资源与环境研究中心

利尔化学 (002258.SZ) 增持（维持评级）

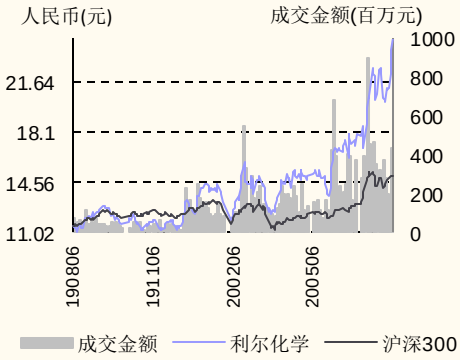
公司点评

市场价格（人民币）：24.76 元

中报业绩大幅增长，长期成长确定

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)	129.84
年内股价最高最低(元)	24.76/18.65
沪深 300 指数	4777
中小板综	13135



相关报告

1.《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
2.《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
3.《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

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	28.98	23.06	17.07
P/B	2.18	2.21	3.79	3.45	3.08

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司于 2020 年 8 月 5 日发布 2020 年中报。公司 2020 年上半年实现营业收入 23.49 亿元，同比增长 14.44%，归母净利润 2.55 亿元，同比增长 60.11%。其中公司 2 季度单季实现营业收入 13.68 亿，同比增长 32.22%，实现归母净利润 1.72 亿，同比增长 97.11%，2 季度业绩超预期。

经营分析

- **草铵膦量价持续改善。**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%。主要原因是公司竞争对手七洲等厂家因中间体供应不畅，开工率下滑，叠加二季度海外疫情加重，海外供给在一定程度上受到限制，公司草铵膦等其他产品销量显著提升，从库存商品科目来看，期初库存商品账面价值 5.52 亿，期末库存商品账面价值 3.24 亿，库存商品减少 2.28 亿。
- **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，中报显示，公司目前正在全力推进广安基地甲基二氯化磷项目，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 2 万元下降空间，公司对草铵膦行业的话语权将进一步增强。
- **储备项目丰富，长期成长空间向好。**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。中报显示，公司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、氯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 29X/23X/17X。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。

蒲强 分析师 SAC 执业编号：S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荥 联系人
yangyiying@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,084**	**4,027**	**4,164**	**4,620**	**5,078**	**5,997**
增长率		30.6%	3.4%	11.0%	9.9%	18.1%
主营业务成本	-2,197	-2,695	-3,087	-3,287	-3,526	-4,058
%销售收入	71.3%	66.9%	74.1%	71.1%	69.4%	67.7%
毛利	886	1,332	1,077	1,333	1,553	1,939
%销售收入	28.7%	33.1%	25.9%	28.9%	30.6%	32.3%
营业税金及附加	-10	-15	-20	-22	-24	-28
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-89	-117	-133	-148	-168	-198
%销售收入	2.9%	2.9%	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%
管理费用	-251	-245	-211	-245	-274	-348
%销售收入	8.1%	6.1%	5.1%	5.3%	5.4%	5.8%
研发费用	0	-165	-221	-254	-295	-360
%销售收入	0.0%	4.1%	5.3%	5.5%	5.8%	6.0%
息税前利润（EBIT）	536	789	492	665	793	1,005
%销售收入	17.4%	19.6%	11.8%	14.4%	15.6%	16.8%
财务费用	-32	-16	-78	-74	-70	-50
%销售收入	1.0%	0.4%	1.9%	1.6%	1.4%	0.8%
资产减值损失	-6	-7	4	-9	-1	-2
公允价值变动收益	0	-12	13	0	0	0
投资收益	5	-2	-36	2	2	2
%税前利润	1.0%	n.a	n.a	0.3%	0.3%	0.2%
营业利润	525	767	432	623	764	996
营业利润率	17.0%	19.1%	10.4%	13.5%	15.0%	16.6%
营业外收支	-13	-23	8	-20	-10	-10
税前利润	511	744	440	603	754	986
利润率	16.6%	18.5%	10.6%	13.1%	14.8%	16.4%
所得税	-73	-92	-53	-72	-90	-118
所得税率	14.2%	12.4%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	439	651	387	531	663	868
少数股东损益	37	74	75	83	100	107
归属于母公司的净利润	**402**	**578**	**311**	**448**	**563**	**761**
净利率	13.0%	14.3%	7.5%	9.7%	11.1%	12.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	439	651	387	531	663	868
少数股东损益	37	74	75	83	100	107
非现金支出	192	269	345	279	292	315
非经营收益	29	65	108	118	94	76
营运资金变动	-297	-638	-250	-164	-44	-86
经营活动现金净流	**363**	**348**	**589**	**764**	**1,006**	**1,172**
资本开支	-572	-841	-733	-305	-421	-421
投资	-62	-18	-29	0	0	0
其他	7	-46	-1	2	2	2
投资活动现金净流	**-627**	**-906**	**-762**	**-303**	**-419**	**-419**
股权募资	16	0	15	-201	0	0
债权募资	527	846	204	23	-210	-239
其他	-85	-108	39	-270	-311	-372
筹资活动现金净流	**458**	**738**	**257**	**-449**	**-521**	**-611**
现金净流量	**194**	**180**	**84**	**13**	**65**	**142**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	393	651	739	752	817	959
应收款项	712	897	875	980	1,078	1,273
存货	566	775	956	921	988	1,137
其他流动资产	158	282	316	333	339	353
流动资产	1,828	2,606	2,887	2,986	3,222	3,722
%总资产	40.5%	39.6%	38.0%	38.9%	40.1%	43.1%
长期投资	27	0	0	0	0	0
固定资产	2,310	3,479	4,108	4,247	4,364	4,459
%总资产	51.2%	52.9%	54.2%	55.3%	54.3%	51.7%
无形资产	272	350	438	441	444	447
非流动资产	2,687	3,967	4,700	4,688	4,808	4,906
%总资产	59.5%	60.4%	62.0%	61.1%	59.9%	56.9%
资产总计	**4,515**	**6,573**	**7,587**	**7,675**	**8,030**	**8,627**
短期借款	410	424	567	579	359	111
应付款项	721	1,083	1,495	1,375	1,480	1,710
其他流动负债	165	250	154	202	225	268
流动负债	1,295	1,758	2,216	2,157	2,064	2,089
长期贷款	366	364	425	435	445	455
其他长期负债	67	765	911	900	900	900
负债	**1,728**	**2,887**	**3,553**	**3,492**	**3,409**	**3,443**
普通股股东权益	**2,379**	**3,157**	**3,358**	**3,424**	**3,762**	**4,218**
其中：股本	524	524	524	524	524	524
未分配利润	889	1,417	1,602	1,871	2,209	2,665
少数股东权益	408	528	676	759	859	966
负债股东权益合计	**4,515**	**6,573**	**7,587**	**7,675**	**8,030**	**8,627**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.767	1.102	0.593	0.854	1.074	1.451
每股净资产	4.537	6.021	6.404	6.529	7.174	8.044
每股经营现金净流	0.692	0.664	1.123	1.457	1.918	2.235
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.342	0.430	0.580
回报率						
净资产收益率	16.90%	18.30%	9.27%	13.08%	14.97%	18.03%
总资产收益率	8.90%	8.79%	4.10%	5.84%	7.01%	8.82%
投入资本收益率	12.88%	13.46%	7.54%	9.94%	11.41%	13.75%
增长率						
主营业务收入增长率	55.55%	30.60%	3.40%	10.95%	9.92%	18.10%
EBIT增长率	116.53%	47.22%	-37.71%	35.18%	19.25%	26.86%
净利润增长率	92.93%	43.75%	-46.15%	43.98%	25.69%	35.09%
总资产增长率	44.86%	45.59%	15.42%	1.16%	4.63%	7.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.7	65.4	67.3	67.3	67.3	67.3
存货周转天数	81.2	90.8	102.4	103.0	103.0	103.0
应付账款周转天数	56.9	63.6	63.1	64.0	64.0	64.0
固定资产周转天数	212.8	223.9	199.4	174.8	153.1	123.2
偿债能力						
净负债/股东权益	13.75%	21.38%	23.26%	22.68%	14.57%	5.64%
EBIT利息保障倍数	16.9	48.4	6.3	9.0	11.3	20.1
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。

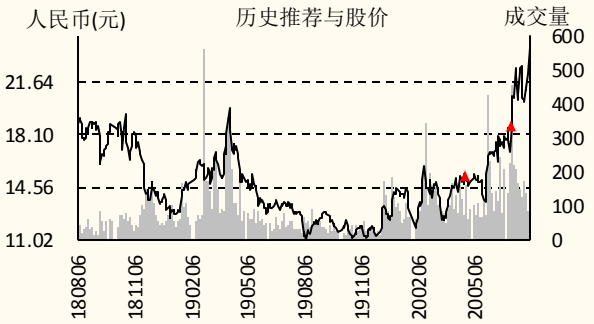
最终评分与平均投资建议对照：

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

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