

2018年10月28日

利尔化学 (002258.SZ)

## 业绩增长超预期，整合资源做强草铵膦

■事件：公司公告，2018年前三季度营收27.7亿，实现归母净利润4.2亿元，同比增长82.9%，高于公司中报预测的3.20-3.89亿元。公司预计全年业绩5.6~6.8亿，同比增长40%~70%。

■草铵膦需求增长稳定，价格调涨：公司草铵膦于2017年通过技改提升产能到8000吨以上，草铵膦量价齐升带动业绩高速增长。9月底国内百草枯可溶胶剂登记证到期，供需趋紧。根据百川资讯，近期主流草铵膦生产商报价19万元/吨，实际成交上调至18-18.5万元/吨。此外，前三季度期间费用率同比下降2.2pct，财务费用下降0.26亿，主要受益于美元兑人民币汇率上升，出口业务汇兑收益增加。

■广安基地项目投产季，业绩增长逐步兑现：据公告，公司8.52亿可转债近期已经公开发售，广安利尔年产1000吨丙炔氟草胺原药生产线及配套设施建设项目已投产。目前丙炔氟草胺市场报价60万元以上，为公司带来利润增量。同时7000吨/年草铵膦项目有望年底试产，规划明年2月份开始投产，1000吨/年氟环唑项目规划2019年中投产。新投产草铵膦项成本下降空间大，盈利水平预计持续较高。

■整合上游资源，做强草铵膦产业：公司公告拟收购参股35.5%的公司启明星氯碱30.2666%股权，对应2017年PE 3.73。收购完成后公司对启明星氯碱实现控股，保障稳定的氯碱供应。公告拟出资6700万元与黄祥安等合资设立荆州三才堂化工科技有限公司并承接湖北三才堂化工科技有限公司的全部业务、技术。三才堂是公司供应商，主要销售三氯化磷(1.1万吨/年)、亚磷酸三乙酯(1.2万吨/年)等草铵膦关键原料及中间体。这将有利于公司加强对上游关键原料的管控，强化草铵膦产业链优势，并增强中部地区生产基地布局和市场开发能力。

■投资建议：预计2018-2020年EPS 1.13, 1.51, 2.05元，对应PE 17, 13, 9倍。维持买入-A评级，6个月目标价24.5元。

■风险提示：募投项目进度不及预期，草铵膦竞争加剧。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,982.3	3,083.5	4,045.0	4,753.7	5,771.8
净利润	208.3	402.0	591.5	792.1	1,077.5
每股收益(元)	0.40	0.77	1.13	1.51	2.05
每股净资产(元)	3.88	4.54	5.46	6.82	8.60

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	44.0	22.8	15.5	11.6	8.5
市净率(倍)	4.5	3.9	3.2	2.6	2.0
净利率率	10.5%	13.0%	14.6%	16.7%	18.7%
净资产收益率	10.2%	16.9%	20.7%	22.2%	23.9%
股息收益率	0.0%	0.6%	1.1%	0.9%	1.6%
ROIC	11.0%	21.2%	20.9%	21.5%	25.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

农药

投资评级 买入-A

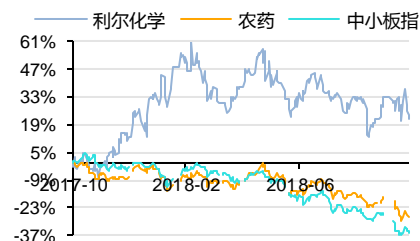
维持评级

6个月目标价：24.5元  
 股价(2018-10-26) 17.47元

### 交易数据

总市值(百万元)	9,160.80
流通市值(百万元)	9,141.93
总股本(百万股)	524.37
流通股本(百万股)	523.29
12个月价格区间	13.03/23.16元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.78	9.23	61.75
绝对收益	-5.72	-10.91	27.8

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

李水云

报告联系人

lisy5@essence.com.cn

### 相关报告

利尔化学：业绩快速增长，广安新项目成长潜力大/张汪强 2018-08-06

利尔化学：半年报符合预期，长期看广安新项目/袁善宸 2017-08-16

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,982.3	3,083.5	4,045.0	4,753.7	5,771.8	成长性					
减:营业成本	1,502.1	2,197.4	2,823.4	3,243.7	3,860.0	营业收入增长率	33.1%	55.6%	31.2%	17.5%	21.4%
营业税费	8.2	9.6	16.2	19.0	23.1	营业利润增长率	57.4%	114.9%	39.1%	35.6%	36.7%
销售费用	71.3	89.2	145.6	156.9	173.2	净利润增长率	50.5%	92.9%	47.1%	33.9%	36.0%
管理费用	153.1	251.3	283.2	309.0	346.3	EBITDA 增长率	41.1%	87.0%	33.7%	32.8%	29.1%
财务费用	-3.9	31.7	28.2	30.7	12.0	EBIT 增长率	47.2%	122.6%	41.7%	34.6%	33.8%
资产减值损失	7.8	5.5	5.4	6.2	5.7	NOPLAT 增长率	48.0%	129.5%	35.1%	34.6%	33.8%
加:公允价值变动收益	-	-0.2	-12.8	2.1	2.8	投资资本增长率	19.6%	36.6%	30.8%	11.6%	1.7%
投资和汇兑收益	0.6	4.9	-	-	-	净资产增长率	48.0%	21.4%	18.8%	23.4%	25.0%
营业利润	244.3	524.8	730.3	990.4	1,354.4	利润率					
加:营业外净收支	14.1	-13.4	14.0	14.0	14.0	毛利率	24.2%	28.7%	30.2%	31.8%	33.1%
利润总额	258.4	511.4	744.3	1,004.4	1,368.4	营业利润率	12.3%	17.0%	18.1%	20.8%	23.5%
减:所得税	34.9	72.7	111.6	150.7	205.3	净利润率	10.5%	13.0%	14.6%	16.7%	18.7%
净利润	208.3	402.0	591.5	792.1	1,077.5	EBITDA/营业收入	19.4%	23.3%	23.8%	26.9%	28.6%
						EBIT/营业收入	12.1%	17.4%	18.8%	21.5%	23.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	227	182	180	181	158
						流动资产周转天数	77	56	78	99	94
						流动资产周转天数	194	173	189	198	190
						应收帐款周转天数	63	61	59	56	50
						存货周转天数	75	57	75	93	91
						总资产周转天数	515	445	440	431	387
						投资资本周转天数	376	311	316	323	283
						投资回报率					
						ROE	10.2%	16.9%	20.7%	22.2%	23.9%
						ROA	7.2%	9.7%	11.8%	14.2%	18.2%
						ROIC	11.0%	21.2%	20.9%	21.5%	25.8%
						费用率					
						销售费用率	3.6%	2.9%	3.6%	3.3%	3.0%
						管理费用率	7.7%	8.1%	7.0%	6.5%	6.0%
						财务费用率	-0.2%	1.0%	0.7%	0.6%	0.2%
						三费/营业收入	11.1%	12.1%	11.3%	10.4%	9.2%
						偿债能力					
						资产负债率	26.3%	38.3%	38.3%	32.2%	20.0%
						负债权益比	35.7%	62.0%	62.1%	47.5%	25.1%
						流动比率	1.88	1.41	1.62	1.64	2.69
						速动比率	1.20	0.97	0.86	0.87	1.37
						利息保障倍数	-62.37	16.90	26.86	33.31	113.82
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.10	0.19	0.15	0.27
						分红比率	0.0%	13.0%	17.0%	10.0%	13.3%
						股息收益率	0.0%	0.6%	1.1%	0.9%	1.6%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	223.5	438.7	591.5	792.1	1,077.5	EPS(元)	0.40	0.77	1.13	1.51	2.05
加:折旧和摊销	145.6	186.3	203.6	256.4	282.8	BVPS(元)	3.88	4.54	5.46	6.82	8.60
资产减值准备	7.8	5.5	-	-	-	PE(X)	44.0	22.8	15.5	11.6	8.5
公允价值变动损失	-	0.2	-12.8	2.1	2.8	PB(X)	4.5	3.9	3.2	2.6	2.0
财务费用	11.6	13.2	28.2	30.7	12.0	P/FCF	-19.3	79.1	176.1	105.7	57.3
投资损失	-0.6	-4.9	-	-	-	P/S	4.6	3.0	2.3	1.9	1.6
少数股东损益	15.2	36.7	41.1	61.6	85.6	EV/EBITDA	17.5	12.8	10.7	7.9	5.6
营运资金的变动	-210.1	-325.4	-613.2	-222.4	-164.1	CAGR(%)	56.3%	38.4%	63.5%	56.3%	38.4%
经营活动产生现金流量	184.9	363.0	238.5	920.6	1,296.7	PEG	0.8	0.6	0.2	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-332.9	-627.1	-500.0	-500.0	-200.0	ROIC/WACC	1.1	2.2	2.2	2.2	2.7
融资活动产生现金流量	188.4	461.6	273.4	-349.7	-994.9	REP	2.6	1.4	1.2	1.0	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张汪强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034