



广安草铵磷停产并线，成本优势将愈加明显

利尔化学(002258)

评级:	增持	股票代码:	002258
上次评级:	首次覆盖	52周最高价/最低价:	19.92/11.02
目标价格:		总市值(亿)	66.28
最新收盘价:	12.64	自由流通市值(亿)	66.01
		自由流通股数(百万)	522.22

事件:

公司于2019年12月25日收到全资子公司广安利尔化学有限公司的报告，根据总体工作计划安排，广安利尔拟于近日停产，停产原因为进一步优化广安利尔草铵磷原药等主要产品的生产工艺，并顺利实现与甲基二氯化磷项目的并线，以提升产品的工艺技术水平与竞争力。广安利尔实施本次停产并线，预计时间约3个月。

观点:

► 甲基二氯化磷提前达产，草铵磷成本进一步降低

根据2019年2月23日公司发布的《关于15000吨/年甲基二氯化磷、含磷阻燃剂、L-草铵磷生产线及配套工程建设项目的公告》披露内容显示：1、15000吨/年甲基二氯化磷生产线预计从2019年3月开始建设，2020年6月达产；2、甲基二氯化磷投产后，将用于生产广安、绵阳基地所有草铵磷产品；3、甲基二氯化磷除用于草铵磷外，还可用于阻燃剂、L-草铵磷的生产。此次广安草铵磷项目预计停产三个月，于2020年3月底恢复生产。甲基二氯化磷(MDP)是草铵磷的重要中间体，产品正常投产后将完善公司草铵磷产业链，公司的产品将在市场上更有竞争力。同时，通过规模化集中生产甲基二氯化磷及后续的中间体，进一步开发阻燃剂、L-草铵磷等新型产品，可以拓宽公司下游产品范围，进一步增加公司盈利水平。

► 近期草铵磷价格触底反弹，看好涨价行情延续

2018年11月起，受国内新增产能影响，草铵磷价格自18.75万元/吨持续下滑至10.65万元/吨，降幅达43%，是导致公司预计2019年归母净利润同比下滑30%-60%的主要因素。根据卓创资讯信息，12月初湖北一草铵磷中间体生产企业因园区环境治理而停车，使部分草铵磷企业停工限产，12月中旬草铵磷供给呈现紧张态势，价格小幅上扬5%，随着广安利尔近日公告停产，未来草铵磷供给将进一步减少，预计此次草铵磷触底反弹行情可延续。

投资建议

预计公司2019-2021年营业收入分别为43.01亿、48.20亿、56.23亿元，归母净利润分别为3.68亿、4.73亿、6.12亿元，对应EPS分别为0.70元、0.90元、1.17元，目前股价12.64元，对应2019-2021年PE分别为18倍、14倍、11倍。考虑到公司作为全球草铵磷市场龙头，未来甲基二氯化磷(MDP)投产将进一步降低产品成本、2020年广安丙炔氟草胺项目逐步放量，公司未来在农药市场的龙头地位将更加显著。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

产品价格下跌、并线进度不及预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3083.55	4027.07	4301.65	4820.32	5623.21
YoY (%)	55.55%	30.60%	6.82%	12.06%	16.66%
归母净利润(百万元)	401.97	577.81	368.19	473.56	611.71
YoY (%)	92.93%	43.75%	-36.28%	28.62%	29.17%
毛利率 (%)	28.74%	33.07%	26.73%	30.17%	31.33%
每股收益 (元)	0.77	1.10	0.70	0.90	1.17
ROE	16.89%	18.30%	10.44%	11.84%	13.27%
市盈率	16.49	11.47	18.00	14.00	10.84

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4027.07	4301.65	4820.32	5623.21	净利润	651.46	433.16	557.13	719.66
YoY (%)	30.60%	6.82%	12.06%	16.66%	折旧和摊销	262.12	283.78	298.87	314.99
营业成本	2695.45	3152.00	3366.23	3861.32	营运资金变动	-637.90	-291.77	-20.96	-152.25
营业税金及附加	15.09	15.21	17.38	20.15	经营活动现金流	348.04	449.59	853.41	916.75
销售费用	116.69	146.26	155.82	184.91	资本开支	-841.50	-52.69	-55.26	-35.00
管理费用	245.14	215.08	289.22	337.39	投资	-18.10	0.00	0.00	0.00
财务费用	16.30	14.67	16.71	22.83	投资活动现金流	-905.70	-105.67	-55.26	-35.00
资产减值损失	7.27	9.25	2.08	4.45	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-1.79	-1.50	0.00	0.00	债务募资	0.67	-94.00	0.00	0.00
营业利润	767.24	504.60	650.45	841.65	筹资活动现金流	746.91	-865.84	-142.09	-34.91
营业外收支	-23.46	5.00	5.00	5.00	现金净流量	189.24	-521.92	656.06	846.84
利润总额	743.78	509.60	655.45	846.65	主要财务指标				
所得税	92.31	76.44	98.32	127.00	成长能力 (%)				
净利润	651.46	433.16	557.13	719.66	营业收入增长率	30.60%	6.82%	12.06%	16.66%
归属于母公司净利润	577.81	368.19	473.56	611.71	净利润增长率	43.75%	-36.28%	28.62%	29.17%
YoY (%)	43.75%	-36.28%	28.62%	29.17%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.10	0.70	0.90	1.17	毛利率	33.07%	26.73%	30.17%	31.33%
资产负债表 (百万元)					净利率	16.18%	10.07%	11.56%	12.80%
货币资金	650.84	128.92	784.98	1631.82	总资产收益率 ROA	8.79%	6.18%	7.30%	8.29%
预付款项	86.64	86.82	97.88	110.30	净资产收益率 ROE	18.30%	10.44%	11.84%	13.27%
存货	775.25	949.92	955.46	1118.55	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1092.89	1001.62	1098.90	1249.33	流动比率	1.48	1.73	2.40	2.93
流动资产合计	2605.62	2167.27	2937.21	4109.99	速动比率	0.99	0.90	1.54	2.05
长期股权投资	0.01	0.01	0.01	0.01	现金比率	0.37	0.10	0.64	1.16
固定资产	2470.49	2492.93	2401.59	2294.99	资产负债率	43.92%	30.86%	27.91%	26.91%
无形资产	323.19	372.69	423.42	453.03	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3967.22	3790.02	3549.41	3272.42	总资产周转率	0.73	0.69	0.77	0.81
资产合计	6572.84	5957.28	6486.61	7382.41	每股指标 (元)				
短期借款	184.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.10	0.70	0.90	1.17
应付账款及票据	816.98	587.22	627.13	719.37	每股净资产	6.02	6.72	7.63	8.79
其他流动负债	757.20	666.51	598.79	682.70	每股经营现金流	0.66	0.86	1.63	1.75
流动负债合计	1758.17	1253.73	1225.92	1402.07	每股股利	0.20	0.10	0.10	0.10
长期借款	363.80	453.80	453.80	453.80	估值分析				
其他长期负债	765.10	130.83	130.83	130.83	PE	11.47	18.00	14.00	10.84
非流动负债合计	1128.90	584.63	584.63	584.63	PB	2.18	1.88	1.66	1.44
负债合计	2887.08	1838.36	1810.55	1986.70					
股本	524.37	524.37	524.37	524.37					
少数股东权益	528.32	593.29	676.86	784.81					
股东权益合计	3685.76	4118.93	4676.06	5395.72					
负债和股东权益合计	6572.84	5957.28	6486.61	7382.41					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。