

## 利尔化学(002258.SZ)

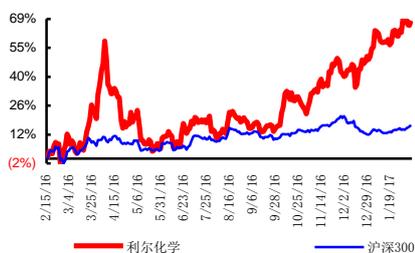
### 拟收购比德生化，迈向全国农化巨头

评级：**买入** 前次：**买入**  
 目标价(元)：**20.5—23.0**  
 分析师 分析师  
 周思捷 王席鑫  
 S0740516080001 S0740517010008  
 021-20315195 021-20315135  
 zhousj@r.qlzq.com.cn wangxx@r.qlzq.com.cn  
 2017年02月13日

#### 基本状况

总股本(百万股)	524
流通股本(百万股)	524
市价(元)	13.89
市值(百万元)	7,284
流通市值(百万元)	7,279

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,317.39	1,489.07	1,985.00	2,319.00	2,862.80
营业收入增速	-8.54%	13.03%	33.30%	16.83%	23.45%
归属于母公司的净利润	92.41	138.45	208.36	428.13	474.62
净利润增长率	-11.22%	49.82%	50.16%	105.92%	10.86%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.68	0.40	0.82	0.91
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	32.47	37.29	24.31	11.81	10.65
PEG	—	0.75	0.48	0.11	0.98
每股净资产(元)	5.73	6.42	3.80	4.61	5.52
每股现金流量	0.69	0.77	0.48	1.07	1.15
净资产收益率	7.97%	10.66%	10.44%	17.70%	16.40%
市净率	2.59	3.97	2.54	2.09	1.75
总股本(百万股)	202.44	202.44	524.37	524.37	524.37

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 公司2月13日晚发布公告，拟以自有资金11250万元受让湖南比德生化45%股权，成为比德生化第一大股东。比德生化股东收到转让款后，须将不低于60%的部分于2017年内从二级市场购买利尔化学股票，并承诺锁定三年。转让协议含有奖励或补偿条款，若2017~2019三年比德生化实际年度平均净利润高于或低于2500万元，将获得现金奖励或支付现金补偿。

#### 点评：

- 比德生化是国内老牌氯代吡啶类农药企业，细分产品的供给侧改革有望开启。氯代吡啶是吡啶最重要的下游产品之一，其范畴包含二氯吡啶、四氯吡啶腈、2-氯-5-三氯甲基吡啶等各类农药、医药及中间体，其中部分细分领域的生产壁垒较高。利尔化学是国内氯代吡啶类农药巨头，毕克草、毒莠定、氟草烟等产品行业领先，毛利率常年维持高位。比德生化也是国内老牌氯代吡啶类农药企业，其主营产品毒莠定、二氯吡啶酸(毕克草II号)、三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯(绿草定)与利尔化学较为相似。我们认为，收购比德生化将显著加强利尔化学在细分产品上的行业地位，部分产品的供给侧改革有望开启。
- 收购资金必须在年内买入利尔化学股票，买卖双方均坚定看好公司发展。我们据公告测算，若收购完成后，比德生化股东将在2017年内投入不低于6750万元在二级市场上购买利尔化学股票，并锁定三年。我们认为，这表明收购双方均坚定看好公司长期发展，并对公司三年后的股价有较强信心。
- 战略布局湖南，公司迈向全国综合农化巨头的格局凸显。公司目前的农药布局仅四川绵阳本部，广安在建基地及江苏快达农化三处。通过收购比德生化，公司战略上增加了湖南生产基地，将有效增加客户覆盖面，并降低生产装置过于集中的风险，从地方性农药生产企业逐步迈向全国农化巨头。

- **盈利预测与估值：**暂维持盈利预测，预计公司 2017~2018 实现收入 23.2、28.6 亿元，EPS0.82、0.91 元。上调目标价，给予公司 2017 年 25~28 倍 PE，对应目标价 20.5~23.0 元/股，“买入”评级。
- **风险提示：**生产原料断供的风险；竞争对手大幅扩产的风险；生产过程发生爆炸的风险

**图表：财务预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,440	1,317	1,489	1,985	2,319	2,863
增长率	12.70%	-8.5%	13.0%	33.3%	16.8%	23.4%
营业成本	-1,120	-1,028	-1,130	-1,491	-1,537	-1,978
% 销售收入	77.7%	78.0%	75.9%	75.1%	66.3%	69.1%
毛利	321	290	359	494	782	885
% 销售收入	22.3%	22.0%	24.1%	24.9%	33.7%	30.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-40	-47	-62	-64	-85	-105
% 销售收入	2.8%	3.6%	4.2%	3.2%	3.6%	3.7%
管理费用	-105	-115	-128	-159	-162	-186
% 销售收入	7.3%	8.8%	8.6%	8.0%	7.0%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	175	127	169	272	535	593
% 销售收入	12.1%	9.7%	11.3%	13.7%	23.1%	20.7%
财务费用	-14	-9	-8	-11	-5	-5
% 销售收入	1.0%	0.7%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-12	-7	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-5	-2	-2	0	0	0
% 税前利润	—	—	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	143	110	155	261	530	588
营业利润率	9.9%	8.4%	10.4%	13.2%	22.9%	20.6%
营业外收支	-9	4	13	0	0	0
税前利润	134	114	168	261	530	588
利润率	9.3%	8.6%	11.3%	13.2%	22.9%	20.6%
所得税	-19	-18	-23	-39	-80	-86
所得税率	14.5%	16.2%	13.9%	14.9%	15.0%	14.6%
净利润	115	95	145	222	451	502
少数股东损益	11	3	6	14	23	28
归属于母公司的净利润	104	92	138	208	428	475
净利率	7.2%	7.0%	9.3%	10.5%	18.5%	16.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	90	94	164	795	897	1,108
应收账款	293	274	349	412	493	596
存货	331	379	414	481	522	668
其他流动资产	35	18	63	66	68	77
流动资产	749	764	991	1,753	1,980	2,448
% 总资产	41.6%	37.4%	38.8%	50.2%	50.3%	53.2%
长期投资	19	17	14	14	14	14
固定资产	882	1,074	1,335	1,496	1,698	1,868
% 总资产	49.0%	52.6%	52.2%	42.8%	43.1%	40.6%
无形资产	115	126	167	178	197	219
非流动资产	1,051	1,278	1,566	1,737	1,958	2,150
% 总资产	58.4%	62.6%	61.2%	49.8%	49.7%	46.8%
资产总计	1,800	2,042	2,557	3,490	3,938	4,598
短期借款	109	161	340	461	519	540
应付款项	251	234	328	356	393	508
其他流动负债	5	12	62	140	42	64
流动负债	366	407	730	957	954	1,112
长期贷款	50	170	209	209	209	209
其他长期负债	2	10	9	9	9	9
负债	468	637	1,005	1,500	1,519	1,705
普通股股东权益	1,088	1,159	1,299	1,991	2,419	2,894
少数股东权益	244	246	252	267	289	317
负债股东权益合计	1,800	2,042	2,557	3,490	3,938	4,598

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.514	0.456	0.684	0.396	0.816	0.905
每股净资产 (元)	5.372	5.725	6.417	3.797	4.613	5.518
每股经营现金净流 (元)	0.538	0.693	0.775	0.481	1.071	1.152
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.57%	7.97%	10.66%	10.44%	17.70%	16.40%
总资产收益率	5.95%	4.64%	5.54%	6.06%	11.03%	10.45%
投入资本收益率	10.80%	6.56%	7.55%	10.92%	18.00%	17.84%
增长率						
营业总收入增长率	12.70%	-8.54%	13.03%	33.30%	16.83%	23.45%
EBIT 增长率	25.26%	-27.17%	32.40%	61.22%	96.83%	10.85%
净利润增长率	18.79%	-11.22%	49.82%	50.16%	105.92%	10.86%
总资产增长率	17.27%	13.82%	25.51%	36.52%	12.83%	16.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.8	62.0	60.6	60.5	61.0	60.7
存货周转天数	98.9	126.1	128.1	117.7	124.0	123.3
应付账款周转天数	42.9	50.9	48.7	47.5	49.0	48.4
固定资产周转天数	127.5	198.9	250.5	225.3	210.0	182.6
偿债能力						
净负债/股东权益	5.23%	16.87%	24.80%	-5.54%	-6.24%	-11.17%
EBIT 利息保障倍数	12.3	14.8	20.8	25.6	113.3	124.2
资产负债率	23.88%	29.45%	37.93%	34.22%	30.19%	29.28%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	115	95	145	222	451	502
少数股东损益	0	0	0	14	23	28
非现金支出	71	89	113	145	173	202
非经营收益	32	21	26	16	19	21
营运资金变动	-109	-65	-127	-131	-81	-121
经营活动现金净流	109	140	157	267	584	632
资本开支	299	294	301	316	394	394
投资	-4	20	0	0	0	0
其他	1	0	16	0	0	0
投资活动现金净流	-302	-274	-285	-316	-394	-394
股权募资	0	0	0	590	0	0
债权募资	159	171	218	121	58	21
其他	-30	-34	-23	-16	-124	-21
筹资活动现金净流	129	137	195	695	-66	0
现金净流量	-64	3	67	645	125	238

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。