

利尔化学 (002258) \ 化工

——草铵膦持续扩张助盈利超预期、广安项目不断推进

事件:

1月31日晚公司发布年报, 2017年全年实现营业收入30.83亿元, YoY +55.55%, 归母净利润4.02亿元, YoY +92.93%, EPS 0.77元, 扣非后归母净利润3.95亿元, YoY +100.78%, 经营活动产生的现金流净额3.63亿元, YoY +96.36%。其中Q4 实现营业收入11.40亿元, 归母净利润1.73亿元。

投资要点:

草铵膦持续扩产盈利超预期

公司全年实现营业收入30.83亿元, 其中原药业务营业收入21.13亿元, YoY +53.57%, 综合毛利率34.31%, 较上年增加5.29%, 营收及毛利率提升主因为草铵膦量价齐升, 公司草铵膦二期生产线于2017年年初顺利投产, 产能扩至5000吨/年, 年内持续技改将实际产能提升至700吨/月, 同时2017年草铵膦价格维持高位, 统计全年均价较上年增加4万元/吨附近, 8500T农药、解毒剂生产线及配套设施项目(主要系5000吨/年草铵膦原药生产线及配套设施技改扩能项目)累计实现收益5.48亿元, 其中2017上半年和下半年分别实现收益1.11亿元和2.39亿元; 农药制剂及其他业务营收7.72亿元, YoY +49.64%, 贸易收入1.96亿元, YoY +129.38%。子公司看, 江苏快达和比德生化均取得了良好业绩, 江苏快达全年实现营业收入9.55亿元, YoY +41.06%, 其中原药和中间体分别实现营业收入5.27亿元和1.43亿元, 同比增57.38%和117.01%, 主要系光气和甲苯利用率提升, 异丙隆、苯噻草胺及敌草隆等原药产品以及苯价酰氯等中间体销售大增, 全年净利润5882.32万元, YoY +94.48%, 净利润率提升1.84pct; 比德生化全年实现营收2.53亿元, 净利润2155.56万元, 其中并表收入1.04亿元, 归母净利润617.93万元; 三费方面, 销售费用率2.89%、小幅下降, 管理费用率8.15%, 较上年同期上升0.43pct, 财务费用增加3553.15万元, 主要因本期汇兑损失2221.75万元, 总体看, 费用率控制较好。

投资建议: **推荐**
 上次建议: **推荐**
 当前价格: 18.63元
 目标价格: 元

基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本/流通股(百万股) | 524/524 |
| 流通A股市值(百万元) | 9,788 |
| 每股净资产(元) | 4.22 |
| 资产负债率(%) | 35.37 |
| 一年内最高/最低(元) | 19.60/11.06 |

一年内股价相对走势



夏文奇 分析师
 执业证书编号: S0590517080003
 电话: 85611779
 邮箱: xiauwq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《利尔化学 (002258) \ 化工行业》
 《草铵膦助公司盈利大幅提升》

| 财务数据和估值 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,982.30 | 3,083.55 | 3,413.02 | 4,129.33 | 4,960.69 |
| 增长率(%) | 33.12% | 55.55% | 10.68% | 20.99% | 20.13% |
| EBITDA(百万元) | 415.00 | 688.86 | 931.66 | 1,164.66 | 1,428.68 |
| 净利润(百万元) | 208.35 | 401.97 | 521.75 | 671.22 | 863.96 |
| 增长率(%) | 50.48% | 92.93% | 29.80% | 28.65% | 28.71% |
| EPS(元/股) | 0.40 | 0.77 | 1.00 | 1.28 | 1.65 |
| 市盈率(P/E) | 46.89 | 24.30 | 18.72 | 14.55 | 11.31 |
| 市净率(P/B) | 4.81 | 4.11 | 3.42 | 2.81 | 2.29 |
| EV/EBITDA | 24.74 | 15.92 | 11.89 | 9.30 | 7.10 |

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

➤ 广安项目不断推进促成长

公司拟发行可转债募资不超过 8.52 亿元用于草铵膦、氟环唑及丙炔氟草胺项目建设，目前广安基地 10000 吨/年草铵膦（一期 7000 吨/年）有序推进，1 万吨氨基氰项目累积投入占预算总额 65.79%；1000 吨/年丙炔氟草胺、1000 吨/年氟环唑项目工程建设同样按计划有序实施，完工后预计分别实现税后净利润 1.4 亿元、0.5 亿元和 0.6 亿元，新项目为公司长期发展奠定基础。

➤ 盈利预测及评级

预计 2018~2020 年公司 EPS 分别为 1.00 元、1.28 元和 1.65 元，对应 31 日收盘价 PE 分别为 18.7X、14.6X 和 11.3X，鉴于公司细分市场地位领先，新项目不断推进促成长，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

1) 草铵膦行业竞争加剧；2) 新项目推进不及预期

图表1：财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 92.27 | 201.49 | 341.30 | 412.93 | 1,086.10 | 营业收入 | 1,982.30 | 3,083.55 | 3,413.02 | 4,129.33 | 4,960.69 |
| 应收账款+票据 | 471.21 | 711.82 | 668.03 | 999.46 | 1,001.87 | 营业成本 | 1,502.10 | 2,197.37 | 2,321.41 | 2,764.83 | 3,261.20 |
| 预付账款 | 22.55 | 40.31 | 32.03 | 54.13 | 47.50 | 营业税金及附加 | 8.17 | 9.61 | 10.64 | 12.87 | 15.46 |
| 存货 | 412.11 | 565.83 | 467.31 | 763.18 | 688.21 | 营业费用 | 71.33 | 89.21 | 121.20 | 146.64 | 176.16 |
| 其他 | 30.33 | 117.21 | 117.21 | 117.21 | 117.21 | 管理费用 | 153.12 | 251.25 | 278.10 | 336.47 | 404.21 |
| 流动资产合计 | 1,028.46 | 1,636.66 | 1,625.87 | 2,346.90 | 2,940.89 | 财务费用 | -3.85 | 31.68 | 22.44 | 17.39 | 5.09 |
| 长期股权投资 | 15.25 | 20.17 | 24.17 | 28.17 | 32.17 | 资产减值损失 | 7.81 | 5.51 | 5.42 | 5.42 | 5.42 |
| 固定资产 | 1,322.51 | 1,797.41 | 2,075.54 | 2,395.41 | 2,484.52 | 公允价值变动收益 | 0.00 | -0.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 355.36 | 512.10 | 600.00 | 400.00 | 200.00 | 投资净收益 | 0.64 | 4.94 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 无形资产 | 209.76 | 248.21 | 238.35 | 228.49 | 218.64 | 其他 | 0.00 | 21.23 | 21.23 | 21.23 | 21.23 |
| 其他非流动资产 | 56.04 | 94.77 | 92.88 | 90.99 | 90.99 | 营业利润 | 244.28 | 524.84 | 679.04 | 870.92 | 1,118.37 |
| 非流动资产合计 | 1,958.91 | 2,672.66 | 3,030.94 | 3,143.06 | 3,026.31 | 营业外净收益 | 14.10 | -13.44 | -13.45 | -13.45 | -13.45 |
| 资产总计 | 2,987.37 | 4,309.31 | 4,656.80 | 5,489.96 | 5,967.20 | 利润总额 | 258.38 | 511.40 | 665.59 | 857.48 | 1,104.92 |
| 短期借款 | 87.00 | 406.40 | 490.29 | 178.74 | 0.00 | 所得税 | 34.87 | 66.70 | 96.22 | 125.00 | 162.12 |
| 应付账款+票据 | 363.05 | 621.23 | 369.06 | 810.39 | 580.80 | 净利润 | 223.52 | 438.65 | 569.37 | 732.48 | 942.81 |
| 其他 | 92.24 | 129.03 | 119.21 | 146.42 | 161.65 | 少数股东损益 | 15.17 | 36.69 | 47.62 | 61.26 | 78.85 |
| 流动负债合计 | 542.29 | 1,156.66 | 978.56 | 1,135.55 | 742.46 | 归属于母公司净利润 | 208.35 | 401.97 | 521.75 | 671.22 | 863.96 |
| 长期带息负债 | 149.00 | 365.50 | 365.50 | 365.50 | 365.50 | | | | | | |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.55 | 0.55 | 0.55 | 0.55 | | | | | | |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 149.00 | 366.05 | 366.05 | 366.05 | 366.05 | | | | | | |
| 负债合计 | 691.29 | 1,522.72 | 1,344.61 | 1,501.60 | 1,108.51 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 263.33 | 407.51 | 455.13 | 516.39 | 595.24 | | | | | | |
| 股本 | 524.37 | 524.37 | 524.37 | 524.37 | 524.37 | | | | | | |
| 资本公积 | 810.14 | 810.14 | 810.14 | 810.14 | 810.14 | | | | | | |
| 留存收益 | 698.23 | 1,044.57 | 1,522.55 | 2,137.46 | 2,928.94 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,296.08 | 2,786.60 | 3,312.20 | 3,988.36 | 4,858.69 | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 2,987.37 | 4,309.31 | 4,656.80 | 5,489.96 | 5,967.20 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润 | 231.13 | 448.08 | 573.78 | 736.89 | 947.22 |
| 折旧摊销 | 145.64 | 186.29 | 240.30 | 286.45 | 315.33 |
| 财务费用 | 11.56 | 13.22 | 25.77 | 20.73 | 8.43 |
| 存货减少 | 0.49 | -154.39 | 98.52 | -295.87 | 74.96 |
| 营运资金变动 | -211.03 | -142.35 | -190.73 | 115.01 | -210.13 |
| 其它 | -7.75 | 31.41 | 5.42 | 5.42 | 5.42 |
| 经营活动现金流 | 170.04 | 382.25 | 753.06 | 868.63 | 1,141.23 |
| 资本支出 | 346.41 | 575.57 | 600.00 | 400.00 | 200.00 |
| 长期投资 | 2.00 | 85.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 15.53 | 34.46 | -27.60 | -8.41 | -8.41 |
| 投资活动现金流 | -332.88 | -627.07 | -627.60 | -408.41 | -208.41 |
| 债权融资 | -313.10 | 527.28 | 83.89 | -311.55 | -178.74 |
| 股权融资 | 576.10 | 15.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -74.58 | -81.41 | -69.54 | -77.04 | -80.91 |
| 筹资活动现金流 | 188.42 | 461.57 | 14.35 | -388.59 | -259.65 |
| 现金净增加额 | 27.14 | 213.64 | 201.49 | 341.30 | 412.93 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 33.12% | 55.55% | 10.68% | 20.99% | 20.13% |
| EBIT | 41.20% | 86.58% | 37.56% | 27.03% | 26.78% |
| EBITDA | 38.00% | 65.99% | 35.25% | 25.01% | 22.67% |
| 归属于母公司净利润 | 49.82% | 92.93% | 29.80% | 28.65% | 28.71% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 24.22% | 28.74% | 31.98% | 33.04% | 34.26% |
| 净利率 | 11.28% | 14.23% | 16.68% | 17.74% | 19.01% |
| ROE | 10.25% | 16.90% | 18.26% | 19.33% | 20.26% |
| ROIC | 10.56% | 18.35% | 16.85% | 18.27% | 21.21% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债 | 23.14% | 35.34% | 28.87% | 27.35% | 18.58% |
| 流动比率 | 1.90 | 1.41 | 1.66 | 2.07 | 3.96 |
| 速动比率 | 1.08 | 0.82 | 1.06 | 1.29 | 2.88 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.22 | 4.36 | 5.14 | 4.15 | 4.97 |
| 存货周转率 | 3.64 | 3.88 | 4.97 | 3.62 | 4.74 |
| 总资产周转率 | 0.66 | 0.72 | 0.73 | 0.75 | 0.83 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.40 | 0.77 | 1.00 | 1.28 | 1.65 |
| 每股经营现金流 | 0.32 | 0.73 | 1.44 | 1.66 | 2.18 |
| 每股净资产 | 3.88 | 4.54 | 5.45 | 6.62 | 8.13 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 46.89 | 24.30 | 18.72 | 14.55 | 11.31 |
| 市净率 | 4.81 | 4.11 | 3.42 | 2.81 | 2.29 |
| EV/EBITDA | 24.74 | 15.92 | 11.89 | 9.30 | 7.10 |
| EV/EBIT | 38.12 | 21.82 | 16.03 | 12.33 | 9.11 |

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|---------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 张杰甫 | 0755-82556064 |