

2013年12月26日

高观朋  
C0061@capital.com.tw  
目标价(元)

21.80

# 红太阳(000525.SZ)

Buy 买入 (首次)

## 吡啶反倾销将进一步巩固公司吡啶产业龙头地位

吡啶反倾销落下帷幕，此举将提振国内吡啶市场价格，由于公司吡啶碱产能全球最大，外销吡啶将受益于价格上涨。同时，1745号文限制了百草枯新增产能，供需紧平衡下百草枯价格上涨迅速，公司百草枯产能国内也是最大，价格上涨同样使公司受益。公司为首次评级，鉴于公司具备吡啶-百草枯产业链一体化优势，吡啶和百草枯价格上涨将使公司双重受益，我们给予公司“买入”的投资建议。

### 结论与建议：

- **反倾销将推涨纯吡啶价格：**商务部决定自2013年11月21日起，对原产于印度和日本的进口吡啶征收反倾销税，实施期限为5年。自2012年9月开始准备反倾销至今，国内纯吡啶市场价格已经上涨超过20%。此次反倾销裁定后，由于下游需求稳定增长以及未来新增产能有限，国内纯吡啶市场价格有望进一步上涨。
- **公司具备吡啶产业一体化优势：**公司具有吡啶碱完整、配套的产业链，目前拥有产能吡啶碱6.2万吨/年、百草枯2万吨/年、毒死蜱1万吨/年、三氯吡啶醇钠1万吨/年等。公司所产吡啶大部分内供下游百草枯生产。
- **百草枯供需结构失衡，未来价格有望进一步上涨：**农业部1745号文规定2012年4月起停止批准新增百草枯母药和水剂产品的登记和生产许可。由于此政策限制了新增产能，在需求稳定增长和短期暂无其他除草剂产品替代的情况下，国内百草枯42%母药的价格一路上涨，已经从2012年5月的1.4万元/吨涨到了目前的3万元/吨左右，涨幅高达114%。由于吡啶反倾销将推高百草枯生产成本，在寡头垄断的格局下企业向下游转嫁成本较为顺畅，因此，百草枯价格未来有望进一步上涨。
- **百草枯涨价对公司业绩影响弹性大：**公司百草枯产能折百约2万吨/年，据此推算，百草枯42%母液价格每上涨1000元/吨，将为公司贡献EPS约0.09元，弹性较大。据推算，公司三季度百草枯价格在1.8万元/吨左右，而目前市场价在3万元/吨，尚且有很大的提价空间。
- **盈利预测：**鉴于公司具备吡啶-百草枯产业链一体化优势，吡啶和百草枯价格上涨将使得公司双重受益，我们预计2013/2014公司的净利润分别为4.1亿元，5.5亿元，yoy +41%，+34%；EPS分别为0.81元，1.09元，目前股价对应的PE分别为18.1倍和13.5倍。由于近期公司股价跌幅较大，市场对其价值有所低估，我们给予公司“买入”的投资评级。

### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2013/12/25)	15.20
深证成指(2013/12/25)	8096.37
股价 12 个月高/低	19.07/11.39
总发行股数(百万)	507.25
A 股数(百万)	279.98
A 市值(亿元)	74.41
主要股东	南京第一农药集团有限公司 (44.75%)
每股净值(元)	6.44
股价/账面净值	2.28
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-7.0 -12.3 34.2

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

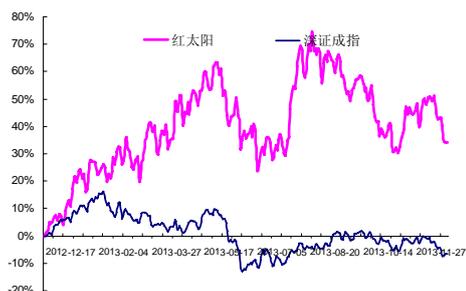
### 产品组合

化肥	60.4%
农药	38.5%
农资大市场	0.8%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.8%
----	-------

### 股价相对大盘走势



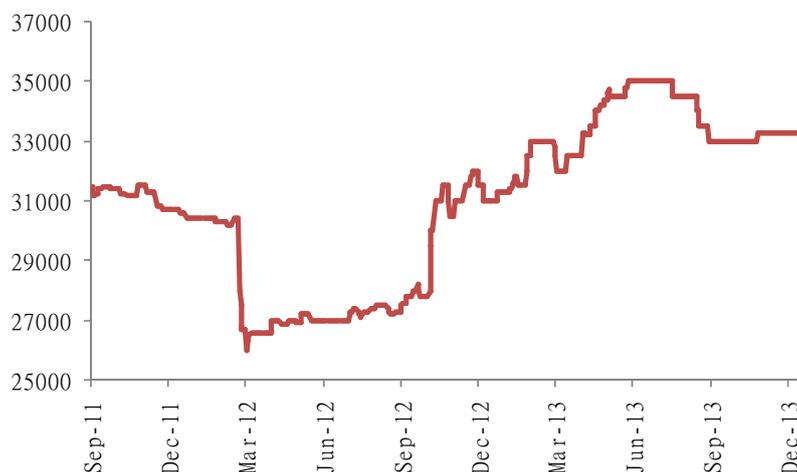
..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	-12	69	290	411	552
同比增减	%	-421.55%	-690.21%	322.59%	41.44%	34.41%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	-0.02	0.14	0.57	0.81	1.09
同比增减	%	-421.55%	-690.21%	322.59%	41.44%	34.41%
市盈率 (P/E)	X	-639.3	108.3	25.6	18.1	13.5
股利 (DPS)	RMB 元	0	0.02	0.03	0.05	0.1
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.14%	0.20%	0.34%	0.68%

### 反倾销导致纯吡啶价格上涨

自 2012 年 9 月份以来国内纯吡啶市场价格重心不断提高。截止 2013 年 12 月 20 日，纯吡啶市场主流报价为 33250 元/吨，比 2012 年 7 月底的 27400 元/吨上涨超过 20%。

图 1：纯吡啶国内市场价格（元/吨）



资料来源：中华商务网，群益证券整理

吡啶是含有一个氮原子的六元杂环化合物，是目前杂环化合物中开发应用范围最广的品种之一。作为一种重要的精细化工原料，吡啶是含吡啶环类农药和医药中间体的基础原料，也是日用化工、饲料、食品添加剂、子午轮胎工业的重要原料，在医药和工业领域中还可以作为特殊溶剂。

由于吡啶的研发成本高、周期长、生产工艺复杂，进入技术门槛极高。在 2006 年之前，吡啶生产专利技术一直掌握在凡特鲁斯、吉友联等少数国外企业手中，并且垄断了半个多世纪。从上世纪 80 年代开始，我国开始攻关吡啶合成法技术，但历经多个“五年计划”均未成功。1998 年，美国瑞利（即后来的凡特鲁斯）在南通投建了年产 1.2 万吨吡啶装置并于 2001 年试车成功，国内首次实现吡啶的规模化生产。

红太阳经过 10 年自主研发，于 2005 年投资建设年产 1.2 万吨吡啶碱大型化生产装置，经过技术攻关到 2006 年试车成功并实现规模化生产，一举打破了国际企业长达半个多世纪的垄断。后来，红太阳又投建了 2 套年产 2.5 万吨吡啶碱

生产装置。与此同时，山东绿霸于 2009 年也通过自主技术实现了吡啶的规模化生产。在此背景下，国内吡啶产量快速增加，由 2008 年的 2.29 万吨到 2011 年的 5.05 万吨左右，四年时间增长了一倍多。纯吡啶价格也因此从最高时的 6 万元/吨左右下跌到 3 万元/吨。

由于吡啶实现国产化、产量快速增长的同时价格同步下跌，吡啶的下游产业得到了快速的发展，其主要下游百草枯迅速壮大，从年产不到 10000 吨迅速发展到目前的超过 60000 吨。下游产业的发展反过来又带动了吡啶需求快速增长，从数字上看，我国吡啶表观消费量从 2008 年的 3.9 万吨增长到 2011 年的 6.44 万吨，四年时间增长了 65%。

正是由于百草枯产能的快速扩张，中国成为了世界吡啶最主要的消费国，中国也成为了世界其他国家最主要的出口目的地，截止 2011 年我国依然有四分之一的吡啶来自进口。

表 1：我国吡啶表观消费量（万吨）

年份	产量	进口量	出口量	表观消费量
2008	2.29	2.03	0.42	3.9
2009	2.78	1.94	0.26	4.46
2010	4.28	2.14	0.2	6.23
2011	5.05	1.71	0.33	6.44

资料来源：商务部反倾销档，群益证券整理

表 2：我国吡啶进口来源统计（万吨）

年份	进口量	自印度	自日本	其他	印度日本合计占比
2008	2.03	0.85	0.16	1.02	49.75%
2009	1.91	0.83	0.26	0.82	57.07%
2010	2.14	1.18	0.14	0.82	61.68%
2011	1.71	1.27	0.16	0.28	83.63%

资料来源：商务部反倾销档，群益证券整理

由于印度等国家吡啶产能较大但下游产业局限，导致供应严重过剩，因此大量出口中国。面对国内企业的竞争，他们采取低价倾销策略，导致国内吡啶产业受损。2012 年 8 月 2 日，公司全资子公司安徽国星、南京生化和国内其他两家企业作为主发起单位代表国内吡啶产业向国家商务部提交申请，请求对原产日本和印度的进口吡啶进行反倾销调查。2012 年 9 月 21 日国家商务部正式立案调查。2013 年 5 月 27 日，国家商务部作出初步裁定，认定日本和印度的进口吡啶存在倾销，并决定自 2013 年 5 月 28 日起，采用保证金形式对原产于印度和日本的进口吡啶产品实施临时反倾销措施，保证金比率为 24.6%-57.4%。2013 年 11 月 20 日，商务部做出最终裁定，决定自 2013 年 11 月 21 日起，对原产于印度和日本的进口吡啶征收反倾销税，保证金比率维持不变，实施期限为 5 年。

反倾销尘埃落定后，国内吡啶产业受到的进口冲击将减小，同时由于未来新增产能有限，行业将迎来有序发展。目前红太阳、印度吉友联、美国凡特鲁斯合计产能超过全球 50%。此外，虽然国内部分企业拥有吡啶生产线，不过大部分由于技术问题导致开车不稳定甚至未投产，因此实际产业集中度应会更高，整个行

业基本处于寡头竞争阶段，未来产能基本保持稳定有序增长。

在下游需求稳定增长以及未来几乎没有新增吡啶产能的情况下，反倾销措施将打破原来供求平衡的格局，因此国内纯吡啶市场价格有望继续上行。

表 3: 全球吡啶碱产能统计

企业	目前产能	2014-2015E
红太阳	6.2	
印度吉友联	4.2	
美国凡特鲁斯	3.7	
瑞士龙沙	2.4	
南通凡特鲁斯	2.2	
山东绿霸	1	
潍坊绿橄榄	1	
湖北沙隆达	1	有可能投产
唐山晨虹	1	
台湾长春石油	0.9	
日本广荣	0.8	
合计	23.4	
其中：国内	11.4	
其中：国外	12	

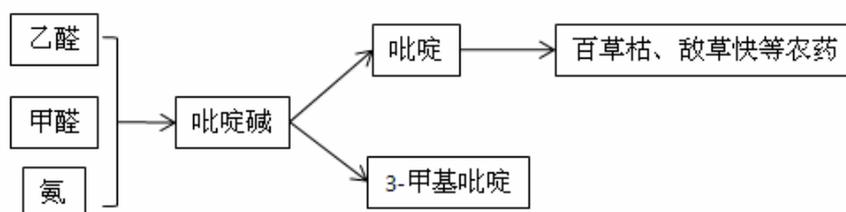
资料来源：公开资料，各公司网站，群益证券整理

### 公司吡啶碱产能全球最大、产业链完整，充分受益反倾销

公司目前拥有年产吡啶碱 6.2 万吨、百草枯 2 万吨、毒死蜱 1 万吨、三氯吡啶醇钠 1 万吨、敌草快 600 吨等的能力。

公司吡啶碱产能分年产 1.2 万吨、2.5 万吨、2.5 万吨共 3 套装置，联产 2:1 的吡啶:3-甲基吡啶。公司目前开启 2 套 2.5 万吨吡啶生产装置。生产 1 吨百草枯需要吡啶约 0.8~1 吨，据此推算，公司百草枯生产对纯吡啶的需求在 2 万吨左右。在反倾销的背景下，吡啶自给使得公司下游产品具有明显的成本优势，尤其是主要产品百草枯。

图 2: 公司吡啶产业链示意图



资料来源：公司公告，群益证券整理

吡啶碱，俗称杂环类三药及三药中间体的“晶片”，可广泛用于农药、医药、食用、饲料用添加剂、日用化工、轮胎工业等领域。

3-甲基吡啶作为重要的三药中间体，是生产吡啶的副产品，主要用于生产烟酰胺。

敌草快属快速触杀型灭生性茎叶处理除草剂，可广泛应用于果园、茶园、橡胶园、玉米、甘蔗、棉花、蔬菜行间除草及植物的催枯。

百草枯属常用杂环类除草剂，具有杀草不杀根、安全环保、快速触杀型以及没有漂移性等茎叶处理除草剂等优良特点，广泛应用于草原更新，草坪更新，免耕栽培除草，玉米、大豆、棉花行间除草，森林防火，山坡除草、棉花、马铃薯等农作物催枯等。目前已成为仅次于草甘膦的全球第二大除草剂，被广泛应用于巴西、南美、北美、东南亚等地区热带经济作物的除草。

### 百草枯供给紧张，未来价格有望进一步上涨

全球百草枯主要产能集中在中国，公司属于国内的百草枯龙头。百草枯(折百)全球产能约为 9 万吨/年，国内约为 6.5 万吨/年，占全球比例为 72%。国内百草枯行业属于寡头垄断格局，红太阳、先正达和山东绿霸合计产能占全国的 60%以上。由于全球百草枯产能主要集中在中国而消费以国外为主，导致我国所生产百草枯 70~80%出口国外，公司也是如此。

表 4: 国内百草枯产能统计

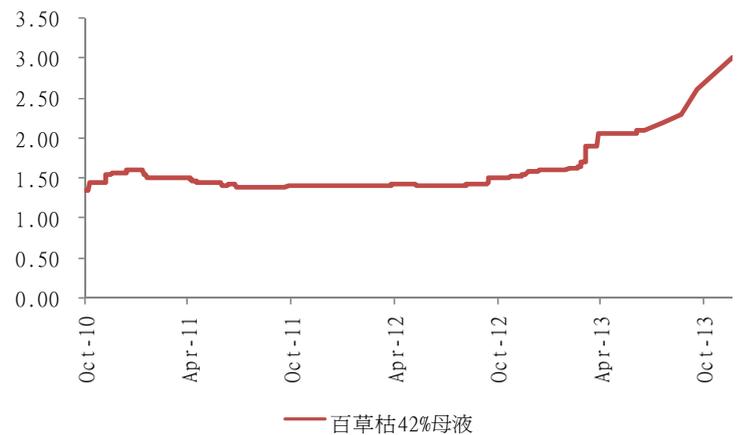
企业	百草枯折百产能	备注
红太阳	2.00	自产吡啶
先正达南通	1.00	
山东绿霸	1.00	自产吡啶
沙隆达	0.60	
山东绿丰	0.84	
山东科信	0.40	
浙江永农	0.30	
山东侨昌	0.25	
湖北仙隆	0.18	
合计	6.57	

资料来源: 各公司网站, 群益证券整理

国家政策限制百草枯新增产能。2012 年 4 月，农业部、工业和信息化部、国家质量监督检验检疫总局公告第 1745 号文。档规定，自公告发布之日起，停止核准百草枯新增母药生产、制剂加工厂点，停止受理母药和水剂（包括百草枯复配水剂，下同）新增田间试验申请、登记申请及生产许可（包括生产许可证和生产批准档，下同）申请，停止批准新增百草枯母药和水剂产品的登记和生产许可。自 2014 年 7 月 1 日起，撤销百草枯水剂登记和生产许可、停止生产，保留母药生产企业水剂出口境外使用登记、允许专供出口生产，2016 年 7 月 1 日停止水剂在国内销售和使用。

1745 号文限制了百草枯母药的新增产能，但是下游需求却在稳定增长，因此，该政策打破了百草枯供求平衡的局面。百草枯 42%母药的价格已经从 2012 年 5 月的 1.4 万元/吨涨到了目前的 3 万元/吨左右，涨幅高达 114%。

图 3: 百草枯国内市场价(42%母液, 元/吨)



资料来源: wind 资讯, 群益证券整理

由于百草枯新增产能受限, 需求端稳定增长, 未来供需矛盾将进一步加剧。再加上在反倾销的影响下纯吡啶价格上涨推高百草枯生产成本, 寡头竞争格局使得企业能够通过提价顺利转嫁成本, 因此, 我们预计百草枯价格将会进一步上涨。

公司百草枯产能折百约 2 万吨/年, 据此推算, 百草枯 42%母液价格每上涨 1000 元/吨, 将为公司贡献 EPS 约 0.09 元, 弹性较大。据推算, 公司三季度百草枯价格在 1.8 万元/吨左右, 而目前市场价在 3 万元/吨, 尚且有很大的提价空间。

#### 盈利预测

虽然目前公司百草枯销售以长期外销合同居多且价格锁定, 但是, 在国内市场价格的大幅上涨带动下, 公司合同价格未来也会逐步反映。此外, 由于公司具有吡啶、百草枯上下游一体化优势, 吡啶和百草枯涨价将使公司双重收益。我们预计 2013/2014 公司的净利润分别为 4.1 亿元, 5.5 亿元, yoy +41%, +34%; EPS 分别为 0.81 元, 1.09 元, 目前股价对应的 PE 分别为 18.1 倍和 13.5 倍, 给予公司“买入”的投资评级。

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一：合并损益表

人民币百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	3809	5789	7175	7290	8020
经营成本	3584	5420	6416	6263	6777
营业税金及附加	0	2	12	10	11
销售费用	60	86	94	139	160
管理费用	109	125	169	217	225
财务费用	96	132	176	184	196
投资收益	0	2	2	4	4
营业利润	-38	25	306	464	635
利润总额	0	98	369	506	680
所得税	10	25	71	93	122
少数股东损益	2	5	8	3	6
归属于母公司股东权益	-12	69	290	411	552

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
货币资金	651	968	1203	1444	1660
应收账款	57	137	263	474	569
存货净额	1038	1455	1948	2337	2571
流动资产合计	2587	3963	5270	5976	6826
固定资产	43	60	61	60	60
在建工程	854	1930	1758	1934	2321
非流动资产合计	37	703	893	1900	1513
资产总计	1108	3690	3845	5251	5286
流动负债合计	3695	7653	9116	11227	12112
非流动负债合计	2887	4201	5578	5866	5905
负债合计	78	545	352	562	628
少数股东权益	2965	4746	5930	6428	6533
股东权益合计	143	157	164	192	223
负债和股东权益总计	730	2907	3186	4799	5580

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2010	2011	2012	2013E	2014E
经营活动所得现金净额	-78	110	291	207	218
投资活动所用现金净额	-80	94	-225	-589	-361
融资活动所得现金净额	13	-27	27	483	233
现金及现金等价物净增加额	-145	176	93	101	90

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料或意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。