草铵膦价格下行拖累业绩

依然看好草铵膦长期赛道

——利尔化学财报点评

方正证券研究所证券研究报告

利尔化学(002258)　　公司研究

化工行业　　公司财报点评

2019.10.25/强烈推荐(维持)

分析师　杨晖

执业证书编号：S1220518050003

TEL：

E-mail　yanghui6@foundersc.com

首席化工分析师：　李永磊

执业证书编号：S1220517110004

TEL：

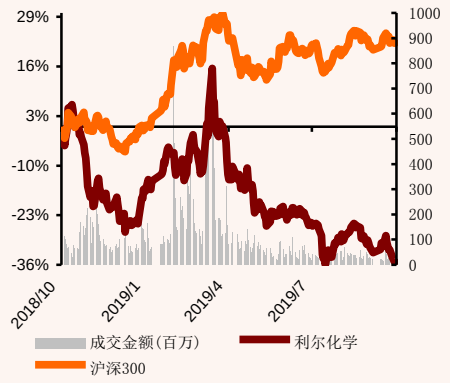
E-mail　liyonglei@foundersc.com

联系人：

TEL：

E-mail:

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《草铵膦跌价、费用率提高拖累业绩——利尔化学财报点评》2019.08.21

《草铵膦跌价、费用率提高拖累业绩，看好公司长期成长——利尔化学一季报点评》2019.04.23

《深耕草铵膦，行业龙头强化竞争优势——利尔化学年报点评》2019.02.24

请务必阅读最后特别声明与免责条款

公司发布 2019 三季报，毛利率下行

公司发布 2019 三季报，前三季度实现营业收入 30.24 亿元，同比增长 9.04%；实现毛利率 27.58%，同比下降 5.94PCT；实现归母净利润 2.34 亿元，同比下降 44.02%。公司归母净利率 7.75%，同比下降 7.35PCT。

其中三季度实现营业收入 9.72 亿元，同比增长 2.10%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比下降 52.63%。同时公司发布 2019 年全年业绩预期，预计 2019 年实现净利润 2.31-4.04 亿，同比下滑 30%-60%。

费用率方面，公司录入销售费用 1.03 亿元，营收占比 3.40%，同比提高 0.12 个 PCT；录入管理费用 1.58 亿元，营收占比 5.23%，同比下降 0.63 个 PCT；录入研发费用 1.73 亿元，营收占比 5.73%，同比提高 1.67 个 PCT；录入财务费用 0.53 亿元。费用率合计 16.1%，同比提高 3.15PCT。

草铵膦跌价短期内影响公司业绩

受到国内渠道库存较高以及海外需求不振影响，草铵膦降价明显。根据中农立华数据 10 月 15 日数据，国内草铵膦报价从年初的 15.5 万元/吨下降至目前的 10.8 万元/吨，前三季度均价 13.15 万元/吨，同比 2018 年前三季度均价 18.09 万元/吨下滑 27.3%。草铵膦跌价是公司毛利率下行的主要原因。

看好草铵膦长期赛道

草铵膦的主要投资逻辑并没有改变，作为百草枯和草甘膦的替代品，未来的空间足以支持行业龙头在这个产品上深耕和坚守。虽然草铵膦价格下行短期内会影响公司业绩，但也利于草铵膦在终端市场的推广。作为百草枯和草甘膦之后的新一代明星产品，草铵膦必须体现出足够的性价比优势才能突破用户的使用习惯，实现大面积推广。在草铵膦重新回到 2016 年的价格低谷后，一些因为财富效应涌入的新玩家已经陆续退出或推迟进度，行业格局有望优化。

深耕草铵膦提高竞争优势，储备项目提供后续动能

公司深耕草铵膦领域，计划在广安扩产 1.5 万吨 MDP 并可提供给绵阳基地，意味着广安基地新工艺工程放大进行顺利，公司后续将对老产能进行工艺改进，有望进一步降低成本，扩大竞争优势。同时，公司开发包括 L-草铵膦、唑啉草酯、氯虫苯甲酰胺等系列新产品，为长远发展提供项目和技术储备，增加公司未来新的盈利增长点。我们乐观估计公司有望在年底投产部分 MDP 产能，并在 2020 年中全部投产。3000 吨 L-草铵膦（一期）生产线预计从 2020 年 1 月开始建设 2022 年 1 月达产。

投资建议：

我们预计 19-21 年归母净利分别为 3.36 亿元、4.53 亿元和 6.83 亿元，EPS 分别为 0.64 元、0.86 元和 1.30 元，PE 分别为 17.60X、13.05X 和 8.65X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：新项目进度不达预期、草铵膦大幅度降价、公司安全环保不达标的风险。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,027.07	4,388.80	5,059.10	6,080.41
(+/-)(%)	30.6%	9.0%	15.3%	20.2%
净利润	577.81	336.11	453.35	683.44
(+/-)(%)	43.7%	-41.8%	34.9%	50.8%
EPS(元)	1.10	0.64	0.86	1.30
P/E	11.92	17.60	13.05	8.65

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,605.62	1,907.90	2,267.08	2,888.48
现金	650.84	71.05	128.10	404.93
应收账款	892.82	801.81	958.06	1,147.34
其它应收款	4.53	4.19	5.16	6.19
预付账款	86.64	83.79	99.67	117.49
存货	775.25	751.52	880.54	1,016.99
其他	195.54	195.54	195.54	195.54
非流动资产	3,967.22	4,326.67	4,697.82	5,085.85
长期投资	0.01	0.01	0.01	0.01
固定资产	2,470.49	2,470.49	2,470.49	2,470.49
无形资产	323.19	323.19	323.19	323.19
其他	1,173.53	1,532.98	1,904.13	2,292.16
资产总计	6,572.84	6,234.57	6,964.89	7,974.33
流动负债	1,758.17	1,698.88	1,925.77	2,175.41
短期借款	184.00	184.00	184.00	184.00
应付账款	816.98	774.54	917.35	1,061.48
其他	757.20	740.34	824.41	929.93
非流动负债	1,128.90	478.24	478.24	478.24
长期借款	363.80	363.80	363.80	363.80
其他	765.10	114.44	114.44	114.44
负债合计	2,887.08	2,177.12	2,404.00	2,653.64
少数股东权益	528.32	563.89	613.98	690.33
股本	524.37	524.37	524.37	524.37
资本公积	810.09	810.09	810.09	810.09
留存收益	1,822.98	2,159.09	2,612.45	3,295.89
归属母公司股东权益	3,157.45	3,493.56	3,946.91	4,630.36
负债和股东权益	6,572.84	6,234.57	6,964.89	7,974.33

现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**348.04**	**455.86**	**453.76**	**690.41**
净利润	577.81	336.11	453.35	683.44
折旧摊销	269.39	0.00	0.00	0.00
财务费用	49.85	25.55	25.55	25.55
投资损失	1.79	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-637.90	58.63	-75.23	-94.94
其他	87.11	35.58	50.08	76.35
投资活动现金流	-905.70	-359.44	-371.15	-388.03
资本支出	-841.50	-359.44	-371.15	-388.03
长期投资	-18.10	0.00	0.00	0.00
其他	-46.11	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	746.91	-676.22	-25.55	-25.55
短期借款	-222.40	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-0.55	0.00	0.00	0.00
其他	969.86	-676.22	-25.55	-25.55
现金净增加额	189.24	-579.79	57.06	276.83

利润表	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,027.07	4,388.80	5,059.10	6,080.41
营业成本	2,695.45	3,394.10	3,816.50	4,409.66
营业税金及附加	15.09	15.80	18.05	21.94
营业费用	116.69	132.23	149.47	180.25
管理费用	245.14	264.53	298.03	362.95
财务费用	16.30	19.04	24.84	24.27
资产减值损失	7.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-12.16	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.79	0.00	0.00	0.00
营业利润	767.24	428.19	579.37	873.53
营业外收入	12.49	0.00	0.00	0.00
营业外支出	35.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	743.78	428.19	579.37	873.53
所得税	92.31	56.50	75.93	113.74
净利润	651.46	371.69	503.44	759.80
少数股东损益	73.65	35.58	50.08	76.35
归属母公司净利润	577.81	336.11	453.35	683.44
EBITDA	1,051.36	447.23	604.21	897.80
EPS（元）	1.10	0.64	0.86	1.30

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	30.6%	9.0%	15.3%	20.2%
营业利润	46.2%	-44.2%	35.3%	50.8%
归属母公司净利润	43.7%	-41.8%	34.9%	50.8%
获利能力				
毛利率	33.1%	22.7%	24.6%	27.5%
净利率	14.3%	7.7%	9.0%	11.2%
ROE	18.3%	9.6%	11.5%	14.8%
ROIC	15.3%	8.1%	10.0%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	43.9%	34.9%	34.5%	33.3%
净负债比率	127.7%	186.4%	189.7%	200.5%
流动比率	1.48	1.12	1.18	1.33
速动比率	0.99	0.63	0.67	0.81
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.69	0.77	0.81
应收账款周转率	5.03	5.47	5.28	5.30
应付账款周转率	3.75	4.38	4.16	5.30
每股指标(元)				
每股收益	1.10	0.64	0.86	1.30
每股经营现金	0.66	0.87	0.87	1.32
每股净资产	6.02	6.66	7.53	8.83
估值比率				
P/E	11.92	17.60	13.05	8.65
P/B	2.18	1.69	1.50	1.28
EV/EBITDA	7.33	14.90	10.93	7.05

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com