太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-07-05

公司点评报告

买入/维持

利尔化学(002258)

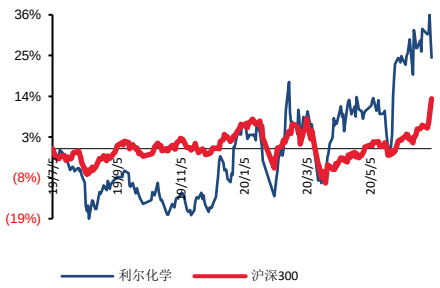
目标价：21.86

昨收盘：16.95

材料 材料II

草铵膦量价齐升，中报业绩超预期，维持买入

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	524/522
总市值/流通(百万元)	8,888/8,846
12 个月最高/最低(元)	18.53/11.02

相关研究报告：

利尔化学（002258）《【太平洋化工】利尔化学：草铵膦龙头，勤练内功，改善可期》--2020/03/13

利尔化学（002258）《【太平洋化工】利尔化学：中报预计下滑 38.8%符合预期，看好未来成长》--2019/07/14

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：贺顺利

电话：15117964218

E-MAIL：hesl@tpyzq.com

执业资格证书编码：

事件：公司发布 2020 年中报业绩预告，上半年实现归母净利润为 2.5-2.6 亿，同比增长 56.72%-62.99%。对应第二季度归母净利润为 1.67-1.77 亿元，同比增长 91-102%，环比增长 100%-112%。

主要观点：

1. 量价齐升，草铵膦龙头业绩超预期

公司主要从事农药产品的研发、生产和销售，具体包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共 40 余种原药、100 余种制剂以及 NDI、2-甲基吡啶等部分化工中间体。公司拥有四川绵阳、江苏南通、四川广安、湖南岳阳、河南鹤壁五大生产基地。其中绵阳基地的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。**同时，公司掌握草铵膦合成关键技术，产能 11400 吨/年，在建 7000 吨/年，建成后规模全球第一，目前生产成本仅次于拜耳。**

2020 年上半年，尽管受到新冠疫情的影响，由于公司部分产品的销售数量增加及销售价格上涨，业绩同比大幅提升，超预期。2018 年 11 月以来，由于供给增加，需求下滑，草铵膦从 18.3 万元/吨持续下滑至 2019 年底的 10 万元/吨左右。2020 年以来，草铵膦价格底部修复，第二季度均价约为 13 万元/吨、环比上涨+11.58%、同比下滑 3.12%。草铵膦价格持续上涨 6 月底为 14.5 万元/吨，港口 FOB 价格稳定至 16000 美元/吨。**供应端，浙江永农因中间体供应不足、装置检修，计划 2020 年第四季度或 2021 年开工，供给收缩支撑产品价格。**同时，由于美国联邦上诉法院推翻了联邦监管机构对麦草畏的许可，拜耳被禁止在美国销售除草剂麦草畏。拜尔正努力为麦草畏争取 2021 年及更长时间内的新的 EPA 登记（12 月到期）。**麦草畏销售受阻，或将利好草铵膦在当地市场的销售。**需要注意的是三季度普遍为农药需求淡季。

2. 勤练内功，广安基地并线项目有序推进

公司由中国工程物理研究所发起设立，研发实力雄厚。公司是继陶氏益农之后全球第二家成功掌握吡啶类化合物催化氯化系统集成技术的企业，并掌握草铵膦合成关键技术，国内领先。

2019 年 12 月 26 日公司发布公告，为进一步优化广安利尔草铵膦原药等主要产品的生产工艺，并顺利实现与甲基二氯化磷项目的并线，以提升产品的工艺技术水平与竞争力，广安利尔实施本次停产并线，工

作正在有序推进。我们知道甲基二氯化磷为生产草铵膦的重要中间原料，**若并线顺利，预计将进一步降低草铵膦生产成本，提高毛利率。**

考虑草铵膦性能优异，预计需求持续增长，全球长期稳定生产企业约六家，行业集中度高，但由于名义新增产能较多，未来竞争依然激烈，关键在于自身竞争力。公司优势主要体现在规模、一体化及成本优势。

3. 品类扩展，环评项目打开公司成长天花板

公司根据发展战略以及行业技术发展方向进行前瞻性研究，目前已经储备了包括 L-草铵膦、唑啉草酯、氯虫苯甲酰胺等系列新产品，为公司长远发展提供项目和技术储备。2020 年 4 月 7 日计划总投资约 10 亿元年产 2 万吨 L-草铵膦生产线及配套设施建设项目。**5 月 22 日公司年产 4.2 万吨新型农药项目环评第一次公示，拟投资 20 亿元年产 5000 吨溴氰虫酰胺、5000 吨氯虫苯甲酰胺、1000 吨噻菌灵、1000 吨烟嘧磺隆、30000 吨 L-草铵膦的生产能力。**另外公司积极拓展海外市场，2018 年以来在加拿大、欧盟市场取得自主登记，在缅甸市场实现首单销售，出口制剂自主配方开发成功并实现销售，近一年已依托自主登记实现销售收入超过 1000 万美金。

4. 盈利预测及评级

预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 5.12 亿元、5.73 亿元、6.67 亿元，对应 EPS 0.98 元、1.09 元、1.27 元，PE 17.36X、15.5X、13.32X。**考虑公司为草铵膦、毕克草和毒莠定龙头，勤练内功，研发能力强，布局新项目助力成长，维持“买入”评级。**

风险提示：产品价格大幅波动、新项目投产及盈利不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,164	4,813	5,426	6,121
(+/-%)	3.4%	15.6%	12.7%	12.8%
归母净利润(百万	311	512	573	667
(+/-%)	-46.2%	64.6%	12.0%	16.4%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.98	1.09	1.27
市盈率(PE)	23.4	17.36	15.50	13.32

资料来源：Wind，太平洋证券

附录：公司财务预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	739	773	798	882
应收票据	124	124	124	124
应收账款	743	836	968	1,092
预付账款	60	66	76	86
存货	956	1,040	1,202	1,354
其他流动资产	264	264	264	264
流动资产合计	2,887	3,103	3,432	3,802
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,274	2,478	2,706	2,959
在建工程	1,834	2,017	2,219	2,441
无形资产	411	411	411	411
其他非流动资产	180	180	180	180
非流动资产合计	4,700	5,087	5,517	5,992
资产合计	**7,587**	**8,191**	**8,949**	**9,794**
短期借款	446	459	473	487
应付票据	706	706	706	706
应付账款	565	615	710	800
预收款项	133	149	173	195
其他应付款	90	90	90	90
一年内到期的非流动负债	121	121	121	121
其他流动负债	155	155	155	155
流动负债合计	2,216	2,296	2,428	2,555
长期借款	425	438	451	465
应付债券	687	687	687	687
其他非流动负债	225	225	225	225
非流动负债合计	1,337	1,349	1,363	1,376
负债合计	**3,553**	**3,645**	**3,791**	**3,931**
归属母公司所有者权益	3,358	3,770	4,263	4,830
少数股东权益	676	776	895	1,033
所有者权益合计	4,034	4,546	5,158	5,863
负债和股东权益	**7,587**	**8,191**	**8,949**	**9,794**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	915	810	870	1,006
现金收益	786	922	1,051	1,176
存货影响	-181	-84	-162	-153
经营性应收影响	48	-103	-146	-138
经营性应付影响	412	66	119	112
其他影响	-152	8	8	8
投资活动现金流	-1,105	-701	-772	-850
资本支出	-1,066	-708	-779	-857
股权投资	-36	-5	-5	-5
其他长期资产变化	-3	12	12	12
融资活动现金流	233	-75	-73	-73
借款增加	240	26	27	28
财务费用	-78	-101	-100	-101
股东融资	-38	0	0	0
其他长期负债变化	110	0	0	0

利润表 单位：百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,164	4,687	5,426	6,121
营业成本	3,087	3,358	3,881	4,373
营业税金及附加	20	22	26	29
销售费用	133	150	174	196
管理费用	211	234	271	306
研发费用	221	249	288	325
财务费用	78	101	100	101
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	13	12	12	12
投资收益	-36	-5	-5	-5
营业利润	432	575	689	795
营业外收入	14	14	14	14
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	440	583	697	803
所得税	53	71	85	98
净利润	387	512	612	705
少数股东损益	75	100	119	138
归属母公司净利润	311	412	493	567
NOPLAT	432	591	691	784
EPS（摊薄）	0.59	0.79	0.94	1.08

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	3.4%	12.6%	15.8%	12.8%
EBIT增长率	-37.7%	36.8%	16.9%	13.5%
归母公司净利润增长率	-46.2%	32.4%	19.6%	15.2%
获利能力				
毛利率	25.9%	28.3%	28.5%	28.6%
净利率	9.3%	10.9%	11.3%	11.5%
ROE	9.3%	10.9%	11.6%	11.7%
ROIC	10.6%	13.3%	14.2%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	46.8%	44.5%	42.4%	40.1%
债务权益比	47.2%	42.4%	37.9%	33.8%
流动比率	130.3%	135.2%	141.3%	148.8%
速动比率	87.1%	89.9%	91.8%	95.8%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	64	64	64	64
应付账款周转天数	66	66	66	66
存货周转天数	112	112	112	112
每股指标（元）				
每股收益	0.59	0.79	0.94	1.08
每股经营现金流	1.74	1.54	1.66	1.92
每股净资产	6.40	7.19	8.13	9.21
估值比率				
P/E	28.57	21.58	18.04	15.66
P/B	2.6	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	12.8	10.9	9.5	8.5

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。