

利尔化学 (002258)

证券研究报告

2018年10月15日

草铵膦销量超预期，汇兑收益，利尔上调 Q3 业绩

利尔化学上修业绩

公司近期公告修正 1-9 月业绩为 4.0-4.2 亿元，YoY +75%-85% (此前预期为 3.2-3.9 亿元)，对应 Q3 业绩 1.4-1.6 亿元。

我们认为公司业绩超预期主要是公司草铵膦等产品销量高于原有预期，草铵膦九月逐步进入出口旺季，我们认为 Q4 将延续该趋势；此外 Q3 人民币贬值，公司海外业务占比近 40% (Wind)，汇兑收益显著。

迎出口旺季草铵膦价格企稳回升，广安基地 Q4 投产放量在即

三季度行业淡季，草铵膦均价 17.5 万/吨，环比降低 8.6% (同比增长 5.0%)。近期草铵膦价格上涨至 17.8 万/吨 (卓创资讯)，我们认为本次草铵膦涨价的主要原因是出口旺季来临，需求端逐步复苏；此外供给端，永农九月中旬检修，山东亿盛低负荷运行 (卓创资讯)。原料端，受黄磷涨价驱动，草铵膦原料三氯化磷价格走强。考虑到草铵膦供需格局向好，成本支撑，我们认为草铵膦价格有望进入阶段性上行通道。

公司绵阳基地现有产能 8400 吨/年 (公司公告，卓创资讯等)，此外，公司广安基地一期规划 7000 吨/年产能将于 18-19 逐步投产，19 年 2 月全面建成，利尔化学龙头话语权进一步加强。此外，受益于公司的先进合成工艺，公司广安采用的新工艺成本低于同行 2.1 万/吨 (测算结果)，公司成本优势继续强化。

广安基地打开成长空间，小品种大盈利

广安基地目前规划广安基地 10000 吨/年草铵膦 (一期 7000 吨/年)、1000 吨/年丙炔氟草胺、1000 吨/年氟环唑，项目将于 18-19 年陆续投产。广安基地将成为公司重要生产基地，实现公司的持续成长。

丙炔氟草胺是原住友公司专利产品，专利到期后由于极高的生产技术难度，目前维持极强的盈利能力，以现价测算我们预计吨净利达到 19 万/吨。氟环唑则是巴斯夫创制产品，由于国内某企业环保停产，氟环唑价格大幅上涨至 67 万/吨 (中农立华)，我们测算当前吨净利达到 34 万/吨。以现价测算，相关项目满产后，有望贡献 5 亿以上净利润。

盈利预测与投资建议

维持买入评级。广安基地逐步投产，草铵膦价格企稳回升，我们维持公司盈利预测 6.1/9.4/11.6 亿元，复合增速近 40%，现价对应 2018 年 PE 15.5X。参考农药行业可比上市公司，维持目标价 24.60 元，目标市值 129 亿，“买入”评级。

风险提示：广安项目投产低于预期，草铵膦价格大幅下滑，测算过程的局限性

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,982.30	3,083.55	3,968.77	5,214.87	6,201.84
增长率(%)	33.12	55.55	28.71	31.40	18.93
EBITDA(百万元)	384.78	719.43	1,024.47	1,511.23	1,830.58
净利润(百万元)	208.35	401.97	613.41	942.77	1,161.47
增长率(%)	50.48	92.93	52.60	53.69	23.20
EPS(元/股)	0.40	0.77	1.17	1.80	2.21
市盈率(P/E)	45.76	23.72	15.54	10.11	8.21
市净率(P/B)	4.69	4.01	3.33	2.64	2.10
市销率(P/S)	4.81	3.09	2.40	1.83	1.54
EV/EBITDA	17.52	12.78	10.19	6.53	4.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	19.05 元
目标价格	24.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	524.37
流通 A 股股本(百万股)	523.29
A 股总市值(百万元)	9,989.31
流通 A 股市值(百万元)	9,968.73
每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	47.32
一年内最高/最低(元)	23.16/12.64

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

吴頔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090003
wudi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《利尔化学-半年报点评:草铵膦价格有望企稳，广安基地加速投产，下半年值得期待》 2018-08-05
- 《利尔化学-公司点评:汇兑收益，新项目投产超预期，H1 业绩小幅超预期》 2018-07-04
- 《利尔化学-季报点评:草铵膦量价齐升，利尔 18Q1 业绩符合预期》 2018-04-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	206.63	392.51	317.50	417.19	1,013.92
应收账款	393.36	654.89	623.94	1,027.44	902.02
预付账款	22.55	40.31	45.73	58.00	64.28
存货	412.11	565.83	817.75	1,023.75	1,057.53
其他	108.18	174.14	257.55	175.97	318.15
流动资产合计	1,142.82	1,827.68	2,062.47	2,702.34	3,355.91
长期股权投资	15.25	20.17	102.17	102.17	102.17
固定资产	1,322.51	1,797.41	2,129.83	2,325.05	2,408.45
在建工程	325.84	416.72	286.03	219.62	161.77
无形资产	209.76	248.21	242.44	236.68	230.92
其他	100.26	204.35	205.59	162.85	136.94
非流动资产合计	1,973.61	2,686.85	2,966.07	3,046.37	3,040.25
资产总计	3,116.44	4,514.53	5,028.53	5,748.71	6,396.16
短期借款	87.00	406.40	551.39	304.35	0.00
应付账款	259.18	454.10	375.81	688.33	582.22
其他	260.52	434.75	434.80	550.77	586.81
流动负债合计	606.69	1,295.25	1,362.00	1,543.45	1,169.02
长期借款	149.00	365.50	288.84	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	64.67	67.18	65.89	65.92	66.33
非流动负债合计	213.67	432.68	354.73	65.92	66.33
负债合计	820.36	1,727.94	1,716.73	1,609.37	1,235.35
少数股东权益	263.33	407.51	450.16	523.49	615.77
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	1,497.01	1,846.54	2,337.27	3,091.48	4,020.66
其他	(798.78)	(801.97)	(810.14)	(810.14)	(810.14)
股东权益合计	2,296.08	2,786.60	3,311.80	4,139.35	5,160.80
负债和股东权益总	3,116.44	4,514.53	5,028.53	5,748.71	6,396.16

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	223.52	438.65	613.41	942.77	1,161.47
折旧摊销	145.64	186.29	242.18	303.85	358.34
财务费用	11.56	13.22	15.00	13.71	(5.15)
投资损失	(0.64)	(4.94)	(1.09)	(2.22)	(2.75)
营运资金变动	(210.13)	(325.44)	(356.79)	(116.14)	(132.48)
其它	14.91	55.20	29.86	75.46	95.12
经营活动现金流	184.86	362.99	542.57	1,217.41	1,474.55
资本支出	533.16	876.33	543.29	379.98	349.58
长期投资	0.76	4.92	82.00	0.00	0.00
其他	(866.79)	(1,508.32)	(1,166.20)	(757.76)	(696.83)
投资活动现金流	(332.88)	(627.07)	(540.91)	(377.78)	(347.25)
债权融资	236.00	775.61	844.80	307.11	3.68
股权融资	712.62	(34.87)	(23.17)	(13.71)	5.15
其他	(760.20)	(279.17)	(898.29)	(1,033.35)	(539.41)
筹资活动现金流	188.42	461.57	(76.66)	(739.95)	(530.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	40.40	197.48	(75.01)	99.69	596.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,982.30	3,083.55	3,968.77	5,214.87	6,201.84
营业成本	1,502.10	2,197.37	2,736.76	3,452.82	4,072.07
营业税金及附加	8.17	9.61	11.91	15.64	18.61
营业费用	71.33	89.21	119.06	156.45	186.06
管理费用	153.12	251.25	301.63	380.69	452.73
财务费用	(3.85)	31.68	15.00	13.71	(5.15)
资产减值损失	7.81	5.51	5.42	6.25	5.73
公允价值变动收益	0.00	(0.25)	(12.79)	2.13	2.84
投资净收益	0.64	4.94	1.09	2.22	2.75
其他	(1.28)	(30.62)	23.41	(8.71)	(11.18)
营业利润	244.28	524.84	767.29	1,193.68	1,477.39
营业外收入	25.38	1.21	15.41	14.00	10.20
营业外支出	11.27	14.65	10.86	12.26	12.59
利润总额	258.38	511.40	771.83	1,195.41	1,475.00
所得税	34.87	72.74	115.78	179.31	221.25
净利润	223.52	438.65	656.06	1,016.10	1,253.75
少数股东损益	15.17	36.69	42.65	73.33	92.28
归属于母公司净利润	208.35	401.97	613.41	942.77	1,161.47
每股收益(元)	0.40	0.77	1.17	1.80	2.21

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	33.12%	55.55%	28.71%	31.40%	18.93%
营业利润	57.36%	114.85%	46.19%	55.57%	23.77%
归属于母公司净利润	50.48%	92.93%	52.60%	53.69%	23.20%
获利能力					
毛利率	24.22%	28.74%	31.04%	33.79%	34.34%
净利率	10.51%	13.04%	15.46%	18.08%	18.73%
ROE	10.25%	16.90%	21.44%	26.07%	25.55%
ROIC	11.03%	21.17%	21.59%	27.22%	31.63%
偿债能力					
资产负债率	26.32%	38.27%	34.14%	28.00%	19.31%
净负债率	12.71%	13.56%	16.90%	13.39%	17.15%
流动比率	1.88	1.41	1.51	1.75	2.87
速动比率	1.20	0.97	0.91	1.09	1.97
营运能力					
应收账款周转率	5.75	5.88	6.21	6.32	6.43
存货周转率	4.80	6.31	5.74	5.66	5.96
总资产周转率	0.70	0.81	0.83	0.97	1.02
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.77	1.17	1.80	2.21
每股经营现金流	0.35	0.69	1.03	2.32	2.81
每股净资产	3.88	4.54	5.46	6.90	8.67
估值比率					
市盈率	45.76	23.72	15.54	10.11	8.21
市净率	4.69	4.01	3.33	2.64	2.10
EV/EBITDA	17.52	12.78	10.19	6.53	4.95
EV/EBIT	28.03	17.18	13.35	8.18	6.16

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，并应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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com