

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

2009年7月21日

利尔化学(002258.SZ)/34.94元

09年业绩大幅增长基本已确定

目标估值: 36-42元

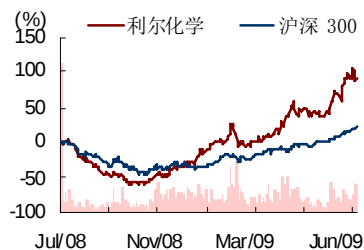
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3267
总股本(万股)	13496
已上市流通股(万股)	4053
总市值(亿元)	47
流通市值(亿元)	14
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	13.3
资产负债率	7.8%
主要股东	四川久远投资集团
主要股东持股比例	27.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	30	111	97
相对表现	13	34	69



相关报告

1、《利尔化学(002258)-优势明显、蒸蒸日上的农药行业新星》
 2009/6/19

公司公布半年报, 净利润较上年同期增长 58%, 每股收益 0.48 元/股。分配方案为每 10 股派现金 3.8 元并转增 5 股。同时公司预告 1-9 月净利润同比增长 50% 以上, 如果考虑到公司的募集资金项目在下半年开始发挥效益, 同时四季度为公司的销售旺季, 以及公司尚有一些补贴收益未来可陆续体现, 我们认为公司 09 年全年业绩大幅增长已基本确定, 并有超市场预期可能。

- **公司业绩符合我们的预期。**公司上半年实现营业收入 2.44 亿元、营业利润 0.71 亿元、净利润 0.65 亿元, 分别较上年同期增长 21%、60% 和 58%, 每股收益 0.48 元/股, 每股经营活动现金流 0.75 元/股, 盈利质量较高。分配方案为每 10 股派现金 3.8 元并转增 5 股。正如我们在《利尔化学-优势明显、蒸蒸日上的农药行业新星》报告中指出, 原料吡啶类的价格趋于下跌、公司工艺技改带来成本的下降、出口退税率的增加, 使得公司整体毛利率提升, 达 40% 左右。
- **各项经营有序进行。**募投的 500 吨/年氟草烟原药项目近期将投入运行, 3000 吨/年毒死蜱原药和 600 吨/年丙环唑原药项目厂房已建设完毕, 预计四季度能投产。由于国际农药厂商对公司原药认同度的不断提升, 使得公司海外客户数量进一步增加, 加上全球吡啶类农药需求的增长, 上半年公司出口增长 27% 左右, 目前的订单仍旧饱满。公司在近日还出资 1230 万元控股了江油启明星氯碱公司, 有利于保障公司烧碱、液氯原料的稳定供应及降低原料成本。
- **公司尚有一些补贴收益未来可陆续体现。**公司募投项目“年产 500 吨氟草烟原药”项目在今年 6 月底被列入国家高技术产业发展项目计划及国家资金补助计划, 将获得财政补贴 1500 万元, 相当于增厚 0.10 元/股左右, 未来收到这笔补贴后可在以后的利润表中体现。同时公司的其它募投项目未来也很有可能通过高技术产业化示范工程, 获得类似的国家财政支持。
- **公司未来业绩有超预期的可能性, 维持“强烈推荐-A”投资评级。**稳健起见, 我们暂时维持公司 2009~2011 年 EPS 分别为 1.02、1.40、1.60 元/股的预测。三季度为公司传统的销售淡季, 四季度为旺季, 公司前三季度业绩已预增 50% 以上。考虑到公司实际的毛利率略高于市场普遍的判断, 以及还有一些财政补贴的利好因素尚未体现, 公司未来业绩有超预期的可能性, 加上公司中报推出较丰厚的分配方案, 我们维持前期“强烈推荐-A”的投资评级及 6 个月目标价 36-42 元, 并在未来视公司经营情况做评级调整。

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	514	701	889
同比增长	16%	33%	27%	36%	27%
营业利润(百万元)	105	87	149	205	255
同比增长	2%	-18%	72%	38%	24%
净利润(百万元)	107	88	137	189	216
同比增长	8%	-18%	57%	38%	14%
每股收益(元)	0.79	0.65	1.02	1.40	1.60
PE	33.0	53.8	34.4	24.9	21.8
PB	16.9	5.7	5.2	4.5	4.0

资料来源: 招商证券

一、经营分析与展望

1、上半年业绩回顾

公司 09 年上半年实现营业收入 2.44 亿元、营业利润 0.71 亿元、净利润 0.65 亿元，分别较上年同期增长 21%、60%和 58%，每股收益 0.48 元/股，每股经营活动现金流 0.75 元/股，每股经营活动现金流大幅高于每股收益，盈利质量较高。

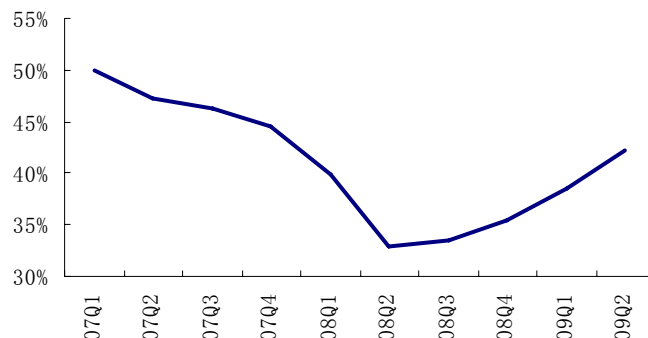
表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入	117	85	99	103	140	104
营业毛利	47	28	33	37	54	44
营业费用	3	2	2	3	2	4
管理费用	10	7	11	10	11	10
财务费用	4	4	1	0	-1	1
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	29	15	19	23	41	30
归属母公司净利润	27	14	18	29	37	28
EPS (元)	0.20	0.10	0.13	0.21	0.27	0.21
主要比率						
毛利率	40.0%	33.0%	33.6%	35.5%	38.5%	42.2%
营业费用率	2.5%	2.7%	2.3%	2.7%	1.2%	3.4%
管理费用率	9.0%	8.2%	11.1%	9.4%	8.0%	9.2%
财务费用率	3.5%	4.3%	0.7%	-0.5%	-0.8%	0.7%
有效税率	7.7%	8.1%	7.8%	-21.5%	7.6%	8.2%
净利率	23.1%	16.3%	18.3%	27.9%	26.3%	26.8%
YoY						
收入	6.0%	9.2%	82.4%	67.6%	20.0%	22.1%
归属母公司净利润	-40.1%	-52.1%	20.7%	59.8%	36.0%	101.0%

资料来源：招商证券

公司整体毛利率不断提升，二季度毛利率达到 42%左右（表 1、图 1），主要原因是近几年国内外的吡啶产能的提升使得吡啶类原料的价格趋于下跌（09 年 7 月纯吡啶价格已跌破 4 万元/吨关口），其它原料如水合肼、液氯、烧碱等因国内产能过剩价格也下跌较多（图 2、图 3），此外公司工艺技改与出口退税率较去年增加 4%也带来成本的下降。

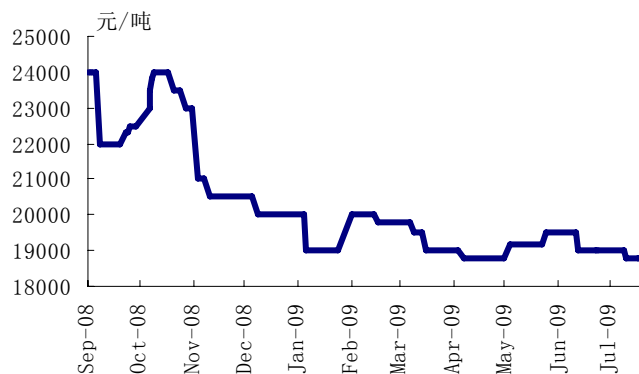
图1：上半年公司整体毛利率提升明显



资料来源：招商证券。注：08 年受雪灾、四川地震、金融危机等因素影响，毛利率有所下滑

图2: 吡啶价格走势 (长三角地区)


资料来源: 招商证券

图3: 水合肼价格走势 (长三角地区)


资料来源: 招商证券

公司 09 年上半年的存货周转率达 4.4 次、应收账款周转率达 4.3 次, 流动比率达 9.2, 速动比率 8.3, 远高于农药行业及多数 A 股公司的平均水平, 资产负债率为 8% 左右, 表明公司保持着较高的营运效率, 和稳健的财务结构。

2、未来展望

各项经营正在有序进行。公司募投的 500 吨/年氟草烟原药项目近期将投入运行, 3000 吨/年毒死蜱原药和 600 吨/年丙环唑原药项目厂房已建设完毕, 预计四季度能投产。由于国际农药厂商对公司原药认同度的不断提升, 使得公司海外客户数量进一步增加, 加上全球吡啶类农药需求的增长, 上半年公司出口增长 27% 左右, 目前的订单仍旧饱满。公司在近日还出资 1230 万元控股了江油启明星氯碱公司, 有利于保障公司烧碱、液氯原料的稳定供应及降低原料成本。

公司尚有一些补贴收益未来可陆续体现。公司募投项目“年产 500 吨氟草烟原药”项目在今年 6 月底被列入国家高技术产业发展项目计划及国家资金补助计划, 将获得财政补贴 1500 万元, 相当于增厚 0.10 元/股左右, 未来收到这笔补贴后可在以后的利润表中体现。同时公司的其它募投项目未来也很有可能通过高技术产业化示范工程, 获得类似的国家财政支持。

二、盈利预测

我们对公司未来三年盈利预测如下。

表 2：盈利预测简表

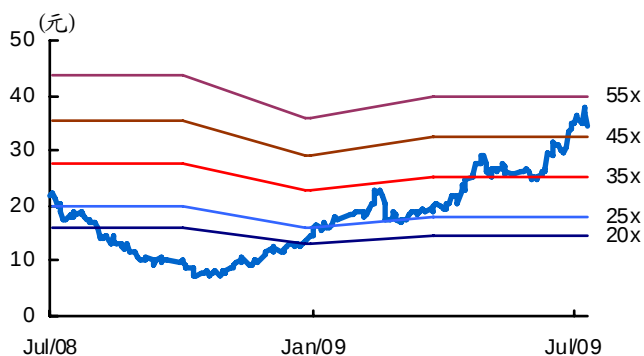
单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	304	404	514	701	889
营业成本	160	260	309	424	546
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	8	10	11	13	14
管理费用	24	38	44	59	74
财务费用	7	8	(0)	0	0
资产减值损失	0	2	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	105	87	149	205	255
营业外收入	5	2	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	110	88	149	205	255
所得税	3	(0)	11	15	38
净利润	107	88	137	189	216
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	107	88	137	189	216
EPS (元)	0.79	0.65	1.02	1.40	1.60

资料来源：招商证券

三、估值及投资建议

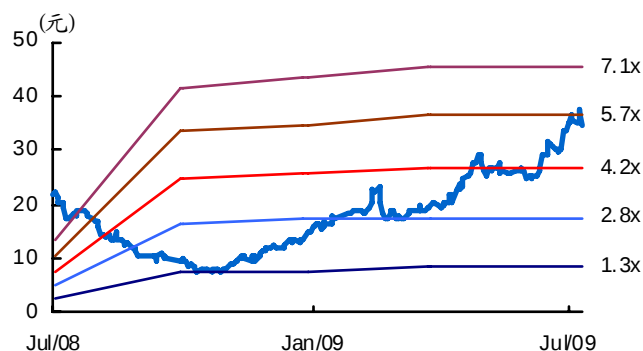
公司在行业内竞争优势明显，成长性良好，前三季度业绩已预增 50%以上。考虑到公司实际的毛利率略高于市场普遍的判断，以及还有一些财政补贴的利好因素尚未体现，公司未来业绩有超预期的可能性，我们认为可以给予高于行业一定溢价的估值水平，按照 09 年 PE 35 倍、10 年 30 倍估值，目标值 36~42 元，加上公司中报推出较丰厚的分配方案，我们维持前期“强烈推荐-A”的投资评级。

图 4：利尔化学历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 5：利尔化学历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《利尔化学(002258)-优势明显、蒸蒸日上的农药行业新星》2009/6/19。我们在本篇报告中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。

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	529	565	765
现金	8	444	291	260	400
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	129	119	133
其它应收款	1	3	8	65	82
存货	73	70	83	110	136
其他	20	21	19	11	13
非流动资产	116	211	437	564	536
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	69	92	413	543	517
无形资产	25	26	24	21	19
其他	22	93	0	0	0
资产总计	267	852	966	1129	1302
流动负债	58	30	58	89	110
短期借款	35	0	0	10	10
应付账款	9	20	28	38	49
预收账款	13	0	2	3	3
其他	1	10	29	38	48
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	58	89	110
股本	101	135	135	135	135
资本公积金	1	492	492	492	492
留存收益	107	195	281	413	565
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	209	822	908	1040	1192
负债及权益合计	267	852	966	1129	1302

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	90	32	153	196	235
净利润			137	189	216
折旧摊销			29	53	58
财务费用			(0)	0	0
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(12)	(46)	(40)
其它			(2)	0	0
投资活动现金流	(52)	(86)	(255)	(180)	(30)
资本支出			(260)	(180)	(30)
其他投资			5	0	0
筹资活动现金流	(38)	491	(51)	(47)	(65)
借款变动			0	10	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(51)	(57)	(65)
其他			0	(0)	(0)
现金净增加额	0	437	(153)	(31)	140

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	514	701	889
营业成本	160	260	309	424	546
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	8	10	11	13	14
管理费用	24	38	44	59	74
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	205	255
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	205	255
所得税	3	(0)	11	15	38
净利润	107	88	137	189	216
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	107	88	137	189	216
EPS (元)	0.79	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%	27%	36%	27%
营业利润	2%	-18%	72%	38%	24%
净利润	8%	-18%	57%	38%	14%
获利能力					
毛利率	47.5%	35.8%	39.9%	39.5%	38.6%
净利率	35.2%	21.7%	26.7%	27.0%	24.3%
ROE	51.2%	10.7%	15.1%	18.2%	18.2%
ROIC	44.8%	11.5%	15.1%	18.1%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	21.6%	3.5%	6.0%	7.8%	8.5%
净负债比率	13.1%	0.0%	0.0%	0.9%	0.8%
流动比率	2.6	21.3	9.1	6.4	7.0
速动比率	1.4	19.0	7.6	5.1	5.7
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	4.0	4.4	4.4
应收帐款周转率	5.5	5.3	4.5	5.7	7.0
应付帐款周转率	17.5	18.0	13.0	12.8	12.5
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	1.13	1.45	1.74
每股净资产	2.07	6.09	6.73	7.71	8.83
每股股利	0.00	0.36	0.38	0.42	0.48
估值比率					
PE	33.0	53.8	34.4	24.9	21.8
PB	16.9	5.7	5.2	4.5	4.0
EV/EBITDA	26.2	30.2	17.6	12.1	10.0

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。