

张志宏
 0755-82960064
 zhangzh@cmschina.com.cn

2009年6月19日

利尔化学(002258.SZ)/26.01元

优势明显、蒸蒸日上的农药行业新星

原材料·基础化工

目标估值: 36-42元

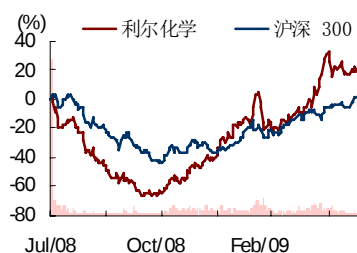
强烈推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2810
总股本(万股)	13496
已上市流通股(万股)	3400
总市值(亿元)	35
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	8.1%
主要股东	四川久远投资控股集团
主要股东持股比例	27.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	132	65
相对表现	-16	86	81



相关报告

本文简要的分析了公司的主要竞争优势、产品前景,我们认为公司的竞争优势突出,加上良好的激励制度,公司未来有望成长为一家在国际与国内具有较强影响力的品牌农药企业。

- **公司正逐渐转型为新型杂环类农药的综合生产商。**公司上市前主要经营吡啶类除草剂,包括毕克草、毒莠定和氟草烟三大系列产品,为国内最大的氯代吡啶类除草剂农药供应商,产品主要出口供应国际农药巨头,随着毒死蜱、丙环唑、草铵膦、氟环唑等募集资金建设项目从09年开始逐步进入收获期,公司正逐步转型为包含除草剂、杀菌剂、杀虫剂一系列高端仿制农药品种的综合生产商,同时产品多为新型高效农药也保障了公司较强的盈利能力。
- **募投项目与国内营销的发力将使公司未来几年持续快速成长。**公司募投项目正有序进行,扩建的500吨/年氟草烟已进入投产阶段;毒死蜱与丙环唑项目也已完成设备采购,预计今年四季度能投产;草铵膦项目的基建也已启动,氟环唑项目则正在进行前期准备,预计明年上半年也能投产。公司的募投项目多为新型优质农药品种,将成为公司未来业绩成长的良好保障。此外,由于吡啶类原料价格的下跌、毕克草技改使成本下降、出口退税率的增加,公司产品的毛利率还有望进一步提升。同时,公司开始强化品牌营销战略,加强国内营销力度,有利于加快日益丰富的产品线转化为良好的业绩。
- **与国内农药行业多数公司相比,我们认为公司在技术、环保、体制等方面优势明显。**公司在国内率先掌握了吡啶氯化、氯化、选择性氟化等一系列吡啶类农药的关键核心技术,技术优势也使公司各产品的毛利率多在30%以上,远高于国内普通的仿制农药企业,同时公司主要产品技术起点较高,能较有效的阻止新进入者;公司的环保管理水平亦居行业领先;此外由于管理团队与业务骨干持股,公司的经营理念较为积极进取,体制优势明显。
- **首次评级给予“强烈推荐-A”评级。**我们看好公司雄厚的技术实力、务实进取的管理团队,09年1季度公司已实现EPS0.27元/股,随着募投项目投产,我们预计2009~2011年EPS分别为1.02、1.40、1.60元/股。公司的竞争优势明显,我们认为可以给予一定的高于目前行业均值的估值溢价,按2009年PE 35倍、2010年30倍估值,目标值36~42元,给予“强烈推荐-A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	304	404	533	726	910
同比增长	16%	33%	32%	36%	25%
营业利润(百万元)	105	87	149	204	254
同比增长	2%	-18%	72%	37%	24%
净利润(百万元)	107	88	138	189	216
同比增长	8%	-18%	58%	37%	14%
每股收益(元)	1.06	0.65	1.02	1.40	1.60
PE	24.5	40.0	25.4	18.6	16.3
PB	12.6	4.3	3.8	3.3	2.9

资料来源:招商证券

正文目录

一、公司良好的基本面	4
二、国内农药行业正面临行业成长与调整优化的机遇	5
1、国际农药行业已形成寡头垄断格局，生产制造向中国转移	5
2、近年来我国农药行业重新加快，未来仍有不小的空间	5
3、我国农药行业的产业结构仍不够合理	6
4、目前农药行业正面临调整优化的机遇	7
三、公司在农药行业中的竞争优势明显	8
1、技术优势：掌握大量关键技术	8
2、市场优势：已与跨国农药企业建立长期稳定的战略合作	10
3、环保优势：行业领先水平	10
4、机制优势：经营灵活，激励到位	11
四、公司主要产品前景良好	12
1、吡啶类农药的成长能力较突出	12
2、募投项目品种均为高效低毒的新型农药品种	13
3、实施品牌营销战略将使公司盈利水平进一步提升	14
4、原料成本下降使公司毛利率仍有提升空间	14
五、盈利预测与估值	15
1、盈利预测	15
2、估值	15
3、风险提示	16

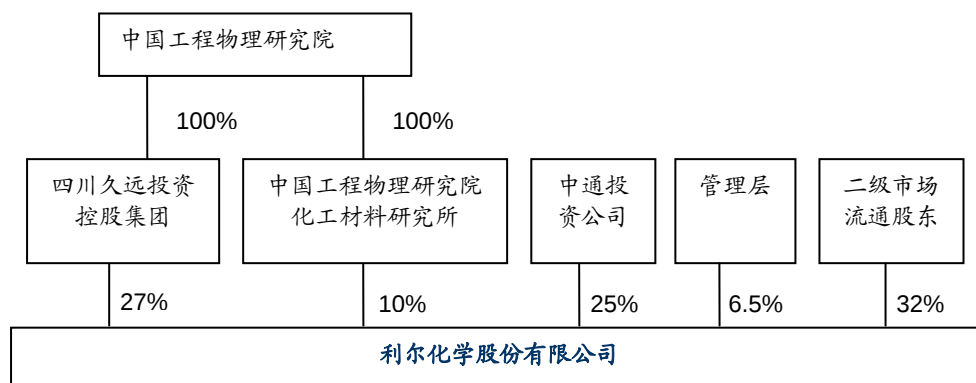
图表目录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司主营收入结构(2008 年)	4
图 3: 公司主营利润结构(2008 年)	4
图 4: 近年农药行业加速增长	6
图 5: 农药出口整体保持较快速的的增长	6
图 6: 国际农药消费结构	7
图 7: 国内农药消费结构中杀虫剂比例偏高	7
图 8: 利尔化学的毛利率明显高于农药行业的毛利率	10
图 9: 公司近几年不断加大研发投入	10
图 10: 公司近几年吡啶类农药销售情况	13
图 11: 公司产品出口比例较大	14
图 12: 吡啶价格走势(长三角地区)	14
图 13: 水合肼价格走势(长三角地区)	14
图 14: 利尔化学历史 PE Band.....	16
图 15: 利尔化学历史 PB Band.....	16
表 1: 公司现有主要产品的用途	8
表 2: 公司主要产品工艺流程	8
表 3: 公司主要产品技术水平与国内同行相比	8
表 4: 公司近年申请及已获授权的专利	9
表 5: 全球除草剂类型销售额排名显示吡啶类成长性良好(单位: 亿美元)	12
表 6: 公司募投项目产品简要评价	13
表 7: 公司盈利预测的主要假设表	15
表 8: 盈利预测简表	15
附: 财务预测表.....	17

一、公司良好的基本面

利尔化学为国内吡啶类农药行业龙头，是四川省军转民的高新技术企业，由四川久远投资控股集团有限公司（久远集团）和中通投资公司、公司的管理层发起，公司的控股股东为久远集团，而久远集团的实际出资人则为从事国防尖端科技研究的中国工程物理研究院(图 1)，因而公司的技术背景较深厚。

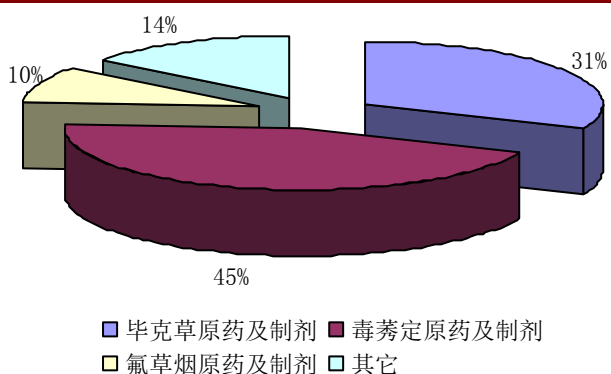
图1：公司股权结构



资料来源：公司报表，招商证券

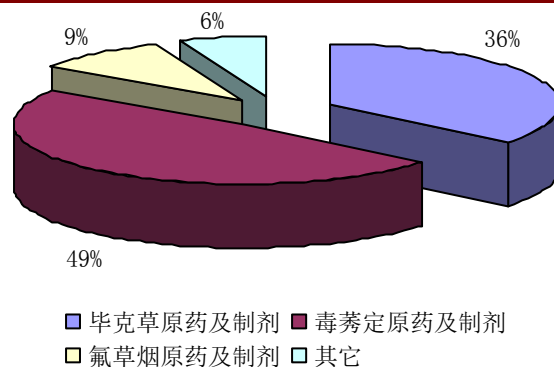
公司上市前主要经营吡啶类除草剂，包括毕克草、毒莠定和氟草烟三大系列产品(图 2、图 3)，为国内最大的氯代吡啶类除草剂农药供应商，毕克草等主要产品均为低毒、高效、低残留农药产品，符合国家产业结构调整方向及农药产业政策发展方向，产品主要出口欧洲、美洲、大洋洲、亚洲各大洲二十几个国家，供国际知名农化企业如美国陶氏益农等制成制剂在世界范围内销售，少量产品则在国内由公司做成制剂销售，其中毕克草原药和毒莠定原药销量居国内第一、全球第二（销量仅次于这些原药的创制者美国陶氏益农公司）。目前公司毕克草产能 400 吨/年左右，毒莠定产能 1000 吨/年左右，氟草烟产能 500 吨/年左右，而一条 600 吨/年毕克草新生产线也正在扩产之中。

图2：公司主营收入结构(2008年)



资料来源：招商证券

图3：公司主营利润结构(2008年)



资料来源：招商证券

二、国内农药行业正面临行业成长与调整优化的机遇

1、国际农药行业已形成寡头垄断格局，生产制造向中国转移

国际农药工业由于起步早，加上知识产权保护制度完善，农药工业较发达，当前正逐渐走向成熟期。由于农药研究开发的高投入、高风险，目前一个达到首次销售标准的新农药，累积总开发成本已达 2 亿美元左右，耗时 8~10 年，以及农药生产面临越来越大的环保压力，因此，为加强研究开发实力，寻求规模效应和协同作用，增加市场份额，降低成本，国际农药公司兼并频繁发生，行业已趋于高度垄断，1994 年世界大型农药公司有 10 家，到了 2002 年只剩下先正达、孟山都、杜邦、陶氏益农、拜耳、巴斯夫等 6 家，08 年六大巨头的农药销售额已占全球农药市场的近 80%。

在专利的保护下，农药的原始开发商一般拥有创制品种十年以上的独家垄断权，国际农药巨头通过不断投入巨额研发，创制农药新产品来获取高额利润，形成“知识产权农药品种—丰厚利润—巨额的研发—新的知识产权农药品种”的滚动式发展，单个产品的年销售额十亿甚至几十亿美元。

同时，随着我国逐步成为世界制造业的中心，全球农药的生产正在向中国转移，08 年中国的农药年产量达 190 万吨，已占全球产量的一半以上，成为全球最大的非专利农药生产国；年出口量有 100 多万吨，占全球总销量的一半。

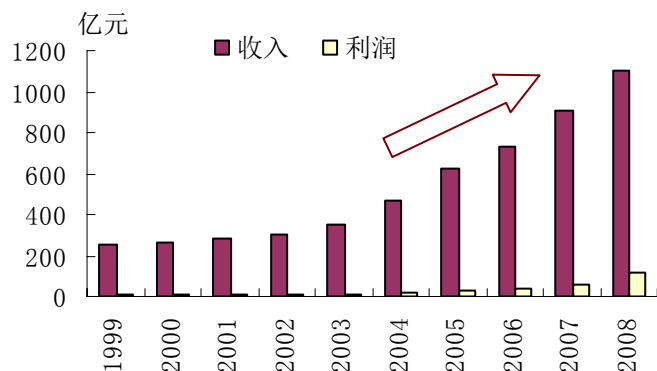
2、近年来我国农药行业重新加快，未来仍有不小的空间

改革开放以来，我国农药行业取得了巨大的进步，已跃居全球最大的农药生产国，可生产 300 余种原药，千余种制剂，农药产量由 1983 年的 33 万吨上升至 2008 年的 190 万吨。我国农药的发展大致可分为三个阶段：

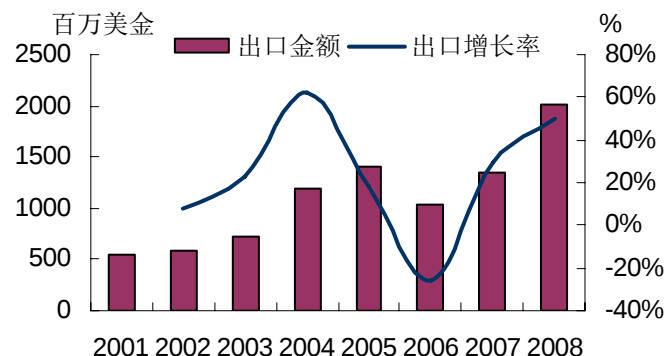
第一阶段，在 20 世纪 80 年代到 90 年代中期是行业的快速发展时期。在这段时期内，我国农业发展很快，也带动了农药工业的迅速发展。这一阶段，农药生产企业急剧增加，产能产量提升较快，为满足农业的需求、解决粮食问题做出了重要贡献。

第二阶段，20 世纪 90 年代中后期为行业发展的平稳期。这一时期，由于粮食产量已超过国内需求，国家开始致力于农业的结构调整，国内的农药需求增长缓慢。

第三阶段，进入 21 世纪以来国内农药行业的增速又重新加快(图 4)。主要是近年国家又重新重视农业生产，陆续出台农业扶持政策，加之近年来，我国种植结构发生了很大变化，水果、豆类、油菜、观赏植物和青饲料等作物的种植面积与大棚的种植面积不断增加，且一年栽培数熟，对新型农药的需求增加，另外由于成本优势，我国近年农药出口增长迅速，我国农药自 1994 年首次实现净出口后，连续 14 年强劲增长，年均增长 20% 左右(图 5)。

图4：近年农药行业加速增长


资料来源：招商证券

图5：农药出口整体保持较快速的增长


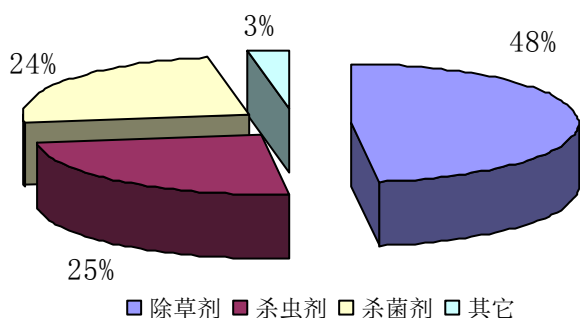
资料来源：招商证券

农药行业的未来仍有不小的空间。同发达国家相比，我国的农药使用仍处于较低水平，单位耕地面积农药消费仅 8.6 美元/公顷，只有美国的 1/4、法国的 1/15、日本的 1/18，因此仍有较大的发展空间。此外，随着我国人口的增长，需要提供更多的粮食产量也需要投入更多的农药，2001 年中国人口已达 13 亿，到 2010 年我国人口将增长到 14.0 至 14.3 亿之间，粮食需求总量将由 5 亿吨上升到约 5.8 亿吨，将拉动农药的需求增长。

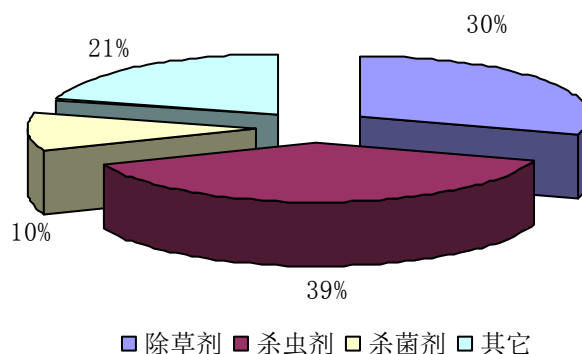
3、我国农药行业的产业结构仍不够合理

但目前我国农药行业的产业结构仍不够合理，主要体现在行业内企业众多，行业集中度相当低，大部分企业规模小，缺乏竞争力。目前我国正式登记的农药企业有 2000 多家，其中原药生产厂家约 400 家，加工分装企业约 1600 多家，但其中大部分为中小企业，集中度低，06 年我国前 5 大农药原药厂商的农药产量占全国总产量不足 15%，前 20 大农药原药厂商的农药产量也仅占全国总产量的 30% 左右，影响了行业的整体竞争力：

- ✓ 多数小的农药企业生产经营较不规范，产品质量较差，甚至生产经营假冒伪劣产品。2008 年下半年，农业部对全国 24 个省 10000 多个农药产品质量和标签进行交叉监督检查，结果抽样的 393 个农药产品质量合格率 71%，抽查的 332 个农药产品标签合格率仅 57%。
 - ✓ 行业内资源配置不合理，一些壁垒不高的常规品种的生产能力过剩较多，造成设备利用率低，资源浪费，并且导致恶性竞争，严重影响企业的经济效益。
 - ✓ 农药产品结构较不合理，表现在“三高三低”上：**杀虫剂比例较高，杀菌剂比例偏低**（图 6、图 7），目前我国杀虫剂的比例占 39% 左右高于国际平均水平；**高毒农药比例高，高效低毒农药比例较低**，虽然经过多年努力不断降低了高毒农药的比例，但直到目前我国高毒农药仍占 25% 左右；**老品种老剂型多，新品种新剂型少**，世界上已经注册的农药化合物有 2800 多种，其中商业化应用的有 1300 多种，常用的有 500 多种，而我国能够生产的约 300 种，且主要集中在十几个品种，在剂型上，国外以无溶剂、水基、固体化为主，而我国仍以乳油、粉剂、可湿性粉剂和颗粒剂为主。
- 由于产品结构不尽合理，有些品种的质量或数量不能满足需求，每年还需要进口上百个品种。

图6：国际农药消费结构


资料来源：招商证券

图7：国内农药消费结构中杀虫剂比例偏高


资料来源：招商证券

4、目前农药行业正面临调整优化的机遇

首先，我国加快了高毒高残留农药的替代工作。根据国家发改委和农业部的规定，自2007年1月1日起，我国将撤销所有含有甲胺磷、久效磷、甲基对硫磷、对硫磷、磷胺等5种高毒农药的制剂产品的登记证和生产许可证，全面禁止这5种高毒农药在农业上使用。由于这5种高毒农药的总产量约为10万吨/年，占杀虫剂总量的25%左右，留出的市场空间较大。而且根据我国农药行业确定的“十一五”规划，我国农药工业还将继续深化高毒农药的替代工作，高毒农药所占比重将由目前的25%降低到5%左右。

此外，行业的进入门槛也不断提高。国家发改委在2008年3月6日发布了《关于进一步加强农药行业 ze 理 ze 作的通知》，规定了新成立的农药企业核准资金最低要求：自2008年3月1起，原药企业注册资金不低于5000万元，投资规模不低于5000万元(不含土地使用费)其中环保投资不低于投资规模的15%；加工、复配制剂(包括鼠药、卫生用药)企业注册资金不低于3000万元，投资规模不低于2000万元(不含土地使用费)，环保投资应不低于投资规模的8%；不再受理分装企业、乳油和微乳剂制剂加工企业核准；加工、复配制剂企业新增原药产能须重新核准。

因此近年随着高毒农药的不断退出，行业门槛的不断提高，为国内农药新品种例如利尔化学的产品提供了较大的市场空间。

三、公司在农药行业中的竞争优势明显

农药行业竞争的特点是技术与市场并重：农药行业属于技术密集型行业，具有明显的技术依赖性，技术水平是企业核心竞争力的重要组成，同时农药特别是农药制剂作为消费品，要求农药企业对市场需求要有较强的反应能力，和渠道控制能力。此外，环保、体制也正在成为农药企业之间的重要的竞争要素。

表 1：公司现有主要产品的用途

产品	用途	特点
毕克草	油菜、甜菜、玉米、小麦旱地阔叶类芽后除草	较好的安全性和复配相容性，在防除菊科、豆科类难除的深根杂草有特优异功效
毒莠定	牧场、森林草坪、非耕地除草	用于草坪的阔叶类芽后除草，最大特点是灭灌效果好
氟草烟	小麦、果园、非耕地除草	与其他除草剂有较好的混配性，对猪殃殃、婆婆纳等亚热带恶性杂草有很好的防效

资料来源：招商证券

表 2：公司主要产品工艺流程

毕克草	2-氟基吡啶→氯化→提取→水解→过滤→脱氯→分离→结晶→分离→烘干→毕克草
毒莠定	2-氟基吡啶→氯化→提取→水解→过滤→氯化→结晶→分离→烘干→毒莠定
氟草烟	五氟吡啶→氟化→氯化→分离→碱化→分离→缩合→分离→烘干→结晶→氟草烟

资料来源：招商证券

公司的竞争优势正是体现在这些方面：

1、技术优势：掌握大量关键技术

公司通过十几年的技术不断积累及多年技术攻关，在农药原药合成及工程化技术方面取得了重大进展，在国内率先掌握了氟基吡啶催化氯化、吡啶选择性氯化、吡啶类化合物氯化、氯代吡啶类化合物选择性氟化、吡啶类化合物电解脱氯等核心工程化技术及气液相氯化、光氯化、选择性脱氯、氨氧化、电解氧化与还原、手性合成等关键技术，成为继美国陶氏益农公司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。公司的这些完整核心技术居国内领先水平，是公司能成长为氯代吡啶类农药产品全球第二大供应商、并保持高赢利能力的关键所在。

公司的吡啶类除草剂产品虽然国内也有个别厂商小规模的生产，但这些厂商整体技术水平同公司的差距较大，产能均在 100 吨/年以下，难以同公司竞争。

表 3：公司主要产品技术水平与国内同行相比

原药	公司采用的技术	国内同行采用的技术	公司技术水平
毕克草	采用吡啶选择性氯化技术，工艺流程短，产品品质高，环保		国际先进、国内领先水平
毒莠定	采用吡啶选择性氯化技术，工艺流程短，产品品质高，环保		国际先进、国内领先水平

氟草烟	采用吡啶选择性氯化技术，工艺流程短，产品品质高，环保	国内领先
毒死蜱	采用吡啶选择性氯化路线，工艺流程短，产品品质高，环保	采用三氯乙酰氯路线，工艺流程长，杂质多，污染大
丙环唑	先环合后溴化工艺合成丙环唑，品质达国际先进水平	先溴化后环合合成丙环唑，品质差，三废多
草铵膦	采用以氯甲烷为原料的合成工艺，无溶剂法，产品品质高，环保	国内除浙江永农有小批量生产外尚无规模化企业
氟环唑	采用自主开发的脱水环氧化路线，反应条件更温和，选择性更高；采用特殊的氧化剂使环氧化工艺更加绿色环保，成本更具竞争力。	主要采用溴化环合路线，需使用溴及卤代烷烃，导致产品成本较高，且环保问题严重

资料来源：招商证券

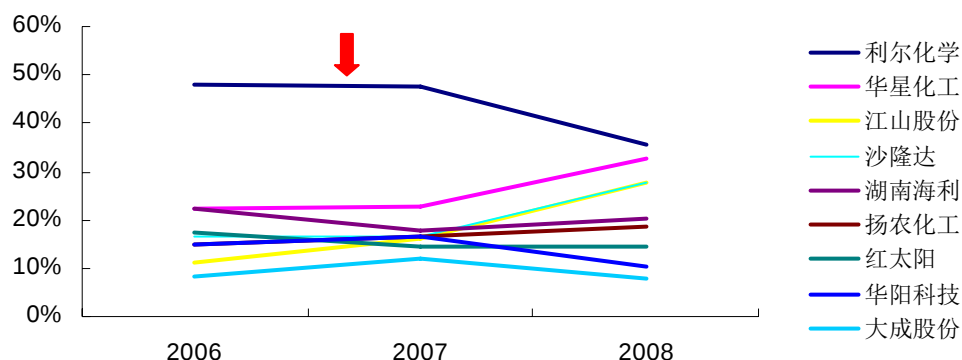
公司的技术中心在今年有望申报成为国家级企业技术中心，近几年也取得不少相关专利（表 4），08 年取得发明专利授权 1 项，新申请发明专利 4 项、实用新型专利 2 项、外观设计专利 17 项。

表 4：公司近年申请及已获授权的专利

原药	专利类型
4-氨基-3,5,6-三氯吡啶-2-甲酸的化学合成方法	发明
油菜田除草组合物	发明
特丁噻草隆的制备方法	发明
3,6-二氯吡啶甲酸的电解合成方法	发明
杀螨组合物	发明
过氧化尿素的制备方法	发明
氯代吡啶类化合物制备中气态混合产物的分离方法	发明
杀虫组合物	发明
三氯唑类化合物的制备方法	发明
杀菌类农药化合物	发明
一种光氧化法废水处理装置	实用新型
改进的光氧化污水处理装置	实用新型

资料来源：公司报表，招商证券。

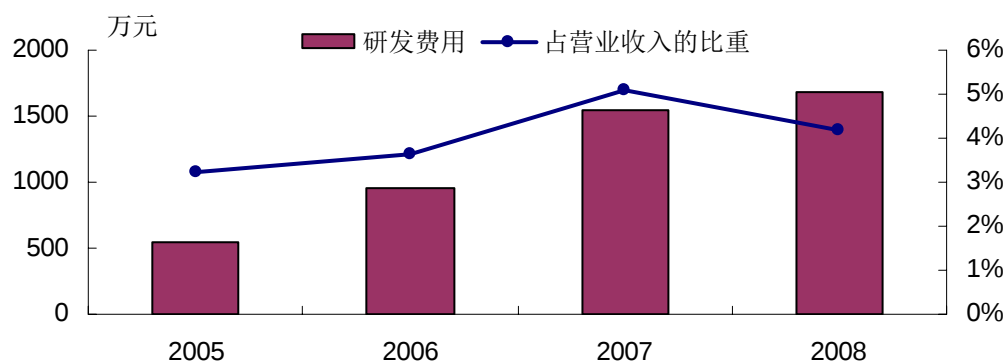
技术优势也使公司的产品成本优势明显，毛利率明显高于农药同行公司。

图8：利尔化学的毛利率明显高于农药行业的毛利率


资料来源：各公司报表，招商证券。

注：利尔化学 08 年受到四川地震影响了生产销售及产品价格略有下跌使得毛利率下滑较多，华星化工与江山股份、沙隆达 08 年主要是受益草甘膦价格的暴涨使毛利率上升较多

公司每年都投入不少资金用于研发（图 9），保障了长远的发展。

图9：公司近几年不断加大研发投入


资料来源：公司报表，招商证券整理。

2、市场优势：已与跨国农药企业建立长期稳定的战略合作

目前公司主要为国际跨国农药企业提供高品质原药，公司开发国际原药市场时间悠久，从 1997 年开始开发毕克草产品的国际市场，2000 年开始开发毒莠定产品的国际市场，经过多年的努力，公司主导产品毕克草、毒莠定、氟草烟原药已在英国、美国、澳大利亚等二十多个国家由当地农药企业作为原料来源药进行注册登记并在以上国家进行销售，其主要客户均为行业内国际知名农化企业，如陶氏益农、德国汉姆、纽发姆等跨国农药企业，由于跨国公司十分注重产品品质、供应和服务保障，一旦形成长期稳定的战略合作关系，并不会轻易更换，因此相较国内竞争对手，公司的市场先行优势明显。

3、环保优势：行业领先水平

随着我国对农药行业环保要求越来越高，环保对企业长远发展的影响日益凸显，从国外的经验看，国际知名的优秀化工企业均为社会责任感较强的企业，事实上，我们也从公司了解到，陶氏益农对全球原药供应商的环保指标十分重视，并有定期检查与评估。而公司从成立以来就一直十分重视环保工作，在传统的 5S 生产管理（整理、整顿、清扫、清洁、素养）基础上，特别增加了安全（S）和环保（E）两个要素，提升为“6S1E”

现场管理理念，确立了“本质环保、预防为主、遵守法规、持续改进”的环保方针，通过 ISO14001 环境管理体系认证将公司的环境管理工作纳入了科学化、制度化、系统化的管理轨道，从源头控制、过程控制和末端治理将环保管理工作落到实处。从 2005 年~2007 年，公司单位产品三废排放量下降 54%，万元产值综合能耗下降了 47%，2007 年万元产值综合能耗不足化工行业平均水平的五分之一，公司的环保管理已达到国内先进水平。

4、机制优势：经营灵活，激励到位

作为地处内地西南山区的农药企业，我们感觉公司的管理却并不守旧，由于管理团队与业务骨干持有公司股份，公司的经营理念积极进取，整体机制也较为灵活，激励措施较多。以激励措施来看，公司在内部就有各种激励奖项，包括创新奖、FOCUS 奖、敏行奖、团队协作奖、“利尔人”奖、6S1E 奖、感动利尔奖、夫子奖、QES 奖、绩效奖、节约奖等，同时还要不少惩戒项目，包括缺乏创新惩、缺乏顾客意识惩、迟缓惩、缺乏团队精神惩、缺乏职业素养惩、背离现场理念惩、损害企业及会利益惩、妨碍员工进步惩、背离 QES 理念惩、绩效落后惩、浪费惩等。

我们认为，公司塑造的创新、协助、进取的企业文化与推进的大量激励措施，有效的调动了公司员工的工作精神，使得公司呈现良好的经营活力。农药行业属于技术密集型产业同时又面对着终端市场需求各异的特点，农药企业一套好的经营机制对于保持公司长远竞争力显得更加重要。

四、公司主要产品前景良好

公司目前的主要产品及未来建设的产品均为一些高效、低毒、低残留的新型优秀农药，整体需求空间较大。

1、吡啶类农药的成长能力较突出

美国陶氏益农为吡啶类除草剂的领导者。吡啶类除草剂诞生于上个世纪五十年代中期，主要品种由美国陶氏益农创制，陶氏益农在 1963 年首先开发并上市推出第一个吡啶类除草剂毒莠定，随后又陆续开发出毕克草、绿草定、氟草烟等系列产品，取得了良好的市场效果，陶氏益农也成为全球吡啶类除草剂技术的原创者和市场领先者。

吡啶类农药增长较快。吡啶类农药常常可以在明显提高生物活性的同时大幅度降低毒性，因而进入上世纪九十年代后吡啶类农药有了更长足的发展，得到了更多的应用。

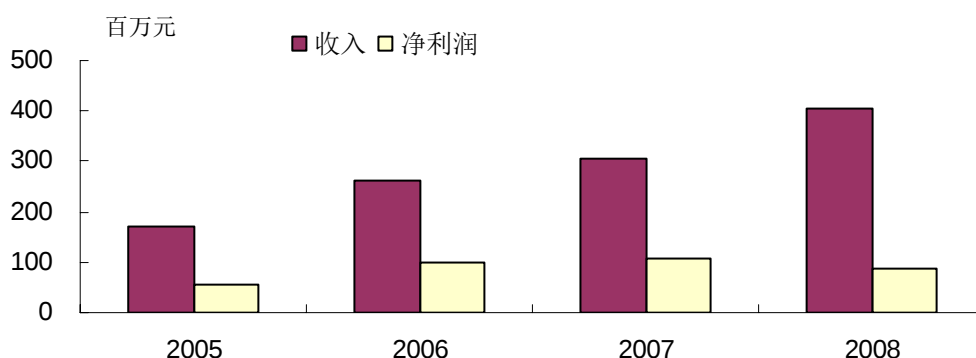
2004 年吡啶类除草剂的全球销售额为 6.73 亿美元，位居第十四大农药类别、第六大除草剂类别，分别占 2004 年全球农药销售额和除草剂销售额的 2.2% 和 4.6%，而到 2009 年吡啶类除草剂的销售额预计将增长 14.4%，达到 7.7 亿美元，成为增长速度最快的除草剂品种之一，并上升为第五大除草剂类别，第十三大农药类别（表 4）。

表 5：全球除草剂类型销售额排名显示吡啶类成长性良好(单位：亿美元)

除草剂种类	2004 年	2009 年	2009/2004(%)
氨基酸类	36.5	31.5	-13.8
磺酰胺类	17.39	18	3.5
酰胺类	13.32	12.65	-5.0
芳氧丙酸类	9.1	9.55	4.9
三嗪类	7.39	6.8	-8.0
吡啶类	6.73	7.7	14.4
二硝基苯胺类	5.61	5	-10.9
苯氧乙酸类	5	5.2	4.0
联吡啶类	4.4	4	9.1
其他结构类	18.84	23.5	24.7

资料来源：《世界农药新进展》，招商证券

同时，公司的产品虽属后专利期的仿制产品，但技术起点较高，国内厂商并不容易掌握。因此，随着国内外吡啶类除草剂未来几年市场运用的继续稳步增长，利尔化学现有的主要产品也有望保持稳步增长。

图10: 公司近几年吡啶类农药销售情况


资料来源: 公司报表, 招商证券。注: 公司 08 年利润下滑主要是受四川地震等因素的影响

2、募投项目品种均为高效低毒的新型农药品种

公司募投项目均为一些新型高效低毒农药品种, 公司已完成这些产品的中试, 并对生产工艺做了大量优化改进, 因此募投项目投产的工艺风险不大。同时, 如前文所述(表 3), 公司的工艺水平领先, 竞争能力明显高于国内同行。

表 6: 公司募投项目产品简要评价

募投项目	产品评价
3000 吨/年毒死蜱及 500 吨/年氯氟吡氧乙酸酯原药与配套制剂项目	毒死蜱在 1965 年首先由美国陶氏益农研制成功, 杀虫谱广, 特别对地下害虫的防治效果较好。在推荐剂量下, 毒性较低, 对多数作物无药害。
600 吨/年丙环唑原药	丙环唑由美国陶氏益农首先实现工业化, 为具有保护和治疗作用的内吸性三唑类杀菌剂, 可被根、茎、叶部吸收, 并能很快地在植物体内向上传导, 可防治子囊菌, 担子菌和半知菌引起的病害, 特别是对小麦全蚀病、白粉病、锈病、根腐病, 水稻恶菌病, 香蕉叶斑病等具有较好的防治效果, 可替代传统的代森锰锌、三唑酮、井冈霉素、多菌灵等老品种。
600 吨/年草铵膦原药	草铵膦由德国拜耳在上世纪 80 年代创制, 是世界上第二大转基因作物耐受除草剂, 草铵膦的毒性低, 在土壤中易于降解, 对作物安全, 除草谱广, 活性高, 杀草迅速, 能快速杀死 100 种以上的禾本科和阔叶杂草, 用量少, 且不易飘移, 环境压力小, 并可用水做基剂, 使用安全方便, 优于其它的除草剂, 所以草铵膦在近年依然十分畅销。拜耳已经成功将草铵膦的抗性基因导入了水稻、小麦、玉米、甜菜、烟草、大豆、棉花、马铃薯、番茄、油菜、甘蔗等 20 多种作物中, 已经成功商业化种植的耐草铵膦作物系列 Liberty Link System 几乎包括了所有主要作物, 有大豆、玉米、油菜、甜菜、马铃薯、棉花与水稻, 这些转基因作物不仅在以美国为主的广大北美地区普遍种植, 而且随着基因技术的推广和广泛认同, 近年来正在亚洲、澳洲、欧洲部分国家及地区推广种植起来。
150 吨/年氟环唑原药	氟环唑由德国巴斯夫公司创制, 为新型的广谱杀菌剂, 对一系列禾谷类作物如立枯病、白粉病、眼纹病等十多种病害具有良好的防治作用, 并能防治糖用甜菜、花生、油菜、草坪、咖啡、水稻及果树等病害。

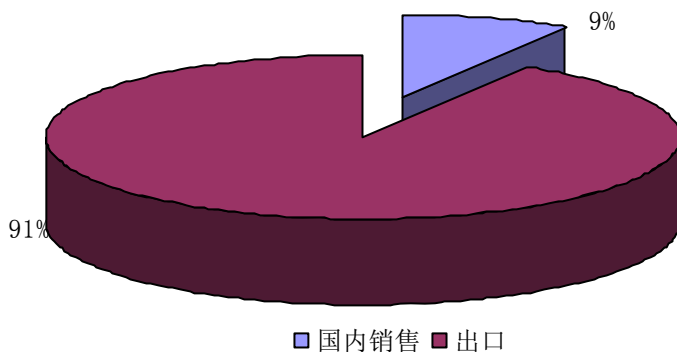
资料来源: 农药网站, 招商证券整理

目前公司的募投项目正有序进行。扩建的 500 吨/年氟草烟已进入投产阶段；毒死蜱与丙环唑项目也已完成设备采购，预计今年四季度能投产；草铵膦项目的基建也已启动，氟环唑项目则正在进行前期准备，预计明年上半年也能投产。此外，公司的毕克草将通过技改提高 600 吨/年，预计今年下半年也能投产，所采用的新工艺成本更低。

3、实施品牌营销战略将使公司盈利水平进一步提升

公司采用的是“以销定产”的生产模式，现有的收入最主要来源于原药的出口（图 11），面向国内的业务比重较小，但这一局面正在改变，今年初公司专门成立了作物科学事业部，在战略上进行调整，将使公司实现原药与制剂并举，国际与国内市场并举，并提升公司在国内市场上的知名度与美誉度，促使公司向品牌营销之路转变，弥补公司目前过于依赖出口的不足。同时，制剂的毛利率更高，也有助于公司盈利水平的进一步提升。当然，由于目前公司主要处于募集项目的投产期，同时公司品牌营销战略刚刚启动，因此，品牌营销的效果还需进一步观察，不过我们相信这一调整最终将使公司走的更远。

图11：公司产品出口比例较大



资料来源：公司报表，招商证券

4、原料成本下降使公司毛利率仍有提升空间

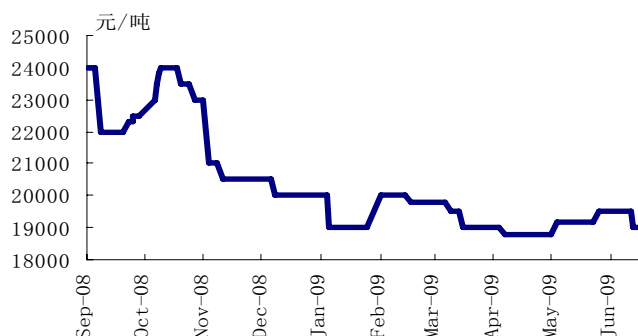
公司生产所需主要原材料包括 2-氟基吡啶、液氯、五氟吡啶、水合肼等，其中 2-氟基吡啶占毕克草、毒莠定生产成本的比例 40%以上，以往公司主要从日本进口原料，从 2005 年起，公司的 2-氟基吡啶的采购渠道逐步多元化，开始通过国内企业实现部分采购，降低了成本，此外，近几年国内的吡啶产能提升，价格下跌，使得采购成本下降（图 12、图 13），相比之下，公司的产品下跌较少，因而毛利率仍有提升空间。

图12：吡啶价格走势（长三角地区）



资料来源：招商证券

图13：水合肼价格走势（长三角地区）



资料来源：招商证券

五、盈利预测与估值

1、盈利预测

我们对公司各产品的主要假定如下表。实际上，由于吡啶类原料价格的下跌、毕克草等产品工艺的进一步改进、出口退税率的增加，公司产品的毛利率应有望小幅提升。此外，公司 2009~2010 年仍将享受 7.5% 的所得税税率优惠。

表 7：公司盈利预测的主要假设表

产品	销量(吨)			价格(万元/吨)			毛利率(%)		
	09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E
毕克草	570	600	650	32.5	32.0	32.0	42%	42%	42%
毒莠定	980	990	1000	19.0	18.7	18.7	42%	42%	43%
氟草烟	430	490	600	22.1	22.0	22.0	34%	34%	34%
毒死蜱	200	1500	2700	3.9	3.9	3.9	30%	30%	30%
丙环唑	50	360	480	17.1	17.1	17.1	43%	43%	43%
草铵膦		200	360		25.6	25.6		33%	33%
氟环唑		40	120		42.6	42.6		45%	45%

资料来源：招商证券

公司未来三年的盈利预测如下。

表 8：盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	304	404	533	726	910
营业成本	160	260	331	451	568
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	8	10	7	9	12
管理费用	24	38	44	60	76
财务费用	7	8	0	0	0
资产减值损失	0	2	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	105	87	149	204	254
营业外收入	5	2	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	110	88	149	204	254
所得税	3	(0)	11	15	38
净利润	107	88	138	189	216
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	107	88	138	189	216
EPS (元)	1.06	0.65	1.02	1.40	1.60

资料来源：招商证券

2、估值

农药行业 A 股主要上市公司估值对比如下表 9，公司的 PE、PB 低于行业平均水平，由于公司在行业内竞争优势明显，成长性良好，我们认为可以给予高于行业一定溢价的估

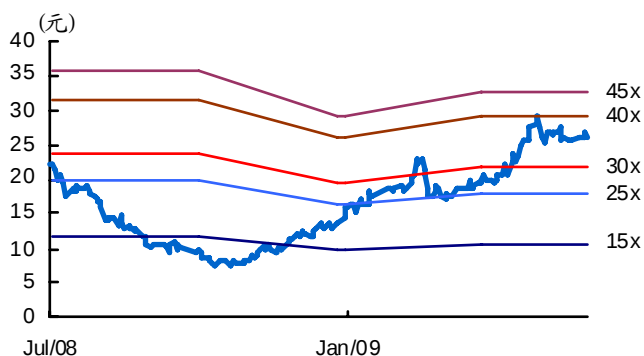
值水平，按照 09 年 PE 35 倍、10 年 30 倍估值，目标值 36~42 元，首次给予“强烈推荐-A”评级。

表 9：农药行业估值对比表

代码	公司	股价 090617	EPS			PE			PB (MRQ)	市值 (亿元)
			08	09E	10E	08	09E	10E		
002018	华星化工	9.77	1.12	0.35	0.57	8.7	27.9	17.1	3.71	25.4
600486	扬农化工	32.04	1.57	1.59	1.88	20.4	20.2	17.0	3.72	36.5
600389	江山股份	14.82	1.52	0.22	0.41	9.8	67.4	36.1	2.98	29.2
000553	沙隆达	8.45	0.29	0.35	0.53	29.1	24.1	15.9	4.54	51.3
000525	红太阳	16.50	0.04	0.45	0.51	412.5	36.7	32.4	8.28	51.5
002215	诺普信	16.00	0.60	0.70	0.99	26.7	22.9	16.2	5.91	32.8
600731	湖南海利	6.46	0.01	0.01	0.01	646.0	646.0	646.0	4.00	14.7
600532	华阳科技	9.20	-0.48	-0.70	-0.82	-19.2	-13.1	-11.2	5.63	16.4
600882	大成股份	8.27	-0.42	0.03	0.03	-19.7	275.7	275.7	4.19	18.1
平均*							33.2	22.5	4.77	
002258	利尔化学	26.01	0.65	1.02	1.40	40.0	25.5	18.6	4.09	34.0

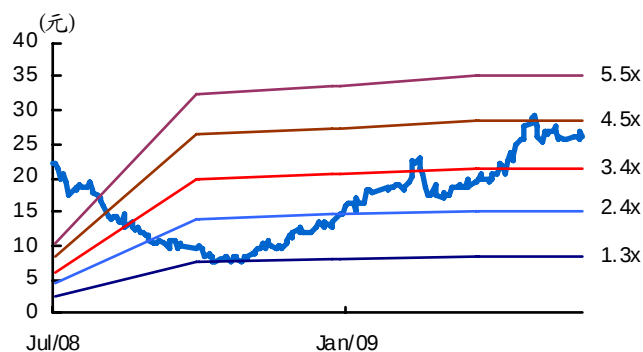
资料来源：Wind，招商证券，注*：PE 的平均值计算剔除了值异常的湖南海利、华阳科技、大成股份

图14：利尔化学历史PE Band



资料来源：招商证券

图15：利尔化学历史PB Band



资料来源：招商证券

3、风险提示

公司目前产品出口比重较高，人民币的汇率波动对公司的汇兑损益有一定的影响。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	151	641	610	657	828
现金	8	444	381	338	450
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	50	101	112	123	136
其它应收款	1	3	8	68	85
存货	73	70	89	117	142
其他	20	21	20	11	14
非流动资产	116	211	381	487	488
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	69	92	357	466	469
无形资产	25	26	24	21	19
其他	22	93	0	0	0
资产总计	267	852	991	1144	1316
流动负债	58	30	72	93	114
短期借款	35	0	10	10	10
应付账款	9	20	30	41	51
预收账款	13	0	2	3	3
其他	1	10	30	40	49
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	58	30	72	93	114
股本	101	135	135	135	135
资本公积金	1	492	492	492	492
留存收益	107	195	292	424	575
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	209	822	919	1051	1202
负债及权益合计	267	852	991	1144	1316

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	90	32	163	164	228
净利润			138	189	216
折旧摊销			25	44	49
财务费用			0	0	0
投资收益			0	0	0
营运资金变动			1	(69)	(37)
其它			(2)	0	0
投资活动现金流	(52)	(86)	(195)	(150)	(50)
资本支出			(200)	(150)	(50)
其他投资			5	0	0
筹资活动现金流	(38)	491	(32)	(57)	(65)
借款变动			10	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(41)	(57)	(65)
其他			(0)	(0)	(0)
现金净增加额	0	437	(63)	(43)	113

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	304	404	533	726	910
营业成本	160	260	331	451	568
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	8	10	7	9	12
管理费用	24	38	44	60	76
财务费用	7	8	0	0	0
资产减值损失	0	2	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	105	87	149	204	254
营业外收入	5	2	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	110	88	149	204	254
所得税	3	(0)	11	15	38
净利润	107	88	138	189	216
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	107	88	138	189	216
EPS (元)	1.06	0.65	1.02	1.40	1.60

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	16%	33%	32%	36%	25%
营业利润	2%	-18%	72%	37%	24%
净利润	8%	-18%	58%	37%	14%
获利能力					
毛利率	47.5%	35.8%	37.9%	37.8%	37.6%
净利率	35.2%	21.7%	25.9%	26.1%	23.7%
ROE	51.2%	10.7%	15.0%	18.0%	18.0%
ROIC	44.8%	11.5%	14.9%	17.9%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	21.6%	3.5%	7.3%	8.2%	8.7%
净负债比率	13.1%	0.0%	1.0%	0.9%	0.8%
流动比率	2.6	21.3	8.4	7.0	7.3
速动比率	1.4	19.0	7.2	5.8	6.0
营运能力					
资产周转率	1.1	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.8	3.6	4.1	4.4	4.4
应收帐款周转率	5.5	5.3	5.0	6.2	7.0
应付帐款周转率	17.5	18.0	13.3	12.8	12.4
每股资料(元)					
每股收益	1.06	0.65	1.02	1.40	1.60
每股经营现金	0.89	0.24	1.21	1.21	1.69
每股净资产	2.07	6.09	6.81	7.79	8.91
每股股利	0.00	0.36	0.31	0.42	0.48
估值比率					
PE	24.5	40.0	25.4	18.6	16.3
PB	12.6	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	20.0	23.0	13.6	9.6	7.9

分析师简介

张志宏，北京大学生物化学专业硕士，2007 年 10 月加盟招商证券从事基础化工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。