证券研究报告

农药

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

利尔化学

002258

审慎增持 （维持）

2019 上半年销售额同比实现较快增长，业绩因主要产品跌价等因素下滑

2019 年 07 月 15 日

市场数据

市场数据日期	2019-07-12
收盘价（元）	13.56
总股本（百万股）	524.38
流通股本(百万股)	522.28
总市值（百万元）	7110.54
流通市值(百万元)	7082.07
净资产（百万元）	3124.55
总资产（百万元）	7080.16
每股净资产	5.96

相关报告

《兴证化工_利尔化学(002258)2019 年一季报点评：主要产品盈利水平下降等拖累业绩，储备项目较多有望打开成长空间》2019-04-24

《兴证化工_利尔化学(002258)2018 年年报点评：主要产品提价、销量增加，子公司经营向好，2018 年业绩同比实现大幅提高》2019-02-24

《兴证化工_利尔化学(002258)2018 年业绩快报点评：2018 年业绩同比实现大幅提高，广安项目有望陆续投产保障成长》2019-01-20

分析师：

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S0190515060004

研究助理：

邓先河

dengxianhe@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4027	4543	5311	6221
同比增长(%)	30.6%	12.8%	16.9%	17.1%
净利润(百万元)	578	378	523	736
同比增长(%)	43.7%	-34.6%	38.2%	40.8%
毛利率(%)	33.1%	23.6%	25.0%	26.0%
净利润率(%)	14.3%	8.3%	9.8%	11.8%
净资产收益率（%）	18.3%	11.0%	13.2%	15.7%
每股收益(元)	1.10	0.72	1.00	1.40
每股经营现金流(元)	0.66	0.36	0.71	1.21

投资要点

- **事件：**利尔化学发布 2019 年半年度业绩快报，报告期内实现营业收入 20.53 亿元，同比增长 12.68%；实现营业利润 2.40 亿元，同比下降 29.95%；实现归属上市公司股东的净利润 1.60 亿元，同比下降 38.80%，按最新 5.24 亿股的总股本计，实现每股收益 0.30 元。其中第二季度单季度实现营业收入 10.35 亿元，同比提高 43.35%；实现净利润 0.87 亿元，同比下降 39.79%。

- **维持“审慎增持”的评级。**利尔化学采取积极市场策略，2019 上半年销售收入同比实现较快增长。但是部分主要产品降价、广安基地运营成本增加以及部分原材料价格上涨等因素影响，公司主要产品利润率下降，公司业绩同比出现下滑。

  利尔化学产品结构丰富，涵盖除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共 30 余种原药、100 余种制剂以及部分化工中间体。公司草铵膦、毕克草和毒莠定原药产销量全国第一，长期前景趋势向好。受行业竞争激烈等影响，草铵膦价格近期出现下滑，对公司经营带来扰动。公司解决了草铵膦生产中格式反应控制及放大等重大工程化技术难题，全面掌握了合成关键技术，生产过程一体化程度高，成本、规模优势突出。公司广安 36000 吨农药及精细化学品项目稳步推进，并在湖北荆州计划投资约 20 亿元成立新公司，是公司未来业绩重要增量，将为公司长期成长提供保障。我们调整公司 2019-2021 年 EPS 预测为 0.72、1.00 和 1.40 元，维持“审慎增持”的投资评级。

风险提示：项目建设进度不达预期；原材料价格大幅波动；下游需求低迷；行业竞争加剧。

报告正文

事件

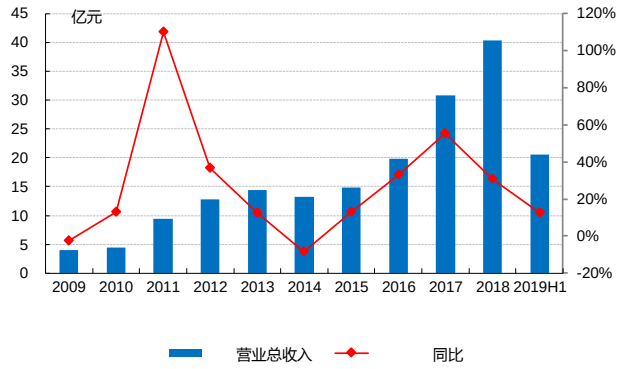
利尔化学发布 2019 年半年度业绩快报，报告期内实现营业收入 20.53 亿元，同比增长 12.68%；实现营业利润 2.40 亿元，同比下降 29.95%；实现归属上市公司股东的净利润 1.60 亿元，同比下降 38.80%，按最新 5.24 亿股的总股本计，实现每股收益 0.30 元。其中第二季度单季度实现营业收入 10.35 亿元，同比提高 43.35%；实现净利润 0.87 亿元，同比下降 39.79%。

点评

利尔化学采取积极市场策略，2019 上半年销售收入同比实现较快增长。但是部分主要产品降价、广安基地运营成本增加以及部分原材料价格上涨等因素影响，公司主要产品利润率下降，公司业绩同比出现下滑。

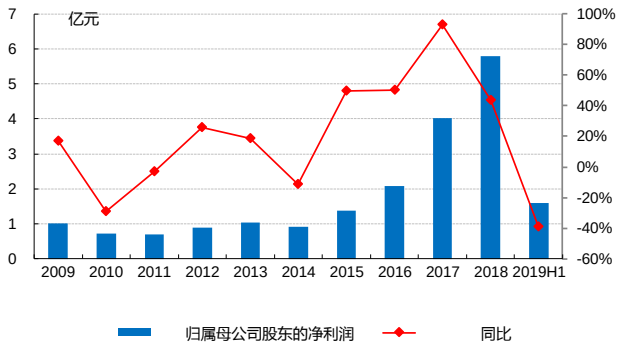
- **销售收入同比保持较快增长，主要产品降价致盈利能力下滑，利尔化学 2019H1 业绩同比减少。**利尔化学 2019H1 销售收入受开拓市场拉动，同比提高 12.68%至 20.53 亿元；第二季度单季度实现销售收入 10.35 亿元，同比提高 43.35%，实现较快增长。受草铵膦等主要产品价格同比下跌等因素影响，公司业绩同比下滑：据百川资讯，2019H1 草铵膦华东市场均价约为 14.4 万元/吨，同比下滑约 30%；2019Q2 草铵膦均价为 13.4 万元/吨，同比下滑约 13%，环比下滑约 27%。另一方面，前期由于生产事故原因，广安利尔阶段性停产（现已恢复试生产），拖累项目进度，对 2019H1 业绩造成一定影响。

图1、利尔化学营业收入情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、利尔化学归母净利润情况

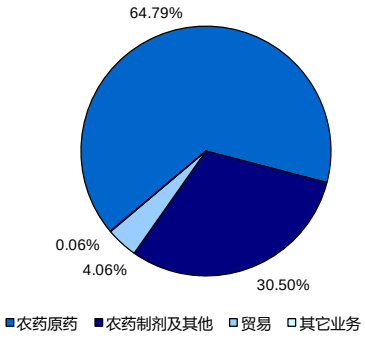


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、草铵膦价格趋势

资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、利尔化学营收结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **利尔化学广安基地丙炔氟草胺恢复试生产、草铵膦进入试生产阶段，有望持续放量。**广安利尔年产1000吨丙炔氟草胺生产线及配套设施建设项目于2019年5月24日公告恢复试生产（利尔化学1000吨丙炔氟草胺项目达产后预计年新增营业收入4亿元，达产后预计年新增净利润约0.6亿元）。利尔化学是目前国内最大规模的草铵膦生产企业，广安利尔新建的10000吨草铵膦目前部分产能也处于试生产阶段。伴随新项目稳步放量，有望为公司贡献可观业绩增量。

- **利尔化学在建或储备项目较多，打开公司发展空间：**

（1） 利尔化学正全力推进广安基地原药项目及配套设施建设，氟环唑等原药项目主体工程按计划有序建设中。1000吨氟环唑达产后预计年新增营业收入2.7亿元，预计新增净利润约0.5亿元。

（2） 公司拟投资10亿人民币，建设2000吨/年含磷阻燃剂（一期）、L-草铵膦、15000吨/年甲基二氯化磷等产品。项目全部建成达产后预计可实现年营业收入约7.6亿元，年毛利润总额约1.37亿元（利润预测不包括甲基二氯化磷）。

（3） 利尔化学与荆州经济技术开发区管理委员会于2018年9月27日签署了《项目投资协议》，投资项目包括精细化工产品、新材料、高效安全农药等。项目计划总投资约20亿元，将分期实施。

- **维持“审慎增持”评级。**利尔化学产品结构丰富，涵盖除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共30余种原药、100余种制剂以及部分化工中间体。公司草铵膦、毕克草和毒莠定原药产销量全国第一，长期前景趋势向好。受行业竞争激烈等影响，草铵膦价格出现下滑，对经营带来扰动。公司解决了草铵膦生产中格式反应控制及放大等重大工程化技术难题，全面掌握了合成关键技术，生产过程一体化程度高，成本、规模优势突出。公司广安36000吨农药及精细化学品项目稳步推进，并在湖北荆州计划投资约20亿元成立新公司，是公司未来业绩重要增量，将为公司长期成长提供保障。我们调整公司

2019-2021 年 EPS 预测为 0.72、1.00 和 1.40 元，维持“审慎增持”的投资评级。

- **风险提示：**项目建设进度不达预期；原材料价格大幅波动；下游需求低迷；行业竞争加剧。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2606	2732	3137	3747
货币资金	651	700	750	800
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	793	895	1047	1349
其他应收款	5	5	7	7
存货	775	824	985	1183
非流动资产	3967	3718	3463	3205
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2470	2709	2658	2463
在建工程	1008	504	252	126
油气资产	0	0	0	0
无形资产	323	370	420	475
资产总计	6573	6449	6599	6952
流动负债	1758	1983	1371	833
短期借款	184	1057	778	252
应付票据	0	173	40	0
应付账款	817	278	80	138
其他	757	475	474	443
非流动负债	1129	422	567	611
长期借款	364	415	504	550
其他	765	7	62	61
负债合计	2887	2405	1938	1444
股本	524	524	524	524
资本公积	810	810	810	810
未分配利润	1417	1865	2340	3011
少数股东权益	528	613	708	818
股东权益合计	3686	4044	4662	5508
负债及权益合计	6573	6449	6599	6952

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	651	378	523	736
折旧和摊销	253	273	311	329
资产减值准备	7	4	3	7
无形资产摊销	9	7	8	8
公允价值变动损失	-12	0	0	0
财务费用	50	61	89	54
投资损失	2	-2	-3	-3
少数股东损益	74	85	95	110
营运资金的变动	-638	532	702	588
经营活动产生现金流量	348	190	372	633
投资活动产生现金流量	-906	-53	-55	-60
融资活动产生现金流量	747	-88	-267	-523
现金净变动	180	49	50	50
现金的期初余额	40	651	700	750
现金的期末余额	0	700	750	800

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4027	4543	5311	6221
营业成本	2695	3469	3982	4602
营业税金及附加	15	17	19	21
销售费用	117	142	158	187
管理费用	245	295	319	342
财务费用	16	61	89	54
资产减值损失	7	3	5	5
公允价值变动	-12	0	0	0
投资收益	-2	2	3	3
营业利润	767	557	742	1014
营业外收入	12	8	8	8
营业外支出	36	21	24	27
利润总额	744	545	727	995
所得税	92	82	109	149
净利润	651	463	618	846
少数股东损益	74	85	95	110
归属母公司净利润	578	378	523	736
EPS(元)	1.10	0.72	1.00	1.40

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	30.6%	12.8%	16.9%	17.1%
营业利润增长率	46.2%	-27.3%	33.2%	36.6%
净利润增长率	43.7%	-34.6%	38.2%	40.8%
盈利能力(%)				
毛利率	33.1%	23.6%	25.0%	26.0%
净利率	14.3%	8.3%	9.8%	11.8%
ROE	18.3%	11.0%	13.2%	15.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	43.9%	37.3%	29.4%	20.8%
流动比率	1.48	1.38	2.29	4.50
速动比率	1.04	0.96	1.56	3.06
营运能力(次)				
资产周转率	72.6%	69.8%	81.4%	91.8%
应收帐款周转率	550.2%	530.6%	539.0%	511.8%
每股资料(元)				
每股收益	1.10	0.72	1.00	1.40
每股经营现金	0.66	0.36	0.71	1.21
每股净资产	6.02	6.54	7.54	8.94
估值比率(倍)				
PE	12.3	18.8	13.6	9.7
PB	2.3	2.1	1.8	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn