

利尔化学(002258.SZ)

评级: **买入** 前次:
 目标价(元): **14.0—16.0**

分析师
 周思捷
 S0740516080001

冉冉升起的草铵膦行业巨头

zhousj@r.qlzq.com.cn
 2016年10月12日

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 524 |
| 流通股本(百万股) | 524 |
| 市价(元) | 10.36 |
| 市值(百万元) | 5,433 |
| 流通市值(百万元) | 5,429 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,317.39 | 1,489.07 | 1,794.00 | 2,166.80 | 2,640.16 |
| 营业收入增速 | -8.54% | 13.03% | 20.48% | 20.78% | 21.85% |
| 归属于母公司的净利润 | 92.41 | 138.45 | 177.87 | 211.85 | 264.02 |
| 净利润增长率 | -11.22% | 49.82% | 28.47% | 19.11% | 24.62% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.46 | 0.68 | 0.34 | 0.40 | 0.50 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 32.47 | 37.29 | 28.42 | 23.86 | 19.15 |
| PEG | — | 0.75 | 1.00 | 1.25 | 0.78 |
| 每股净资产(元) | 5.73 | 6.42 | 3.74 | 4.14 | 4.65 |
| 每股现金流量 | 0.69 | 0.77 | 0.52 | 0.58 | 0.77 |
| 净资产收益率 | 7.97% | 10.66% | 9.07% | 9.75% | 10.83% |
| 市净率 | 2.59 | 3.97 | 2.58 | 2.33 | 2.07 |
| 总股本(百万股) | 202.44 | 202.44 | 524.37 | 524.37 | 524.37 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **公司是国内氟代吡啶类除草剂龙头企业, 连续逆势增长。**公司是由中国工程物理研究院于 1993 年发起设立的军转民高新技术企业, 2008 年在深交所挂牌上市。公司产品包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共 30 余种原药以及 90 余种制剂, 绵阳本部已成为国内最大的氟代吡啶类除草剂系列农药产品研发及生产基地, 目前拥有毕克草产能 1800 吨/年, 毒莠定 3000 吨/年及氟草烟 500 吨/年, 产品技术代表国内领先水平, 并在国内国际市场上建立了完善的销售网络和渠道。在农药行业陷入低迷的 2015 年, 公司收入、净利润大幅回升, 2016 年上半年, 公司营业收入达 9.2 亿元, 同比增长 13.5%, 归母净利润 1.0 亿元, 同比增长 10.6%, 远高于行业平均增速。
- **草铵膦全球需求持续增长, 逐步占据草甘膦和百草枯市场份额。**草铵膦是一种有机磷类广谱灭生性除草剂, 具有活性高、吸收好、杀草谱广、低毒、环境兼容性好等特点, 可防治对草甘膦和百草枯有抗性的顽固杂草。拜耳建立在草铵膦上的 LibertyLink System 作物解决方案, 旨在解决草甘膦发展 20 余年来杂草抗性增强导致的作物产量下降, 使用简便性和效果都高于草甘膦方案。根据 1745 号公告, 百草枯水剂于 2016 年 7 月 1 日起不得在国内继续销售和使用, 这意味着, 有近四万吨除草剂需求从其他农药处获得填补。2015 年以来, 随着公司逐渐产能放量, 草铵膦价格由 2015 年初的 32 万元/吨下滑至 11 万元/吨, 与草甘膦、百草枯进一步接近。草铵膦使用成本的大幅下降, 使得农民增加了对草铵膦的需求, 推动我国草铵膦内需持续增长。

- **草铵膦生产过程易爆、污染严重，行业产能释放受阻。**我国草铵膦合成主要采用格氏-Strecker法，需要绝水绝氧，生产过程易燃易爆。此外，每生产1吨草铵膦原药产生含氟废水约60吨，部分废渣、结晶脚料难以再次利用，由于我国农药环保严格执行已成为大势所趋，缺乏环保处理能力的企业面临的生产困难将逐日增加。根据我们草根调研统计，当前宣称具有草铵膦产能的厂家中，大量未按照规划投产或者已经停止开工，从公开渠道统计的产能为1.67万吨，而目前实际开工的产能仅9360吨，约为宣称产能的一半。这意味着，草铵膦市场份额将被持续巨资环保投入，率先突破生产工艺，充分降低生产成本的大型厂商瓜分。
- **公司突破技术瓶颈，环保过硬，草铵膦行业巨头格局已现。**公司研发草铵膦多年，2013年解决格式反应控制及放大等重大工程化技术难题，基本实现草铵膦的商业化生产和销售。公司近几年来环保投入总额累计达到2亿元以上，2014年全面实施了绵阳基地的环保技改，完善了多条生产线的环保设施，达到业内领先水平。目前公司本部拥有草铵膦产能3000吨/年，并将于2016年底扩建至5000吨/年，将牢牢占据我国草铵膦第一大生产商的地位。广安利尔草铵膦中间体10000吨/年氨基腈项目已取得省环保厅的环评批文，并正在积极申请办理农药生产资质。公司远景草铵膦产能将超过15000吨，在草铵膦原药生产领域将成为与拜耳比肩的全球领先企业，综合成本远低于竞争对手，在我国草铵膦行业中的话语权将显著增强。
- **盈利预测与估值：**预计公司2016~2018实现收入18.0、21.7、26.4亿元，归母净利润1.78、2.12、2.64亿元，EPS0.34、0.40、0.50元。给予公司2017年35~40倍PE，对应目标价14.0~16.0元，“买入”评级。
- **风险提示：**环保压力增加导致草铵膦上游原料断供的风险；草铵膦价格持续大幅下跌的风险；草铵膦生产过程发生爆炸的风险

内容目录

| | |
|------------------------------------|--------|
| 持续稳健成长的氯代吡啶类除草剂龙头 | - 5 - |
| 国内氯代吡啶类除草剂龙头企业，2015 年起持续逆势增长 | - 5 - |
| 快达农化搬迁进入尾声，盈利能力逐步恢复 | - 7 - |
| 草铵膦走向寡头垄断，公司潜在爆发力巨大 | - 8 - |
| 草铵膦是新兴除草剂，全球需求持续增长 | - 8 - |
| 百草枯退出、草铵膦价格下降加速我国需求增长 | - 11 - |
| 国内产能释放受阻，草铵膦价格有望企稳 | - 12 - |
| 公司布局多年，有望成为最大赢家 | - 14 - |
| 盈利预测与估值 | - 16 - |
| 风险提示 | - 16 - |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|--------|
| 图表 1: 公司股权结构 | - 5 - |
| 图表 2: 公司产品列表 | - 5 - |
| 图表 3: 公司三种主营吡啶类除草剂介绍 | - 6 - |
| 图表 4: 公司营业收入除 2014 年外连续增长 | - 6 - |
| 图表 5: 2016H 公司毛利率 26%，净利率 11% | - 6 - |
| 图表 6: 公司原药毛利率持续提升，制剂走出低谷 | - 6 - |
| 图表 7: 公司收入构成 (2016H, 百万元) | - 6 - |
| 图表 8: A 股农药板块盈利能力持续下滑 | - 7 - |
| 图表 9: A 股农药板块收入、净利润连续下滑 | - 7 - |
| 图表 10: 快达农化盈利能力持续回升 | - 7 - |
| 图表 11: 草铵膦作用机理 | - 8 - |
| 图表 12: Liberty 与草甘膦、麦草畏对比 | - 9 - |
| 图表 13: Liberty 使用简易程度优于草甘膦、麦草畏 | - 9 - |
| 图表 14: 全球草铵膦销售额持续增长 (亿美元) | - 10 - |
| 图表 15: 全球草铵膦产能 (吨) 开工情况 | - 10 - |
| 图表 16: 草铵膦、草甘膦和百草枯对比 | - 11 - |
| 图表 17: 2007~2014 草铵膦价格走势 (万元/吨) | - 11 - |
| 图表 18: 2015 年来我国草铵膦价格走势 (万元/吨) | - 11 - |
| 图表 19: 我国草铵膦制剂销售量持续上升 (千升) | - 12 - |
| 图表 20: 草铵膦格式-Strecker 法合成路线图 | - 12 - |
| 图表 21: 格式-Strecker 法缺陷及技改方向 | - 12 - |
| 图表 22: 涉及农药行业的环保政策 | - 13 - |

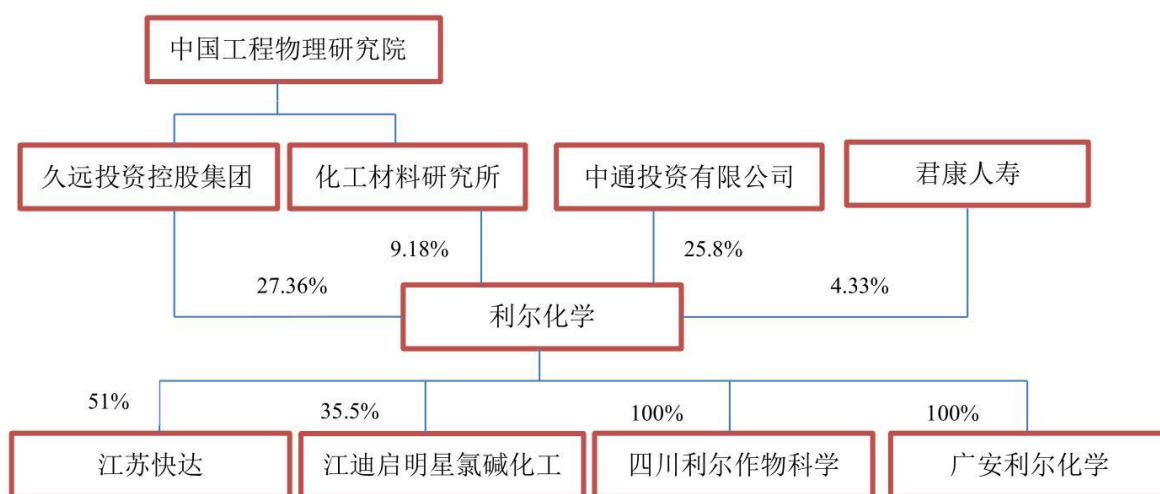
| | |
|---------------------------|--------|
| 图表 23: 国内草铵膦产能草根调研情况..... | - 13 - |
| 图表 24: 公司草铵膦生产工艺流程..... | - 14 - |
| 图表 25: 公司环保处理措施..... | - 15 - |
| 图表 26: 公司草铵膦产能逐步释放..... | - 15 - |
| 图表 27: 可比公司估值..... | - 16 - |
| 图表 28: 财务预测摘要..... | - 17 - |

持续稳健成长的氯代吡啶类除草剂龙头

国内氯代吡啶类除草剂龙头企业，2015 年起持续逆势增长

- 公司是由中国工程物理研究院于 1993 年发起设立的军转民高新技术企业，2008 年在深交所挂牌上市。历史上，公司以发展氯代吡啶类、有机磷类、磺酰胺类、取代脲类高效、低毒、低残留的安全农药为主，产品包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共 30 余种原药以及 90 余种制剂。

图表 1：公司股权结构



来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司目前拥有四川绵阳、江苏南通、四川广安三个生产基地，其中绵阳基地占地面积 300 余亩，以发展氯代吡啶类高效、安全农药为主；南通基地占地面积 900 余亩，主要发展取代脲类、磺酰胺类除草剂以及相关中间体；广安基地占地面积 200 余亩，尚处于筹建期，拟发展草铵膦产品配套中间体等精细化学品业务。上述基地所在位置具有交通运输方便、土地资源丰富、环保和各项基础设施配套齐全等优势，为公司发展壮大奠定区位优势。

图表 2：公司产品列表

| 序号 | 主要产品 | 用途 |
|----|--|-----|
| 1 | 毕克草、毒莠定、氟草烟、绿草定、草铵膦、草甘膦、敌草隆、利谷隆、氟草隆、绿麦隆、异丙隆、苄嘧磺隆、吡嘧磺隆、苯噻草胺、敌草胺等原药及制剂 | 除草剂 |
| 2 | 氟环唑、异菌脲等原药及制剂 | 杀菌剂 |
| 3 | 毒死蜱等原药及制剂 | 杀虫剂 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 经过 20 多年发展，公司绵阳本部已成为国内最大的氯代吡啶类除草剂系列农药产品研发及生产基地，目前拥有毕克草产能 1800 吨/年，毒莠定

3000 吨/年及氟草烟 500 吨/年，产品技术代表国内领先水平，并在国内国际市场上建立了完善的销售网络和渠道。

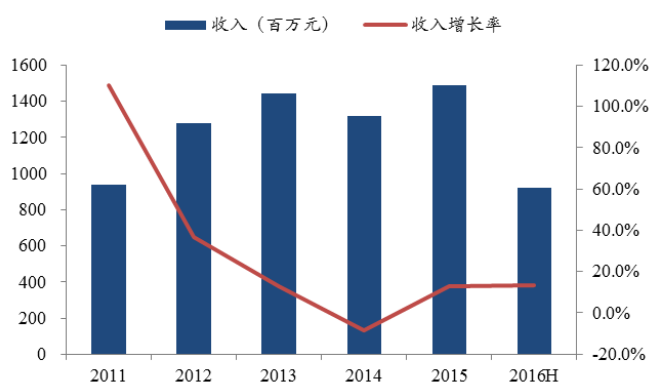
图表 3：公司三种主营吡啶类除草剂介绍

| 名称 | 防除对象 | 作用机理 |
|-----|--|--|
| 毕克草 | 能有效防除春小麦、春油菜田刺儿菜、苣荬菜、稻槎菜、鬼针草等菊科杂菜及大巢菜等豆科杂草 | 低浓度的二氯吡啶酸能够刺激植物的 DNA、RNA 和蛋白质的合成从而导致细胞分裂的失控和有序生长，最后导致管束被破坏；高浓度的二氯吡啶酸则能够抑制细胞的分裂和生长。 |
| 毒莠定 | 可以防治大多数双子叶杂草、灌木。对根生杂草如：刺儿菜、小旋花等效果突出。 | 激素型除草剂。作用机制是抑制线粒体系统呼吸作用、核酸代谢。大多数禾本科植物是耐药的，大多数双子叶作物(十字花科除外)、杂草、灌木敏感。 |
| 氟草烟 | 可用于小麦、大麦、玉米、葡萄及果园、牧场、林场等地防除阔叶杂草 | 内吸传导型苗后除草剂。使敏感植物出现典型激素类除草剂的反应，植株畸形、扭曲。有氧的条件下，在土壤微生物的作用很快降解成 2-吡啶醇等无毒物，在土壤中半衰期较短，不会对下茬阔叶作物产生影响。 |

来源：CNKI，中泰证券研究所

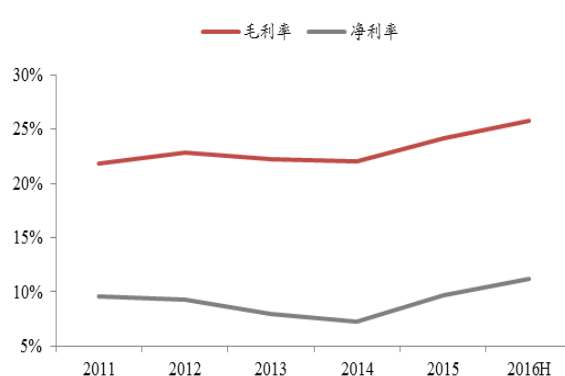
- 从近年的经营成果看，公司保持了稳健务实的发展态势，在农药行业维持高景气度的 2011~13 年实现了高速增长。虽然在农药市场陷入低迷的 2014 年有所下滑，但公司 2015 年收入、净利润大幅回升，超过了 2013 年行业景气高点的对应水平。2016 年上半年，公司营业收入达 9.2 亿元，同比增长 13.5%，归母净利润 1.0 亿元，同比增长 10.6%，继续保持健康增长态势，远高于行业平均增速。公司 2016H 毛利率 26%，净利润率 11%，远高于同行业上市公司平均 18% 的毛利率，4% 的净利润率。

图表 4：公司营业收入除 2014 年外连续增长



来源：Wind，中泰证券研究所

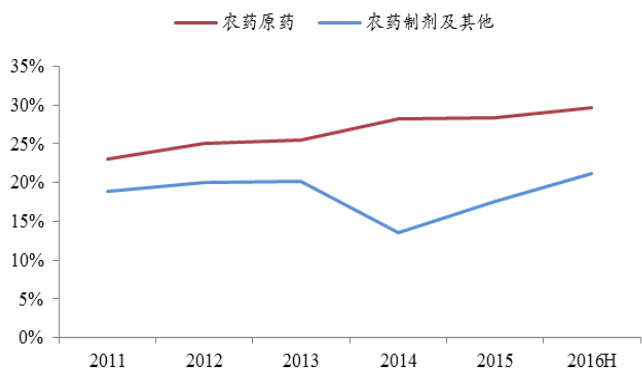
图表 5：2016H 公司毛利率 26%，净利率 11%



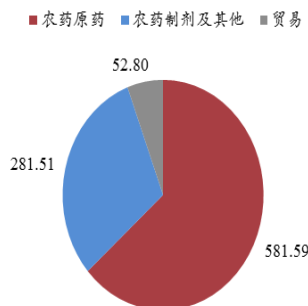
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：公司原药毛利率持续提升，制剂走出低谷

图表 7：公司收入构成 (2016H, 百万元)

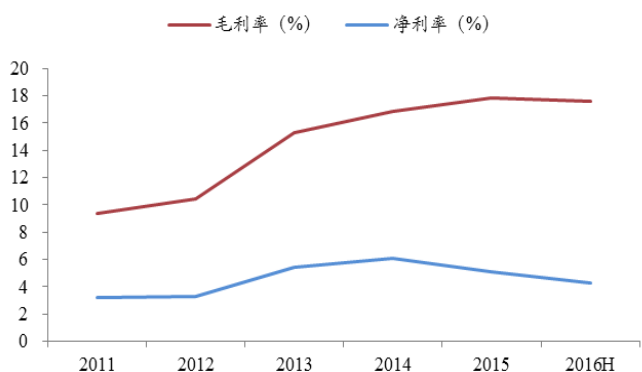


来源: Wind, 中泰证券研究所



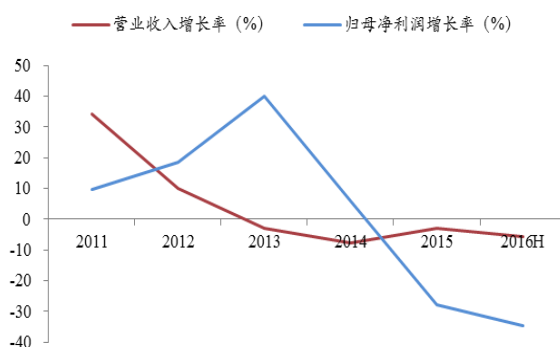
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: A 股农药板块盈利能力持续下滑



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: A 股农药板块收入、净利润连续下滑

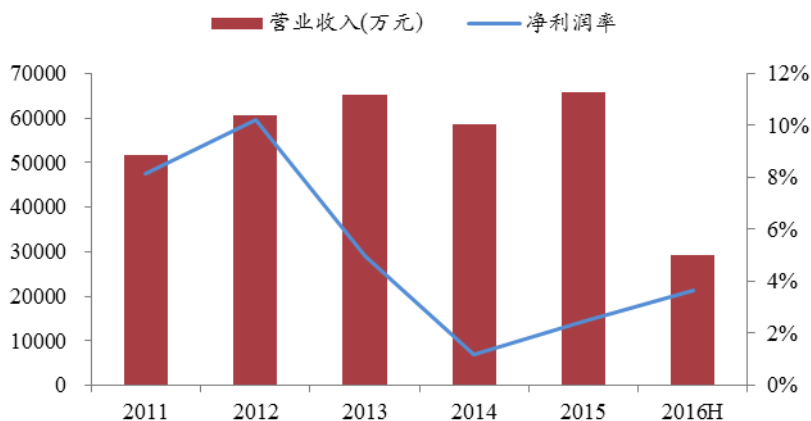


来源: Wind, 中泰证券研究所

快达农化搬迁进入尾声，盈利能力逐步恢复

- 公司 2010 年宣布收购江苏快达农化 51% 股权，2011 年起并表。快达农化系原国有如东农药厂整体改制而成，是国内光气定点生产企业，以取代脲类等除草剂的生产为主，具有农药产品除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列五十多个品种和酰氯系列、光气化产品等农药、医药、染料化工中间体 80 多个品种。
- 公司 2012 年 6 月公告，根据江苏省、南通市、如东县政府规定，从事危化生产及分散的化工企业必须向化工集中区域集中，且现有装置产能已无法适应国内外市场需要，江苏快达启动光气及光气化产品搬迁至如东沿海经济开发区项目，并拟新增固定资产投资 4.17 亿元。搬迁带来的折旧、利息支出和运行费用影响了快达农化近年来的盈利水平，收入也在 2014 年短暂下滑。

图表 10: 快达农化盈利能力持续回升



来源: Wind, 中泰证券研究所

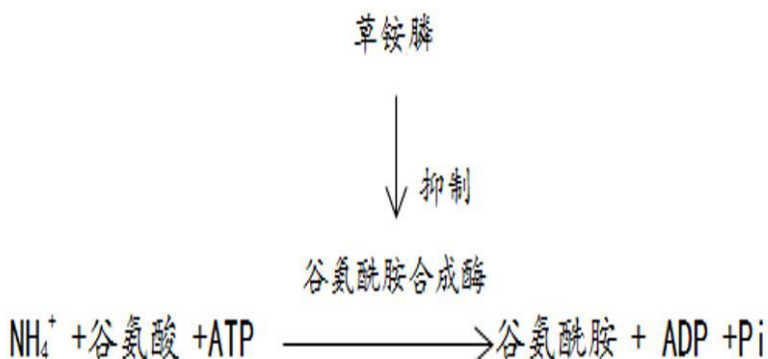
- 2014年7月,公司公告“光气及光气化产品搬迁技改项目”建成并进入试生产阶段,第二批农药及中间体产品搬迁技改项目也完成了主题装置安装,进入试生产准备。2015年起,快达农化搬迁逐步进入尾声,收入、盈利能力重回上升轨道。2016年上半年,快达农化第二批农药和中间体项目通过了安全验收和职业卫生防护验收,正准备环保验收;10000吨/年制剂搬迁项目已完成土建扫尾,进行了部分装置的安装。我们判断随着中小农药厂随着环保关停,快达农化园区内的环保生产优势得到体现,利润恢复速度有望超出市场预期。

草铵膦走向寡头垄断, 公司潜在爆发力巨大

草铵膦是新兴除草剂, 全球需求持续增长

- 草铵膦 (glufosinate), 又名草铵膦铵盐, 是一种有机磷类广谱灭生性除草剂, 也是部分内吸的非传导性触杀型除草剂, 具有活性高、吸收好、杀草谱广、低毒、环境兼容性好等特点, 可防治对草甘膦和百草枯有抗性的顽固杂草。草铵膦作用靶标为谷氨酰胺合成酶, 喷施草铵膦 3~5 天后, 植株固定二氧化碳的速率迅速下降, 导致植物叶片出现枯黄和坏死的症状。

图表 11: 草铵膦作用机理



来源: CNKI, 中泰证券研究所

- 草铵膦于上个世纪 80 年代由赫斯特公司开发生产，后赫斯特被拜耳收购。拜耳建立在草铵膦上的 LibertyLink System 作物解决方案，由添加草铵膦的非选择性除草剂 Liberty 和 Libertylink 系列耐草铵膦作物构成，旨在解决草甘膦发展 20 余年来杂草抗性增强导致的作物产量下降。据拜耳统计，2012 年全球有 61 百万英亩耕地发现抗草甘膦杂草，而该数据在 2014 年上升至 84 百万英亩，这使得草甘膦的综合性能明显下滑，对农业的助产功能下降。

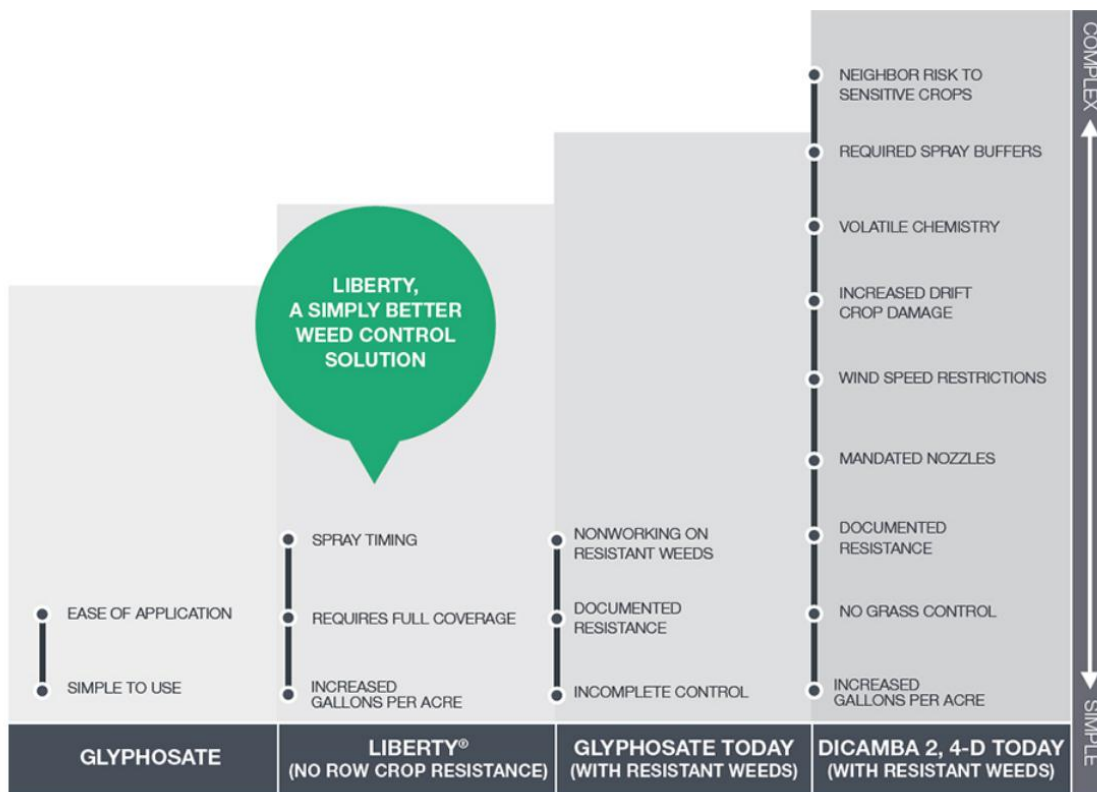
图表 12: Liberty 与草甘膦、麦草畏对比

| | LIBERTY® (Group 10) No known resistance in soybeans, corn, canola and cotton. | | GLYPHOSATE (Group 9) Significant resistance and growing. | | DICAMBA (Group 4) Some resistance and no control of grasses. | |
|---------------------------------------|--|--------------------|---|--------------------|---|--------------------|
| | RESISTANT WEEDS | NONRESISTANT WEEDS | RESISTANT WEEDS | NONRESISTANT WEEDS | RESISTANT WEEDS | NONRESISTANT WEEDS |
| Glyphosate Resistance Management Tool | EXCELLENT | EXCELLENT | POOR | POOR | GOOD | GOOD |
| Grass Control Spectrum | EXCELLENT | EXCELLENT | NO CONTROL | EXCELLENT | NO CONTROL | NO CONTROL |
| Broadleaf Weed Control Spectrum | EXCELLENT | EXCELLENT | NO CONTROL | EXCELLENT | NO CONTROL | EXCELLENT |

来源: Bayer Cropscience, 中泰证券研究所

- 相较草甘膦，拜耳 Liberty System 解决方案的优势有：
 - 1、独立研究和大学试验都证明了 Libertylink 作物的收获率更高；
 - 2、通过连续三年的应用，四分之三的农民汇报 Libertylink 大豆收获率高于农场平均水平；
 - 3、大学试验证实每英亩 LibertyLink 大豆收成高于抗草甘膦 Roundup Ready 2 大豆 2.1 蒲式耳。

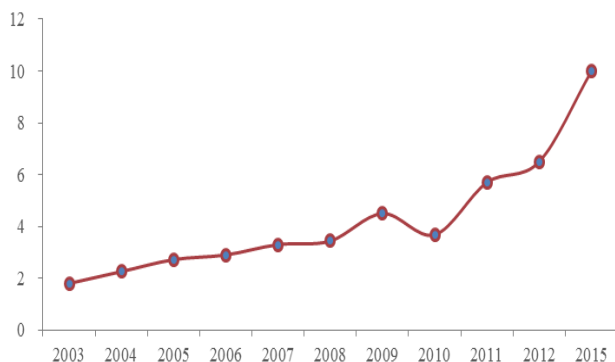
图表 13: Liberty 使用简易程度优于草甘膦、麦草畏



来源: Bayer Cropscience, 中泰证券研究所

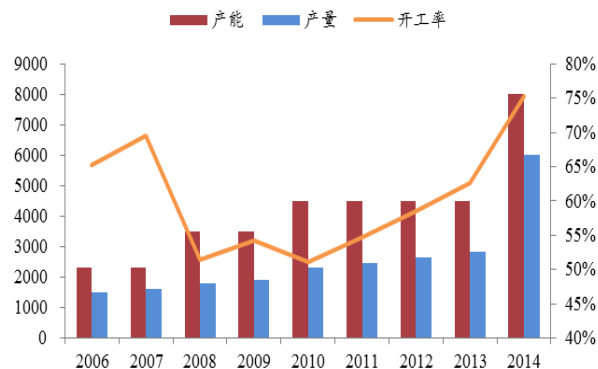
- 进一步看, Liberty 的优势还在于:
 - 1、唯一大规模使用的对有效控制杂草和阔叶草的非选择性除草剂;
 - 2、生效部位不同于其他除草剂;
 - 3、有效清除具抵抗性和难以控制的杂草;
 - 4、使用方便, 不易漂移。由于抵抗草甘膦杂草保持上升势头, 全球草甘膦需求持续增加, 销售额有望持续上升。
- 在拜耳 Liberty 的产品优势和积极推广下, 全球草铵膦销售额持续上升 2015 年已超过 10 亿美元。在良好需求带动下, 全球草铵膦产量和开工率不断上行。

图表 14: 全球草铵膦销售额持续增长 (亿美元)



来源: CNKI, 中泰证券研究所

图表 15: 全球草铵膦产能 (吨) 开工情况



来源: CNKI, 中泰证券研究所

- 我国于 2014 年 12 月正式许可进口拜耳转基因大豆品种 LL55 Libertylink。随着我国开放转基因预期日渐提升，和全球抗草铵磷作物的持续推广，我们认为草铵磷的需求量将继续保持上升势头。

百草枯退出、草铵磷价格下降加速我国需求增长

- 作为非选择性除草剂最大宗的品种，草甘膦、草铵磷和百草枯之间有一定替代效应。百草枯见效快，价格便宜，然而因为其毒性而被各国陆续禁止使用。根据 1745 号公告，百草枯水剂于 2016 年 7 月 1 日起不得在国内继续销售和使用。目前国内仅有红太阳 20%百草枯可溶胶剂获得正式登记，但市场对胶剂的需求远低于水剂，这意味着，国内百草枯水剂退市后，有近四万吨除草剂需求从其他农药处获得填补。

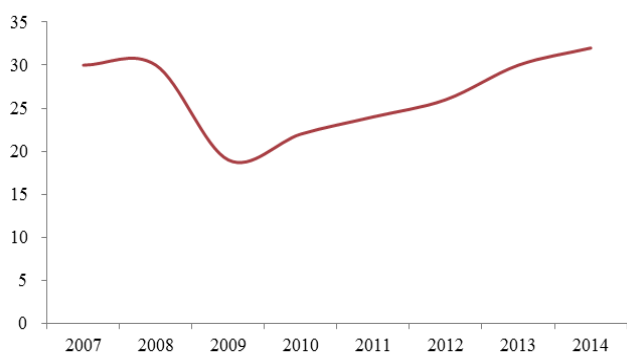
图表 16：草铵磷、草甘膦和百草枯对比

| | 草铵磷 | 草甘膦 | 百草枯 |
|----------|------------|--------------------|----------------|
| 作用机理 | 抑制谷氨酰胺合成 | 抑制烯醇丙酮基莽草素磷酸合成酶 | 破坏叶绿体层膜，抑制光合作用 |
| 见效时间 | 7 天 | 10-15 天 | 3 天 |
| 适用范围 | 几乎可用于所有作物； | 一般不能用于浅根或根系暴露在外的作物 | 果园、桑园、胶园及林带 |
| 对作物影响 | 对作物生长无太大影响 | 会杀灭作物，令作物减产绝收 | 不喷洒在作物茎叶上对作物无害 |
| 除草范围 | 对抗性恶性杂草有效 | 对抗性恶性杂草无效 | 各种一年生杂草，多年生杂草 |
| 播种移栽时间 | 药后 1-4 天后 | 药后 20-30 天才可播种移栽 | 施药后可随机移栽播种 |
| 前景 | 降价后需求增长较快 | 杂草抗药性日趋明显 | 剧毒，目前已被禁止使用 |
| 价格（万元/吨） | 11 | 1.8 | 1.1 |

来源：中泰证券研究所

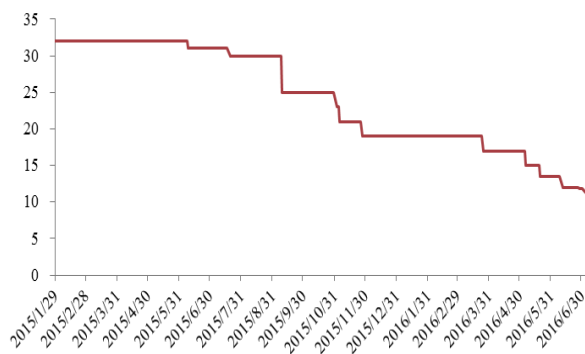
- 草铵磷由于见效相对快，除草效果良好，是市场公认的百草枯的替代品之一。草铵磷在 1984 年获得登记以来，在我国一直发展缓慢，近几年来快速增长，国内草铵磷登记证已从 2012 年的 11 个增长到了 2015 年的 130 个。受百草枯退市影响，我国草铵磷需求继续保持了增长势头。

图表 17：2007-2014 草铵磷价格走势（万元/吨）



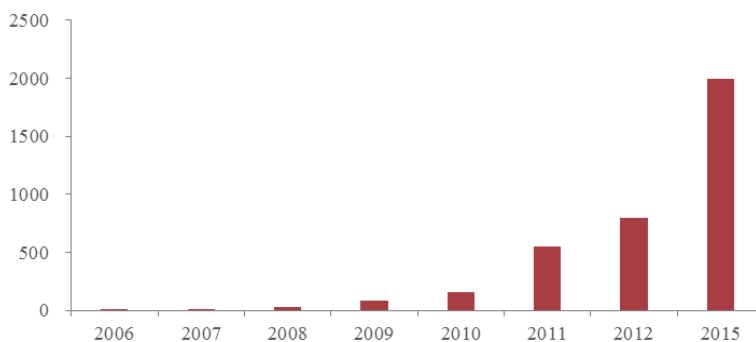
来源：CNKI，中泰证券研究所

图表 18：2015 年来我国草铵磷价格走势（万元/吨）



来源：百川资讯，中泰证券研究所

图表 19：我国草铵膦制剂销售量持续上升（千升）



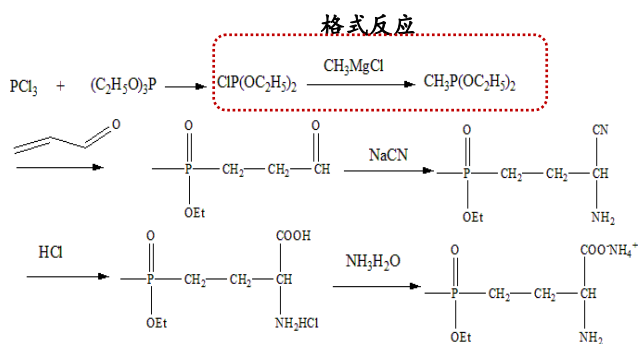
来源：CNKI，中泰证券研究所

- **草铵膦的持续降价也推动了需求增长。**2015 年以来，随着以利尔化学为代表的企业逐渐产能放量，草铵膦价格大幅下滑，由 2015 年初的 32 万元/吨已下滑至 11 万元/吨，使得草铵膦的价格与草甘膦、百草枯进一步接近。草铵膦使用成本的大幅下降，使得农民增加了对草铵膦的需求，推动我国草铵膦内需持续增长。

国内产能释放受阻，草铵膦价格有望复苏

- **格式反应是草铵膦合成难点。**国内草铵膦合成主要采用格氏-Strecker 法，以亚磷酸三乙酯和三氯化磷为起始原料，其中格氏反应易燃易爆，生产操作中需要绝水绝氧。此外，格式试剂制备在放大过程中会产生偶联，原料二乙氧基氯化磷与亚磷酸三乙酯沸点接近，分离提纯困难，容易导致试剂不纯，影响草铵膦的产率。除了格式-Strecker 法外，草铵膦制备还有格式-阿巴索夫法、甲基二氯化磷和酮酸路线等方法，但均存在成本较高的问题，不具备工业化生产的经济性。

图表 20：草铵膦格式-Strecker 法合成路线图



来源：CNKI，中泰证券研究所

图表 21：格式-Strecker 法缺陷及技改方向

- | | |
|------|--|
| 缺陷 | <ul style="list-style-type: none"> 1、磷化收率低；2、甲基亚磷酸二乙酯纯度低；3、工艺过程冗长，效率低，未能连续化自动化生产；4、三废量大；5、格氏反应易爆 |
| 技改方向 | <ul style="list-style-type: none"> 1、加强格式反应中控，出料前做好甲基氯化镁的分解工序；2、减压蒸馏甲基亚磷酸二乙酯时严防失压；3、利用丙烯腈副产氢氰酸，在管式反应器中连续化反应，不产生氰化钠废水； |

来源：CNKI，中泰证券研究所

- **草铵膦生产的环保处理较为困难。**按当前生产工艺，每生产 1 吨草铵膦原药，产生含氰废水约 60 吨，大部分废水需要蒸干出废渣，部分废渣、结晶脚料难以再次利用。这意味着，草铵膦的污水处理难度并不低于草

甘磷。由于我国农药环保严格执行已成为大势所趋，缺乏环保处理能力的企业面临的生产困难将逐日增加。

图表 22：涉及农药行业的环保政策

| 名称 | 时间 | 内容 |
|---------------------|-----------|---|
| 《“十三五”环境影响评价改革实施方案》 | 2016.7.15 | 对排放重金属、持久性有机污染物、危险废物、“致癌、致畸、致突变”化学污染物的有色金属冶炼、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等重点企业，研究开展企业关停、搬迁的环境风险评估。 |
| 《土壤污染防治行动计划》 | 2016.5.28 | 要求对农用地实施分类管理，按污染程度将农用地划为三个类别，未污染和轻微污染的划为优先保护类，轻度和中度污染的划为安全利用类，重度污染的划为严格管控类，以耕地为重点，分别采取相应管理措施 |
| 《新农药管理条例》 | 2016 年底 | 强化了农药登记管理、经营管理和使用指导，新设了农药经营许可、问题召回等制度，加大了对违法生产和经营的处罚力度，将会为农药行业健康发展和农产品质量安全提供法制保障。” |
| 《水污染防治行动计划》 | 2015.4.16 | 狠抓工业污染防治。取缔“十小”企业。全面排查装备水平低、环保设施差的小型工业企业。2016 年底前，按照水污染防治法律法规要求，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目。 |

来源：中泰证券研究所整理

- 大量产能受阻，供给释放低于市场预期。**2014 年，行业草铵膦生产成本约为 20 万元/吨，而价格维持在 30 万元/吨以上，这使得行业对草铵膦市场持有极为乐观的态度，大量产能宣布上马。然而，在拜耳的率先降价下，草铵膦价格从 30 万元/吨下滑至当前的 11 万元/吨，这使得新增产能无法实现盈利。此外，无法解决爆炸和环保也使得大量厂家在生产草铵膦时遇到重重困难。缺乏融资能力的中小农药厂家，难以在草铵膦亏损时进行大规模的环保投入。
- 草铵膦将成为巨头之间角力的农药产品。**根据我们草根调研统计，当前宣称具有草铵膦产能的厂家中，大量未按照规划投产或者已经停止开工，从公开渠道统计的产能为 1.67 万吨，而目前实际开工的产能仅 9360 吨，约为宣称产能的 56%。这意味着，在当前的产品售价和环保体系下，草铵膦已经由明星盈利产品变成了拼成本控制和环保处理能力的精细化产品，草铵膦市场份额将被持续巨资环保投入，率先突破生产工艺，充分降低生产成本的大型厂商瓜分。

图表 23：国内草铵膦产能草根调研情况

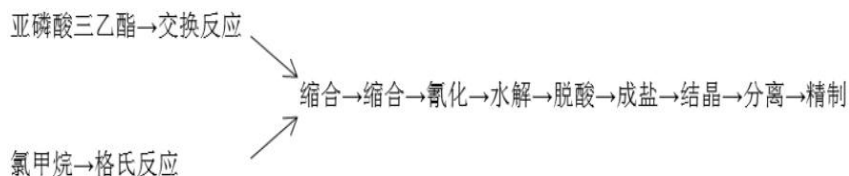
| 企业 | 公开资料产能 (吨/年) | 扩建规划 | 草根调研推算产能 (吨/ 年) |
|----------|-----------------|---------------------------------------|--------------------|
| 利尔化学 | 3000 | 2016 年底扩建至 5000 吨, 远期超 1.5 万吨 | 超过 3000 吨 |
| 竞争对手 1 | 3000 | N.A | 2400 |
| 竞争对手 2 | 1800 | 预计 2017 年底扩建至 7800 吨 | 1440 |
| 竞争对手 3 | 2000 | N.A | 600 |
| 竞争对手 4 | 1000 | N.A | 中试 |
| 竞争对手 5 | 1000 | N.A | 无实际产能 |
| 竞争对手 6 | 1000 | N.A | 无实际产能 |
| 竞争对手 7 | 600 | N.A | 360 |
| 竞争对手 8 | 600 | N.A | 停产 |
| 竞争对手 9 | 600 | 预计 2017 年底扩建至 2400 吨 | 停产 |
| 竞争对手 10 | 500 | N.A | 放弃开工 |
| 竞争对手 11 | 450 | 启动了年产 1000 吨的项目建设, 年产 3000 吨原药项目也在规划中 | 360 |
| 竞争对手 12 | 0 | 已申报招股说明书, 募投项目 1000 吨 | 0 |
| 竞争对手 13 | 0 | 一期建设规模为 3000 吨/年, 二期建设规模为 9000 吨/年 | 0 |
| 总 | 16650 | | 9360 |

来源: 中泰证券研究所

公司布局多年, 有望成为最大赢家

- 生产技术过硬, 率先实现格式反应平稳化。**公司技术团队研发草铵膦多年, 2008 年上市时已通过增设前端引发釜等技术措施, 解决了格氏反应的引发和控制步骤中的传热、传质问题, 使反应得以平稳进行, 并在中试装置上进行了验证。经过五年的持续技改, 公司 2013 年彻底解决了草铵膦生产中格式反应控制及放大等重大工程化技术难题, 掌握了草铵膦合成关键技术, 基本实现草铵膦的商业化生产和销售。

图表 24: 公司草铵膦生产工艺流程



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

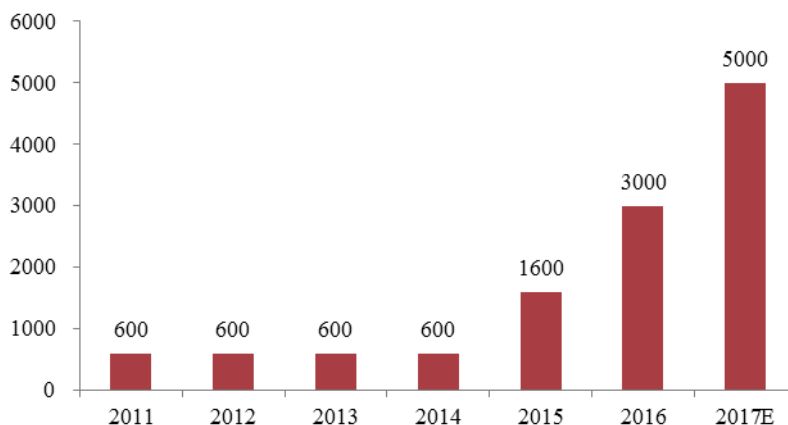
- 坚持环保设施投入, 公司草铵膦废水处理能力全国领先。**公司高度重视环保工作, 具有完善的环保设施和管理制度, 近几年来环保投入总额累计达到 2 亿元以上, 现有“三废”排放符合国家标准。公司 2014 年全面实施了绵阳基地的环保技改, 完善了多条生产线的环保设施, 各生产线和公用工程废气治理取得了显著的显著效果, 达到业内领先水平。

图表 25：公司环保处理措施

| 类别 | 成分 | 处理方法 |
|----|----------------|--|
| 废水 | 含氟废水等 | 1、原则上“清污分流、高低分开，统一处理，达标排放” 2、高盐高浓度废水通过废水多效蒸发装置处理（200 方/日，绵阳） 3、高浓度废水通过双效蒸发处理装置（500 方/日，绵阳） 4、综合废水处理站（4000 方/日，绵阳） 5、高浓度废水先预处理，再厂区污水站处理（500 吨/天，江苏快达） |
| 废气 | 炉烟气和其他废气 | 1、烟尘和二氧化硫等炉烟气采用煤粉添加脱硫剂和静电除尘处理。 2、其他废气采用冷阱深冷回用、多级酸碱吸收和活性炭吸附等。 3、甲烷气等有机尾气废气蓄热氧化装置处理。 4、光尾气（江苏快达）统一收集输送至造气车间处理 |
| 废渣 | 粉煤灰、生活垃圾和危险废弃物 | 1、粉煤灰作为建材由相关协议单位处理。 2、生活垃圾由环卫部门统一处理。 3、危险废弃物统一收集，委托具备其经营资质的单位处置。 |

来源：中泰证券研究所

- 率先放量，公司坐稳国内草铵膦龙头位置。**公司上市募集资金投向之一即为 600 吨/年草铵膦原药技术改造项目。2013 年顺利开车后，公司 2014 年完成了新建 1000 吨/年草铵膦生产线项目技改扩能项目的基础建设和主体安装工作，并于 2015 年顺利实现满负荷生产。截止目前，公司本部拥有草铵膦产能 3000 吨/年，并将于 2016 年底扩建至 5000 吨/年，届时公司将牢牢占据我国草铵膦第一大生产商的地位。

图表 26：公司草铵膦产能逐步释放


来源：中泰证券研究所

- 广安基地贡献持续增量，中间体产能有望加大公司优势。**2014 年 1 月，公司公告在四川省广安市经济技术开发区新桥工业园区选址 400 亩，投资 10 亿元（一期 4 亿元，二期 6 亿元）于精细化学品制造基地。目前，广安利尔草铵膦中间体 10000 吨/年氨基腈项目已取得省环保厅的环评批文，并正在积极申请办理农药生产资质。我们判断一旦广安利尔取得定点资质，公司有望再增加一万吨草铵膦产能，这意味着公司总产能超过 15000 吨，在草铵膦原药生产领域将成为与拜耳比肩的全球领先企业，

综合成本远低于竞争对手，在我国草铵膦行业中的话语权将显著增强。

盈利预测与估值

- 预计公司 2016~2018 实现收入 18.0、21.7、26.4 亿元，归母净利润 1.78、2.12、2.64 亿元，EPS0.34、0.40、0.50 元。给予公司 2017 年 35~40 倍 PE，对应目标价 14.0~16.0 元，“买入”评级。

图表 27：可比公司估值

表格 1：可比公司估值

| 股票代码 | 股票简称 | EPS (2016E) | 收盘价 (10月11日) | PE |
|--------|------|-------------|-----------------|----|
| 002496 | 辉丰股份 | 0.13 | 5.20 | 40 |
| 002391 | 长青股份 | 0.72 | 15.52 | 22 |
| 002734 | 利民股份 | 0.78 | 34.80 | 45 |
| 600486 | 扬农化工 | 1.54 | 31.73 | 21 |

来源：中泰证券研究所，EPS (2016E) 取 Wind 一致预期

风险提示

- 环保压力增加导致草铵膦上游原料断供的风险；草铵膦价格持续大幅下跌的风险；草铵膦生产过程发生爆炸的风险

图表 28: 财务预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业总收入 | 1,440 | 1,317 | 1,489 | 1,794 | 2,167 | 2,640 |
| 增长率 | 12.70% | -8.5% | 13.0% | 20.5% | 20.8% | 21.8% |
| 营业成本 | -1,120 | -1,028 | -1,130 | -1,349 | -1,633 | -1,980 |
| % 销售收入 | 77.7% | 78.0% | 75.9% | 75.2% | 75.4% | 75.0% |
| 毛利 | 321 | 290 | 359 | 445 | 533 | 660 |
| % 销售收入 | 22.3% | 22.0% | 24.1% | 24.8% | 24.6% | 25.0% |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业费用 | -40 | -47 | -62 | -63 | -81 | -101 |
| % 销售收入 | 2.8% | 3.6% | 4.2% | 3.5% | 3.7% | 3.8% |
| 管理费用 | -105 | -115 | -128 | -148 | -185 | -224 |
| % 销售收入 | 7.3% | 8.8% | 8.6% | 8.2% | 8.5% | 8.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 175 | 127 | 169 | 234 | 267 | 336 |
| % 销售收入 | 12.1% | 9.7% | 11.3% | 13.0% | 12.3% | 12.7% |
| 财务费用 | -14 | -9 | -8 | -11 | -4 | -8 |
| % 销售收入 | 1.0% | 0.7% | 0.5% | 0.6% | 0.2% | 0.3% |
| 资产减值损失 | -12 | -7 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -5 | -2 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | — | — | — | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 143 | 110 | 155 | 223 | 262 | 327 |
| 营业利润率 | 9.9% | 8.4% | 10.4% | 12.5% | 12.1% | 12.4% |
| 营业外收支 | -9 | 4 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 134 | 114 | 168 | 223 | 262 | 327 |
| 利润率 | 9.3% | 8.6% | 11.3% | 12.5% | 12.1% | 12.4% |
| 所得税 | -19 | -18 | -23 | -33 | -39 | -48 |
| 所得税率 | 14.5% | 16.2% | 13.9% | 14.9% | 15.0% | 14.6% |
| 净利润 | 115 | 95 | 145 | 190 | 223 | 279 |
| 少数股东损益 | 11 | 3 | 6 | 12 | 11 | 15 |
| 归属于母公司的净利润 | 104 | 92 | 138 | 178 | 212 | 264 |
| 净利率 | 7.2% | 7.0% | 9.3% | 9.9% | 9.8% | 10.0% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 115 | 95 | 145 | 190 | 223 | 279 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 12 | 11 | 15 |
| 非现金支出 | 71 | 89 | 113 | 145 | 173 | 202 |
| 非经营收益 | 32 | 21 | 26 | 16 | 19 | 21 |
| 营运资金变动 | -109 | -65 | -127 | -79 | -113 | -99 |
| 经营活动现金净流 | 109 | 140 | 157 | 284 | 313 | 419 |
| 资本开支 | 299 | 294 | 301 | 316 | 394 | 394 |
| 投资 | -4 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1 | 0 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -302 | -274 | -285 | -316 | -394 | -394 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 590 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 159 | 171 | 218 | 121 | 58 | 21 |
| 其他 | -30 | -34 | -23 | -16 | -124 | -21 |
| 筹资活动现金净流 | 129 | 137 | 195 | 695 | -66 | 0 |
| 现金净流量 | -64 | 3 | 67 | 663 | -147 | 25 |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 90 | 94 | 164 | 815 | 657 | 667 |
| 应收款项 | 293 | 274 | 349 | 372 | 460 | 549 |
| 存货 | 331 | 379 | 414 | 435 | 555 | 669 |
| 其他流动资产 | 35 | 18 | 63 | 64 | 70 | 77 |
| 流动资产 | 749 | 764 | 991 | 1,685 | 1,742 | 1,962 |
| % 总资产 | 41.6% | 37.4% | 38.8% | 49.2% | 47.1% | 47.7% |
| 长期投资 | 19 | 17 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 固定资产 | 882 | 1,074 | 1,335 | 1,496 | 1,698 | 1,868 |
| % 总资产 | 49.0% | 52.6% | 52.2% | 43.7% | 45.9% | 45.4% |
| 无形资产 | 115 | 126 | 167 | 178 | 197 | 219 |
| 非流动资产 | 1,051 | 1,278 | 1,566 | 1,737 | 1,958 | 2,150 |
| % 总资产 | 58.4% | 62.6% | 61.2% | 50.8% | 52.9% | 52.3% |
| 资产总计 | 1,800 | 2,042 | 2,557 | 3,422 | 3,700 | 4,112 |
| 短期借款 | 109 | 161 | 340 | 461 | 519 | 540 |
| 应付款项 | 251 | 234 | 328 | 322 | 410 | 502 |
| 其他流动负债 | 5 | 12 | 62 | 138 | 47 | 65 |
| 流动负债 | 366 | 407 | 730 | 921 | 976 | 1,108 |
| 长期贷款 | 50 | 170 | 209 | 209 | 209 | 209 |
| 其他长期负债 | 2 | 10 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 负债 | 468 | 637 | 1,005 | 1,462 | 1,527 | 1,675 |
| 普通股股东权益 | 1,088 | 1,159 | 1,299 | 1,961 | 2,173 | 2,437 |
| 少数股东权益 | 244 | 246 | 252 | 265 | 276 | 291 |
| 负债股东权益合计 | 1,800 | 2,042 | 2,557 | 3,422 | 3,700 | 4,112 |

| 比率分析 | | | | | | |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.514 | 0.456 | 0.684 | 0.339 | 0.404 | 0.503 |
| 每股净资产 (元) | 5.372 | 5.725 | 6.417 | 3.740 | 4.144 | 4.647 |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.538 | 0.693 | 0.775 | 0.518 | 0.575 | 0.769 |
| 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.200 | 0.200 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 9.57% | 7.97% | 10.66% | 9.07% | 9.75% | 10.83% |
| 总资产收益率 | 5.95% | 4.64% | 5.54% | 5.29% | 5.82% | 6.51% |
| 投入资本收益率 | 10.80% | 6.56% | 7.55% | 9.64% | 9.05% | 10.25% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 12.70% | -8.54% | 13.03% | 20.48% | 20.78% | 21.85% |
| EBIT增长率 | 25.26% | -27.17% | 32.40% | 38.84% | 14.00% | 25.78% |
| 净利润增长率 | 18.79% | -11.22% | 49.82% | 28.47% | 19.11% | 24.62% |
| 总资产增长率 | 17.27% | 13.82% | 25.51% | 33.86% | 8.11% | 11.12% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 58.8 | 62.0 | 60.6 | 60.5 | 61.0 | 60.7 |
| 存货周转天数 | 98.9 | 126.1 | 128.1 | 117.7 | 124.0 | 123.3 |
| 应付账款周转天数 | 42.9 | 50.9 | 48.7 | 47.5 | 49.0 | 48.4 |
| 固定资产周转天数 | 127.5 | 198.9 | 250.5 | 249.3 | 224.8 | 198.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 5.23% | 16.87% | 24.80% | -6.51% | 2.91% | 3.02% |
| EBIT利息保障倍数 | 12.3 | 14.8 | 20.8 | 22.1 | 60.3 | 40.1 |
| 资产负债率 | 23.88% | 29.45% | 37.93% | 33.85% | 32.77% | 32.70% |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。