

辉丰股份 (002496)

农药细分行业优势企业

2010 年 10 月 22 日

投资评级	公司评级	收盘价	元
------	------	-----	---

投资要点:

公司主营杀菌剂、除草剂等农药产品,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。目前具备3800吨咪鲜胺原药、2000吨辛酰溴苯腈原药、1000吨二氰蒽醌原药、250吨吡氟酰草胺原药、200吨氟环唑原药及5000吨农药制剂产品的生产能力。

人口增长、消费升级、生物能源是农业及农药产业未来持续增长的驱动因素。我国农药企业众多,拥有农业部登记证的农药企业大概约有2500家,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总额达到全国总销售额的50%以上。行业兼并重组将提高行业景气度,提升行业盈利水平,优势公司有望通过兼并重组扩大市场份额,迅速做大做强。

公司坚持开发差异化产品,在国内率先开发出咪鲜胺、辛酰溴苯腈产品并加强其下游制剂产品的研发与生产;公司注重优势产品的集群优势及规模效应,在细分行业上形成相对优势;公司主要产品的工艺水平处于国内领先水平,拥有10项发明专利,另有22项发明专利处于审查之中;公司产品储备丰富,目前共有24种原药登记产品,53种制剂登记产品。

募集资金将投资于:年产3000吨咪鲜胺原药项目、年产10000吨辛酰溴苯腈原药项目、年产1000吨氟环唑原药项目、年产13000吨农药制剂加工项目、农药基层营销网络建设项目、农药环保剂型与芳基化农药工程技术研究中心项目。募投项目建成后,将进一步增强公司盈利能力。

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.42、1.96、3.25 元,参考农药类上市公司估值水平,我们认为公司合理估值区间 42.60-49.70 元,对应 2010 年 30-35 倍 P/E,对应 2011 年 22-25 倍 P/E。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	835	690	810	1062	1733
营业收入增长率	93.7%	-17.4%	17.5%	31.0%	63.2%
净利润(百万元)	86	116	143	196	325
净利润增长率	136.3%	34.6%	22.3%	37.7%	65.7%
EPS(元)	0.86	1.16	1.42	1.96	3.25
ROE	32.8%	31.9%	8.9%	10.9%	15.3%

发行数据

发行股本(万股)	2500
发行后股本(万股)	10000
大股东名称	仲汉根
大股东持股比例(发行后)	53.94%

联系方式

研究员:	张晓辉
执业证书编号:	S0020210080001
电话:	021-51097188-1929
电邮:	zhangxiaohui@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国安徽省合肥市寿春路 179号(230001)

目 录

第 1 部分	公司概况	3
1.1	主营农药产品	3
1.2	股权结构和本次发行	3
第 2 部分	行业分析	4
2.1	粮食需求提升农药需求	4
2.2	兼并重组为优势公司提供快速扩张机会	5
第 3 部分	公司经营及竞争优势	6
3.1	经营分析	6
3.2	竞争优势	7
第 4 部分	募投项目	9
第 5 部分	盈利预测与估值	10
第 6 部分	风险提示	11

第 1 部分 公司概况

1.1 主营农药产品

公司主营杀菌剂、除草剂等农药产品，目前具备 3800 吨/年咪鲜胺原药（杀菌剂）、2000 吨/年辛酰溴苯腈原药（除草剂）、1000 吨/年二氰蒽醌原药（杀菌剂）、250 吨/年吡氟酰草胺原药（除草剂）、200 吨/年氟环唑原药（杀菌剂）及 5000 吨/年农药制剂产品的生产能力，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。

杀菌剂是公司主要收入和利润来源，杀菌剂占公司 2010 年上半年营业总收入的约 53%，毛利的 64%。

图 01：2010H 公司收入构成

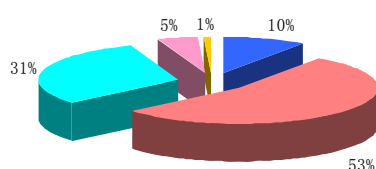
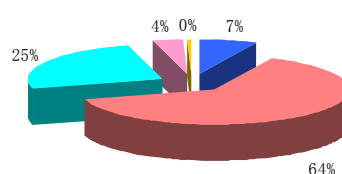


图 02：2010H 公司毛利构成



■ 杀虫剂 ■ 杀菌剂 ■ 除草剂 ■ 中间体 ■ 其他

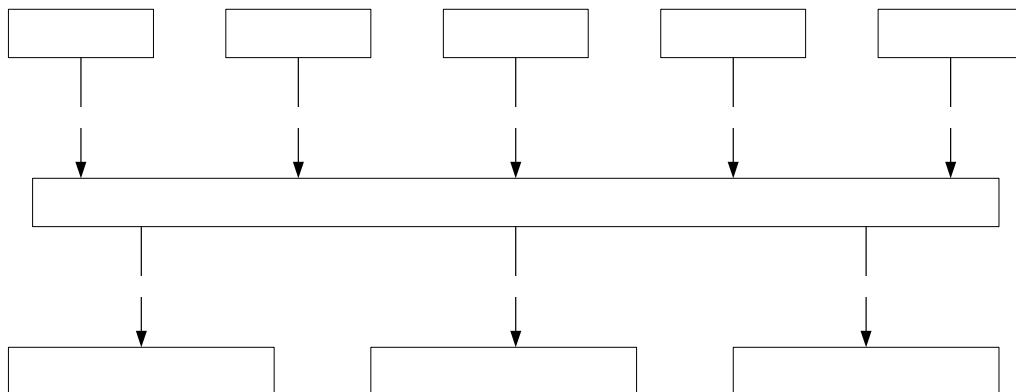
■ 杀虫剂 ■ 杀菌剂 ■ 除草剂 ■ 中间体 ■ 其他

资料来源：Wind、国元证券

1.2 股权结构和本次发行

本次发行前，公司股本总额为 7500 万股，包括 30 名自然人股东、2 名法人股东及 1 名有限合伙制股东，董事长兼总经理仲汉根先生直接持有公司 53941502 股股份。本次拟公开发行 2500 万股，占发行后股本总额 10000 万股的 25%。

图 03：公司股权结构



资料来源：公司公告、国元证券

第 2 部分 行业分析

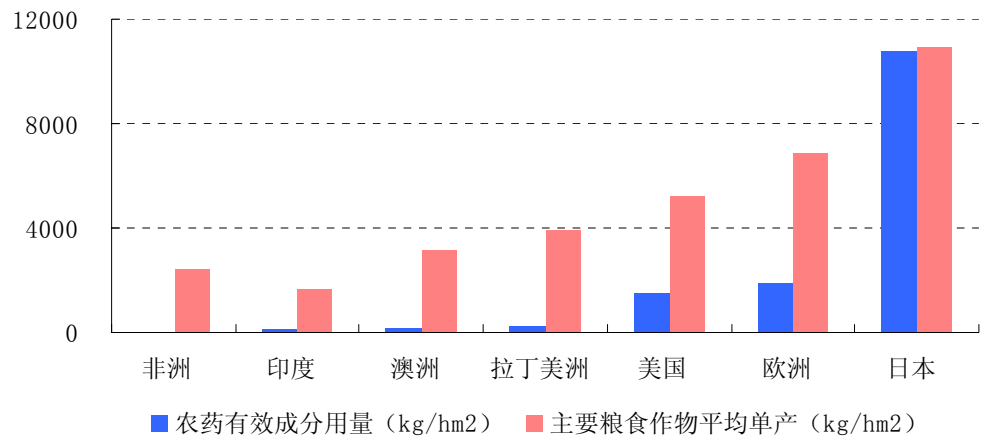
2.1 粮食需求提升农药需求

人口增长、消费升级、生物能源是农业及农药产业未来持续增长的驱动因素。联合国研究报告显示 2050 年时世界人口总数将从 2007 年的 67 亿增至 92 亿, 而世界耕地面积在不断减少。

据估计, 在农业生产中如果不进行病虫害的防治, 农作物产量仅为 30%, 经保护后农作物产量仍要损失 42%, 其中草害损失 13.2%, 虫害损失 15.6%, 病害损失 13.3%。

联合国粮农组织 (FAO) 统计 1979-1990 年期间世界农业生产水平与农药消费量之间呈现出近似平行的关系。

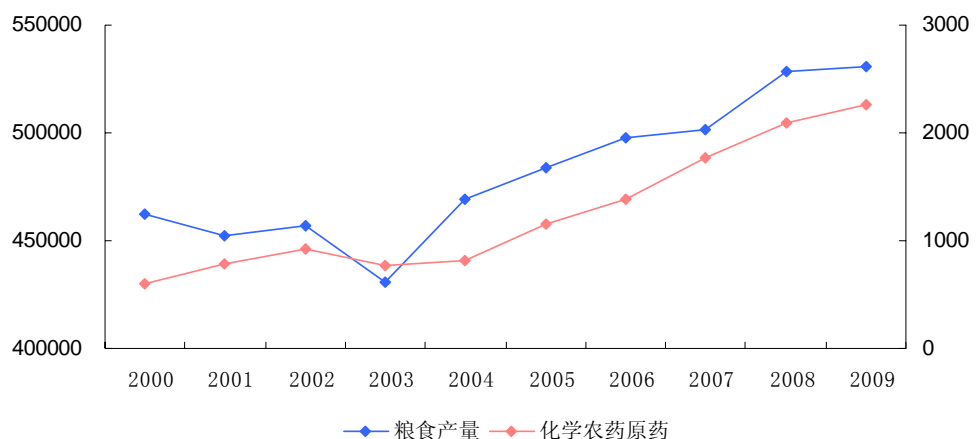
图 04: 农药用量与粮食作物产量的关系



资料来源:《农药使用技术与残留危害风险评估》、国元证券

我国耕地面积为 1.1 亿公顷, 播种面积为 1.5 亿公顷次。使用农药每年挽回粮食损失 5845 万吨、棉花 101 万吨、油料 228 万吨、苹果 537 万吨、柑橘 119 万吨、蔬菜 4500 万吨。

图 05: 我国粮食产量与化学农药原药产量



资料来源: CEIC、国元证券

2.2 兼并重组为优势公司提供快速扩张机会

我国农药企业众多，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，年销售量在 2000 吨以下的企业占据行业内的 85%。

工信部《农药产业政策》：

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。

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。

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和装备大型化，2020 年达到 90% 以上。

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。

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%。

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。

行业兼并重组将提高行业景气度，提升行业盈利水平。在政策支持下，优势公司未来有望通过兼并重组扩大市场份额，迅速做大做强。

图 06：农药行业主营业务收入 亿元

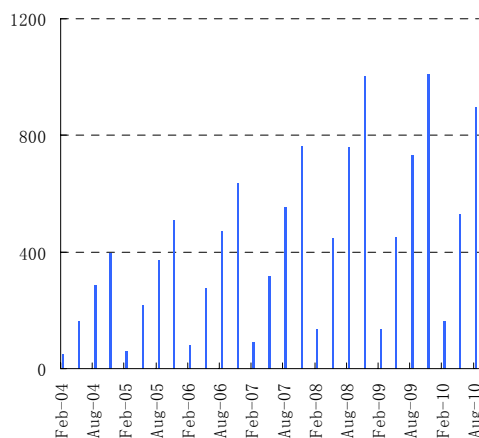
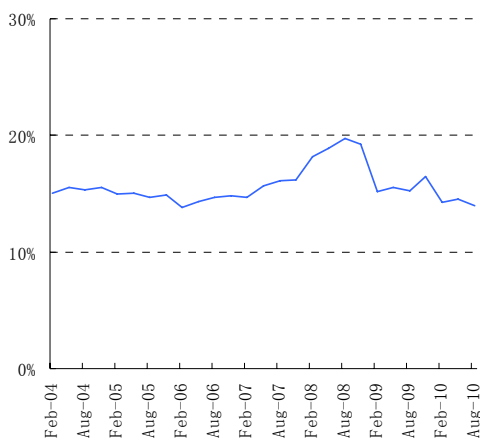


图 07：农药行业毛利率



资料来源：Wind、国元证券

第 3 部分 公司经营及竞争优势

3.1 经营分析

近几年，公司主要产品产销量、营业收入、净利润持续增长，毛利率和期间费用率较稳定，资产负债率呈下降趋势，流动比率、速动比率偏低。

图 08：公司营业总收入 万元

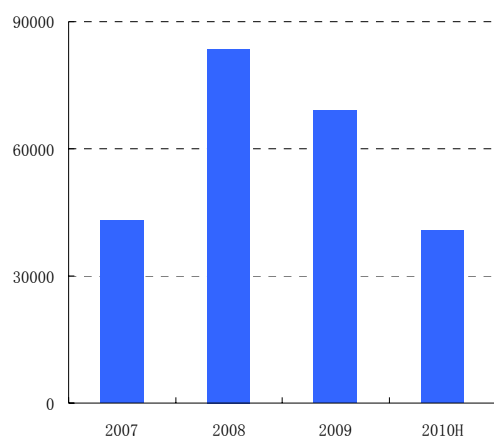
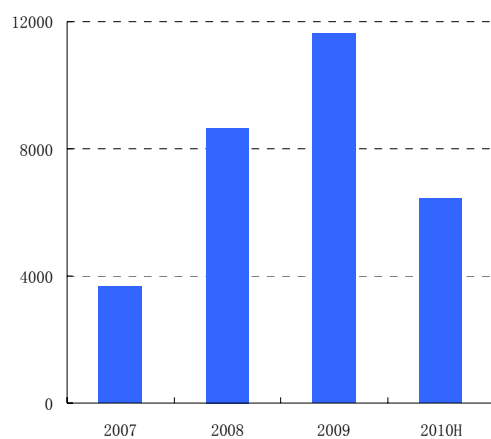


图 09：公司净利润 万元



资料来源：Wind、国元证券

图 10：公司综合毛利率

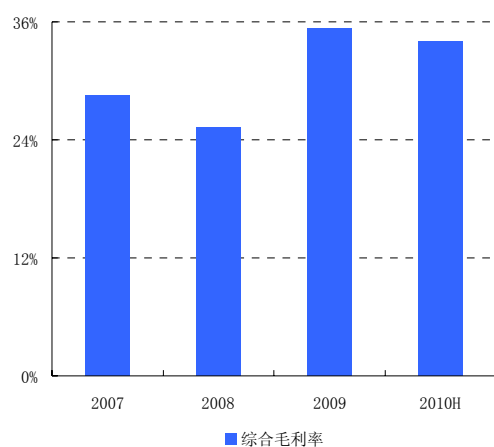
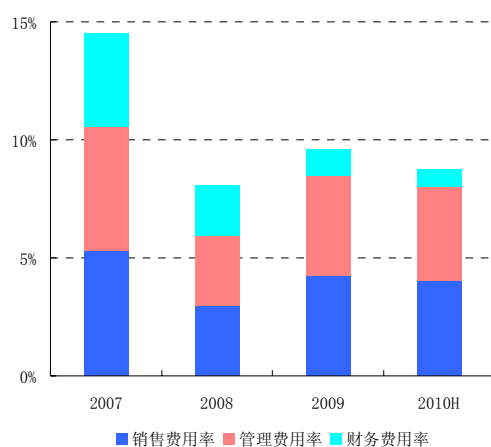


图 11：公司期间费用率



资料来源：Wind、国元证券

图 12: 主要原药产品产销量 吨

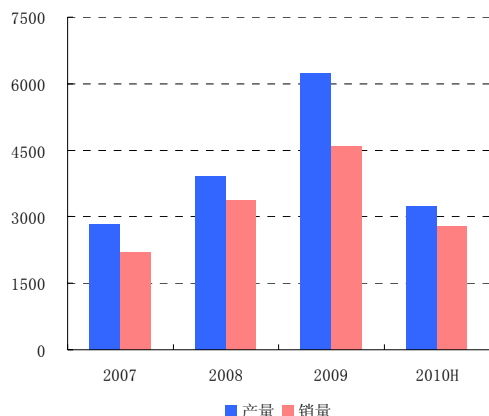
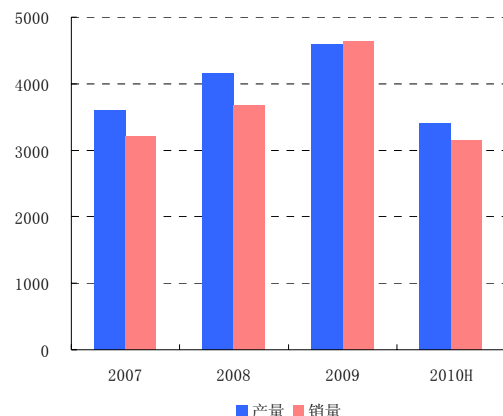


图 13: 主要制剂产品产销量 吨



资料来源: 公司公告、国元证券

图 14: 公司资产负债率

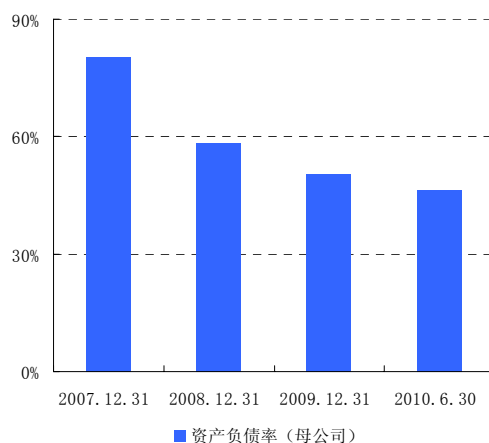
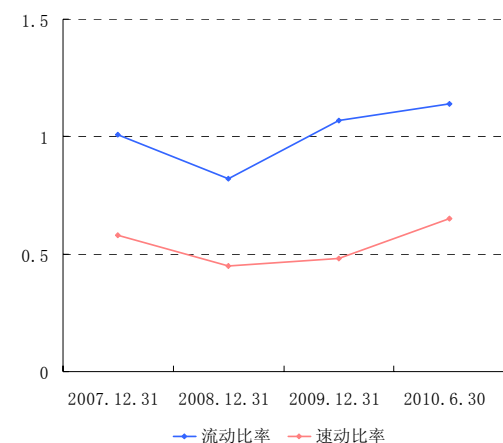


图 15: 公司流动比率和速动比率



资料来源: Wind、国元证券

3.2 竞争优势

公司坚持开发差异化产品,在国内率先开发出咪鲜胺、辛酰溴苯腈产品,成功推出氟环唑、二氟苄醌、吡氟酰草胺等一系列高端产品,并加强其下游制剂产品的研发与生产。

公司注重优势产品的集群优势及规模效应,在细分行业上形成相对优势。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。

表 01: 国内主要咪鲜胺原药、辛酰溴苯腈原药、氟环唑生产企业及产能 吨

咪鲜胺原药	产能	辛酰溴苯腈原药	产能	氟环唑	产能
江苏辉丰农化	3800	江苏辉丰农化	2000	江苏辉丰农化	200
南京红太阳	1000	浙江禾本农药化学	1000	利尔化学	150
浙江乐斯化学	1000	江苏长青农化	500	江苏七洲绿色化工	150
杭州庆丰农化	600	浙江东风化工	200	江苏飞翔化工	150

资料来源: 公司公告、国元证券

公司主要产品的工艺水平处于国内领先水平,拥有 10 项发明专利,另有 22 项发明专利

处于审查之中。产品储备丰富，目前共有 24 种原药登记产品，53 种制剂登记产品。

表 02：公司正在研发的新技术

项目名称	项目进程
100 吨/年抗倒酯原药项目	正在进行中试
200 吨/年肟草酮原药项目	正在进行中试
200 吨/年除草啶原药项目	正在进行中试
200 吨/年 2 甲 4 氯项目	正在进行中试
2500 吨/年三氯酚项目	正在进行中试
草胺磷原药项目	正在进行中试
草甘磷（空气氧化工艺）原药项目	正在进行小试
螺母酯原药项目	正在进行小试
烟嘧磺隆原药项目	正在进行小试
甲哌噻原药项目	正在进行小试

资料来源：公司公告

公司与巴斯夫、拜耳、马克西姆、纽发姆等国际农化跨国公司及北京颖泰等国内主要农药贸易公司形成了稳定的合作关系,在国内已树立“辉丰”制造品牌、“UFA”服务品牌等良好品牌形象。

第 4 部分 募投项目

公司发行股票扣除发行费用后的实际募集资金将投资于：年产 3000 吨咪唑鲜胺原药项目、年产 10000 吨辛酰溴苯腈原药项目、年产 1000 吨氟环唑原药项目、年产 13000 吨农药制剂加工项目、农药基层营销网络建设项目、农药环保剂型与芳基化农药工程技术研究中心项目。募投项目建成后，将进一步增强公司盈利能力。

表 04：募集资金项目

项目名称	投资总额 万元
一、原药产品扩产项目	
1、年产 3000 吨咪唑鲜胺原药项目	7993
2、年产 10000 吨辛酰溴苯腈原药项目	13932
3、年产 1000 吨氟环唑原药项目	11974
二、制剂深加工及营销配套项目	
1、年产 13000 吨农药制剂加工项目	18665
2、农药基层营销网络建设项目	6056
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	5022
合计	63642

资料来源：公司公告、国元证券

年产 3000 吨咪唑鲜胺原药项目中 1708.75 吨用于公司制剂加工项目，740.25 吨新增产能直接向国内外制剂加工企业销售。预测 2015 年国内外咪唑鲜胺原药需求总量将达到 14000 吨/年，其中国外需求量为 6000 吨/年，国内需求量为 8000 吨/年。

年产 10000 吨辛酰溴苯腈原药项目达产后年实际新增产出为 8421 吨/年，新增产出中 5507 吨直接向国内外制剂加工企业销售，2914 吨新增产能用于满足公司制剂项目。预测溴苯腈世界销量在 10 万-15 万吨/年，国内市场用量估计会达到 5000-10000 吨/年。

年产 1000 吨氟环唑原药项目达产后年实际新增产出为 824 吨/年，预测到 2013 年全球需求量有望达到 6000 吨/年。

年产 13000 吨农药制剂项目达产后年实际新增产出 9100 吨农药制剂产品，包括新增咪唑鲜胺系列制剂产品 3605 吨/年，新增辛酰溴苯腈制剂产品 5495 吨/年。

第 5 部分 盈利预测与估值

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.42、1.96、3.25 元，参考农药类上市公司估值水平，我们认为公司合理估值区间 42.60-49.70 元，对应 2010 年 30-35 倍 P/E，对应 2011 年 22-25 倍 P/E。

表 06：历史数据及盈利预测假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
咪鲜胺						
收入 百万	45	82	122	156	174	210
成本 百万	33	56	77	99	110	133
辛酰溴苯腈						
收入 百万	94	116	99	94	171	397
成本 百万	65	83	63	61	113	269
二氰蒽醌						
收入 百万		44	95	125	125	125
成本 百万		34	54	68	68	68
氟环唑						
收入 百万		11	64	78	146	348
成本 百万		8	33	38	74	176
吡氟酰草胺						
收入 百万	41	45	38	32	42	48
成本 百万	24	28	23	20	26	29
杀虫剂						
收入 百万	21	45	43	64	64	64
成本 百万	16	35	31	47	47	47
杀菌剂						
收入 百万	45	36	51	71	106	198
成本 百万	30	23	31	44	66	122
除草剂						
收入 百万	66	51	98	94	138	248
成本 百万	55	43	74	72	106	190

其他						
收入 百万	120	405	80	96	96	96
成本 百万	84	314	60	81	81	81
合计						
收入 百万	431	835	690	810	1062	1733
成本 百万	308	624	446	531	690	1116
毛 利 率	28.5%	25.2%	35.4%	34.5%	35.0%	35.6%

资料来源: Wind、国元证券

第 6 部分 风险提示

汇率变化风险

募集资金项目市场开拓风险

预测报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	363	1515	1710	2230	营业收入	690	810	1062	1733
现金	108	1209	1311	1583	营业成本	446	531	690	1116
应收账款	34	41	53	87	营业税金及附加	1	1	1	2
其他应收款	6	8	11	17	营业费用	29	32	42	69
预付账款	15	19	24	39	管理费用	89	81	106	173
存货	199	239	311	502	财务费用	8	-2	-9	-9
其他流动资产	0	1	1	1	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	352	487	585	608	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	230	369	468	493	营业利润	121	168	231	383
无形资产	102	102	102	102	营业外收入	19	0	0	0
其他非流动资产	16	13	11	10	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	715	2002	2295	2838	利润总额	137	168	231	383
流动负债	340	384	481	699	所得税	21	25	35	57
短期借款	110	110	138	173	净利润	116	143	196	325
应付账款	56	64	83	134	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	175	211	260	391	归属母公司净利润	116	142	196	325
非流动负债	8	9	9	9	EBITDA	129	181	244	400
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.16	1.42	1.96	3.25
其他非流动负债	8	9	9	9					
负债合计	348	393	490	708	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	2	2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	75	100	100	100	成长能力				
资本公积	56	1131	1131	1131	营业收入	-17.4%	17.5%	31.0%	63.2%
留存收益	233	376	572	897	营业利润	16.8%	38.9%	37.7%	65.7%
归属母公司股东权益	365	1607	1803	2128	归属于母公司净利润	34.6%	22.3%	37.7%	65.7%
负债和股东权益	715	2002	2295	2838	获利能力				
					毛利率(%)	35.4%	34.5%	35.0%	35.6%
					净利率(%)	16.9%	17.6%	18.5%	18.7%
					ROE(%)	31.9%	8.9%	10.9%	15.3%
					估值比率				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	56	148	185	278
投资活动现金流	-48	-150	-120	-50
筹资活动现金流	-30	1102	37	45
现金净增加额	-21	1100	102	272

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn