

日期: 2010年10月21日
行业: 化学农药



冀丽俊
021-53519888-1921
jilijun@sigchina.com
执业证书编号: S0870208090141

综合性农化生产领先企业

■ 投资要点:

综合性农化生产领先企业

公司为从事化学农药产品的研发、生产及销售的专业公司。经过十余年的发展,公司已发展成为以农药原药为主,兼有农药制剂、农药化学中间体的大型农化企业。截至目前,公司已成为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,并在国内率先引进二氰蒽醌、吡氟酰草胺等高端产品。

募集项目扩大产能

本次发行所募集资金将用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金,有利于公司现有产品升级和产能扩大。随着募投项目的实施,将增加公司的产能、降低产品成本,有效提高公司的产品质量和市场份额;研究中心的建设能进一步提升公司的研发能力,为公司可持续发展做出前瞻性布局。

业绩增长可持续

随着募投项目的逐步投产达产,公司从2011年开始将保持快速增长势头,我们预计2010-2012年归属于母公司的净利润将实现年递增12%、32%和18%,相应的稀释后每股收益为1.32元、1.92元和2.33元。

定价结论

我们认为,给予公司2010年34.00-40.80倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为44.78-53.73元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况、一二级10%的折扣率,我们建议询价区间为40.30-48.35元,即相当于2010年预期EPS1.32元的30.60-36.7倍。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	68,953.68	80,985.00	143,589.50	174,374.25	205,159.00
年增长率(%)	-21.14	14.86	43.60	17.65	15.01
归属于母公司的净利润	11,642.18	13,169.07	19,234.51	23,343.34	27,452.16
年增长率(%)	25.82	11.59	31.53	17.60	14.97
(发行后摊薄)每股收益(元)	1.16	1.32	1.92	2.33	2.75

数据来源:公司招股意向书;上海证券研究所整理

IPO 询价区间 RMB40.30-48.35 元
上市合理估值 RMB44.78-53.73 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过(百万股) 25.00
发行后总股本(百万股) 100.00
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 平安证券

主要股东 (IPO 前)

仲汉根 71.92%
北京夏启九鼎投资中心 15.00%
唐中义 2.57%

收入结构 (MRQ)

杀菌剂 54.22%
除草剂 30.72%
杀虫剂 9.61%
中间体 4.52%
其它 0.75%

报告编号: JLJ10-NSP24

首次报告时间: 2010年10月21日

■ 公司概况

公司为从事化学农药产品的研发、生产及销售的专业公司。经过十余年的发展，公司已发展成为以农药原药为主，兼有农药制剂、农药化学中间体的大型农化企业。公司属于制造业中的化学农药制造业。

公司系经江苏省人民政府苏政复[1998]157号文批准，由大丰市龙堤乡乡镇企业管理服务站、大丰市农化厂工会以及陈玉盘、仲汉根、韦广权等3位自然人于1999年1月8日共同发起设立的股份有限公司。发行人设立时的股本总额为1,238万元。公司实际控制人为仲汉根先生，目前直接持有公司53,941,502股股份，占公司股本总额的71.92%。除投资公司外，仲汉根先生不存在其他对外投资。

表 1: 公司的股东及实际控制人情况 (单位: 万股、%)

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	仲汉根	5394.15	71.92%	5394.15	53.94%
2	北京夏启九鼎投资中心	1125.00	15.00%	1125.00	11.25%
3	唐中义	192.72	2.57%	192.72	1.93%
4	韦广权	120.82	1.61%	120.82	1.21%
5	季自汉	116.25	1.55%	116.25	1.16%
6	蔡永军	112.50	1.50%	112.50	1.12%
7	卞宏群	101.88	1.36%	101.88	1.02%
8	盐城市恒利风险投资有限公司	75.00	1.00%	75.00	0.75%
9	其它	261.68	3.49%	261.68	2.62%
10	本次发行流通股	--	--	2500	25.00%
	合计	7500	100%	10000.00	100.00%

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 行业概况

经过几十年的激烈竞争与发展，世界农药产业已呈现寡头垄断的格局。1994年世界大型农药企业共有10家，至2002年只剩下6家，这6家目前构成了世界农药的第一集团，2007年，其销售额占全球农药销售额的85.62%。农药市场集中度的不断提高，一方面是来源各大公司的自身积累，另一方面则来源于持续不断的并购活动。目前，农药新产品的开发主要集中在国际农药行业的第一集团及少数日公司，主要是因为这些公司资本比较雄厚，能够承担昂贵的开发费用以及开发失败所造成的损失。由于农药新产品开发难度的加大及农药产业链的自然延伸，以“第一集团”农药公司为代表的大型农化企业普

遍加大对农作物基因技术应用方面的研发与投入，以期从根本上提高作物的产量与抗病虫能力，降低公司农药主营业务在外界环境（气候等）影响下的波动性。目前，生物技术业务已成为国际大型农药公司的重要业务部门。典型的案例是孟山都，其通过垄断草甘膦与耐草甘膦转基因作物种子产业链，获取了丰厚利润。2007年，其种子和生物性状部分的毛利率达到61.12%，高于农药业务的32.75%。

我国农药产量稳定增长，已成为世界上主要的农药生产国与农药出口国。2008年，我国农药原药产量为190.24万吨，较上年增长9.93%。2001年至2008年间，我国化学农药原药产量年复合增长率为15.48%。随着国内农作物需求的增加、种植结构的变化及农民收入水平的提高，国内农药使用面积、农药使用单位成本、农药的销售量均保持持续增长。2007年，国内农药使用面积为5.23亿公顷，同比增长4.4%，农作物种植面积稳定在1.4亿公顷。同时也考虑到通货膨胀与农业设备升级等因素，农药使用单位成本增长10.4%，达到42.3元/公顷。农药产品的销售额2007年增长14.3%，达到190.4亿元。2007年我国夏粮增产6%，专家测算，这其中70%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。同时，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%。随着国内经济以及农业生产的进一步发展，国内农药行业将得到长足发展，存在良好的持续发展空间。

■ 行业竞争结构及公司的地位

我国农药企业众多，根据中国农药协会最近的调查，目前拥有农业部登记证的农药企业大概约有2500家，可生产原药300多个，制剂3000多种。一半以上的企业注册资金在1000万元以下，年销售量在2000吨以下的企业占据行业内的85%。而2007年，整个行业的销售额仅相当于德国拜尔公司一年的销售额。2007年，我国共有农药出口企业1064家，但出口相对分散，多数企业出口规模较低。其中，出口量在5000吨以上的企业仅12家，合计出口量占当年我国农药出口总量的1/4以上。同时，年出口量在千吨以下的企业数量多达938家，占当年农药出口企业总数的88.2%。

咪鲜胺市场竞争情况

国内外共有11家企业登记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。截至目前，咪鲜胺已在18种作物，

38 种病菌上进行登记，成为我国继多菌灵后，登记最广泛、最全面的杀菌剂品种。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。目前，国内主要咪鲜胺原药生产企业的产能及产量情况如下：

表 2: 国内主要咪鲜胺原药生产企业的产能及产量情况

序号	公司名称	产能 (吨)	产量 (吨, 2008年度)
1	江苏辉丰农化股份有限公司	3,800	1,400
2	南京红太阳股份有限公司	1,000	800
3	浙江乐斯化学有限公司	1,000	720
4	浙江省杭州庆丰农化有限公司	600	350
5	江苏南通江山农药化工股份有限公司	300	200
6	江苏常隆化工有限公司	300	180
7	陕西秦丰农化有限公司	300	200
8	浙江省绍兴市东湖生化有限公司	200	150

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

公司在咪鲜胺产品上有着明显的规模优势，除公司外，国内仅有南京红太阳公司、浙江乐斯公司形成一定规模的生产能力。公司目前为全球最大的咪鲜胺原药生产企业，所采用的生产工艺为具有自主知识产权的专利技术，巴斯夫公司、马克西姆公司及本产品原世界最大的生产厂家拜耳公司均为公司稳定的客户。随着公司产能的进一步释放及募投项目的实施，公司咪鲜胺产品的市场地位将进一步得到巩固。

辛酰溴苯腈市场竞争情况

目前国内共有 6 个厂家进行了辛酰溴苯腈原药产品的登记。在辛酰溴苯腈生产企业中，辉丰股份为最早实现溴苯腈工业化的企业，目前国内只有辉丰股份和浙江禾本农药化学有限公司形成了生产能力，并有一定出口，而其它企业产量都很小。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 7,000 吨辛酰溴苯腈原药产品的生产能力。公司与其相比，具有明显的成本及价格优势。ALBAUGH 公司、TGD 公司均为公司稳定的客户。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 3: 国内主要辛酰溴苯腈原药生产厂家

序号	公司名称	产能 (吨)	产量 (吨, 2008年度)
----	------	--------	----------------

1	江苏辉丰农化股份有限公司	2,000	1,910
2	浙江禾本农药化学有限公司	1,000	610
3	江苏长青农化股份有限公司	500	150
4	浙江东风化工有限公司	200	50

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

二氟苄醌市场竞争情况

目前，除公司外，国内仅有浙江禾益农化有限公司进行了该产品原药及两个剂型的制剂产品的登记，并进行少量生产。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。

氟环唑市场竞争情况

2004 年以前，国际市场上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。2004 年公司科研人员开始该产品的基础研究，并实现关键中间体氟苯环丙烷合成的重大突破，2005 年对该中间体进行中试，试生产，2006 年成功开发出氟环唑产品，2007 年对氟环唑进行中试，试生产。目前，公司已形成 200 吨/年的生产能力，产品质量符合国际制剂公司的要求。除公司外，国内共有 8 个生产厂家进行原药登记，6 个生产厂家进行了 8 个剂型的制剂登记，主要厂商的产能如下：

表 4：国内氟环唑主要生产企业

序号	公司名称	产能(吨)	备注
1	江苏辉丰农化股份有限公司	200	
2	利尔化学股份有限公司	150	2010年投产
3	江苏七洲绿色化工股份有限公司	150	
4	江苏飞翔化工股份有限公司	150	
5	沈阳科创化学品有限公司	100	
6	江苏中旗化工有限公司	100	
7	上海生农生化制品有限公司	50	
8	江苏丰登农药有限公司	50	

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 公司业务简况及收入利润结构变化

采购模式：公司各部门所需的原辅材料、设备及其他物资均通过公司采购部集中统一采购。采购部分前后台，前台调研价格、质量，推荐合格供方，后台按规定在合格供应商范围内进行集中采购，竞价

招标，并对采购价格进行跟踪监督。公司制定了《物资管理规定》、《公司物资流程管理意见》和《采购招标方案》等规章制度，对采购过程进行规范。

生产模式：公司大部分原药产品采用以销定产的生产模式，即根据产品的订单情况，下达生产订单，并组织生产。咪鲜胺系列产品，部分采用以销定产，部分采用储备定额式的生产模式，即根据市场销售情况及销售季节的变化来调整库存。各生产事业部根据库存产品的发货情况和储备定额，制定生产计划，并实施生产。

销售模式：公司的原药产品通过销售部销售，产品直接销售到客户或贸易代理商。公司制剂产品分为经销和直销两种模式。（1）经销模式。公司通过与经销商进行合作，借助经销商资金、物流等渠道优势，由经销商在一定区域内负责公司产品销售，经销商在约定区域内可寻找二级代理商或直接面对终端客户；（2）直销模式。公司直接派出一定数量人员到某些区域组建零售网络渠道、确定终端零售网点，进行产品销售或制剂经营，并负责管理各终端销售网点。其终端销售网点具有统一采购、统一配送、统一标识、统一价格、统一核算、统一营销策略的特点。通过直销模式，公司可减少销售层级，实现利润最大化。

公司主要产品及销量情况如下

表 5: 公司主要产品销售价格的变动情况 (万元/吨)

产品	2010年1-6月		2009年度		2008年		2007年	
	单价	增幅	单价	增幅	单价	增幅	单价	增幅
咪鲜胺	5.98	-0.50%	6.01	-23.96%	7.45	4.70%	7.10	-
二氟苄醌	14.68	1.16%	14.51	12.61%	12.68	-	-	-
氟环唑	38.54	-9.63%	42.25	4.43%	40.38	-	-	-
辛酰溴苯腈	5.71	-8.41%	6.19	-6.79%	6.61	2.27%	6.46	-
吡氟酰草胺	24.47	-9.32%	26.75	-12.93%	30.21	-3.05%	31.13	-
除草剂	3.93	-19.85%	4.71	23.14%	3.62	-4.97%	3.8	-
杀菌剂	5.07	1.97%	4.97	1.21%	4.91	0.00%	4.91	-
杀虫剂	2.83	0.71%	2.81	-3.91%	2.92	-24.32%	3.63	-

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 6: 主营业务收入(万元)

主营业务收入	2010年1-6月		2009		2008		2007	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
咪鲜胺	8345.87	20.49%	12247.48	17.76%	8218	9.84%	4470.06	10.36%
辛酰溴苯腈	4684.54	11.50%	9898.63	14.36%	11550.74	13.83%	9391.38	21.77%

二氟苄醌	6084.57	14.94%	9462.61	13.72%	4415.75	5.29%	-	-
氟环唑	3283.22	8.06%	6413.62	9.30%	1146.51	1.37%	-	-
吡氟酰草胺	1771.87	4.35%	3782	5.48%	4531	5.42%	4108.5	9.53%
杀虫剂	3563.42	8.75%	4272.44	6.20%	4480.84	5.36%	2054.95	4.76%
杀菌剂	3466.32	8.51%	5105.96	7.40%	3616.41	4.33%	4525.52	10.49%
除草剂	4751.69	11.66%	9797.9	14.21%	5092.04	6.10%	6551.93	15.19%
其它	4787.78	11.75%	7,973.04	11.56%	40,476.86	48.46%	12,027.59	27.89%
合计	40739.28	100.00%	68953.68	100.00%	83528.15	100.00%	43129.93	100.00%

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

表 7: 主要产品生产情况

主要产品名称	2010年1-6月	2009年度	2008年度	2007年度	
产能 (吨/年)	3800	3,800.00	1550	800.00	
产量 (吨)	1700.82	3,145.32	1,465.21	919.91	
咪鲜胺	销售量 (吨)	1395.63	2,036.55	1,102.83	629.59
	制剂用量(吨)	394.15	635.74	263.97	243.28
	销售收入 (万元)	8345.87	12,247.48	8,218.00	4,470.06
产能 (吨/年)	2000	2,000.00	2,000.00	2,000.00	
产量 (吨)	960.98	1,884.19	1,810.09	1,776.02	
辛酰溴苯腈	销售量 (吨)	820.41	1,599.17	1,747.04	1,454.45
	制剂用量(吨)	121.45	243.53	66.03	288.33
	销售收入 (万元)	4684.54	9,898.63	11,550.74	9,391.38
产能 (吨/年)	1000	1,000.00	500	-	
产量 (吨)	403.72	887.25	407.23	-	
二氟苄醌	销售量 (吨)	414.48	652.27	348.20	-
	销售收入 (万元)	6084.57	9,462.61	4,415.75	-
产能 (吨/年)	200	200.00	40	-	
产量 (吨)	101.12	206.76	37.22	-	
氟环唑	销售量 (吨)	85.19	151.81	28.39	-
	制剂用量(吨)	2.13	10.72	0.62	-
	销售收入 (万元)	3283.22	6,413.62	1,146.51	-
产能 (吨/年)	250	250.00	250.00	250.00	
产量 (吨)	63.57	118.12	183.22	132.00	
吡氟酰草胺	销售量 (吨)	72.41	141.38	150.00	132.00
	销售收入 (万元)	1771.87	3,782.00	4,531.00	4,108.50
产量 (吨)	1111.1	1,592.10	1,536.48	687.80	
杀虫剂	销售量 (吨)	1259.16	1,520.41	1,535.16	566.41
	销售收入 (万元)	3563.42	4,272.44	4,480.84	2,054.95
产量 (吨)	885.59	1145.12	891.20	981.46	
杀菌剂	销售量 (吨)	683.69	1027.47	736.17	920.85
	销售收入 (万元)	3466.32	5,105.96	3,616.41	4,525.52
除草剂	产量 (吨)	1406.73	1,850.86	1,726.30	1,932.27
	销售量 (吨)	1210.18	2,081.55	1,405.43	1,726.04

	销售收入 (万元)	4751.69	9,797.90	5,092.04	6,551.93
	产能 (吨/年)	5000	5,000.00	5,000.00	5,000.00
制剂合计	产量 (吨)	3403.42	4,588.08	4,153.98	3,601.53
	销售量 (吨)	3153.03	4,629.43	3,676.76	3,213.30
	销售收入 (万元)	11781.43	19,176.30	13,189.29	13,132.40

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

表 8: 主要产品毛利率

类别	主要产品	2010年1-6月	2009年度	2008年度	2007年度
原药	咪鲜胺	36.93%	37.13%	31.81%	25.35%
	溴苯腈	34.43%	36.78%	28.14%	30.34%
	草甘膦	-	-	18.51%	-
	二氟苄醌	45.39%	43.04%	22.71%	-
	氟环唑	49.91%	48.49%	29.00%	-
	吡氟酰草胺	37.32%	38.66%	38.43%	40.96%
制剂	杀虫剂	26.14%	27.92%	21.41%	20.14%
	杀菌剂	38.15%	39.56%	36.52%	34.22%
	除草剂	23.22%	24.26%	16.25%	16.21%
	制剂总体	28.50%	29.15%	23.56%	23.03%
综合		34.09%	35.53%	25.69%	28.76%

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

■ 募资项目

表 9: 公司的募集资金项目计划概况 (单位: 万元)

项目名称	投资总额 (万元)	预计建设周期	年销售收入	年均净利润
一、原药产品扩产项目				
1、年产3,000吨咪鲜胺原药项目	7,993	1年	13382	1599
2、年产10,000吨辛酰溴苯腈原药项目	13,932	1年	30516	3710
3、年产1,000吨氟环唑原药项目	11,974	1年	23818	2820
二、制剂深加工及营销配套项目				
1、年产13,000吨农药制剂加工项目	18,665	1年	55423	6921
2、农药基层营销网络建设项目	6,056	2年	-	-
三、研发支持项目				
农药环保剂型与芳基化农药工程技术研究中心项目	5,022	2年	-	-
合计	63,642		-	-

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

盈利能力稳定

2009年度、2008年度、2007年度,公司产品毛利率分别为35.53%、25.69%、28.76%。公司2008年度销售毛利率水平下降的主要原因是受国际市场剧烈波动的影响,公司的溴苯腈等除草剂的毛利率有所下降,另外公司2008年收购江苏颖泰后为迅速利用其产能,对其生产装置改造后生产了3,347吨草甘膦,实现收入24,020.41万元,占公司当年主营业务收入比重的29.63%,而草甘膦产品的毛利率仅为18.51%,致使公司毛利率水平有所下降。2009年度公司毛利率上升一方面得益于公司产品结构的优化调整,另一方面随着产品规模的扩大和工艺水平的提高,公司主要产品的毛利率有所提高。

公司营运指标较为理想

表 10: 公司营运指标

证券代码	证券简称	存货周转率(次)			应收账款周转率(次)		
		2009	2008	2007	2009	2008	2007
002496.SZ	辉丰股份	2.74	5.42	2.99	15.05	15.61	8.71
600486.SH	扬农化工	5.86	8.23	7.86	13.52	15.24	9.23
600532.SH	华阳科技	4.63	6.47	4.90	3.84	6.75	8.62
600596.SH	新安股份	5.70	8.73	6.95	21.56	53.70	71.22
000525.SZ	红太阳	4.80	6.78	6.29	34.30	31.49	42.49
000553.SZ	沙隆达A	5.17	4.99	4.39	22.22	14.18	8.18
002018.SZ	华星化工	1.98	3.30	3.86	4.90	14.00	13.19
002061.SZ	江山化工	9.28	9.63	12.36	21.10	21.16	20.57
002250.SZ	联化科技	5.13	5.79	8.21	9.56	10.82	13.35

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

从上述指标来看,公司2009年度的应收账款周转率和行业水平相当,存货周转率低于行业水平主要是2009年末公司加大了原材料和制剂产品的储备量导致期末存货余额变大。

业绩预测

盈利预测税率假设: 2007-2009年间公司缴纳所得税率分别为28.29%、16%、15.14%,预计2010年公司所得税率为15%,2011-2013年公司所得税率为25%。

根据招股说明书中对募投项目盈利情况的预测分析,随着募投项目的逐步投产达产,公司从2011年开始将保持快速增长势头,我们预计2010-2012年公司年营业收入分别为80985万、143589.5万和174374.25万元,税后利润分别为13169.07万、19234.51万和23343.34万元,预计2010-2012年归母公司的净利润将实现年递增12%、32%和18%,相应的稀释后每股收益为1.32元、1.92元和2.33元。我们看好公司募集资金项目完成后,高端产品产量增加带来的利润提升。

表 11: 分业务盈利预测 (不含募投项目)

	2010	2011	2012	2013
原药				
咪鲜胺	13,975	14,620	14,620	14,620
价格 (万元/吨)	7	7	7	7
产能 (吨/年)	3,800.00	3,800.00	3,800.00	3,800.00
产量 (吨)	3,300	3,300	3,300	3,300
销售量 (吨)	2,150	2,150	2,150	2,150
制剂用量(吨)	1,150	1,150	1,150	1,150
产能利用率	86.84%	86.84%	86.84%	86.84%
辛酰溴苯腈	12,480	12,870	12,870	12,870
价格 (万元/吨)	6	7	7	7
产能 (吨/年)	2,000	2,000	2,000	2,000
产量 (吨)	1,950	1,950	1,950	1,950
销售量 (吨)	1,650	1,650	1,650	1,650
制剂用量(吨)	300	300	300	300
产能利用率	97.50%	97.50%	97.50%	97.50%
二氟苄醌	13,500	13,500	13,500	13,500
价格 (万元/吨)	15	15	15	15
产能 (吨/年)	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
产量 (吨)	900	900	900	900
销售量 (吨)	900	900	900	900
产能利用率	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
氟环唑	7,480	7,480	7,480	7,480
价格 (万元/吨)	44	44	44	44
产能 (吨/年)	200.00	200.00	200.00	200.00
产量 (吨)	200	200	200	200
销售量 (吨)	170	170	170	170
制剂用量(吨)	30	30	30	30
产能利用率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
吡氟酰草胺	5,400	5,400	5,400	5,400
价格	30	30	30	30
产能 (吨/年)	250.00	250.00	250.00	250.00
产量 (吨)	180	180	180	180
销售量 (吨)	180	180	180	180
产能利用率	72.00%	72.00%	72.00%	72.00%
制剂				
杀虫剂	4,800	4,800	4,800	4,800
价格	3	3	3	3
产量 (吨)	1,600	1,600	1,600	1,600
销售量 (吨)	1,600	1,600	1,600	1,600
产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
杀菌剂	5,750	5,750	5,750	5,750
价格	5	5	5	5

产量 (吨)	1,150	1,150	1,150	1,150
销售量 (吨)	1,150	1,150	1,150	1,150
产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
除草剂	9,600	9,600	9,600	9,600
价格	5	5	5	5
产量 (吨)	2,000	2,000	2,000	2,000
销售量 (吨)	2,000	2,000	2,000	2,000
制剂合计	20,150	20,150	20,150	20,150
其它	8,000	8,000	8,000	8,000

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

表 12: 公司损益简表及预测 (单位: 万元人民币)

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	68,954	80,985	143,590	174,374	205,159
营业总成本	57,066	66,492	117,943	143,250	168,556
营业成本	44,570	51,874	92,026	111,775	131,525
营业税金及附加	119	121	215	262	308
销售费用	2,923	4,211	7,467	9,067	10,668
管理费用	8,908	9,718	17,231	20,925	24,619
财务费用	794	405	718	872	1,026
资产减值损失	-246	0	0	0	0
投资净收益	186	162	287	349	410
营业利润	12,073	14,493	25,646	31,124	36,603
加: 营业外收入	1,898	1,000	0	0	0
减: 营业外支出	253	0	0	0	0
利润总额	13,719	15,493	25,646	31,124	36,603
减: 所得税	2,077	2,324	6,412	7,781	9,151
净利润	11,642	13,169	19,235	23,343	27,452
归属于母公司股东的净利润	11,637	13,169	19,235	23,343	27,452
总股本 (万股)	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
摊薄EPS (元)	1.16	1.32	1.92	2.33	2.75

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

关键原材料价格波动风险

苯酚是咪唑啉原药的关键中间体三氯苯酚的初始原料, 亦为辛酰溴苯腈原药的关键中间体对羟基苯甲腈的初始原料。2007 年以来, 随着国际宏观经济环境的变化, 以及国际原油价格的剧烈波动, 国内苯酚的价格波动较大, 增加了公司运营的风险。一方面, 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, 另一方面, 公司采取淡季储备采购模式, 在原材料价

位较低时进行大量采购储备，平衡原材料成本。

大股东控制风险

发行前仲汉根持有公司 71.92% 的股份，发行完成后仍将持有公司 53.94% 的股份。虽然公司已制定实施了《关联交易决策制度》、《独立董事制度》、《对外担保制度》和《对外投资管理制度》等有关公司法人治理的重要制度，从制度安排上避免控股股东控制现象的发生，但仲汉根仍可能凭借其控股地位，影响公司人事、生产和经营管理决策，给公司生产经营带来不利影响。

公司快速发展过程中的管理风险

公司近年来持续快速发展，2007 年度、2008 年度、2009 年度公司营业收入分别为 43,129.93 万元、83,528.15 万元、68,953.68 万元，同期，公司净利润分别为 3,673.68 万元、8,636.61 万元、11,642.18 万元。随着募集资金项目的进一步实施，公司的经营规模将进一步扩大，对公司目前的管理水平是个较大的挑战。尽管公司已积累了丰富的项目运作经验，建立了规范的法人治理体系、质量及项目管理体系，生产经营能保持有序运行，但存在现有管理体系不能适应未来公司快速扩张的可能。如果公司管理体系不能适应发展的需要，特别是募集资金拟投资项目的需要，公司的生产经营将受到一定程度的影响。

偿债风险

2007 年至 2009 年，公司流动比率分别为 1.01、0.82 和 1.07，速动比率分别为 0.58、0.45 和 0.48，资产负债率分别为 80.34%、58.32%、50.46%，公司的流动比率和速动比率偏低，资产负债率较高，存在一定的偿债风险。产生该种状况的原因是：公司处于快速发展期，对资金需求量较大，但缺乏直接融资渠道，只能通过银行贷款及供应商提供的短期信用融得资金，导致公司负债的增加主要集中于短期借款和应付账款等商业往来款项上，而公司又运用部分流动负债进行长期资本性支出。随着公司经营规模的迅速扩大和效益的显著提升，带来了盈利的循环投入，另外公司于 2008 年实施增资扩股，财务结构得到显著改善。

■ 估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2009 年平均动态市盈率为 133.89 倍，2010 年平均

动态市盈率 37.31 倍；最近上市的中小板股票中，2009 年平均动态市盈率约为 66.41 倍、2010 年平均动态市盈率约为 50.06 倍。

表 13: 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600486.SH	扬农化工	26.16	0.92	1.03	1.23	28.58	25.43	21.22
600596.SH	新安股份	15.48	0.43	0.51	0.81	35.68	30.55	19.10
002018.SZ	华星化工	8.68	0.02	0.12	0.40	519.76	71.03	21.52
002061.SZ	江山化工	11.42	0.50	0.55	0.61	22.95	20.61	18.58
002250.SZ	联化科技	32.99	0.53	0.85	1.21	62.48	38.95	27.31
国内同行业整体平均						133.89	37.31	21.55

数据来源: Wind、BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所, 股价以 10 月 19 日收盘价计

表 14: 最近上市(中小板)股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)			市盈率(倍)		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
002478.SZ	常宝股份	17.7	0.48	0.42	0.60	36.74	41.83	29.56
002479.SZ	富春环保	26.43	0.43	0.58	0.73	61.62	45.25	36.07
002480.SZ	新筑股份	58.76	0.78	1.04	1.44	75.74	56.52	40.78
002481.SZ	双塔食品	40.88	0.72	0.85	1.08	57.10	47.84	37.75
002482.SZ	广田股份	74.48	0.63	1.26	2.01	117.48	59.13	37.09
002483.SZ	润邦股份	28.99	0.75	0.89	1.10	38.76	32.43	26.45
002484.SZ	江海股份	25.79	0.39	0.53	0.71	65.32	49.10	36.10
002485.SZ	希努尔	27.36	0.56	0.72	0.96	49.30	38.24	28.41
002486.SZ	嘉麟杰	15.14	0.21	0.27	0.33	73.57	55.70	45.26
002487.SZ	大金重工	45.38	0.79	1.10	1.38	57.64	41.24	32.78
平均值						66.41	50.06	37.58

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理, 股价以 10 月 19 日收盘价计

表 15: 国际相关重点公司股价的相对估值

名称	货币	最新价	EPS	PE
WINPAK LTD	CN	9.36	4.51	12.75
DELTIC TIMBER CORP	US	45.73	2.05	78.84
KOPPERS HOLDINGS INC	US	25.30	6.29	13.11
平均值				34.9

数据来源: BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所整理

公司可给的估值水平及报价区间

我们认为, 随着募投项目的逐步投产达产, 公司从 2011 年开始将保持快速增长势头, 给予公司 2010 年 34.00-40.80 倍市盈率较为合

理，公司合理估值区间为 44.78-53.73 元。

从今年上市的中小板股票运行情况看，至 10 月 19 日止平均折扣率为 22.01%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况、一二级 10% 的折扣率，我们建议询价区间为 40.30-48.35 元，即相当于 2010 年预期 EPS1.32 元的 30.60-36.7 倍。

按照预期 48.35 元发行价，计算出 2010 年 H1 IPO 后每股净资产 16.38 元。

附表：公司主要财务指标

财务指标	2007	2008	2009
ROE%	79.96%	53.10%	31.91%
营业收入（万元）	43129.93	83528.15	68953.68
收入增长率（%）	--	48.36%	-21.14%
经营性现金流（万元）	91.70	10665.94	5636.77

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20% 以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10% 以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。