



基础化工/原材料

利尔化学 (002258)

收购快达增厚业绩扩展发展空间

任静
010-59312820
renjing@gtjas.com
编号 S0880511010014

本报告导读:

募投项目投产和快达合并报表将增厚今年公司业绩。原药的项目储备、制剂方向的发展和快达的光气资源, 扩大公司未来发展空间。

事件:

- 公司一季报收入同比增加 58%但营业成本同增 68%, 营业利润同比增幅缩小至 10%, 净利润同增 50%。
- 公司业绩较大幅度的变动, 主要在于现金收购江苏快达农化后于今年 1 月 6 日开始合并报表的缘故。同时, 江苏快达在原药、制剂和光气资源、销售领域方面的优势将与公司本部形成有利互补。
- 公司的募投项目较 IPO 时的计划拖延较长时间, 今年开始将陆续可以建成投产。

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 19.20

上次预测: 20.00

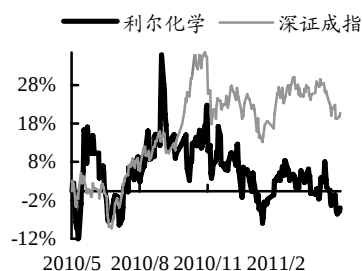
当前价格: 16.35

2011.05.11

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.10-23.21
总市值 (百万元)	3,310
总股本/流通 A 股 (百万股)	202/63
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	31%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	24

52 周内股价走势图



相关报告

《坎坷的 2010 年, 美好的 2011 年》	2011.03.03
《募投项目投产促进未来发展》	2010.03.01
《逐季有下滑, 长期增长趋势不改》	2009.10.28
《高增长、高分配, 关注新项目投产》	2009.07.21
《1 季报靓丽, 期待全年高增长》	2009.04.19

评论:

- **收购快达后的合并报表带来业绩大幅增长:** 一季度公司收入同比有较大增长, 一方面是销售增加、产品价格上涨所致但更多的在于收购江苏快达后的合并报表; 原材料价格的上涨和合并后, 管理费用增加 74%、短期借款增加财务费用 141%使营业成本增幅超过收入增幅十个百分点, 导致营业利润增幅缩小。但快达的营业外收入近 2000 万元并入、营业外收入增幅高达 555%, 使利润增幅提高到 50%。
- **收购快达后产品品种丰富、拥有光气资源:** 江苏快达是国内最大的脲类除草剂 (敌草隆、异丙隆、利谷隆、绿麦隆、氟草隆等) 生产厂家。拥有进出口自营权。现有农药产品除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列和酰氯系列、光气化系列等农药、医药、染料化工中间体 50 多个品种。收购后, 利尔化学的产品品种特别是除草剂产品得以丰富, 还拥有 1 万吨/年的光气资源。另外, 江苏快达的管理团队也是利尔化学所看重的, 收购后, 利尔化学方面只派驻了财务负责人来规范快达的财务, 使其符合上市公司的要求, 而其生产经营销售方面依然保留了原有团队进行管理。在募投项目逐渐运转正常之后, 公司将会加大对

请务必阅读正文之后的免责条款部分

快达的发展规划，依托现有品种，在品质、工艺、成本方面改进、提高竞争力；在今后光气生产审批更加严格的情况下，借助快达的成熟工艺开发拓展光气系列产品，在农药和精细化学品领域寻找新的增长点。

- **募投项目进展不一：**公司 IPO 募投项目包括 3000 吨/年毒死蜱、500 吨/年氯氟吡氧乙酸酯（氟草烟）、600 吨/年丙环唑、600 吨/年草铵膦、150 吨/年氟环唑原药及配套制剂五个项目。因为地震等因素，募投项目建设进展慢于预期。截止去年底，完成了毒死蜱和氟草烟、丙环唑项目，其中毒死蜱已经在试生产阶段，产量尚小而且也自用做制剂为主；氟草烟项目建成后已经投产，原有的 150 吨/年的老生产线即停止生产；丙环唑项目建成后，于去年底发生爆炸，车间建筑、设备受损较为严重，目前在重新整修和更换中，预计 6 月份之后可以再次使用。其余两个项目，草铵膦将在 9 月份建成、氟环唑已经完成安装和基本调试，将在 7 月份建成投产。
- **技术领先可降低生产成本：**公司是目前国内少数掌握吡啶类除草剂关键核心技术的仿制农药企业之一，产品以吡啶类除草剂为主，主打产品包括毕克草、毒莠定和氟草烟三种，其中毕克草和毒莠定的销量位居全国第一，全球第二。募投项目的氟草烟和毒死蜱即是利用公司掌握的关键中间体——三氯吡啶酚钠的制造技术，采取经吡啶选择性氯化制四氯吡啶进一步水解合成三氯吡啶酚钠的工艺，具有反应步骤少，工艺流程短，收率高、杂质少、成本低、环境污染小的优点，使制造成本比国内竞争对手（采用合环路线）低约 10-20%。近期因为三氯吡啶酚钠的价格上涨推动毒死蜱市场价格上涨至最高的 4 万元/吨，比年初涨 21%、比去年同期涨 29%。但公司目前的毒死蜱外售数量较少，此次价格上涨带来的收益增加还不甚明显。但预计，随着其毒死蜱产量的逐渐提高，其优异的生产工艺和较低的成本将对毒死蜱市场形成一定的冲击。而其毒死蜱市场，因为一直有外购原药做成制剂销售（去年其贸易公司已经有 200 吨的销量），所以，扩产后的国内国外市场将在其现有基础上继续拓展。
- **制剂规模继续扩大：**公司以原药生产为主，07 年的制剂收入占比仅 3.7%。近年来，公司逐渐加大制剂生产，10 年制剂收入占比已经达到 34.7%。在此次募投项目投产后，将增加 5000 吨制剂的产能，制剂总量将达到 7000 吨。目前公司的制剂产品以代销为主，毛利率较低，10 年仅 7.77%而原药毛利率高达 40.89%，但其净利率较高。随着其规模的扩大，制剂对净利润的贡献将加大。
- **发展方向——新产品+制剂：**公司上市之前与之初，作为行业内在吡啶类农药方面的技术领先企业及与跨国大型企业的合作，其产品有远高于行业平均的毛利率水平。但很快，除去金融危机和行业低迷的影响，更重要的是，曾经的专利保护产品过了保护期后，大量仿制产品冲击市场，价格快速下降，加之人民币的持续升值，公司的盈利水平也明显回落。为此，公司一方面继续募投项目的建设，另一方面，收购了江苏快达，从产品品种、制剂销售、地域范围来弥补自身不足。另外，公司一直以技术优势领先于行业内其他企业，而且本着“从仿制到仿创”理念、致力于新产品的研发和生产，如 10 年公司与科研院所合作仿创的除草剂特丁噻草隆取得一定进展并获取了专利，为公司后续发展奠定方向。
- **业绩预测：**我们预计 11 年行业状况改善有限，产品价格与毛利大幅回升难度较大，但新增产能和快达农化合并报表将增厚公司业绩 11 年公司的业绩。11 年快达的收入预计 4-5 亿、净利润约 4000-5000 万元。维持原有业绩预测，11-13 年 EPS 分别为 0.64/0.83/0.96 元，动态 PE 为 26/20/17X，谨慎增持，一年目标价 19.2 元。

作者简介：

任静：

执业资格证书编号：S0880511010014

电话：010-59312820

邮箱：renjing@gtjas.com

博士，化纤、农药研究员。2010 年卖方分析师水晶球奖基础化工入围，第八届新财富最佳分析师评选中基础化工入围。

陈辉：

执业资格证书编号：S0880110050077

电话：021-38674637

邮箱：chenhui008095@gtja.com

国泰君安证券化纤、农药行业助理研究员，英国赫特福德大学理学硕士学位。2009 年 7 月加入国泰君安证券，从事化纤、农药行业研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		