向与公司高管进行了交流。

主要观点

细分行业龙头，受益于子行业稳定增长。公司主营农药原药、兼营农药制剂，产品以杀菌剂和除草剂为主，是全球最大的咪鲜胺原药生产企业，目前拥有产能 3800 吨，未来产能将达 6800 吨，进一步巩固自身的行业优势，公司目前是巴斯夫和拜耳全球唯一供货商。同时公司还是国内最大的辛酰溴苯腈原药、氟环唑原药生产企业，并在国内率先引进二氰蒽醌、吡氟酰草胺等高端产品。据统计，杀菌剂目前是农药 3 种主要类别中增长最快的品种，且杀菌剂需求量受温度影响较小，公司作为国内杀菌剂行业龙头必将受益于需求的快速发展，2010 年上半年公司杀菌剂收入和毛利占比分别为 54.2% 和 63.6%，同时 2010 以来农产品价格上涨也将对农药整体行业的发展产生积极影响。对于咪酰胺等优势产品，公司将通过控制产量的方法来使产品价格保持在一个合理的水平，尽量避免草甘膦的悲剧再次发生。

不断完善产业链以提高盈利能力。上游方面，公司逐步加强原料配套措施，并且还将某些农药合成步骤采取类似定制的模式外包出去，自身专注于做附加值较高环节，有利于提高设备的使用效率，下游方面，不断加大制剂产品的研发和生产，2011 年上半年公司制剂产能将达到 4000 吨，全年有望实现 1/3 的产量，同时公司还加大相关衍生品的研发力度，以咪鲜胺产品为例，公司在成功开发咪鲜胺原药之后，陆续开发出咪鲜胺锰盐、咪鲜胺铜盐等系列衍生产品。

产品品种丰富，今年下半年新产能将不断释放。公司目前共有 24 种原药登记产品、53 种制剂登记产品，还有 14 种产品处于登记过程之中，并计划在未来两年内登记 74 种新产品。今年下半年开始，募投项目将陆续投产，有助于解决产能瓶颈，同时一些新产品也将开始贡献利润，例如 1000 吨氰氟草酯项目，900 吨烯酰吗啉项目的投产，目前以上两种产品的市场价格约为 30 万元/吨和 12.5 万元/吨，它们的投产将极大增强公司的盈利能力，并且部分产品采取定制生产模式，毛利率较高，销量有保障。

盈利预测和投资评级。我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.30 元、1.65 元和 2.76 元，以最新收盘价 45.31 元计算，对应的 PE 分别为 35 倍、27 倍和 16 倍，首次给予推荐评级。

风险提示。2010 年公司 2,4-D 产品价格上涨较多，今年该产品国内扩产较多，面临较大的价格下降的风险；公司新项目不能按期投产将会对未来业绩产生不利影响；国家环保政策的加强会加大公司环保成本；极端天气将影响农药需求，对公司造成不利影响；2 月 9 日公司首发机构配售股份解禁日，存在一定的套现风险。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：何多粮
Tel: 010-59370839
Email: zhousheng@hczq.com

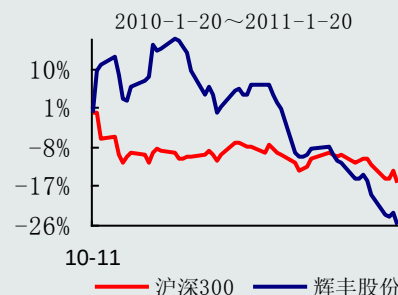
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	10000
流通 A 股/B 股(万股)	2000/0
资产负债率(%)	48.76
每股净资产(元)	4.86
市盈率(倍)	38.94
市净率(倍)	9.32
12 个月内最高/最低价	72.68/45.3

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	363	1082	960	1172
现金	108	855	730	934
应收账款	34	47	46	42
其它应收款	6	24	13	14
预付账款	15	13	14	14
存货	199	143	156	166
其他	0	0	0	0
非流动资产	352	943	1308	1440
长期投资	3	4	4	4
固定资产	230	786	1099	1187
无形资产	102	128	164	179
其他	16	25	42	70
资产总计	715	2026	2268	2612
流动负债	340	326	357	368
短期借款	110	108	112	110
应付账款	56	60	65	60
其他	175	158	181	198
非流动负债	8	12	13	11
长期借款	0	0	0	0
其他	8	12	13	11
负债合计	348	339	370	379
少数股东权益	2	2	2	2
股本	75	100	100	100
资本公积金	56	1212	1246	1287
留存收益	233	363	521	784
归属母公司股东权益	365	1675	1866	2171
负债和股东权益	715	2016	2238	2552

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	56	203	291	407
净利润	116	130	165	276
折旧摊销	32	52	95	120
财务费用	8	5	7	9
投资损失	-2	-3	-4	-3
营运资金变动	-96	16	27	6
其它	-2	4	1	-2
投资活动现金流	-48	-631	-439	-220
资本支出	45	600	400	200
长期投资	0	1	-1	0
其他	-2	-30	-40	-19
筹资活动现金流	-30	1175	23	17
短期借款	-7	-2	3	-2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	-2	1156	34	41
其他	-22	-5	-14	-22
现金净增加额	-21	747	-125	205

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	690	810	1041	1743
营业成本	446	532	683	1142
营业税金及附加	1	2	3	5
营业费用	29	32	41	69
管理费用	89	92	117	196
财务费用	8	5	7	9
资产减值损失	-2	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	3	4	3
营业利润	121	144	195	325
营业外收入	19	12	0	0
营业外支出	3	3	0	0
利润总额	137	153	195	325
所得税	21	23	29	49
净利润	116	130	165	276
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	116	130	165	276
EBITDA	161	200	296	455
EPS（元）	1.55	1.30	1.65	2.76

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-17.4%	17.5%	28.6%	67.4%
营业利润	16.8%	19.1%	35.3%	67.1%
归属母公司净利润	34.6%	11.4%	27.4%	67.2%
获利能力				
毛利率	35.4%	34.3%	34.5%	34.5%
净利率	16.9%	16.0%	15.9%	15.8%
ROE	31.9%	7.7%	8.8%	12.7%
ROIC	29.3%	12.7%	13.3%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	48.8%	16.8%	16.5%	14.8%
净负债比率	31.54%	31.95%	30.14%	29.01%
流动比率	1.07	3.32	2.69	3.19
速动比率	0.48	2.88	2.25	2.73
营运能力				
总资产周转率	1.03	0.59	0.49	0.71
应收账款周转率	15	20	22	39
应付账款周转率	6.55	9.22	10.90	18.19
每股指标(元)				
每股收益	1.16	1.30	1.65	2.76
每股经营现金	0.56	2.03	2.91	4.07
每股净资产	3.65	16.75	18.66	21.71
估值比率				
P/E	29.20	34.96	27.45	16.42
P/B	9.32	2.70	2.43	2.09
EV/EBITDA	28	23	15	10

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801