

审慎增持 (维持)

利尔化学

002258

主要产品提价、销量增加，子公司经营向好，2018年业绩同比实现大幅提高

2019年02月25日

市场数据

市场数据日期 2019-02-22

收盘价(元)	16.24
总股本(百万股)	524.37
流通股本(百万股)	523.29
总市值(百万元)	8515.82
流通市值(百万元)	8498.28
净资产(百万元)	3157.45
总资产(百万元)	6572.84
每股净资产	6.02

相关报告

《兴证化工-利尔化学(002258) 2018年业绩快报点评: 2018年业绩同比实现大幅提高, 广安项目有望陆续投产保障成长》
2019-01-20

《兴证化工-利尔化学(002258) 2018年三季度点评: 草铵膦价格回暖, 广安项目稳步推进, 业绩实现大幅增长》
2018-10-26

《兴证化工-利尔化学(002258) 事件点评: 丙炔氟草胺建成投产, 广安项目稳步推进》
2018-10-16

分析师:

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S0190515060004

唐婕

tangjie87@xyzq.com.cn

S0190515060002

研究助理:

邓先河

dengxianhe@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4027	5137	5935	6483
同比增长(%)	30.6%	27.6%	15.5%	9.2%
净利润(百万元)	578	717	925	1110
同比增长(%)	43.7%	24.1%	29.0%	20.0%
毛利率(%)	33.1%	29.4%	30.5%	31.8%
净利率(%)	14.3%	14.0%	15.6%	17.1%
净资产收益率(%)	18.3%	19.0%	19.7%	19.1%
每股收益(元)	1.10	1.37	1.76	2.12
每股经营现金流(元)	0.66	0.93	1.80	2.28

投资要点

- **事件:** 利尔化学发布 2018 年年报, 报告期内实现营业收入 40.27 亿元, YoY+30.60%; 实现归母净利润 5.78 亿元, YoY+43.75%, 按最新 5.24 亿股的总股本计, 实现摊薄每股收益 1.10 元, 每股经营性净现金流 0.66 元。其中第四季度实现营业收入 12.54 亿元, YoY+9.96%; 实现归母净利润 1.59 亿元, YoY-8.06%; 折合单季度 EPS 为 0.30 元。公司预计 2019 年一季度的净利润为 5780.35-9248.55 万元, 净利润同比变动幅度为-50%至-20%。
- **维持“审慎增持”的评级。** 利尔化学 2018 年业绩同比实现大幅提高, 主要来自其主导产品产销量同比上升, 叠加草铵膦等主要产品价格同比上涨; 与此同时, 公司控股子公司江苏快达、利尔作物等在 2018 年也取得良好的经营业绩。而受公司主要产品盈利能力下降, 且广安基地建设进度低于预期等影响, 公司预计其 2019Q1 业绩同比下滑。利尔化学产品结构丰富, 涵盖除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共 30 余种原药、100 余种制剂以及部分化工中间体。公司草铵膦、毕克草和毒莠定原药产销量全国第一, 长期前景趋势向好。公司解决了草铵膦生产中格式反应控制及放大等重大工程化技术难题, 全面掌握了合成关键技术, 生产过程一体化程度高, 成本、规模优势突出。公司广安 36000 吨农药及精细化学品项目稳步推进, 并在湖北荆州计划投资约 20 亿元成立新公司, 是公司未来业绩重要增量, 将为公司长期成长提供保障。我们维持公司 2019、2020 年 EPS 为 1.37、1.76 元的预测, 并引入 2021 年 EPS 预测为 2.12 元, 维持“审慎增持”的投资评级。

风险提示: 项目建设进度不达预期; 原材料价格大幅波动; 下游需求低迷; 行业竞争加剧。

报告正文

事件

利尔化学发布 2018 年年报,报告期内实现营业收入 40.27 亿元, YoY+30.60%; 实现归母净利润 5.78 亿元, YoY+43.75%, 按最新 5.24 亿股的总股本计, 实现摊薄每股收益 1.10 元, 每股经营性净现金流 0.66 元。

其中第四季度实现营业收入 12.54 亿元, YoY+9.96%; 实现归母净利润 1.59 亿元, YoY-8.06%; 折合单季度 EPS 为 0.30 元。

公司预计 2019 年一季度的净利润为 5780.35 万元至 9248.55 万元, 净利润同比变动幅度为-50%至-20%。

公司同时向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税)。

点评

利尔化学 2018 年业绩同比实现大幅提高, 主要来自其主导产品产销量同比上升, 叠加草铵膦等主要产品价格同比上涨; 与此同时, 公司控股子公司江苏快达、利尔作物等在 2018 年也取得良好的经营业绩。而受公司主要产品盈利能力下降, 且广安基地建设进度低于预期等影响, 公司预计其 2019Q1 业绩同比下滑。

- **主要产品提价、销量增加, 叠加子公司经营向好影响, 利尔化学 2018 年业绩同比实现大幅增长:** (1) 草铵膦等主要产品价格上涨: 据我们统计, 2018 年草铵膦市场均价约为 18 万元/吨, 同比提高约 5%; (2) 农药产品产销量同比增加: 公司农药行业产品 2018 年销售量、生产量分别为 13.35、13.50 万吨, 同比分别增加 10.96%、10.28%; (3) 公司控股子公司经营向好: 利尔化学旗下子公司快达农化、比德生化、利尔作物、江油启明星氯碱 2018 年营收和净利润均实现较快增长, 上述四家公司 2018 年净利润同比分别增加 93.22%、36.36%、60.00%、21.43%。受上述因素综合拉动, 利尔化学报告期内实现营业收入 40.27 亿元, 同比增长 30.60%; 实现归属上市公司股东的净利润 5.78 亿元, 同比增长 43.75%。

表 1、农药行业主要产品的产销量情况

行业分类	2018	2017	同比增减
销售量(吨)	133474	120290	10.96%
生产量(吨)	134950	122366	10.28%
库存量(吨)	9809	8333	17.71%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、利尔化学主要子公司营收、净利润在 2018 年均实现提高

被参控公司	2018 年直接持股比例	营业收入(亿元)	营业收入同比	净利润(亿元)	净利润同比
江苏快达农化股份有限公司	51.00%	10.29	7.75%	1.14	93.22%
湖南比德生化科技股份有限公司	45.00%	3.9	54.15%	0.30	36.36%
四川利尔作物科学有限公司	85.24%	3.28	10.07%	0.16	60.00%
江油启明星氯碱化工有限责任公司	65.77%	1.12	10.89%	0.17	21.43%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

主要产品毛利率均实现提高，综合毛利率同比提升 4.33 个百分点至 33.07%。

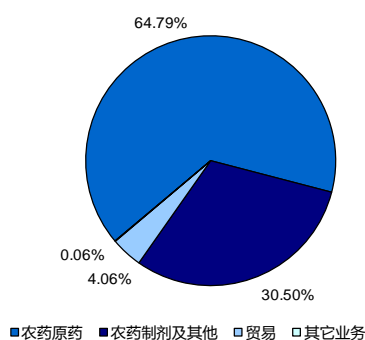
2018 年利尔化学继续优化草铵膦、氟环唑、丙炔氟草胺等产品的现有工艺和环保处理方案，进一步提高收率、含量，降低成本。2018 年利尔化学原药、农药制剂及其他毛利率分别提高 1.61、10.77 个百分点至 35.92%、30.91%，延续增势。公司积极拓展海外市场，在澳大利亚和欧盟市场实现了规模化销售，在加拿大市场取得自主登记，在缅甸市场实现首单销售，出口制剂自主配方开发成功并实现销售国际销售，国际、国内销售额分别同比增加 42.87%、22.41%，毛利率分别同比增加 3.72、4.89 个百分点至 31.51%、34.26%。

研发费用同比大幅提高，汇兑收益增加。公司 2018 年期间费用率为 13.50%（不含研发费用），同比提升 1.43 个百分点。销售费用因运输费用、人员薪酬等增加同比增长 30.80%至 1.17 亿元；管理费用因折旧、人员薪资等增加同比提高 56.20%至 2.45 亿元；财务费用因汇兑收益增加同比下降 48.55%至 0.16 亿元；因加大研发投入，公司研发费用同比增加 75.43%至 1.65 亿元。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司在建工程 10.08 亿元，较去年同期增加 96.88%；固定资产（合计）24.70 亿元，较去年同期增加 37.45%。我们推测主要因公司广安项目稳步推进，在建工程和固定资产均实现较大增长（截至年末，草铵膦项目项目进度为 100%，丙炔氟草胺项目进度为 90.24%）。经营活动产生的现金流量净额为 3.48 亿元，较去年同期 3.63 亿元略微下滑（公司支付给职工以及为职工支付的现金增加 59%至 5.39 亿元，应收票据及应收账款提高约 26%至 8.93 亿元，存货增加约 37%至 7.75 亿元）。

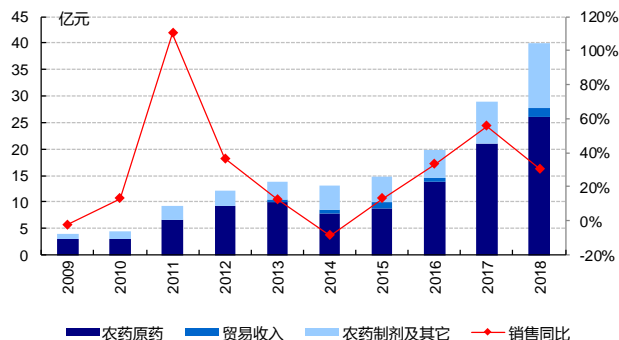
受公司主要产品利润贡献率下降，且广安基地建设进度低于预期，公司预计其 2019Q1 业绩同比下滑。截至 2019 年 2 月 22 日，据我们统计，草铵膦含税市场价为 15.5 万元/吨，较去年同期下滑（按 2019 年 1 月草铵膦市场含税均价 15.9 万元/吨计算，较去年同期下滑约 18%）。另一方面，前期由于生产事故原因，广安利尔阶段性停产（现已于恢复试生产），拖累项目进度，对 2019Q1 业绩造成一定影响。公司预计 2019 年一季度的净利润为 5780.35 至 9248.55 万元，净利润同比变动幅度为-50%至-20%。

图1、利尔化学营收结构(2018 年报)



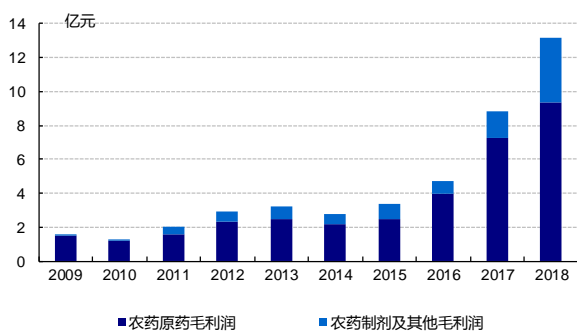
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图2、利尔化学营收近几年快速提高



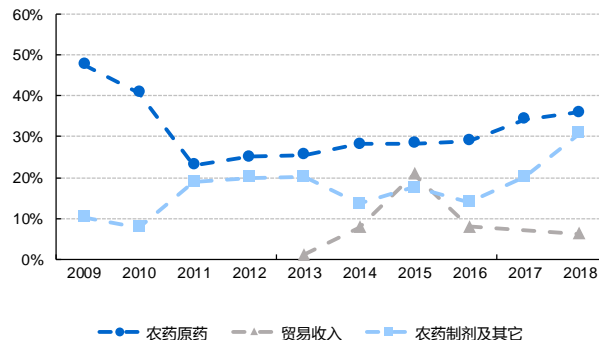
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图3、利尔化学产品毛利润情况



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图4、利尔化学原药等产品毛利率近年持续提高



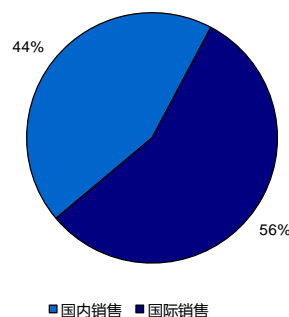
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图5、草铵膦价格趋势



资料来源:百川资讯,兴业证券经济与金融研究院整理

图6、利尔化学境内外业务占比



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- **拟建设 3000 吨/年 L-草铵膦产线,进一步夯实公司草铵膦龙头地位。**公司于 2019 年 2 月 23 日发布公告,决定以全资子公司广安利尔为实施主体,新建 3000 吨/年 L-草铵膦生产线及配套工程建设项目。草铵膦是由一对具旋光的对映体混合而成,内混旋外消旋,可以把它拆分为二,即为左旋体和右旋体,或称顺式构型 D 和反式构型 L,草铵膦中只有一半是有效体,即 L 型,所以

L-草铵膦的活性为普通草铵膦的两倍。待L-草铵膦建成投产，利尔化学草铵膦生产规模、工艺技术将再上一个台阶。

利尔化学广安基地草铵膦进入试生产阶段，有望在2019年逐步放量，贡献可观业绩。利尔化学是目前国内最大规模的草铵膦生产企业，伴随绵阳基地二期生产线的持续技改，实际产能已提升至700吨/月。广安利尔计划新建10000吨草铵膦，目前部分产能已处于试生产阶段。待广安利尔草铵膦产能逐步投产放量，利尔化学的草铵膦成本有望受益于规模优势进一步下降。

草铵膦需求未来有望稳步增长。草铵膦广泛的应用于农业和非农业部门。未来草铵膦需求仍有较大提高空间：(1)禁用百草枯水剂引起的除草剂供给缺口，草铵膦是替代品之一。且随着农药市场执法趋严，百草枯水剂有望加速退出市场。(2)采用草铵膦和草甘膦复配的方法能较好的解决草甘膦抗性杂草的问题，该方法的持续推广将有力拉动草铵膦需求。(3)随着加拿大油菜种植面积回升，海外相关转基因作物持续推广带动草铵膦需求(2016-2017年加拿大分别种植753、883万公顷油菜)。

图7、转基因作物种植面积

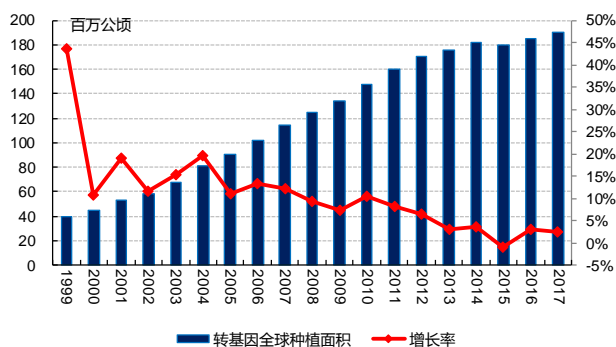
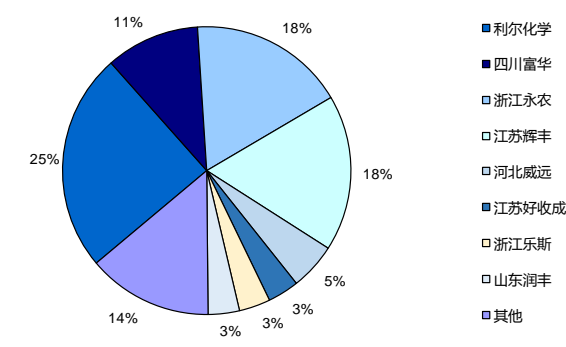


图8、草铵膦产能结构



资料来源: Wind, ISAAA, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 百川资讯, 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 利尔化学拟投资 10 亿在广安建设新项目，其余在建或储备项目较多，有望成为公司业绩新增长极，未来空间广阔：

- (1) 公司于2019年2月23日发布公告，拟投资10亿人民币，建设15000吨/年甲基二氯化磷、2000吨/年含磷阻燃剂（一期）等产品。项目全部建成达产后预计可实现年营业收入约76000万元，年利润总额约13700万元（利润预测不包括甲基二氯化磷）。
- (2) 利尔化学正全力推进广安基地原药项目及配套设施建设，丙炔氟草胺已投产，氟环唑等原药项目主体工程按计划有序建设中。利尔化学1000吨丙炔氟草胺项目达产后预计年新增营业收入4亿元，达产后预计年新增净利润约0.6亿元。1000吨氟环唑达产后预计年新增营业收入2.7亿元，预计新增净利润约0.5亿元。

- (3) 利尔化学与荆州经济技术开发区管理委员会于2018年9月27日签署了《项目投资协议》，投资项目包括精细化工产品、新材料、高效安全农药等。项目计划总投资约20亿元，将分期实施。
- **产品布局向上游延伸，公司一体化程度不断提高，对上游关键原料的管控进一步加强：**
 - (1) 三才堂化工主要生产亚磷酸三乙酯(2万吨产能)、三氯化磷(2万吨产能)等产品，三氯化磷、亚磷酸三乙酯均是草铵膦合成的重要原料。利尔化学在荆州设立的新公司将承接湖北三才堂化工科技有限公司的全部业务、技术。
 - (2) 江油启明星氯碱化工是利尔化学氯碱化工品的供应商。利尔化学出资不超过1569.63万元收购启明星氯碱30.27%的股权。收购完成后，利尔化学对启明星氯碱的持股比例将上升至65.77%，成为启明星氯碱的控股股东。
 - **维持“审慎增持”评级。**利尔化学产品结构丰富，涵盖除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共30余种原药、100余种制剂以及部分化工中间体。公司草铵膦、毕克草和毒莠定原药产销量全国第一，长期前景趋势向好。公司解决了草铵膦生产中格式反应控制及放大等重大工程化技术难题，全面掌握了合成关键技术，生产过程一体化程度高，成本、规模优势突出。公司广安36000吨农药及精细化学品项目，并在湖北荆州计划投资约20亿元成立新公司，是公司未来业绩重要增量，将为公司长期成长提供保障。我们维持公司2019-2020年EPS为1.37、1.76元的预测，并引入2021年EPS预测为2.12元，维持“审慎增持”的投资评级。
 - **风险提示：**项目建设进度不达预期；原材料价格大幅波动；下游需求低迷；行业竞争加剧。

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2606	2802	3872	5268
货币资金	651	700	1167	2323
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	793	911	1170	1406
其他应收款	5	6	8	8
存货	775	862	1143	1137
非流动资产	3967	3718	3463	3205
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2470	2709	2658	2463
在建工程	1008	504	252	126
油气资产	0	0	0	0
无形资产	323	370	420	475
资产总计	6573	6520	7334	8473
流动负债	1758	1714	1364	1238
短期借款	184	746	272	227
应付票据	0	181	41	0
应付账款	0	290	82	133
其他	1574	496	969	878
非流动负债	1129	422	567	611
长期借款	364	415	504	550
其他	765	7	62	61
负债合计	2887	2136	1931	1849
股本	524	524	524	524
资本公积	810	810	810	810
未分配利润	1417	2173	3015	4027
少数股东权益	528	613	708	818
股东权益合计	3686	4383	5403	6624
负债及权益合计	6573	6520	7334	8473

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	651	717	925	1110
折旧和摊销	253	273	311	329
资产减值准备	7	5	6	4
无形资产摊销	9	7	8	8
公允价值变动损失	-12	0	0	0
财务费用	50	49	50	-6
投资损失	2	-2	-3	-3
少数股东损益	74	85	95	110
营运资金的变动	-638	562	494	335
经营活动产生现金流量	348	489	946	1198
投资活动产生现金流量	-906	-53	-55	-60
融资活动产生现金流量	747	-387	-424	18
现金净变动	180	49	467	1156
现金的期初余额	40	651	700	1167
现金的期末余额	0	700	1167	2323

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4027	5137	5935	6483
营业成本	2695	3629	4125	4424
营业税金及附加	15	17	19	21
销售费用	117	161	176	194
管理费用	245	324	346	394
财务费用	16	49	50	-6
资产减值损失	7	3	5	5
公允价值变动	-12	0	0	0
投资收益	-2	2	3	3
营业利润	767	956	1216	1454
营业外收入	12	8	8	8
营业外支出	36	21	24	27
利润总额	744	944	1200	1436
所得税	92	142	180	215
净利润	651	802	1020	1220
少数股东损益	74	85	95	110
归属母公司净利润	578	717	925	1110
EPS(元)	1.10	1.37	1.76	2.12

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	30.6%	27.6%	15.5%	9.2%
营业利润增长率	46.2%	24.7%	27.2%	19.6%
净利润增长率	43.7%	24.1%	29.0%	20.0%
盈利能力(%)				
毛利率	33.1%	29.4%	30.5%	31.8%
净利率	14.3%	14.0%	15.6%	17.1%
ROE	18.3%	19.0%	19.7%	19.1%

资产负债率	43.9%	32.8%	26.3%	21.8%
流动比率	1.48	1.63	2.84	4.26
速动比率	1.04	1.13	1.99	3.33
营运能力(次)				
资产周转率	72.6%	78.5%	85.7%	82.0%
应收帐款周转率	550.2%	594.4%	562.1%	496.2%
每股资料(元)				
每股收益	1.10	1.37	1.76	2.12
每股经营现金	0.66	0.93	1.80	2.28
每股净资产	6.02	7.19	8.95	11.07
估值比率(倍)				
PE	14.7	11.9	9.2	7.7
PB	2.7	2.3	1.8	1.5

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn