

农药

侯宏森

010-66276985

houhongsen@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 26.38元

当前股价: 22.90元

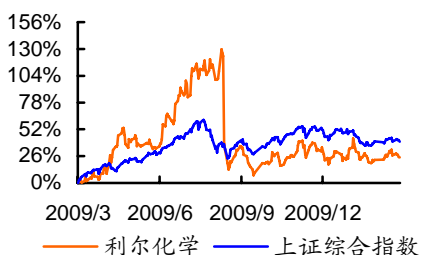
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3013.41
总股本(百万)	202
流通股本(百万)	61
流通市值(亿)	14
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	4.06
资产负债率	4.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
利尔化学	0.00	-9.77	-10.65
上证综合指数	-0.16	-7.20	0.79



相关报告

利尔化学

002258

推荐

募投项目将逐步获利，期待明年爆发性增长

利尔化学的产品主要以氯代吡啶类选择性除草剂为主，具有独特应用领域，在全球具有领先优势，不同于草甘膦等大宗灭生性除草剂，公司仍将持续拥有很强的盈利能力。我们近期对公司进行了调研，对目前公司的运营状况进行了交流。

投资要点:

- 公司在 09 年金融危机时期依然保持很好的盈利能力。09 年在产品价格大幅下降情况下，实现营业收入 3.94 亿元，同比增长 20% 左右，毛利水平为 39.75%，反而比 08 年上升近 4 个百分点，实现净利润 1.01 亿元，增长 16.82%，每股收益 0.50 元。
- 目前公司订单依然良好，出货正常，并且公司预计 2010 年上半年农药行业出口呈企稳回升的趋势。
- 目前公司产品价格依然维持 09 年下半年回落后的水平。公司 09 年的销量实现增长，但价格又所回落，不同产品价格回落 10%-20%，目前来看，价格上调难度较大。
- 但公司产品成本具有下降趋势。目前公司的主要原料是二甲基吡啶，募投项目要用到是吡啶原料，但吡啶系列原料的国产化进程在加速，目前公司原料不再完全依赖进口，成本正在逐渐下降。
- 技术优势非常明显，企业研发中心获得国家级。利尔化学拥有氯代吡啶类化合物的核心合成技术，目前企业研发中心升级为国家级技术中心，全国业内仅有几家获此殊荣，公司从事研发的人员有 130 人，在成都设有研发中心。
- 公司募投项目是未来的利润增长点，预计 10 年将会较好的盈利贡献，但公司认为产能释放和市场增长是个渐进的过程，具体产销量和盈利状况的不确定性较大。
- 公司正大力进军农药制剂领域，不排除公司会有资产并购的举措。公司目前拥有农药制剂登记证仅有 40 多个，因此不排除公司向诺普信那样大力并购制剂企业，并且现在很多制剂企业已经向利尔表达了出售意向。
- 农业部和四川政府共建成都市统筹城乡现代农业综合示范区，将对农药制剂的推广应用起到积极作用。公司还认为农药产业结构调整，国内市场将会得到进一步净化，也会加快业内整合以及优势品牌企业的扩张。
- 给予推荐评级。随着新项目逐步投产和公司大力的市场推广，预计近两年公司将实现快速发展，尤其是 2011 年业绩有望实现爆发性增长，我们预计公司 2010 至 2012 年每股收益为 0.65 元、0.99 元和 1.27 元。以 2011 年业绩为基础，目前与利尔相类似的精细化工小盘股的平均估值水平为 26.65 倍，利尔流通盘仅有 6000 万股，并且公司经营稳健，企业信誉度很好。我们也给予利尔 2011 年 26.65 倍市盈率，6-12 月目标价为 26.38 元，公司具有长期投资价值，故给予推荐投资评级。

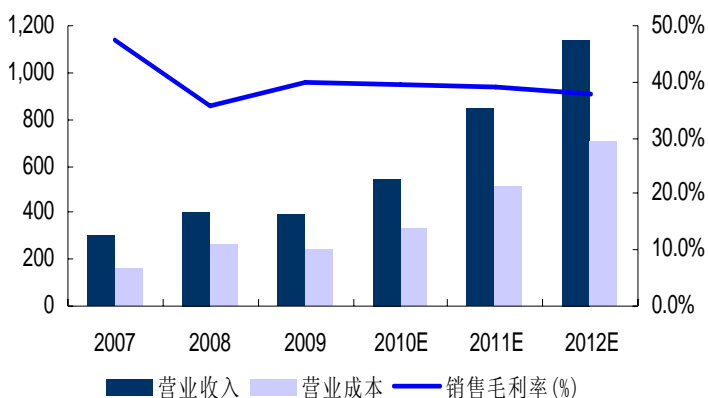
风险提示：人民币升值可能会对公司盈利带来一定影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	170	281	384	530
同比(%)	25%	66%	37%	38%
归属母公司净利润(百万元)	35	56	74	99
同比(%)	39%	58%	33%	33%
毛利率(%)	42.1%	41.5%	40.9%	40.3%
ROE(%)	9.1%	12.9%	14.7%	16.5%
每股收益(元)	0.69	1.09	1.46	1.93
P/E	71.62	45.40	34.15	25.72
P/B	6.55	5.86	5.03	4.25
EV/EBITDA	54	33	24	18

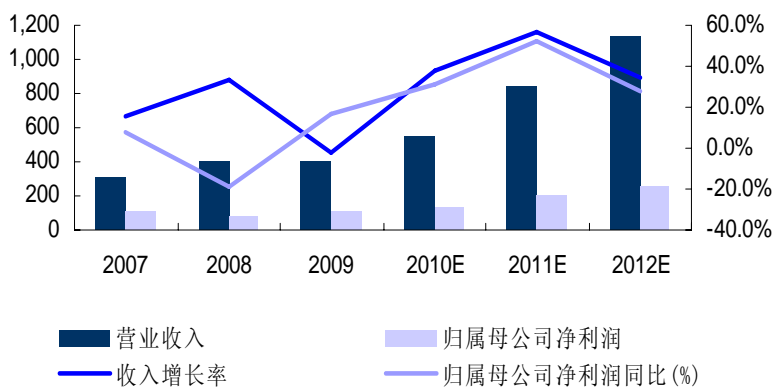
资料来源：中投证券研究所

图 1: 公司近几年的主营和成本分析



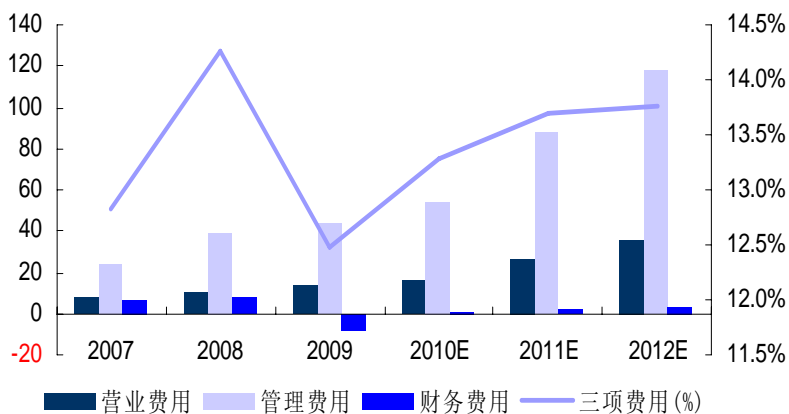
资料来源: 公司报表 中投证券研究所

图 2: 公司近几年的营业收入和利润的增长趋势



资料来源: 公司报表 中投证券研究所

图 3: 公司近几年的费用构成



资料来源: 公司报表 中投证券研究所

公司募投项目是未来的利润增长点，预计 10 年将会较好的盈利贡献，但公司认为产能释放和市场增长是个渐进的过程，具体产销量和盈利状况的不确定性较大：

- 5000 吨配套制剂生产线提前建成并投入运行，将有力地支持公司国内制剂市场的发展；
- 500 吨/年氟草烟生产线建设完毕，目前已经投入运行；
- 3000 吨/年毒死蜱生产线和 600 吨/年丙环唑生产线设备安装已进尾声，预计项目达到预定可使用状态日期为 2010 年 6 月份；
- 600 吨/ 年草铵磷原药技术改造项目项目达到预定可使用状态日期为 2010 年 8 月份；
- 150 吨/ 年氟环唑原药技术改造项目项目达到预定可使用状态日期 2010 年 12 月份；
- 目前配套公用工程建设全部完成并投入运行，为募投项目投产提供保障。

表 1：2006-2008 年公司主要产品的市场占有率及市场排名细分情况

产品类别	2010 年预计产能 吨	2009 年销量 吨	2009 年度价格 万元/吨	2008 年度价格/ 万元/吨	价格同比增减 (%)
毒莠定	1000-1100	800	17.28	19.28	-10.37%
毕克草	600	400	28.91	32.73	-11.67%
氟草烟	500	200	17.75	22.85	-22.32%
丙环唑	600 (年中投产)				
毒死蜱	3000 (年中投产)				
草铵磷	600 (三季度投产)				
氟环唑	150 (年底投产)				

资料来源：公司报表

**公司产品成本具有下降趋势。**目前公司的主要原料是二甲基吡啶，目前价格为 6 万块钱每吨，占到成本的 50%-60%。募投项目要用到吡啶原料，目前价格为 3 万块钱每吨，但吡啶系列原料的国产化进程在加速，目前公司原料不再单单一依赖进口，成本正在逐渐下降。

**技术优势非常明显，企业研发中心获得国家级别。**利尔化学是以技术为先导的企业，拥有氯代吡啶类化合物的核心合成技术，在我国乃至全球的氯代吡啶类农药除草剂领域具有领先地位，目前企业研发中心获得国家级技术中心，是全国业内仅有几家获此殊荣，公司从事研发的人员有 130 人，在成都设有研发中心。去年通过国家发改委，争取了研发和技改项目的支持，将近有两千万的政府支持。

**公司正大力进军农药制剂领域，不排除公司会有资产并购的举措。**利尔致

力于国内外品牌的农药的供应商，利尔商标已经在 40 多个国家进行了注册，目前制剂的销售重点还主要在国内，09 年成立了作物科学事业部，仅农药制剂就有 20 个研发人员，营销人员已经达到 80 多人。目前公司面临的主要问题还是登记证问题，公司目前拥有登记证仅有 40 多个，因此不排除公司向诺普信那样大力并购制剂企业，并且现在很多制剂企业已经向利尔表达了出售意向。

**公司认为农业部和四川政府共建成都市统筹城乡现代农业综合示范区，将对农药制剂的推广应用起到积极作用。**农业部、四川省政府、成都市政府在京签署《共建统筹城乡现代农业综合示范区合作备忘录》，决定共建成都市统筹城乡现代农业综合示范区。将把解决“三农”问题作为重中之重，坚持统筹城乡发展的基本方略，加快传统农业向现代农业转变，大力推进社会主义新农村建设，《备忘录》提出：到 2012 年，现代农业规模化、集约化程度有较大提升，农业综合生产能力和市场竞争力得到增强，粮食生产保持稳定。转变农业发展方式取得明显进展，统筹城乡、科学发展的体制机制基本建立。农民收入稳定增长，逐步缩小城乡收入差距。

**公司还认为农药产业结构调整，国内市场将会得到进一步净化，也会加快业内整合以及优势品牌企业的扩张。**业内人士也普遍认为，农药企业的结构调整是今后的一个重大突破点。必须建立起相对完善的中小农药企业退出机制，加强企业联合重组。重点培育大型企业集团，并最终促成农药产业集群的形成。政策对农药领域的调控力度越来越强。如高毒农药必须退出市场，还有制剂的污染监管，证件监管，标签监管，隐性成分监管等。值得一提的是 09 年 9 月份农药工业产业政策（征求意见稿）和农药生产准入条件（征求意见稿）也已经由工信部公布。目前相关专家还在进一步细化和修订，10 年将会正式对外发布。征求意见稿中提到，严格控制并逐步减少农药厂点，抑制新增产能，加快落后产能的削减，到 2015 年，农药企业数量减少 30%，国内排名前 20 位的农药企业集团销售额达到总销售额的 50% 以上。农业部门也正在着手修改《农药管理条例》，使之适应新形势的发展要求，新形势的变化。这次修改将着重解决两个问题：一个是要促进企业发展，方便有利于企业的兼并重组和集团化，解决促进登记、进出口等方面遇到的问题；二是保障农产品质量安全。

**人民币升值可能会对公司盈利带来一定影响。**公司产品出口占销售收入 90% 以上，出口业务主要以美元结算，人民币对美元的汇率走势将直接影响公司产品的竞争力和整体盈利水平，如果人民币升值，将会给公司利润带来一定影响。

**我们盈利预测的假设前提如下：**

1) 伴随着公司规模扩大，市场供给增多，低毛利新产品投产，预计公司原

药的价格水平呈现下降趋势，但由于成本也在逐步下降，因此毛利水平下降幅度不大，呈现缓慢下降趋势。

- 2) 由于今年中期公司的主要募投项目才逐步投产，但达产仍需要一个过程，预计原药销售收入会有 30% 的增长，年底有望全部达产，则 2011 年将会会有一个爆发式的增长，假设 2011 年原药销售收入增长 58%，2012 年增长有所回落，但随着市场的拓展，假设仍会实现 30% 的稳步增长。
- 3) 公司制剂领域销售拓展较快，假设收入每年增长 50%。
- 4) 伴随制剂销售量的提高，该领域的毛利水平将会呈现上升下降趋势。

我们对硅宝科技的分产品盈利预测如下：

**表 2：分产品销售收入和毛利率预测**

单位（万元）		2009	2010E	2011E	2012E
农药原药	收入（万元）	31,122.57	41,704.24	65,892.71	85,660.52
	毛利	47.63%	46.83%	45.26%	44.08%
农药制剂	收入（万元）	8,298.29	12,447.44	18,671.15	28,006.73
	毛利	10.19%	14.19%	17.19%	19.19%
合计收入（万元）		39,421	54,152	84,564	113,667
毛利率		39.75%	39.33%	39.06%	37.95%

资料来源：中投证券研究所，公司报表

随着新项目逐步投产和公司大力的市场推广，预计近两年公司将实现快速发展，尤其是 2011 年业绩有望实现爆发性增长，预计将至少增长 50% 以上，我们预测公司 2010 至 2012 年的每股收益有望达到 0.65 元、0.99 元和 1.27 元。

我们选择联华科技、永泰科技、红宝丽、诺普信等与利尔化学相类似的精细化工小盘股来进行比较，以 2011 年业绩为基础，目前此类精细化工小盘股的平均估值水平为 26.65 倍市盈率。利尔流通盘仅有 6000 万股，并且公司经营稳健，企业信誉度很好。我们也给予利尔 2011 年 26.65 倍市盈率，6-12 月目标价为 26.38 元，公司具有长期投资价值，明年业绩有望实现爆发性增长，故给予推荐投资评级

**表 3：盈利预测**

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	394	542	846	1137
同比 (%)	-2%	37%	56%	34%
归属母公司净利润	101	132	201	258
同比 (%)	17%	31%	52%	28%
毛利率 (%)	39.7%	39.3%	39.1%	37.9%
ROE (%)	12.3%	14.6%	18.7%	20.1%
每股收益 (元)	0.50	0.65	0.99	1.27
P/E	45.83	35.01	23.04	18.00
P/B	5.63	5.12	4.30	3.61

EV/EBITDA 37 26 17 13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	559	653	810	930	<b>营业收入</b>	394	542	846	1137
现金	393	393	393	393	营业成本	238	329	515	705
应收账款	55	107	166	215	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	5	5	8	11	营业费用	14	16	26	35
预付账款	7	31	50	60	管理费用	44	54	87	118
存货	99	118	193	251	财务费用	-8	1	2	3
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	305	399	484	561	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	12	12	12	12	投资净收益	-0	0	-0	-0
固定资产	173	271	349	413	<b>营业利润</b>	108	141	215	275
无形资产	32	38	44	52	营业外收入	3	2	3	3
其他	88	78	79	85	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	864	1052	1294	1491	<b>利润总额</b>	108	142	216	276
<b>流动负债</b>	41	148	216	207	所得税	7	9	14	18
短期借款	0	89	124	84	<b>净利润</b>	101	132	201	258
应付账款	13	21	33	44	少数股东损益	0	0	0	0
其他	28	38	59	79	<b>归属母公司净利润</b>	101	132	201	258
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	113	164	249	320
长期借款	0	0	0	0	EPS (元) (摊薄)	0.50	0.65	0.99	1.27
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	41	148	216	207	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	202	202	202	202	<b>成长能力</b>				
资本公积	425	425	425	425	营业收入	-2.4%	37.4%	56.2%	34.4%
留存收益	195	277	450	657	营业利润	26.1%	30.9%	52.3%	28.0%
归属母公司股东权益	823	905	1078	1284	归属于母公司净利润	16.8%	30.9%	51.9%	28.0%
<b>负债和股东权益</b>	864	1052	1294	1491	<b>获利能力</b>				
					毛利率	39.7%	39.3%	39.1%	37.9%
					净利率	25.7%	24.5%	23.8%	22.7%
					ROE	12.3%	14.6%	18.7%	20.1%
					ROIC	22.3%	22.5%	25.4%	27.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	4.8%	14.0%	16.7%	13.9%
					净负债比率	0.00%	60.06%	57.40%	40.51%
					流动比率	13.53	4.43	3.75	4.49
					速动比率	11.10	3.62	2.84	3.26
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.46	0.57	0.72	0.82
					应收账款周转率	5	7	6	6
					应付账款周转率	14.49	19.50	19.25	18.28
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.65	0.99	1.27
					每股经营现金流 (最)	0.63	0.39	0.55	1.05
					每股净资产 (最新摊)	4.06	4.47	5.32	6.34
					<b>估值比率</b>				
					P/E	45.83	35.01	23.04	18.00
					P/B	5.63	5.12	4.30	3.61
					EV/EBITDA	37	26	17	13

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	128	79	112	213
净利润	101	132	201	258
折旧摊销	14	22	32	41
财务费用	-8	1	2	3
投资损失	0	-0	0	0
营运资金变动	12	-78	-125	-91
其它	9	2	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-86	-116	-117	-119
资本支出	79	110	110	110
长期投资	-7	0	0	0
其他	-14	-6	-7	-9
<b>筹资活动现金流</b>	-93	37	5	-94
短期借款	0	89	35	-40
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	67	0	0	0
资本公积增加	-67	0	0	0
其他	-93	-52	-30	-54
<b>现金净增加额</b>	-52	0	0	0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元



## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10% 以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

## 分析师简介

侯宏森，中投证券研究所基础化工行业分析师，硕士，有多年化工行业工作背景和投资咨询工作经历。

主要研究覆盖公司：新安股份、蓝星新材、烟台万华、浙江龙盛、金发科技、红宝丽、巨化股份、杨农化工、诺普信、沙隆达、华星化工、兴化股份等。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编：100031  
传真：(010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434