

受益杀菌剂高景气，业绩持续高增长

——苏利股份（603585）2018 年三季度点评



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

❖ 事件

公司发布 2018 年三季报。2018 年前三季度实现营业收入 12.03 亿元，同比增长 13.02%；归属母公司股东净利润 2.28 亿元，同比增长 36.78%；基本每股收益 1.26 元。三季报业绩基本符合我们此前的预期。

❖ 点评

公司业绩高速增长，盈利能力持续提升。2018 年 Q3 单季，收入和净利润分别同比增长 18.11%、41.36%，比 18 年 Q2 单季的同比增速分别提升 4.6、1.9 个百分点。前三季度毛利率与净利率分别为 40.7%、25.9%，比去年同期分别增长了 3.84、4.58 个百分点。百菌清、嘧菌酯等杀菌剂原药价格持续走高，百菌清原药从去年同期的 36750 元/吨上涨至今 53000 元/吨；嘧菌酯原药价格上涨至 38 万元/吨的近 4 年高位。公司拥有百菌清原药 14000 吨（全国第二）和嘧菌酯原药 2500 吨产能（全国第一），充分受益于原药价格上涨带来的收入与盈利能力提升。

嘧菌酯及阻燃剂新增产能逐步释放。年产 1000 吨嘧菌酯原药项目上半年完工，预计将逐步上量。1500 吨三聚氰胺聚磷酸盐、10000 吨复配母粒项目也将在年内完工投产，阻燃剂产品线不断扩充。此外，前三季度公司阻燃剂及阻燃剂中间体价格上涨 18.29%，成本端价格稳定，毛利率亦有望提升。

汇兑收益增加，期间费用率进一步下降，现金流持续稳健。本期美元兑人民币升值导致汇兑收益增加，公司前三季度财务费用-1105 万元（去年同期 1132 万元），期间费用率 9.66%，同比去年下降 2.67 个百分点。公司 2018 年 Q1、Q2、Q3 经营活动现金流分别为 1.13、1.13、1.15 亿元，现金流持续稳健。截止三季度末，公司货币资金 12.13 亿元，后续项目资金充裕。

❖ 盈利预测

公司属于小而美的农药细分领域优质企业，充分受益百菌清等杀菌剂价格上行带来的盈利提升；募投项目于今明两年密集达产，内生增长动力强劲。预计 2018-2020 年营业收入为 16.91 亿、21.23 亿、25.16 亿元，EPS 为 1.65、2.00、2.31 元/股，对应 PE 为 12.3X、10.1X、8.8X。维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**产品研发进度不及预期；产品认证周期超过预期等

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	1,457	1,691	2,123	2,516
+/-%	7.9%	16.1%	25.6%	18.5%
归属母公司净利润(百万)	225	296	360	415
+/-%	21.2%	32.0%	21.4%	15.4%
EPS(元)	1.25	1.65	2.00	2.31
PE	16.2	12.3	10.1	8.8

资料来源：公司公告、川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部
报告类别 | 公司点评
所属行业 | 基础化工
报告时间 | 2018/10/28
前收盘价 | 20.18 元
公司评级 | 增持评级

👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

杜星烁

证书编号：S1100118090004
021-68595118
duxingshuo@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

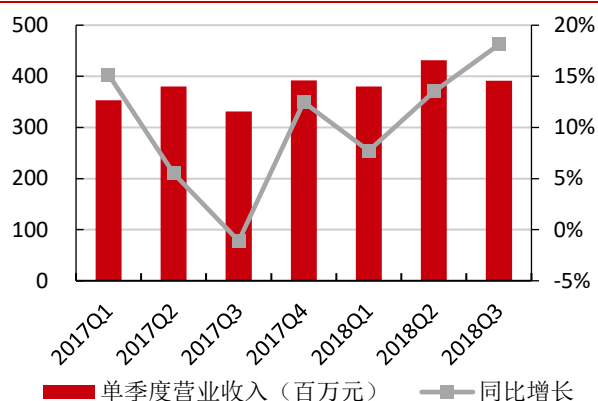
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

财务数据

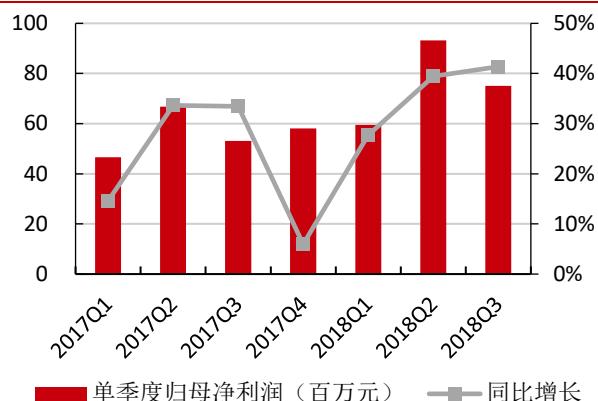
营业收入与净利润：

图 1： 公司单季度营业收入及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

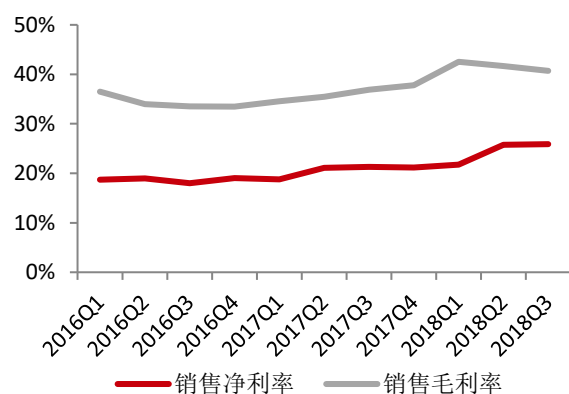
图 2： 公司单季度归母净利润及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

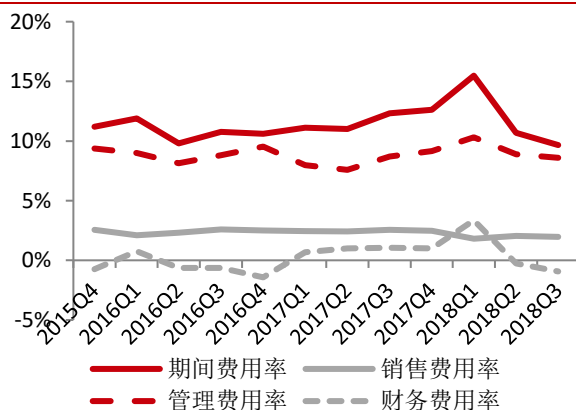
盈利能力：

图 3： 公司销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

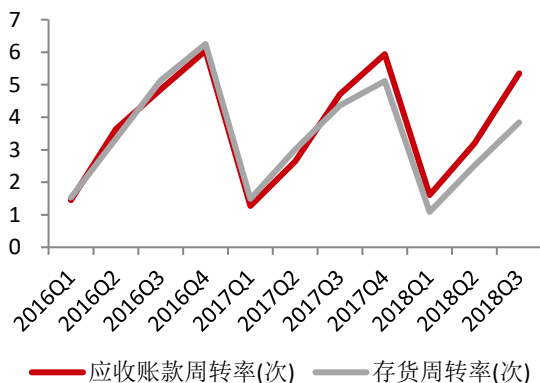
图 4： 公司期间费用率



资料来源：Wind，川财证券研究所

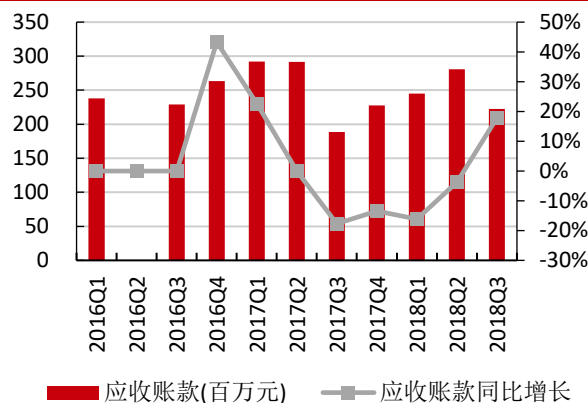
营运能力：

图 5： 公司应收账款周转率及存货周转率



资料来源：Wind，川财证券研究所

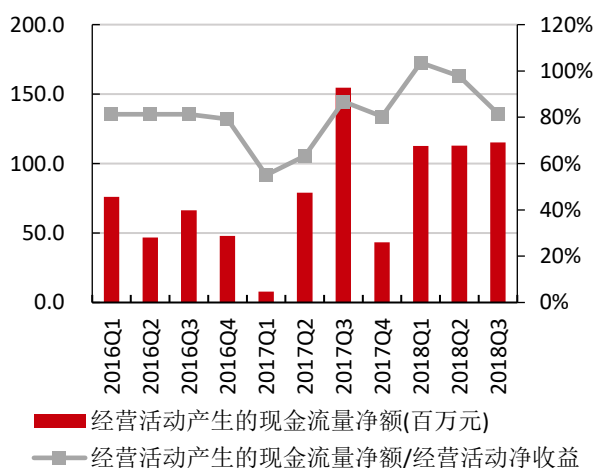
图 6： 公司应收账款及同比增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

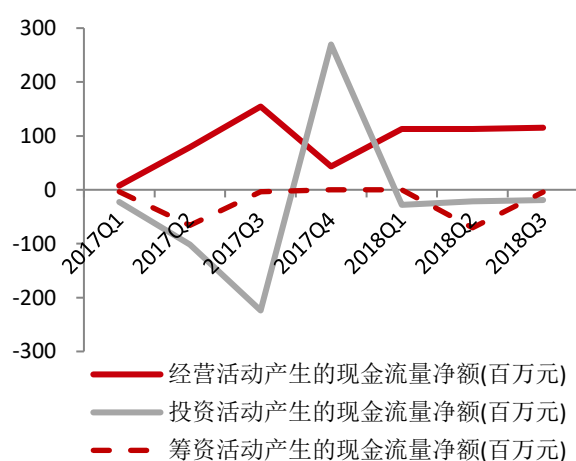
现金流量：

图 7： 公司单季度经营活动现金流净额



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8： 公司单季度现金流分析



资料来源：Wind，川财证券研究所

盈利预测

资产负债表

单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,010	1,438	1,733	2,086
应收账款	228	290	370	421
预付账款	15	14	19	23
存货	199	193	251	311
其他	37	62	67	78
流动资产合计	1,489	2,003	2,440	2,918
长期股权投资	37	39	40	45
固定资产	320	0	0	0
在建工程	85	85	85	85
无形资产	33	32	31	30
其他	76	2	0	0
非流动资产合计	551	158	156	161
资产总计	2,040	2,161	2,597	3,079
短期借款	0	0	0	0
应付账款	90	123	150	173
其他	56	132	135	130
流动负债合计	146	256	284	304
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他	11	11	11	11
非流动负债合计	11	11	11	11
负债合计	158	267	296	315
少数股东权益	366	476	612	768
股本	150	180	180	180
资本公积	720	690	690	690
留存收益	597	818	1,089	1,396
其他	50	50	50	50
股东权益合计	1,882	2,214	2,621	3,084
负债和股东权益总计	2,040	2,481	2,916	3,399

现金流量表

单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	309	407	496	571
折旧摊销	-210	6	2	1
财务费用	15	-12	-16	-19
投资损失	-10	-10	-12	-12
营运资金变动	-100	28	-119	-106
其它	282	69	0	0
经营活动现金流	285	483	357	434
资本支出	490	0	0	0
长期投资	-4	-2	-1	-5
其他	-564	10	12	12
投资活动现金流	-78	8	11	7
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-74	-63	-73	-89
筹资活动现金流	-74	-63	-73	-89
汇率变动影响	-13	0	0	0
现金净增加额	119	428	295	352

利润表

单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,457	1,691	2,123	2,516
营业成本	906	1,039	1,301	1,559
营业税金及附加	10	11	15	17
营业费用	36	42	53	63
管理费用	133	158	198	234
财务费用	15	-12	-16	-19
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	10	12	12
其他	2	2	2	2
营业利润	366	478	585	676
营业外收入	7	7	8	8
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	371	484	592	682
所得税	62	77	96	111
净利润	309	407	496	571
少数股东损益	84	110	136	156
归属于母公司净利润	225	296	360	415
每股收益(元)	1.25	1.65	2.00	2.31

主要财务比率

	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	7.9%	16.1%	25.6%	18.5%
营业利润	20.5%	30.8%	22.4%	15.4%
归属于母公司净利润	21.2%	32.0%	21.4%	15.4%
获利能力				
毛利率	37.8%	38.6%	38.7%	38.0%
净利率	15.4%	17.3%	16.9%	16.5%
ROE	15.7%	18.2%	19.2%	19.2%
ROIC	18.0%	19.1%	19.7%	19.3%
偿债能力				
资产负债率	7.7%	12.4%	11.4%	10.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	10.18	7.83	8.58	9.61
速动比率	8.81	7.07	7.70	8.58
营运能力				
应收账款周转率	5.9	6.5	6.4	6.4
存货周转率	5.1	5.3	5.9	5.5
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
每股指标(元)				
每股收益	1.25	1.65	2.00	2.31
每股经营现金流	1.58	2.68	1.98	2.41
每股净资产	8.43	9.66	11.16	12.87
估值比率				
PE	16.2	12.3	10.1	8.8
PB	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	16.3	5.9	4.9	4.2
EV/EBIT	7.3	6.0	4.9	4.2

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003