

# 募投项目即将投产 未来业绩值得期待

## 增持

### 投资要点:

- 📖 盈利能力同比下降, 产品价格下滑是主因
- 📖 募投项目陆续投产, 有望扭转公司业绩下降趋势
- 📖 资产收购进展顺利, 静待证监会核准

### 报告摘要:

- **报告期内主营业务虽有增长, 但净利同比下降较为明显。**2010年上半年, 公司实现主营业务收入2.66亿元, 同比增长8.79%; 归属于母公司所有者的净利润为4144万元, 同比下降35.9%, 每股收益0.20元。净利下滑的主因可归结为产品价格下滑, 我们推算吨售价同比降低6%以上。
- **募投项目进展顺利, 有望成公司新的盈利增长点。**报告期内公司600吨/丙环唑及3000吨/年毒死蜱项目建设完毕, 目前正在试车; 600吨/年的草铵磷原药项目也正在设备安装; 150吨/年氟环唑原药项目土建工程已经完工, 已全面启动设备采购工作。
- **收购江苏快达, 有助公司开拓国内市场。**公司拟以1.7亿元收购江苏快达农化51%的股权, 这将有助于发挥二者协同效应, 扩大公司国内市场份额。由于农药行业的并购符合国家产业政策, 一直受到国家的鼓励, 因此该项资产收购被证监会核准应毫无问题, 我们推测年内应有结果。
- **毛利率逐步下降符合行业发展规律, 但我们预计未来仍然会高于行业平均水平。**从2006年至今, 公司毛利率呈逐步下降趋势, 目前约为30%, 但我们认为这是行业规律使然, 鉴于公司的技术优势, 未来依然会高于行业平均水平。
- **盈利预测。**考虑到公司新项目达产进度及明年资产收购的顺利完成, 预计2010、2011公司的EPS分别为0.46和0.69元, 目前估值合理, 但考虑到未来增长空间较大, 仍给以增持评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	404	394	481	841
同比增长率	32.9%	-2.5%	22.1%	75%
净利润	88	101	91	138
同比增长率	-18.7%	14.8%	-10%	50%
每股收益	0.43	0.49	0.46	0.69

### 分析师

康铁牛

电话: 010-88085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平

电话: 010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明

电话: 010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

柴沁虎

电话: 010-88085267

chaiqinhu@hysec.com

### 市场表现



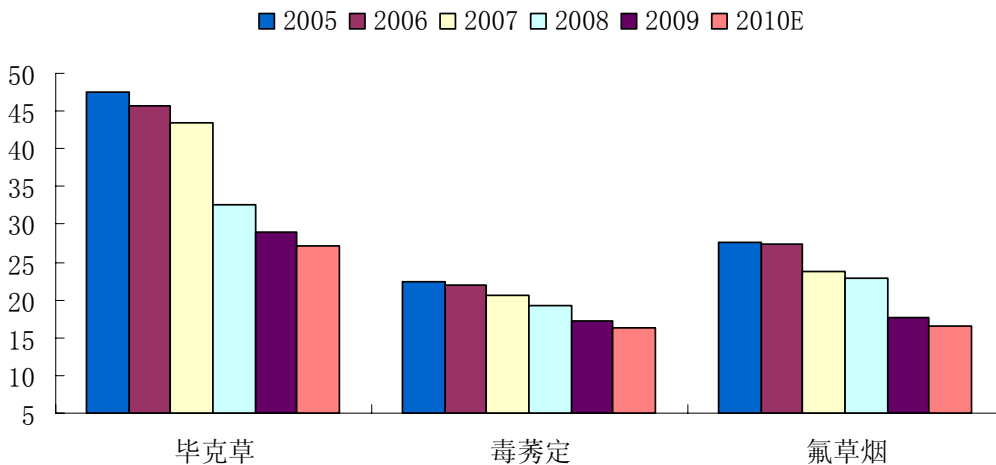
## 一、盈利能力同比下降，产品价格下滑应是主因

利尔化学今日发布 2010 年中期业绩报告，公司在报告期内实现主营业务收入 2.66 亿元，同比增长 8.79%；归属于母公司所有者净利润 4144 万元，同比下降 35.9%，每股收益 0.20 元。

公司的盈利能力下降，虽然有全球金融危机余波的影响，以及国内外市场开拓致使的销售费用增加，新产品研发、对外投资所导致的管理费用增加等多方面的因素，但市场竞争加剧引起的主要产品价格下滑应是主要因素。

从 2006 年至 2009 年，公司主导产品毕克草、毒莠定、氟草烟的价格分别从每吨 47 万元、22 万元、27 万元跌至 29 万元/吨、17 万元/吨、17.7 万元/吨。价格下降固然有公司加强工艺改造、大幅降低成本的因素，但实际销售价格下滑却是不争的事实。2010 年上半年这三大类产品的价格公司虽然没有披露，但从毛利率变化来看，我们推测这些原药的产品价格降幅应在 6% 左右。

图 1：近年来公司主要产品价格趋势（万元/吨）



资料来源：公司公告 宏源证券

## 二、募投项目进展顺利，有望成公司新的盈利增长点

根据半年报，公司 600 吨/丙环唑及 3000 吨/年毒死蜱项目建设完毕，目前正在试车；600 吨/年的草铵磷原药项目也正在设备安装；150 吨/年氟环唑原药项目土建工程已经完工，已全面启动设备采购工作。

这些项目投产之后，将有效弥补公司毕克草、毒莠定等产品价格下降所带来的业绩下滑，尤其是年产 3000 吨的毒死蜱项目，由于毒死蜱是国家推荐的替代高度农药品种之一，对于它的市场前景，我们持乐观态度。

从产能释放来看，这些项目的效益应在明年体现，即使以行业平均利润率 18% 估算，这些产品年贡献利润约为 1500 万元。

不仅如此，这些项目投产之后还将使公司的产品结构大为改观。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。

### 三、收购江苏快达，有助公司开拓国内市场

公司拟以 1.7 亿元收购江苏快达农化 51% 的股权，这将有助于发挥二者协同效应。国内市场一直是公司短板，近年来公司的国内收入仅占公司主营收入的 20%，因此扩大国内市场份额一直是公司的经营目标。

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。

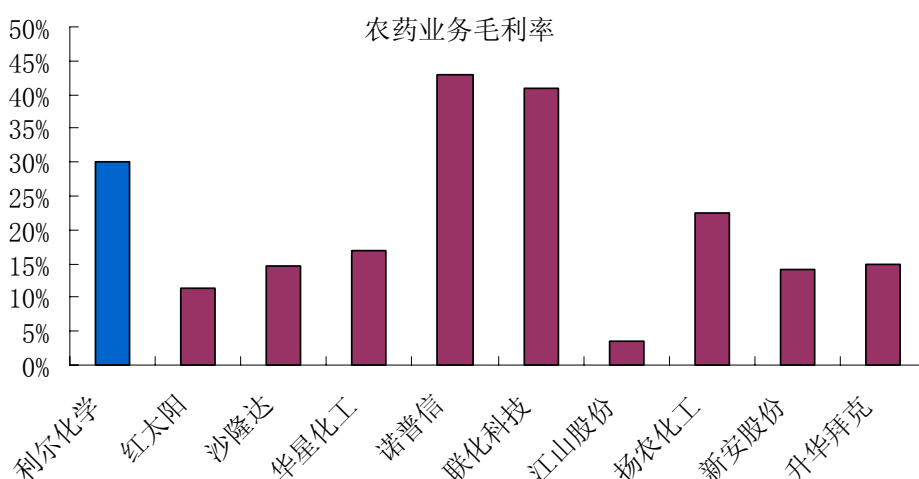
由于农药行业的并购符合国家产业政策，一直受到国家的鼓励，因此该项资产收购被证监会核准应毫无问题，我们推测年内应有结果。该收购一旦完成，预计每年可为公司贡献 2200 余万元。

### 四、公司毛利率逐步下降虽是近忧，但不必远虑

从 2006 年至今，公司毛利率呈逐步下降趋势，目前约为 30%，但我们认为这是行业发展的规律使然。公司的大股东是中核物理研究院，具有很强的研发能力，在工艺研发、优化等方面具有丰富的经验，譬如公司在吡啶类除草剂方面继美国陶氏益农之后成为全球第二大生产企业，并且拥有氰基吡啶氯化、氨化、选择性氟化等 5 项核心专有技术，即是这一能力的体现。

鉴于公司的技术优势，预计未来公司的毛利率依然会高于行业平均水平，这也是我们继续看好它的主要原因。

图 2：目前主要农药类公司的毛利率情况



资料来源：公司公告 宏源证券

**表 1: 盈利预测表**

(单位: 百万元)

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	备注
营业收入	304.02	404.00	394.21	480.94	841.64	
减: 营业成本	159.60	259.50	237.52	330.88	607.66	
营业税金及附加	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01	
营业费用	8.21	10.23	13.51	16.50	28.87	
管理费用	23.61	38.04	43.57	44.28	63.12	
财务费用	7.15	7.99	-8.27	-8.67	-7.80	
资产减值损失	0.07	1.60	-0.02	0.00	0.00	
加: 投资收益	0.08	0.00	-0.07	0.00	0.00	
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>营业利润</b>	<b>105.45</b>	<b>86.62</b>	<b>107.82</b>	<b>98.94</b>	<b>149.78</b>	
加: 其他非经营损益	4.64	0.97	0.52	0.00	0.00	
<b>利润总额</b>	<b>110.09</b>	<b>87.59</b>	<b>108.35</b>	<b>98.94</b>	<b>149.78</b>	
减: 所得税	3.07	-0.08	7.19	7.42	11.23	
<b>净利润</b>	<b>107.02</b>	<b>87.68</b>	<b>101.15</b>	<b>91.52</b>	<b>138.54</b>	
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>107.02</b>	<b>87.68</b>	<b>101.15</b>	<b>91.52</b>	<b>138.54</b>	
EPS	0.51	0.43	0.49	0.46	0.69	均以最新股本计算

**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。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

**柴沁虎:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。主要研究覆盖行业: 石化、煤化工等。

**张延明:** 宏源宏源证券研究所化工行业研究员, 三年证券行业从业经验。

**机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@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。