

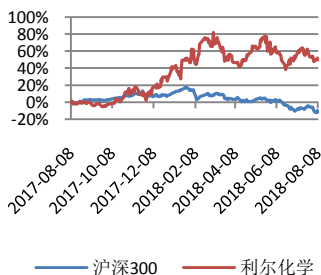
## 投资评级

**谨慎推荐**

## 公司基本情况

收盘价 (元)	19.11
52周最高 (元)	23.16
52周最低 (元)	12.07
总市值 (亿元)	100
流通市值 (亿元)	100
总股本 (亿股)	5.24
流通股本 (亿股)	5.23
每股净资产 (元)	5.04
资产负债率 (%)	47.32

## 股价走势图



## 研发部

分析师：于晓军  
 SAC 执业证书编号：S1340514110001  
 Email: [yuxiaojun@cnpsec.com](mailto:yuxiaojun@cnpsec.com)

研究助理：杨浩  
 Email: [yanghao@cnpsec.com](mailto:yanghao@cnpsec.com)  
 电话：010-67017788-9506

## 相关研究报告

**草铵膦价格短期承压，产能投放助力高增长**
**——利尔化学 (002258)**

## 事件：

8月4日公司发布2018半年度报告：2018上半年实现营业收入18.22亿元，同比增长49.5%；实现归属于上市公司股东的净利润约2.61亿元，同比增长74.5%；实现基本每股收益0.50元/股，同比增长78.6%。

8月7日公司公告：2018年4月持有公司5%以上股东中通投资为获取部分投资收益，计划在5-10月减持利尔化学不超过总股本2%的股份，截止目前已累计减持134.56万股，占总股本约0.257%。

## 核心观点

**● 草铵膦原药生产龙头，成长性突出、盈利能力稳健。**公司是由中国工程物理研究所于1993年发起设立的军转民高新技术企业，并于2008年上市，主要从事高效、安全类农药的研发、生产和销售，现已成为国内最大规模的草铵膦原药生产企业，毕克草、毒莠定原药产销量居全国第一、全球第二。公司2017年收入30.8亿元，同比增长约55.6%；实现归属母公司股东净利润4.02亿元，同比增长92.9%；主要产品收入贡献占比为：农药原药68.5%、农药制剂25%、贸易收入6.4%以及其它业务0.1%。成长性方面，公司2013-2017年营业收入、归属母公司净利润复合增速分别为21.0%、40.2%，整体区间表现良好。盈利能力方面，从公司2013-2017年摊薄ROE水平来看，尽管2014年因经济下行、产品竞争加剧而承压，但区间均值仍达到11.07%，结合公司低负债经营的情况来看，公司盈利能力可谓优异。目前公司氯代吡啶类产品产能稳定，业绩增量驱动主要来自于草铵膦价量齐升与在建产能的后期投放。

**● 综合盈利能力进一步提升，季度环比增速有所放缓。**受益于草铵膦产品价量齐升的推动，公司盈利能力持续提升，业绩增速维持高位：1) ROE方面，2018H1同比提升3.03个百分点，2018Q2同比提升1.39个百分点，环比2018Q1提升0.91个百分点，同比、环比都取得进一步提升，盈利能力不断改善；2) 半年度业绩同比来看，2018上半年营业收入同比增长49.5%，归属于上市公司股东的净利润同比增长约74.5%，利润端增速显著高于收入端增速，毛利率同比提升5.3个百分点，达到32.07%；净利率因技术开发费用大增而略逊于毛利率改善幅度，亦同比提升2.91个百分点，达到15.89%，两项数据自2014年以来持续改善；3) 季度业绩对比上，受高业绩基数效应及草铵膦价格环比回落影响，公司2018Q2营业收入、净利润增速环比2018Q1季度

72.18%、98.58%的高峰值出现回落，Q2 业绩增速明显放缓。

● **草铵膦价格短期回落明显，中期高位震荡概率较大。**截止8月初，草铵膦原药价格已由年初20万元/吨高位回落至17.3万元/吨，价格跌幅超过10%，尚未出现明显企稳。中期价格判断上，综合供需两方面来看，草铵膦在2018-2020年期间将受到新增产能投放影响，价格存一定下行压力，但整体仍有望维持紧平衡格局，价格相对强势：1)供给方面，目前包括拜耳、利尔化学、四川福华等多厂商相继计划增产，2018-2019期间有约3万吨新增计划产能投放，但考虑到环保高压及技术工艺复杂导致的阶段停产、检修等影响，有效产能投放将低于计划产能(估计能达到7成左右)同时新增产能释放需要一定时间，对短期市场冲击效应不必过于担忧；2)需求方面，短期驱动在于国内自2016年7月开始全面禁用百草枯水剂，可为草铵膦提供增量空间约1.3万吨左右，而出口方面因2020年之前巴西、泰国、越南等地也将全面禁用百草枯，或为草铵膦带来需求增量约2万吨，总体来看，三年内需求端足够消化计划产能的增加，若考虑实际产能释放问题，市场有望仍维持紧平衡，但短期价格波动难免；远期则受益于与草甘膦复配以及耐草铵膦转基因作物推广带来的需求增量，若草甘膦与草铵膦按310:8的复配比例来计算，以2016年草甘膦全球需求量80万吨为基准，复配理论需求空间超过2万吨/年。

● **短期来看，草铵膦终端价量齐升+产能释放+并购增量，奠定业绩高增长基础。**1)公司业绩影响上，据估算草铵膦收入占比约35%，是存量产能中业绩弹性所在，公司短期受益其价量齐升：产能上，公司2017年末产能已实现草铵膦8400吨/年的产能，对比2017H1公布的5000吨/年产能，产能提升68%，2018年同比产能对业绩增量贡献大；价格上，截止8月6日，主要厂商均价已经回归到17.25万/吨的水平，但2018年前八个月价格水平比去年同期同比约上涨了15%-20%，考虑到下半年为产品需求旺季，我们认为价格仍有上行潜力，全年同比价格仍将有有望高出去年10-15%；2)产能释放+并购增量：2017年江苏快达1万吨/年制剂搬迁改造项目投入生产，目前处于产能释放期；2017年9月收购比德生化45%股权，进一步提升毕克草、毒莠定市场份额；2018H1增资收购赛科化工45%股权，加强了对上游关键原材料管控，一体化助力盈利提升。

● **中期来看，公司产能不断投放，利润增量潜力可观。**1)新建产能投放：广安基地截止6月份预算进度为33%，项目主体为草铵膦1万吨/年项目，以此估算一期草铵膦7000吨/年产能有望2019H1建成投产，同时氟环唑和丙炔氟草胺各1000吨/年产能有望2019年达产，公司预计三者合计可贡献收入13.7亿元/年、税后净利润2.5亿元/年；2)盈利能力改善：新建中的草铵膦1万吨/年产能采用拜耳法新建，成本有望自8万元/吨降至6万元/吨，进一步提升主力产品盈利水平。

● **盈利预测与评级：**预计公司2018-2020年EPS分别为1.28元、1.72元和2.44元，目前股价对应2018-2020年动态市盈率分别为14.9倍、11.1倍和7.8倍，中短期产能投放充足+中期行业整体供给紧平衡，给予“谨慎推荐”的投资评级。

- **风险提示：**广安基地等在建项目进度不达预期；环保方面风险；草铵膦价格波动风险；外汇波动损益风险；减持风险；远期产品被政策禁用、限用风险。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,084	4,052	5,898	9,187
增长率（%）	31.4%	45.5%	55.8%	31.4%
净利润（百万元）	402	671	901	1,281
增长率（%）	66.9%	34.2%	42.3%	66.9%
EPS（元）	0.77	1.28	1.72	2.44

## 财务预测表

**资产负债表**

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	393	516	672	827
交易性金融资产	-	-	-	-
应收及预付	747	982	1,430	2,387
其他应收账款	5	5	5	5
存货	566	560	1,032	1,986
其他流动资产	117	260	265	273
流动资产合计	1,828	2,322	3,403	5,478
长期投资	20	47	59	74
固定资产	1,797	2,658	2,961	2,426
无形资产	248	326	475	740
其他非流动资产	621	736	1,005	1,692
非流动资产合计	2,687	3,767	4,500	4,932
<b>资产总计</b>	<b>4,515</b>	<b>6,089</b>	<b>7,903</b>	<b>10,409</b>
短期借款	406	777	1,002	1,247
应付及预收	704	925	1,346	2,097
其他流动负债	185	205	226	246
流动负债	1,295	1,907	2,574	3,590
长期借款	366	665	884	1,023
应付债券	-	-	-	-
其他非流动负债	67	67	67	67
非流动负债	433	732	951	1,090
<b>负债合计</b>	<b>1,728</b>	<b>2,639</b>	<b>3,525</b>	<b>4,680</b>
股本	524	524	524	524
资本公积	810	810	810	810
留存收益	1,045	1,676	2,557	3,836
母公司所有者权益	2,379	3,010	3,892	5,171
少数股东权益	408	440	486	559
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,515</b>	<b>6,089</b>	<b>7,903</b>	<b>10,409</b>

**现金流量表摘要**

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	363	1,063	883	604
投资现金流净额	-627	-1,194	-953	-924
筹资现金流净额	462	252	226	476

**利润表**

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,084	4,052	5,898	9,187
营业总成本:	2,585	3,247	4,813	7,638
营业成本	2,197	2,714	4,033	6,438
营业税金及附加	10	13	18	29
销售费用	89	144	209	326
管理费用	251	330	481	749
财务费用	32	35	56	73
资产减值损失	6	10	15	24
<b>其他经营收益:</b>	<b>5</b>	<b>34</b>	<b>50</b>	<b>78</b>
公允变动收益	-	-	-	-
投资净收益	5	6	9	15
汇兑净收益	-	-	-	-
其他收益	21	28	41	63
<b>营业利润</b>	<b>525</b>	<b>840</b>	<b>1,135</b>	<b>1,628</b>
加: 营业外收入	1	2	2	4
减: 营业外支出	15	20	29	46
利润总额	511	821	1,108	1,585
减: 所得税	73	118	161	231
<b>净利润</b>	<b>439</b>	<b>703</b>	<b>947</b>	<b>1,354</b>
减: 少数股东损益	37	32	47	73
<b>归属母公司净利</b>	<b>402</b>	<b>671</b>	<b>901</b>	<b>1,281</b>

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	28.7%	33.0%	31.6%	29.9%
净利率	14.2%	17.3%	16.1%	14.7%
净资产收益率	16.9%	22.3%	23.1%	24.8%
市盈率 (倍)	28.1	14.9	11.1	7.8
市净率 (倍)	3.57	3.33	2.57	1.94
EPS	0.77	1.28	1.72	2.44
每股净资产 (元/股)	4.54	5.74	7.42	9.86
经营现金流 (元/股)	0.69	2.03	1.68	1.15

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。