

苏利股份 (603585) \化工

——估值底部已现，静待花开

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**17.52元**

事件：

公司发布2019年年报及2020年一季报。2019年实现营业收入18.13亿元，同比增长10.0%，归母净利润3.03亿元，同比减少2.86%。2020年一季度实现营业收入3.23亿元，同比下降26.95%，实现归母净利润3912.71万元，同比下降51.02%。每10股派发现金股利6元。

投资要点：

➤ 19年经营符合预期，农药及阻燃剂业务稳步发展

2019年公司原药及制剂业务累计销量2.1万吨，同比基本持平，实现收入11.43亿元，同比+10.45%，毛利率45.04%，同比-7.61pct，毛利率下滑主要系原材料价格涨幅过大所致；阻燃剂业务累计销量0.97万吨，同比基本持平，实现收入4.19亿元，同比+7.86%，毛利率26.11%，同比+1.58pct，阻燃剂业务依然维持稳中有升。公司期间费用1.79亿元，同比+5.8%。

➤ 疫情叠加天灾，公司一季度业绩出现下滑

受新冠疫情影响，公司延长了复工复产的时间，并且由于受当时国内物流恢复及供应商生产恢复的影响，公司的生产与经营活动于2020年2月下旬才逐步恢复到正常水平。此外，2019年的南美干旱、北美洪涝灾害等积压了部分渠道库存，影响了公司产品销售。2020年一季度公司两大主营业务皆出现下滑，其中农药及制剂产品累计销量3379.5吨，同比-40%，阻燃剂及中间体累计销量1702.4吨，同比-29.2%。

➤ 新项目储备丰富，关注十溴二苯乙烷新增产能投放

公司长期从事农药、阻燃剂的生产与销售，各主要产品都有较为完善的中间体自我配套供给能力，经过多年发展，公司在百菌清及十溴二苯乙烷均已形成规模优势。从公司在建项目来看，众多新项目待完工投产，其中百力化学年产15000吨十溴二苯乙烷项目已完成全部土建和安装，将于2020年一季度开始进入联合试运转阶段并于二季度开始投产；年产1000吨吡啶酰胺及年产5000吨溴化聚苯乙烯项目预计在2020年12月31日前完工。此外，年产9000吨农药制剂类产品技改项目在2020年1月31日完工。

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)	180/180
流通A股市值 (百万元)	3,267
每股净资产 (元)	11.12
资产负债率 (%)	10.78
一年内最高/最低 (元)	25.10/18.01

一年内股价相对走势



相关报告

- 《苏利股份 (603585) \化工行业》
《上半年维持稳增长，宁夏项目顺利开展》
- 《苏利股份 (603585) \化工行业》
《双主营持续协同发力，业绩保持快速增长》
- 《苏利股份 (603585) \化工行业》
《百菌清持续高景气，宁夏项目打开成长空间》

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,645.90	1,812.61	1,478.80	1,768.09	2,130.59
增长率 (%)	12.99%	10.13%	-18.42%	19.56%	20.50%
EBITDA (百万元)	551.77	521.77	380.60	427.65	491.72
净利润 (百万元)	312.11	303.19	225.39	256.14	305.41
增长率 (%)	38.97%	-2.86%	-25.66%	13.64%	19.24%
EPS (元/股)	1.73	1.68	1.25	1.42	1.70
市盈率 (P/E)	10.72	11.04	14.85	13.06	10.96
市净率 (P/B)	1.90	1.71	1.57	1.44	1.31
EV/EBITDA	5.08	5.55	7.34	6.07	5.18

数据来源：公司公告，国联证券研究所

宁夏项目孕育着极大的发展潜力，一期建设已顺利开工

苏利宁夏是公司制定的战略发展规划的核心，该项目的成功建设和按计划达产达效是公司进一步发展的基础。从项目规划来看，苏利宁夏将建设年产 42.41 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目，项目整体延续公司在气化氮氧化工艺及气化氯化工艺的生产优势，围绕农用杀菌剂建成关键中间体-原药-制剂的一体化生产能力，项目将分三期建设：一期建设百菌清、间苯二甲腈等生产装置及配套辅助设施，已于 2020 年 3 月开工建设；二期建设苯并咪唑酮、高温等离子等生产及配套辅助设施；三期建设焦磷酸哌嗪、烯酰吗啉等生产及配套辅助设施。预计总投资为 30.4 亿元，工程建成后净利润总额 11.4 亿元，是现有生产规模盈利水平的 4-5 倍。

盈利预测及评级

受疫情及天气影响，公司上半年原药及制剂产品的生产销售面临压力，因此我们下调今年全年业绩预测，在不考虑宁夏项目投产贡献业绩的情况下，预计 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 2.25 亿元，2.56 亿元，3.05 亿元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、11 倍，整体估值水平已低于行业平均水平，结合公司极低的资产负债率，充沛的现金流，维持公司“推荐”评级。

风险提示

宁夏项目建设不及预期；全球疫情持续蔓延；极端气候灾害频发

图表 1：苏利宁夏项目产品规划

产品名称	用途	一期产能 (t/a)	二期产能 (t/a)	三期产能 (t/a)	总产能 (t/a)
间苯二甲腈	中间体 (百菌清)	20000	5000	/	25000
对苯二甲腈	中间体 (液晶材料、卫生菊酯)	5000	/	/	5000
2-氰基吡啶	中间体	/	5000	/	5000
百菌清	杀菌剂	20000	/	/	20000
四氯对苯二甲腈	中间体 (卫生菊酯用药、电子化学品、液晶材料等)	10000	/	/	10000
四氯-2-氰基吡啶	中间体 (粘合剂助剂和吡啶类除草剂)	10000	/	/	10000
五氯苯甲腈	杀菌剂	2000	/	/	2000
4,6-二氯嘧啶 (路线一)	中间体	/	1800	/	1800
4,6-二氯嘧啶 (路线二)	(嘧菌酯、磺胺类药)	/	200	/	200
苯并咪唑酮	中间体 (嘧菌酯)	/	2000	/	2000

低分子量聚苯乙烯	工程塑料	/	/	2000	2000
对氯苯硼酸	中间体 (吡啶菌胺)	/	500	/	500
丙硫菌唑	杀菌剂	/	1000	/	1000
烯酰吗啉	杀菌剂	/	/	1000	1000
吡氟酰草胺	除草剂	/	/	1000	1000
霜霉威盐酸盐	杀菌剂	/	/	1000	1000
焦磷酸哌嗪	阻燃剂	/	/	2000	2000

来源：公司环评报告书，国联证券研究所

图表 2：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	1,186.6	1,210.9	1,360.9	1,680.3	1,877.7	营业收入	1,645.9	1,812.6	1,478.8	1,768.0	2,130.5
应收账款+票据	359.74	275.25	256.17	379.29	385.64	营业成本	978.15	1,149.1	957.16	1,165.0	1,407.8
预付账款	17.37	19.18	10.28	25.57	17.75	营业税金及附加	12.76	12.54	10.23	12.24	14.74
存货	203.80	212.33	158.48	292.86	252.56	营业费用	33.59	37.40	32.39	38.73	46.67
其他	3.13	25.51	25.51	25.51	25.51	管理费用	63.94	73.08	133.09	159.13	191.75
流动资产合计	1,770.7	1,743.3	1,811.4	2,403.6	2,559.2	财务费用	-11.44	-23.14	-10.93	-13.28	-15.86
长期股权投资	42.53	49.75	49.75	49.75	49.75	资产减值损失	-7.80	-2.37	-2.55	-2.55	-2.55
固定资产	385.87	379.05	667.90	650.00	632.11	公允价值变动收	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
在建工程	44.72	306.75	0.00	0.00	0.00	投资净收益	6.16	6.69	0.00	0.00	0.00
无形资产	71.63	71.61	71.61	71.61	71.61	其他	-83.11	-97.23	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	84.84	198.53	186.02	173.52	173.52	营业利润	499.75	475.50	359.40	408.79	487.95
非流动资产合计	629.60	1,005.6	975.29	944.88	926.98	营业外净收益	4.73	0.93	1.10	1.10	1.10
资产总计	2,400.2	2,801.1	2,838.9	3,400.7	3,538.4	利润总额	504.48	476.43	360.50	409.90	489.06
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	80.33	74.28	52.73	60.14	72.01
应付账款+票据	138.06	230.46	44.08	290.09	113.74	净利润	424.14	402.15	307.78	349.76	417.05
其他	25.49	33.48	6.18	36.23	9.63	少数股东损益	114.07	104.76	82.39	93.62	111.64
流动负债合计	163.55	263.95	50.26	326.32	123.37	归属于母公司净	312.11	303.19	225.39	256.14	305.41
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	12.99%	10.13%	-18.42%	19.56%	20.50%
负债合计	163.55	263.95	50.26	326.32	123.37	EBIT	36.64%	-7.56%	-24.58%	13.53%	19.40%
少数股东权益	476.42	577.09	659.48	753.10	864.74	EBITDA	33.51%	-5.44%	-27.06%	12.36%	14.98%
股本	180.00	180.00	180.00	180.00	180.00	归属于母公司净	21.23%	-2.86%	-25.66%	13.64%	19.24%
资本公积	690.29	690.29	690.29	690.29	690.29	获利能力					
留存收益	890.03	1,089.8	1,258.8	1,451.0	1,680.0	毛利率	40.57%	36.60%	35.27%	34.11%	33.92%
股东权益合计	2,236.7	2,537.2	2,788.6	3,074.3	3,415.0	净利率	25.77%	22.19%	20.81%	19.78%	19.57%
负债和股东权益总	2,400.2	2,801.1	2,838.9	3,400.7	3,538.4	ROE	17.73%	15.47%	10.59%	11.03%	11.98%
现金流量表						ROIC	39.19%	31.90%	19.63%	21.32%	25.53%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	414.65	399.97	305.49	347.47	414.76	资产负债率	6.81%	9.42%	1.80%	9.75%	3.54%
折旧摊销	53.14	60.84	32.96	32.96	20.45	流动比率	10.83	6.60	36.04	7.37	20.75
财务费用	-3.51	2.14	-12.86	-15.21	-17.79	速动比率	9.56	5.70	32.38	6.39	18.49
存货减少	-7.75	-9.44	53.85	-134.38	40.30	营运能力					
营运资金变动	-29.36	30.64	-185.71	137.64	-201.48	应收账款周转率	4.81	6.62	5.82	4.69	5.55
其它	-12.28	-5.46	-2.55	-2.55	-2.55	存货周转率	4.80	5.41	6.04	3.98	5.57
经营活动现金流	414.90	478.70	191.18	365.94	253.69	总资产周转率	0.69	0.65	0.53	0.53	0.61
资本支出	139.72	383.81	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	680.00	635.03	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.73	1.68	1.25	1.42	1.70
其他	705.34	637.82	2.29	2.29	2.29	每股经营现金流	2.30	2.66	1.06	2.03	1.41
投资活动现金流	-114.38	-381.03	2.29	2.29	2.29	每股净资产	9.78	10.89	11.83	12.90	14.17
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	21.25	32.36	0.00	0.00	0.00	市盈率	10.72	11.04	14.85	13.06	10.96
其他	-98.87	-145.72	-43.49	-48.83	-58.56	市净率	1.90	1.71	1.57	1.44	1.31
筹资活动现金流	-77.62	-113.36	-43.49	-48.83	-58.56	EV/EBITDA	5.08	5.55	7.34	6.07	5.18
现金净增加额	226.23	-17.82	149.98	319.40	197.41	EV/EBIT	5.62	6.28	8.03	6.58	5.40

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

