

利尔化学(002258.SZ)

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **14—16**

分析师

周思捷

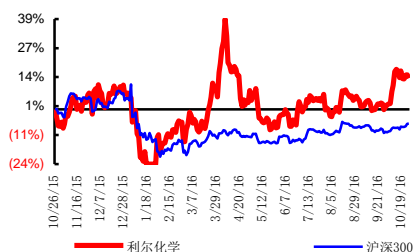
S0740516080001

zhousj@r.qlzq.com.cn

2016年10月25日

利润大幅增长，龙头格局已现
基本状况

总股本(百万股)	524
流通股本(百万股)	524
市价(元)	10.64
市值(百万元)	5,579
流通市值(百万元)	5,576

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,317.3	1,489.0	1,794.0	2,166.8	2,640.1
营业收入增速	-8.54%	13.03%	20.48%	20.78%	21.85%
归属于母公司的净利润	92.41	138.45	177.87	211.85	264.02
净利润增长率	-11.22%	49.82%	28.47%	19.11%	24.62%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.68	0.34	0.40	0.50
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	32.47	37.29	28.42	23.86	19.15
PEG	—	0.75	1.00	1.25	0.78
每股净资产(元)	5.73	6.42	3.74	4.14	4.65
每股现金流量	0.69	0.77	0.52	0.58	0.77
净资产收益率	7.97%	10.66%	9.07%	9.75%	10.83%
市净率	2.59	3.97	2.58	2.33	2.07
总股本(百万股)	202.44	202.44	524.37	524.37	524.37

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点
事件:

- 公司10月25日晚公布三季报, Q1~Q3收入14.0亿元, 同比增长28%, 归母净利润1.35亿元, 同比增长21% (扣非1.37亿元, 同比增长29%); Q3单季收入4.9亿元, 同比增长69%, 归母净利润3696万元, 同比增长64% (扣非3859万元, 同比增长93%)。公司预计2016全年归母净利润1.52~1.94亿元, 同比增长10%~40%。

点评:

- 行业底部依然大幅增长, 公司实力得到证明。2016Q3草铵膦价格维持在10.8万元/吨的历史底部, 据我们草根调研了解, 三季度整个草铵膦行业开工低迷, 大量产能停产并取消扩张计划。在竞争对手纷纷退出市场并大幅亏损的背景下, 公司Q3依然取得单季度扣非3859万元净利润, 93%的同比增长, 充分证明公司管理能力、技术实力和产品销售的过硬, 相对竞争对手的优势已然凸显。
- 快达搬迁逐步完成, 公司强劲发展态势明显。公司预告今年全年增长10%~40%, 理由是草铵膦等部分原药产销量增加及控股子公司江苏快达业绩改善。我们前期的深度报告中已详细阐述了江苏快达搬迁完成后的环保优势, 和利润恢复有望超出市场预期的逻辑。此外, 公司制剂化发展战略也将带来长期业绩增量, 公司由大变强趋势显著, 强劲发展态势明显。
- 继续坚定看好公司作为草铵膦巨头的发展空间。明年公司5000吨草铵膦投产后, 公司有望从行业巨头成长为行业寡头, 独享草铵膦市场迅速扩大的利润蛋糕。由于草铵膦价格四季度已出现回暖势头, 这意味着公司业绩有望进入爆发轨道。

- **投资建议：**暂维持公司 2016~18 年归母净利润 1.78、2.12、2.64 亿元的盈利预测，给予公司 2017 年 35~40 倍 PE，对应目标价 14~16 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**环保压力增加导致草铵膦原料断供的风险；草铵膦价格持续低迷的风险；草铵膦生产发生爆炸的风险

图表 1: 财务预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,440	1,317	1,489	1,794	2,167	2,640
增长率	12.70%	-8.5%	13.0%	20.5%	20.8%	21.8%
营业成本	-1,120	-1,028	-1,130	-1,349	-1,633	-1,980
% 销售收入	77.7%	78.0%	75.9%	75.2%	75.4%	75.0%
毛利	321	290	359	445	533	660
% 销售收入	22.3%	22.0%	24.1%	24.8%	24.6%	25.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-40	-47	-62	-63	-81	-101
% 销售收入	2.8%	3.6%	4.2%	3.5%	3.7%	3.8%
管理费用	-105	-115	-128	-148	-185	-224
% 销售收入	7.3%	8.8%	8.6%	8.2%	8.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	175	127	169	234	267	336
% 销售收入	12.1%	9.7%	11.3%	13.0%	12.3%	12.7%
财务费用	-14	-9	-8	-11	-4	-8
% 销售收入	1.0%	0.7%	0.5%	0.6%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-12	-7	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-5	-2	-2	0	0	0
% 税前利润	—	—	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	143	110	155	223	262	327
营业利润率	9.9%	8.4%	10.4%	12.5%	12.1%	12.4%
营业外收支	-9	4	13	0	0	0
税前利润	134	114	168	223	262	327
利润率	9.3%	8.6%	11.3%	12.5%	12.1%	12.4%
所得税	-19	-18	-23	-33	-39	-48
所得税率	14.5%	16.2%	13.9%	14.9%	15.0%	14.0%
净利润	115	95	145	190	223	279
少数股东损益	11	3	6	12	11	15
归属于母公司的净利润	104	92	138	178	212	264
净利率	7.2%	7.0%	9.3%	9.9%	9.8%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	115	95	145	190	223	279
少数股东损益	0	0	0	12	11	15
非现金支出	71	89	113	145	173	202
非经营收益	32	21	26	16	19	21
营运资金变动	-109	-65	-127	-79	-113	-99
经营活动现金净流	109	140	157	284	313	419
资本开支	299	294	301	316	394	394
投资	-4	20	0	0	0	0
其他	1	0	16	0	0	0
投资活动现金净流	-302	-274	-285	-316	-394	-394
股权募资	0	0	0	590	0	0
债权募资	159	171	218	121	58	21
其他	-30	-34	-23	-16	-124	-21
筹资活动现金净流	129	137	195	695	-66	0
现金净流量	-64	3	67	663	-147	25

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	90	94	164	815	657	667
应收账款	293	274	349	372	460	549
存货	331	379	414	435	555	669
其他流动资产	35	18	63	64	70	77
流动资产	749	764	991	1,685	1,742	1,962
% 总资产	41.0%	37.4%	38.8%	40.2%	47.1%	47.7%
长期投资	19	17	14	14	14	14
固定资产	882	1,074	1,335	1,496	1,698	1,868
% 总资产	40.0%	52.0%	52.2%	43.7%	45.0%	45.4%
无形资产	115	126	167	178	197	219
非流动资产	1,051	1,278	1,566	1,737	1,958	2,150
% 总资产	58.4%	62.6%	61.2%	50.8%	52.9%	52.3%
资产总计	1,800	2,042	2,557	3,422	3,700	4,112
短期借款	109	161	340	461	519	540
应付账款	251	234	328	322	410	502
其他流动负债	5	12	62	138	47	65
流动负债	366	407	730	921	976	1,108
长期贷款	50	170	209	209	209	209
其他长期负债	2	10	9	9	9	9
负债	468	637	1,005	1,462	1,527	1,675
普通股股东权益	1,088	1,159	1,299	1,961	2,173	2,437
少数股东权益	244	246	252	265	276	291
负债股东权益合计	1,800	2,042	2,557	3,422	3,700	4,112

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.514	0.456	0.684	0.339	0.404	0.503
每股净资产 (元)	5.372	5.725	6.417	3.740	4.144	4.647
每股经营现金净流 (元)	0.538	0.693	0.775	0.518	0.575	0.769
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.57%	7.97%	10.66%	9.07%	9.75%	10.83%
总资产收益率	5.95%	4.64%	5.54%	5.29%	5.82%	6.51%
投入资本收益率	10.80%	6.56%	7.55%	9.64%	9.05%	10.25%
增长率						
营业总收入增长率	12.70%	-8.54%	13.03%	20.48%	20.78%	21.85%
EBIT增长率	25.26%	-27.17%	32.40%	38.84%	14.00%	25.78%
净利润增长率	18.79%	-11.22%	49.82%	28.47%	19.11%	24.62%
总资产增长率	17.27%	13.82%	25.51%	33.86%	8.11%	11.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.8	62.0	60.6	60.5	61.0	60.7
存货周转天数	98.9	126.1	128.1	117.7	124.0	123.3
应付账款周转天数	42.9	50.9	48.7	47.5	49.0	48.4
固定资产周转天数	127.5	198.9	250.5	249.3	224.8	198.0
偿债能力						
净负债/股东权益	5.23%	16.87%	24.80%	-6.51%	2.91%	3.02%
EBIT利息保障倍数	12.3	14.8	20.8	22.1	60.3	40.1
资产负债率	23.86%	29.45%	37.93%	33.85%	32.77%	32.70%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

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。