

利尔化学 (002258)

证券研究报告

2019年02月26日

广安基地开始放量，二期项目公布，19年值得期待

利尔化学 18 年业绩符合预期

公司近期披露 2018 年度报告，实现营收 40.27 亿元，同比增长 30.60%，归母净利润 5.78 亿元，同比增长 43.75%，EPS 1.10 元，业绩符合市场预期。公司 18 年非经常性损益为-1923 万元，主要系对部分生产厂房进行报废 (-2367 万元)。我们认为业绩同比大幅增长主要原因系 17 年底公司草铵磷扩产带来的产量增长以及草铵磷均价的超预期上涨。根据公告，公司 17H2 将产能从 5000 吨提升至 8400 吨，我们预计公司实际产销量同比提高 2500 吨左右。此外由于草铵磷需求高速增长，18 年均价上涨至 18.52 万元/吨，YoY +6.6%，大超市场预期。

三项费用中，管理费用+研发费用增幅较大，其中管理费用从 1.57 亿元增长至 2.45 亿元，研发费用从 0.94 亿元增长至 1.65 亿元。我们认为管理费用提高部分是由于激励计划增加所致，我们测算 18 年将提取激励基金 5800 万元左右 (17 年测算值为 3160 万元左右)。报告期内，公司固定资产从 17.97 亿元 (17 年) 增长至 24.70 亿元 (18 年)，YoY + 37.45%，主要系广安转固及子公司并表所致；与此对应，公司折旧和摊销从 1.84 亿元增长至 2.60 亿元。公司在建工程从 5.12 亿元大幅增长至 10.08 亿元，YoY +96.80%，主要系广安项目建设投入及赛科化工新纳入合并。

公司 19Q1 业绩低于预期

公司对 2019Q1 的经营业绩预计为 5780 万元 9249 万元，YoY -50%--20%，主要原因是公司部分主要产品利润贡献率下降；同时，广安基地建设进度低于预期。我们认为 19Q1 盈利同比大幅下滑的可能原因有：1 草铵磷均价同比下滑，19Q1 (截止至本周数据) 均价 16.5 万元/吨，YoY-17.29%；2 广安基地部分新建项目转固带来成本提升 (广安基地项目计划投资金额 11.9 亿元，其中丙炔氟草胺 3.5 亿元，草铵磷 5.5 亿元)；3 一季度草铵磷需求偏弱且公司新产能投产，销售压力大，可能导致公司库存增加。随着安全事故影响逐渐消失，公司广安基地加速释放利润，我们对 19 年全年维持乐观预期。

广安二期项目披露，强化草铵磷产业链优势

为进一步拓展草铵磷产业链布局，同时完善一体化优势，公司披露广安二期项目，主要为 15000t/a 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，预计总投资 10 亿元。其中中间体甲基二氯化磷预计于 2020 年达产，L-草铵磷预计于 2022 年达产。

同时，公司正在开发氯虫苯甲酰胺 (别名康宽，全球第一大杀虫剂，16 年 13.65 亿美元销售额)、唑邻草酯等品种研发，布局更长远未来。

盈利预测与投资建议

维持买入评级。广安基地安全事故导致草铵磷、丙炔氟环唑放量低于预期，管理费用提高，我们调整公司 19-21 年盈利预测至 7.6/9.2/11.0 亿元 (19/20 年前值为 8.6/10.5 亿元)，现价对应 2019 年 PE 11X，维持“买入”评级。

风险提示：广安项目投产低于预期，草铵磷价格大幅下滑

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,083.55	4,027.07	4,877.97	5,699.73	6,453.78
增长率(%)	55.55	30.60	21.13	16.85	13.23
EBITDA(百万元)	719.43	1,193.49	1,325.49	1,667.18	1,919.79
净利润(百万元)	401.97	577.81	755.19	920.81	1,100.93
增长率(%)	92.93	43.75	30.70	21.93	19.56
EPS(元/股)	0.77	1.10	1.44	1.76	2.10
市盈率(P/E)	21.24	14.77	11.30	9.27	7.75
市净率(P/B)	3.59	2.70	2.40	1.99	1.65
市销率(P/S)	2.77	2.12	1.75	1.50	1.32
EV/EBITDA	12.78	6.76	7.45	5.38	4.30

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	16.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	524.37
流通 A 股股本(百万股)	522.94
A 股总市值(百万元)	8,536.79
流通 A 股市值(百万元)	8,513.50
每股净资产(元)	6.02
资产负债率(%)	43.92
一年内最高/最低(元)	23.16/12.20

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

吴頔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090003
wudi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《利尔化学-公司点评:广安基地安全事故、费用率提升，18 年业绩小幅低于预期》 2019-01-21
- 《利尔化学-公司点评:广安基地草铵磷复产，利尔 19 年持续高增长》 2019-01-06
- 《利尔化学-季报点评:草铵磷价格企稳回升，广安基地放量，利尔 Q4 可期》 2018-10-28



1. 多点开花，子公司盈利大幅增长

公司近年来通过收购、成立子公司等方式，完成了多点布局。快达子公司主要亮点是光气类产品，搬迁完成后，快达子公司盈利始终保持高速增长，18年净利润增速达到94%。比德生物原是公司氯代吡啶类产品竞争企业，现阶段能为公司提供部分原料中间体。利尔作物是公司制剂销售成立的子公司，管理层部分持股，近年来发展迅速。

表 1：18 年公司主要子公司盈利大幅增长

主要公司盈利（百万元）		16	17	18
江苏快达（51%）	营业收入	677.4	955.4	1028.8
	净利润	29.2	58.8	114.1
比德生化(45%)	营业收入	178.3	253.5	390.2
	净利润	16.6	21.6	30.7
利尔作物(85%)	营业收入	228.7	298.1	327.7
	净利润	7.2	10.5	15.7
启明星(66%)	营业收入		101	112.1
	净利润		13.91	16.5

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 广安基地加速投产，利润进入释放期

广安基地是公司近年来重要投资建设的项目，根据公告，目前公司 10000 吨草铵膦已经完成投资总额 100%（一期 3000 吨），1000 吨丙炔氟环唑已经完成投资总额 90.24%，1000 吨氟环唑完成投资总额 34.37%。

报告期内，草铵膦实现效益 1551 万元。根据卓创资讯，公司广安草铵膦项目于 10 月左右投产，期间受安全事故影响停产约 1 个月，我们预计实际有效生产 1-2 个月左右，对应 250-500 吨左右产量。

报告期内，丙炔氟草胺实现效益 46.1 万元。公司丙炔氟草胺投产较早，我们预计实际生产 3 个月以上时间。以 50 万/吨价格测算我们预计吨净利达到 21.3 万/吨。丙炔氟草胺了效益明显低于预期主要是受安全事故影响，行政处罚、装置重建等因素导致效益不大预期。

3. 广安二期强化公司草铵膦产业优势

公司披露广安二期项目主要包括 15000 吨/年甲基二氯化磷、含磷阻燃剂、L-草铵膦生产线及配套工程建设项目，其中甲基二氯化磷将于 2020 年 6 月投产。根据公告，公司将集中生产甲基二氯化磷及后续的中间体，并提供给绵阳基地，这将大大提高公司所有草铵膦产品的竞争优势。我们认为公司绵阳基地通过技改，已部分或者全部采用新工艺，成本将进一步降低（新工艺吨成本较同行低 2.1 万元/吨左右）。

甲基二氯化磷（MDP）是草铵膦中间体合成难度最大的一个，拜耳通过三氯化磷和甲烷在气相下实现 MDP 工业化生产，利尔也已掌握类似工艺。此外 MDP 是制备阻燃剂的重要中间体，公司阻燃剂布局既可以消化 MDP 产能，也可以拓宽产品线。

表 2：国内主要草铵膦生产厂商成本对比（元）

	利尔化学	A	B	C	D
税前原料成本合计	13483	33602	31812	43322	26309
环保成本	20000	20000	20000	20000	20000
折旧费用	5694	5000	~6500	7000	8333
人工费用	5694	~5000	~6500	~7000	~8333
能源	5694	~5000	~6500	~7000	~8333
不含税总成本	50566	68602	71312	84322	64403
含税总成本	59162	80265	83435	98656	75351

