

研发部

邵明慧

SAC 执业证书编号: S1340210090001

联系人: 郝力芳

联系电话: 010-68858131

Email: haolifang@cnpsec.com

合理价格区间

40.26~45.14

发行基本情况

所属行业	农业化工
发行前总股本(百万股)	55
发行数量(百万股)	19
发行后总股本(百万股)	74

实际控制人 (IPO 前后)

杨振华(前)	56.61%
杨振华(后)	42.08%

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

具备光气资源及完整产业链的农药生产商

——蓝丰生化(002513)公司研究报告

摘要:

- **公司是国内重要农药生产商:** 公司是国内较大的以光气为原料的农药生产企业。公司的主要业务为杀菌剂原药及剂型、杀虫剂原药及剂型、除草剂原药及剂型、精细化工中间体的生产和销售。公司是国内最大的甲基硫菌灵生产企业;是国内多菌灵原药的主要供应商,产能位于全国三甲,也是国内为数不多的可生产精胺的企业,生产能力位于全国前列。公司产品远销国外,出口范围覆盖北美、南美、欧洲、亚洲等 35 个国家和地区。
- **农药生产环节向发展中国家转移及行业整合给国内厂商带来机会:** 发达国家农药工业起步早,目前农药巨头掌握着农药的研发以及销售的渠道和品牌,而农药市场的增长主要集中在中国、印度、亚太其他地区和南美洲的部分国家,发展中国家的农业发展将成为全球农药行业增长的驱动力。此外,由于欧美发达国家环保标准越来越高,发达国家农药生产企业面对与日俱增的高昂环保支出,生产环节纷纷向发展中国家转移,从而给中国及其他国家带来了发展机会。从国内农药行业发展趋势看,行业整合是其必然趋势,环保压力、准入门槛提高及品牌意识提高是促使行业整合的三大因素。
- **公司具光气资源优势且具备完整产业链:** 公司是国家发改委对生产光气监控的定点企业,取得了国家发改委颁发的《监控化学品生产特别许可证书》,是国内较大的以光气为原料农药生产企业。
公司具备较完整的产业链。公司生产中间体、农药原药及制剂,相比一般农药企业,产业链相对较长,节省了中间各环节的交易成本,能够自行供应上游中间体,既保证了中间体或原药的品质和供货期,又具有成本优势。
- **公司具有市场优势:** 公司开发光气化农药市场超过 30 年,在国内外具有比较明显的市场优势。公司产品销往国内大多数省份和美国、英国、澳大利亚、巴西等 35 个国家,国外客户包括美国 FMC 公司、以色列阿甘公司、德国 DVA 公司等多家国际知名农化企业。
- **盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2010-2012 年归属于母公司股东净利润将达到 90.6、96.0、142.6 百万元,每股收益 1.22 元、1.30 元和 1.93 元。我们选取 5 家业务类似的公司作参考,建议给予公司 33-37 倍的估值,对应的每股合理估值区间为 40.26~45.14 元。
- **风险提示:** 募投项目进程低于预期,将降低募投项目对公司业绩的贡献;国际市场风险,公司拥有 50%以上的出口业务,因此海外市场需求及汇率的变化都将直接影响公司业绩。

目 录

1、公司是国内较大的光气农药生产商	1
1.1 公司基本情况	1
1.2 公司股东及实际控制人情况	1
1.3 公司主营业务专一	2
2、农药行业情况	2
2.1 农药行业是国家重点支持产业	2
2.2 农药的分类	3
2.3 农药行业特点	3
2.4 国际农药行业现状及发展趋势	4
2.5 行业整合是我国农药行业发展的必然趋势	7
3、公司所属细分行业的市场供求现状	11
3.1 杀菌剂市场	11
3.2 杀虫剂市场	12
3.3 除草剂市场	12
3.4 精细化工中间体市场	12
4、公司竞争力分析	12
4.1 公司在业内地位	12
4.2 公司竞争优势分析	13
5、公司主营产品情况	17
5.1 公司产品分类及用途	17
5.2 公司产品生产工艺	18
5.3 公司产品市场分布	20
5.4 公司产品产能、产量及毛利率情况	22
5.5 公司产品销售收入情况	25
6、公司募投项目情况	27
6.1 乙酰甲胺磷项目前景	28
6.2 拟除虫菊酯项目前景	29
6.3 敌草隆项目前景	29
6.4 PPDl 与 PTSI 项目前景	29
6.4.1 PPDl 项目	29
6.4.2 PTSI 项目	30
7、公司盈利预测	30
7.1 假设与盈利预测	30
7.2 估值	32
7.3 风险提示	32

图表目录

图表 1 发行人股权结构图	1
图表 2 农药在农业生产中的作用及占生产成本的比例	3
图表 3 世界农药销量与 GDP 增速	4
图表 4 世界农药结构图	5
图表 5 2008 年全球农药主要区域销售额	5
图表 6 2006-2008 年世界前 6 家农药公司的销售情况	6
图表 7 2007 年中国农药出口区域分布	7
图表 8 2007 年中国出口农药品种在各地区所占比重	8
图表 9 2007 年全球各国农药销售额占比	8
图表 10 中国农药产量	9
图表 11 中国农药月产量累计同比增长	10
图表 12 公司主要产品及技术项目的获奖认定情况	13
图表 13 光气与其他资源生产工艺比较	14
图表 14 农药化工产业链	14
图表 15 公司主要产品的规模优势	15
图表 16 公司产品技术特点与优势	16
图表 17 公司产品分类	17
图表 18 公司主要产品的用途	18
图表 19 公司光气产品的生产工艺	19
图表 20 吡啶草胺的生产工艺	19
图表 21 精胺的工艺流程	20
图表 22 制剂的工艺流程	20
图表 23 公司产品的国内市场分布	21
图表 24 公司产品的国外市场分布	21
图表 25 公司主要产品的产能、产量、销量	22
图表 26 公司产品类别的毛利率情况	23
图表 27 公司细分产品的毛利率情况	24
图表 28 公司与可比上市公司的毛利率情况	25
图表 29 公司主要产品的销售收入情况	25
图表 30 2010 上半年公司前十大外销客户	26
图表 31 公司募投资金项目 单位：万元	27
图表 32 公司募投资金项目获得农药登记证情况	28
图表 33 公司盈利预测	31
图表 34 主要参照公司 PE 估值	32

1、公司是国内较大的光气农药生产商

1.1 公司基本情况

公司是国内较大的以光气为原料的农药生产企业，利用光气生产农药，具有生产消耗少、成本低、污染少的特点，技术优势明显。

公司的主要业务为杀菌剂原药及剂型、杀虫剂原药及剂型、除草剂原药及剂型、精细化工中间体的生产和销售。公司的产品具有高效、广谱、低毒、低残留的特点，其中杀菌剂产品甲基硫菌灵、多菌灵、除草剂产品环嗪酮的生产工艺达到世界先进水平。公司是国内最大的甲基硫菌灵生产企业；是国内多菌灵原药的主要供应商，产能位于全国三甲，也是国内为数不多的可生产精胺（杀虫剂甲胺磷、乙酰甲胺磷的中间体）的企业，生产能力位于全国前列。公司是国内环嗪酮的攻关单位及主要供应商，产品质量可以与杜邦公司同类产品相媲美。公司产品远销国外，出口范围覆盖北美、南美、欧洲、亚洲等 35 个国家和地区。

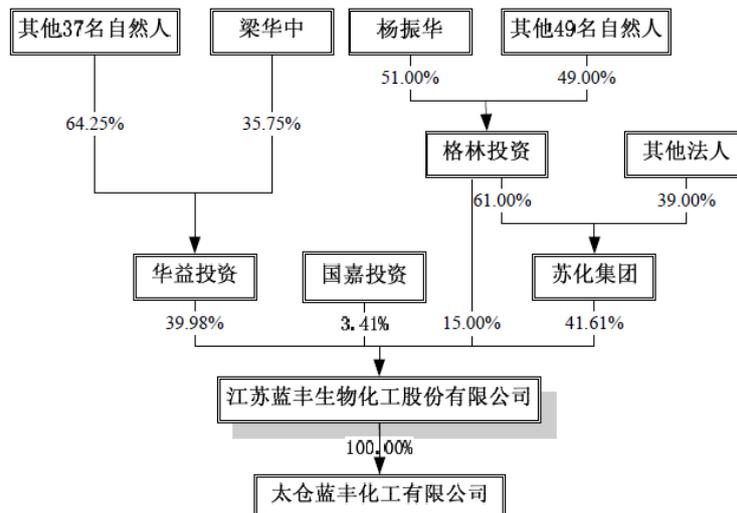
1.2 公司股东及实际控制人情况

1.2.1 公司第一大股东

本公司第一大股东是苏化集团，持有本公司 41.61% 的股份。苏化集团成立于 1996 年 12 月 18 日，注册资本人民币 10,500 万元，法定代表人为杨振华，注册地址为苏州工业园区中胜路 38 号，主要从事投资管理及基础化工产品的生产和销售。

1.2.2 公司实际控制人

图表 1 发行人股权结构图



资料来源：公司招股说明书

杨振华先生通过格林投资控股的苏化集团间接控制本公司 41.61%的股份，通过持有本公司第三大股东格林投资 51.00%的股权间接控制本公司 15.00%的股份，合计间接控制本公司 56.61%的股份，是本公司实际控制人。

1.3 公司主营业务专一

公司自设立以来，一直从事杀菌剂原药及制剂、杀虫剂原药及制剂、除草剂原药及制剂、精细化工中间体的生产和销售。公司产品按工艺流程来分，可分为光气类产品和有机磷类产品两个大类。

光气化学性质非常活泼，广泛用于聚氨酯、农药、医药、涂料、染料的合成。利用光气生产农药，具有成本低、工艺流程简单等优点。光气为剧毒气体，各国对光气控制极严，光气生产资质准入门槛高，难以获得。公司是国家发改委对生产光气监控的定点企业，取得了国家发改委颁发的《监控化学品生产特别许可证书》，是国内较大的以光气为原料生产农药的企业。截至 2008 年底国内拥有光气生产资格的企业共计 46 家，实际生产的 38 家，其中生产杀菌剂与公司形成直接竞争关系的仅有少数几家。公司生产利用光气已逾 30 年，技术成熟稳定，安全地利用光气生产农药，是公司重要的竞争优势。

公司另一大类产品为有机磷类产品，黄磷是中国的优势资源，全世界现有黄磷年生产能力约 150 万吨，中国占了 75%，各国有机磷产品原料大都来自中国。

公司是国内为数不多的可生产精胺（杀虫剂甲胺磷、乙酰甲胺磷的中间体）的企业，生产能力位居全国前列，为公司募集资金投资项目产品乙酰甲胺磷的原料供应提供了保障。

公司产品按用途来分，主要包括杀菌剂、杀虫剂、除草剂和精细化工中间体四大系列。公司是国内较大的杀菌剂生产企业，在国内率先研发甲基硫菌灵，是国内最大的甲基硫菌灵生产企业，同时是国内杀菌剂大宗品种多菌灵三大生产基地之一。公司是国内除草剂环嗪酮的攻关单位，是国内环嗪酮的主要供应商。

2、农药行业情况

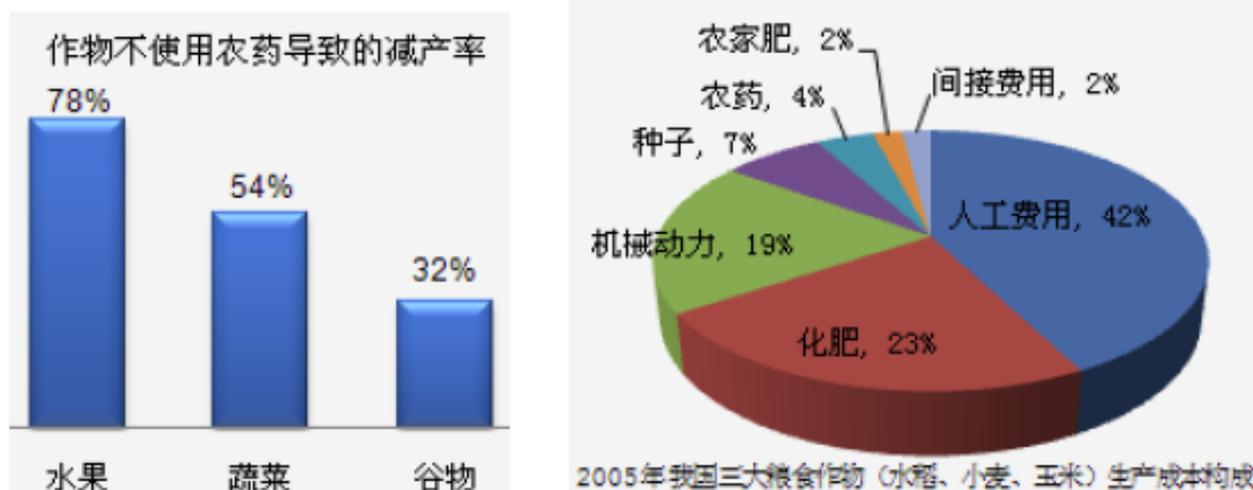
2.1 农药行业是国家重点支持产业

农药是指用于预防、消灭或者控制危害农业、林业的病、虫、草和其他有害生物以及有目的的调节植物、昆虫生长的化学合成或来源于生物、其他天然物质的一种物质或者几种物质的混合物及其制剂。

农药行业是国家重点支持的支农产业。国家发改委《产业结构调整指导目录(2007 年本)》中，鼓励开发生产高效、低毒、安全新品种农药及中间体。《全国农业和农村发展第十一个五年规划(2006-2010 年)》明确把“农产品质量安全水平进一步提高”作为重点发展目标之一，要求主要农作物病虫害损失降低 3%。2007 年中共中央、国务院《关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》明确指出，“积极发展低毒高效农药”、“加大对新农药创制工程支持力度，推进农药产品更新换代”。

农药在农业生产总成本中比重较低，投入产出比高达 6—10 倍。农药的广泛施用是提高单位面积产量、解决粮食危机的重要出路。据联合国粮农组织估计，世界粮食生产因虫害年损失 14%，因病害损失 10%，因草害损失 11%，因鼠害损失 20%。英国植保学家 L coppling 曾指出，如果停止使用农药，将使水果减产 78%，蔬菜减产 54%，谷物减产 32%。

图表 2 农药在农业生产中的作用及占生产成本的比例



资料来源：发改委价格司、招股说明书

2.2 农药的分类

农药按照用途分有以下几个大类：

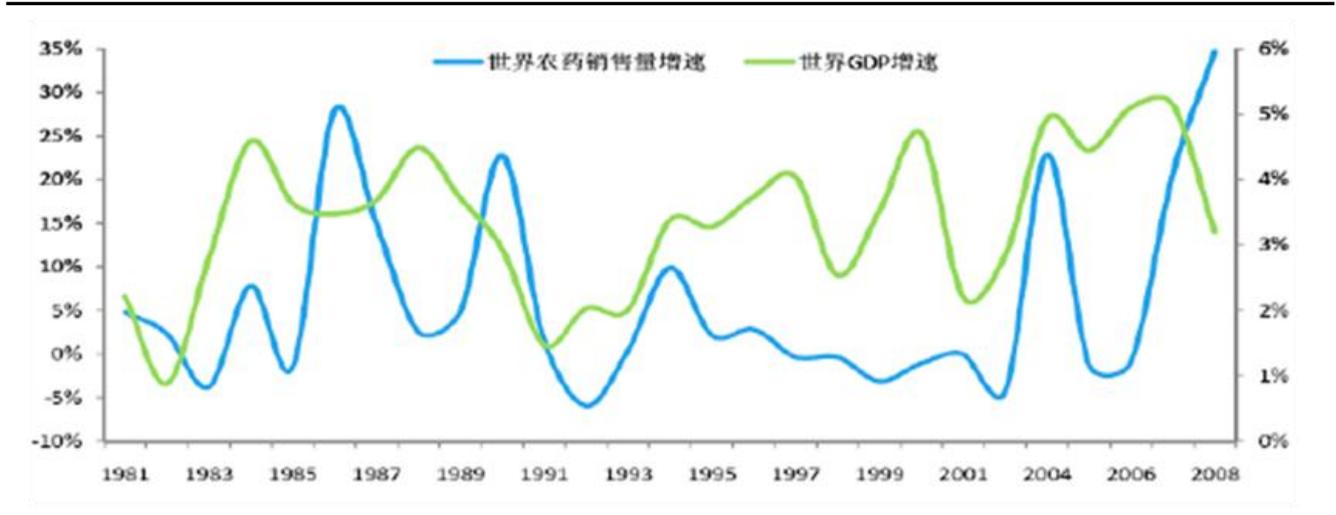
- (1) 杀虫剂：用来防治有害昆虫的药剂；
- (2) 除草剂：用来防治农田杂草的药剂；
- (3) 杀菌剂：用来防治植物病原微生物的药剂；
- (4) 植物生长调节剂：用来促进或抑制农林作物生长发育的药剂。

实际使用的农药用品是由农药原药和农药助剂制成的农药制剂，农药原药起主要作用，称为有效成分或活性成分。

2.3 农药行业特点

农药行业是弱周期行业，受宏观经济影响较小：农药是农业生产的必需品，刚性需求强。从 1981 年到 2008 年世界农药销售和 world GDP 的增速数据来看，全球农药行业增长稍滞后于 GDP 增长。

图表 3 世界农药销量与 GDP 增速



资料来源: Philips McDougall, IMF

农药行业具有明显的季节性: 一般而言, 每年上半年是农药生产的高峰期, 而 3~9 月是农药使用的高峰期。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。

农药品种具有较强的针对性: 由于季节、地域、气象的差异, 每个农药品种的功效都有较强的针对性, 因此整个农药市场是由数量众多的单个品种细分市场组成。根据中国农药工业协会统计, 2008 年我国农药产量 190.24 万吨, 由 300 多种原药品种构成, 平均每个品种的产量约为 0.6 万吨。一般来说, 万吨以上的品种可称为大吨位品种。公司产品中多菌灵属于杀菌剂中产销量最大的品种之一, 甲基硫菌灵属于 0.5-1 万吨之间的品种, 均具有广阔市场前景。

2.4 国际农药行业现状及发展趋势

2.4.1 国际农药行业现状

除草剂、杀菌剂和杀虫剂三大种类农药是国际农药市场的主体。2008 年除草剂、杀菌剂和杀虫剂占全球农药市场销售额的比例为 47:26:24。除草剂市场份额略有增加, 是全球最大的农药产品种类; 杀菌剂市场份额有明显的增加, 跃升为全球第二大农药产品种类; 杀虫剂市场份额逐渐减少。

图表 4 世界农药结构图

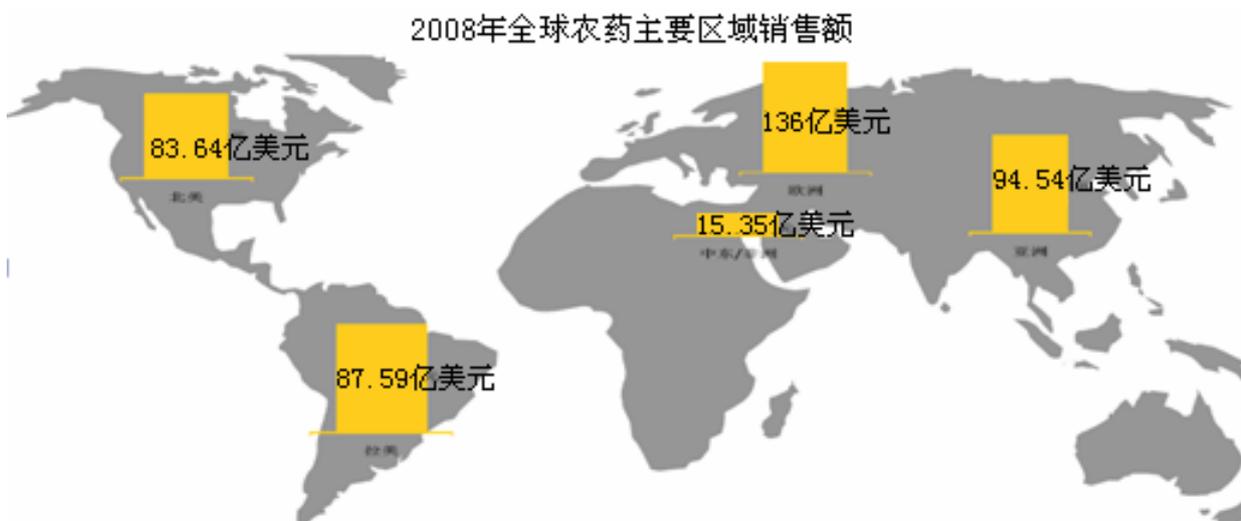


资料来源: Philips McDougall

从 1980 年到 1990 年,世界农药销售额增长了 2 倍多。2008 年,由于石油化工产品价格大幅上涨,全球农药价格一路上扬,销售额达到 520 亿美元。受金融危机影响,2008 年下半年农药价格大幅下滑,2009 年农药行业的消费量有所回落。

根据 Philips McDougall 的统计,按消费量来划分,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。

图表 5 2008 年全球农药主要区域销售额



资料来源: Philips McDougall

2.4.2 国际农药市场集中度高 研发力度不断加大

为增强研发实力,寻求规模效应,农化工业加速联合兼并,全球农药生产更加集中、垄断。2003 年经重组后的世界前 6 家农药公司的销售额占全球总额的 75%,2006 年占 84.91%,2007 年占 86.09%。2007 年,世界前 6 家农药公司的销售金额占到了全球农药销售总金额的 86%。

农药新产品的创制和产业化是国际农药企业利润最大的源泉。在专利的保护下,农药的原始开发商一般拥有创制品种 10 年以上的垄断权。随着环保及农药登记的要求越来越高,农药新品种的开发难度越来越大,研发费用激增,研发速度正逐渐减缓。过高的研发成本导致中小企业无力进行新品种的开发,农药新品种的开发基本垄断在六家研发型跨国农药公司手中。

图表 6 2006-2008 年世界前 6 家农药公司的销售情况 单位:百万美元

序号	公司	2006 年度	2007 年度	2008 年度
1	先正达	6,378	7,285	9,231
2	拜耳	6,698	7,458	8,721
3	巴斯夫	3,849	4,297	5,013
4	孟山都	3,316	3,385	4,996
5	道农科	3,399	3,779	4,535
6	杜邦	2,194	2,369	2,600
合计		25,834	28,573	35,096
全球合计		30,425	33,190	-
占全球比例		84.91%	86.09%	-

资料来源: 农药快讯

2.4.3 农药生产环节逐步向发展中国家转移

发达国家农药工业起步早,目前农药巨头掌握着农药的研发以及发达国家农药市场销售的渠道和品牌。农药市场的增长主要集中在中国、印度、亚太其他地区和南美洲的部分国家,发展中国家的农业发展将成为全球农药行业增长的驱动力。此外,欧美发达国家环保标准越来越高,发达国家农药生产企业面对与日俱增的高昂环保支出,生产环节纷纷向发展中国家转移。

2.5 行业整合是我国农药行业发展的必然趋势

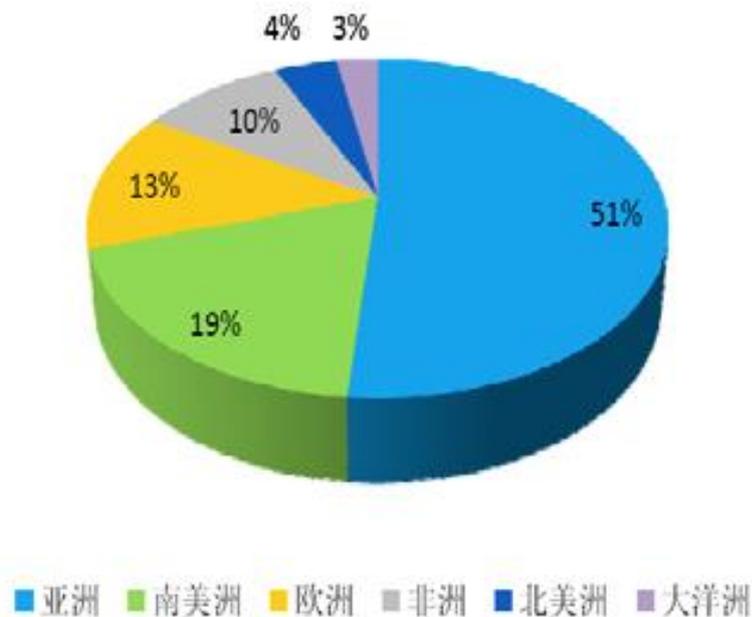
2.5.1 我国成全球第一大农药生产国和主要农药出口国

2008 年我国农药产量达 190.24 万吨，2009 年我国农药产量 226.22 万吨，已成为世界第一大农药生产国。

我国农药工业的基础扎实,产品质量较高;同时,我国生产成本比较低,有明显的价格优势。1994 年以后,农药出口量不断增加,进口量却逐年减少。2009 年,尽管受全球金融危机影响,我国农药出口量仍达到 50.7 万吨,是进口量的 11.5 倍。

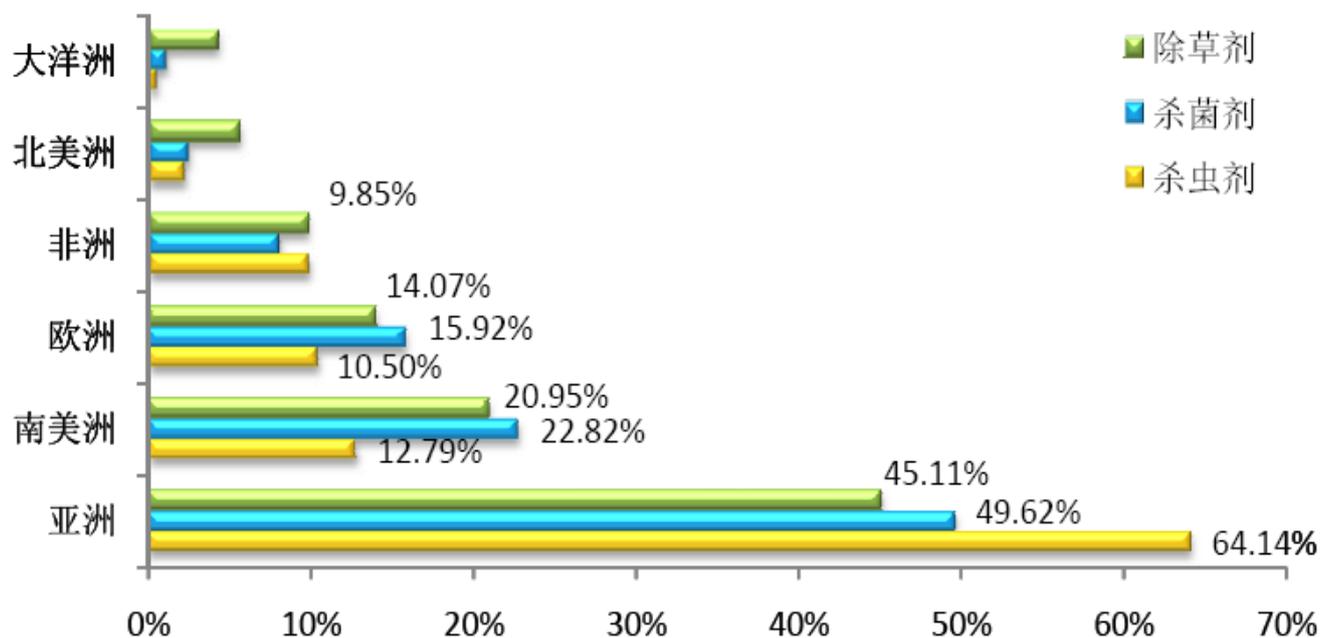
从 2007 年我国农药出口情况来看,我国农药出口主要地区在亚洲,占出口额的 51%,其次是南美洲,欧洲和北美所占比重较低,说明我国农药更多出口到发展中国家,难以占领欧美等发达国家的市场。

图表 7 2007 年中国农药出口区域分布



资料来源: 中国农药工业协会

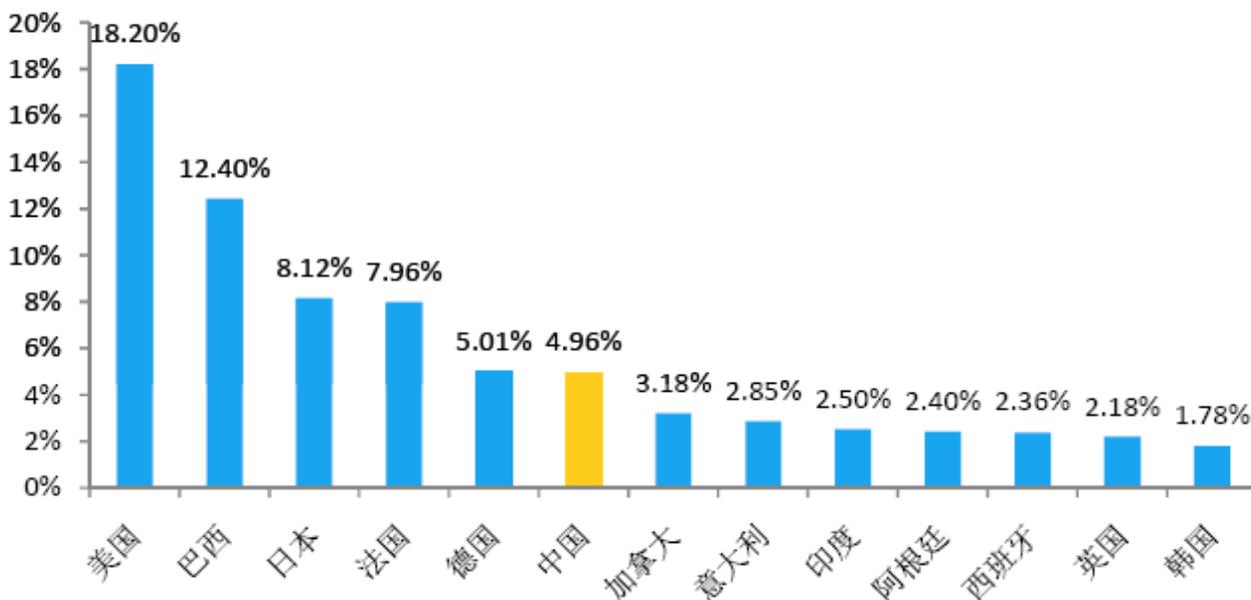
图表 8 2007 年中国出口农药品种在各地区所占比重



资料来源: 中国农药工业协会

2.5.2 我国农药市场需求稳步增长

图表 9 2007 年全球各国农药销售额占比

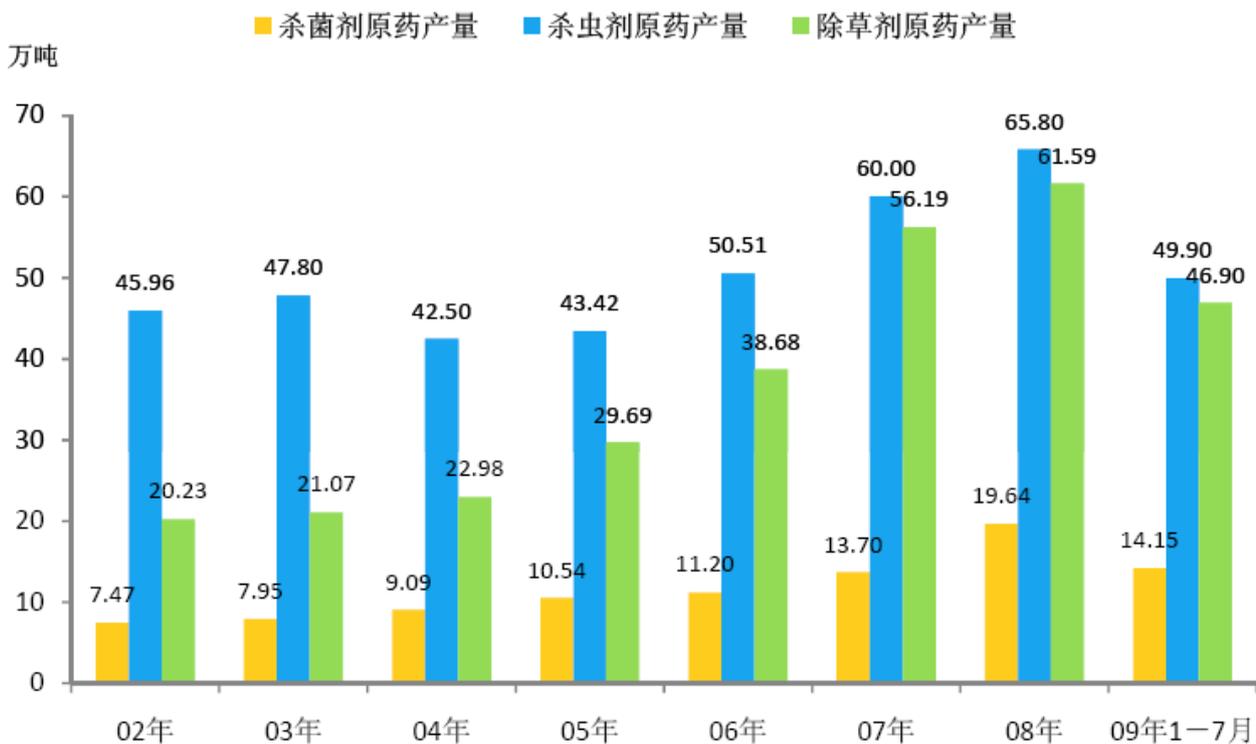


资料来源: 《中国农药》

国家发改委 2008 年 11 月 13 日公布的《国家粮食安全中长期规划纲要(2008—2020 年)》指出农药对保障我国十多亿人口粮食供应和经济社会发展具有重大战略意义，提出了全国新增 500 亿公斤粮食生产能力规划（ 2009—2020 年）和耕地保护、土地整理复垦开发规划。国内粮食播种面积将保持持续增长趋势，而非粮食作物种植面积将保持稳定，农药的需求将进一步增加。

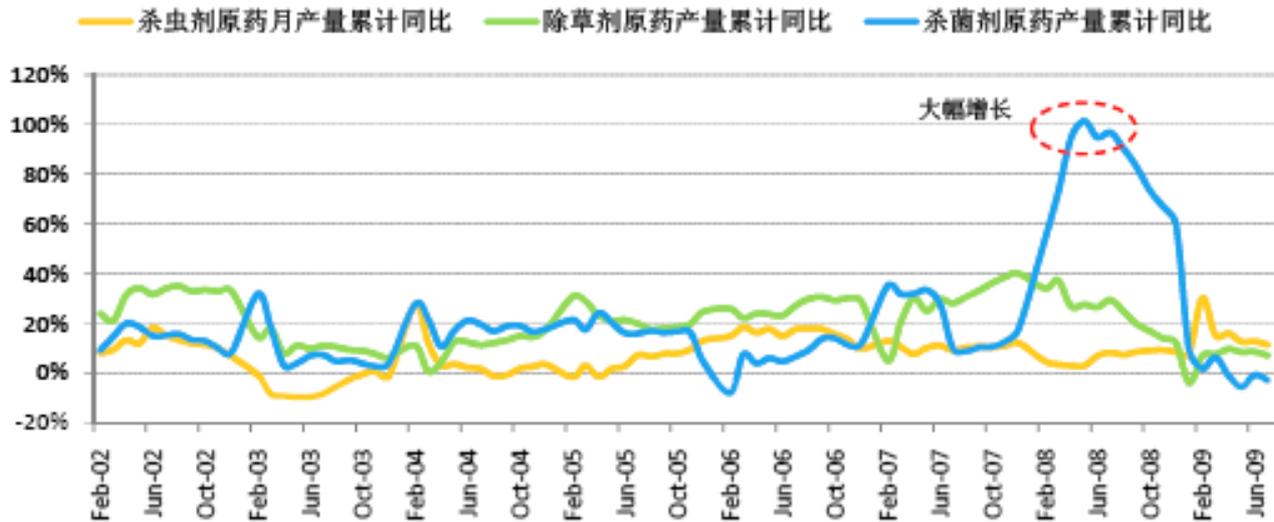
2007 年，我国成为全球第 6 大农药消费国，位居美国、巴西、日本、法国和德国之后。我国农药产品结构与国际农药产品结构不同，杀虫剂所占比重虽然逐渐降低，产量仍然位居第一；除草剂所占比重有所上升，排名第二；杀菌剂排名第三。2008 年杀虫剂所占比例已降至 34.57%，除草剂上升至 32.36%，而杀菌剂所占比例达到 10.32%，产量同比增长 43.36%。

图表 10 中国农药产量 单位：万吨



资料来源: Wind

图表 11 中国农药月产量累计同比增长



资料来源: Wind

2.5.3 行业整合是我国农药行业发展的必然趋势

从农药行业发展趋势看，行业整合是其必然趋势。三大因素加剧了农药行业整合：第一，环保压力日益加大，农化行业生产过程中会出现大量的“三废”，实力弱的农药企业将无力支付高昂的环保投入，必将逐步被淘汰；第二，准入门槛不断提高，势必淘汰一批中小企业；第三，随着收入的不断提高，品牌意识逐渐深入人心，经销商和用户优先选择名牌农药产品。

我国农药工业“十一五”发展规划提出，要造就资产达 50 亿—100 亿元、年销售收入达 50 亿元的大型领军企业，培育 50 个大型生产企业和一批中型骨干企业，在“十一五”末使农药原药企业数量从 700 家减少到 300 家。集约化、规模化是农药企业做大做强的必由之路，中国农药产业将进入新一轮整合期。

2.5.4 农药行业发展的有利因素

产业政策支持

2007 年中央一号文件《关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》明确指出：“积极发展低毒高效农药”、“加大对新农药创制工程支持力度，推进农药产品更新换代”。

2009年2月中共中央、国务院颁布《中共中央国务院关于2009年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》，再次关注“三农”，这是中央自从2004年以来连续第六次锁定“三农”。

2009年6月1日和8日，财政部和国家税务总局两次联合发布通知，提高部分商品出口退税率，涉及多种农药产品。其中三氯杀螨醇和杀螨醇出口退税率从5%提高到9%；克百威出口退税率从9%提高到13%；杀虫剂、植物生长调节剂等品种的退税率也均有所提高。

巨大的市场需求

国家实施鼓励农业发展的产业政策，实施的结果是全国粮食增产、农民增收。农业的振兴带动支农的农药行业持续景气，农药需求增加，价格上涨，产品销售顺畅，库存减少。

另外，气候变暖现象在我国已十分明显。科学研究表明，气候变暖将加剧农作物病虫害的流行和杂草蔓延，从而产生更多的农药需求。

高毒农药禁令，为高效低毒农药腾出巨大空间

2008年1月9日六部委发布《停止甲胺磷等五种高毒农药的生产、流通、使用》，规定甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷和磷胺等5种高毒有机磷农药自2008年1月9日起被禁止在国内的生产、流通；为履行已签订的外贸合同，可继续生产至2008年12月31日。2009年1月1日起，上述5种农药在国内被全面禁止。

上述5种高毒有机磷农药使用量占农药总使用量的25%。上述5种农药在国内的全面禁止，将形成100亿左右的市场空缺，这是生产低毒农药的厂家在未来几年内扩大生产规模、扩大市场份额的最好机会。目前高效低毒农药还不能完全满足高毒农药被禁后留下的市场空白，乙酰甲胺磷、拟除虫菊酯类农药等高毒农药替代产品面临良好的发展机遇。

3、公司所属细分行业的市场供求现状

本公司主要产品涉及杀菌剂、杀虫剂、除草剂和精细化工中间体，我们将具体介绍各产品的市场情况。

3.1 杀菌剂市场

2008年，我国杀菌剂总产量为19.64万吨（折百），同比增长43.36%，出口5.2万吨，增长19.4%。伴随病害较易发生的经济作物种植面积的逐年扩大，杀菌剂市场需求有所增加。2008年欧洲对于谷类杀菌剂强烈的需求以及美国和拉丁美洲玉米和大豆杀菌剂的扩张，使得杀菌剂的销售额增长了27.3%，达106亿美元。原材料价格的上扬和生产成本的拉动使部分产品价格水涨船高，多菌灵、代森锰锌等大宗品种价格上升幅度都很大。全国农业技术推广服务中心预测，2010年国内杀菌剂需求总量预计为7.07万吨。多菌灵与甲基硫菌灵是杀菌剂中市场热门品种。

3.2 杀虫剂市场

2008 年,我国杀虫剂总产量为 65.80 万吨(折百),同比增长 9.67%;出口 13.6 万吨,同比减少了 1.9%。2008 年国内杀虫剂需求量为 14.01 万吨,同比减少 3.24%。减少的部分主要是水稻、棉花上的杀虫剂,减少的原因是 2008 年春天低温,没暴发较大规模的病虫害。2008 年以来,大宗规格品种毒死蜱、乙酰甲胺磷等有机磷品种价格涨幅在 10%~15%。

全国农业技术推广服务中心预测,2010 年国内杀虫剂需求总量预计为 12.95 万吨。随着甲胺磷等 5 种高毒杀虫剂全面退市,一些高效低毒品种的需求量大幅上升,如乙酰甲胺磷已广泛用于大面积病虫害防治。

拟除虫菊酯农药前景看好,氯菊酯、氯氰菊酯、氟氯氰菊酯、高效氯氟氰菊酯等都是市场热门品种。

3.3 除草剂市场

2008 年,我国除草剂总产量为 61.59 万吨(折百),同比增长 9.61%,出口 27.7 万吨,同比增加了 5.8%。近年来,我国化学除草面积以每年 3000 万亩次的速度递增,目前已达 6 亿多亩次,除草剂市场潜力巨大。2008 年全国除草剂需求约 8 万吨,同比增长 10%。据克罗普诺斯统计(Cropnosi),由于农作物面积增大及新兴市场用量增长,2008 年占整个市场总量约一半的除草剂销售额增长了 23.7%。

全国农业技术推广服务中心预测,2010 年国内除草剂需求总量预计为 8.91 万吨,比上年上升 17%(资料来源:中国化工报)。随着甘蔗种植面积的逐年增长,主要用于甘蔗地除草剂敌草隆的使用量也将逐年上升。

3.4 精细化工中间体市场

我国现有农药精细化工中间体生产厂 800 家左右,主要集中在上海、江苏和浙江。1990 年以来,我国农药产量逐年增加,农药精细化工中间体的产量也逐年增加。2006 年,我国农药精细化工中间体产量约为 158 万吨,1990—2006 年年均增长率为 6.6%。

我国农药精细化工中间体未来产品的发展方向是国内尚不能生产的中间体、高毒农药替代品的中间体、含杂环的农药中间体、含氟的农药中间体和手性农药的中间体。例如 2008 年,高毒农药甲胺磷替代品乙酰甲胺磷的中间体精胺国内生产企业不多,仅沙隆达、蓝丰生化、河北威远、浙江嘉化等公司生产,目前总产能 5~6 万吨。

4、公司竞争力分析

4.1 公司在业内地位

公司是国内较大的以光气为原料生产农药的企业，在国内率先研发并生产甲基硫菌灵、环嗪酮、苯菌灵等产品，并且成功开拓了该系列产品的国际、国内市场，目前本公司已有 43 个产品出口到巴西、美国、比利时、韩国、日本等 35 个国家。公司产品线长，多个产品具有较强市场竞争力。

公司是杀菌剂中最大宗品种多菌灵的主要生产商，产能达到 10,000 吨，与安徽广信农化集团有限公司及宁夏三喜科技有限公司位列三甲。

公司是国内最大的甲基硫菌灵原药生产基地，目前全球甲基硫菌灵的需求量约为 8,000 吨。2009 年公司甲基硫菌灵原药产量超过 2,600 吨，是国内最大的甲基硫菌灵生产商，公司在全球的主要竞争对手为日本曹达株式会社。

公司是国内首家开发并全面掌握环嗪酮关键技术的企业。环嗪酮是 1974 年由美国杜邦公司研制开发成功的灭生性除草剂，在美国、澳大利亚、新西兰等许多国家已得到广泛的应用。在我国，本公司前身江苏新沂农药厂与江苏农药研究所共同承担国家“八五”科技攻关项目获得成功，1996 年该产品被认定为国家级新产品。

公司还是国内为数不多的精胺主要生产企业之一。

图表 12 公司主要产品及技术项目的获奖认定情况

获奖时间	项目或产品	认定单位	获奖认定情况
2009 年	多菌灵原药	江苏省科学技术厅	江苏省高新技术产品
2009 年	50%苯菌灵可湿性粉剂	江苏省科学技术厅	江苏省高新技术产品
2009 年	甲基硫菌灵	江苏省科学技术厅	江苏省高新技术产品
2009 年	环嗪酮（林草净）原药	江苏省科学技术厅	江苏省高新技术产品
2008 年	蓝丰牌甲基硫菌灵	江苏省名牌战略推进委员会	江苏名牌产品
2008 年	乙酰甲胺磷	江苏省科学技术厅	江苏省高新技术产品
2006 年	异菌脲原药	国家科技部	国家星火计划项目
2004 年	烯酰吗啉原药	江苏省科学技术厅	江苏省科技进步三等奖
2003 年	吡唑草胺	江苏省科学技术厅	江苏省高新技术产品
2002 年	甲胺基阿维菌素苯甲酸盐原药	江苏省科学技术厅	江苏省高新技术产品

资料来源:招股说明书

4.2 公司竞争优势分析

4.2.1 光气资源优势

光气化学性质非常活泼，广泛用于聚氨酯、农药、医药、涂料、染料的合成。利用光气生产农药，具有成本低、工艺流程相对简单等特点。光气生产资质准入门槛高，难以获得。

公司是国家发改委对生产光气监控的定点企业，取得了国家发改委颁发的《监控化学品生产特别许可证书》，是国内较大的以光气为原料农药生产企业。

截至 2008 年底国内拥有光气生产资格的企业共计 46 家，实际生产的 38 家，其中生产杀菌剂与公司形成直接竞争关系的仅有少数几家。本公司自 1976 年设立以来，一直从事光气化农药研究和生产。公司生产利用光气已逾 30 年，技术成熟稳定，安全地利用光气生产农药，是企业重要的竞争优势。

通过优化生产工艺流程，减少了反应步骤，使生产流程简单、直接。其它无光气资源的企业，采用氯化亚砷生产工艺进行生产，具体比较如下：

图表 13 光气与其他资源生产工艺比较

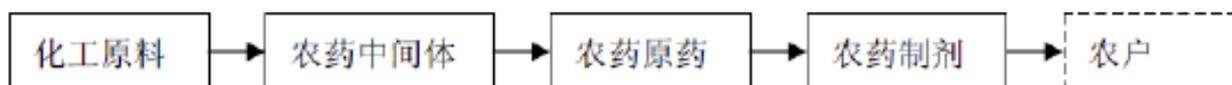
工艺名称	光气生产工艺	氯化亚砷生产工艺
环保投入	工艺清洁，反应后的主要废气为 HCl，此气体用水吸收后可以生成副产品盐酸外售。	生成 HCl 还有 SO ₂ 等难处理的气体，废气量比光气生产多约 20%，且会产生大量的废液，工作环境差、污染重。
生产成本	合成光气的原料液氯和焦炭价格较低。	合成氯化亚砷的原料硫磺和三氧化硫价格较高。
安全性	光气剧毒，安全生产方面投入较高，对于工艺设计、安全措施、管理水平要求较高。	氯化亚砷高毒，安全生产方面投入较大。

资料来源：招股说明书

目前氯化亚砷法因环境污染大、生产成本高，属于市场竞争力弱、可能被淘汰的落后生产工艺。

4.2.2 产业链完整及规模优势

图表 14 农药化工产业链



资料来源：招股说明书

公司生产中间体、农药原药及制剂，在农药化工产业链中处于中间部分，相比一般农药企业，产业链相对较长，节省了中间各环节的交易成本，能够自行供应上游中间体，既保证了中间体或原药的品质和供货期，又具有成本优势。

图表 15 公司主要产品的规模优势

产品	产品规模
多菌灵	国内主要供应商，产能位于全国三甲
甲基硫菌灵	国内最大的生产企业
环嗪酮	国内主要供应商
吡唑草胺	国内主要供应商
精胺	国内为数不多的生产企业之一，生产能力位居全国前列
光气化中间体	全国较大的以光气为原料的农药生产企业

资料来源：农药工业协会

4.2.3 技术优势

公司是国家农药创制工程技术研究中心基地，设有省级企业技术开发中心及江苏省博士后科研工作站，拥有一大批具有丰富经验的科技工作者。公司掌握了全国各地主要作物的常见病、虫、草害的药剂生物活性反应资料，通过营销与技术服务网络及时获得病虫害及市场需求信息。公司与沈阳化工研究院、湖南省化工研究院、南京农业大学等科研院所建立了稳定合作关系，通过实施产品经理负责制将病虫害预测、需求调查与项目立项、配方研究、生物测定、标准制定、产品登记、市场推广、批量生产等纳入统一的高效系统。

公司作为中国农药工业协会第七届理事会常务理事单位，由于其产品纯度高，稳定性高，一直引领全行业部分产品质量标准不断提高，并作为起草单位参与制定相关产品的国家标准。如国家质量监督检验检疫总局和国家标准化管理委员会 2009 年 4 月 27 日颁布的甲基硫菌灵可湿性粉剂国家标准（GB 23552-2009）和 2009 年 11 月 30 日甲基硫菌灵原药国家标准（GB 24755-2009）。公司产品技术具有反应流程简明、催化剂先进、产品有效成份含量高、有害杂质含量低的特点。

图表 16 公司产品技术特点与优势

技术方法名称	技术特点与优势
甲基硫菌灵合成技术	对工艺流程中合成反应、水洗过程进行改进，使得产品质量好、消耗低，同时废水排放少。
乙酰甲胺磷催化合成技术	采用特殊催化剂提高原料的转化率，降低成本。
邻苯二胺加氢法技术化处理	采用加氢法生产邻苯二胺，取代硫化碱还原，实现无废水生产，大大减少了污染物的排放，提高了产品质量。
利用光气生产菊酯类农药中间体技术	利用光气生产菊酯类农药中间体，再生产菊酯类农药，改变了其他企业利用氯化亚砷生产该中间体的方法，有效的利用了本公司光气资源，降低了生产成本，大大减少生产过程中产生的“三废”。
环嗪酮技术	产品合成中两步使用光气，均为企业内部自主提供光气中间体，重要原料环己酯为公司内部特有技术合成，具有工艺洁净、纯度高、成本低的特点。环嗪酮使用DCS集散控制系统，保证了产品的纯度可达98%以上，产品杂质含量低，中间溶剂处理方法简单易行，废水几乎零排放。
吡啶草胺技术	突破常见的甲基化生产法，使用工艺更先进的甲叉法。甲叉法的产量是甲基化法的8倍，由于工艺方法的改进，更容易控制产品的纯度及后续工序，纯度可以达到99%降低了生产风险。

资料来源：招股说明书

4.2.4 市场优势

公司开发光气化农药市场超过 30 年，在国内外具有比较明显的市场优势。公司产品销往国内大多数省份和美国、英国、澳大利亚、巴西等 35 个国家，国外客户包括美国 FMC 公司、以色列阿甘公司、德国 DVA 公司等多家国际知名农化企业。通过优良的产品品质、稳定的供应和完善的服务，本公司与上述公司建立了长期稳定的战略合作关系。

苏化集团在有机磷农药领域曾经是国内的龙头公司，产品有较强的品牌优势。2004 年苏化集团成为本公司第一大股东之后陆续将其生产农药的相关资产投入到本公司，并采取积极整合营销网络；促进公司与原苏化集团客户重新签订协议，直接扩大销量等措施融合资源优势。本公司部分产品通过延用苏化集团原有的农药“虎牌”商标，获得了较高的市场认知度和美誉度。

4.2.5 品牌优势

对于杀菌剂来说，品牌尤其重要。这主要由于杀菌剂需要在农作物生产过程中不断喷洒，一直到农作物收获时才能判断其药效，不像杀虫剂、除草剂的药效立竿见影。这种特点使得用户不敢轻易尝试更换杀菌剂产品。与杀虫剂和除草剂相比，杀菌剂的品牌建立难，品牌建立后也具有强大的生命力。

早在农药匮乏的计划经济时代，杀菌剂中的最大宗品种多菌灵，就作为国家较早研发出的指定杀菌剂，其广谱和卓越的防效被市场认可，形成了良好的市场基础。当时被国家指定生产多菌灵的企业，很多因产业调整被关闭。“蓝丰”牌多菌灵及其前身，作为一个拥有

三十多年历史的品牌，具有良好的品牌效应。而公司的主要竞争对手，多在近两年才注册多菌灵制剂的农药登记证，难以在短时间内形成品牌优势。

2003 年，农业部将公司生产的多菌灵、甲基硫菌灵、霜霉威、异菌脲及募集资金投资项目产品中高效氯氟氰菊酯、氯氰菊酯等产品列入“无公害农产品生产推荐农药品种”名单，均具有高效、低毒、低残留的特点。

2008 年 12 月，江苏省名牌战略推进委员会将公司“蓝丰”牌甲基硫菌灵授予江苏名牌产品称号。

5、公司主营产品情况

5.1 公司产品分类及用途

图表 17 公司产品分类

产品类别	光气类	有机磷类
杀菌剂	多菌灵、甲基硫菌灵、苯菌灵	-
除草剂	环嗪酮、吡唑草胺	-
杀虫剂	-	乙酰甲胺磷
中间体	氯甲酸甲酯、氯甲酸乙酯	精胺

资料来源：招股说明书

图表 18 公司主要产品的用途

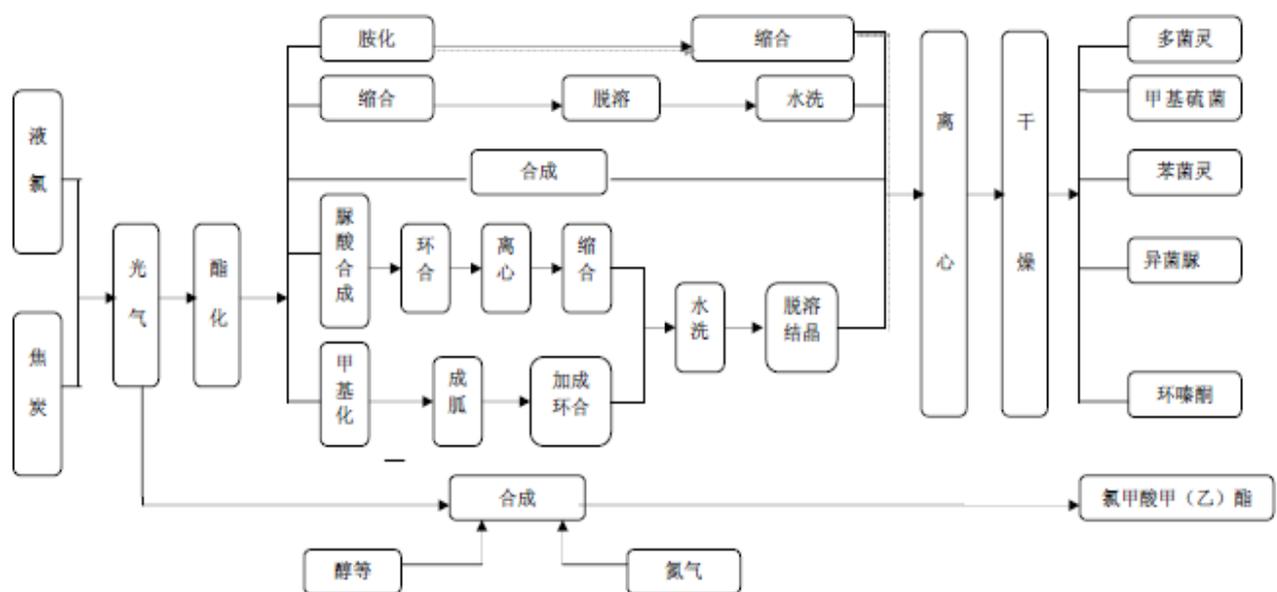
产品	别名	性质、用途、功效
多菌灵	棉萎灵	高效广谱内吸性杀菌剂，具保护、治疗和铲除作用，对子囊菌和半知菌中许多病原菌有良好抑制活性，对锈菌、鞭毛菌和接合菌无效，用于防治蔬菜、果树和各种经济作物叶部病害及麦类赤霉病、大豆菌核病等，是一种低毒、内吸式杀菌剂农药，主要用于棉花、小麦、水稻、果树等农林作物上。
甲基硫菌灵	甲基托布津	广谱内吸性杀菌剂，具有高效、广谱、内吸、低毒特点，兼有保护和治疗作用，适用于水稻、小麦、禾谷类、棉花、蔬菜、果树、马铃薯、烟草、花生、毛竹等。
苯菌灵	苯来特	高效广谱内吸性杀菌剂，具保护、治疗和铲除作用，对子囊菌和半知菌中许多病原菌有良好抑制活性，对锈菌、鞭毛菌和接合菌无效，用于防治蔬菜、果树和各种经济作物叶部病害及麦类赤霉病、大豆菌核病等，是一种低毒、内吸式杀菌剂农药，主要用于防治蔬菜、果树、稻麦等作物。
环嗪酮	林草净	芽后触杀性除草剂，主要通过抑制植物的光合作用，使其代谢紊乱致死，是一种优良的除草剂，广泛用于一年生和两年生杂草。
吡唑草胺	2-氯-N-乙酰胺	氯乙酰苯胺类除草剂，可防除油菜、大豆、马铃薯、烟草和移植甘蓝田中禾本科杂草和双子叶杂草。本公司吡唑草胺属于按客户订制的产品，主要出口比利时，用于生物柴油原料—油菜的除草。在国内只有公司一家生产并出口，属于应客户订单要求小批量生产的农药品种。
精胺	二甲基胺基硫酸酯	农药中间体，主要作为生产甲胺磷及乙酰甲胺磷的原料。
甲胺磷	多灭灵	甲胺磷是一种广谱、高效、内吸高毒高效的有机磷杀虫剂，可用于防治棉铃虫、粘虫、三化螟、稻纵卷叶虫及蝼蛄、蛴螬等地下害虫。曾是我国使用最广泛的农药，由于其高毒，现已被禁止在大陆生产和使用。
乙酰甲胺磷	高灭磷	乙酰甲胺磷为低毒内吸杀虫剂，具有胃毒和触杀作用，并可杀卵，有一定的熏蒸作用，是缓效型杀虫剂，适用于蔬菜、茶树、烟草、果树、棉花、水稻、小麦、油菜等作物，防治多种咀嚼式、刺吸式口器害虫和害螨及卫生害虫。通常将甲胺磷乙酰化就进行生产乙酰甲胺磷。
甲酯	氯甲酸甲酯	氯甲酸酯类，用于生产多菌灵和甲基硫菌灵的中间体，在医药领域也有广泛用途。
乙酯	氯甲酸乙酯	氯甲酸酯类，用于生产环嗪酮的中间体，在医药领域也有广泛用途。

资料来源：招股说明书

5.2 公司产品生产工艺

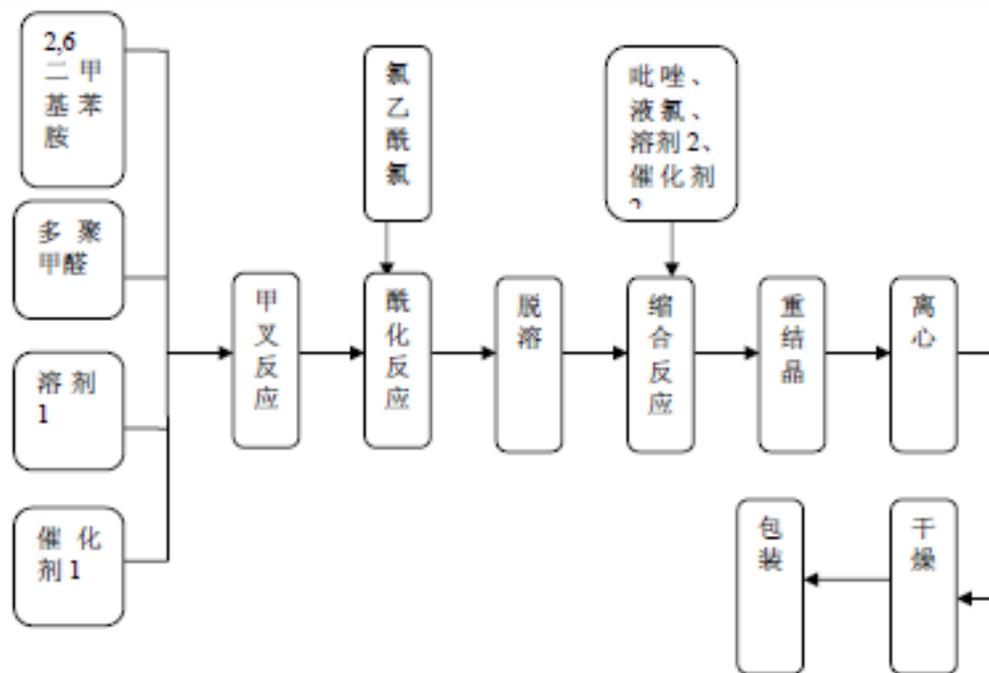
本公司主要产品中多菌灵、甲基硫菌灵、苯菌灵、环嗪酮为光气化产品，氯甲酸甲酯为生产多菌灵和甲基硫菌灵的中间体，氯甲酸乙酯为生产环嗪酮的中间体，也是光气化产品。上述产品生产过程均为连续性的光气化反应过程。精胺是有机磷类农药中间体，可以用来生产乙酰甲胺磷。而吡唑草胺是一种氯乙酰苯胺类除草剂。

图表 19 公司光气产品的生产工艺



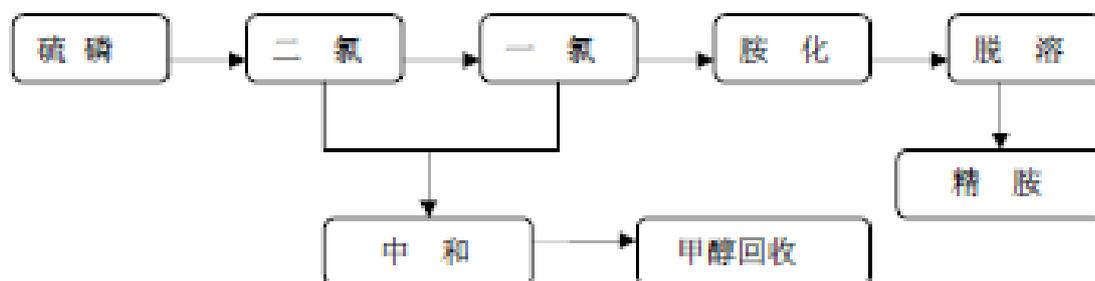
资料来源：招股说明书

图表 20 吡唑草胺的生产工艺



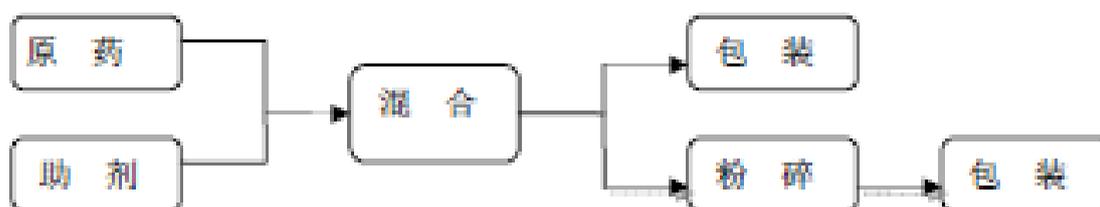
资料来源：招股说明书

图表 21 精胺的工艺流程



资料来源：招股说明书

图表 22 制剂的工艺流程



资料来源：招股说明书

5.3 公司产品市场分布

5.3.1 公司产品国内市场分布

公司产品品种多，适用不同的地区，在国内销往除西藏以外的所有省份，我国主要粮食作物和经济作物的生产基地都是公司的重点销售区域，如山东寿光蔬菜基地、烟台水果基地、安徽砀山水果基地等等。

图表 23 公司产品的国内市场分布



资料来源：招股说明书

5.3.2 公司产品国外市场分布

图表 24 公司产品的国外市场分布

产品名称	主要海外销售区域
多菌灵	东南亚、韩国、欧洲、巴西
甲基硫菌灵	东南亚、韩国、欧洲、巴西、美国
环嗪酮	巴西、南非
吡唑草胺	欧洲、南非
精胺	巴西、印度
苯菌灵	巴西

资料来源：招股说明书

公司产品出口主要面向三大地区：东南亚、欧美和南美。其中东南亚主要有越南、老挝、柬埔寨；南美主要有巴西和阿根廷；欧美主要有美国和比利时，东南亚和南美同属发展中国家之列，欧美属于发达国家。

由于东南亚及南美等国家同属发展中国家之列，国内农化行业基础较为薄弱，农药历来严重依赖进口，一直处于全球化工巨头的掌控中。东南亚及南美等国家农药进口政策具有如下特点：对于当地不能自行生产的农药品种，属于政府支持进口的产品，适用零关税；对于当地能够自行生产的农药，适用低于 10% 的较低税率。本公司目前主要面向东南亚及南美等发展中国家出口的产品及募集资金投资项目产品均属于上述两类产品。

公司销往美国市场的产品主要是甲基硫菌灵，销往欧洲市场的产品主要是吡啶草胺。欧美等发达国家主要采取非关税壁垒的措施来限制国外的农药进口，如严格的农药登记要求、高额的登记费用、漫长的登记流程等。目前公司已作为部分欧美市场经销商的供应商进行了原药原产地登记。

农化行业在外贸中属于体量较小的行业，针对到具体某个产品，每年的销售数量及金额更加微小，因此，一般不会由农药产品导致贸易摩擦，历年来鲜有针对农药产品发起的贸易保护程序。对发达国家及世界农药巨头来说，也乐于从中国、印度等发展中国家采购价格低廉的农药原药。

5.4 公司产品产能、产量及毛利率情况

图表 25 公司主要产品的产能、产量、销量

产品名称	年度	产能	产量	销量	制剂自用	产能利用率	产销率
多菌灵原药	2010 年 1-6 月	10,000	4,979	3,689	1,031	100%	95%
	2009 年	6,000	5,184	3,893	931	86%	93%
	2008 年	6,000	4,608	3,383	800	77%	91%
	2007 年	3,000	2,095	1,167	1,078	70%	107%
甲基硫菌灵原药	2010 年 1-6 月	4,000	2,135	1,519	502	107%	95%
	2009 年	3,000	2,586	2,176	623	86%	108%
	2008 年	3,000	2,360	1,825	428	79%	95%
	2007 年	3,000	2,143	1,628	512	71%	100%
苯菌灵原药	2010 年 1-6 月	1,000	378	194	127.56	76%	85%
	2009 年	1,000	504	198	346	50%	108%
	2008 年	1,000	697	363	326	70%	99%
	2007 年	500	370	263	116	74%	102%
吡啶草胺原药	2010 年 1-6 月	300	96.88	88.15	1.68	65%	93%
	2009 年	300	194	190	-	65%	98%
	2008 年	300	222	231	-	74%	104%
	2007 年	300	162	177	-	54%	109%
环嗪酮原药	2010 年 1-6 月	1000	303.45	136.43	131.45	61%	88%

	2009年	1000	431	131	382	43%	119%
	2008年	1000	440	332	75	44%	93%
	2007年	1000	200	116	55	20%	86%
精胶	2010年1-6月	12,000	2440.83	1180	1081.79	41%	93%
	2009年	12,000	6,316	5,600	1,269	53%	109%
	2008年	12,000	7,836	7,651	97	65%	99%
	2007年	8,000	5,385	6,109	-	67%	113%
氯甲酸甲酯	2010年1-6月	7,000	4,480	2,448	1948.3	128%	98%
	2009年	5,000	3,666	3,633	710	73%	118%
	2008年	5,000	3,442	3,021	656	69%	107%
	2007年	3,000	2,518	2,492	-	84%	99%
氯甲酸乙酯	2010年1-6月	3,000	1,865	1,235	250.42	124%	80%
	2009年	3,000	2,680	2,410	364	89%	104%
	2008年	3,000	2,556	2,098	371	85%	97%
	2007年	3,000	2,202	2,133	76	73%	100%
主要品种合计	2010年1-6月	38,300	16,677	10,489	5,074	87%	93%
	2009年	31,300	21,561	18,231	4,625	69%	106%
	2008年	31,300	22,161	18,904	2,753	71%	98%
	2007年	21,800	15,075	14,085	1,837	69%	106%

资料来源：招股说明书

注：产能利用率=产量/产能

产销率=(制剂自用+销量)/产量

2010年1-6月的产能为全年的产能，计算产能利用率时折半计算。

图表 26 公司产品类别的毛利率情况

业务	2010年1-6月		2009年度		2008年度		2007年度	
	毛利	占总毛利比例	毛利	占总毛利比例	毛利	占总毛利比例	毛利	占总毛利比例
农药类	6,646.13	67.05%	11,220.61	68.01%	12,558.53	64.35%	5,347.93	54.00%
精细化工中间体	2,062.89	20.81%	3,760.45	22.79%	5,670.59	29.06%	2,976.88	30.06%
加工产品	738.19	7.45%	1,203.63	7.29%	974.12	4.99%	921.53	9.31%
其他	464.41	4.69%	314.96	1.91%	313.16	1.60%	657.12	6.64%
总计	9,911.62	100.00%	16,499.65	100.00%	19,516.40	100.00%	9,903.45	100.00%

资料来源：招股说明书

图表 27 公司细分产品的毛利率情况

类别	产品名称	2010年1-6月		2009年度		2008年度		2007年度	
		毛利	占总毛利比例	毛利	占总毛利比例	毛利	占总毛利比例	毛利	占总毛利比例
原药	多菌灵	1,179.42	11.90%	1,820.22	11.03%	3,236.92	16.59%	571.09	5.77%
	甲基硫菌灵	837.20	8.45%	2,678.89	16.24%	1,367.97	7.01%	690.52	6.97%
	苯菌灵	327.31	3.30%	410.31	2.49%	469.42	2.41%	290.52	2.93%
	环嗪酮	457.87	4.62%	606.57	3.68%	1,410.43	7.23%	521.27	5.26%
	吡唑草胺	381.31	3.85%	912.98	5.53%	755.06	3.87%	956.11	9.65%

	甲胺磷	-	-	-	-	3,031.76	15.53%	671.67	6.78%
剂型	多菌灵	548.19	5.53%	960.87	5.82%	693.33	3.55%	401.56	4.05%
	甲基硫菌灵	481.97	4.86%	723.06	4.38%	298.74	1.53%	235.50	2.38%
	苯菌灵	322.41	3.25%	787.06	4.77%	686.93	3.52%	109.10	1.10%
	环嗪酮	670.26	6.76%	1633.21	9.90%	219.74	1.13%	102.17	1.03%
精细化工中间体	精胺	131.98	1.33%	696.81	4.22%	3015.36	15.45%	447.87	4.52%
	氯甲酸甲酯	814.79	8.22%	1,307.53	7.92%	727.81	3.73%	570.65	5.76%
	氯甲酸乙酯	449.26	4.53%	861.45	5.22%	372.63	1.91%	651.81	6.58%
	主要产品合计	6,601.97	66.61%	13,398.95	81.21%	16,286.12	83.45%	6,219.83	62.80%
	其他产品合计	3,309.65	33.39%	3,100.70	18.79%	3,230.29	16.55%	3,683.62	37.20%
	合计	9,911.62	100.00%	16,499.65	100.00%	19,516.40	100.00%	9,903.45	100.00%

资料来源：招股说明书

图表 28 公司与可比上市公司的毛利率情况

公司名称	毛利率		
	2009 年	2008 年	2007 年
沙隆达 A (农药部分)	14.15%	27.86%	16.50%
华星化工 (农药部分)	17.00%	32.50%	22.64%
利尔化学	39.75%	35.77%	47.50%
扬农化工	22.61%	18.50%	16.35%
华阳科技 (农药部分)	14.62%	10.47%	16.52%
钱江生化 (农药部分)	16.46%	8.13%	14.86%
威远生化 (农药部分)	15.96%	21.76%	21.80%
上述公司均值	20.08%	22.14%	22.31%
本公司	26.29%	21.49%	17.99%

资料来源：招股说明书

5.5 公司产品销售收入情况

图表 29 公司主要产品的销售收入情况

地区	2010 年 1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	销售额	比例	销售额	比例	销售额	比例	销售额	比例
华东	13,457.01	31.05%	17,531.01	27.94%	20249.70	22.30%	15773.36	28.65%
华北	1,867.00	4.31%	956.56	1.52%	1,160.22	1.28%	758.37	1.38%
东北	194.05	0.45%	181.42	0.29%	318.74	0.35%	198.16	0.36%
西北	662.00	1.53%	675.04	1.08%	679.40	0.75%	511.43	0.93%
西南	617.08	1.42%	411.71	0.66%	836.76	0.92%	505.71	0.92%
中南	1,705.07	3.93%	2,011.81	3.21%	1,957.79	2.16%	1,798.49	3.27%
国内销售合计	18,502.21	42.68%	21,767.55	34.69%	25,202.61	27.75%	19,545.52	35.50%

自营出口	销售额	比例	销售额	比例	销售额	比例	销售额	比例
亚洲	9,489.05	21.89%	9,334.59	14.87%	11,678.44	12.86%	8,267.00	15.01%
欧洲	1,649.02	3.80%	2,713.04	4.32%	7,023.75	7.73%	4,113.00	7.47%
中东/非洲	-	-	533.19	0.85%	8,107.19	8.93%	2,893.00	5.25%
北美	2,762.11	6.37%	1,355.51	2.16%	2,706.64	2.98%	168.00	0.31%
南美	-	-	207.86	0.33%	148.65	0.16%	773.00	1.40%
大洋洲	65.03	0.15%	18.71	0.03%	9.98	0.01%	27.00	0.05%
自营出口合计	13,965.21	32.22%	14,162.90	22.57%	29,674.65	32.68%	16,241.00	29.50%
其他方式出口	10,879.00	25.10%	26,823.81	42.74%	35,930.88	39.57%	19,273.32	35.00%
国际销售合计	24,844.21	57.32%	40,986.71	65.31%	65,605.53	72.25%	35,514.32	64.50%
营业收入合计	43,346.42	100.00%	62,754.26	100.00%	90,808.14	100.00%	55,059.84	100.00%

资料来源：招股说明书

图表 30 2010 上半年公司前十大外销客户

序号	客户	国家/地区	产品	金额	销售合计
1	FMC	美国	2S 原油 (氯氟菊酯)	1,177.03	1,613.37
			4S 原油 (氯氟菊酯)	296.93	
			F2700 高效原油 (氯氟菊酯)	139.41	
2	康萨格罗农用化学品有限公司	巴西	75%环嗪酮可湿性粉剂	1,157.20	1,560.99
			打细白多菌灵原粉	403.79	
3	以色列阿甘公司	以色列	吡草胺原粉	835.84	1,068.16
			打细异菌脲原粉	114.46	
			异菌脲原粉	117.86	
4	德国 DVA	德国	25%林草净水剂	539.59	940.50
			苯菌灵原粉	69.33	
			打细灰多菌灵原粉	331.58	
5	大连网达国际贸易有限公司	保税区公司	95%精胺	788.95	788.95
6	印度爱利斯公司	印度	打细白甲托原粉	586.01	586.01
7	美国贝斯特德公司	美国	50%苯菌灵粉	120.27	572.16
			70%白甲基硫菌灵粉	18.80	
			打细白多菌灵原粉	253.71	
			打细灰多菌灵原粉	112.42	
			异菌脲原粉	66.96	
8	印度迈克马丽化工公司	印度	打细白多菌灵原粉	485.48	502.71
			氯甲酸甲酯	17.22	

9	上海树农化工有限公司	保税区公司	打细白多菌灵原药	454.26	501.36
			乙酰甲胺磷原粉	47.10	
10	美国康普顿公司	美国	对苯二异氰酸酯 (PPDI)	494.26	494.26

资料来源：招股说明书

6、公司募投项目情况

图表 31 公司募投资金项目 单位：万元

序号	项目名称	拟投资总额
1	年产 8,000 吨乙酰甲胺磷原药及制剂技改项目	18,697
2	2,000 吨/年氯氰菊酯、800 吨/年高效氯氰菊酯、1,000 吨/年氯菊酯、50 吨/年高效氯氟氰菊酯（功夫菊酯）原药及制剂搬迁技改项目	14,362
3	年产 4,000 吨敌草隆原药项目	8,534
4	年产 500 吨 PPDI 和 1,000 吨 PTSI 项目	8,494
5	技术研究中心建设项目	4,000
合计		54,087

资料来源：招股说明书

图表 32 公司募投资金项目获得农药登记证情况 单位：万元

项目名称	产品名称	剂型	农药登记证号
乙酰甲胺磷项目	乙酰甲胺磷	原药	PD20060076
	乙酰甲胺磷	乳油	PD20101212
拟除虫菊酯项目	氯氰菊酯	原药	PD20040036
	氯氰菊酯	乳油	PD20040189
	高效氯氰菊酯	原药	PD20040149
	高效氯氰菊酯	乳油	PD20040151
	氯菊酯	原药	PD20081403
	高效氯氟氰菊酯	原药	PD20082172
	高效氯氟氰菊酯	乳油	PD20083265
敌草隆项目	敌草隆	原药	LS20071566
PPDI 和 PTSI 项目	PPDI 和 PTSI	不适用	不适用
研究中心建设项目	研究中心	不适用	不适用

资料来源：招股说明书

6.1 乙酰甲胺磷项目前景

乙酰甲胺磷作为甲胺磷低毒化衍生物中最早、最成功的品种，在国外早已成为万吨级大吨位杀虫剂品种，在有机磷杀虫剂中，用量仅次于毒死蜱，列第二位。近年来印度、巴西等农业大国对农药的需求不断增加，乙酰甲胺磷在印度的使用较为广泛，是印度最大的杀虫剂品种。我国具有黄磷的资源优势，全球生产乙酰甲胺磷的主要原料精胺均由我国供应，未来我国农药厂商生产的乙酰甲胺磷的原料优势和成本优势明显，预计将逐步取代其它国外厂商，占领乙酰甲胺磷的大部分市场份额。

国内乙酰甲胺磷使用量较大的作物主要有小麦、水稻和棉花，乙酰甲胺磷的国内需求有很大潜力。乙酰甲胺磷与甲胺磷单位面积使用成本相当，具有明显的价格优势，能够为农药产品的最终用户所接受。高毒农药禁令颁布后，乙酰甲胺磷的销售出现了供不应求的局面。目前高效低毒农药还不能完全满足高毒农药被禁后留下的市场空白，扩大乙酰甲胺磷的产量，对于彻底淘汰高毒农药具有重要意义，该产品前景广阔。

6.2 拟除虫菊酯项目前景

本项目主要产品为拟除虫菊酯类农药的大宗品种氯氰菊酯、高效氯氰菊酯、氯菊酯和高效氯氟氰菊酯。这四种菊酯类农药均具有触杀和胃毒作用，无内吸和熏蒸作用。其中，氯氰菊酯、氯菊酯经过多年使用，市场认知度高，市场增长稳定。高效氯氰菊酯、高效氯氟氰菊酯是国内最近几年才大面积使用的拟除虫菊酯杀虫剂，市场处于快速成长期，市场份额逐步扩大。此外，氯氰菊酯、高效氯氟氰菊酯还具有驱避作用在我国卫生杀虫剂领域已有应用，市场反映良好，市场潜力大。

拟除虫菊酯类农药与甲胺磷单位面积使用成本相当，具有明显的价格优势，能够为农药产品的最终用户所接受。高毒农药禁令颁布后，拟除虫菊酯类农药的销售出现了供不应求的局面。目前还不能完全满足高毒农药被禁后留下的市场空白，该产品前景广阔。

6.3 敌草隆项目前景

敌草隆为美国杜邦公司 1951 年开发的脲类除草剂，是一种高效、低毒、广谱的除草剂，并有一定的触杀性能，敌草隆主要用于甘蔗种植的前期除草，是大规模甘蔗种植的特效除草剂产品。目前，全球的甘蔗种植面积在 2,300 至 2,400 万公顷左右，其中种植面积最大的国家是巴西，其次是印度，中国位居第三。

巴西由于大力发展乙醇生物燃料作为石油燃料的替代品，选择了甘蔗作为原料提取乙醇，从而刺激了甘蔗种植面积的大幅增长，巴西甘蔗田敌草隆的使用比例很高，2006 年，巴西敌草隆的使用量在 5,000 至 6,000 吨左右，随着种植面积的增加预计到 2012 年敌草隆的使用量将达到 8,000 至 9,000 吨。

印度和我国的甘蔗种植面积分别为 440 万公顷和 160 万公顷，主要用于榨糖食用，种植面积增加有限，甘蔗用敌草隆的需求量分别在 3,000 至 4,000 吨左右和 1,500 吨左右。考虑到玉米、大豆、油料、棉花、蔬菜等作物对敌草隆的使用，预计在印度和我国其它作物的敌草隆使用量将会逐年上升。美国的年用量约为 4,500 吨。除此之外，目前全球其它地区敌草隆的用量较少，总使用量仅 2,000 至 3,000 吨。

综上所述，2008 年全球敌草隆的总消费量在 17,000 至 19,000 吨，预计到 2011 年将增加到 20,000 至 22,000 吨，主要增长地区在巴西。

由于敌草隆开发较早，产品专利过期时间较长，国外生产厂商较多，共计 20 余家，分布在以色列、巴西、印度、法国、德国等 12 个国家，杜邦公司一直保持其在敌草隆市场的领导地位。随着我国逐渐成为世界农药的生产大国，敌草隆在国内的生产也将迅速增长。

6.4 PPDI 与 PTSI 项目前景

6.4.1 PPDI 项目

聚氨酯材料包括聚氨酯泡沫塑料、橡胶、涂料、胶黏剂、纤维、合成皮革、防水材料、弹性体、铺装材料等。近年来，聚氨酯材料快速发展，新技术、新工艺、新装备不断涌现，应用领域的不断拓展，产能不断提高，年增长率达到 6%~8%。

2005 年我国聚氨酯材料年消费量超过 300 万吨，占全球总量的 22%，2006 年超过 350 万吨，在占全球市场份额的 24%，增量占全球增量的 60%，我国已成为世界最大和最重要的聚氨酯材料消费市场之一和世界聚氨酯工业发展最快的地区。预计 2010 年中国市场的聚氨酯需求量将超过 500 万吨，在全球市场的份额也将升至 30%以上。

对苯二异氰酸酯（PPDI）是一种分子结构具有高度对称性的酯类高分子化合物，由对苯二胺经光气化反应制得。PPDI 聚氨酯弹性体在高端聚氨酯产品中占有重要地位，是高性能热塑性及浇注聚氨酯的改性剂，主要用于特殊浇注型及热塑性聚氨酯弹性体的生产。聚氨酯材料的快速发展促进了相关原材料如异氰酸酯工业的生产发展与技术进步。作为一种特殊的化工原料，异氰酸酯已发展成为一个重要的有机化工产品类别。

PPDI 目前因价格较高，主要应用于高档聚氨酯弹性体产品的制作，如军工航天、高档汽车减震器，煤矿选煤传输带，聚氨酯轮胎，石油钻井设备等。全球预计需求量超过 1,000 吨/年。同时，由于 PPDI 产品性能好于 1,5-萘二异氰酸酯（NDI）弹性体，目前 NDI 全球生产量超过 5,000 吨，一旦 PPDI 得以合理利用和开发，成本降低后，将有望取代 NDI，市场前景广阔。

6.4.2 PTSI 项目

对甲苯磺酰基异氰酸酯（PTSI）是一种低粘度、高反应活性的异氰酸酯化合物。在化工领域，PTSI 可以用于聚氨酯产品的脱水剂，随着全球聚氨酯市场的不断发展，各种性能优异的聚氨酯产品对 PTSI 的需求量也将会不断增加。在医药领域，格列美脲（Amaryl）是美国食品药品监督管理局（FDA）用于治疗 2 型糖尿病的推荐药物。格列美脲在国内销售额呈稳定上升态势，从 2004 年开始，市场发展速度很快，2004 年格列美脲在同类品种销售总额中占 6%的市场份额，2005 年增加到 10%。作为格列美脲的中间体，PTSI 也保持着高速增长。

7、公司盈利预测

7.1 假设与盈利预测

假设：

公司的募投项目乙酰甲胺磷于 2011 年底完工；

敌草隆、菊酯类项目于 2011 年 12 月完工，2012 年开始贡献利润；

PPDI、PTSI、光气技改项目于 2012 年 12 月完工，2013 年开始贡献利润；

公司所得税率按照高新技术企业征收 15% 优惠政策的取消，2011 年后依然按照 25% 税率征收所得税。目前，公司正在积极申报、争取再一次的所得税优惠政策，如果申请成功，实际业绩将好于目前的预期。

我们预计公司在 2010 年、2011 年和 2012 年的营业收入分别为 847.1、1143.6 及 1601.1 百万元，归属于母公司股东净利润将达到 90.6、96.0、142.6 百万元，每股收益 1.22 元、1.30 元和 1.93 元。

图表 33 公司盈利预测 单位：百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	627.5	847.1	1143.6	1601.1
减：营业成本	462.5	660.8	892.0	1248.8
营业税金及附加	2.0	2.7	3.6	5.1
营业费用	25.4	29.6	40.0	56.0
管理费用	35.7	41.0	61.3	77.3
财务费用	12.1	8.5	20.6	25.6
资产减值损失	-3.3	0.0	0.0	0.0
加：投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	93.1	104.5	126.0	188.2
加：其他非经营损益	23.6	2.0	2.0	2.0
利润总额	116.7	106.5	128.0	190.2
减：所得税	17.8	16.0	32.0	47.5
净利润	98.9	90.6	96.0	142.6
减：少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司股东净利润	98.9	90.6	96.0	142.6

全面摊薄 EPS	1.34	1.22	1.30	1.93
----------	------	------	------	------

资料来源：中邮证券研发部

7.2 估值

图表 34 主要参照公司 PE 估值

	股价		每股收益 EPS		市盈率 PE		
	11 月 17 日	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
长青股份	30.55	0.85	0.70	0.90	35.94	43.64	33.94
利尔化学	17.72	0.50	0.62	0.86	35.44	28.58	20.60
扬农化工	25.49	0.90	1.15	1.26	28.32	22.17	20.23
诺普信	28.85	0.68	0.69	1.10	42.43	41.81	26.23
钱江生化	7.91	0.10	0.19	0.23	79.10	41.63	34.39
平均					35.53	35.57	27.08

资料来源：中邮证券研发部

我们认为，公司的业务与以上 5 公司业务较为接近，以这 5 家公司的估值水平为参考，这三家公司的市盈率均值为 35 倍，我们建议给予公司 2010 年业绩 33~37 倍的 PE 较为合理，对应的公司每股合理估值区间为 40.26~45.14 元。

7.3 风险提示

- ✧ 募投项目进程低于预期，将降低募投项目对公司业绩的贡献。
- ✧ 国际市场风险。公司拥有 50%以上的出口业务，因此海外市场需求及汇率的变化都将直接影响公司业绩。

中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

我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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。

公司简介

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。