

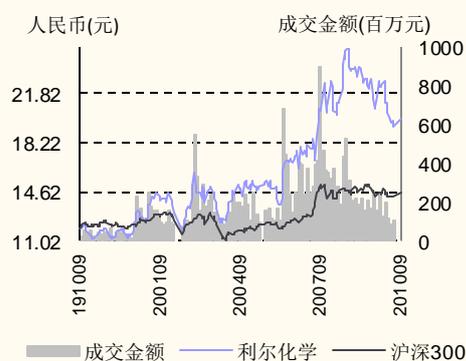
利尔化学 (002258.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 19.97 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.24
已上市流通 A 股(亿股)	5.22
总市值(亿元)	104.72
年内股价最高最低(元)	22.75/19.38
沪深 300 指数	4681
中小板综	12441



相关报告

- 1.《中报业绩大幅增长,长期成长确定-【国金化工】利尔化学中报点评》, 2020.8.6
- 2.《2 季度业绩超预期,草铵膦价格坚挺-【国金基化】利尔化学点评》, 2020.7.6
- 3.《一季度业绩符合预期,看好草铵膦边际改善-【国金基化】利尔化学...》, 2020.4.23
- 4.《草铵膦趋势向上,广安项目驱动增长-【国金基化】利尔化学深度报...》, 2020.4.12

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

3 季报业绩超预期,草铵膦边际向上

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,027	4,164	4,620	5,078	5,997
营业收入增长率	30.60%	3.40%	10.95%	9.92%	18.10%
归母净利润(百万元)	578	311	448	563	761
归母净利润增长率	43.75%	-46.15%	43.98%	25.69%	35.09%
摊薄每股收益(元)	1.102	0.593	0.854	1.074	1.451
每股经营性现金流净额	0.66	1.12	1.46	1.92	2.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.30%	9.27%	13.08%	14.97%	18.03%
P/E	11.92	23.81	23.38	18.60	13.77
P/B	2.18	2.21	3.06	2.78	2.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司于 2020 年 10 月 9 日发布 2020 年 3 季度业绩预告。预计公司 2020 年 1-9 月实现归母净利润 4.1-4.2 亿元,同比增长 75-80%;其中预计公司 3 季度单季实现归母净利润 1.55-1.66 亿元,同比增长 107-122%,业绩超预期。

经营分析

- 草铵膦价格环比持续提升。根据百川资讯和中农立华等数据,草铵膦 2020 年 1 季度平均报价 12.1 万元/吨,环比 2019 年 4 季度上涨 13.29%,草铵膦 2 季度平均报价 13 万元/吨,环比 1 季度上涨 7.4%,草铵膦 3 季度平均报价 14.82 万元/吨,环比上涨 14%。百草枯在部分地区禁用,对草铵膦销售促进作用,根据百川资讯数据,8 月和 9 月草铵膦市场主流报价至 15-16 万元/吨,实际成交价至 15 万元/吨,当前市场并未有新增产能,预计草铵膦基本供需格局保持稳定。
- 草铵膦长期需求向好,公司持续降本增效。公司广安基地 1 万吨产能于 2019 年 12 月开始进行甲基二氯化磷项目的并线,根据公司中报内容和 9 月投资者活动记录表内容显示,目前广安利尔已恢复生产,甲基二氯化磷项目处于正常的试运行状态;我们预计并线完成后,公司草铵膦单吨成本有进一步下降空间。
- 储备 L-草铵膦等项目,看好长期成长。公司分别于 2019 年 2 月和 2020 年 4 月发布公告,广安基地规划 3000 吨 L-草铵膦项目,绵阳基地规划建设年产 2 万吨 L-草铵膦项目。公司目前已经取得精草铵膦生产许可,进行试生产,并获得成功,预计 L-草铵膦项目将于 2022 年逐步投产。此外,公司氟环唑等产品将陆续推出,还储备有唑啉草酯、氟虫苯甲酰胺等系列新产品,并积极布局制剂领域,未来成长空间向好。

盈利预测与投资建议

- 公司草铵膦业务趋势向上,广安项目产能持续投放支撑业绩增长;我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 4.5 亿元、5.6 亿元、7.6 亿元;EPS 分别为 0.85 元、1.07 元和 1.45 元。当前市值对应 PE 分别 23.4X/18.6X/13.8X。维持“增持”评级。

风险提示

- 产品价格下跌;草铵膦需求下滑;项目投放进度不及预期;汇率风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,084	4,027	4,164	4,620	5,078	5,997	货币资金	393	651	739	752	817	959
增长率		30.6%	3.4%	11.0%	9.9%	18.1%	应收账款	712	897	875	980	1,078	1,273
主营业务成本	-2,197	-2,695	-3,087	-3,287	-3,526	-4,058	存货	566	775	956	921	988	1,137
%销售收入	71.3%	66.9%	74.1%	71.1%	69.4%	67.7%	其他流动资产	158	282	316	333	339	353
毛利	886	1,332	1,077	1,333	1,553	1,939	流动资产	1,828	2,606	2,887	2,986	3,222	3,722
%销售收入	28.7%	33.1%	25.9%	28.9%	30.6%	32.3%	%总资产	40.5%	39.6%	38.0%	38.9%	40.1%	43.1%
营业税金及附加	-10	-15	-20	-22	-24	-28	长期投资	27	0	0	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	2,310	3,479	4,108	4,247	4,364	4,459
销售费用	-89	-117	-133	-148	-168	-198	%总资产	51.2%	52.9%	54.2%	55.3%	54.3%	51.7%
%销售收入	2.9%	2.9%	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%	无形资产	272	350	438	441	444	447
管理费用	-251	-245	-211	-245	-274	-348	非流动资产	2,687	3,967	4,700	4,688	4,808	4,906
%销售收入	8.1%	6.1%	5.1%	5.3%	5.4%	5.8%	%总资产	59.5%	60.4%	62.0%	61.1%	59.9%	56.9%
研发费用	0	-165	-221	-254	-295	-360	资产总计	4,515	6,573	7,587	7,675	8,030	8,627
%销售收入	0.0%	4.1%	5.3%	5.5%	5.8%	6.0%	短期借款	410	424	567	579	359	111
息税前利润 (EBIT)	536	789	492	665	793	1,005	应付款项	721	1,083	1,495	1,375	1,480	1,710
%销售收入	17.4%	19.6%	11.8%	14.4%	15.6%	16.8%	其他流动负债	165	250	154	202	225	268
财务费用	-32	-16	-78	-74	-70	-50	流动负债	1,295	1,758	2,216	2,157	2,064	2,089
%销售收入	1.0%	0.4%	1.9%	1.6%	1.4%	0.8%	长期贷款	366	364	425	435	445	455
资产减值损失	-6	-7	4	-9	-1	-2	其他长期负债	67	765	911	900	900	900
公允价值变动收益	0	-12	13	0	0	0	负债	1,728	2,887	3,553	3,492	3,409	3,443
投资收益	5	-2	-36	2	2	2	普通股股东权益	2,379	3,157	3,358	3,424	3,762	4,218
%税前利润	1.0%	n.a	n.a	0.3%	0.3%	0.2%	其中：股本	524	524	524	524	524	524
营业利润	525	767	432	623	764	996	未分配利润	889	1,417	1,602	1,871	2,209	2,665
营业利润率	17.0%	19.1%	10.4%	13.5%	15.0%	16.6%	少数股东权益	408	528	676	759	859	966
营业外收支	-13	-23	8	-20	-10	-10	负债股东权益合计	4,515	6,573	7,587	7,675	8,030	8,627
税前利润	511	744	440	603	754	986	比率分析						
利润率	16.6%	18.5%	10.6%	13.1%	14.8%	16.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-73	-92	-53	-72	-90	-118	每股指标						
所得税率	14.2%	12.4%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.767	1.102	0.593	0.854	1.074	1.451
净利润	439	651	387	531	663	868	每股净资产	4.537	6.021	6.404	6.529	7.174	8.044
少数股东损益	37	74	75	83	100	107	每股经营现金净流	0.692	0.664	1.123	1.457	1.918	2.235
归属于母公司的净利润	402	578	311	448	563	761	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.342	0.430	0.580
净利率	13.0%	14.3%	7.5%	9.7%	11.1%	12.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.90%	18.30%	9.27%	13.08%	14.97%	18.03%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	8.90%	8.79%	4.10%	5.84%	7.01%	8.82%
净利润	439	651	387	531	663	868	投入资本收益率	12.88%	13.46%	7.54%	9.94%	11.41%	13.75%
少数股东损益	37	74	75	83	100	107	增长率						
非现金支出	192	269	345	279	292	315	主营业务收入增长率	55.55%	30.60%	3.40%	10.95%	9.92%	18.10%
非经营收益	29	65	108	118	94	76	EBIT 增长率	116.53%	47.22%	-37.71%	35.18%	19.25%	26.86%
营运资金变动	-297	-638	-250	-164	-44	-86	净利润增长率	92.93%	43.75%	-46.15%	43.98%	25.69%	35.09%
经营活动现金净流	363	348	589	764	1,006	1,172	总资产增长率	44.86%	45.59%	15.42%	1.16%	4.63%	7.44%
资本开支	-572	-841	-733	-305	-421	-421	资产管理能力						
投资	-62	-18	-29	0	0	0	应收账款周转天数	61.7	65.4	67.3	67.3	67.3	67.3
其他	7	-46	-1	2	2	2	存货周转天数	81.2	90.8	102.4	103.0	103.0	103.0
投资活动现金净流	-627	-906	-762	-303	-419	-419	应付账款周转天数	56.9	63.6	63.1	64.0	64.0	64.0
股权募资	16	0	15	-201	0	0	固定资产周转天数	212.8	223.9	199.4	174.8	153.1	123.2
债权募资	527	846	204	23	-210	-239	偿债能力						
其他	-85	-108	39	-270	-311	-372	净负债/股东权益	13.75%	21.38%	23.26%	22.68%	14.57%	5.64%
筹资活动现金净流	458	738	257	-449	-521	-611	EBIT 利息保障倍数	16.9	48.4	6.3	9.0	11.3	20.1
现金净流量	194	180	84	13	65	142	资产负债率	38.27%	43.92%	46.83%	45.50%	42.46%	39.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-12	增持	14.24	17.00~17.00
2	2020-04-23	增持	15.50	N/A
3	2020-07-06	增持	16.95	N/A
4	2020-08-06	增持	24.76	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH