

强烈推荐-A (维持)

利尔化学 002258.SZ

目标估值: 17.2-18.06 元

当前股价: 14.15 元

2020 年 03 月 11 日

基础数据

上证综指	2969
总股本(万股)	52438
已上市流通股(万股)	52221
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	74
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	9.3
资产负债率	46.8%
主要股东	四川久远投资控股集团
主要股东持股比例	27.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	12	-7
相对表现	5	9	-19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《利尔化学(002258)一草铵膦创历史新高, 广安项目持续推进》2019-08-19
- 2、《利尔化学(002258)一业绩大幅增长, 新产能助力成长》2019-02-25
- 3、《利尔化学(002258)一草铵膦一马当先, 各品种共促成长》2018-10-28

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

段一帆

0755-8308 1536
duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

钟浩

zhonghao1@cmschina.com.cn
S1090518040001

草铵膦兼具成本和规模优势, 行业下行仍有白马成色

事件: 公司发布 2019 年年报, 实现收入 41.64 亿元, 同比增长 3.40%; 实现归母净利润 3.11 亿元, 同比下降 46.15%; EPS 0.59 元。此外, 公司发布 2020 年一季度业绩预计, 预计实现归母净利润 5000-7300 万元, 同比增长 -30.79%-1.04%。

□ 草铵膦价格下降, 产销量增加; 19 年利润下滑, 收入继续创历史新高。公司 19 年实现收入 41.64 亿元, 同比增加 3.40%, 继续创下历史新高, 主要是农药产品产销量增加所致, 19 年农药产量 17.62 万吨、同比增加 30.58%, 销量 15.75 万吨、同比增加 18%, 农药产量增加主要来自于广安基地草铵膦一期装置和丙炔氟草胺装置于 18 年四季度投产带来 19 年产销量增加, 另外, 绵阳基地“年产 2500 吨氯氨吡啶酸原药生产线技术改造建设项目”、“年产 5800 吨农药生产线技术改造及配套设施建设项目”、“年产 8500 吨农药、解毒剂和配套制剂生产线技术改造及配套设施建设项目”都于 19 年 3 月完成建设项目竣工环境保护自主验收, 绵阳基地 19 年产能也有所增加。公司 19 年毛利率 25.86%, 同比下降 7.21PCT, 毛利率下降主要是草铵膦价格同比大幅下滑、其他产品在农药行情整体下行背景也难有较好表现, 另外部分原材料价格上涨、广安基地运营成本增加, 都使公司主要产品利润率有所下降; 根据卓创数据显示, 19 年草铵膦均价 13.05 万元/吨, 同比下降 29.46%。公司 19 年销售费用 1.33 亿元, 同比增加 14.26%, 主要是运输费、人员工资薪酬及广告宣传费等增加所致; 管理费用 2.11 亿元, 同比下降 13.93%, 主要系人员工资薪酬等减少所致; 财务费用 7839.27 万元, 主要是贷款增加及可转债确认的利息费用所致; 研发费用 2.21 亿元, 同比增加 33.70%, 主要系公司加大研发投入、持续技术创新所致。经营活动产生的现金流量净额 5.9 亿元, 同比增加 69.44%, 主要系加大收款力度减少应收账款所致。公司 20 年一季度预计实现归母净利润 5000 万元-7300 万元, 同比增加 -30.79%-1.04%, 主要受新冠肺炎疫情的影响, 公司生产和供应保障受到一定程度影响, 加之部分原材料等生产要素价格有一定幅度上涨, 故预计一季度业绩同比有所降低。

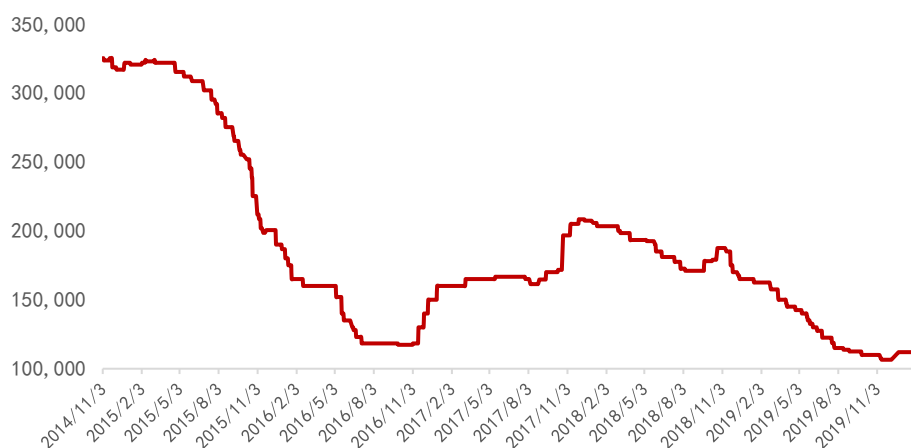
财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	4027	4164	4730	5242	5605
同比增长	31%	3%	14%	11%	7%
营业利润(百万元)	767	432	637	771	881
同比增长	46%	-44%	47%	21%	14%
净利润(百万元)	578	311	452	556	650
同比增长	44%	-46%	45%	23%	17%
每股收益(元)	1.10	0.59	0.86	1.06	1.24
PE	12.8	23.8	16.4	13.3	11.4
PB	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

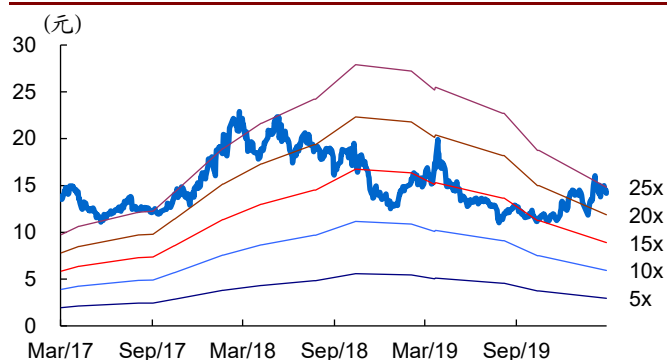
- **广安基地甲基二氯化磷 20 年上半年投产，草铵膦成本进一步降低、竞争力大幅增强。**公司是国内最大规模的草铵膦原药生产企业，随着广安基地草铵膦投产，也将是全球最大的草铵膦企业。20 年一二月份，草铵膦中间体企业受疫情影响停产，国内大部分草铵膦原药企业也被停产或降低负荷，公司绵阳基地草铵膦装置因为中间体能够自给，开工率未受影响。广安基地 1.5 万吨甲基二氯化磷 19 年上半年开工建设，19 年 12 月 25 日公司公告，广安基地草铵膦停产，以实现与原料甲基二氯化磷项目并线，预计时间 3 个月，届时广安基地草铵膦成本将进一步大幅降低。最近一年多来，国内有些企业新建了草铵膦装置或者增加了草铵膦产能，草铵膦供给增加，价格进入下行通道，公司凭借规模优势和成本优势，将在本轮草铵膦竞争中占据绝对优势。
- **未来项目储备充足，长期有望受益于农药行业集中度提升。**随着国际农化巨头完成合并重组，以及全国各地开展化工集中安全整治，农药行业优胜劣汰更加激烈，行业竞争格局进一步改善，优势产品、优势企业将迎来更好的发展机遇。公司持续对草铵膦、氟环唑、丙炔氟草胺等项目进行工艺技术优化，开发 L-草铵膦、唑琳草酯、氯虫苯甲酰胺、阻燃剂等系列新产品，为长远发展提供了项目和技术储备，增加了未来新的盈利增长点。公司在国内园区进行了一系列布局，与绵阳经济技术开发区管理委员会、荆州经济技术开发区管理委员会签署了投资协议，充分保障了园区土地和投产项目，长期成长逻辑清晰。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们预计公司 2020-2022 年实现收入 47.30 亿元、52.42 亿元和 56.05 亿元，实现归母净利润 4.52 亿元、5.56 亿元和 6.50 亿元，EPS 分别为 0.86 元、1.06 元和 1.24 元，PE 分别为 16 倍、13 倍和 11 倍，维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示：**产品价格继续下滑的风险，需求不及预期的风险，项目投建不及预期的风险。

图 1: 草铵膦价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯、招商证券

图 2: 利尔化学历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 利尔化学历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《利尔化学(002258)——草铵膦创历史新低, 广安项目持续推进》2019-08-19
- 2、《利尔化学(002258)-业绩大幅增长, 新产能助力成长》2019/2/16
- 3、《利尔化学(002258)-草铵膦一马当先, 各品种共促成长》2018/10/30—深度报告
- 4、《利尔化学(002258)-草铵膦价格坚挺, 广安助力长期成长》2018/10/26
- 5、《利尔化学(002258)-产品销量超出预期, 上调前三季度业绩预告》2018/10/12
- 6、《利尔化学(002258)-草铵膦跌幅较小、新产能不断投建, 业绩有望持续增长》2018/08/07

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2606	2887	3357	4206	5044
现金	651	739	1023	1638	2317
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	100	124	141	156	167
应收款项	793	743	822	911	974
其它应收款	5	8	9	10	11
存货	775	956	1007	1098	1157
其他	282	315	354	391	417
非流动资产	3967	4700	4477	4283	4115
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2470	2274	2093	1937	1803
无形资产	323	411	370	333	300
其他	1174	2014	2013	2013	2012
资产总计	6573	7587	7834	8489	9159
流动负债	1758	2216	2183	2317	2404
短期借款	184	446	446	446	446
应付账款	817	1271	1351	1473	1551
预收账款	130	133	141	154	162
其他	628	366	245	245	245
长期负债	1129	1337	1337	1337	1337
长期借款	364	425	425	425	425
其他	765	911	911	911	911
负债合计	2887	3553	3519	3654	3741
股本	524	524	524	524	524
资本公积金	1011	1011	1011	1011	1011
留存收益	1622	1823	2013	2433	2916
少数股东权益	528	676	766	866	966
归属于母公司所有者权益	3157	3358	3548	3969	4452
负债及权益合计	6573	7587	7834	8489	9159

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	348	590	904	993	1095
净利润	578	311	452	556	650
折旧摊销	262	348	361	332	306
财务费用	50	83	104	105	112
投资收益	2	36	(4)	0	0
营运资金变动	(614)	(263)	(102)	(102)	(75)
其它	71	74	91	102	101
投资活动现金流	(906)	(762)	(133)	(137)	(137)
资本支出	(842)	(736)	(137)	(137)	(137)
其他投资	(63)	(27)	4	0	0
筹资活动现金流	747	262	(933)	(241)	(279)
借款变动	131	460	(567)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	201	0	0	0	0
股利分配	(262)	(262)	(262)	(136)	(167)
其他	677	64	(104)	(105)	(112)
现金净增加额	189	90	(162)	615	679

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4027	4164	4730	5242	5605
营业成本	2695	3087	3280	3576	3766
营业税金及附加	15	20	20	22	24
营业费用	117	133	159	176	188
管理费用	245	211	246	273	291
研发费用	165	221	284	315	336
财务费用	16	78	104	105	112
资产减值损失	7	3	5	5	6
公允价值变动收益	(12)	13	0	0	0
投资收益	14	3	4	0	0
营业利润	767	432	637	771	881
营业外收入	12	14	3	3	3
营业外支出	36	6	4	4	4
利润总额	744	440	636	770	880
所得税	92	53	94	114	130
净利润	651	387	543	656	750
少数股东损益	74	75	90	100	100
归属于母公司净利润	578	311	452	556	650

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	31%	3%	14%	11%	7%
营业利润	46%	-44%	47%	21%	14%
净利润	44%	-46%	45%	23%	17%
获利能力					
毛利率	33.1%	25.9%	30.7%	31.8%	32.8%
净利率	14.3%	7.5%	9.6%	10.6%	11.6%
ROE	18.3%	9.3%	12.8%	14.0%	14.6%
ROIC	15.3%	8.9%	12.2%	13.1%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	43.9%	46.8%	44.9%	43.0%	40.8%
净负债比率	12.0%	13.1%	11.1%	10.3%	9.5%
流动比率	1.5	1.3	1.5	1.8	2.1
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.3	1.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	4.0	3.6	3.3	3.4	3.3
应收帐款周转率	5.0	4.7	5.2	5.2	5.1
应付帐款周转率	3.7	3.0	2.5	2.5	2.5
每股资料 (元)					
EPS	1.10	0.59	0.86	1.06	1.24
每股经营现金	0.66	1.12	1.72	1.89	2.09
每股净资产	6.02	6.40	6.77	7.57	8.49
每股股利	0.50	0.50	0.26	0.32	0.37
估值比率					
PE	12.8	23.8	16.4	13.3	11.4
PB	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.9	12.2	9.3	8.5	7.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周锋：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年 2 月加入招商证券，曾供职于太平洋证券，4.5 年证券行业研究经验，1 年大宗商品研究经验。

钟浩：招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018 年 3 月加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券，4.5 年证券行业研究经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。