



利尔化学（002258）：产品结构日趋丰富 资产收购助推营销网络扩张

增持(持平)

近期，我们对利尔化学进行了实地调研，就募投项目的进展与收购江苏快达农化对公司未来的影响等问题与公司高管做了深入交流。

投资要点：

- 📖 公司作为国内第一、世界第二大的氯代吡啶类除草剂生产企业，其生产工艺处于全球领先地位，是保持当前高毛利的主要依托；
- 📖 募投项目进展顺利，年内预计有毒死蜱、丙环唑、草铵磷等新品种投产，产品结构将大为改观；
- 📖 收购江苏快达农化，将形成协同效应，有力助推公司国内营销网络的扩张。

报告摘要：

➤ **全球领先的吡啶类化合物催化氯化技术是当前公司保持高毛利的主要依托。**公司现为国内最大的毒莠定、毕克草等氯代吡啶类除草剂生产商，是继美国陶氏益农之后全球第二家成功掌握吡啶类化合物催化氯化系统集成技术的企业，拥有氨基吡啶氯化、氨化、选择性氟化等5项核心专有技术，是迄今为止国内能够实现该类工业产品工业化生产为数不多的企业之一。正是凭借这种较高的技术壁垒，虽然产品价格与2006年相比降幅在30%以上，但依然维持40%左右的毛利。

➤ **募投项目即将投产，公司产品结构将大为改观。**公司目前产品毕克草、毒莠定、氟草烟等均属除草剂类，产品结构较为单一。随着毒死蜱、丙环唑、草铵磷等募投项目的陆续投产，公司将形成除草剂、杀虫剂、杀菌剂三位一体的产品结构，抗市场风险的能力将大大增强。

据了解，毒死蜱、丙环唑这两个项目的设备安装已经完成，近期有望开车试生产；草铵磷项目则已经开始安装设备，预计8月份可顺利完成，年内可投入生产；其中毒死蜱、丙环唑主要面向国内市场，而草铵磷则主要投向国际市场。

➤ **收购江苏快达农化，有助公司进军国内市场。**公司拟以1.7亿元收购江苏快达农化51%的股权，我们认为此举最大的意义在于有助于公司开拓国内市场。公司目前有85%以上的营业收入来自于国外，既是公司优势的体现，也是公司最大的隐忧，汇率的波动、出口退税的变化等诸多不可控因素都会影响公司的业绩。而江苏快达不仅农药种类齐全，拥有除草剂、杀虫剂、杀菌剂等60多种农药产品，而且还拥有遍及全国的营销网络，超过1000家具有良好合作关系的代理商，并且主要集中在江苏、湖南、湖北、安徽等农业大省。

分析师

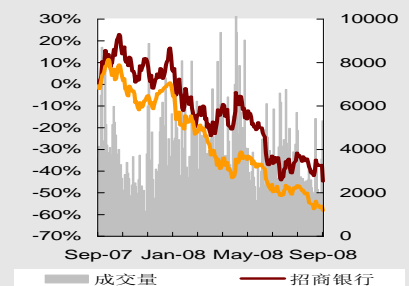
康铁牛 祖广平

电话：010-88085991 88085226

Email: kangtieniu@hysec.com

Zuguangping@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100331		
20091231		
20090930		

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

收购江苏快达农化之后，可充分发挥二者的协同效应，公司的销售网络及客户资源将得到快速而有效的扩张，为将来募投项目的市场销售做了良好铺垫。

- 不仅如此，江苏快达还位于江苏省重点化工生产区域如东高科技产业园区内，完全符合当前农药行业的产业布局政策，将来发展无搬迁、环保等问题的困扰，未来不排除公司将其打造为重要生产基地的可能。
- **业绩预测。**虽然公司今年业绩将有小幅下滑，但随着江苏快达农化的顺利收购和募投项目的逐步达产，预计 2010-2011 年公司可以实现 EPS 分别为 0.46 元、0.69 元。按 6 月 25 日收盘价计算，相应 PE 分别为 37 倍和 27 倍，仍给予“增持”评级。

风险提示：

1. **公司主要产品毛利率下降的风险。**公司目前产品的高毛利主要得益于专有技术的支撑。虽然技术的进步是无止境的，但是技术对于毛利率的贡献将随着技术的完善而呈快速递减效应，因此公司主要产品毕克草、毒莠定的毛利有可能逐年递减。
2. **江苏快达农化的整合风险。**收购之后能否保证快达农化的管理和经营的稳定，实现平稳过渡及重要客户的不流失，均存在一定的不确定性。

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 3年证券行业从业经验。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。