

## 产品价格回升, 生产线并线有助提升竞争力

### 投资要点

- **事件:** 草铵膦价格近期上涨 3.7%, 达到 11.2 万元/吨。利尔化学近期在广安利尔进行甲基二氯化磷项目的并线, 停产 3 个月。
- **公司掌握吡啶类化合物催化氯化系统集成技术, 护城河深。** 公司是全球继美国陶氏益农之后最先全面掌握氟基吡啶氯化工业化关键技术的企业, 在国内率先开发出了氯代吡啶系列产品中的毕克草、毒莠定、氟草烟等除草剂产品。目前公司绵阳生产基地是国内最大的氯代吡啶类除草剂系列农药产品研发及生产基地, 氯代吡啶类产品技术代表国内领先水平, 毕克草和毒莠定原药产销量居全国第一、全球第二。
- **并线之后有望提高公司竞争力。** 公司原有产能采用传统的格式-Strecker 工艺, 而广安利尔的草铵膦项目基于自主研发的甲烷三氯化磷法-Strecker 工艺, 攻克三氯化磷和甲烷合成甲基二氯化磷的技术难点, 在成本上比原先的格式-Strecker 工艺有明显降低。本次, 利尔化学计划停产约 3 个月, 实行甲基二氯化磷项目的并线, 虽然在短期内会减少草铵膦原药的产量, 对公司 2020 年 1 季度经营业绩产生一定的不利影响, 但是, 从长远来看, 有助于公司提升草铵膦原药的市场竞争力, 降低广安利尔生产草铵膦的综合成本, 提升效益。
- **草铵膦原药价格触底回升, 预计后续行情先稳后涨。** 2019 年草铵膦原药价格呈现下滑态势, 主要原因有两个: 一是利尔等企业产能扩张, 市场供给不断增加; 二是国内市场相对饱和, 下游制剂库存尚需消化, 厂家消化库存。但是 12 月 6 日前后, 湖北地区一家生产草铵膦中间体甲基亚磷酸二乙酯的企业因园区环境治理问题停车, 导致部分草铵膦原药工厂的中间体供应中断, 整个草铵膦市场在 12 月 7 日至 15 日皆出现不报价、不接单观望情况。12 月 16 日起, 利尔化学仅对老客户报价, 其他原药企业皆无报价并不接单, 12 月 16 日, 利尔化学的草铵膦原药对外报价 11.2 万元/吨, 比前期报价上涨 3.7%。由于广安利尔停产并线, 短期内草铵膦整体货源供应量将再次减少, 供应将会再度偏紧, 预计后期草铵膦原药的价格将会先稳后涨。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.61 元、0.82 元、1.01 元, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、下游需求不达预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4027.07	3829.25	4345.64	5197.78
增长率	30.60%	-4.91%	13.49%	19.61%
归属母公司净利润(百万元)	577.81	319.30	431.58	530.58
增长率	43.75%	-44.74%	35.16%	22.94%
每股收益 EPS(元)	1.10	0.61	0.82	1.01
净资产收益率 ROE	17.68%	9.67%	11.74%	12.85%
PE	12	22	17	13
PB	2.27	2.27	2.03	1.81

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

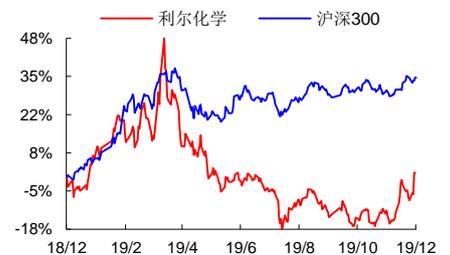
分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-57631191  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话: 0755-23614278  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春  
执业证号: S1250519080005  
电话: 021-58351839  
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪  
电话: 010-58251919  
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.24
流通 A 股(亿股)	5.22
52 周内股价区间(元)	11.02-19.92
总市值(亿元)	71.58
总资产(亿元)	73.54
每股净资产(元)	5.87

### 相关研究

1. 利尔化学(002258): 行业景气下降, 公司业绩低于预期 (2019-04-23)
2. 利尔化学(002258): 一季度略低于预期, 仍然看好公司长远发展 (2019-02-25)
3. 利尔化学(002258): 2018 年业绩基本符合预期, 看好未来 (2019-01-21)

**关键假设：**

假设 1：预计 2019-2021 年公司草铵膦不含税价格 11 万元/吨、10.8 万元/吨、10 万元/吨，销量 9000 吨、1.1 万吨、1.3 万吨；

假设 2：预计氟环唑 2021 年销量 500 吨，不含税价格 40 万元/吨；

假设 3：预计丙炔氟草胺 2019-2021 年销量 200、500、900 吨，不含税价格 40、40、40 万元/吨。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	4027.07	3829.25	4345.64	5197.78
	增速	30.6%	-4.9%	13.5%	19.6%
	成本	2695.45	2776.77	3028.55	3617.70
	毛利率	33.1%	27.5%	30.3%	30.4%
农药原药	收入	2609.00	2440	2778	3425
	增速	23.5%	-7.22%	13.85%	23.29%
	成本	1671.89	1758.3	1885.2	2330.75
	毛利率	35.9%	27.94%	32.14%	31.95%
农药制剂	收入	1228.37	1189.2496	1367.637	1572.7826
	增速	59.1%	10%	15%	15%
	成本	848.68	832.47472	957.34593	1100.9478
	毛利率	30.9%	30%	30%	30%
其他	收入	189.70	200.00	200.00	200.00
	增速		5.4%	0.0%	0.0%
	成本	174.88	186.00	186.00	186.00
	毛利率	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%

数据来源：西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4027.07	3829.25	4345.64	5197.78	净利润	651.46	360.00	486.59	598.22
营业成本	2695.45	2776.77	3028.55	3617.70	折旧与摊销	262.12	326.22	555.59	749.36
营业税金及附加	15.09	11.49	13.04	15.59	财务费用	16.30	73.37	115.21	125.02
销售费用	116.69	134.02	152.10	181.92	资产减值损失	7.27	8.00	8.00	8.00
管理费用	245.14	402.07	456.29	545.77	经营营运资本变动	-76.24	-344.59	-307.26	-95.09
财务费用	16.30	73.37	115.21	125.02	其他	-512.87	-10.55	-13.30	-4.92
资产减值损失	7.27	8.00	8.00	8.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>348.04</b>	<b>412.44</b>	<b>844.83</b>	<b>1380.58</b>
投资收益	-1.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1278.52	-900.00	-900.00	-900.00
公允价值变动损益	-12.16	0.00	0.00	0.00	其他	372.82	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-905.70</b>	<b>-900.00</b>	<b>-900.00</b>	<b>-900.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>767.24</b>	<b>423.53</b>	<b>572.46</b>	<b>703.79</b>	短期借款	-222.40	857.67	285.88	-184.04
其他非经营损益	-23.46	0.00	0.00	0.00	长期借款	-1.70	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>743.78</b>	<b>423.53</b>	<b>572.46</b>	<b>703.79</b>	股权融资	-0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	92.31	63.53	85.87	105.57	支付股利	0.00	-115.56	-63.86	-86.32
净利润	651.46	360.00	486.59	598.22	其他	971.06	-522.45	-115.21	-125.02
少数股东损益	73.65	40.70	55.01	67.63	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>746.91</b>	<b>219.65</b>	<b>106.81</b>	<b>-395.37</b>
归属母公司股东净利润	577.81	319.30	431.58	530.58	<b>现金流量净额</b>	<b>180.11</b>	<b>-267.91</b>	<b>51.64</b>	<b>85.21</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	650.84	382.92	434.56	519.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	983.99	948.23	1077.24	1282.39	销售收入增长率	30.60%	-4.91%	13.49%	19.61%
存货	775.25	862.98	913.03	1039.57	营业利润增长率	46.18%	-44.80%	35.16%	22.94%
其他流动资产	195.54	185.93	211.01	252.38	净利润增长率	48.51%	-44.74%	35.16%	22.94%
长期股权投资	0.01	0.01	0.01	0.01	EBITDA 增长率	40.77%	-21.28%	51.04%	26.94%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3444.89	4027.66	4509.06	4924.69	毛利率	33.07%	27.49%	30.31%	30.40%
无形资产和开发支出	345.71	338.84	331.97	325.11	三费率	9.39%	15.92%	16.65%	16.41%
其他非流动资产	176.62	430.49	556.37	298.24	净利率	16.18%	9.40%	11.20%	11.51%
<b>资产总计</b>	<b>6572.84</b>	<b>7177.08</b>	<b>8033.25</b>	<b>8642.18</b>	ROE	17.68%	9.67%	11.74%	12.85%
短期借款	184.00	1041.67	1327.54	1143.50	ROA	9.91%	5.02%	6.06%	6.92%
应付和预收款项	1155.88	1101.74	1232.68	1474.84	ROIC	17.20%	8.19%	9.70%	10.45%
长期借款	363.80	363.80	363.80	363.80	EBITDA/销售收入	25.97%	21.50%	28.61%	30.36%
其他负债	1183.39	948.45	965.08	1003.98	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2887.08</b>	<b>3455.65</b>	<b>3889.10</b>	<b>3986.12</b>	总资产周转率	0.73	0.56	0.57	0.62
股本	524.37	524.37	524.37	524.37	固定资产周转率	1.89	1.18	1.02	1.10
资本公积	810.09	810.09	810.09	810.09	应收账款周转率	5.58	4.89	5.27	5.41
留存收益	1614.21	1817.94	2185.66	2629.93	存货周转率	3.98	3.35	3.39	3.69
归属母公司股东权益	3157.45	3152.41	3520.12	3964.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	68.69%	—	—	—
少数股东权益	528.32	569.02	624.03	691.66	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3685.76</b>	<b>3721.42</b>	<b>4144.15</b>	<b>4656.06</b>	资产负债率	43.92%	48.15%	48.41%	46.12%
负债和股东权益合计	6572.84	7177.08	8033.25	8642.18	带息债务/总负债	41.51%	59.50%	60.22%	54.14%
					流动比率	1.48	1.02	0.95	1.08
					速动比率	1.04	0.65	0.62	0.72
					股利支付率	0.00%	36.19%	14.80%	16.27%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1045.66	823.11	1243.25	1578.16	每股收益	1.10	0.61	0.82	1.01
PE	12.39	22.42	16.59	13.49	每股净资产	6.02	6.01	6.71	7.56
PB	2.27	2.27	2.03	1.81	每股经营现金	0.66	0.79	1.61	2.63
PS	1.78	1.87	1.65	1.38	每股股利	0.00	0.22	0.12	0.16
EV/EBITDA	7.43	10.52	7.15	5.46					
股息率	0.00%	1.61%	0.89%	1.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yll@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn