利尔化学(002258.SZ)

草铵膦龙头地位稳固，量价有望齐升

评级： 买入 前次： 买入

目标价（元）： 18.6—20.3

分析师
周思捷
S0740516080001

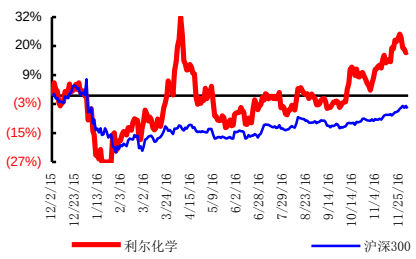
zhousj@r.qlzq.com.cn

2016 年 12 月 02 日

基本状况

总股本(百万股)	524
流通股本(百万股)	524
市价(元)	11.64
市值(百万元)	6,104
流通市值(百万元)	6,100

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）	1,317.39	1,489.07	1,749.00	2,169.00	2,862.80
营业收入增速	-8.54%	13.03%	17.46%	24.01%	31.99%
归属于母公司的净利润	92.41	138.45	176.91	306.02	430.00
净利润增长率	-11.22%	49.82%	27.77%	72.98%	40.52%
摊薄每股收益（元）	0.46	0.68	0.34	0.58	0.82
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	28.57	16.52	11.76
PEG	—	0.75	1.03	0.23	0.29
每股净资产（元）	5.73	6.42	3.74	4.32	5.14
每股现金流量	0.69	0.77	0.54	0.76	1.00
净资产收益率	7.97%	10.66%	9.03%	13.51%	15.95%
市净率	2.59	3.97	2.58	2.23	1.88
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：

- 近期我们调研了农药经销商。目前，草铵膦市场报价超过 15 万元/吨，主流成交价 14~15 万元/吨，正常开工的草铵膦生产厂家减少至仅 3~4 家。

点评：

- **环保趋严逼停竞争对手，公司市场占有率大幅提升。**近期各地政府环保执行显著趋严,特别是石家庄市大力治理大气污染,使得位于河北境内的草铵膦生产厂家出现了停产迹象。目前市场上草铵膦正常开工的 3~4 家生产厂家均处于断货状态，不接受大单。我们据此计算，行业实际开工产能缩减至 7560 吨/年，较 9 月底的 9360 吨/年缩减 20%。以草铵膦产能 3000 吨/年计算，公司市场占有率已达 32%，稳居行业龙头位置。

- **新增 2000 吨/年草铵膦生产线投产后，公司将迎来量价齐升的有利局面。**公司四季度 2000 吨/年生产线投产后，草铵膦总产能达到 5000 吨/年，市场占有率有望达到 50%，将进一步巩固行业龙头地位。由于百草枯退市，4 万吨/年非选择性除草剂需求缺口将逐步释放，我们预计国内草铵膦需求将呈加速增长态势，远超国内产能增长，公司将迎来草铵膦量价齐升的有利局面。

- **盈利预测与估值：**上调盈利预测，以草铵膦全年均价 13 万元/吨计算，预计公司 2017~2018 实现收入 21.7、28.6 亿元，同比增长 24%、32%；归母净利润 3.1、4.3 亿元，同比增长 73%、41%；EPS0.58、0.82 元。给予公司 2017 年 32~35 倍 PE，对应目标价 18.6~20.3 元/股，“买入”评级。

- **风险提示：**草铵膦生产原料断供的风险；草铵膦厂家大幅扩产的风险；草铵膦生产过程发生爆炸的风险

图表：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**	**1,749**	**2,169**	**2,863**
增长率	*12.70%*	*-8.5%*	*13.0%*	*17.5%*	*24.0%*	*32.0%*
营业成本	-1,120	-1,028	-1,130	-1,320	-1,523	-1,978
% 销售收入	*77.7%*	*78.0%*	*75.9%*	*75.5%*	*70.2%*	*69.1%*
毛利	321	290	359	429	646	885
% 销售收入	*22.3%*	*22.0%*	*24.1%*	*24.5%*	*29.8%*	*30.9%*
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	-56	-79	-105
% 销售收入	*2.8%*	*3.6%*	*4.2%*	*3.2%*	*3.6%*	*3.7%*
管理费用	-105	-115	-128	-140	-184	-239
% 销售收入	*7.3%*	*8.8%*	*8.6%*	*8.0%*	*8.5%*	*8.4%*
息税前利润（EBIT）	175	127	169	233	383	540
% 销售收入	*12.1%*	*9.7%*	*11.3%*	*13.3%*	*17.7%*	*18.9%*
财务费用	-14	-9	-8	-11	-4	-7
% 销售收入	*1.0%*	*0.7%*	*0.5%*	*0.6%*	*0.2%*	*0.2%*
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	222	379	533
营业利润率	*9.9%*	*8.4%*	*10.4%*	*12.7%*	*17.5%*	*18.6%*
营业外收支	-9	4	13	0	0	0
税前利润	**134**	**114**	**168**	**222**	**379**	**533**
利润率	*9.3%*	*8.6%*	*11.3%*	*12.7%*	*17.5%*	*18.6%*
所得税	-19	-18	-23	-33	-57	-78
所得税率	*14.5%*	*16.2%*	*13.9%*	*14.9%*	*15.0%*	*14.6%*
净利润	115	95	145	189	322	455
少数股东损益	11	3	6	12	16	25
归属于母公司的净利润	**104**	**92**	**138**	**177**	**306**	**430**
净利率	*7.2%*	*7.0%*	*9.3%*	*10.1%*	*14.1%*	*15.0%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	115	95	145	189	322	455
少数股东损益	0	0	0	12	16	25
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	-68	-113	-151
经营活动现金净流	**109**	**140**	**157**	**295**	**417**	**551**
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**	**673**	**-43**	**158**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	90	94	164	825	766	899
应收款项	293	274	349	363	461	596
存货	331	379	414	426	517	668
其他流动资产	35	18	63	63	68	77
流动资产	749	764	991	1,677	1,813	2,240
% 总资产	*41.6%*	*37.4%*	*38.8%*	*49.1%*	*48.1%*	*51.0%*
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	*49.0%*	*52.6%*	*52.2%*	*43.8%*	*45.0%*	*42.6%*
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%*	*50.9%*	*51.9%*	*49.0%*
资产总计	**1,800**	**2,042**	**2,557**	**3,414**	**3,771**	**4,390**
短期借款	109	161	340	461	519	540
应付款项	251	234	328	315	386	508
其他流动负债	5	12	62	138	43	64
流动负债	366	407	730	914	948	1,112
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**	**1,454**	**1,505**	**1,694**
普通股股东权益	1,088	1,159	1,299	1,960	2,266	2,696
少数股东权益	244	246	252	265	281	306
负债股东权益合计	**1,800**	**2,042**	**2,557**	**3,414**	**3,771**	**4,390**

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	0.337	0.584	0.820
每股净资产(元)	5.372	5.725	6.417	3.738	4.321	5.141
每股经营现金净流(元)	0.538	0.693	0.775	0.539	0.764	1.003
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%	9.03%	13.51%	15.95%
总资产收益率	5.95%	4.64%	5.54%	5.27%	8.24%	9.93%
投入资本收益率	10.80%	6.56%	7.55%	9.64%	13.06%	16.24%
增长率						
营业总收入增长率	12.70%	-8.54%	13.03%	17.46%	24.01%	31.99%
EBIT增长率	25.26%	-27.17%	32.40%	38.12%	64.61%	40.80%
净利润增长率	18.79%	-11.22%	49.82%	27.77%	72.98%	40.52%
总资产增长率	17.27%	13.82%	25.51%	33.53%	10.45%	16.42%
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	255.7	224.6	182.6
偿债能力						
净负债/股东权益	5.23%	16.87%	24.80%	-6.98%	-1.51%	-5.00%
EBIT利息保障倍数	12.3	14.8	20.8	22.0	89.8	80.2
资产负债率	23.88%	29.45%	37.93%	33.71%	31.40%	30.70%

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。