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 1：草铵膦不同合成路线



资料来源：公司公告，《农药快讯》，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	392.51	650.84	585.36	737.47	1,685.77	营业收入	3,083.55	4,027.07	4,877.97	5,699.73	6,453.78
应收账款	654.89	797.69	882.50	1,017.41	1,133.85	营业成本	2,197.37	2,695.45	3,251.13	3,794.06	4,332.22
预付账款	40.31	86.64	28.00	112.34	60.01	营业税金及附加	9.61	15.09	14.63	17.10	19.36
存货	565.83	775.25	814.19	977.45	1,068.32	营业费用	89.21	116.69	156.10	182.39	206.52
其他	174.14	295.20	256.05	251.60	326.32	管理费用	251.25	245.14	439.02	444.58	438.86
流动资产合计	1,827.68	2,605.62	2,566.09	3,096.27	4,274.27	财务费用	31.68	16.30	15.00	50.33	(1.07)
长期股权投资	20.17	0.01	82.01	82.01	82.01	资产减值损失	5.51	7.27	6.86	6.55	6.89
固定资产	1,797.41	2,470.49	2,917.14	3,132.36	3,179.21	公允价值变动收益	(0.25)	(12.16)	(14.51)	5.62	1.09
在建工程	416.72	974.40	620.64	420.38	282.23	投资净收益	4.94	(1.79)	1.26	1.47	0.32
无形资产	248.21	323.19	315.28	307.36	299.45	其他	(30.62)	177.85	26.48	(14.17)	(2.81)
其他	204.35	199.14	201.51	177.63	165.54	营业利润	524.84	767.24	981.99	1,211.81	1,452.40
非流动资产合计	2,686.85	3,967.22	4,136.58	4,119.74	4,008.44	营业外收入	1.21	12.49	13.02	8.91	11.47
资产总计	4,514.53	6,572.84	6,702.67	7,216.01	8,282.71	营业外支出	14.65	35.95	20.63	23.74	26.77
短期借款	406.40	184.00	968.53	80.00	80.00	利润总额	511.40	743.78	974.39	1,196.97	1,437.10
应付账款	454.10	637.61	563.79	791.63	803.18	所得税	72.74	92.31	146.16	179.55	215.57
其他	434.75	936.56	567.19	879.84	830.33	净利润	438.65	651.46	828.23	1,017.43	1,221.54
流动负债合计	1,295.25	1,758.17	2,099.51	1,751.47	1,713.52	少数股东损益	36.69	73.65	73.04	96.61	120.61
长期借款	365.50	363.80	150.00	100.00	100.00	归属于母公司净利润	401.97	577.81	755.19	920.81	1,100.93
应付债券	0.00	650.67	216.89	289.18	385.58	每股收益(元)	0.77	1.10	1.44	1.76	2.10
其他	67.18	114.44	82.10	87.91	94.81						
非流动负债合计	432.68	1,128.90	448.98	477.09	580.39						
负债合计	1,727.94	2,887.08	2,548.49	2,228.56	2,293.91						
少数股东权益	407.51	528.32	601.36	697.97	818.58	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	524.37	524.37	524.37	524.37	524.37	成长能力					
资本公积	810.14	810.09	810.09	810.09	810.09	营业收入	55.55%	30.60%	21.13%	16.85%	13.23%
留存收益	1,846.54	2,424.30	3,028.45	3,765.10	4,645.85	营业利润	114.85%	46.18%	27.99%	23.40%	19.85%
其他	(801.97)	(601.31)	(810.09)	(810.09)	(810.09)	归属于母公司净利润	92.93%	43.75%	30.70%	21.93%	19.56%
股东权益合计	2,786.60	3,685.76	4,154.18	4,987.45	5,988.80	获利能力					
负债和股东权益总	4,514.53	6,572.84	6,702.67	7,216.01	8,282.71	毛利率	28.74%	33.07%	33.35%	33.43%	32.87%
						净利率	13.04%	14.35%	15.48%	16.16%	17.06%
						ROE	16.90%	18.30%	21.26%	21.47%	21.29%
						ROIC	21.17%	22.28%	19.57%	21.95%	26.13%
						偿债能力					
						资产负债率	38.27%	43.92%	38.02%	30.88%	27.70%
						净负债率	13.56%	15.19%	19.20%	10.96%	15.25%
						流动比率	1.41	1.48	1.22	1.77	2.49
						速动比率	0.97	1.04	0.83	1.21	1.87
						营运能力					
						应收账款周转率	5.88	5.54	5.81	6.00	6.00
						存货周转率	6.31	6.01	6.14	6.36	6.31
						总资产周转率	0.81	0.73	0.73	0.82	0.83
						每股指标(元)					
						每股收益	0.77	1.10	1.44	1.76	2.10
						每股经营现金流	0.69	0.66	1.66	3.06	2.64
						每股净资产	4.54	6.02	6.78	8.18	9.86
						估值比率					
						市盈率	21.24	14.77	11.30	9.27	7.75
						市净率	3.59	2.70	2.40	1.99	1.65
						EV/EBITDA	12.78	6.76	7.45	5.38	4.30
						EV/EBIT	17.18	8.64	9.90	7.11	5.69

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