

## 杀菌剂优势生产企业，期待高成长

辉丰股份  
002496

### 事件

1月13日，我们对公司进行了实地调研，与公司高管就公司经营情况和发展方向等进行了会谈。

### 评述

公司是以农药原药为主，兼有农药制剂、农药化学中间体的农药生产企业。公司具有杀菌剂、除草剂、杀虫剂等多种农药产品，杀菌剂收入、利润占比过半，其次为除草剂；现有两种主要产品：杀菌剂咪鲜胺产能3,800吨、除草剂辛酰溴苯腈产能2,000吨。

公司原药产品以出口为主，供跨国农化公司制成制剂在世界范围内销售，部分原药在国内由本公司制成制剂进行直接销售。国内销售以自主的制剂品牌为主，销售区域覆盖国内主要农作物生产区域。

公司募投项目在陆续进展之中，预计主要产能在2012年开始释放。届时公司的盈利能力将大幅提升。1) 溴苯腈和制剂，一期已经开工，产能在3-4千吨，预计今年年底或明年年初投产。2) 咪鲜胺在技术调整，调整后开工；3) 氟环唑将在招标后开建。

募投项目产品为公司已有品种，市场推广相对容易。其中咪鲜胺、辛酰溴苯腈将逐步替代拜耳公司在海外生产线产品，其中咪鲜胺1千多吨，辛酰溴苯腈6千多吨；并同时开拓周边国家销售渠道。氟环唑为去年专利到期产品，也将逐步替代国外产品，并在国内推广。

公司位于大丰化工园区内部，与居民区相隔较远，对居民生活造成影响的是另两家企业。后来新闻报道关注环保问题，公司受到牵连。

预计公司2010-2012年EPS1.27元、1.69元、2.46元；对应动态PE为36倍、27倍和18倍，存在一定估值优势，给予“增持”的投资评级。公司前期受环保不利传闻影响，股价跌幅较大，目前已低于发行价；随着市场对公司环保忧虑的解除，公司股价存在回升的可能。

风险提示：如气候不佳，公司业绩将受到不利影响。

首次 增持

分析师：袁舰波

投资咨询执业证书编号：

S0630208010052

联系信息：

王会芹

021-50586660-8624

wanghq@longone.com.cn

日期

分析：2011年01月21日

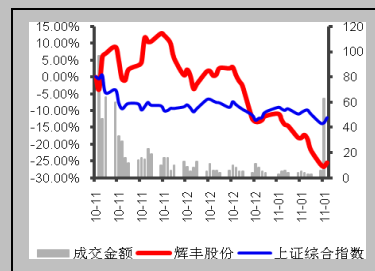
调研：2011年01月13日

价格

当前市价：45.31元

半年目标：54.08元

股价表现



公司估值

	2009	2010	2011E	2012E
EPS	1.17	1.27	1.69	2.46
PE	39	36	27	18

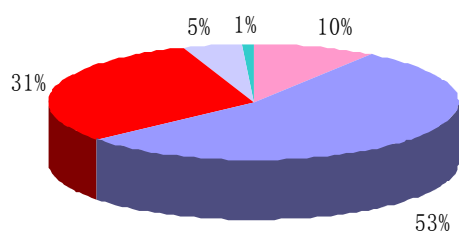
注：EPS为最新股本摊薄后数据

## 一、公司是以杀菌剂为主的农化企业

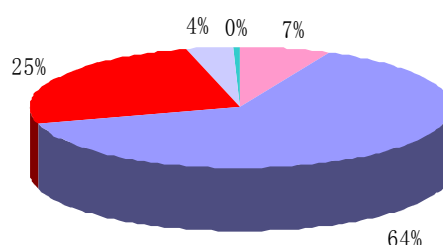
公司是以农药原药为主，兼有农药制剂、农药化学中间体的农药生产企业。

公司具有杀菌剂、除草剂、杀虫剂等多种农药产品，杀菌剂收入、利润占比过半，其次为除草剂；两种主要产品：杀菌剂咪鲜胺产能 3,800 吨、除草剂辛酰溴苯腈产能 2,000 吨。

图表 1 公司产品销售收入构成（2010 年中报）



图表 2 公司产品毛利构成（2010 年中报）



■ 杀虫剂 ■ 杀菌剂 ■ 除草剂 ■ 中间体 ■ 其他

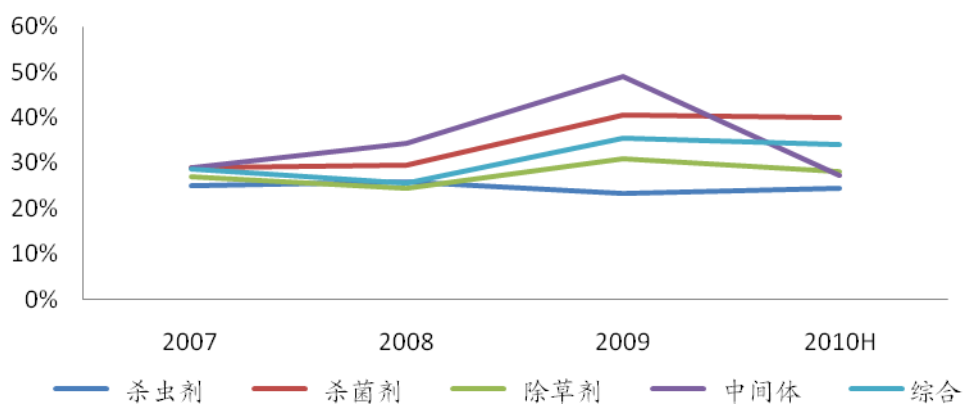
■ 杀虫剂 ■ 杀菌剂 ■ 除草剂 ■ 中间体 ■ 其他

资料来源：招股说明书，东海证券研究所

资料来源：招股说明书，东海证券研究所

由于公司生产工艺水平高、销售稳定，产品毛利率维持在较高水平。其中，杀菌剂和除草剂的毛利率水平相对更高。

图表 3 公司各产品毛利率处于较高水平



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

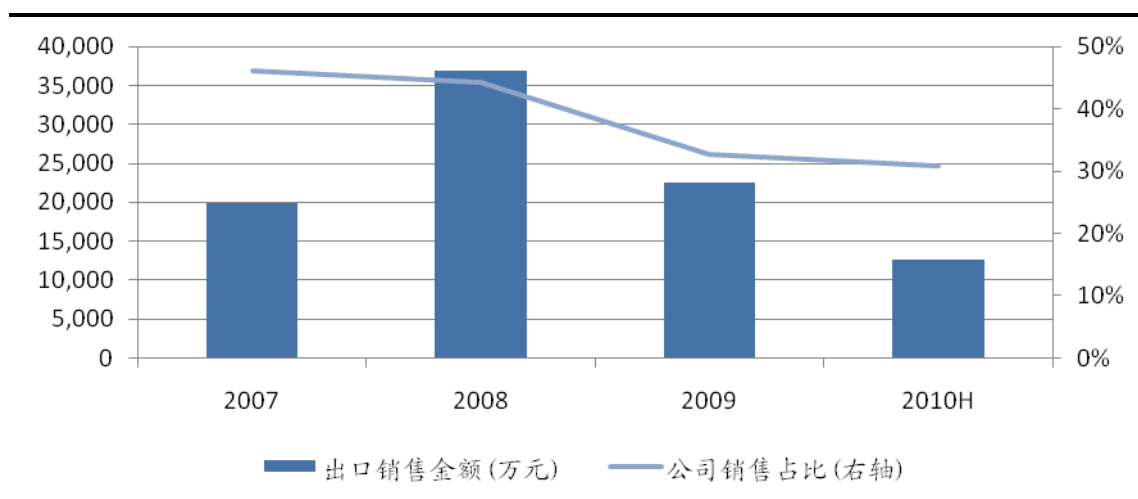
## 二、募投项目将成为公司未来重要增长点

### 1、与跨国公司合作，出口将继续增长

公司原药产品以出口为主，出口地覆盖欧洲、美洲、亚洲、大洋洲四大洲十几个国家和地区，供国际跨国农化企业制成制剂在世界范围内销售，部分原药在国内由本公司制成制剂进行直接销售。

国内销售以自主的制剂品牌为主，目前内销制剂品种约 40 多；经销商近千家；销售区域覆盖国内主要农作物生产区域。

图表 4 目前出口占比为 3 成左右



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

随着募投项目的投产，原药出口将大幅增长，出口占比将恢复到 50%左右。公司募投项目产品为公司已有品种，市场推广相对容易。其中咪鲜胺、辛酰溴苯腈将逐步替代拜尔公司在海外生产线产品，其中咪鲜胺 1 千多吨，辛酰溴苯腈 6 千多吨；并同时开拓周边国家销售渠道。氟环唑为去年专利到期产品，也将逐步替代国外产品，并在国内推广。

图表 5 募投产品原药销售仍以出口为主

产品	2010年产能 (吨)	目前销售	募投 (吨)	投产销售
咪鲜胺	3800	马克西姆、巴斯夫	3000	拜尔
辛酰溴苯腈	2,000	ALBAUGH、TGD	10000	拜尔
二氟苄醌	1,000	巴斯夫		
吡氟酰草胺	250	出口		
氟环唑	200	出口	1000	国内推广
制剂	5,000	国内	13000	国内

资料来源：东海证券研究所

## 2、募投项目建设稳步进行

公司募投项目在陆续进展之中，预计主要产能在 2012 年开始释放。届时公司的盈利能力将大幅提升。

- ▶ 溴苯腈和制剂，一期已经开工，产能在 3-4 千吨，预计今年年底或明年年初投产。
- ▶ 咪鲜胺在技术调整，调整后开工；
- ▶ 氟环唑将在招标后开建。

图表 6 募投项目情况

项目名称	建设周期	总投资(万元)	预计2012年增加公司 营业收入(万元)	预计2012年增加公司 销售利润(万元)
年产3000吨咪鲜胺原药	1年	7993	9914	3440
年产10000吨辛酰溴苯腈原药	1年	13932	8942	2464
年产1000吨氟环唑原药	1年	11974	12979	5967
年产13000吨农药制剂加工项目	1年	18665	8479	2798
农药基层营销网络建设项目	2年	6056	-	-
农药环保剂型与芳基化农药工程技术研究中心项目	2年	5022	-	-
合计	-	63642	40314	14669

资料来源：东海证券研究所

## 三、环保问题需要澄清

我们就市场关注的污染问题，与公司进行了沟通。公司位于大丰化工园区内部，与居民区相隔较远，对居民生活造成影响的是另两家企业。后来新闻报道关注环保问题，公司受到牵连。

## 三、盈利预测与投资建议

预计公司2010-2012年EPS1.27元、1.69元、2.46元；前日收盘价为45.31元，对应动态PE为36倍、27倍和18倍，存在一定估值优势，给予“增持”的投资评级。公司前期受环保不利传闻影响，股价跌幅较大，目前已低于发行价；随着市场对公司环保忧虑的解除，公司股价存在回升的可能。

## 四、风险提示

如气候不佳，公司业绩将受到不利影响。

图表 7 公司盈利预测 (单位: 万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	83528.15	68953.68	78191.56	90637.38	127355.94
减: 营业成本	62443.12	44569.73	51270.65	59971.29	83503.68
毛利率	25.24%	35.36%	0.34	0.34	0.34
营业税金及附加	91.74	118.55	93.83	108.76	152.83
资产减值损失	(417.62)	(246.47)	0.00	0.00	0.00
销售费用	2467.30	2922.53	3205.85	3262.95	4584.81
销售费用率	2.95%	4.24%	0.04	0.04	0.04
管理费用	6971.53	8908.11	8210.11	8429.28	11716.75
管理费用率	8.35%	12.92%	0.11	0.09	0.09
财务费用	1808.66	793.74	547.34	(453.19)	(509.42)
财务费用率	2.17%	1.15%	0.01	(0.01)	(0.00)
费用合计	11247.50	12624.38	11963.31	11239.03	15792.14
费用率	13.47%	18.31%	0.15	0.12	0.12
投资净收益	171.57	185.89	231.62	208.46	187.61
加: 公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
二、营业利润	10334.97	12073.38	15095.39	19526.75	28094.91
营业利润率	12.37%	17.51%	0.19	0.22	0.22
加: 营业外收入	534.12	1898.49	265.79	611.31	1039.23
减: 营业外支出	587.92	252.97	404.76	242.85	243.34
其中: 非流动资产处置净损失	158.74	8.62	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	10281.17	13718.90	14956.42	19895.21	28890.80
减: 所得税费用	1644.57	2076.72	2243.46	2984.28	4333.62
四、净利润	8636.61	11642.18	12712.96	16910.93	24557.18
净利润率	10.34%	16.88%	0.16	0.19	0.19
归属母公司所有者的净利润	8643.95	11637.34	12710.41	16907.55	24552.27
少数股东权益	(7.34)	4.84	2.54	3.38	4.91
EPS(全面摊薄/元)	0.86	1.16	1.27	1.69	2.46

资料来源: 东海证券研究所

## 作者简介

## 评级定义

<b>市场指数评级</b>	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
<b>行业指数评级</b>	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
<b>公司股票评级</b>	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

<b>北京 东海证券研究所</b>	<b>上海 东海证券研究所</b>
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897