

辉丰股份(002496)深度研究报告

——农药旗舰何时提速？

农药

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 4 月 7 日

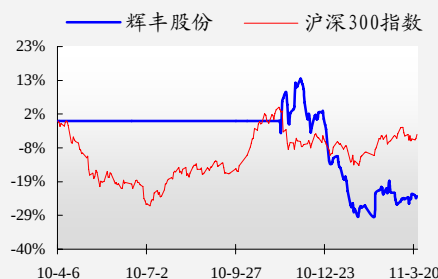
投资要点：

- 公司是一家主营农药原药和制剂的大型农化企业，是全球最大的咪鲜胺原药生产企业，国内最大的辛酰溴苯腈和氟环唑原药生产企业。全球农药巨头拜耳、巴斯夫、马克西姆、纽发姆等均是公司稳定的客户。近三年，公司核心产品辛酰溴苯腈为代表的除草剂和咪鲜胺为代表的杀菌剂对公司毛利的贡献超过 85%，公司营业收入呈现稳健增长的态势。
- 农药工业属于精细化工行业，位于化工产业链末端，农药中间体、原药合成和制剂加工构成了完整的农药制造产业链。一般产业链越长的企业，竞争力越强。从原料到中间体再到原药的生产过程是合成技术和成本的比拼，而制剂到推广的过程更多体现企业营销和品牌上的竞争。
- 预计“十二五”期间，国内农药销售额将继续保持年均 12% 以上的速度增长，而且在政策的支持下，农药行业整合势在必行，农药公司将向集约化、规模化方向发展，以上市公司为代表的龙头企业将从中受益。
- 公司募投项目进展：辛酰溴苯腈和咪酰胺预计今年下半年陆续投产。制剂项目和氟环唑项目预计近期开工建设。公司一些非募投项目的新产品也将开始贡献利润，如氟氟草酯、烯酰吗啉等。
- 预计公司 2011-2013 年每股收益为 1.62、2.22 和 3.06 元，对应 2011 年 3 月 31 日收盘价 46.30 元的 PE 为 29、21 和 15 倍。预计 2011-2013 年公司的营业收入和净利润的复合增长率达到 34.46% 和 44.80%，给予公司推荐评级，目标价 60 元，对应 2011-2013 年 PE 为 37、27 和 20 倍。农药旗舰已经起航，提速将在 2012！
- 风险提示：募投项目进展低于预期；下游销售拓展受阻。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	792.4	14.92%	100.7	-13.49	1.01	6.27	46	—
2011E	950.6	19.96%	161.7	60.58%	1.62	9.22	29	—
2012E	1456.9	53.26%	221.5	36.98%	2.22	11.3	21	—
2013E	1926.5	32.23%	305.7	38.01%	3.06	13.7	15	—

走势图



市场数据

2011-4-6

收盘价：	46.15 元
52 周最高价：	72.68 元
52 周最低价：	43.60 元
平均持仓成本：	48.48 元

基本数据

2010Q4

总股本（万股）：	10,000
流通 A 股（万股）：	10,000
每股收益（元）：	1.01
每股净资产（元）：	16.07
每股经营现金流（元）：	1.18
市净率：	2.88

分析师：钦琛

执业证书编号：S0550511010010

TEL: (8621)6337 4944

FAX: (8621)6337 3209

Email: qinc@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目录

一、公司概况	3
1.1 公司主营业务	3
1.2 公司股权结构	5
1.3 财务分析	5
二、农药行业	7
2.1 农药的定义与分类	7
2.2 农药市场的现状	9
2.2.1 全球农药市场现状	9
2.2.2 我国农药市场现状	11
2.3 农药行业的特征	14
2.3.1 弱周期性	14
2.3.2 高投入产出比	15
2.3.3 客户的高度分散性	16
2.3.4 区域性	17
2.3.5 季节性	17
2.4 农药行业的影响因素	17
2.4.1 人口	17
2.4.2 气候与病虫害	18
2.4.3 农产品的集约化生产	18
2.4.4 转基因作物的推广	18
2.4.5 农产品价格	19
2.4.6 政策	19
2.4.7 其它	21
三、公司产品	21
3.1 重要原料	21
3.2 咪鲜胺	22
3.3 辛酰溴苯腈	23
3.4 氟环唑	23
3.5 其它原药产品	24
3.6 农药制剂	25
四、公司优势	25
4.1 研发，走差异化道路的基石	25
4.2 销售，高端产品国内推广的利器	25
4.3 环保，大丰环保阴霾逐渐散去	26
五、盈利预测与投资评级	26
六、风险提示	26

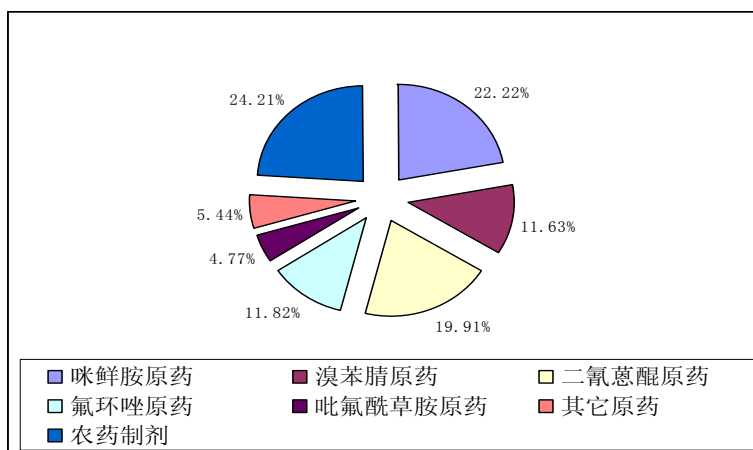
一、公司概况

1.1 公司主营业务

公司是一家主营农药原药和制剂的大型农化企业，具备 3800 吨/年咪鲜胺原药、2000 吨/年辛酰溴苯腈原药、1000 吨/年二氰蒽醌原药、250 吨/年吡氟酰草胺原药、200 吨/年氟环唑原药及 5000 吨/年农药制剂的生产能力，是全球最大的咪鲜胺原药生产企业，国内最大的辛酰溴苯腈原药、氟环唑原药生产企业。全球农药巨头拜耳、巴斯夫、马克西姆、纽发姆等均是公司稳定的客户。

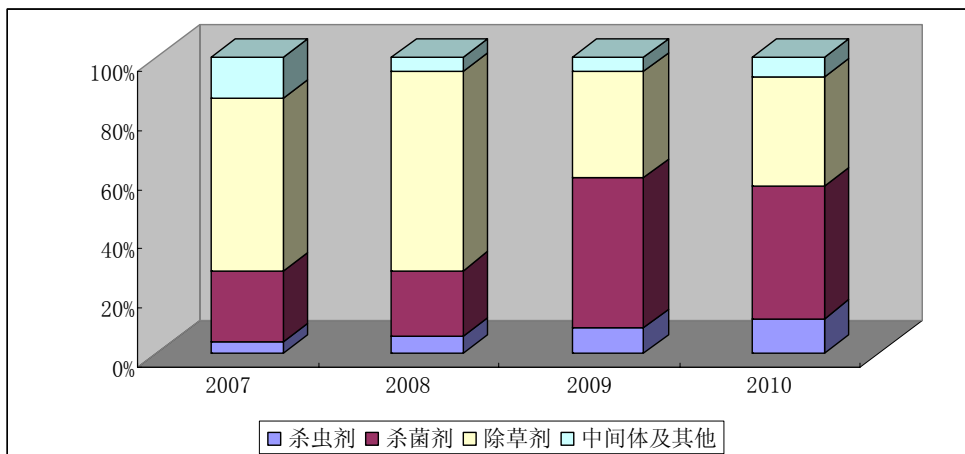
近三年，公司的毛利主要来源于除草剂(辛酰溴苯腈为代表)和杀菌剂(咪鲜胺为代表)系列产品，对公司毛利的贡献超过 80%。

图 1 2010 年上半年公司各产品毛利占比



资料来源：公司公告，东北证券

图 2 公司历年农药产品销售收入结构



资料来源：公司公告，东北证券

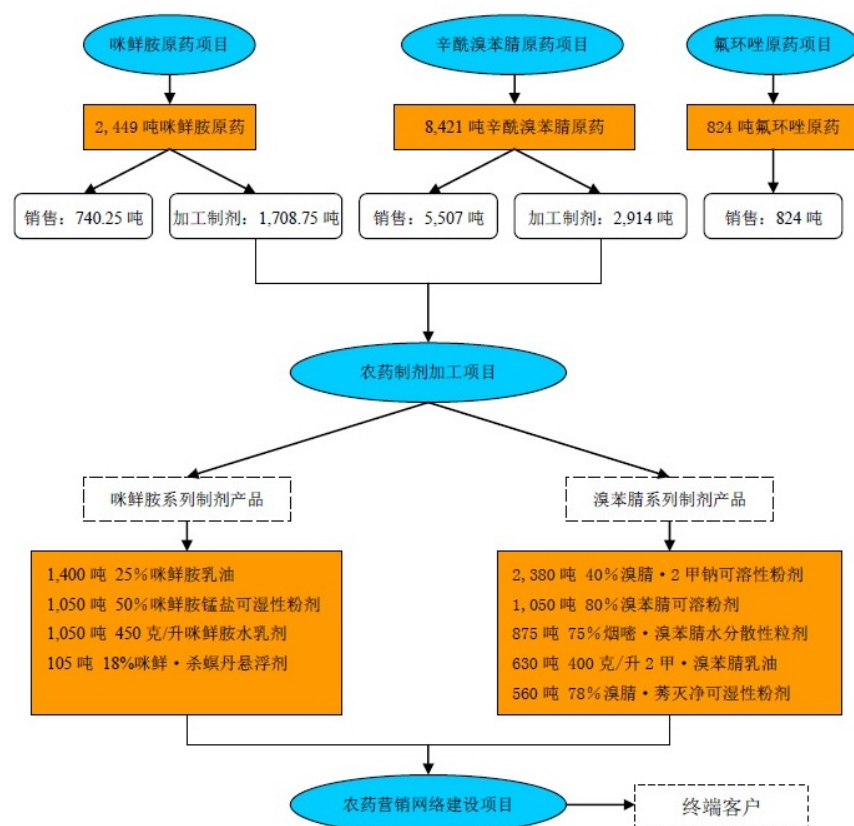
公司募投项目分别为 3000 吨/年咪鲜胺原药、10000 吨/年辛酰溴苯腈原药、1000 吨/年氟环唑原药、13000 吨/年农药制剂、农药基层营销网络建设和农药环保剂型与芳基化农药工程技术研究中心。2011 年下半年开始，辛酰溴苯腈和农药制剂的一期建设将建成投产，募投项目的陆续完成将为公司这艘农药旗舰的加速前行提供强劲动力！

