

草铵膦供需缺口持续扩大, 价格有望持续上涨

投资要点

- **事件:** 目前草铵膦供需缺口呈现扩大态势, 大厂订单已经排至17年一季度以后, 已暂不接受新订单, 草铵膦市场报价也从11月份的12万元/吨上涨至15.5万元/吨, 部分报价达到16.5万元/吨。
- **环保趋严, 行业开工率受到严重影响。** 目前环保趋严, 尤其是受河北省大气污染防治调度令的影响, 大量工厂减产和停产。目前国内草铵膦1.48万吨产能中超过30%受到影响, 其中河北的两套产能(3000吨)受河北省调度令影响, 开工率维持低位。草铵膦价格自12万/吨跳涨到16.5万/吨, 厂家没有库存, 需要排队等货。目前草铵膦叠加出口旺季+淡储, 下游需求旺盛, 价格势必继续上涨。
- **百草枯水剂被禁用将促进草铵膦市场快速增长。** 目前国内约有7.7亿亩土地使用百草枯, 未来有望将有50%的土地选择使用草铵膦进行替代, 预计将为国内草铵膦市场带来高达2万吨/年的增量。
- **未来三年草铵膦市场供不应求局面将进一步恶化。** 草铵膦生产工艺的技术壁垒很高, 相关企业很难短期内大幅扩充产能; 国内生产工艺相对落后, “三废”量(尤其是废水量)很大, 新增产能将受环境容量限制难以充分释放。预计2016年供需缺口超过1万吨, 2017年甚至会达到2.5万吨。由于存在明显的供需失衡, 所以短期内很可能出现价格失衡状况, 2017年价格上涨有望超预期。
- **公司作为国内草铵膦行业龙头, 业绩有望爆发。** 公司布局草铵膦市场多年, 经过多年的技术攻关成功解决了草铵膦生产中格氏反应控制及放大等重大工程化技术难题, 在国内具有领先的技术和成本优势。公司目前拥有草铵膦产能3000吨, 预计16年底扩建至5000吨; 公司在广安基地还规划了10000吨草铵膦新增产能, 已经通过环评, 项目达产后, 公司将成为与拜耳作物比肩的世界级草铵膦供应商。另外, 公司1000吨/年氯氮吡啶酸项目已完成建设并联动试车, 同时快达农化的搬迁项目也进入尾声, 预计明年能够实现稳定盈利。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计草铵膦价格未来将持续上涨, 2017年价格有望达到17万元/吨, 并预计2018年广安将有5000吨新增产能开始贡献利润, 因此上调公司业绩预期。预计2016-2018年EPS分别为0.34元、0.81元、1.22元, 对应PE分别为37倍、15倍和10倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目进展不及预期的风险; 草铵膦价格大幅下跌的风险。

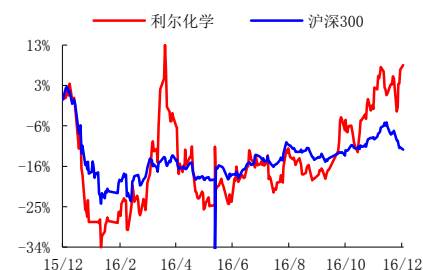
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1489.07	1867.91	2628.41	3536.13
增长率	13.03%	25.44%	40.71%	34.54%
归属母公司净利润(百万元)	138.45	180.08	425.77	638.36
增长率	49.82%	30.07%	136.43%	49.93%
每股收益EPS(元)	0.26	0.34	0.81	1.22
净资产收益率ROE	9.33%	9.20%	18.01%	21.50%
PE	48	37	15	10
PB	4.24	3.23	2.67	2.13

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	5.24
流通A股(亿股)	5.24
52周内股价区间(元)	8.55-26.87
总市值(亿元)	65.81
总资产(亿元)	29.07
每股净资产(元)	3.74

相关研究

1. 利尔化学(002258): 技术领先打造国内草铵膦行业龙头 (2016-11-14)

关键假设：

假设 1：目前草铵膦供需缺口持续扩大，价格快速上涨，预计 2017 年~2018 年草铵膦价格将从之前的 12 万元/吨上涨至 17 万吨/吨，公司销售收入和毛利率将得到明显提升。

假设 2：预计公司草铵膦产能将在 16 年年底或 17 年年初从 3000 吨扩展至 5000 吨；另外，假设广安基地的 10000 吨产能将在 17 年底投产 5000 吨，公司 2018 年的业绩将再上一个台阶。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
农药原药	收入	884.36	1202.73	1896.70	2731.25
	增速	13.26%	36.00%	57.70%	44.00%
	毛利率	28.39	28.90	38.00	39.40
农药制剂	收入	476.83	524.51	576.96	634.66
	增速	6.08%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	17.60	17.60	17.60	17.60
贸易	收入	107.29	118.02	129.82	142.80
	增速	29.03%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	20.89	20.00	20.00	20.00
其他业务	收入	20.59	22.65	24.91	27.41
	增速	427.95%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	8.89	10.00	10.00	10.00
合计	收入	1,489.07	1,867.91	2,628.40	3,536.12
	增速	13.03%	25.44%	40.71%	34.54%
	毛利率	24.13%	24.94%	32.37%	34.48%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1489.07	1867.91	2628.41	3536.13	净利润	144.75	187.34	443.66	664.83
营业成本	1129.81	1402.14	1777.66	2317.01	折旧与摊销	109.97	174.21	184.00	193.40
营业税金及附加	0.18	0.18	0.27	0.35	财务费用	8.10	11.92	0.40	-5.15
销售费用	61.98	74.11	105.99	141.83	资产减值损失	2.96	3.00	3.00	3.00
管理费用	128.50	161.97	227.55	306.30	经营营运资本变动	-16.63	-152.42	-203.84	-265.66
财务费用	8.10	11.92	0.40	-5.15	其他	-92.35	-4.07	-2.91	-2.87
资产减值损失	2.96	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	156.80	219.98	424.31	587.55
投资收益	-2.31	0.00	0.00	0.00	资本支出	-282.18	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-285.18	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	155.23	214.60	513.54	772.79	短期借款	179.49	-230.00	0.00	0.00
其他非经营损益	12.97	5.00	5.00	5.00	长期借款	39.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	168.20	219.60	518.54	777.79	股权融资	0.00	321.93	0.00	0.00
所得税	23.45	32.26	74.88	112.96	支付股利	0.00	-15.91	-16.18	-35.44
净利润	144.75	187.34	443.66	664.83	其他	-26.66	-26.22	4.60	10.15
少数股东损益	6.30	7.26	17.90	26.47	筹资活动现金流净额	191.83	49.80	-11.58	-25.28
归属母公司股东净利润	138.45	180.08	425.77	638.36	现金流量净额	66.96	219.78	362.72	512.27
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	164.28	384.07	746.79	1259.06	成长能力				
应收和预付款项	371.81	441.08	617.84	838.85	销售收入增长率	13.03%	25.44%	40.71%	34.54%
存货	414.21	515.77	654.25	853.14	营业利润增长率	41.06%	38.24%	139.30%	50.48%
其他流动资产	40.67	51.02	71.79	96.58	净利润增长率	52.06%	29.42%	136.82%	49.85%
长期股权投资	14.49	14.49	14.49	14.49	EBITDA 增长率	35.88%	46.62%	74.17%	37.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1311.35	1205.59	1090.04	965.09	毛利率	24.13%	24.94%	32.37%	34.48%
无形资产和开发支出	165.32	147.04	128.76	110.47	三费率	13.34%	13.28%	12.71%	12.53%
其他非流动资产	74.54	74.37	74.21	74.04	净利率	9.72%	10.03%	16.88%	18.80%
资产总计	2556.68	2833.43	3398.16	4211.72	ROE	9.33%	9.20%	18.01%	21.50%
短期借款	330.00	100.00	100.00	100.00	ROA	5.66%	6.61%	13.06%	15.79%
应付和预收款项	365.03	386.61	510.44	677.50	ROIC	7.80%	9.68%	21.08%	29.25%
长期借款	209.00	209.00	209.00	209.00	EBITDA/销售收入	18.35%	21.45%	26.55%	27.18%
其他负债	101.18	102.29	115.72	132.83	营运能力				
负债合计	1005.22	797.91	935.16	1119.33	总资产周转率	0.65	0.69	0.84	0.93
股本	202.44	524.37	524.37	524.37	固定资产周转率	1.46	1.63	2.43	3.50
资本公积	425.37	425.37	425.37	425.37	应收账款周转率	6.02	5.97	6.52	6.33
留存收益	662.05	826.23	1235.81	1838.74	存货周转率	2.84	3.00	3.03	3.07
归属母公司股东权益	1299.17	1775.97	2185.55	2788.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.37%	—	—	—
少数股东权益	252.29	259.55	277.45	303.92	资本结构				
股东权益合计	1551.46	2035.52	2463.00	3092.40	资产负债率	39.32%	28.16%	27.52%	26.58%
负债和股东权益合计	2556.68	2833.43	3398.16	4211.72	带息债务/总负债	53.62%	38.73%	33.04%	27.61%
					流动比率	1.36	2.69	3.21	3.67
					速动比率	0.79	1.69	2.21	2.65
					股利支付率	0.00%	8.83%	3.80%	5.55%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.34	0.81	1.22
					每股净资产	2.96	3.88	4.70	5.90
					每股经营现金	0.30	0.42	0.81	1.12
					每股股利	0.00	0.03	0.03	0.07
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	273.30	400.72	697.94	961.04					
PE	47.53	36.54	15.46	10.31					
PB	4.24	3.23	2.67	2.13					
PS	4.42	3.52	2.50	1.86					
EV/EBITDA	10.44	16.05	8.70	5.78					
股息率	0.00%	0.24%	0.25%	0.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn