

2011年2月25日

增持（首次）

农药/化工

蓝丰生化（002513）依托光气稀缺资源，逐步完善产品结构

研究员：姚鑫

执业证书编号：S1190210080004

Email: yaox@tpyzq.com.cn

市场基础数据

当前价（元）：48.5

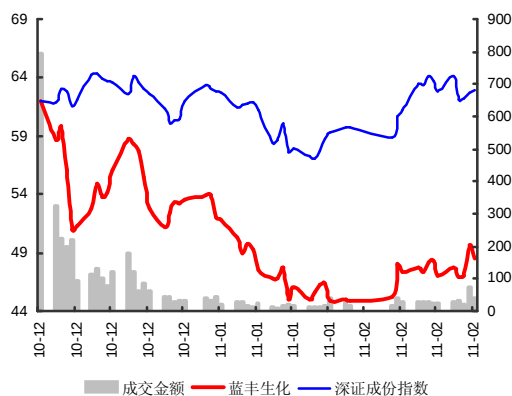
月股价区间（元）：44.11-71.80

总股本/流通股（万股）：7400/1522

每股净资产（元）：5.56

资产负债率（%）65.12

市场与公司重要数据



相关报告

事件描述

2月22日我们实地调研了蓝丰生化（002513），与上市公司高层领导就公司多菌灵、甲基硫菌灵的生产现状、公司IPO项目的进展、公司未来的经营重点等问题进行交流，并参观了公司主要产品的生产流程。

太平洋观点

- u 公司是国内较大的以光气为原料的农药生产企业，产品涉及杀菌剂、杀虫剂、除草剂、精细化工中间体四个系列。其中，杀菌剂产品甲基硫菌灵、多菌灵、除草剂产品环嗪酮的生产工艺和生产能力均处于国内领先水平。
- u 募投项目重在调整公司的生产结构。公司主业一直以杀菌剂为重心，少量生产杀虫剂（甲胺磷已停止生产）和小吨位的除草剂，此次募投资金，基本上都是建设杀虫剂和除草剂项目，项目建成后，公司业务更加均衡，有效的降低公司产品单一带来的风险。
- u IPO募投项目的进展。公司募投项目分为五大类：第一，年产8000吨乙酰甲胺磷原药及制剂技改项目。目前整个项目建设已基本结束，预计4月初投产，2011年实现4000吨的销售目标；第二，年产2000吨氯氟菊酯、800吨高效氯氟菊酯、1000吨氯菊酯、50吨高效氯氟菊酯（功夫菊酯）原药及制剂搬迁技改项目。目前整个建设基本结束，3月份开工，年内投产；第三，年产4000吨敌草隆原药项目。目前正处于调研阶段，预计5月份开工建设，年底建成，将在2012年贡献收益；第四，年产500吨PPDI和1000吨PTSI项目，计划年底开工，预计2012年上半年投产；第五，技术研究中心建设项目，公司目前将研发中心的选择和设计进行再论证，确保2011年底开工建设。
- u 财务预测：按照公司披露的公开信息，预计公司2010-2012年每股收益为1.44元（原股本5500万股计）、1.29元（上市后新股本7400万股计）、1.89元（7400万股计）。按11年40倍PE，公司合理价值为51.6元，首次给予“增持”投资评级。
- u 风险提示：汇率风险，产品价格大幅下跌风险。

调研总结

公司是国内较大的以光气为原料的农药生产企业，产品涉及杀菌剂、杀虫剂、除草剂、精细化工中间体四个系列，主要产品包括多菌灵、甲基硫菌灵、苯菌灵、环嗪酮、精胺、吡唑草胺、氯甲酸甲酯、氯甲酸乙酯等多个品种。其中，杀菌剂产品甲基硫菌灵、多菌灵、除草剂产品环嗪酮的生产工艺和生产能力均处于国内领先水平。

表 1: 公司主要产品分类及产能情况

产品名称	所属系列	原料	产能（吨/年）	备注
多菌灵	杀菌剂	光气	10000	国内产能第二，仅次于安徽广信农化集团有限公司（产能12000吨/年）
甲基硫菌灵	杀菌剂	光气	4000	国内龙头，全球竞争对手为日本曹达株式会社
苯菌灵	杀菌剂	光气	1000	
环嗪酮	除草剂	光气	1000	国内首家开发并掌握该技术，产品纯度与杜邦媲美。
吡唑草胺	除草剂	光气	300	国内主要供应商，按客户需求定制，属于客户订单小批量生产。
精胺	中间体	有机磷	12000	之前供应甲胺磷，甲胺磷禁止生产后，主要用于生产乙酰甲胺磷。
氯甲酸甲酯	中间体	光气	7000	用于生产多菌灵和甲基硫菌灵
氯甲酸乙酯	中间体	光气	3000	用于生产环嗪酮

资料来源：太平洋证券、公司公告

公司处于国内农药行业第二梯队。我国农药生产企业超过 2000 家，规模普遍不大，市场集中度较低，国际农药行业巨头进入国内市场，导致行业竞争日益加剧。我国农药工业“十一五”规划明确指出，农药行业的首要任务是产业结构调整、提高行业技术水平和行业集中度。从农药工业“十二五”规划稿提出的主要方向来看，基本上还是沿着“十一五”规划的主体思路，即继续提高农药原药生产厂家的集中度。“十二五”规划稿的部分内容是：到 2015 年，农药原药生产企业缩减到 300 个。其中，销售额在 50 亿元以上的农药企业 5 个，销售额在 20 亿元以上的农药企业 20 个，前 20 位农药生产企业原药产量将占总产量的 50%以上，建成 3-5 个生产企业集中的农药生产专业园区；培育 2-3 个销售额超过 100 亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。因此，不管是从全球农药发展历史看，还是国内的政策导向看，农药行业集中度的不断提高是必然趋势。规划稿还提出，我国要通过兼并、重组、股份制改制等方式组建大型农药企业集团，推动形成大规模、多品种的农药生产企业集团。

目前，国内农药行业大致可以分为三个梯队：第一梯队是以中化国际和中国化学为代表的国内主流化工上市公司。中化国际 09 年销售收入 227 亿元，中国化学 09 年销售收入 280 亿元，远高于国内同期其他农药上市公司的收入规模，属于“十二五”规划中“培育 2-3 个销售额超过 100 亿元、具有国际竞争力的大型企业集团”；第二梯队是国内新上市的和被上市公司参股的农药企业，特别是与国外主要农药公司有原料供应合作

的，在国内农药某一细分领域具有技术和资源优势的，小而精、小而特的企业。这类企业主要以联化科技、蓝丰生化、辉丰股份、利尔化学、扬农化工、诺普信等为代表。第二梯队的公司主要通过兼并收购的方式扩大生产规模，比如利尔化学在 2010 年 12 月 30 日发布重大资产重组公告，拟以现金 1.7 亿元认购江苏快达农化股份有限公司 51% 的股权；诺普信 2010 年 12 月 28 日公告以 1.05 亿元受让常隆化工持有的常隆农化 35% 股权；新安股份 2010 年 8 月 31 日公告以不超过 8000 万元受让宁夏三喜 75% 的股权。蓝丰生化未来也会通过兼并重组的模式扩展规模，目前还在筛选项目的阶段。第三梯队是未上市的小规模、没有资源的农药企业，未来将是被整合的对象。

多菌灵行业的竞争将日益激烈。多菌灵是重要的传统杀菌剂品种，2009 年全球多菌灵销售额 1.85 亿美元，位居杀菌剂销售排行榜第 14 位。我国是全球多菌灵的主要生产国，2010 年上半年我国多菌灵出口额排在草甘膦、百草枯等品种之后位居第五位。多菌灵作为传统的杀菌剂品种，对多种作物由真菌（如半知菌、多子囊菌）引起的病害有明显的防治效果，可用于叶面喷雾、种子处理和土壤处理等。

目前，我国最大的多菌灵生产企业是安徽广信农化集团，年产能 12000 吨左右。公司和宁夏三喜位居第二，年产能 10000 吨。我国 10 年对多菌灵的需求量在 10000 吨左右，因此多余的多菌灵产能需要通过出口来消化。目前已经了解到的信息是，新安股份受让宁夏三喜（是中国西北地区最大的农药生产基地，同时也是亚洲最大的光气生产加工中心之一。）75% 的股权，竞争对手被整合；江苏扬农集团投资建设的宁夏瑞泰化工项目，其中农药项目具体包括了新建 11500 吨/年光气生产装置、5000 吨/年多菌灵装置和 8000 吨/年甲基硫菌灵装置，行业总生产规模继续扩大。在此背景下，作为传统的大吨位杀菌剂，多菌灵不能依靠产品高附加值获得超额收益，只能通过规模经济降低不变成本来获得超额利润。

面对多菌灵行业竞争的日益激烈，公司一方面要通过技改提升光气的产量来巩固既有的光气资源优势，又要充分开展光气类下游的业务，逐步调整目前以杀菌剂为主的收入构成。还要加大技术研发投入，储备可以产业化的有较大市场空间的项目，为公司未来新的盈利增长点做充分的准备。

2011 年春季干旱对除草剂和杀虫剂影响大。受干旱气候的影响，作物重大病虫害面积有可能增加，按此逻辑将会杀虫剂用量。但是，苏皖地区的干旱非常严重，如果旱情不能有效缓解，将面临绝收的风险，所谓物极必反，一旦绝收，则会大大减少杀虫剂和除草剂的使用量，干旱对杀菌剂的影响不大。

IPO 募投项目重在调整公司的生产结构。公司主业一直以杀菌剂为重心，少量生产杀虫剂（甲胺磷已停止生产）和小吨位的除草剂，此次募投资金，基本上都是建设杀虫剂和除草剂项目，项目建成后，公司业务更加均衡，有效降低公司产品单一带来的风险。

IPO 募投项目的进展。公司募投项目分为：第一，年产 8000 吨乙酰甲胺磷原药及制剂技改项目（投资总额 18697 万元，占总投资的 34.57%），目前该项目建设基本结束，预计 4 月初投产，2011 年实现 4000 吨的销售目标；第二，年产 2000 吨氯氟菊酯、800 吨高效氯氟菊酯、1000 吨氯菊酯、50 吨高效氯氟菊酯（功夫菊酯）原药及制剂搬迁技改项目（投资总额 14362 万元，占总投资的 26.55%），该项目 3 月份开工，预计年内投产；第三，年产 4000 吨敌草隆原药项目（投资总额 8534 万元，占总投资的 15.78%），目前正处于调研阶段，预计 5 月份开工建设，年底建成，将在 2012 年贡献收益；第四，年产 500 吨 PPDI 和 1000 吨 PTSI 项目（投资总额 8494 万元，占总投资的 15.70%），该项目计划年底开工，预计 2012 年上半年投产；第五，技术研究中心建设项目（投资总额 4000 万元，占总投资的 7.39%），公司目前将研发中心的选择和设计进行再论证，确保 2011 年底开工建设。

菊酯类产品的销售模式。公司与 FMC 公司签订了三项氯氰菊酯的加工出口意向合同，采用成本加上固定毛利率的价格策略进行销售，是募投项目中销售量和盈利能力都非常稳定的产品。

与天马精化的合作：公司与天马精细化学品股份有限公司（以下简称天马精化）已有四年的合作时间。2011 年公司接受天马精华委托，在 2011 年度加工硬脂酸酐和 AKD 原粉，总共涉及加工费总金额约为 9000 万元。具体合作方式是天马提供原材料，公司利用光气技术合成所需的物质后，进而加工成硬脂酸酐和 AKD 原粉，因此公司此项合作不会面临原材料波动风险，加工收入十分稳定。

盈利预测：按照公司披露的募投项目的建设进度，预计公司 2010-2012 年每股收益为 1.44 元（原股本 5500 万股计）、1.29 元（上市后新股本 7400 万股计）、1.89 元（7400 万股计）。按 11 年 40 倍 PE，公司合理价值为 51.6 元，首次给予“增持”投资评级。

表 2：盈利预测

资产负债表(百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	71.9	99.0	388.4	993.4	1161.5
应收和预付款项	93.3	110.1	159.4	186.5	297.2
存货	49.4	53.0	83.1	86.9	104.8
其他流动资产	214.4	261.8	630.3	1265.6	1562.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	206.9	343.2	324.7	326.0	305.9
无形资产和开发支出	37.6	47.2	45.5	44.3	43.2
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	246.7	392.2	372.5	373.2	352.8
资产总计	461.5	654.6	1003.7	1640.4	1916.7
短期借款	128.0	127.8	294.2	12.0	12.1
应付和预收款项	118.1	160.5	208.6	208.0	342.4
长期借款	22.8	97.6	97.6	97.6	97.6
其他负债	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
负债合计	280.7	411.6	681.4	401.6	538.0
股本	55.0	55.0	55.0	74.0	74.0
资本公积	3.1	3.1	3.1	804.9	804.9
留存收益	114.8	175.2	254.6	350.2	490.0
归属母公司股东权益	180.8	243.0	322.4	1238.8	1378.6
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	180.8	243.0	322.4	1238.8	1378.6
负债和股东权益合计	461.5	654.6	1003.7	1640.4	1916.7

现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	98.4	90.4	93.0	97.9	128.9
经营性现金流	96.8	128.0	114.4	93.6	159.8
投资性现金流	-60.9	-158.0	46.7	-24.9	-5.3
融资性现金流	-4.3	62.6	128.3	536.2	13.7
现金增加额	0.0	0.0	0.3	0.6	0.2
FCFF	60.4	97.3	143.3	85.0	194.6

利润表(百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	908.1	627.5	914.1	1115.1	1467.0
营业成本	712.9	462.5	709.3	886.5	1166.3
营业税金及附加	3.8	2.0	2.9	3.6	4.7
销售费用	30.7	25.4	38.4	46.8	61.6
管理费用	38.0	35.7	52.1	63.6	83.6
财务费用	13.7	12.1	15.7	2.3	-13.6
资产减值损失	5.1	-3.3	3.2	0.7	0.4
投资收益	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	103.8	93.1	92.5	111.6	163.9
其他非经营损益	13.7	23.6	0.9	0.9	0.6
利润总额	117.5	116.7	93.4	112.5	164.5
所得税	19.7	17.8	14.0	16.9	24.7
净利润	97.8	98.9	79.4	95.6	139.8
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司股东净利润	97.8	98.9	79.4	95.6	139.8

财务指标(%)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	21.49	26.29	22.40	20.50	20.50
销售净利率	10.77	15.76	8.68	8.58	9.53
ROE	75.47	46.68	28.08	12.25	10.69
ROA	23.22	17.72	9.57	7.23	7.86
ROIC	26.37	19.13	15.88	15.51	18.38
销售收入增长率	64.93	-30.89	45.66	21.99	31.56
EBIT 增长率	117.79	-1.83	-15.36	5.32	31.43
净利润增长率	225.01	1.10	-19.75	20.49	46.24

估值倍数	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS(X)	1.78	1.80	1.44	1.29	1.89
PE(X)	27.27X	26.97X	33.61X	37.53X	25.66X
PB(X)	14.75X	10.98X	8.28X	2.90X	2.60X
PS(X)	2.94X	4.25X	2.92X	3.22X	2.45X
EV/EBITDA(X)	24.51X	25.33X	28.69X	21.12X	16.56X

资料来源：太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。