

利尔化学 (002258)

证券研究报告

2020年08月06日

核心产品草铵膦价格上涨，二季度业绩靓丽

事件：利尔化学发布 2020 年中报，实现营业收入 23.49 亿元，同比增长 14.44%；实现营业利润 3.25 亿元，同比增长 35.25%；归属于上市公司股东的净利润 2.55 亿元，同比增长 60.11%。按 5.24 亿股的总股本计算，实现摊薄每股收益 0.49 元，每股经营现金流为 0.57 元。其中第二季度实现营业收入 13.68 亿元，同比增长 32.22%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.72 亿元，同比增长 97.11%；单季度 EPS 0.33 元。

核心产品草铵膦价格二季度快速上涨，费用控制效果良好是上半年业绩实现同比大幅增长的主要原因。公司 2020 年 Q1、Q2 营业收入分别为 9.8、13.7 亿元，去年同期分别为 10.2、10.3 亿元；净利润分别为 0.8、1.7 亿元，去年同期分别为 0.7、0.9 亿元，第二季度营收、利润的增加是上半年业绩增长的主要来源。我们分析：(1) 根据百川资讯数据，2020 年上半年公司核心产品草铵膦市场均价较去年同期下降约 17%，但二季度草铵膦市场价上涨较快，从 3 月末 12.3 万元/吨上涨至 6 月末 14.5 万元/吨（上涨主要集中在 6 月），二季度市场均价为 12.7 万元/吨，环比提升约 13%。我们推测，公司草铵膦上半年价格虽较去年同期有所下滑，但销量情况预计较为良好；特别是二季度的加速上涨是公司营收及利润增长的重要来源。(2) 公司期间费用控制良好，较上年同期下降约 12%（减少约 4220 万元）；主要系其中研发费用同比减少约 2431 万元，财务费用同比减少约 1543 万元（受益于上半年人民币贬值，汇兑收益较去年同期增加），对业绩增长有较大正面贡献；特别地，其中 Q2 公司销售规模虽同、环比显著扩大，但期间费用为 1.55 亿元，同、环比均基本持平。

深耕草铵膦行业，推进多品类布局。公司 2019 年 2 月公告在广安基地建设 3000 吨 L-草铵膦，继续加大在草铵膦产品上的投入，且致力于开发更为高端的产品（L-草铵膦除草活性是普通草铵膦（DL 型）的两倍），截至目前，公司已经取得精草铵膦生产许可，进行试生产，并获得成功，已实现批量生产。另一方面，公司全力推进广安生产基地的甲基二氯化磷项目，并于 2019 年底启动甲基二氯化磷与原有草铵膦原药生产装置的并线。若此次并线成功，将进一步提升草铵膦产品链完整性、产品技术和规模的先进性，提高企业核心竞争力。

此外，公司近期公布环评，拟投资 20 亿元在绵阳基地建设包括 3 万吨 L-草铵膦，以及溴氰虫酰胺、氯虫苯甲酰胺、噁菌灵、烟嘧磺隆等产品，进一步强化高端草铵膦规模优势的同时，丰富杀虫、杀菌等农药品种布局。

盈利预测与估值

考虑草铵膦价格上调，我们上调公司 2020~2022 年净利润预测分别至 5.09、6.14、7.25 亿元，（前值分别为 4.14、5.50、6.73 亿元），维持“买入”的投资评级。

风险提示：草铵膦竞争加剧、价格下跌，广安基地项目推进低于预期风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,027.07	4,163.84	4,817.57	5,698.66	6,524.30
增长率(%)	30.60	3.40	15.70	18.29	14.49
EBITDA(百万元)	1,252.72	1,032.87	1,284.88	1,496.94	1,697.09
净利润(百万元)	577.81	311.14	509.12	614.39	725.13
增长率(%)	43.75	(46.15)	63.63	20.68	18.03
EPS(元/股)	1.10	0.59	0.97	1.17	1.38
市盈率(P/E)	22.47	41.73	25.50	21.13	17.91
市净率(P/B)	4.11	3.87	3.64	3.20	2.80
市销率(P/S)	3.22	3.12	2.70	2.28	1.99
EV/EBITDA	6.44	8.58	11.48	9.72	8.17

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.76 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	524.38
流通 A 股股本(百万股)	521.92
A 股总市值(百万元)	12,983.60
流通 A 股市值(百万元)	12,922.66
每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	43.32
一年内最高/最低(元)	24.76/10.92

作者

唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
李辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《利尔化学-季报点评：一季度草铵膦自底部略有走高，期待广安并线项目》2020-04-21
- 《利尔化学-年报点评报告：草铵膦价格进入底部区域，关注公司增长潜力》2020-03-12
- 《利尔化学-季报点评：草铵膦大幅跌价、期间费用增加，拖累前三季度业绩》2019-10-27



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	650.84	739.07	385.41	640.98	1,268.51	营业收入	4,027.07	4,163.84	4,817.57	5,698.66	6,524.30
应收票据及应收账款	892.82	867.06	1,062.64	1,255.80	1,419.28	营业成本	2,695.45	3,086.94	3,473.46	4,074.54	4,619.21
预付账款	86.64	60.47	82.36	102.18	104.24	营业税金及附加	15.09	19.73	18.63	23.46	27.67
存货	775.25	956.12	784.61	1,705.39	1,117.46	营业费用	116.69	133.33	120.44	142.47	189.20
其他	200.07	263.81	193.19	224.60	226.06	管理费用	185.90	211.00	192.70	239.34	293.59
流动资产合计	2,605.62	2,886.53	2,508.20	3,928.95	4,135.55	研发费用	136.47	221.22	183.07	216.55	260.97
长期股权投资	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	16.30	78.39	114.53	97.81	81.71
固定资产	2,470.49	2,274.28	2,712.32	2,849.93	2,792.27	资产减值损失	7.27	3.62	6.86	6.55	6.89
在建工程	1,008.08	1,833.85	1,280.31	948.19	748.91	公允价值变动收益	(12.16)	13.10	30.22	(10.09)	(3.35)
无形资产	323.19	411.40	396.64	381.89	367.13	投资净收益	(1.79)	(35.65)	2.00	2.00	2.00
其他	165.45	180.49	150.89	162.28	162.03	其他	100.62	0.10	(64.44)	16.17	2.70
非流动资产合计	3,967.22	4,700.03	4,540.16	4,342.28	4,070.35	营业利润	767.24	432.06	740.09	889.85	1,043.71
资产总计	6,572.84	7,586.56	7,048.37	8,271.23	8,205.91	营业外收入	12.49	13.81	9.17	11.82	11.60
短期借款	184.00	445.82	318.95	300.00	200.00	营业外支出	35.95	5.83	18.81	20.20	14.95
应付票据及应付账款	816.98	1,271.24	658.46	1,152.44	643.91	利润总额	743.78	440.05	730.45	881.48	1,040.36
其他	757.20	498.80	535.54	721.75	607.16	所得税	92.31	53.48	109.57	132.22	156.05
流动负债合计	1,758.17	2,215.86	1,512.96	2,174.20	1,451.07	净利润	651.46	386.57	620.88	749.25	884.31
长期借款	363.80	425.20	400.00	300.00	200.00	少数股东损益	73.65	75.42	111.76	134.87	159.18
应付债券	650.67	686.88	650.00	662.52	666.47	归属于母公司净利润	577.81	311.14	509.12	614.39	725.13
其他	114.44	224.57	135.40	158.13	172.70	每股收益(元)	1.10	0.59	0.97	1.17	1.38
非流动负债合计	1,128.90	1,336.65	1,185.40	1,120.65	1,039.16						
负债合计	2,887.08	3,552.51	2,698.36	3,294.84	2,490.24	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	528.32	675.95	787.71	922.57	1,081.75	成长能力					
股本	524.37	524.38	524.38	524.38	524.38	营业收入	30.60%	3.40%	15.70%	18.29%	14.49%
资本公积	810.09	810.15	810.15	810.15	810.15	营业利润	46.18%	-43.69%	71.29%	20.24%	17.29%
留存收益	2,424.30	2,630.63	3,037.92	3,529.43	4,109.54	归属于母公司净利润	43.75%	-46.15%	63.63%	20.68%	18.03%
其他	(601.31)	(607.05)	(810.15)	(810.15)	(810.15)	获利能力					
股东权益合计	3,685.76	4,034.05	4,350.01	4,976.39	5,715.67	毛利率	33.07%	25.86%	27.90%	28.50%	29.20%
负债和股东权益总计	6,572.84	7,586.56	7,048.37	8,271.23	8,205.91	净利率	14.35%	7.47%	10.57%	10.78%	11.11%
						ROE	18.30%	9.27%	14.29%	15.16%	15.65%
						ROIC	22.28%	10.35%	15.09%	15.76%	17.03%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	43.92%	46.83%	38.28%	39.83%	30.35%
净利润	651.46	386.57	509.12	614.39	725.13	净负债率	21.38%	23.29%	25.41%	15.72%	-1.18%
折旧摊销	262.12	348.19	430.26	509.27	571.68	流动比率	1.48	1.30	1.66	1.81	2.85
财务费用	49.85	83.31	114.53	97.81	81.71	速动比率	1.04	0.87	1.14	1.02	2.08
投资损失	1.79	35.65	(2.00)	(2.00)	(2.00)	营运能力					
营运资金变动	(648.42)	(278.66)	(643.51)	(502.59)	(157.23)	应收账款周转率	5.03	4.73	4.99	4.92	4.88
其它	31.24	14.66	141.98	124.78	155.83	存货周转率	6.01	4.81	5.54	4.58	4.62
经营活动现金流	348.04	589.72	550.38	841.66	1,375.12	总资产周转率	0.73	0.59	0.66	0.74	0.79
资本支出	1,439.46	953.83	389.17	277.26	285.43	每股指标(元)					
长期投资	(20.16)	(0.01)	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.10	0.59	0.97	1.17	1.38
其他	(2,325.01)	(1,716.30)	(685.61)	(575.52)	(583.78)	每股经营现金流	0.66	1.12	1.05	1.61	2.62
投资活动现金流	(905.70)	(762.47)	(296.44)	(298.26)	(298.35)	每股净资产	6.02	6.40	6.79	7.73	8.84
债权融资	1,438.78	1,678.71	1,490.57	1,423.43	1,200.91	估值比率					
股权融资	184.26	(84.00)	(317.63)	(97.81)	(81.71)	市盈率	22.47	41.73	25.50	21.13	17.91
其他	(876.13)	(1,332.29)	(1,780.54)	(1,613.44)	(1,568.45)	市净率	4.11	3.87	3.64	3.20	2.80
筹资活动现金流	746.91	262.42	(607.60)	(287.83)	(449.25)	EV/EBITDA	6.44	8.58	11.48	9.72	8.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.12	12.91	17.26	14.73	12.31
现金净增加额	189.24	89.68	(353.66)	255.58	627.53						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com