表 1 公司产能扩张情况

	公司现有产能 (吨/年)	公司募投项目 (吨/年)	公司预计新增产出 (吨/年)	类别
咪鲜胺原药	3800	3000	740.25	杀菌剂
辛酰溴苯腈原药	2000	10000	5507	除草剂
二氟苄醌原药	1000	—	—	杀菌剂
吡氟酰草胺原药	250	—	—	除草剂
氟环唑原药	200	1000	824	杀菌剂
农药制剂	5000	13000	9100	除草剂、杀菌剂、杀虫剂

资料来源：公司公告，东北证券

图 3 公司募投项目达产后的生产销售计划

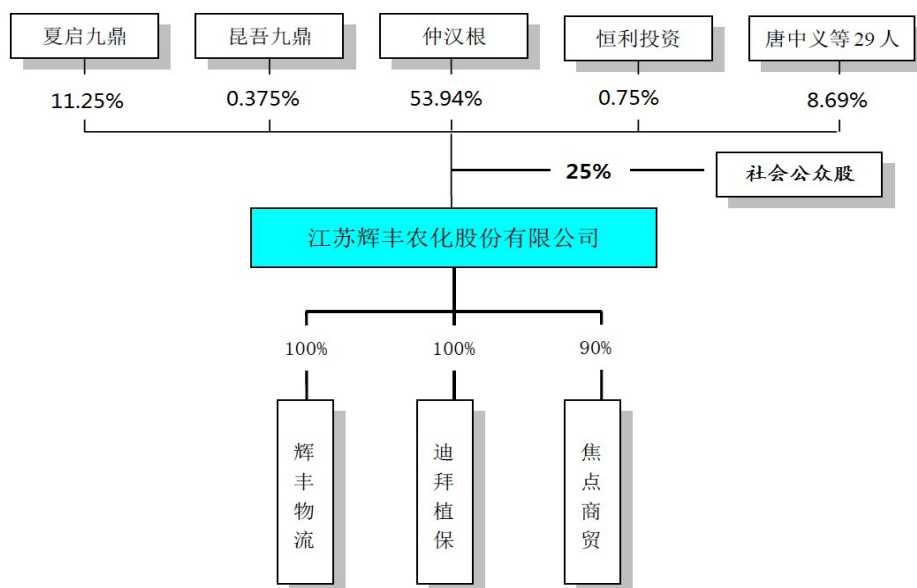


资料来源：公司公告，东北证券

1.2 公司股权结构

公司实际控制人为仲汉根先生。公司共有辉丰物流(100%)、迪拜植保(100%)和焦点商贸(90%)三家控股子公司。公司在甘肃、广西、黑龙江、江苏分别建立了西北物流中心、华南物流中心、东北物流中心、华东物流中心，提高产品的市场快速反应能力。迪拜植保专门从事辉丰品牌农药制剂产品的市场推广，已初步建立起全国性的营销网络。

图 4 公司股权结构



资料来源：公司公告，东北证券

1.3 财务分析

公司 2007-2010 年销售毛利率分别为 28.76%、25.69%、35.53%和 30.48%，在农药上市公司中处于领先地位。

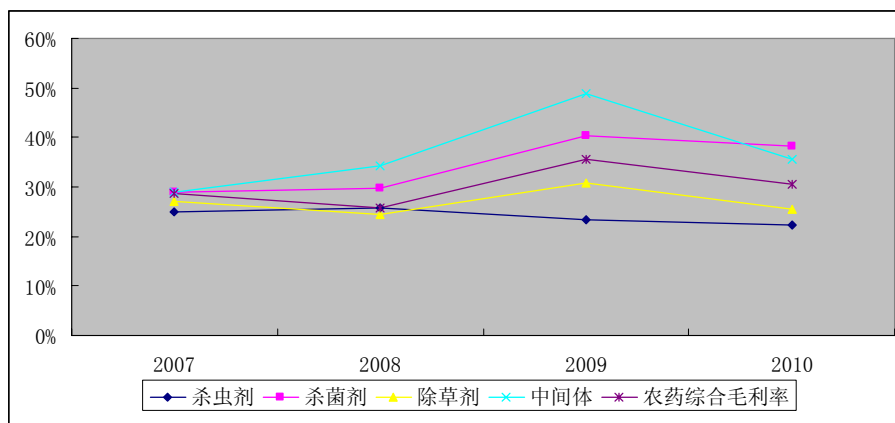
表 2 我国农药企业主要上市公司情况

上市代码	公司简称	2009 年农药业务收入 (亿元)	2009 年农药产品销售毛利率	主要农药产品
600596	新安股份	20.14	14.14%	草甘磷、多菌灵、敌草隆
600486	扬农化工	15.44	21.56%	拟除虫菊酯、草甘磷
000553	沙隆达 A	15.19	14.15%	敌敌畏、敌百虫、氧化乐果、百草枯、乙烯利、扑虱灵等
600389	江山股份	14.63	4.30%	草甘磷、敌敌畏等
002215	诺普信	13.08	42.76%	乳油、粉剂、水乳剂、悬浮剂等各类农药制剂
002018	华星化工	8.56	17.00%	草甘磷、杀虫单(双)、草除灵乙酯、精恶唑禾草灵等
002250	联化科技	8.18	38.10%	农药中间体
000525	红太阳	7.22	12.20%	吡啶碱、百草枯、双甘磷、氟啶脲、吡蚜酮等

600731	湖南海利	6.94	21.83%	氨基甲酸酯类
002496	辉丰股份	6.9	35.36%	咪酰胺、辛酰溴苯腈、氟环唑等
002391	长青股份	6.76	33.49%	氟磺胺草醚、氟磺胺草醚、烟嘧磺隆、烯草酮、稻瘟酰胺等
600226	升华拜克	6.31	12.27%	阿维菌素、麦草畏、双甘磷等
002513	蓝丰生化	6.28	26.29%	甲基硫菌灵、多菌灵、环嗪酮、乙酰甲胺磷、菊酯等
600803	威远生化	5.23	15.96%	阿维菌素、伊维菌素等
002258	利尔化学	3.94	39.75%	毕克草、毒莠定和氟草烟、毒死蜱、氟环唑等
600796	钱江生化	2.48	18.58%	井冈青霉素、黄霉素等

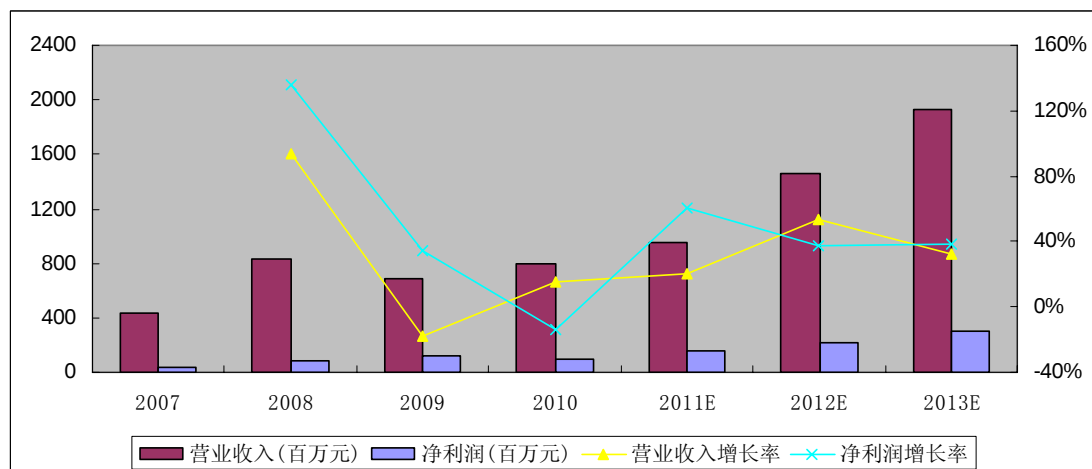
资料来源：东北证券

图 5 公司产品毛利率历年比较



资料来源：公司公告，东北证券

图 6 公司营业收入和净利润历年比较



资料来源：公司公告，东北证券

公司近年来通过投资新建生产线、收购同行企业使得主营产品的产能不断增加，杀虫剂和杀菌剂产品业务收入稳定增长。2008 年草甘膦产品的价格畸高使公司销售收入大幅增加，2008 年底受国际金融危机的影响，草甘膦产品的价格大幅下降，公司将草甘膦生产线改造为年产 200 吨氟环唑生产线。总体而言，近四年公司营业收入呈现稳健增长的态势，募投项目的陆续投产将大幅提升公司业绩，预计 2011-2013 年公司的营业收入和净利润的复合增长率达到 34.46%和 44.80%。

二、农药行业

2.1 农药的定义与分类

农药是指用来防治农业和林业的病、虫、草以及有目的地调节植物、昆虫生长的化学制剂。根据用途和使用量，农药主要分为除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大类别。根据化学结构的不同，还可将农药再具体细分。

表3 农药按化学结构分类

按用途分类	按化学结构分类
除草剂	氨基酸类、磺酰脲类、咪唑啉酮类、嘧啶并三唑类、三嗪类、酰胺类、二硝基苯胺类、芳香苯氧丙酸酯类、脲类、氨基甲酸酯类、吡啶类、苯氧乙酸类、二苯醚类、环己二酮类、羟基苯腈类、哒嗪类等
杀菌剂	三唑类、其他唑类、其他甾醇抑制剂类、吗啉类、二硫代氨基甲酸酯类、无机类、酞酰亚胺及苯腈类、其他多作用位点类、甲氧基丙烯酸酯类、苯并咪唑类、苯酰胺类、二甲酰脲类、酰胺类、嘧啶类、嘧啶胺类等
杀虫剂	有机磷类、拟除虫菊酯类、氨基甲酸酯类、烟碱类、杀螨剂类、天然产物类、苯甲酰脲类、其他昆虫生长调节剂类、有机氯类、其他结构类
其他	植物生长调节类、杀鼠剂、熏蒸剂、杀螨剂等

资料来源：东北证券

2009 年，我国农药市场上常用的农药有 178 种，其中杀虫剂 60 种、杀菌剂 43 种、除草剂 53 种、杀螨剂 10 种、植物生长调节剂 6 种、杀鼠剂 6 种。从品种上看，需求量在 1~4 万吨的品种有敌敌畏、硫酸铜、乙草胺、草甘膦、杀虫双、敌百虫；需求量在 0.5~1 万吨的品种有莠去津、多菌灵、代森类、辛硫磷、毒死蜱、丁草胺、甲基硫菌灵、2,4-滴丁酯、杀虫单、氧乐果、乙酰甲胺磷、乐果、晶体石硫合剂、百草枯等。

表 4 农药种类、用途与发展趋势

杀虫剂			
种类	主要产品名称	用途	发展趋势
有机氯、高毒有机磷	滴滴涕、敌敌畏、敌百虫、氧化乐果、甲胺磷	低端，不能用于蔬菜、茶叶、果树、中药材	被新型中、低毒有机磷及拟除虫菊酯替代
氨基甲酸酯	克百威、神农丹	中低端	被新型中、低毒有机磷及拟除虫菊酯替代
中、低毒有机磷	毒死蜱、三唑磷	蔬菜、水稻	取代高毒有机磷，市场空间大
拟除虫菊酯	高效氟氯氰菊酯	高端经济作物（有鱼毒性，不能用于水稻）	总体稳定
杂环类（包括烟碱类、苯基吡唑类）	吡虫啉、氟虫腈、啉虫咪	水稻、小麦等谷物及蔬菜、水果等高附加值经济作物	专用性较强，发展稳定
除草剂			
种类	主要产品名称	用途	发展趋势
二苯醚类	氟磺胺草醚、乙羧氟草醚、三氟羧草醚、乙氧氟草醚	防除大豆、小麦、花生、水稻等作物田的阔叶杂草	总体稳定
芳氧羧酸类	2,4-滴丁酯、2甲4氯	防除小麦、水稻田等的阔叶杂草	价格便宜，市场用量大
芳氧苯氧丙酸类	氟氟草酯、精恶唑禾草灵、精吡氟禾草灵、炔草酯、精吡氟氯禾灵、精喹禾灵	适用大多数作物，防除禾本科杂草	适用范围广、防效好、市场稳定
磺酰脲类	苄嘧磺隆、绿嘧磺隆、胺苯磺隆、吡嘧磺隆、烟嘧磺隆、苯磺隆噻吩磺隆、	适用于大多数作物	属超高效除草剂，发展稳定
三氮苯类	莠去津、西马津、氟草净、西草净、扑草净、	主要用于旱田除草	由于残留和抗性，逐渐被新型除草剂替代
酰胺类	甲草胺、乙草胺、丙草胺、丁草胺、异丙甲草胺、敌稗、苯噻草胺	适用大多数作物	总体稳定
咪唑啉酮类	咪唑乙烟酸、咪唑喹啉酸、甲氧咪草烟	主要用于大豆田防除阔叶杂草	由于残留问题，市场逐渐萎缩
有机磷类	草甘膦、草铵膦	非选择性除草剂	目前销售额最大的除草剂，随转基因作物的种植面积增大，市场扩大
吡啶类	百草枯、二氯吡啶酸、毒莠定、绿草定	适用大多数作物	百草枯市场潜力大
环己烯酮类	稀禾啶、烯草酮、磺草酮、甲基磺草酮	主要用于防除禾本科杂草	作用独特、防效好，市场潜力大
杀菌剂			
种类	主要产品名称	用途	发展趋势
硫代氨基甲酸酯类及氨基甲酸酯类	多菌灵、苯菌灵、甲基托布津、乙霉威	广谱杀菌剂	使用多年、抗性逐渐增大，市场逐渐减小
二硫代氨基甲酸酯类	代森锰锌、福美双	用于多种作物、蔬菜、果树、麦类、水稻等	使用多年、抗性逐渐增大，市场逐渐减小
酰胺类	氟吗啉、烯酰吗啉、	主要用于水稻、蔬菜、	市场稳定

	甲霜灵、氰菌胺	果树等	
三唑类	氟环唑、苯醚甲环唑、三唑酮、腈菌唑、戊唑醇	适用蔬菜、果树、小麦等多种作物	市场稳定
甲氧基丙烯酸酯类	醚菌酯、嘧菌酯、苯氧菌胺、烯炔菌酯	蔬菜、果树等经济作物	新型的杀菌剂，市场前景广阔

资料来源：东北证券

农药工业属于精细化工行业，位于化工产业链末端，农药中间体、原药合成和制剂加工构成了完整的农药制造产业链。一般产业链越长的企业，竞争力越强。从原料到中间体再到原药的生产过程是合成技术和成本的比拼，而制剂到推广的过程更多体现企业营销和品牌上的竞争。

图 7 农药产业链简易图



资料来源：东北证券

2.2 农药市场的现状

2.2.1 全球农药市场现状

20 世纪 60 年代开始，全球农药行业进入高速发展期，1990 年全球农药行业销售额为 264 亿美元，较 1960 年的 8.5 亿美元增长了 31 倍。从 20 世纪九十年代开始，全球农药市场进入一个稳定的发展期，2007 年全球农药行业销售额达 333.9 亿美元。据权威机构预测，到 2013 年全球农药市场有望突破 500 亿美元。

全球性的优势农药企业通过一系列的资产重组，其市场份额与集中度不断提高，拜耳、先正达、陶农科、巴斯夫、孟山都、杜邦等 6 家创新类农药企业的销售收入占全球市场的 80% 以上，构成世界农药第一梯队。以纽发姆、马克西姆、凯米诺瓦、联合磷化等公司为代表的仿制型企业也同样迅速发展。

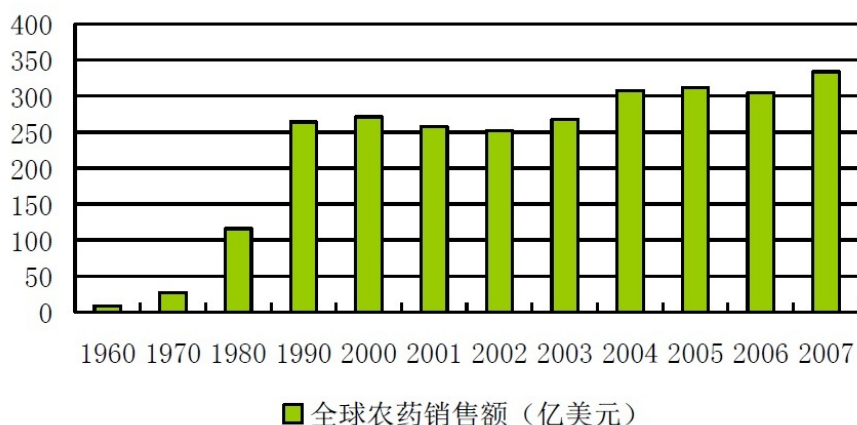
目前全球农药行业发展趋势有：

- 1) 国际农药行业不断整合，形成寡头垄断格局；
- 2) 行业利润向上游研发和下游渠道转移；
- 3) 环保、成本、资源、市场因素推动农药产业向中国等发展中国家转移；
- 4) 生物农药前景被广泛看好。

21 世纪以来，得益于农业生产的集约化及转基因作物的推广，除草剂自 1980 年首次超过杀虫剂成为销量最大的农药大类之后，一直保持稳定发展，所占全部农药的销售份额稳中有升。杀菌剂出现了持续增长的态势，一方面是因为导致作物病害的病菌容易获得抗性，所以对新产品有着持续的需求；另一方面是由于全球各类经济作物种植种类和种植面积的扩大，增加了对杀菌剂的需求。杀虫剂则因为开发和推广早，市场已趋于饱

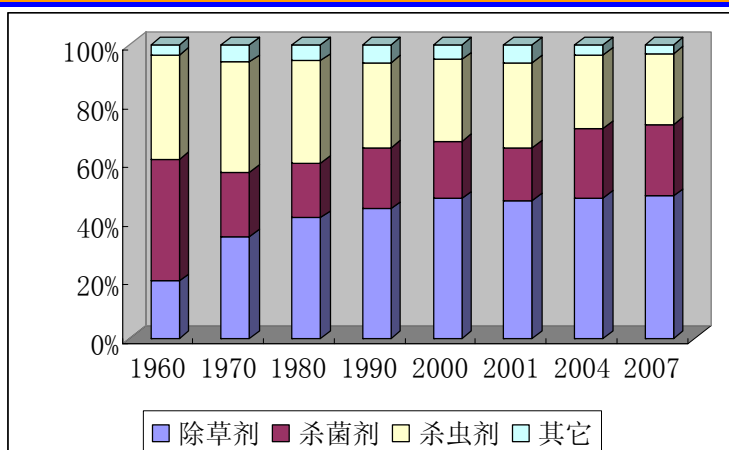
和，又受生态环境压力的影响，再加上转基因抗虫作物的冲击，虽然近年在绝对额上也有一定的增长，但所占农药总体销售额的份额处于不断下滑之中。

图 8 全球农药销售额统计



资料来源：东北证券

图 9 1960 年-2007 年世界各大类农药销售统计情况(亿美元)

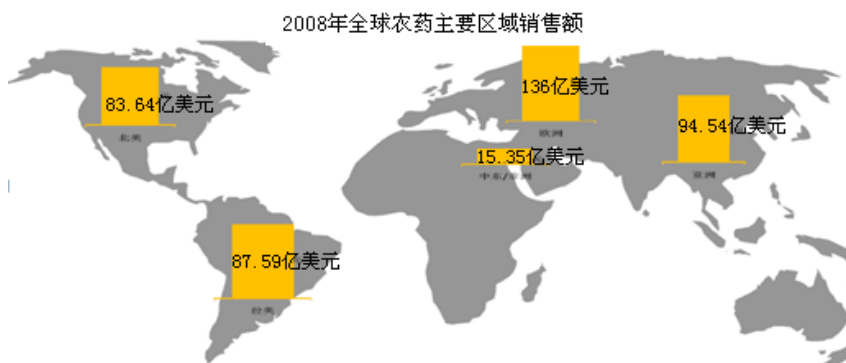


资料来源：东北证券

根据 Philips McDougall 的统计，2008 年全球农药消费主要区域分别是：欧洲、亚洲、南美洲和北美洲，其中欧洲农药消费额达 136 亿美元位居第一，亚洲、南美洲和北美洲农药消费额在 83~95 亿美元。在各类农药中，北美为最大的除草剂市场，约占世界除草剂市场的 35%；亚洲为最大的杀虫剂市场，约占世界杀虫剂市场的 39%；欧洲为最大的

杀菌剂市场，约占世界杀菌剂市场的 46%。

图 10 2008 年全球农药主要区域销售额



资料来源：Philips McDougall，东北证券

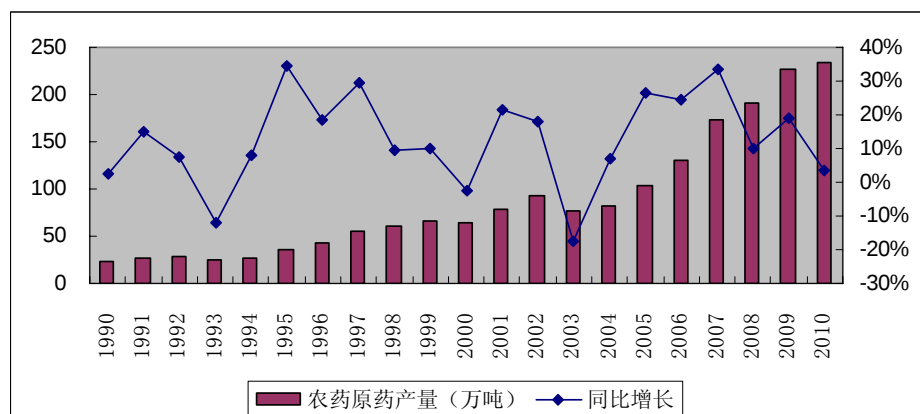
2.2.2 我国农药市场现状

农药是重要的农业生产资料，中国粮食产量的三分之一是靠使用农药减少或消灭病虫害灾害来保证的。中国每年通过使用各种农药，可防治土地面积约 $3.9 \times 10^{12} \text{ m}^2$ ，挽回粮食损失 5800 万吨、棉花 150 万吨、油料 230 万吨、蔬菜 5000 吨和水果 690 万吨。

我国农药企业众多，从官方统计的数字显示，目前经发改委核实的定点企业有 1400 多家，质检总局发放许可证的企业有 400 多家，但从农业部药检所《农药登记报告》上摘录下来的企业数却达 4100 多家，数据差距如此之大，关键原因是目前存在相当一部分手续不全的非法生产企业。

我国行业前十大农药企业占全国总产量的比重只有 19.5%，前 20 大企业占总产量的比重只有 30.8%，销售收入占全球市场的 8% 左右。从注册资金看，我国一半以上的企业注册资金在 1000 万元以下；从产量来看，2000 吨/年原药生产厂家不足 200 家，农药产量在 5000 吨以上的企业不足 20 家；从产值来看，中国农药排名前 20 的企业，其产值只占据行业约 32% 的份额；从销售来看，年销售量 2000 吨以下的企业占 85%，年销售收入超过 10 亿的企业只有 7 家，2007 年整个行业销售额只与德国拜耳公司相当。

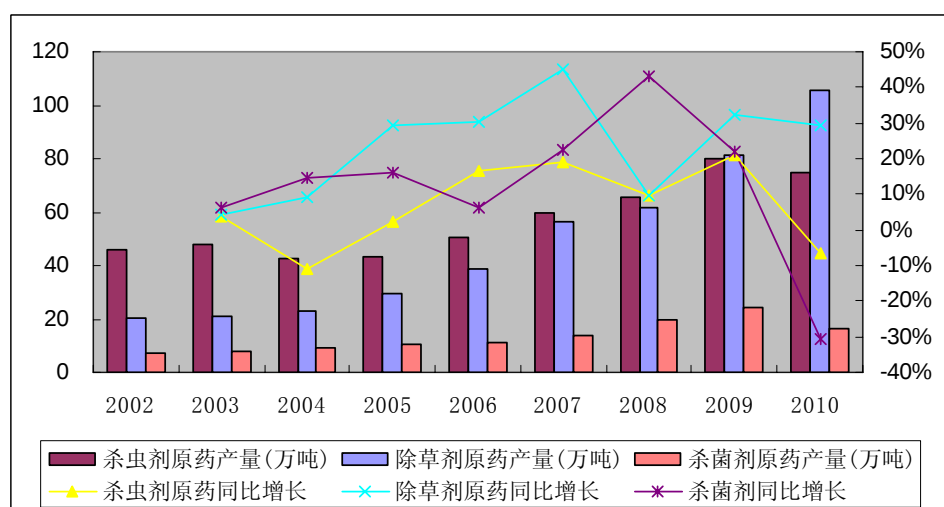
图 11 我国农药原药产量与增长率



资料来源：国家统计局，东北证券

2010 年我国农药总产量达到 234.25 万吨，同比增长 12.32%，其中除草剂产量同比增长 31.40%，达到 105.50 万吨，占总产量的 45.04%，杀虫剂产量同比下降 6.40%，杀菌剂产量同比下降 30.83%。2000 年至 2010 年间，我国农药原药产量年复合增长率为 13.72%。按趋势估计，“十二五”期间，国内农药销售额（含原药及出口）将继续保持年均 12% 以上的速度增长。

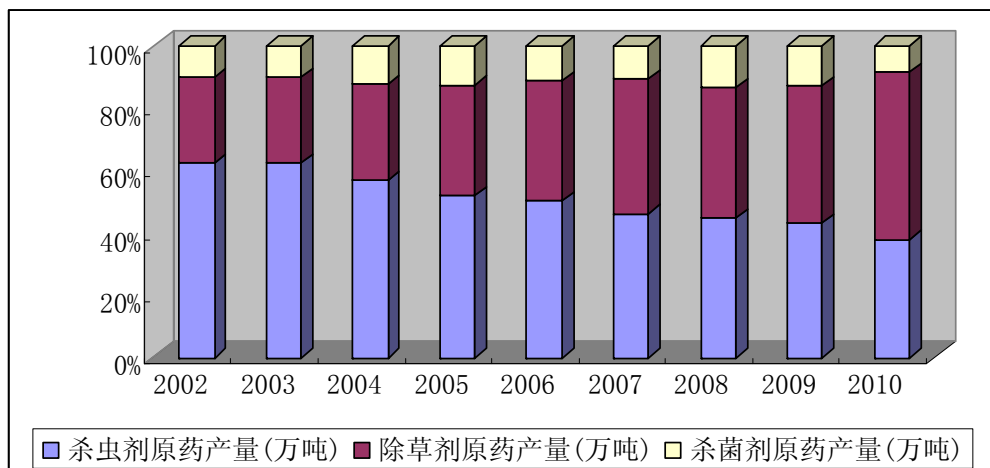
图 12 我国农药原药产量分类走势



资料来源：国家统计局，东北证券

杀虫剂和除草剂仍是我国农药生产的主要品种，其中除草剂主要供应出口，为国外农药巨头做配套生产。通过和全球农药消费结构比较，我们可以发现我国杀菌剂市场还有很大发展空间。

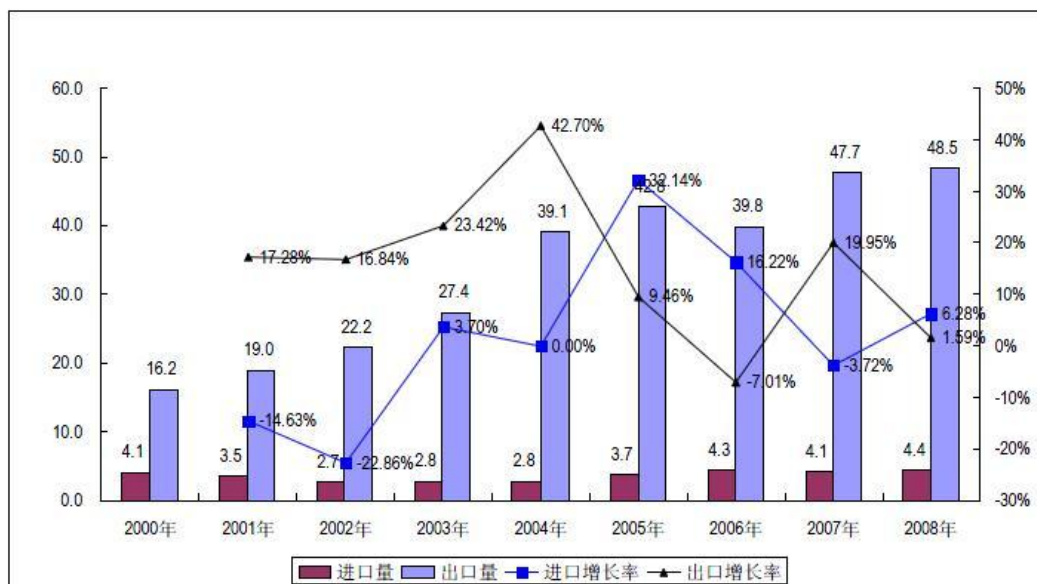
图 13 我国农药原药产量分类比较



资料来源：国家统计局，东北证券

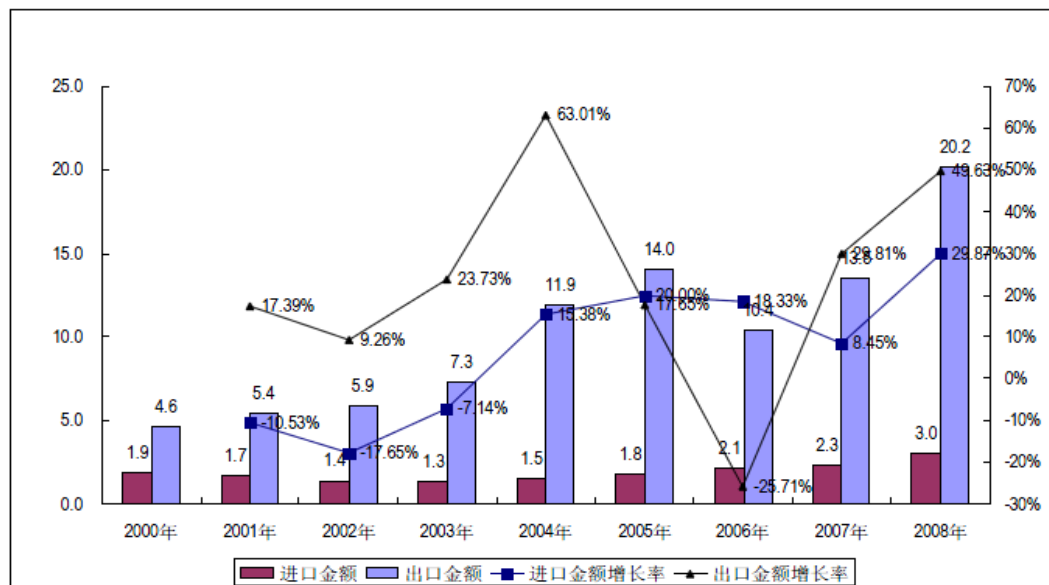
我国 80%的农药原药用于出口，出口量逐年上升，我国农药进口量则相对平稳，进出口顺差逐步扩大。

图 14 我国农药进出口量及增长率（万吨）



资料来源：海关总署，东北证券

图 15 我国农药进出口金额及增长率（亿元）



资料来源：海关总署，东北证券

目前我国农药发展趋势：

1) 杀菌剂中，甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂发展迅速，市场份额显著扩大，新品种源源入市；三唑类杀菌剂依然保持稳定增长，与甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂的复配产品彰显活力；含氮杂环与酰胺类等杀菌剂也在寻求突破。

2) 除草剂中，灭生性除草剂继续占据除草剂市场的主导地位，用于玉米和大豆等作物的阔叶杂草防除的除草剂市场份额增势明显；新磺酰脲和三唑并嘧啶磺酰胺类新品种仍源源不断地进入市场，磺酰氨基-羧基-三唑酮、脲嘧啶、三酮类和吡啶/嘧啶羧酸类新除草剂前景广阔。

3) 杀虫剂中，新烟碱类、菊酯类、杀虫抗生素和芳基吡唑等杂环类化合物担当生力军，鱼尼丁受体激活剂和季酮酸衍生物等新型化学杀虫剂或有爆发式增长。

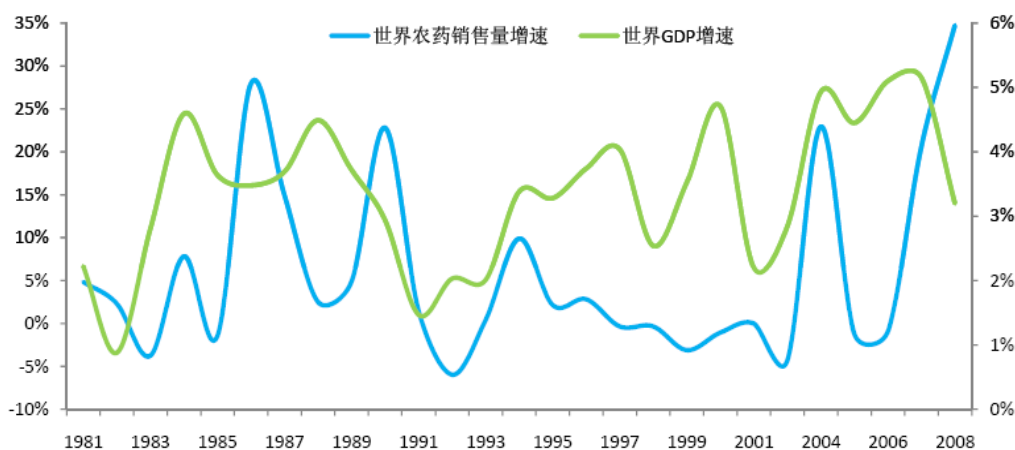
2.3 农药行业的特征

2.3.1 弱周期性

农药作为支农产品和农业生产资料，需求稳定发展，表现出较强的刚性需求，行业周期性较弱。即使是受到金融危机冲击的 2009 年，欧洲化工行业的农化子行业依旧是亮点，显示农药行业的抗风险能力。

从 1981 年到 2008 年世界农药销售和世界 GDP 的增速数据来看，全球农药行业增长稍滞后于 GDP 增长。

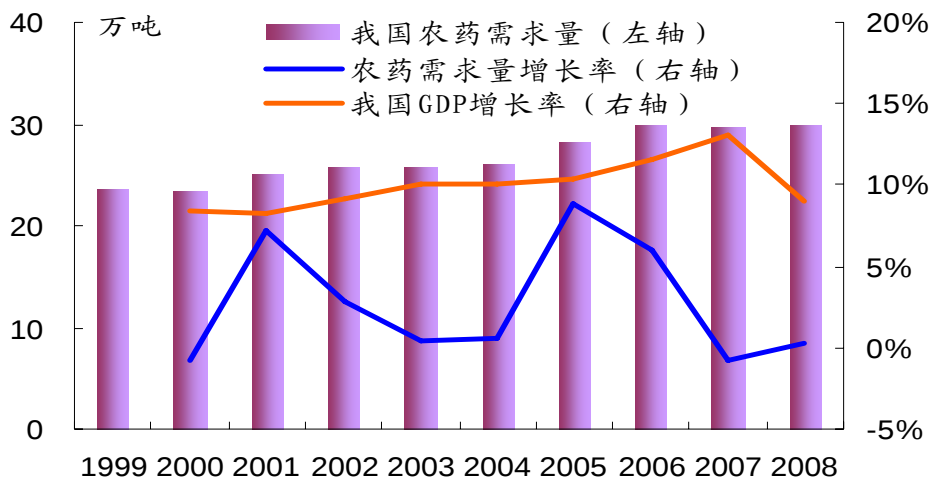
图 16 2008 年全球农药主要区域销售额



资料来源：Philips McDougall, IMF, 东北证券

从我国农药需求量和 GDP 增速来看，我国农药需求量较稳定，和 GDP 增长率相关性较弱。

图 17 我国农药需求量和 GDP 比较



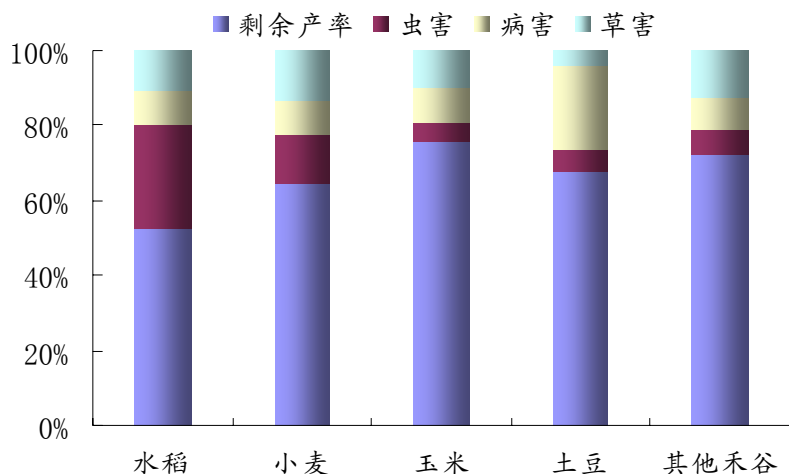
资料来源：国家统计局、东北证券

2.3.2 高投入产出比

在制约农业生产的自然条件日益突出的情况下，农药的使用可以提高单位面积产量。农药在农化生产总成本中比重较低，投入产出比高达 6-10 倍(即使用 1 元农药可使农业获益 6-10 元)。

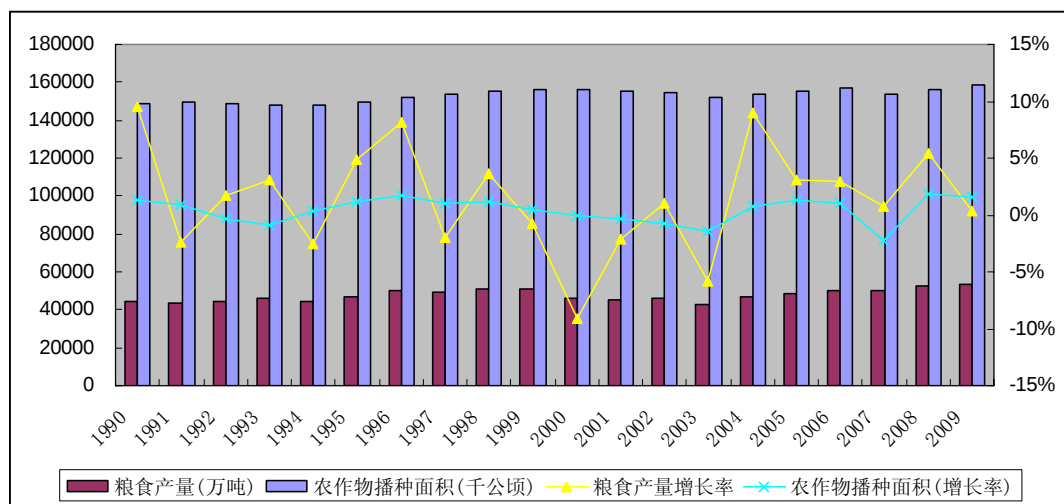
我国 70%的粮食增长来自种植面积的扩大，另有 30%来自于化肥和农药施用量的增加。由于目前我国的化肥施用量已经处于较高的水平，事实上更多的是依赖于农药施用量的增加。与发达国家相比，我国农药使用仍处于较低水平。我国单位耕地面积农药消费量约为美国的 24.7%，韩国的 14.3%，日本的 5.6%。

图 18 农作物因病、虫、草害造成损失比例



资料来源：东北证券

图 19 我国粮食产量与农作物播种面积



资料来源：Wind，东北证券

2.3.3 客户的高度分散性

由于家庭联产承包责任制的种植模式，我国种植单位规模小，农药用户数量大，单个农户是农药产品的需求主体，而我国地域辽阔，农业种植分布广泛，广大农户分散在全国近 2800 个农业县（市）和 40000 多个农业乡镇，决定了我国农药需求具有高度分散

性的特点。

2.3.4 区域性

我国地域辽阔，不同区域气候特点和经济发展水平也不同，农业种植结构存在明显区域性差异，农作物的集中分布导致农药需求的区域集中，华南是国内最大的热带水果基地，两广、海南、长三角及环渤海地区是国内主要的蔬菜基地，西北和华北是主要的棉花基地，江淮流域、珠江流域是国内主要水稻产区，华北、东北和部分西北地区则是小麦、玉米及谷物的主要产区，因此地区种植结构的不同导致了市场用药品种集中度不同。

2.3.5 季节性

受农作物种植季节性影响，对农药需求具有季节性，但不同区域对同一农药需求的时间分布不尽相同。一般而言，每年上半年是农药生产的高峰期，除海南、广东等省外，我国对农药尤其杀虫剂的使用主要集中在每年的3~9月，南方的旺季较北方长。

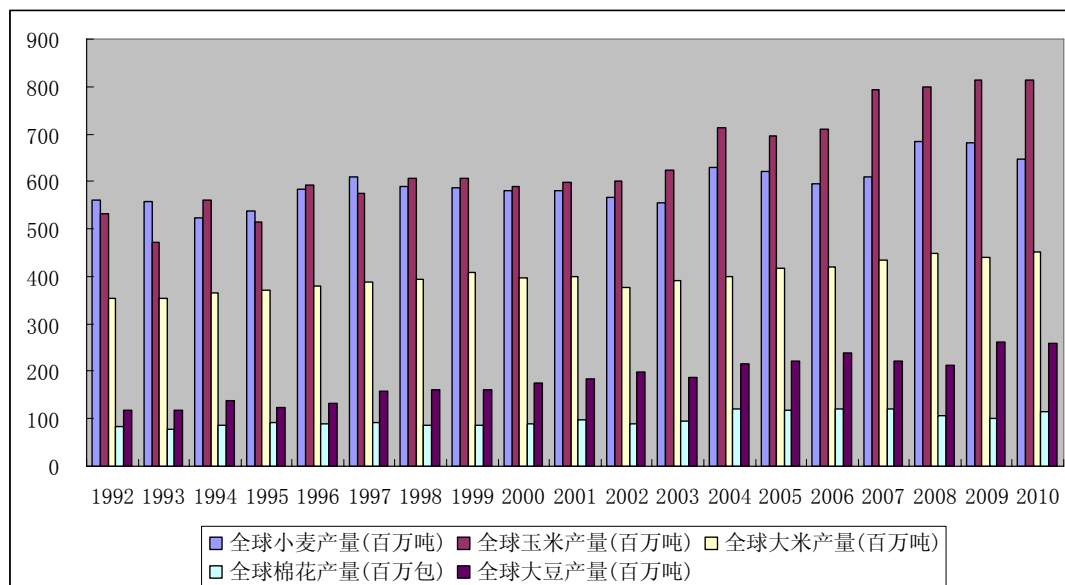
全球农药采购商往往于每年春耕前采购，以备用药高峰期销售，因此每年3~6月和10~12月份是农药行业的旺季。

2.4 农药行业的影响因素

2.4.1 人口

全球人口持续增长扩大粮食需求。2050年时，世界人口总数将从2007年的67亿增至超过90亿。与人口激增形成鲜明对比的是，世界耕地面积在不断减少。农药在全球粮食生产中发挥的作用将越来越重要。

图 20 全球主要农作物产量



资料来源：USDA，东北证券

2.4.2 气候与病虫害

一般情况下，干旱可能减少除草剂的需求，但可能使杀虫剂用量上升；雨量适中则会增加杀虫剂和杀菌剂的需求量。全球气候变暖将增加虫害的发生，同时也有利于杂草的生长，总体上使杀虫剂、除草剂的用量上升。

据全国农作物病虫害监测网预测，受干旱气候和病虫越冬基数大等多重因素影响，2011 年农作物重大病虫害发生几率将显著重于上年，各类病虫害发生面积预计将超过 60 亿亩次，防治任务和难度均超过常年。

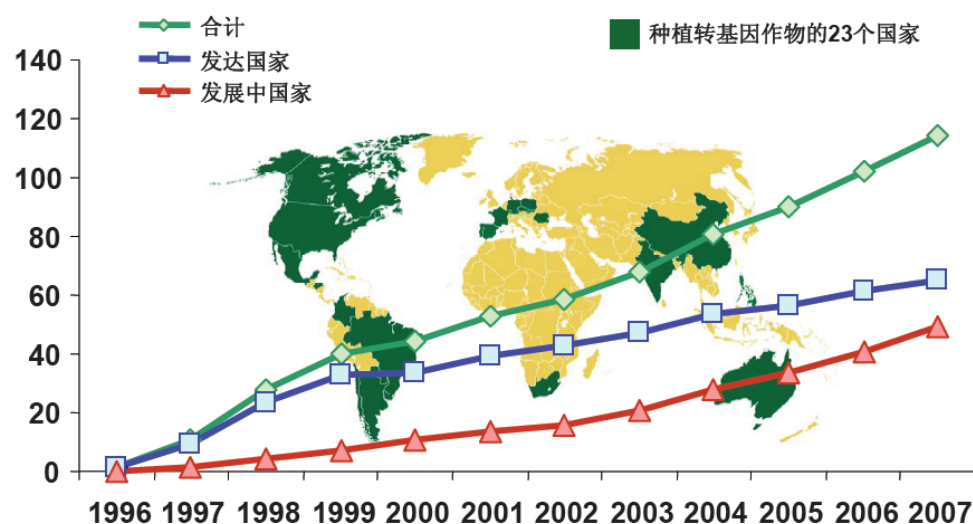
2.4.3 农产品的集约化生产

我国大型商品粮基地、棉花基地、蔬菜基地、林果基地、花卉园林基地、药材基地等各类农作物生产基地的建设将会出现一个新的发展高潮，新的专业植保经营机构将会使农药的使用量、使用方式以及经销模式出现新的变化，农药企业将迎来新一轮洗牌。

2.4.4 转基因作物的推广

国际农业生技产业应用服务中心（ISAAA）的年度报告《2010 年全球生物技术/转基因作物概况：商业化 15 周年》中显示：1996-2010 年转基因作物累计种植面积超过 10 亿公顷，增长了 87 倍。2010 年全球转基因作物之中面积增加 1400 万公顷，达到 1.48 亿公顷。2010 年种植转基因作物的国家数量从 2009 年的 25 个增加到 29 个（19 个发展中国家，10 个发达国家），全世界 40 亿人口居住在这些转基因作物种植国。发展中国家 2010 年种植的转基因作物占全世界的 48%，种植面积增长率为 17%，预计到 2015 年将超过发达国家。转基因作物种植面积最大的 5 个发展中国家为中国、印度、巴西、阿根廷和南非。

图 21 1996 年至 2007 年全球转基因作物种植面积(百万公顷)



资料来源：ISAAA，东北证券

预计到 2015 年转基因作物的种植面积将达 2 亿公顷，而转基因作物的增加将增加相对应的农药需求。比如 1995 年出现了最早的抗除草剂转基因植物—抗溴苯腈棉花，它能使用溴苯腈迅速降解为无毒的苯甲酸衍生物；随后，2000 年出现了抗溴苯腈油菜。抗溴苯

睛农作物的商品化和推广将大幅推涨溴苯腈类农药的需求。

表5 目前已商品化和正在商品化的抗溴苯腈转基因作物情况

转基因作物	商品名称	农药或种子公司	商品化地区	商品化时间
油菜(<i>Brassica napus</i>)	BXN油菜	拜耳公司	欧洲	1995
棉花(<i>Gossypium hirsutum</i>)	BXN棉花	拜耳公司	美国	1997
烟草(<i>Nicotiana tabacum</i>)	BXN烟草	拜耳公司	欧洲	1997
白车轴草(<i>Trifolium repens</i>)		CSIRO与新瓦列斯农业公司	澳大利亚	2001

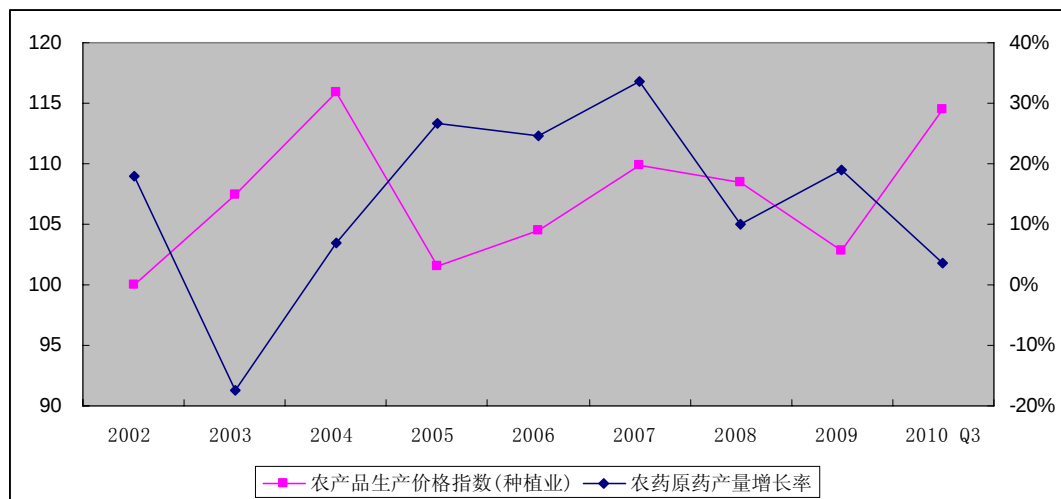
资料来源：东北证券

2.4.5 农产品价格

农产品价格的波动会导致农产品种植面积的变化和农业生产者对该产品投入的变化，也会导致对相应农药需求的变化。农药原药产量一般滞后于农产品价格指数，农产品牛市将大幅增加农民生产积极性，从而增加农药的需求，对农药产品价格上涨的容忍度也会得到提高。

据世界银行最新统计，从2010年10月到2011年1月，国际粮价大幅上涨15%，与一年前相比飙升29%，已逼近2008年“粮食危机”时创下的历史最高水平。

图 22 我国农产品价格指数(种植业)与农药原药产量增长率关系



资料来源：ISAAA，东北证券

2.4.6 政策

农药产业政策、惠农政策、农药出口退税等政策是促进我国农药行业良性发展的保证，在国家政策的不断扶植下，我国农药行业发展的基本态势长期向好。

表6 我国颁布的农药行业相关的法律法规及政策

序号	法律法规及政策	发布年度	主要内容
1	《农药管理条例》	1997	加强对农药生产、经营和使用的监督管理，保证农药质量，保护农业、林业生产和生态环境，维护人畜安全。
2	《农药管理条例实施办法》	1999	加强对农药登记、经营、使用的监督管理，促进农药工业技术进步，保证农业生产的稳定发展，保护生态环境，保障人畜安全。
3	《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》	2000	重点鼓励高效、低毒、安全新品种农药的开发和生产。
4	《农药生产管理办法》	2004	规范农药生产企业核准、农药产品生产审批，加强农药生产管理，促进农药行业健康发展。
5	国家农药工业“十一五”发展规划	2005	进行产业结构调整、加大科研投入和控制环境污染。
6	产业结构调整指导目录（2005年本）	2005	鼓励类：高效、低毒、安全新品种农药及中间体开发生产；限制类：高毒农药原药生产项目；淘汰类：农药包括多氯联苯、氟乙酰胺、氟乙酸钠、二溴氯丙烷等。
7	国家“十一五”科学技术发展规划	2006	农业领域中的重大项目之一：开发高效低毒、低残留农药品种与重要中间体共性关键技术。
8	《国家中长期科学和技术发展规划纲要》	2006	开发并生产出新型、高效、安全、环保的农药和兽药是今后20年的一个重要发展方向。
9	新的登记管理规定	2007	制剂产品平均登记费用由10万元上涨到大约60万元,原药产品的登记费用上涨至200-300万元，提高农药登记门槛。申请设立农药原药企业和制剂企业的最低注册资本分别增至5000万元和3000万元。
10	《关于进一步加强农药行业管理工作的通知》	2008	决定进一步提高新核准农药企业门槛，严格核准考核，加强农药企业日常管理
11	《石化产业调整振兴计划》	2009	调整农药生产结构，优化资源配置，降低成本，增加供给。鼓励发展高效、低毒、环境友好型的农药品种。
12	《农药产业政策》	2010	加快农药工业产业结构调整步伐，增强农药对农业生产和粮食安全的保障能力，引导农药工业持续健康发展
13	农药行业“十二五规划”	2011	农药行业要通过兼并、重组等方式组建大型农药企业集团和培育具有国际竞争力的企业

资料来源：东北证券

2010年颁布的《农药产业政策》重点指出：

- 1) 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。
- 2) 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。
- 3) 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。

制和装备大型化，2020 年达到 90% 以上。

- 4) 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。
- 5) 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%。
- 6) 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。

我们可以看到，“十二五”期间农药行业整合势在必行，农药公司将向集约化、规模化方向发展。农药产业调整将淘汰很多没有环保措施或生产技术落后的中小企业，加快农药行业兼并重组，提高农药行业集中度。此外，国家对节能减排力度的加大和环保要求的提高也将加快农药行业整合的速度。上市公司中的农药龙头企业有望迎来行业整合的契机，也将是农药行业规范化的直接受益者。

2.4.7 其它

油价的持续走高会激发各国政府发展生物燃料的动力，全球对于生物能源的需求将持续上升，从而增加对农药的需求；但是油价的上升也会带动农药化工原料价格的上升，从而提高农药企业的生产成本。

以水果、蔬菜、茶叶等高附加值经济类作物种植面积的增加及复种指数提高也会增加相应农药的需求。

三、公司产品

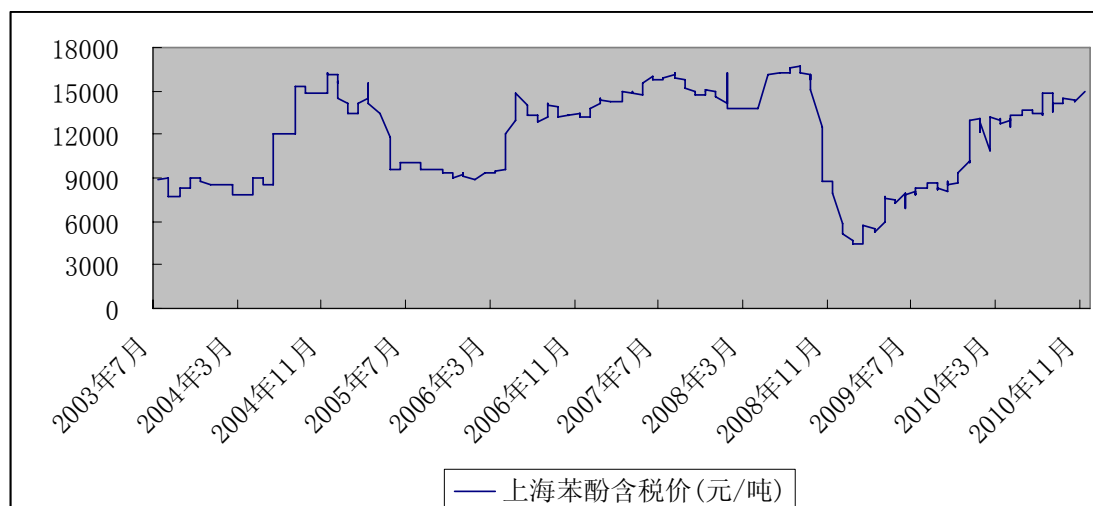
3.1 重要原料

苯酚是咪鲜胺原药的关键中间体三氯苯酚的初始原料，也是辛酰溴苯腈原药的关键中间体对羟基苯甲腈的初始原料。国内苯酚的价格波动较大，公司的大部分产品销售采取成本加成定价模式，能够有效地将成本上升的压力传导至下游客户，维持主要产品的毛利率。

2007 年，我国苯酚的产量达到 50.6 万吨，主要生产厂家有高桥石化公司、燕山石化公司、吉林石化公司、蓝星新材料哈尔滨公司、香港建滔公司。在未来几年内，我国将有多套苯酚装置建成投产，苯酚产能将至少增加 70 万吨。因此，苯酚市场的供应将会更加充足，公司的原料来源也会得到进一步的保证。

公司的技术研发包括咪酰胺和辛酰溴苯腈工艺的持续改进上，从而不断降低产品的成本。预计公司将来会考虑从苯酚原料做起，这样可以进一步降低咪鲜胺和辛酰溴苯腈的单吨成本。

图 23 上海地区苯酚含税价走势



资料来源：中国物流信息中心，东北证券

3.2 咪鲜胺

咪鲜胺为咪唑类广谱杀菌剂，商品名称为扑霉灵、施保克，是我国继多菌灵后登记最广泛和最全面的杀菌剂，对谷类、水稻等大田作物以及水果、蔬菜、草皮、观赏植物上的多种病害同时具有治疗和铲除作用，具有高效低毒、环境相容性好、投入成本低等优点。

咪鲜胺是原德国先灵农业化学公司开发的咪唑类广谱杀菌剂。公司在咪鲜胺产品上共有 5 项专利，并有 6 项专利处于审查中。公司通过多项技改，使咪鲜胺质量达到巴斯夫公司特殊标准的要求。除巴斯夫公司、拜耳公司是公司的稳定客户，公司又不断地开拓包括 TGD 公司、Irvita 公司、马克西姆等国际知名农药公司，充分挖掘咪鲜胺原药产品的国际需求。研究机构预测，2015 年国外需求量将达到 6000 吨/年，国内需求量将达 8000 吨/年，合计 14000 吨/年。

在公司的直接推动下，国内外共有 11 家企业在我国登记 15 个咪鲜胺及其锰盐原药产品，并有 134 条各种剂型的登记记录。由于其使用成本及效果上的优势，咪鲜胺可以作为部分三唑类、苯并咪唑类杀菌剂的替代产品，有力缓解我国长期使用三唑类、苯并咪唑类杀菌剂所带来的抗性、残留、药害等用药矛盾，成为可广泛推广应用的大吨位杀菌剂，并已成为农业部农技推广中心联合推广产品和水稻稻瘟病政府采购品种之一。

表 7 我国咪鲜胺产能分布

公司名称	产能（吨）	2008 年度产量（吨）
江苏辉丰农化股份有限公司	3800	1400
南京红太阳股份有限公司	1000	800
浙江乐斯化学有限公司	1000	720
浙江省杭州庆丰农化有限公司	600	350
江苏南通江山农药化工股份有限公司	300	200

江苏常隆化工有限公司	300	180
陕西秦丰农化有限公司	300	200
浙江省绍兴市东湖生化有限公司	200	150

资料来源：公司公告，东北证券

3.3 辛酰溴苯腈

辛酰溴苯腈为选择性触杀型除草剂，能快速杀死多种阔叶杂草，具有除草谱广、药效高、安全、易生物降解且降解后不产生有毒残留物等特性，并且环境相容性好。在世界销售额名列前 50 位的 21 个除草剂品种中，非选择性除草剂的销售额即占 6 个，辛酰溴苯腈是其中之一。据测算，溴苯腈目前世界年销量在 10~15 万吨，国内市场用年销售量估计会达到 5000~10000 吨，美国、澳大利亚和南非市场的需求最大。

公司为最早实现辛酰溴苯腈工业化的企业，目前国内只有公司和浙江禾本农药化学有限公司形成了规模化生产能力。拜耳公司是目前全球最大的辛酰溴苯腈原药生产企业，其中位于法国的与纽发姆的合资公司具备年产 7000 吨辛酰溴苯腈原药产品的生产能力，拜耳的辛酰溴苯腈市场销售额一直保持在 1~1.5 亿美元。公司与拜耳公司相比，具有明显的成本及价格优势。ALBAUGH 公司、TGD 公司现在均为公司稳定的辛酰溴苯腈客户。在成功打入欧美成熟市场的同时，公司又陆续开拓出以巴基斯坦为代表的亚洲市场，该类市场具有较大的发展潜力。

表 8 我国溴苯腈产能分布

公司名称	产能（吨）	2008 年度产量（吨）
江苏辉丰农化股份有限公司	2000	1910
浙江禾本农药化学有限公司	1000	610
江苏长青农化股份有限公司	500	150
浙江东风化工有限公司	200	50

资料来源：公司公告，东北证券

3.4 氟环唑

氟环唑是由德国巴斯夫公司开发的三唑类杀菌剂。氟环唑与常规杀菌剂相比，具有以下三大优点：一是高效、广谱，弥补了多菌灵、甲基托布津、三唑酮等许多常规杀菌剂杀菌范围窄，对其作物靶标病害防效较差等不足，适应我国农业生产的实际需要。二是氟环唑用量低（稀释倍数很高），亩使用成本低，对环境污染的压力也大为减轻。三是氟环唑为低毒、安全杀菌剂，符合世界卫生组织药剂残留毒性标准。

2004 年以前，国际市场上一一直由巴斯夫公司独家生产。2007 年氟环唑国际市场销售额约为 3.45 亿美元，是杀菌剂种类排名第五、三唑类杀菌剂排名第二的品种。作为一种

高端产品，氟环唑几乎能防治所有真菌病害。随着该产品工艺及制剂专利陆续到期及亚洲杀菌剂市场增长，该产品在全球市场的市场需求将持续增加。

预计未来几年，氟环唑在国内市场的用量将呈稳步上升趋势，到 2013 年氟环唑的原药年市场需求量将达原药 650 吨/年，全球需求量有望达到 6000 吨/年。

表 9 我国氟环唑产能分布

公司名称	产能（吨）
江苏辉丰农化股份有限公司	200
利尔化学股份有限公司	150
江苏七洲绿色化工股份有限公司	150
江苏飞翔化工股份有限公司	150
沈阳科创化学品有限公司	100
江苏中旗化工有限公司	100
上海生农生化制品有限公司	50
江苏丰登农药有限公司	50

资料来源：公司公告，东北证券

3.5 其它原药产品

二氟苄醌

二氟苄醌是由德国巴斯夫公司开发的优秀杀菌剂产品，在欧洲果蔬杀菌领域有着广泛的运用。公司通过与巴斯夫公司签订合作协议，在未来 5 年内至少向公司采购 2,700 吨二氟苄醌产品，确保了公司对巴斯夫二氟苄醌产品出口的稳定性。

吡氟酰草胺

吡氟酰草胺是由 May&Baker Ltd.开发的酰胺类除草剂。除本公司外，国内共有 5 个厂家进行该产品的原药登记，由于该产品在国内尚处于市场推广阶段，尚无生产厂家进行制剂登记。

草甘膦

草甘膦是由孟山都公司于上世纪 70 年代开发出的非选择性高效、低毒、广谱除草剂。目前主要用于抗草甘膦转基因作物田间除草、非耕地除草、免耕作物种植。在所有农药销售中，草甘膦的市场销售额最大，表现突出，从技术和商业价值上看，世界上目前尚无替代草甘膦的新除草剂品种。

据统计，目前国内草甘膦生产能力为 60 万吨/年，占全球产能的 60%-70%，年实际产量在 30 万吨左右，其中 80%的产品出口至美国、阿根廷、欧盟等国家和地区。2007 年以来，草甘膦市场价格波动较大，从 2.5 万元/吨暴涨至接近 10 万元/吨，国内草甘膦企业扩张成风；2008 年 5 月以后，受孟山都公司重启草甘膦生产线及受金融危机的影响，国外进口需求大幅减少，价格又爆跌到 2~3 万元/吨。尽管国内需求以年均 15%的速度增长，国内草甘膦消费量仅有 5 万吨/年，国内该产品的对外依存度较大。

2008 年，公司吸收合并江苏颖泰后，建成年产 5000 吨草甘膦原药生产线，并于当年

实现产出 3347 吨。2008 年 11 月，公司及时根据市场需求，调整产品结构，将该生产线改造成为年产 200 吨氟环唑生产线。2009 年度开始，公司未生产和销售草甘膦产品。

3.6 农药制剂

公司核心产品为咪鲜胺、辛酰溴苯腈等原药的制剂产品，均为高效、低毒、低残留环保型农药。公司农药制剂加工产能的扩张包括 9 个制剂产品，4 个杀菌剂和 5 个除草剂。杀菌剂产品的登记作物有水稻、果树（苹果、柑橘、芒果、葡萄、香蕉）、小麦、油菜、烟草、蔬菜（黄瓜、大蒜、辣椒）等，防治对象为水稻恶苗病、水稻稻瘟病、苹果炭疽病、小麦白粉病、小麦赤霉病、柑橘炭疽病、柑橘青霉病、烟草赤星病、黄瓜炭疽病等。除草剂产品的登记作物有小麦、玉米、甘蔗等，防治对象为一年生阔叶杂草。

四、公司优势

4.1 研发，走差异化道路的基石

公司坚持走差异化高端产品路线，在国内率先开发咪酰胺和辛酰溴苯腈，之后又成功推广氟环唑、二氰蒽醌、吡氟酰草胺等产品。公司对核心产品的合成工艺及下游应用积极申请专利保护，目前已拥有 10 项发明专利，并有 22 项发明专利处于审查之中。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。公司每年均有一批科技含量高、附加值高的新产品问世，计划在未来两年登记 74 种新产品，真正形成了“生产一代、开发一代、储备一代、构思一代”的产品群体优势，有力地保证了公司的可持续发展。

公司经过多年的技术改进，主要产品质量均达到国际标准，并在成本上领先于全球农药巨头。公司目前技术储备丰富，公司将会根据下游市场情况适时推出新品种。

4.2 销售，高端产品国内推广的利器

现阶段各地农户知识水平和用药技术水平普遍较低，农户选购农药一般基于品牌经验与厂家的技术服务，对农药品牌及技术推广的依赖比较明显，因而农药制剂销售除产品本身外，更关注植保技术的推广运用及具体农药产品的使用指导与服务等。良好的药效与性价比、多品种供应能力、贴近终端的营销网络，提供植保技术及用药指导服务构成农药制剂企业的主要竞争要素。相对于劳动力成本和施药效果而言，农药价格对于农民来说是不敏感的。由于目前国内农药客户的高度分散性，农药经销商作为销售主导地位暂时无法撼动，但从国外的农药发展经验来看，我国农产品集约化生产的发展将带动直销模式的建立。

在国际市场上，公司拥有成熟的遍及欧洲、南北美洲、亚洲十几个国家和地区的销售网络，除了拜耳、巴斯夫、马克西姆、纽发姆等核心客户外，公司每年安排到美国、俄罗斯、澳大利亚、巴西、德国、乌克兰等国拜访重点客户，开发国际新客户，培育新的市场。

公司部分高端产品在国内尚处于推广阶段。公司国内市场制剂销售以上海迪拜为主

体进行运作。公司正不断加大国内市场开拓, 现有基层销售人员 300 多人, 初步构建了遍布国内主要农产区的销售网络, 经销商网络覆盖 30 多个省区, 包括台湾; 公司零售直销覆盖 7 个省区, 农民用药成本可下降 40-50%。公司将继续加强营销网络建设, 在现有经销网络的基础上, 建立经销与直销并重、全国范围内的经销与重点市场的直销相结合的销售模式, 通过在全国农药消费重点地级市新设 50 个分公司, 直接向 20000 家零售店提供产品及技术服务, 快速实现公司的低成本扩张和跨越式发展。

4.3 环保, 大丰环保阴霾逐渐散去

2010 年大丰环保事件的对象是江苏金羚纸业有限责任公司和江苏丰山集团有限公司海洋分公司, 公司受到牵连, 市场形象受损。

公司于 2007 年初通过世界 500 强的化工巨头德国巴斯夫公司欧洲标准的安全、环保、职业健康 (EHS) 体系认证, 公司至今未发生安全生产及环保事故, 并得到地方政府的大力支持。

五、盈利预测与投资评级

公司募投项目进展: 10000 吨的辛酰溴苯腈项目分三期建设, 每期大约 3300 吨, 目前第一期在建, 预计今年 10 月可以投产。1.3 万吨的制剂项目也分三期建设, 预计第一期 (5000 吨) 今年 5 月建成投产, 咪酰胺预计下半年开工, 氟环唑项目预计年底开工。一些新产品也将开始贡献利润, 如氟氟草酯、烯酰吗啉等。

预计公司 2011-2013 年每股收益为 1.62、2.22 和 3.06 元, 对应 2011 年 3 月 31 日收盘价 46.30 元的 PE 为 29、21 和 15 倍。预计 2011-2013 年公司的营业收入和净利润的复合增长率达到 34.46% 和 44.80%, 给予公司推荐评级, 目标价 60.00 元, 对应 2011-2013 年 PE 为 37、27 和 20 倍。

六、风险提示

- 1、公司募投项目建设低于预期;
- 2、公司化工原料大幅上涨;
- 3、公司下游销售渠道拓展受阻。

表 10 公司分结构收入预测

	2010	2011E	2012E	2013E
咪鲜胺				
单价 (万元/吨)	6.0	6.2	6.2	6.2
销量 (吨)	2600	3000	4000	4800
销售收入(万元)	156.0	186.0	248.0	297.6
销售成本(万元)	103.9	123.7	166.7	200.9
毛利率	33.4%	33.5%	32.8%	32.5%
辛酰溴苯腈				

单价(万元/吨)	5.75	5.70	5.70	5.60
销量(吨)	1650	2100	5500	8500
销售收入(万元)	94.9	119.7	313.5	476.0
销售成本(万元)	66.4	81.4	214.7	330.8
毛利率	30.0%	32.0%	31.5%	30.5%

二氯苄醌

单价(万元/吨)	14.50	14.50	14.50	14.50
销量(吨)	830	830	830	830
销售收入(万元)	120.4	120.4	120.4	120.4
销售成本(万元)	72.2	69.8	70.3	72.2
毛利率	40.0%	42.0%	41.6%	40.0%

氟环唑

单价(万元/吨)	40	40	40	40
销量(吨)	180	200	450	850
销售收入(万元)	72.0	80.0	180.0	340.0
销售成本(万元)	41.8	44.0	101.7	193.1
毛利率	42.0%	45.0%	43.5%	43.2%

吡氟酰草胺

单价(万元/吨)	24.5	25.0	25.0	25.0
销量(吨)	150	150	180	210
销售收入(万元)	36.8	37.5	45.0	52.5
销售成本(万元)	23.5	23.1	27.8	32.6
毛利率	36.0%	38.5%	38.2%	38.0%

农药制剂

平均单价(万元/吨)	4.2	4.1	4.1	4.0
销量(吨)	5000	7000	10000	12000
销售收入(万元)	210.0	287.0	410.0	480.0
销售成本(万元)	161.7	215.3	308.3	361.9
综合毛利率	23.0%	25.0%	24.8%	24.6%

资料来源：公司公告，东北证券

表 11 上市可比公司估值比较

公司简称	代码	股价	EPS(元)				市盈率			总市值
		2011/3/31	2010A/E	2011E	2012E	2010A/E	2011E	2012E	(亿元)	
升华拜克	600226	10.89	0.32	0.40	0.50	34	27	22	44.16	
扬农化工	600486	27.70	0.89	1.17	1.38	31	24	20	47.69	
新安股份	600596	13.46	0.30	0.68	0.85	44	20	16	91.42	
诺普信	002215	27.48	0.54	1.00	1.46	51	28	19	60.81	
长青股份	002391	31.11	0.70	0.91	1.15	44	34	27	49.24	
华星化工	002018	7.99	0.01	0.44	0.55	783	18	15	23.48	

联化科技	002250	35.26	0.87	1.22	1.65	41	29	21	86.52
蓝丰生化	002513	44.44	1.12	1.36	2.00	40	33	22	32.89
利尔化学	002258	17.04	0.44	0.59	0.80	39	29	21	34.50
平均								20	52.30
辉丰股份	002496	46.30	1.01	1.62	2.22	46	29	21	46.30

资料来源：公司公告，东北证券

合并资产负债表

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1433	1274	1465	1803
现金及等价物	1118	904	900	1050
应收款项	105	115	176	233
存货净额	181	213	327	431
其他流动资产	29	42	62	88
长期投资	3	3	3	3
固定资产	323	577	649	638
无形资产及其他资产	103	102	103	104
资产总计	1863	1957	2220	2548
流动负债	240	192	252	299
短期借款	3	1	1	1
应付款项	204	184	283	374
其它流动负债	32	7	(33)	(76)
长期负债	14	10	15	20
负债合计	254	202	267	319
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益	1607	1753	1952	2227

合并损益表

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	792	951	1457	1926
减：营业成本	552	647	995	1312
营业税费	1	1	2	2
销售费用	32	39	61	79
管理费用	94	112	175	212
财务费用	4	(30)	(27)	(29)
加：投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
其它	4	0	0	0
营业利润	106	181	252	351
加：营业外净收支	12	9	9	9
利润总额	118	190	261	360
减：所得税	17	29	39	54
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	101	162	221	306

重要财务指标

股本	100	100	100	100			2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	1173	1173	1173	1173	每股指标(元)	每股收益	1.01	1.62	2.21	3.06
盈余公积	33	49	72	102		每股经营现金流	1.18	0.68	1.10	1.91
未分配利润	301	430	607	852		每股红利	0.60	0.16	0.22	0.31
负债和股东权益合计	1863	1957	2220	2548		每股净资产	16.09	17.54	19.54	22.29
现金流量表					盈利能力(%)	ROIC	22.11	8.44	13.09	20.89
						ROE	6.27	9.22	11.34	13.73
单位: 百万元						毛利率	30.40	31.91	31.74	31.92
	2010	2011E	2012E	2013E		EBITDA Margin	17.57	20.00	18.61	19.24
净利润	101	162	221	306		收入同比增长	14.92	19.95	53.26	32.23
折旧摊销	37	39	47	49	成长能力(%)	净利润同比增长	(13.46)	60.60	36.94	38.13
财务费用	6	(30)	(27)	(29)		资产负债率	13.63	10.34	12.00	12.51
投资收益	0	0	0	0	偿债能力(%)	流动比率	5.98	6.62	5.83	6.03
营运资本变动	(36)	(102)	(131)	(135)		速动比率	5.23	5.51	4.53	4.59
其它	4	0	0	0		总资产周转率	0.61	0.50	0.70	0.81
经营活动现金流	118	68	110	191	营运能力	应收帐款周转率	12.21	9.51	11.04	10.39
资本开支	0	(288)	(112)	(32)		存货周转率	4.18	4.83	5.40	5.08
其它投资现金流	0	0	0	0	估值指标(倍)	P/E	45.97	28.63	20.90	15.13
投资活动现金流	(126)	(288)	(112)	(32)		P/B	2.88	2.64	2.37	2.08
权益性融资	25	0	0	0		EV/EBITDA	33.28	23.11	14.84	10.71
负债净变化	(107)	(2)	0	0						
支付股利、利息	(64)	14	5	(1)						
其它融资现金流	1117	0	0	0						
融资活动现金流	1028	12	5	(1)						
净现金流	1020	(207)	3	157						

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益±5%之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。本报告版权归我公司所有。