

证券研究报告

平安基础化工

推荐 (维持)

证券分析师

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

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

利尔化学(002258)

草铵膦与制剂业务为未来主要看点

事项：近期我们调研了利尔化学，与公司管理层交流了公司目前生产经营情况和未来发展规划。

平安观点：

■ 公司是国内最大氯代吡啶原药生产企业

公司主要从事农药原药和制剂的生产和销售，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，2013 年制剂类业务营业收入为 3.9 亿元。

■ 公司草铵膦实现规模化量产，未来计划进一步扩大生产规模

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。

草铵膦市场前景良好，增长迅速，但产品生产难度高，工艺路线复杂，国内能够规模化生产企业较少，率先进入市场者将能抢占先机。公司 2008 年开始草铵膦产品的研发，2012 年生产出草铵膦产品，2014 年 1 季度草铵膦规模化量产实现技术突破，目前装置规模为 600 吨/年，生产运行稳定，售价高达 32~33 万元/吨，毛利率和净利率水平较高。公司未来计划在广安工业园区建设 2000 吨/年草铵膦生产线及配套设施技改扩能项目，目前正等待环评审批阶段。公司未来最大增长点来自于草铵膦规模化量产。

■ 毕克草、毒莠定竞争优势明显，2014 年盈利较为稳定

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。相比较河北万全、浙江永农等竞争对手，公司综合竞争优势显著。

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 年下半年开始逐步发挥。2014 年上半年公司毕克草与毒莠定销量基本与 2013 年同期持平，盈利也保持稳定，预计未来随着陶氏益农采购量增加，毕克草与毒莠定业务稳定增长。

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。

■ 江苏快达光气及光气化产品搬迁技改项目已完成，未来将扩大生产规模

2011年初公司通过参与增发的方式获得了江苏快达51%股权。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。快达光气及光气化产品搬迁技改项目于2014年7月进入试生产，利用此次搬迁快达对光气进行了产能扩张，公司光气产能提高到20000吨/年，为快达未来更多光气化产品发展奠定基础。长期来看，搬迁技改项目有利于快达农化优化主营业务，扩大生产规模，完善产品结构，提升综合竞争力。但在短期内，由于项目完全的正常运行尚需经历一定的磨合期，且固定资产折旧、银行利息支出及运行费用会相应增加，有可能会对快达农化及公司业绩带来一定影响。

■ 农药制剂渐入佳境，未来公司业绩增长重要来源

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。近年来，利尔的品牌制剂销售额已有较大幅度的提升，在国内具有一定的影响力。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，制剂综合毛利率稳定在20%左右水平。未来，公司还计划成立独立的制剂子公司，加快制剂业务的发展，力争制剂、原药并举。

■ 中长期激励基金计划调动核心骨干员工积极性

为建立健全公司中长期激励约束机制，结合公司实际情况，特制定激励基金计划，激励基金计划以5年为一个周期进行考核，第一个周期即2014~2018年度。当 $10% < \text{当年度加权净资产收益率} \leq 12\%$ 时，年度激励基金提取额度 = (当年度加权净资产收益率 - 10%) × 当年度加权净资产 × 10%。当 $12\% < \text{当年度加权净资产收益率}$ 时，超过12%的部分，年度激励基金提取额度 = (当年度加权净资产收益率 - 12%) × 当年度加权净资产 × 20%，年度激励基金提取额度 = + 。当 $20\% < \text{当年度加权净资产收益率}$ 时，超过20%的部分，仍按照年度激励基金提取额度的计算公式进行计算，但当年度不再提取，在本考核周期内留待以后年度进行提取。公司股权激励基金计划有利于调动公司核心骨干员工的积极性，确保公司持续健康发展。

■ 盈利预测与投资评级

作为国内最大氯代吡啶原药生产企业，充分受益农药原药国内产业转移大趋势，毕克草与毒莠定业务稳定增长，贡献稳定现金流，公司草铵膦实现规模化量产，草铵膦业务未来市场潜力巨大，江苏快达搬迁完成后将扩大生产规模，农药制剂渐入佳境，为公司未来业绩重要增长来源，中长期激励基金计划调动核心骨干员工积极性。我们预测公司2014~2016年EPS分别为0.68元、0.92元、1.15元，9月18日收盘价对应公司2014~2016年动态PE分别为21.5、15.7、12.6倍左右，我们维持公司“推荐”投资评级。

■ 风险提示

农产品价格大幅下跌导致农药景气周期下滑风险、草铵膦新建项目进展低于预期风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	749	986	1336	1604	营业收入	1440	1623	2213	2667
现金	90	211	288	347	营业成本	1120	1244	1692	2031
应收账款	246	273	372	449	营业税金及附加	0	2	2	3
其他应收款	8	8	10	13	营业费用	40	41	55	67
预付账款	15	37	51	61	管理费用	105	114	155	187
存货	331	372	506	608	财务费用	14	11	15	19
其他流动资产	59	85	109	127	资产减值损失	12	6	9	7
非流动资产	1051	1117	1109	1087	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	20	20	20	投资净收益	-5	-3	-4	-4
固定资产	566	803	882	862	营业利润	143	204	280	351
无形资产	115	112	109	107	营业外收入	18	30	30	30
其他非流动资产	352	181	98	98	营业外支出	26	25	25	25
资产总计	1800	2103	2445	2691	利润总额	134	209	285	356
流动负债	366	529	620	568	所得税	19	31	43	53
短期借款	109	252	264	156	净利润	115	178	242	302
应付账款	158	124	169	203	少数股东损益	11	41	56	70
其他流动负债	5	40	40	40	归属母公司净利润	104	137	186	233
非流动负债	102	84	94	89	EBITDA	216	290	394	481
长期借款	50	50	50	50	EPS (元)	0.51	0.68	0.92	1.15
其他非流动负债	52	34	44	39					
负债合计	468	614	714	657	主要财务比率				
少数股东权益	244	285	341	410	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
股本	202	202	202	202	成长能力				
资本公积	425	425	425	425	营业收入 (%)	12.70	12.70	36.31	20.53
留存收益	451	568	754	987	营业利润 (%)	2.35	42.66	37.30	25.28
归属母公司股东权益	1088	1204	1390	1623	归属母公司股东权益 (%)	18.79	31.33	36.41	24.84
负债和股东权益	1800	2103	2445	2691	获利能力				
					毛利率 (%)	22.27	23.39	23.55	23.86
					净利率 (%)	7.23	8.42	8.43	8.73
					ROE (%)	9.57	11.35	13.41	14.34
					ROIC (%)	9.67	11.65	14.30	16.63
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	26.01	29.19	29.19	24.42
					净负债比率 (%)	34.02	49.14	43.94	31.34
					流动比率	2.05	1.86	2.16	2.82
					速动比率	1.14	1.16	1.34	1.75
					营运能力				
					总资产周转率	0.88	0.83	0.97	1.04
					应收账款周转率	6.14	6.19	6.79	6.43
					应付账款周转率	8.50	8.81	11.53	10.91
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.51	0.68	0.92	1.15
					每股经营现金流	0.54	0.77	0.86	1.38
					每股净资产	5.37	5.95	6.87	8.02
					估值比率				
					P/E	28.2	21.5	15.7	12.6
					P/B	2.7	2.4	2.1	1.8
					EV/EBITDA	15	11	8	7

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	109	156	174	279
净利润	115	178	242	302
折旧摊销	59	75	98	111
财务费用	14	11	15	19
投资损失	5	3	4	4
营运资金变动	-106	-93	-196	-154
其他经营现金流	22	-18	10	-3
投资活动现金流	-302	-144	-94	-94
资本支出	302	140	90	90
长期投资	-3	1	0	0
其他投资现金流	-3	-3	-4	-4
筹资活动现金流	136	110	-4	-126
短期借款	109	142	12	-108
长期借款	50	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-33	-15	-19
现金净增加额	-64	121	77	59

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	