

利尔化学 (002258)

收购提升传统业务竞争力，业绩进一步提升

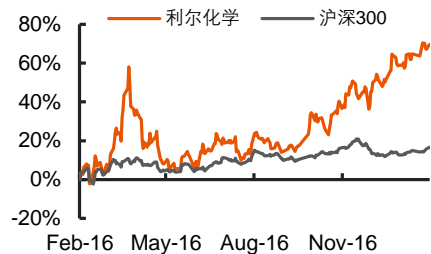
强烈推荐 (维持)

现价: 13.89 元

主要数据

行业	中小市值
公司网址	www.lierchem.com
大股东/持股	四川久远投资控股集团有限公司/27.36%
实际控制人/持股	中国工程物理研究院/%
总股本(百万股)	524
流通 A 股(百万股)	524
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	72.84
流通 A 股市值(亿元)	72.79
每股净资产(元)	3.74
资产负债率(%)	23.60

行情走势图



相关研究报告

《利尔化学*002258*乘洗牌之东风，打造全球草铵膦巨头》 2017-01-09

证券分析师

缴文超 投资咨询资格编号
S1060513080002
010-56800136
JIAOWENCHAO233@PINGAN.COM.CN

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

王伟 一般从业资格编号
S1060116070094
010-56800251
WANGWEI230@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

2017年2月13日，利尔化学与王良芥、彭小思签订了《股份转让意向协议书》，公司拟以自有资金11,250万元人民币受让包括转让方在内的湖南比德生化科技股份有限公司股东所持有的比德生化45%的股份，成为比德生化第一大股东。

平安观点:

- **收购竞争对手，提升利尔化学传统业务竞争力：**比德生化主营农药原药、中间体及制剂的研发、生产与销售。其产品主要与利尔化学的传统农药产品毕克草、毒莠定、氟草烟等氯代吡啶原药竞争，该类产品在市场上只有为数不多几家竞争厂商。此次利尔化学收购竞争对手，一方面将增强自身在传统业务上的产能，另一方面将增强其议价能力，我们判断未来利尔化学可能会在传统农药产品上进行提价，由于该类传统产品单价比较高，提价将显著提升公司盈利能力。
- **签订业绩对赌以及股价购买协议，彰显对公司发展信心：**比德生化 2016 年实现营业收入 15,967.13 万元，净利润 1,682.51 万元，本次估值采用未来收益法，2017-2019 年比德生化三年平均年度净利润为 2500 万元，取 PE=10，比德生化全部股权估值为 2.5 亿元。如果 2017-2019 三年比德生化的实际年度平均净利润>2500 万元，利尔化学将向本次转让的股东按原有股份比例支付现金奖励，反之则本次转让的股东将向利尔化学按原有股份比例支付现金补偿，补偿总额度不超过 500 × 10 × 利尔化学实际持有的股份比例 (万元)。此外，本次转让股份的比德生化股东收到转让款后，必须将获得转让款的不低于 60% 的部分用于购买公司股票 (自行从二级市场买入，必须在 2017 年内完成购买)，并承诺锁定三年。
- **利尔化学 16 年业绩快报已发布，4 季度业绩大幅增长。**利尔化学已公告 16 年业绩快报，16 年实现归母净利润 2.08 亿元，同比增长 50.49%，其中 16 年 4 季度实现归母净利润 7300 万元，同比增长 167%。公司业绩增长主要来自草铵膦价格上涨，我们预计 17 年 1 季度公司业绩将非常靓丽。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1317	1,489	1,985	2,768	3,633
YoY(%)	-8.5	13.0	33.3	39.4	31.2
净利润(百万元)	92	138	208	487	724
YoY(%)	-11.2	49.8	50.5	133.9	48.6
毛利率(%)	22.0	24.1	27.3	33.6	36.3
净利率(%)	7.0	9.3	10.5	17.6	19.9
ROE(%)	6.8	9.3	9.1	18.0	21.3
EPS(摊薄/元)	0.18	0.26	0.40	0.93	1.38
P/E(倍)	78.8	52.6	35.0	14.9	10.1
P/B(倍)	6.3	5.6	3.6	2.8	2.2

- **草铵膦量价齐升，17 年业绩有望爆发：**1) 需求端：灭生性除草剂进入洗牌期，百草枯水剂 16 年 7 月 1 日起全国禁用，草铵膦作为替代品其需求在 17 年将进入爆发期，有望翻番；2) 供给端：草铵膦产品生产技术难度高，国内拥有较好工艺的厂商只有数家，环保趋严供给严重缩减，未来 1 年看不到大幅提升；3) 价格：由于供需缺口扩大，市场报价从 16 年 11 月份的 12 万元/吨上涨至目前的 17.5 万元/吨，未来 1 年供不应求局面难以改善，价格将维持高位；4) 公司逆势增加产能，从目前 3000 吨扩产至 5000 吨，量价齐升将成为 17 年业绩最大增长点。
- **盈利预测和估值：**收购后公司盈利有望进一步提升，预计 16-18 年公司归属公司股东净利润分别为 2.08 亿元、4.87 亿元、7.24 亿元，对于 EPS 分别为 0.40 元、0.93 元、1.38 元，目前股价对应 PE 分别为 35 倍、15 倍、10 倍。
- **投资建议：**我们认为公司不是单纯周期股，兼具成长性，具体逻辑如下：
 - 1) **业绩增长：**公司业绩未来 3 年都将保持快速增长，短期（16-17 年）看草铵膦涨价以及传统业务提价，中期（17-18 年）看草铵膦量价齐升+江苏快达步入业绩收获期，长期（18-19 年）看草铵膦产能达到 1.5 万吨带来的规模提升和成本下降；
 - 2) **管理层变更：**管理层于 16 年进行了新老更替，新的领导班子业界口碑优秀，年富力强，且均未参加过激励基金计划，有动力做好业绩，公司未来发展值得期待；
 - 3) **资本运作：**公司打造中间体、原药、制剂三头并举的完整的农药产业链，账上货币资金 1.7 亿，未来存在外延式收购的可能。
 - 4) **国企改革：**公司为中国工程物理研究院旗下唯一上市公司，有国企改革预期。

公司目前股价对应的估值相当便宜，我们认为公司股价存在至少 50% 上涨空间，此次公司收购符合我们此前判断，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**草铵膦价格上涨不及预期，公司产能扩充不及预期等风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	991	1865	2445	3174
现金	164	409	993	1303
应收账款	293	366	553	654
其他应收款	3	7	7	12
预付账款	23	31	44	54
存货	414	600	692	933
其他流动资产	93	451	157	218
非流动资产	1566	1556	1577	1609
长期投资	14	9	4	-1
固定资产	1174	1118	1071	1034
无形资产	165	188	205	219
其他非流动资产	212	241	298	357
资产总计	2557	3117	4023	4782
流动负债	730	748	924	1005
短期借款	330	92	295	273
应付账款	174	212	279	339
其他流动负债	227	444	350	393
非流动负债	275	233	193	153
长期借款	209	167	127	87
其他非流动负债	66	66	66	66
负债合计	1005	819	1117	1158
少数股东权益	252	265	301	349
股本	202	524	524	524
资本公积	425	810	810	810
留存收益	662	699	1274	1918
归属母公司股东权益	1299	2033	2605	3275
负债和股东权益	2557	3117	4023	4782

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	157	127	463	550
净利润	145	221	523	772
折旧摊销	110	108	113	119
财务费用	8	60	-11	-28
投资损失	2	3	3	3
营运资金变动	-127	-264	-165	-317
其他经营现金流	19	0	0	0
投资活动现金流	-285	-100	-138	-154
资本支出	303	-5	27	37
长期投资	0	5	5	5
其他投资现金流	18	-100	-105	-112
筹资活动现金流	192	266	-85	-65
短期借款	179	-330	0	0
长期借款	39	-42	-40	-40
普通股增加	0	322	0	0
资本公积增加	0	385	0	0
其他筹资现金流	-27	-68	-45	-25
现金净增加额	67	293	240	332

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1489	1985	2768	3633
营业成本	1130	1444	1839	2314
营业税金及附加	0	1	0	1
营业费用	62	69	97	134
管理费用	128	164	228	308
财务费用	8	60	-11	-28
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	-3	-3	-3
营业利润	155	245	612	902
营业外收入	20	21	20	20
营业外支出	7	7	17	15
利润总额	168	259	614	907
所得税	23	38	91	135
净利润	145	221	523	772
少数股东损益	6	13	36	48
归属母公司净利润	138	208	487	724
EBITDA	307	427	723	1013
EPS (元)	0.26	0.40	0.93	1.38

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	13.0	33.3	39.4	31.2
营业利润(%)	41.1	57.8	149.7	47.4
归属于母公司净利润(%)	49.8	50.5	133.9	48.6
获利能力				
毛利率(%)	24.1	27.3	33.6	36.3
净利率(%)	9.3	10.5	17.6	19.9
ROE(%)	9.3	9.1	18.0	21.3
ROIC(%)	8.9	10.1	16.6	20.4
偿债能力				
资产负债率(%)	39.3	28.7	27.8	24.2
净负债比率(%)	24.8	-10.2	-18.2	-24.8
流动比率	1.4	2.5	2.6	3.2
速动比率	0.8	1.7	1.9	2.2
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	6.0	6.0	6.0	6.0
应付账款周转率	7.5	7.5	7.5	7.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.40	0.93	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.24	0.88	1.05
每股净资产(最新摊薄)	2.48	3.88	4.97	6.25
估值比率				
P/E	52.6	35.0	14.9	10.1
P/B	5.6	3.6	2.8	2.2
EV/EBITDA	26.0	17.2	9.8	6.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033