

评级：强烈推荐（维持）
农用化工
公司半年报点评
证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 张伟保 S1080110100004

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

蓝丰生化(002513)

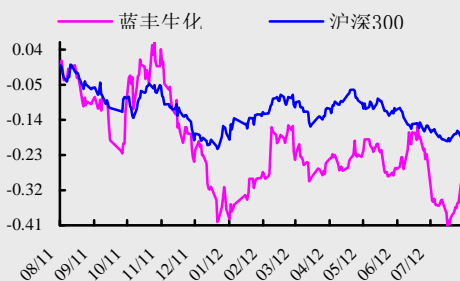
——募投项目将保障公司未来发展

交易数据

上一日交易日股价（元）	11.76
总市值（百万元）	2,506
流通股本（百万股）	55
流通股比率（%）	25.68

资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	1,154
每股净资产（元）	5.41
市净率（倍）	2.17
资产负债率（%）	37.57

公司与沪深300指数比较

相关报告

事件：公司发布半年报，半年报中显示公司上半年，公司实现销售收入 627,309,352.19 元，较去年同期增长 6.17%，实现净利润 38,610,410.7 元，较去年同期下降 29.43%；按照最新股本计算，上半年公司实现 EPS0.18 元，同时公司公布 2012 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度 -5%至-35%。

点评：

报告期内公司杀虫剂及杀菌剂产品市场竞争激烈，导致产品毛利率下滑。公司实现销售收入 627,309,352.19 元，较去年同期增长 6.17%，实现净利润 38,610,410.7 元，较去年同期下降 29.43%，其主要原因是公司主因产品多菌灵在上半年有较多新增产能投放，市场竞争加剧导致公司杀菌剂产品毛利率下滑 2.92 个百分点；同时公司杀虫剂产品上半年有新增产能投放，尽管杀虫剂收入增长 232.05%，但由于产能未能完全释放，且行业竞争加剧，导致杀虫剂毛利率大幅下滑 10.39 个百分点。公司两大主营产品毛利率下滑导致公司上半年业绩同比出现 29.43% 的下降，超出我们之前的预期。

公司募投项目敌草隆和乙酰甲胺磷顺利投产，已进入收获期。公司募投的 4000 吨敌草隆项目以及 8000 吨乙酰甲胺磷已分别于今年 6 月份和 4 月份投产，相继进入收获期。其中敌草隆是国外只有杜邦和阿甘公司生产，国内也仅有三四家企业生产的当今全球销售额前五的农药品种之一，目前敌草隆受需求拉动影响，价格已有去年三月份的 3.5 万元/吨上涨到目前的 4.6 万元左右，未来盈利前景乐观，按照公司下半年实现 1500 吨的生产销售目标，粗略估算将为公司带来净利润 1000 万元左右，成为下半年重要的利润增长点。

40 万吨硫磺制酸及余热发电项目将成为公司下半年利润增长点。公司上市时使用超募资金建设的 40 万吨硫磺制酸及余热利用项目目前已经建成投产。硫磺制酸项目配套建设余热回收系统副产蒸汽，用以满足公司生产、生活蒸汽的用量，利用余热发电，节能利废，降低生产成本，生产出来的硫酸盈利能力大幅提升，按照下半年销售硫酸 20 万吨，每吨净利润 50 元计算，该项目将为公司带来 1000 万元的受益，成为公司新的利润增长点。

维持“强烈推荐”评级。考虑到公司主营产品市场竞争加剧，公司产品毛利率下滑，下半年较难恢复到我们之前的预期，我们下调公司 2012-2014 年的盈利预测至 0.42 元、0.61 元和 0.89 元，公司目前股价为 10.69 元，对应 PE 分别为 25 倍、17 倍和 12 倍。随着公司募



投项目的相继投产，公司将进入高速增长期，我们看好公司的未来发展，继续维持“强烈推荐”评级。

风险提示：募投项目进展低于预期、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。

表 1：蓝丰生化主要财务指标预测

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	91,411	114,327	126,812	171,042	226,557
同比 (%)	45.7%	25.1%	10.9%	34.9%	32.5%
营业毛利	20,233	24,423	26,278	34,532	45,693
同比 (%)	22.6%	20.7%	7.6%	31.4%	32.3%
归属母公司净利润	7,682	8,346	8,919	13,007	19,004
同比 (%)	-22.3%	8.6%	6.9%	45.8%	46.1%
总股本 (万股)	21,312.0	21,312.0	21,312.0	21,312.0	21,312.0
每股收益 (元)	0.36	0.39	0.42	0.61	0.89
ROE	7.3%	7.5%	7.6%	10.0%	12.7%
P/E (倍)	29.7	27.3	25.5	17.5	12.0

数据来源：公司公告、第一创业研究所



公司盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	779.0	662.2	863.8	1,143.2	一、营业收入	1,143.3	1,268.1	1,710.4	2,265.6
货币资金	367.3	272.5	350.3	474.8	减: 营业成本	899.0	1,005.3	1,365.1	1,808.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.1	0.1	0.1	0.2
应收款项	213.7	175.5	228.6	295.6	销售费用	55.3	52.3	76.1	100.8
预付款项	67.9	53.2	69.7	90.8	管理费用	64.9	84.0	98.7	114.8
存货	121.4	151.3	205.5	272.2	财务费用	20.1	22.4	15.1	14.7
其他流动资产	8.7	9.7	9.7	9.7	资产减值损失	4.9	-0.7	1.3	1.7
非流动资产	972.7	1,194.6	1,138.5	1,082.4	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	5.0	4.8	4.8	4.8	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	438.4	652.5	583.0	513.5	二、营业利润	98.9	104.6	154.0	224.8
在建工程	489.6	487.2	502.7	518.3	加: 营业外收入	11.3	1.3	1.4	1.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	12.7	1.6	2.3	2.6
无形及递延性资产	35.8	45.3	43.1	41.0	三、利润总额	97.6	104.2	153.0	223.6
其它非流动资产	3.9	4.8	4.8	4.8	减: 所得税费用	14.1	15.0	23.0	33.5
资产总计	1,751.8	1,856.8	2,002.3	2,225.6	四、净利润	83.5	89.2	130.1	190.0
流动负债	525.1	615.5	630.9	664.2	归属母公司净利润	83.5	89.2	130.1	190.0
短期借款	344.8	461.5	461.5	461.5	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	147.3	139.4	183.1	237.2	五、总股本(百万股)	213.1	213.1	213.1	213.1
预收帐款	25.1	15.9	19.3	24.8	EPS (元)	0.39	0.42	0.61	0.89
其它流动负债	7.8	-1.3	-33.0	-59.4					
非流动负债	87.0	37.0	37.0	37.0	主要财务比率				
长期借款	82.0	32.0	32.0	32.0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	5.0	5.0	5.0	5.0	营业收入	25.1%	10.9%	34.9%	32.5%
负债合计	612.1	652.5	667.9	701.2	营业毛利	20.7%	7.6%	31.4%	32.3%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	18.1%	1.9%	34.9%	41.5%
股本	133.2	213.1	213.1	213.1	母公司净利	8.6%	6.9%	45.8%	46.1%
资本公积与其它	702.7	624.7	624.7	624.7	获利能力				
留存收益	275.5	338.1	468.1	658.2	毛利率	21.4%	20.7%	20.2%	20.2%
股东权益合计	1,111.4	1,175.9	1,306.0	1,496.0	主业盈利/收入	10.8%	10.0%	10.0%	10.6%
负债和股东权益	1,751.8	1,856.8	2,002.3	2,225.6	ROS	7.3%	7.0%	7.6%	8.4%
					ROE	7.5%	7.6%	10.0%	12.7%
					ROIC	5.4%	5.3%	7.2%	9.6%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	34.9%	35.1%	33.4%	31.5%
经营活动现金流	19.6	164.0	108.4	154.8	利息保障倍数	4.2	4.0	8.6	12.9
净利润	83.5	89.2	130.1	190.0	速动比率	1.24	0.81	1.03	1.30
折旧摊销	53.9	64.0	73.0	73.3	经营净现金/当期债务	0.06	0.36	0.23	0.34
财务费用	30.4	22.4	15.1	14.7	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.65	0.68	0.85	1.02
营运资金变动	-149.0	-12.0	-108.5	-122.3	应收款天数	67.29	49.82	48.12	46.97
其它变动	0.8	0.3	-1.2	-0.9	存货天数	48.62	54.19	54.19	54.19
投资活动现金流	-503.0	-276.6	-15.6	-15.6	每股指标 (元)				
资本支出	-513.0	-276.6	-15.6	-15.6	主业盈利/股本	0.58	0.59	0.80	1.13
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.09	0.77	0.51	0.73
其它变动	10.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	5.21	5.52	6.13	7.02
筹资活动现金流	9.0	18.9	-15.1	-14.7	估值比率				
债务融资	56.5	66.7	0.0	0.0	P/E	27.30	25.54	17.52	11.99
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	2.05	1.94	1.74	1.52
其它变动	-47.5	-47.8	-15.1	-14.7	P/S	1.99	1.80	1.33	1.01
汇率变动影响	-6.8	-0.3	0.0	0.0	EV/EBITDA	8.42	13.18	10.00	7.35
现金净增加额	-481.1	-94.1	77.8	124.5					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135