

利尔化学 (002258)

原药看新产能，制剂渐入佳境

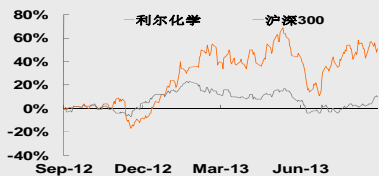
推荐 (首次)

现价: 14.49 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.lierchem.com
大股东/持股	四川久远投资控股集团 有限公司/27.26%
实际控制人/持股	中国工程物理研究院 /36.40%
总股本(百万股)	202
流通 A 股(百万股)	200
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	29.27
流通 A 股市值(亿元)	28.98
每股净资产(元)	4.98
资产负债率(%)	16.3

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060210050001
075522625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

鄢祝兵 投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

研究助理

郭敏 投资咨询资格编号
S1060112070096
0755-22626270
guomin465@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 原药、制剂协同发展，氯代吡啶除草剂规模国内第一

公司业务分为原药和制剂，其中原药营收占比约为 70%，包括了绵阳本部氯代吡啶除草剂和子公司江苏快达磺酰脲类和取代脲类除草剂；制剂业务“利尔”品牌接受度也在逐渐提高。公司是我国最大的氯代吡啶除草剂生产商，相关产品年产能有毕克草 1800 吨，毒莠定 3000 吨，氟草烟 500 吨。

■ 氯代吡啶除草剂盈利向好，新产能 2013 年下半年起逐步释放

氯代吡啶除草剂主要包括毕克草、毒莠定、氟草烟和绿草定四大类，全球市场规模在 7 亿美元左右。公司受益氯代吡啶除草剂生产向我国持续转移，2012 年启动了新一轮的产能扩产，其中毕克草年产能从 600 吨提高到 1800 吨，毒莠定年产能从 1000 吨提高到 3000 吨，2013 年下半年新产能逐步释放；盈利能力方面，2012 年公司氯代吡啶除草剂盈利回升，带动原药毛利率回升至 25~26%，目前公司氯代吡啶除草剂需求保持良好，现有盈利能力有望得以维持。

■ 快达农化 2014 年上半年搬迁完成，草甘膦明年贡献利润

子公司江苏快达包括如东马塘和洋口化工园两个厂区，目前马塘光气及相关产品处于搬迁期，由于采用先建设后搬迁方式，老厂区正常生产经营不受影响，预计洋口新厂区将于 2014 年上半年完成建设，届时除了承接老厂区原有产能，公司光气年产能将从 9000 吨提高至 2 万吨。2013 年上半年公司恢复如东化工园厂区 1 万吨草甘膦项目，预计今年四季度投产，并成为明年利润来源之一。

■ 制剂渐入佳境，储备产品草铵膦前景看好

公司制剂经营主体包括绵阳本部和江苏快达，采取经销商销售模式，虽然销售人员较少，但在制剂生物测试积累了丰富的经验，毛利率稳定在约 20% 水平，预计未来在整合本部和江苏快达二者产品和市场基础上，制剂业务将渐入佳境。公司储备产品中草铵膦已经实现小批量的生产销售，目前该产品全球市场规模为 3.3 亿美元，拜耳公司正积极推广抗草铵膦转基因作物，前景看好。

■ 盈利预测及投资评级

预计公司 2013~2015 年 EPS 分别为 0.66、0.89 和 1.09 元，对应目前收盘价的 PE 分别为 22、16 和 13 倍。明年公司氯代吡啶除草剂、草甘膦均有新产能投放，制剂渐入佳境，业绩有望保持增长，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示：产品盈利下行、新项目投产及达产进度低于预期的风险。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	936	1278	1623	2228	2687
YoY(%)	110.2	36.5	27.0	37.2	20.6
净利润(百万元)	70	88	134	181	221
YoY(%)	-2.9	25.9	52.8	34.9	22.2
毛利率(%)	21.9	22.8	22.7	22.5	22.7
净利率(%)	7.4	6.9	8.2	8.1	8.2
ROE(%)	7.6	8.7	12.0	13.9	14.5
EPS(摊薄/元)	0.34	0.43	0.66	0.89	1.09
P/E(倍)	42.1	33.5	21.9	16.2	13.3
P/B(倍)	3.2	2.9	2.6	2.3	1.9

正文目录

一、 公司概况:	4
二、 氯代吡啶除草剂: 盈利向好, 产销有望保持增长	5
2.1 四大主导品种, 竞争主体相对有限	5
2.2 盈利向好, 扩产产能从今年下半年逐步释放	6
三、 江苏快达: 2014 年上半年完成搬迁, 草甘膦投产贡献利润	8
四、 制剂及储备产品	8
五、 投资评级	9

图表目录

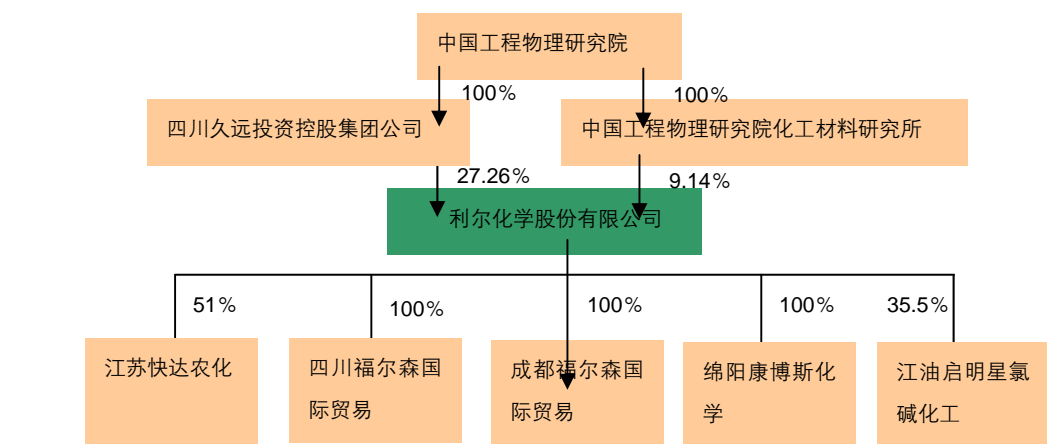
图表 1 中国工程物理研究院为公司实际控制人.....	4
图表 2 2011 年收购江苏快达后，公司收入规模提升较显著 单位：百万元.....	4
图表 3 原药的营收占比超过 60%	4
图表 4 2012 年以来，公司利润恢复增长 单位：百万元.....	5
图表 5 公司综合毛利率企稳回升	5
图表 6 近年来，公司期间费用率呈下降趋势	5
图表 7 氯代吡啶除草剂的产业链示意图	6
图表 8 氯代吡啶包括四大主流产品.....	6
图表 9 公司原药的毛利率企稳回升.....	7
图表 10 子公司江苏快达的盈利具有一定波动性 单位：百万元.....	7
图表 11 2013 年公司毕克草和毒莠定产能继续扩张 单位：吨.....	7
图表 12 快达厂区示意图.....	8
图表 13 草甘膦价格持续上涨 单位：元/吨	8
图表 14 公司制剂保持增长 单位：百万元	9
图表 15 公司制剂毛利率在 20%左右	9

一、公司概况：

利尔化学股份有限公司（以下简称“利尔化学”或者公司）主要从事农药原药和制剂的生产和销售，公司是我国规模最大的氯代吡啶类除草剂原药生产企业，相关产品的产能包括毕克草 1800 吨/年、毒莠定 3000 吨/年和氟草烟 500 吨/年。2011 年控股江苏快达后，公司原药新增磺酰脲类和取代脲类除草剂。另一方面，公司重视农药制剂的发展，目前以“利尔”为品牌的制剂已经在国内获得了较好的认可，2012 年制剂类业务营收接近 2 亿元。

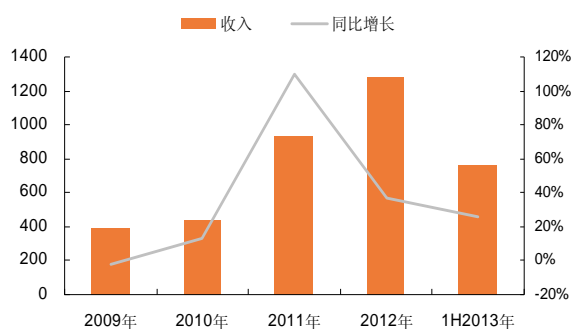
未来随着储备产品草铵膦、氟环唑可能的产业化和子公司江苏快达搬迁完成及草甘膦新项目投产，公司产品品种将进一步丰富。

图表1 中国工程物理研究院为公司实际控制人



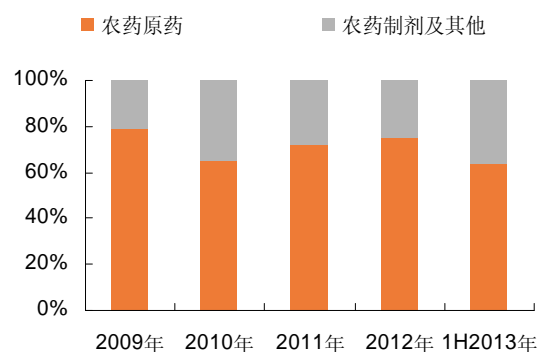
资料来源：公司公告

图表2 2011年收购江苏快达后，公司收入规模提升较显著
单位：百万元



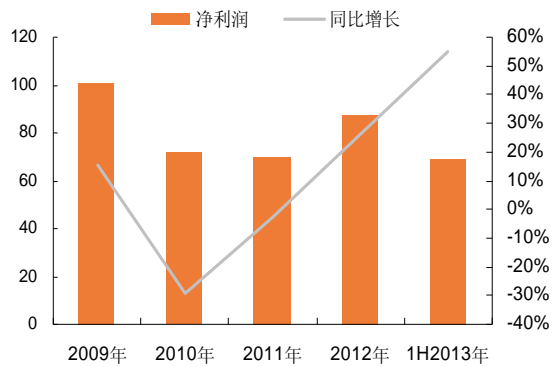
资料来源：Wind

图表3 原药的营收占比超过60%



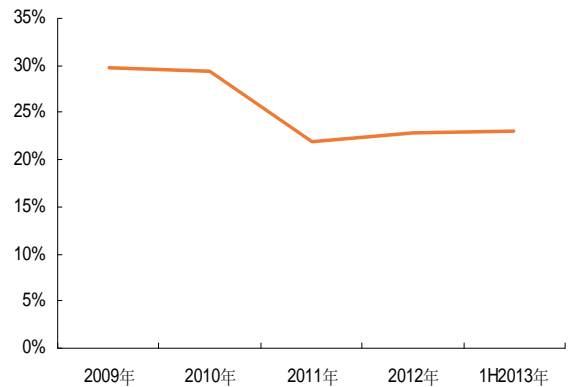
资料来源：Wind

图表4 2012年以来公司利润恢复增长 单位：百万元



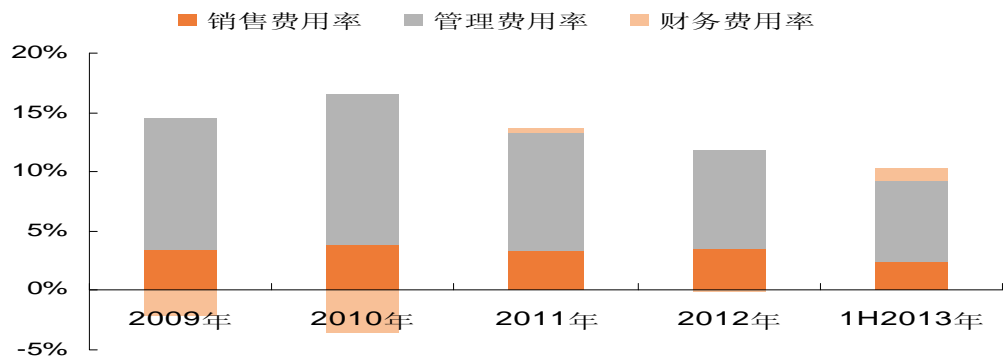
资料来源：Wind

图表5 公司综合毛利率企稳回升



资料来源：Wind

图表6 近年来，公司期间费用率呈下降趋势



资料来源：Wind

二、氯代吡啶除草剂：盈利向好，产销有望保持增长

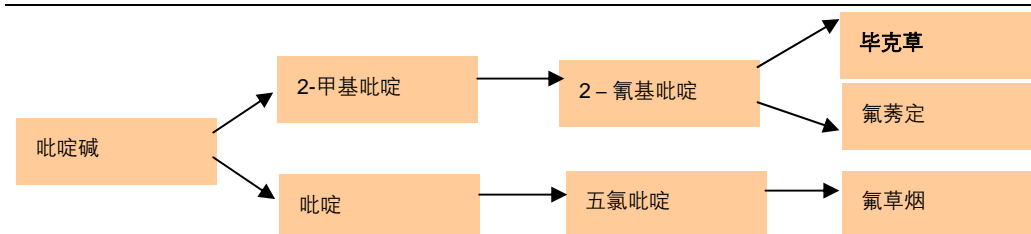
2.1 四大主导品种，竞争主体相对有限

吡啶除草剂多为生长素转移抑制剂，能使植物生长畸形，能量耗尽而死。氯代吡啶是重要的吡啶类除草剂，通过吡啶碱深度氯化合成，它们具有相似的化学结构，除草活性高，在防治阔叶杂草具有突出的效果。

氯代吡啶除草剂首先由陶氏益农开发成功，1963年第一个产品毒莠定被推向市场，随后陆续上市的产品有毕克草、绿草定、氟草烟，目前这四个产品仍为氯代吡啶除草剂的主流品种，总市场规模接近7亿美元，在全球除草剂占比约为3.6%。

氯代吡啶除草剂四个产品中，以 2-氯基吡啶为原材料的毕克草和毒莠定原药合成难度较大，市场参与者相对较少，国外产能主要集中在陶氏益农，国内生产厂家包括利尔化学、河北万全农药厂、浙江永农等。

图表7 氯代吡啶除草剂的产业链示意图



资料来源：平安证券研究所

图表8 氯代吡啶包括四大主流产品

产品名称	用途	国内主要厂家	市场空间 (亿美元)
毕克草(二氯吡啶酸)	用于油菜、甜菜、玉米、小麦等作物的旱地阔叶类芽后除草，尤其对菊科、豆科难除的深根杂草有较优异的防效效果	利尔化学、河北万全、浙江永农	1.2
毒莠定(氯基吡啶酸)	用于牧场、森林、草坪的阔叶类芽后除草，最大特点是灭灌效果好	利尔化学、河北万全、浙江永农	2.3
氟草烟(氯基吡氧乙酸酯)	主要用于小麦等谷类作物、果园、非耕地恶性杂草除草，与其他除草剂有较好的混配性，对猪殃殃、婆婆纳等亚热带恶性杂草有很好的防效。	利尔化学、河北万全、浙江永农、江苏中旗、重庆双丰	1.85
绿草定(三氯吡氧乙酸)	防治针叶林幼林地中的阔叶杂草和灌木，在土壤中迅速被微生物分解	利尔化学、河北万全、湖南比德生化、迈克斯化工	1.35

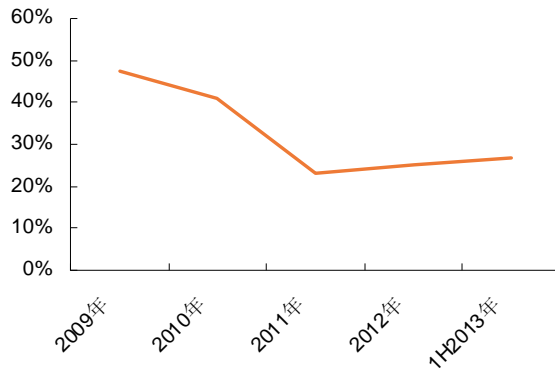
资料来源：公司公告、中国化工信息、平安证券研究所

2.2 盈利向好，扩产产能从今年下半年逐步释放

上市后，由于产品盈利透明度增加、产能扩展以及农药景气度的下行，公司氯代吡啶除草剂的价格下降的压力较大。2011年子公司江苏快达并表后，公司原药增加了毛利率相对较低的磺酰脲类和取代脲类除草剂，再叠加氯代吡啶除草剂毛利率下行，为此，当年原药毛利率下降幅度较大。

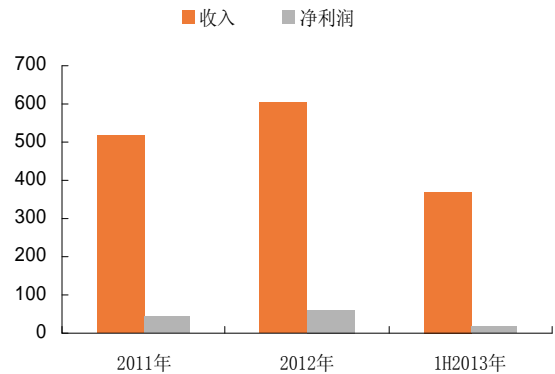
2012年起，江苏快达磺酰脲类及取代脲类除草剂有一定波动，但氯代吡啶除草剂需求好转，产品价格企稳向上，公司原药毛利率水平下行的趋势扭转，回升到 25~26%水平。目前公司氯代吡啶类除草剂的需求保持良好态势，订单充足，对价格构成有力支撑，预计公司氯代吡啶除草剂现有的毛利率有望得以维持。

图表9 公司原药的毛利率企稳回升



资料来源: Wind

图表10 子公司江苏快达的盈利具有一定波动性 单位: 百万元



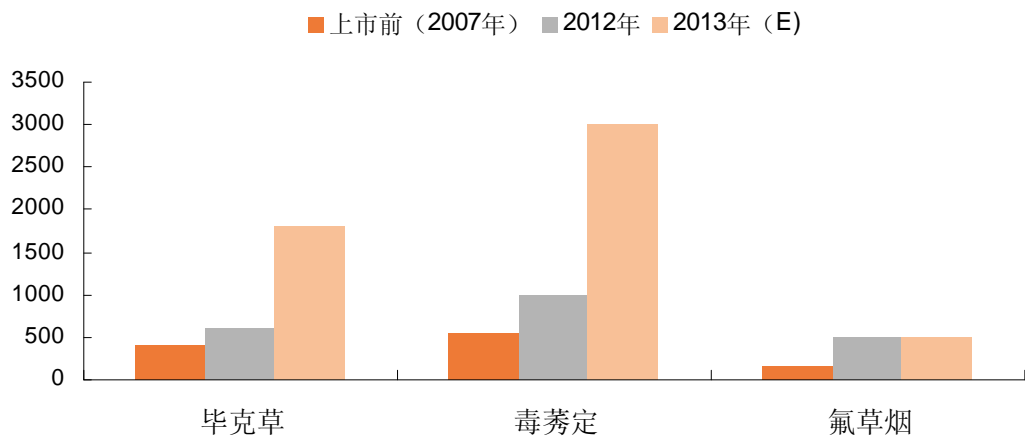
资料来源: Wind

公司是我国氯代吡啶除草剂的领军企业。近年来，国际氯代吡啶除草剂的生产中心持续向我国转移，公司产品得到国内外下游客户认可，全球最大的氯代吡啶除草剂生产企业陶氏益农也加大从公司采购力度，成为公司重要客户。

随着原有产能瓶颈问题的显现，2012年公司启动了新一轮的产能扩张计划，将毕克草产能从600吨/年提高到1800吨/年，毒莠定从1000吨/年提高到3000吨/年，新产能从2013年下半年逐步发挥作用，未来公司氯代吡啶除草剂的市场份额仍将进一步提高。

图表11 2013年公司毕克草和毒莠定产能继续扩张

单位: 吨



资料来源: 平安证券研究所

三、江苏快达：2014 年上半年完成搬迁，草甘膦投产贡献利润

2011 年初公司通过参与增发的方式获得了江苏快达 51% 股权。江苏快达拥有光气生产资质，目前主导产品包括取代脲类除草剂和磺酰脲类除草剂，同时生产和销售相关制剂产品，年营收规模在 6 亿元左右。

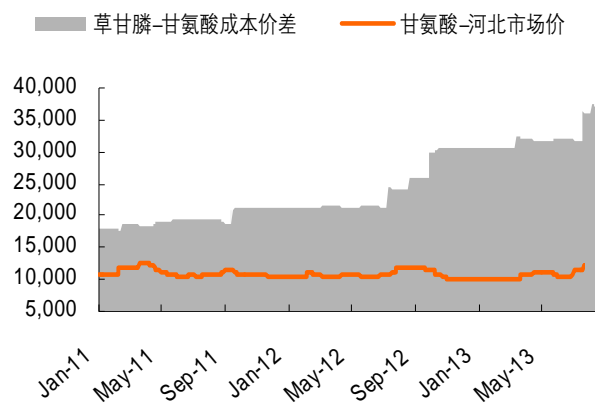
目前江苏快达厂区包括如东县马塘镇和如东洋口化工园区两个厂区，面积大约为 1000 亩。根据南通市危险化学品向化工园区集中的要求，2012 年 6 月起快达位于马塘镇老厂的光气及相关产品装置搬迁到如东洋口化工园新厂区，由于采取先建设后搬迁方式，在新厂区建好之后老厂区才停止生产，因此搬迁期间快达正常生产经营活动并未受到影响。预计新厂区将在 2014 年上半年投产，利用此次搬迁江苏快达对光气进行了产能扩张，搬迁完成后，光气产能将从目前的 9000 吨/年提高到 20000 吨/年，为快达未来更多光气化产品发展奠定基础。

图表12 快达厂区示意图



资料来源：江苏快达网站

图表13 草甘膦价格持续上涨 单位：元/吨



资料来源：百川资讯

鉴于草甘膦市场景气向好，2013 年上半年快达洋口化工园厂区恢复了 1 万吨草甘膦装置建设，工艺采用较为环保的 IDA 法，由于新厂区配套环保处理设施较为完善，公司具有较好的“三废”处理能力，预计项目将在今年四季度投入运行，并成为公司 2014 年重要的利润来源之一。

四、制剂及储备产品

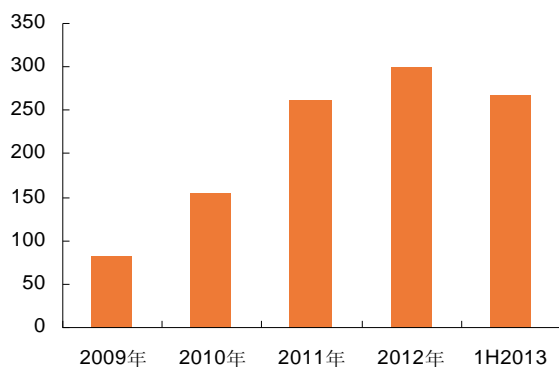
■ 制剂业务渐入佳境

公司制剂业务从 2006 年起步，目前经营主体包括绵阳本部和江苏快达，考虑到制剂业务和原药具有较大差异性，公司专门成立了制剂事业部。

公司制剂产品除了自身原药品种外，也从外部大量采购其他原药，目前制剂品种几十个，未来还将持续增加。公司制剂销售主要采用经销商模式，销售人员相对较少，但重视制剂研发，在制剂生物测试等方面积累较为丰富经验。随着规模效应的发挥，制剂毛利率稳定在 20% 左右水平。

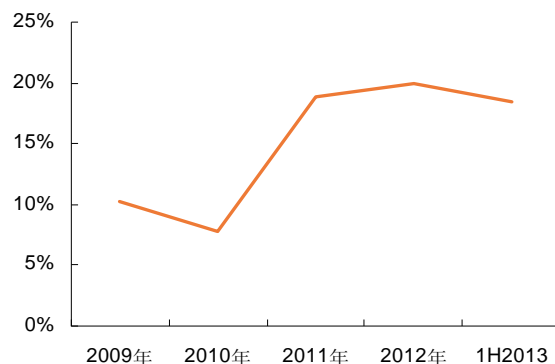
预计未来在整合绵阳本部和江苏快达二者产品及市场基础上，公司制剂业务将渐入佳境。

图表14 公司制剂保持增长 单位：百万元



资料来源：Wind

图表15 公司制剂毛利率在20%左右



资料来源：Wind

■ 储备产品草铵膦前景看好

目前公司在进行工艺探索改进的产品有杀菌剂氟环唑和高端除草剂草铵膦，其中草铵膦实现了小批量的销售。

草铵膦是上世纪 80 年代由赫斯特公司（后被拜耳收购）开发的氨基酸类除草剂，与草甘膦相比具有不下行传导，不伤及植物根部；对部分抗草甘膦杂草具有较好防除效果；在耐除草剂堆积的转基因作物中具有较好的交叉性和多重抗性等特点，在高端经济作物具有较强的市场竞争力。目前全球草铵膦市场空间约为 3.3 亿美元，拜耳公司也在积极开发推广抗草铵膦转基因作物，未来前景看好。

五、投资评级

我们预计公司 2013~2015 年的 EPS 分别为 0.66 元、0.89 元和 1.09 元，对应目前收盘价的 PE 分别为 22 倍、16 倍和 13 倍。公司明年绵阳本部氯代吡啶除草剂扩产产能释放、子江苏快达搬迁完成且新增 1 万吨草甘膦产能投产，业绩有望保持增长，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产	759	990	1353	1626	
现金	169	211	290	349	
应收账款	218	273	375	452	
其他应收款	2	8	10	13	
预付账款	29	38	52	62	
存货	276	376	517	622	
其他流动资产	64	85	109	127	
非流动资产	733	811	823	824	
长期投资	20	20	20	20	
固定资产	440	585	639	632	
无形资产	117	115	112	110	
其他非流动资产	156	92	53	62	
资产总计	1492	1801	2176	2449	
流动负债	228	396	533	522	
短期借款	0	110	167	93	
应付账款	105	126	173	208	
其他流动负债	37	40	40	40	
非流动负债	15	9	12	11	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	15	9	12	11	
负债合计	244	405	545	532	
少数股东 权益	241	281	334	400	
股本	202	202	202	202	
资本公积	425	425	425	425	
留存收益	374	481	662	882	
归属母公司股东权益	1008	1115	1296	1517	
负债和股东权益	1492	1801	2176	2449	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
经营活动现金流	103	108	128	242	
净利润	119	174	235	287	
折旧摊销	50	62	79	89	
财务费用	-1	11	16	19	
投资损失	0	-0	0	-0	
营运资金变动	-93	-133	-205	-152	
其他经营现金流	27	-6	4	-0	
投资活动现金流	-162	-139	-90	-90	
资本支出	174	139	90	90	
长期投资	0	-0	0	0	
其他投资现金流	12	0	-0	0	
筹资活动现金流	5	73	41	-92	
短期借款	0	110	56	-73	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	5	-38	-16	-19	
现金净增加额	-54	42	79	60	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
营业收入	1278	1623	2228	2687	
营业成本	986	1255	1726	2077	
营业税金及附加	1	2	2	3	
营业费用	44	41	56	67	
管理费用	107	114	156	188	
财务费用	-1	11	16	19	
资产减值损失	1	2	1	1	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	140	200	271	332	
营业外收入	24	30	30	30	
营业外支出	26	25	25	25	
利润总额	138	205	276	337	
所得税	19	31	41	51	
净利润	119	174	235	287	
少数股东损益	31	40	54	66	
归属母公司净利润	88	134	181	221	
EBITDA	189	273	365	440	
EPS (元)	0.43	0.66	0.89	1.09	

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入 (%)	36.5	27.0	37.2	20.6
营业利润 (%)	93.2	42.9	35.7	22.6
归属母公司股东权益 (%)	25.9	52.8	34.9	22.2
获利能力				
毛利率 (%)	22.8	22.7	22.5	22.7
净利率 (%)	6.9	8.2	8.1	8.2
ROE (%)	8.7	12.0	13.9	14.5
ROIC (%)	11.4	14.2	16.5	18.3
偿债能力				
资产负债率 (%)	16.3	22.5	25.1	21.7
净负债比率 (%)	0.0%	27.2	30.6	17.5
流动比率	3.33	2.50	2.54	3.12
速动比率	2.11	1.55	1.57	1.92
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.99	1.12	1.16
应收账款周转率	6.53	6.54	6.81	6.43
应付账款周转率	13.22	10.88	11.58	10.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.66	0.89	1.09
每股经营现金流	0.51	0.54	0.63	1.19
每股净资产	4.98	5.51	6.40	7.49
估值比率				
P/E	33.5	21.9	16.2	13.3
P/B	2.9	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	16	11	8	7

平安证券综合研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址:深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编: 518048

电话: 4008866338

传真: (0755) 8244 9257