

利尔化学(002258)2019年三季度报点评

草铵膦价格 Q3 环比下滑，建议关注行业洗牌及广安项目投放带来的盈利能力改善

事项:

❖ 公司发布公告: (1) 公司 2019 年前三季度实现营业收入 30.24 亿元, 同比+9.04%, 实现归母净利润 2.34 亿元, 同比-44.02%。第 3 季度实现营业收入 9.72 亿元, 同比+2.10%, 环比-6.09%, 实现归母净利润 0.75 亿元, 同比-52.63%, 环比-14.22%。(2) 公司预计 2019 全年净利润 2.31-4.04 亿元, 同比下降 60%-30%。

评论:

- ❖ **草铵膦价格环比下滑, 公司继续面临挑战。**公司销售规模有所增加主要来自广安基地草铵膦投产、氯代吡啶类价格同比上涨、丙炔氟草胺复产等。而公司业绩大幅下滑的最主要原因来自草铵膦大幅跌价: 由于国内外草铵膦产能大量投放, 叠加全球农产品持续低迷、制剂库存高, 草铵膦市场竞争加剧, 截止今年三季度, 均价跌至 13.1w/t (-27.31%), 较上半年均价继续下滑, 其中第 3 季度均价 11.1w/t, 环比-17.34%。但我们注意到, 公司 1-9 月毛利率为 27.58%, 较去年同期降低 5.94 pct, 远低于草铵膦毛利率降低程度, 经过我们拆分, 除了化工材料类有所贡献外, 主要是绵阳基地及比德生化氯代吡啶类除草剂及中间体盈利能力同比提升明显所致。
- ❖ **期间费用大幅提升, 公司持续加大研发投入。**前三季度公司期间费用率达到 16.10% (+3.15 pct), 主要是研发及财务费用增加所致: 公司持续对主力产品进行技改优化、并开发新产品, 如 L-草铵膦、氯虫苯甲酰胺、唑啉草酯等, 研发费用达到 1.73 亿 (+53.66%), 占营收比例达到 5.73%; 财务费用为 0.53 亿 (去年同期为-692 万), 财务费用率由-0.25%提高到 1.74%, 主要是贷款总额增加、可转债利息调整、票据贴现利息增加所致。
- ❖ **丙炔氟草胺复产增厚业绩。**丙炔氟草胺已加入草甘膦抗性管理计划, 未来需求前景广阔; 目前国内可规模化生产企业很少, 公司产能最大。广安基地 1kt/a 丙炔氟草胺已于 5 月恢复生产, 上半年贡献利润 445.17 万元, 待项目达产后, 可贡献净利润约 8 千万。
- ❖ **核心产品盈利能力可能继续下滑, 公司全力推进 MDP 等项目建设保障成本优势。**对于公司两类核心产品, 我们认为, 草铵膦市场仍将面临较长时间洗牌、氯化吡啶国内外产能投放及复产带来价格回归常态, 产品盈利能力存在下滑风险。但面对如此困难, 公司专注加强原材料管控、技改新工艺, 并完善产业链一体化, 不断降低成本、夯实龙头地位: 18 年设立荆州三才堂, 加强格氏法原材料管控能力; 调整氟环唑建设进度, 全力推进 1.5wt/a MDP (在建, 20 年 6 月达产, 若 MDP 建成投产, 公司草铵膦单位成本将降低近 2w/t)、含磷阻燃剂、L-草铵膦项目建设; 多次增资鹤壁赛科, 加速氯代吡啶类中间体 (如 2-甲基吡啶) 的建设。我们假设草铵膦价格跌到 9w/t, 且其他产品利润水平回归正常, 则公司业绩将近 2.8 亿, 结合公司储备项目较多、以及草铵膦成长性带来的机遇, 公司业绩触底后有望快速增长, 当前市值处于底部位置。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们预测公司 19-21 年净利润分别为 4.1/3.3/2.8 亿, 对应 EPS 分别为 0.8/0.6/0.5 元, 目前股价对应 PE 分别为 14/18/21 倍。虽然公司未来业绩存在连续下滑压力, 但是核心产品在业内具有很高话语权, 未来公司有望成为国内重要的农药平台, 我们建议投资者更多关注公司中长期业务布局; 且从股价看, 市场也已经比较明显的消化利空预期。结合业绩反转后及 20X PE, 给予目标价 12.2 元, 维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:** 草铵膦价格大幅下滑; 项目建设及投产不及预期; 环保风险。

主要财务指标

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万) | 4,027 | 4,556 | 5,252 | 5,767 |
| 同比增速(%) | 30.6% | 13.1% | 15.3% | 9.8% |
| 归母净利润(百万) | 578 | 412 | 332 | 280 |
| 同比增速(%) | 43.7% | -28.7% | -19.4% | -15.8% |
| 每股盈利(元) | 1.10 | 0.79 | 0.63 | 0.53 |
| 市盈率(倍) | 10 | 14 | 18 | 21 |
| 市净率(倍) | 2 | 2 | 2 | 2 |

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 19 年 10 月 25 日收盘价

推荐 (维持)

目标价: 12.2 元

当前价: 11.28 元

华创证券研究所

证券分析师: 蒋明远

电话: 021-20572549

邮箱: jiangmingyuan@hcyjs.com

执业编号: S0360519100001

联系人: 孟瞳媚

电话: 021-20572549

邮箱: mengtongmei@hcyjs.com

公司基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(万股) | 52,438 |
| 已上市流通股(万股) | 52,222 |
| 总市值(亿元) | 59.15 |
| 流通市值(亿元) | 58.91 |
| 资产负债率(%) | 47.3 |
| 每股净资产(元) | 6.3 |
| 12 个月内最高/最低价 | 19.92/10.92 |

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《利尔化学(002258)2018年三季度报点评: 三季度表现亮眼, 广安项目稳步推进》

2018-10-26

《利尔化学(002258)2018年年报点评: 广安草铵膦试生产, 中期仍全力聚焦草铵膦产业链配套及延伸》

2019-02-24

《利尔化学(002258)2019半年报点评: 核心产品盈利能力面临长期挑战, 当前市值处于底部》

2019-08-18

附录：财务预测表
资产负债表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 651 | 834 | 1,050 | 1,353 |
| 应收票据 | 100 | 113 | 130 | 143 |
| 应收账款 | 793 | 890 | 1,026 | 1,126 |
| 预付账款 | 87 | 108 | 130 | 146 |
| 存货 | 775 | 967 | 1,167 | 1,310 |
| 其他流动资产 | 200 | 226 | 260 | 287 |
| 流动资产合计 | 2,606 | 3,138 | 3,763 | 4,365 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,470 | 2,503 | 2,206 | 1,945 |
| 在建工程 | 974 | 799 | 799 | 799 |
| 无形资产 | 323 | 317 | 310 | 304 |
| 其他非流动资产 | 200 | 198 | 199 | 197 |
| 非流动资产合计 | 3,967 | 3,817 | 3,514 | 3,245 |
| 资产合计 | 6,573 | 6,955 | 7,277 | 7,610 |
| 短期借款 | 184 | 434 | 484 | 534 |
| 应付票据 | 315 | 393 | 474 | 532 |
| 应付账款 | 502 | 626 | 756 | 848 |
| 预收款项 | 130 | 147 | 169 | 186 |
| 其他应付款 | 135 | 135 | 135 | 135 |
| 一年内到期的非流动负债 | 240 | 240 | 240 | 240 |
| 其他流动负债 | 252 | 376 | 508 | 631 |
| 流动负债合计 | 1,758 | 2,351 | 2,766 | 3,106 |
| 长期借款 | 364.00 | 362.00 | 360.00 | 359.00 |
| 应付债券 | 651.00 | 651.00 | 651.00 | 651.00 |
| 其他非流动负债 | 114 | 113 | 114 | 113 |
| 非流动负债合计 | 1,129 | 1,126 | 1,125 | 1,123 |
| 负债合计 | 2,887 | 3,477 | 3,891 | 4,229 |
| 归属母公司所有者权益 | 3,157 | 2,889 | 2,749 | 2,703 |
| 少数股东权益 | 528 | 589 | 637 | 678 |
| 所有者权益合计 | 3,686 | 3,478 | 3,386 | 3,381 |
| 负债和股东权益 | 6,573 | 6,955 | 7,277 | 7,610 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 417 | 686 | 556 | 505 |
| 现金收益 | 930 | 809 | 729 | 634 |
| 存货影响 | -209 | -192 | -200 | -143 |
| 经营性应收影响 | -239 | -131 | -175 | -129 |
| 经营性应付影响 | 361 | 219 | 233 | 167 |
| 其他影响 | -426 | -19 | -31 | -24 |
| 投资活动现金流 | -906 | -150 | 0 | 0 |
| 资本支出 | -1,568 | -151 | -1 | -1 |
| 股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 662 | 1 | 1 | 1 |
| 融资活动现金流 | 747 | -353 | -340 | -202 |
| 借款增加 | 663 | 248 | 48 | 48 |
| 股利及利息支付 | -59 | -570 | -373 | -314 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | 143 | -31 | -15 | 64 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 4,027 | 4,556 | 5,252 | 5,767 |
| 营业成本 | 2,695 | 3,362 | 4,056 | 4,553 |
| 税金及附加 | 15 | 17 | 20 | 22 |
| 销售费用 | 117 | 132 | 152 | 167 |
| 管理费用 | 245 | 277 | 320 | 351 |
| 财务费用 | 16 | 36 | 45 | 46 |
| 资产减值损失 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -2 | 0 | 1 | 1 |
| 其他收益 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 767 | 542 | 441 | 377 |
| 营业外收入 | 13 | 14 | 14 | 11 |
| 营业外支出 | 36 | 17 | 20 | 22 |
| 利润总额 | 744 | 539 | 435 | 366 |
| 所得税 | 93 | 67 | 54 | 45 |
| 净利润 | 651 | 472 | 381 | 321 |
| 少数股东损益 | 73 | 60 | 49 | 41 |
| 归属母公司净利润 | 578 | 412 | 332 | 280 |
| NOPLAT | 666 | 504 | 420 | 361 |
| EPS(摊薄) (元) | 1.10 | 0.79 | 0.63 | 0.53 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 30.6% | 13.1% | 15.3% | 9.8% |
| EBIT 增长率 | 69.5% | -24.3% | -16.6% | -14.2% |
| 归母净利润增长率 | 43.7% | -28.7% | -19.4% | -15.8% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 33.1% | 26.2% | 22.8% | 21.0% |
| 净利率 | 16.2% | 10.4% | 7.3% | 5.6% |
| ROE | 15.7% | 11.9% | 9.8% | 8.3% |
| ROIC | 14.5% | 10.4% | 8.6% | 7.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 43.9% | 50.0% | 53.5% | 55.6% |
| 债务权益比 | 42.1% | 51.8% | 54.6% | 56.1% |
| 流动比率 | 148.2% | 133.5% | 136.0% | 140.5% |
| 速动比率 | 104.2% | 92.3% | 93.9% | 98.4% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 应收帐款周转天数 | 65 | 66 | 66 | 67 |
| 应付帐款周转天数 | 63 | 60 | 61 | 63 |
| 存货周转天数 | 90 | 93 | 95 | 98 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.10 | 0.79 | 0.63 | 0.53 |
| 每股经营现金流 | 0.80 | 1.31 | 1.06 | 0.96 |
| 每股净资产 | 6.02 | 5.51 | 5.24 | 5.15 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 10 | 14 | 18 | 21 |
| P/B | 2 | 2 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 6 | 7 | 8 | 9 |

化工组团队介绍

组长、首席分析师：蒋明远

上海交通大学工商管理硕士。7年二级市场化工行业研究经历，3年一级市场化工及高端制造业投资经历。2019年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄振华

上海财经大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：孟瞳媚

新加坡国立大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|------|---------------|------------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 王栋 | 高级销售经理 | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 罗颖茵 | 高级销售经理 | 0755-83479862 | luoyingyin@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-82871425 | huajie@hcyjs.com |
| | 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baoqingqing@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 石露 | 华东区域销售总监 | 021-20572588 | shilu@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjian@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenyin@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售助理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |
| 吴俊 | 销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com | |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票利尔化学（002258），根据上市公司公告，利尔化学独立董事代明华为本公司控股股东华创阳安董事。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|---|--|--|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500 |