

## 利尔化学(002258)/化工行业

## 全面掌握拜耳草铵膦工艺核心技术

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 13.95

目标价格: 20.5—23

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

电话: 021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

分析师: 周思捷

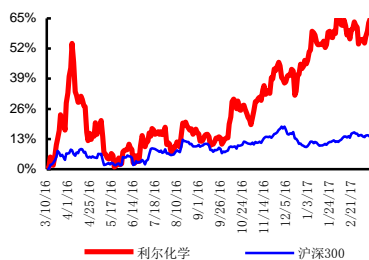
执业证书编号: S0740516080001

电话: 021-20315195

Email: zhousj@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	524
流通股本(百万股)	524
市价(元)	13.95
市值(百万元)	7,315
流通市值(百万元)	7,310

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 双领域龙头, 业绩高速增长

2 利尔化学点评: 拟收购比德生化, 迈向全国农化巨头

3 业绩大幅增长, 公司进入快速发展期

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,489.07	1,982.30	2,424.00	2,958.80	3,802.56
增长率 yoy%	13.03%	33.12%	22.28%	22.06%	28.52%
净利润	138.45	208.35	429.89	477.29	603.64
增长率 yoy%	49.82%	50.48%	106.34%	11.02%	26.47%
每股收益(元)	0.68	0.40	0.82	0.91	1.15
每股现金流量	0.77	0.35	0.85	1.02	1.20
净资产收益率	10.66%	10.25%	17.46%	16.23%	17.03%
P/E	37.29	31.28	16.61	14.96	11.83
PEG	0.75	0.62	0.16	1.36	0.45
P/B	3.97	3.21	2.90	2.43	2.02

备注:

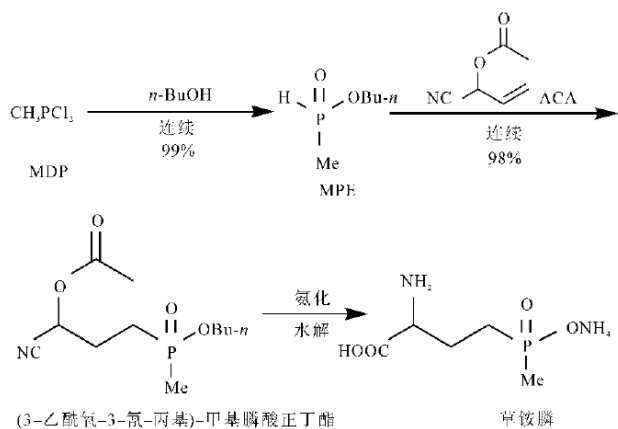
**投资要点**
**事件:**

- 公司3月9日在2016年度业绩说明会上表示,公司已完全掌握拜耳草铵膦工艺的核心关键技术,并将在公司的广安生产基地项目中实施。

**点评:**

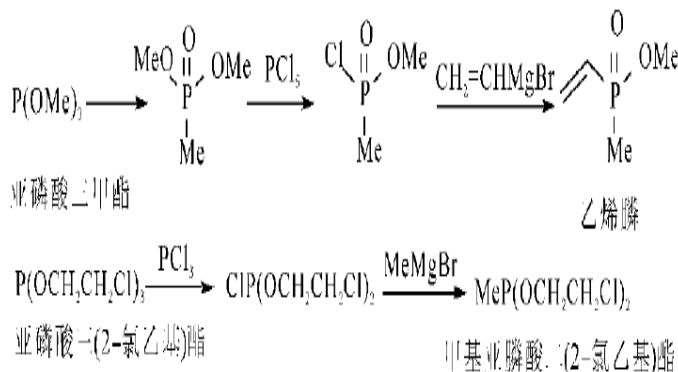
- 拜耳技术的草铵膦生产收率和环保水平全球领先。据庄建元、胡笑形(2014)的研究,拜耳-Hoechst路线草铵膦工业化生产步骤为“MDP(甲基二氯化膦)→MPE(甲基亚膦酸单正丁酯),再与2-乙酰氧基-3-丁烯(ACA)自由基加成→(3-乙酰氧基-3-氧-丙基)-甲基膦酸正丁酯→氯化、水解→草铵膦”。该路线收率可达95%,无溶剂、无气味,几乎无渣排放;氯化和水解后的水相都蒸发回收,可套用,是对环境友好的洁净工艺。通过拜耳路线生产,草铵膦原药的原料成本约3万元/吨,能耗约1万元/吨,总成本约4万元/吨。
- 国内企业通常难以掌握拜耳技术,成本远高于拜耳。虽然拜耳草铵膦专利已过保护期,但该路线有两大重要难点:1、MDP合成难度极大。2、Michael自由基加成较难。因此,国内草铵膦生产企业倾向于采用日本明治制果路线,即以亚磷酸三甲酯起始,经自身Arbuzov反应得甲基膦酸二甲酯,与五氯化磷反应得甲基甲氧基膦酰氯,再与乙烯基溴化镁格氏反应,得乙烯(甲基)膦酸甲酯,即乙烯膦。庄建元、胡笑形(2014)通过观察国产草铵膦的HPLC谱图,证实了国产草铵膦生产路线与拜耳有显著的不同。
- 由于格氏反应的特点是:1、需用烷基卤化镁,忌水;2、需要用极性溶剂如乙醚或四氢呋喃等;3、低温操作,需冷冻机组,耗能大;4、通常收率不高。因此该路线成本较高。据我们的观察,国内大部分企业的草铵膦生产成本高于10万元/吨,难以与拜耳路线竞争。
- 公司全面掌握拜耳核心工艺,向全球综合农化巨头稳步迈进。公司通过近十年的潜心研发,在工艺路线研究、工程化装备、现场管理以及QEHS等方面都具有一定优势,已在草铵膦成本控制上显著领先竞争对手,成为全国草铵膦行业龙头。公司广安基地拜耳路线草铵膦投产后,公司竞争力将进一步加强,向“具有国际竞争力和影响力的化学企业”稳步迈进。
- 盈利预测与估值:维持前期盈利预测,预计公司2017~2019年EPS0.82、0.91、1.15元。维持目标价20.5~23.0元/股,“买入”评级。
- 风险提示:生产原料大幅涨价的风险;竞争对手大幅扩产的风险;生产过程发生爆炸的风险

图表: Hoechst 草铵膦工业化路线



来源: CNKI, 中泰证券研究所

图表: 日本绕过甲基二氯化磷制磷碳键化合物



来源: CNKI, 中泰证券研究所

图表: 财务预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,317	1,489	1,982	2,424	2,959	3,803
增长率	-8.54%	13.0%	33.1%	22.3%	22.1%	28.5%
营业成本	-1,028	-1,130	-1,502	-1,629	-2,055	-2,742
% 销售收入	78.0%	75.9%	75.8%	67.2%	69.5%	72.1%
毛利	290	359	480	795	904	1,061
% 销售收入	22.0%	24.1%	24.2%	32.8%	30.5%	27.9%
营业税金及附加	0	0	-8	-3	-3	-5
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-47	-62	-71	-85	-95	-114
% 销售收入	3.6%	4.2%	3.6%	3.5%	3.2%	3.0%
管理费用	-115	-128	-153	-198	-240	-228
% 销售收入	8.8%	8.6%	7.7%	8.2%	8.1%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	127	169	248	509	566	713
% 销售收入	9.7%	11.3%	12.5%	21.0%	19.1%	18.8%
财务费用	-9	-8	4	-7	-7	-7
% 销售收入	0.7%	0.5%	-0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-7	-3	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	-2	1	0	0	0
% 税前利润	—	—	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	110	155	244	502	558	706
营业利润率	8.4%	10.4%	12.3%	20.7%	18.9%	18.6%
营业外收支	4	13	14	0	0	0
税前利润	114	168	258	502	558	706
利润率	8.6%	11.3%	13.0%	20.7%	18.9%	18.6%
所得税	-18	-23	-35	-72	-81	-102
所得税率	16.2%	13.9%	13.5%	14.3%	14.5%	14.5%
净利润	95	145	224	430	477	604
少数股东损益	3	6	15	0	0	0
归属于母公司的净利润	92	138	208	430	477	604
净利率	7.0%	9.3%	10.5%	17.7%	16.1%	15.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	95	145	224	430	477	604
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	89	113	153	196	200	228
非经营收益	21	26	18	7	7	7
营运资金变动	-65	-127	-211	-190	-150	-209
经营活动现金净流	140	157	185	444	534	631
资本开支	294	301	343	351	305	309
投资	20	0	0	0	0	0
其他	0	16	10	0	0	0
投资活动现金净流	-274	-285	-333	-351	-305	-309
股权募资	0	0	576	0	0	0
债权募资	171	218	-313	-87	0	0
其他	-34	-23	-73	-7	-7	-7
筹资活动现金净流	137	195	190	-94	-7	-7
现金净流量	3	67	42	-2	222	314

来源: 中泰证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	94	164	207	205	427	741
应收款项	274	349	471	503	622	807
存货	379	414	412	451	624	851
其他流动资产	18	63	53	61	65	79
流动资产	764	991	1,143	1,220	1,738	2,477
% 总资产	37.4%	38.8%	36.7%	36.4%	43.8%	51.7%
长期投资	17	14	17	17	17	17
固定资产	1,074	1,335	1,678	1,800	1,883	1,937
% 总资产	52.6%	52.2%	53.8%	53.7%	47.4%	40.4%
无形资产	126	167	214	248	269	296
非流动资产	1,278	1,566	1,974	2,129	2,234	2,314
% 总资产	62.6%	61.2%	63.3%	63.6%	56.2%	48.3%
资产总计	2,042	2,557	3,116	3,349	3,972	4,791
短期借款	161	340	87	0	0	0
应付款项	234	328	449	372	506	693
其他流动负债	12	62	70	37	49	78
流动负债	407	730	607	409	555	771
长期贷款	170	209	149	149	149	149
其他长期负债	10	9	1	1	1	1
负债	883	1,258	1,084	886	1,032	1,248
普通股股东权益	1,159	1,299	2,033	2,463	2,940	3,544
少数股东权益	246	252	263	263	263	263
负债股东权益合计	2,042	2,557	3,116	3,349	3,972	4,791

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.456	0.684	0.397	0.820	0.910	1.151
每股净资产 (元)	5.725	6.417	3.877	4.696	5.607	6.758
每股经营现金净流 (元)	0.693	0.775	0.353	0.846	1.019	1.202
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.97%	10.66%	10.25%	17.46%	16.23%	17.03%
总资产收益率	4.64%	5.54%	6.82%	13.09%	12.21%	12.77%
投入资本收益率	6.56%	7.55%	9.27%	16.44%	16.62%	19.07%
增长率						
营业总收入增长率	-8.54%	13.03%	33.12%	22.28%	22.06%	28.52%
EBIT增长率	-27.17%	32.40%	46.85%	105.67%	11.07%	26.13%
净利润增长率	-11.22%	49.82%	50.48%	106.34%	11.02%	26.47%
总资产增长率	13.82%	25.51%	22.15%	7.45%	18.62%	20.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.0	60.6	63.1	61.1	61.7	61.6
存货周转天数	126.1	128.1	100.4	100.9	110.9	113.3
应付账款周转天数	50.9	48.7	51.2	42.6	47.3	48.1
固定资产周转天数	198.9	250.5	229.8	204.7	174.4	138.7
偿债能力						
净负债/股东权益	16.87%	24.80%	1.28%	-2.04%	-8.67%	-15.54%
EBIT利息保障倍数	14.8	20.8	-64.2	68.4	75.9	95.8
资产负债率	29.45%	37.93%	24.79%	17.02%	18.04%	19.48%

## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。