

利尔化学 (002258) \化工

——草铵膦价格底部回升，公司成本端进一步优化

事件：公司发布2019年年报。全年实现营业收入41.6亿元，同比增长3.4%，归母净利润3.1亿元，同比下降46.2%，扣非后归母净利润3.01亿元，同比下滑49.6%。公司同时披露一季度业绩预告，预计2020Q1实现归母净利润5000万元至7300万元，同比变动-30.79%至1.04%。

投资要点：

➤ 草铵膦价格下滑拖累全年业绩，销量端增长好于预期

2019年受全球农化市场不振，农药需求下滑，且农药市场竞争加剧影响，公司核心农药产品草铵膦价格遭遇较大幅度下滑，2019年均价12.33万元/吨，同比大幅下降约30.41%，草铵膦价格的大幅下滑拖累了公司全年业绩。销量端公司全年累计销售15.75万吨，同比增18%，主要系广安草铵膦一期以及丙炔氟草胺带来的增量。目前，公司全力推进广安生产基地的甲基二氯化磷项目，并于2019年底启动与原有草铵膦原药生产装置的并线，并线成功后广安草铵膦新生产线成本将进一步降低，产品竞争力将进一步提升。

➤ 草铵膦市场前景广阔，低成本新工艺蓄势待发

草铵膦作为三大非选择性除草剂之一，能有效解决草甘膦的抗性，在转基因领域市场前景广阔，产品价格下降使得其性价比大幅提升，未来下游需求有望快速增长。公司广安草铵膦采用低成本的拜耳工艺，仅原材料成本就下降约2万/吨，随着此次并线技改完成，公司草铵膦销量将持续提升，成本下降带来的收益有望超预期。

➤ 多项目、多品种打开未来成长空间

除广安基地草铵膦、氟环唑、丙炔氟草胺等新增产能项目的开发外，公司还储备了包括L-草铵膦、唑啉草酯、氟虫苯甲酰胺等系列新产品，这些都将成为公司未来发展的主要贡献点。

➤ 盈利预测及评级

预计公司2020年至2022年EPS分别为0.83元、1.01元、1.2元，对应PE分别为16倍、13倍、11倍，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示。全球农产品价格低迷、广安项目不及预期、安全事故

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,027.07	4,163.84	4,565.21	5,087.64	5,672.42
增长率(%)	30.60%	3.40%	9.64%	11.44%	11.49%
EBITDA(百万元)	1,043.73	831.60	1,084.91	1,188.01	1,304.01
净利润(百万元)	577.81	311.14	437.17	530.27	628.99
增长率(%)	43.74%	-46.15%	40.50%	21.30%	18.62%
EPS(元/股)	1.10	0.59	0.83	1.01	1.20
市盈率(P/E)	12.13	22.53	16.04	13.22	11.15
市净率(P/B)	2.22	2.09	1.85	1.62	1.42
EV/EBITDA	8.40	11.12	8.16	6.75	5.45

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**13.37元**

吴程浩 分析师

执业证书编号：S0590518070002

电话：0510-85613163

邮箱：wuch@glsc.com.cn

马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	524/522
流通A股市值(百万元)	6,982
每股净资产(元)	6.02
资产负债率(%)	46.83
一年内最高/最低(元)	19.92/10.92

一年内股价相对走势



相关报告

- 《利尔化学(002258)\化工行业》
《特种胺细分小龙头》
- 《利尔化学(002258)\化工行业》
《深度布局草铵膦产业链，一体化优势树立护城》
- 《利尔化学(002258)\化工行业》
《季报业绩靓丽，持续优化产业链》

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	348.09	459.24	933.53	1,950.3	3,066.9	营业收入	4,027.0	4,163.8	4,565.2	5,087.6	5,672.4
应收账款+票据	897.35	875.03	927.53	983.18	1,042.1	营业成本	2,695.4	3,086.9	3,285.7	3,633.4	4,019.8
预付账款	86.64	60.47	64.10	67.94	72.02	营业税金及附加	15.09	19.73	22.83	25.44	28.36
存货	775.25	956.12	1,013.4	1,074.3	1,138.7	营业费用	116.69	133.33	146.09	162.80	181.52
其他	195.54	254.68	254.68	254.68	254.68	管理费用	245.14	211.00	456.52	508.76	567.24
流动资产合计	2,302.8	2,606.7	3,194.4	4,331.5	5,575.7	财务费用	16.30	78.39	53.00	40.69	36.96
长期股权投资	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	7.27	3.62	4.00	4.00	4.00
固定资产	2,470.4	2,274.2	3,695.2	3,282.2	2,869.3	公允价值变动收	-12.16	13.10	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,008.0	1,833.8	0.00	0.00	0.00	投资净收益	5.20	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	323.19	411.40	394.85	378.30	361.75	其他	-165.47	-214.71	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	143.64	153.41	151.12	148.83	148.83	营业利润	758.71	429.22	597.05	712.46	834.48
非流动资产合计	3,945.4	4,672.9	4,241.1	3,809.4	3,379.9	营业外净收益	-30.45	82.18	0.00	0.00	0.00
资产总计	6,248.2	7,279.6	7,435.6	8,140.9	8,955.7	利润总额	728.26	511.40	597.05	712.46	834.48
短期借款	184.00	445.82	0.00	0.00	0.00	所得税	88.46	44.12	84.88	102.19	120.49
应付账款+票据	816.98	1,271.2	1,347.5	1,428.3	1,514.0	净利润	639.80	438.65	512.17	610.27	713.99
其他	546.33	343.89	357.27	371.46	386.50	少数股东损益	73.65	75.42	75.00	80.00	85.00
流动负债合计	1,547.3	2,060.9	1,704.7	1,799.8	1,900.5	归属于母公司净	577.81	311.14	437.17	530.27	628.99
长期带息负债	1,014.4	1,112.0	1,112.0	1,112.0	1,112.0						
长期应付款	0.37	72.63	72.63	72.63	72.63						
其他	0.37	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	1,015.2	1,184.7	1,184.7	1,184.7	1,184.7						
负债合计	2,562.5	3,245.6	2,889.4	2,984.5	3,085.2						
少数股东权益	528.32	675.95	750.95	830.95	915.95						
股本	524.37	524.38	524.38	524.38	524.38						
资本公积	810.09	810.15	810.15	810.15	810.15						
留存收益	1,822.9	2,023.5	2,460.7	2,991.0	3,620.0						
股东权益合计	3,685.7	4,034.0	4,546.2	5,156.4	5,870.4						
负债和股东权益总	6,248.2	7,279.7	7,435.7	8,141.0	8,955.7						

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	30.60%	3.40%	9.64%	11.44%	11.49%
EBIT	55.52%	-38.15%	35.94%	15.69%	15.56%
EBITDA	51.52%	-20.32%	30.46%	9.50%	9.76%
归属于母公司净	92.93%	-46.15%	40.50%	21.30%	18.62%
获利能力					
毛利率	33.07%	25.86%	28.03%	28.58%	29.13%
净利率	15.89%	8.58%	11.22%	12.00%	12.59%
ROE	18.30%	9.27%	11.52%	12.26%	12.70%
ROIC	20.05%	8.28%	10.07%	11.55%	14.09%
偿债能力					
资产负债率	41.01%	44.59%	38.86%	36.66%	34.45%
流动比率	1.49	1.26	1.87	2.41	2.93
速动比率	0.86	0.68	1.13	1.67	2.20
营运能力					
应收账款周转率	4.51	4.80	4.97	5.22	5.49
存货周转率	3.48	3.23	3.24	3.38	3.53
总资产周转率	0.64	0.57	0.61	0.62	0.63
每股指标(元)					
每股收益	1.10	0.59	0.83	1.01	1.20
每股经营现金流	0.59	1.12	1.86	2.02	2.20
每股净资产	6.02	6.40	7.24	8.25	9.45
估值比率					
市盈率	12.13	22.53	16.04	13.22	11.15
市净率	2.22	2.09	1.85	1.62	1.42
EV/EBITDA	8.40	11.12	8.16	6.75	5.45
EV/EBIT	11.22	19.12	13.47	10.55	8.09

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	669.79	412.19	507.49	605.59	709.31
折旧摊销	262.12	348.19	427.77	427.77	425.48
财务费用	49.85	83.31	60.08	47.78	44.04
存货减少	-214.31	-175.21	-57.37	-60.81	-64.46
营运资金变动	-423.59	-74.46	33.53	35.54	37.67
其它	-32.87	-7.77	4.00	4.00	4.00
经营活动现金流	310.99	586.25	975.51	1,059.8	1,156.0
资本支出	842.48	735.85	0.00	0.00	0.00
长期投资	64.21	29.59	0.00	0.00	0.00
其他	0.98	2.96	4.68	4.68	4.68
投资活动现金流	-905.70	-762.47	4.68	4.68	4.68
债权融资	845.86	203.58	-445.82	0.00	0.00
股权融资	0.00	14.55	0.00	0.00	0.00
其他	-98.95	44.29	-60.08	-47.78	-44.04
筹资活动现金流	746.91	262.42	-505.90	-47.78	-44.04
现金净增加额	143.06	81.15	474.28	1,016.7	1,116.6

数据来源：公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	王铁心	13520772313
上海	费隆楷	13485058371