

2018年07月06日

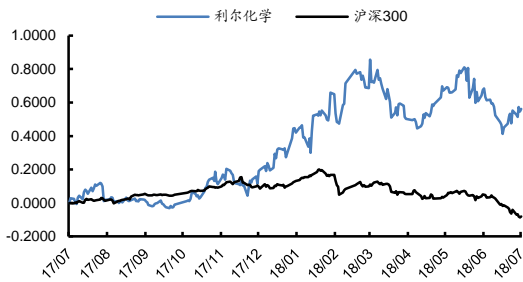
公司研究

评级：买入（维持）

研究所
 证券分析师：代鹏举 S0350512040001
 021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
 证券分析师：陈博 S0350518010001
 010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn
 联系人：卢昊 S0350118050025
 021-60338172 luh@ghzq.com.cn
 联系人：谷航 S0350117040024
 010-88576933 guh@ghzq.com.cn

汇兑收益助力业绩超预期，广安项目持续建设中 ——利尔化学（002258）中报预增点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
利尔化学	-6.8	3.9	55.0
沪深300	-12.3	-12.7	-8.1

市场数据

市场数据	2018-07-06
当前价格（元）	19.48
52周价格区间（元）	12.07 - 23.16
总市值（百万）	10214.79
流通市值（百万）	10198.00
总股本（万股）	52437.30
流通股（万股）	52351.13
日均成交额（百万）	109.55
近一月换手（%）	14.73

相关报告

《利尔化学（002258）动态研究：草铵膦供需长期偏紧，环保风暴利好龙头》——2018-05-27
 《利尔化学（002258）2018年第一季度报告点评：草铵膦高度景气，行业龙头业绩符合预期》——2018-04-20
 《利尔化学（002258）2017年年报及2018年一季度业绩预告点评：受益于草铵膦高度景气，行业龙头业绩持续创新高》——2018-01-31
 《利尔化学（002258）2017年业绩快报点评：

事件：

2018年7月3日，利尔化学发布2018年半年度业绩修正公告：预计上半年归属母公司净利润为2.24-2.69亿元，同比增长50%-80%，高于4月20日一季度预告中的30%-60%，业绩超预期。公司2季度归母净利润为1.08-1.53亿元，同比增长19%-68%，业绩增长主要源于人民币对美元快速贬值影响下汇兑收益的增加。

公司草铵膦绵阳基地的生产线2017年通过持续技改，现实产能已提升至8400吨/年；广安基地10000吨/年产能目前正在建设中，预计2018年下半年逐步投产。

投资要点：

- **环保压力下草铵膦产能受限，景气度高。**2018年以来，江苏环保稽查趋严，江苏皇马、七洲、韦恩好收成等多家企业停产或开工率下降，草铵膦原药（折百）的产能受限。目前国内有效产能仅在1.3万吨/年左右，产品供不应求，而草铵膦的市场价格2018年1-5月基本维持在18-19万/吨的高位，近期产品进入淡季价格有所下调，但依然在17万/吨以上。预计随着9月底国内百草枯可溶胶剂登记证到期，供需趋紧，草铵膦高景气度或将持续。
- **2020年草铵膦全球市场增量达58亿人民币，新增产能有限，供需长期紧张。**2017年中国草铵膦出口达6500吨，同比增长52.7%。除中国外，巴西、泰国和越南也要在2020年之前全面禁用百草枯，三国2016年百草枯原药的折百用量约在1.5万吨以上（中国农业网数据）；以1.33的用量比，草铵膦的替代空间可达2万吨。此外，转基因作物及抗性品种带来的每年需求量约1.2万吨左右，合计3.2万吨的需求。以18万元/吨的价格计算，2020年草铵膦的新增市场可达58亿人民币。新增产能方面，2018-2020年，拜耳、利尔化学、长青等新增产能合计不超过3.25万吨。在国内环保趋严长期化的背景下，未来草铵膦供需紧张或将成为常态。
- **公司草铵膦新增产能逐步投产，新工艺成本优势显著。**公司绵阳基地草铵膦生产线通过持续技改，现实产能已提升至8400吨/年；广

草铵膦高度景气，行业龙头业绩创新高》——
2018-01-18

《利尔化学(002258)2017年半年报点评：草铵膦高度景气，中报业绩创新高》——
2017-08-17

安基地 10000 吨/年草铵膦产能预计 2018 年投产 2000 吨，2019 年投产 5000 吨，2020 年实现完全投产。公司已突破拜耳生产工艺中的 MDP(甲基二氯化磷)技术，生产成本比国内其他厂商的 Strecker 工艺至少低 2 万元/吨，成本优势显著。

- **新增项目提供多个盈利增长点。**公司在四川广安地区建设的 1000 吨丙炔氟草胺和 1000 吨氟环唑项目稳步建设中，预计 2019 年投产。此外，2017 年收购的比德生化和赛科化工也为公司增加了新的精细化工品类，保障原料供应，为公司业绩提供了多个增长点。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级。**随着公司 1 万吨草铵膦产能 2018-2020 年逐步投产，产品价格或将存在下行的压力；出于财务审慎的原则，我们小幅度下调之前对公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.18、1.56 和 1.90 元/股。我们依然看好公司作为国内草铵膦龙头企业的发展前景，公司竞争优势明显，盈利将随着多个项目的投放而持续增加，因此维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争对手扩产或恢复生产；新增产能投放进度低于预期；生产出现环保或安全问题；草铵膦价格出现大幅度波动。

预测指标	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	3084	4375	5725	7326
增长率(%)	55.6%	41.9%	30.8%	28.0%
净利润(百万元)	402	621	816	998
增长率(%)	93%	54%	31%	22%
摊薄每股收益(元)	0.77	1.18	1.56	1.90
ROE(%)	14.43%	18.95%	20.88%	21.32%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

附表：利尔化学盈利预测表

证券代码:	002258.sz				股票价格:	19.48				投资评级:	买入				日期:	2018/7/6			
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E										
盈利能力					每股指标														
ROE	14%	19%	21%	21%	EPS	0.77	1.18	1.56	1.90										
毛利率	29%	30%	30%	29%	BVPS	4.54	5.37	6.45	7.79										
期间费率	12%	13%	12%	12%	估值														
销售净利率	13%	14%	14%	14%	P/E	25.41	16.46	12.52	10.24										
成长能力					P/B	4.29	3.63	3.02	2.50										
收入增长率	56%	42%	31%	28%	P/S	3.31	2.33	1.78	1.39										
利润增长率	93%	54%	31%	22%															
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E										
总资产周转率	0.68	0.85	0.97	1.05	营业收入	3084	4375	5725	7326										
应收账款周转率	4.33	4.33	4.33	4.33	营业成本	2197	3082	4000	5210										
存货周转率	3.88	3.88	3.88	3.88	营业税金及附加	10	22	29	37										
偿债能力					销售费用	89	153	189	220										
资产负债率	38%	36%	34%	33%	管理费用	251	350	458	586										
流动比	1.41	1.74	1.99	2.17	财务费用	32	25	17	12										
速动比	0.97	1.20	1.35	1.47	其他费用/(-收入)	(1)	50	0	0										
					营业利润	525	794	1032	1262										
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业外净收支	(13)	0	0	0										
现金及现金等价物	393	537	569	780	利润总额	511	794	1032	1262										
应收款项	712	1010	1322	1691	所得税费用	73	119	155	189										
存货净额	566	799	1037	1351	净利润	439	675	877	1073										
其他流动资产	158	224	292	374	少数股东损益	37	54	61	75										
流动资产合计	1828	2569	3220	4196	归属于母公司净利润	402	621	816	998										
固定资产	1797	1848	1894	2036															
在建工程	417	417	517	517	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E										
无形资产及其他	248	248	223	199	经营活动现金流	363	588	738	984										
长期股权投资	20	20	20	20	净利润	439	675	877	1073										
资产总计	4515	5136	5908	7002	少数股东权益	37	54	61	75										
短期借款	406	306	206	106	折旧摊销	184	175	179	180										
应付款项	621	792	918	1196	公允价值变动	(0)	0	0	0										
预收帐款	82	117	153	196	营运资金变动	(296)	(315)	(379)	(345)										
其他流动负债	185	262	340	440	投资活动现金流	(627)	(54)	(325)	(322)										
流动负债合计	1295	1478	1618	1938	资本支出	(566)	(225)	(325)	(322)										
长期借款及应付债券	366	316	316	316	长期投资	(5)	0	0	0										
其他长期负债	67	67	67	67	其他	(56)	170	0	0										
长期负债合计	433	383	383	383	筹资活动现金流	462	(336)	(345)	(399)										
负债合计	1728	1861	2000	2321	债务融资	536	(150)	(100)	(100)										
股本	524	524	524	524	权益融资	16	0	0	0										
股东权益	2787	3275	3907	4681	其它	(90)	(186)	(245)	(299)										
负债和股东权益总计	4515	5136	5908	7002	现金净增加额	197	198	69	262										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术专业硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年半券商行研经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

谷航，北大化学系本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年研发项目管理经验，化工行业1年研究经验。

【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。