

产能扩充超预期, 成长性突出

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年年报, 实现营业收入30.8亿元, 同比增长55.6%; 实现归母净利润4亿元, 同比增长93%。
- **草铵膦业务量价齐升, 外延布局贡献增量。** 公司业绩超出预期主要原因在于草铵膦业务的量价齐升。自2016年底起, 草铵膦市场供需缺口持续扩大, 单吨价格从11.7万元连续上涨至最高21万元左右, 全年草铵膦均价17.4万元/吨, 而去年同期草铵膦均价为13.9万元/吨, 价格同比涨幅达到25.3%。此外, 公司17年通过技改, 目前草铵膦总产能达到8400吨/年, 销量也比去年同期增加, 草铵膦量价齐升带动公司盈利能力显著提升。此外, 公司并购比德生化实现并表利润617.9万元。从费用角度来看, 公司期间费用率略上升0.94个百分点, 主要系收入增加, 对应的工资、费用增加所致, 费用端控制较好助力公司业绩放量。
- **明星品种草铵膦下游需求逐年提升, 利尔竞争优势突出。** 国内百草枯禁用为草铵膦提供了巨大替代空间, 预计将为国内草铵膦市场带来高达1~2万吨/年的需求增量。随着草甘膦抗性杂草问题日趋严重, 草甘膦与草铵膦复配将成为有效解决方案之一, 将打开草铵膦的市场空间。耐草铵膦的单抗和双抗转基因作物日益普及, 降为草铵膦行业长期向好提供有力支持, 作为优秀的广谱除草剂, 我们认为草铵膦很可能会复制草甘膦的成功历史。利尔化学作为国内草铵膦龙头, 具备完善的三废处理设备, 环保高压下保持全行业最高的满负荷生产, 产能在技改下跃升至8400吨/年, 且拥有全行业最低成本, 竞争优势突出。随着广安基地草铵膦装置的投产, 公司全球草铵膦龙头, 未来发展值得期待。
- **积极打造高效低毒农化大平台。** 公司积极打造高效低毒农化大平台, 在广安基地继续新建10000吨草铵膦产能, 预计2018年年中投产2000吨, 2019年年底投产5000吨, 2020年年底投产3000吨, 届时公司将具备18400吨草铵膦产能, 成为与拜耳比肩的草铵膦国际巨头, 竞争力再上一个台阶; 此外, 公司储备多个具备广阔市场空间的农化品种, 包括敌草快、氯氟吡氧乙酸酯、三氯吡氧乙酸酯、炔草酯等。1000吨/年丙炔氟草胺、1000吨/年氟环唑项目工程建设也在按计划有序实施中。此外, 公司完成了比德生化45%股权的收购, 新增了公司生产基地的布局, 江苏快达10000吨/年制剂搬迁改造项目也投入生产, 经营业绩逐步提升, 发展势头良好。我们认为随着公司产品品类与产能的提升, 高以及制剂业务的发展, 效低毒农化大平台将逐渐构建, 公司成长性突出。
- **盈利预测与投资建议。** 调整盈利预测, 预计2018-2020年EPS分别为1.18元、1.49元、1.66元, 对应PE分别为16倍、13倍和11倍。给予2018年20倍PE, 目标价23.6元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 草铵膦价格大幅下跌的风险、工程建设不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3083.55	3983.31	4723.11	5223.60
增长率	55.55%	29.18%	18.57%	10.60%
归属母公司净利润(百万元)	401.97	619.83	779.32	871.87
增长率	92.93%	54.20%	25.73%	11.88%
每股收益EPS(元)	0.77	1.18	1.49	1.66
净资产收益率ROE	15.74%	19.78%	20.32%	18.81%
PE	24	16	13	11
PB	3.51	2.87	2.34	1.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

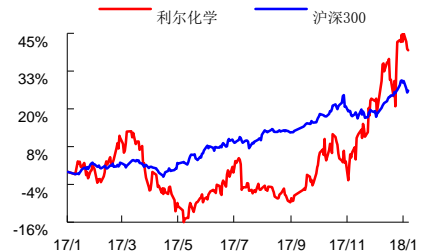
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

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)	11.31-19.36
总市值(亿元)	97.69
总资产(亿元)	45.15
每股净资产(元)	4.54

相关研究

1. 利尔化学(002258): 业绩超预期, 成长性无疑 (2018-01-18)
2. 利尔化学(002258): 三季报符合预期, 未来三年公司进入快速成长期 (2017-10-26)
3. 利尔化学(002258): 草铵膦景气度高企, 行业龙头率先受益 (2017-08-17)

关键假设：

假设 1: 假设价格保持稳定, 预计 2018-2020 年草铵膦价格分别为 190000 元/吨、185000 元/吨和 180000 元/吨, 原药毛利率因草铵膦占比提升而增加。

假设 2: 公司产能逐步释放, 销量持续增加, 预计 18-20 年销量增量分别为 3000 吨、4000 吨和 3000 吨。

假设 3: 比德化工 18 年开始全年并表。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
农药原药	收入	2112.89	2924.64	3592.26	4044.30
	增速	53.37%	38.42%	22.83%	12.58%
	毛利率	34.31	37.57	38.14	37.84
农药制剂	收入	772.24	858.27	928.45	974.87
	增速	49.64%	11.14%	8.18%	5.00%
	毛利率	20.14	20.63	20.70	20.70
贸易	收入	195.71	197.67	199.65	201.64
	增速	129.39%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	2.55	2.60	2.60	2.60
其他业务	收入	2.71	2.73	2.76	2.79
	增速	-18.58%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	30.91	31.00	31.00	31.00
合计	收入	3,083.55	3,983.31	4,723.11	5,223.60
	增速	55.55%	29.18%	18.57%	10.60%
	毛利率	28.74%	32.18%	33.21%	33.27%

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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3083.55	3983.31	4723.11	5223.60	净利润	438.65	672.55	847.21	947.22
营业成本	2197.37	2701.50	3154.63	3485.45	折旧与摊销	186.29	165.33	208.31	231.82
营业税金及附加	9.61	13.75	15.78	17.64	财务费用	31.68	49.92	52.52	49.78
销售费用	89.21	115.12	136.50	150.96	资产减值损失	5.51	5.00	5.00	5.00
管理费用	251.25	318.67	377.85	417.89	经营营运资本变动	-128.41	-703.51	-216.99	-147.26
财务费用	31.68	49.92	52.52	49.78	其他	-170.73	-8.12	-10.22	-10.20
资产减值损失	5.51	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	362.99	181.17	885.82	1076.37
投资收益	4.94	5.00	5.00	5.00	资本支出	-634.20	-450.00	-400.00	-100.00
公允价值变动损益	-0.25	0.00	0.00	0.00	其他	7.12	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-627.07	-445.00	-395.00	-95.00
营业利润	524.84	784.36	985.84	1101.87	短期借款	319.40	178.04	-178.04	0.00
其他非经营损益	-13.45	-2.50	0.00	0.00	长期借款	216.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	511.40	781.86	985.84	1101.87	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	72.74	109.31	138.63	154.65	支付股利	0.00	-50.75	-78.25	-81.99
净利润	438.65	672.55	847.21	947.22	其他	-74.33	-56.80	-47.52	-44.78
少数股东损益	36.69	52.71	67.89	75.35	筹资活动现金流净额	461.57	70.49	-303.81	-126.77
归属母公司股东净利润	401.97	619.83	779.32	871.87	现金流量净额	194.37	-193.34	187.01	854.60
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	392.51	199.17	386.17	1240.77	成长能力				
应收和预付款项	752.13	1331.63	1577.47	1744.83	销售收入增长率	55.55%	29.18%	18.57%	10.60%
存货	565.83	781.55	913.18	1009.32	营业利润增长率	114.85%	49.45%	25.69%	11.77%
其他流动资产	117.21	151.41	179.53	198.55	净利润增长率	96.25%	53.32%	25.97%	11.81%
长期股权投资	20.17	20.17	20.17	20.17	EBITDA 增长率	92.40%	34.57%	24.72%	10.97%
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	2214.13	2504.15	2701.19	2574.70	毛利率	28.74%	32.18%	33.21%	33.27%
无形资产和开发支出	267.90	262.93	257.97	253.00	三费率	12.07%	12.14%	12.00%	11.84%
其他非流动资产	184.66	184.28	183.90	183.52	净利率	14.23%	16.88%	17.94%	18.13%
资产总计	4514.53	5435.29	6219.58	7224.88	ROE	15.74%	19.78%	20.32%	18.81%
短期借款	406.40	584.44	406.40	406.40	ROA	9.72%	12.37%	13.62%	13.11%
应付和预收款项	842.13	960.06	1139.56	1268.15	ROIC	17.56%	19.74%	20.42%	21.48%
长期借款	365.50	365.50	365.50	365.50	EBITDA/销售收入	24.09%	25.09%	26.39%	26.49%
其他负债	113.91	125.07	138.94	150.41	营运能力				
负债合计	1727.94	2035.06	2050.40	2190.46	总资产周转率	0.81	0.80	0.81	0.78
股本	524.37	524.37	524.37	524.37	固定资产周转率	1.98	1.93	1.92	2.04
资本公积	810.14	810.14	810.14	810.14	应收账款周转率	5.92	4.62	4.02	3.89
留存收益	1036.40	1605.49	2306.56	3096.44	存货周转率	4.47	4.00	3.72	3.62
归属母公司股东权益	2379.08	2940.00	3641.07	4430.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.45%	—	—	—
少数股东权益	407.51	460.23	528.11	603.46	资本结构				
股东权益合计	2786.60	3400.23	4169.18	5034.41	资产负债率	38.27%	37.44%	32.97%	30.32%
负债和股东权益合计	4514.53	5435.29	6219.58	7224.88	带息债务/总负债	44.67%	46.68%	37.65%	35.24%
					流动比率	1.41	1.54	1.90	2.41
					速动比率	0.97	1.05	1.33	1.83
					股利支付率	0.00%	8.19%	10.04%	9.40%
					每股指标				
					每股收益	0.77	1.18	1.49	1.66
					每股净资产	5.31	6.48	7.95	9.60
					每股经营现金	0.69	0.35	1.69	2.05
					每股股利	0.00	0.10	0.15	0.16
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	742.81	999.60	1246.66	1383.47					
PE	24.30	15.76	12.54	11.20					
PB	3.51	2.87	2.34	1.94					
PS	3.17	2.45	2.07	1.87					
EV/EBITDA	13.42	10.34	8.00	6.59					
股息率	0.00%	0.52%	0.80%	0.84%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn