

## 上半年业绩承压, 草铵膦价格有望回暖

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2023 年半年度业绩预告, 2023 年上半年预计实现归母净利润 4.8 亿元- 4.9 亿元, 同比下降 54.7%-53.7%, 预计实现基本每股收益 0.59 元/股-0.61 元/股, 同比降低 57.3%-58.2%。
- 供远大于求致草铵膦原药价格久跌不止, 公司上半年业绩承压。** 根据业绩预告, 2023 年上半年公司业绩承压, 归母净利润同比下降 54.7%-53.7%, 主要系公司主营产品草铵膦销售价格同比大幅下降所致。根据百川盈孚, 2023 年上半年国内草铵膦产量 3.0 万吨, 同比+44.3%; 上半年开工率 46.3%, 同比+4.2pp; 库存量 2940 吨, 同比+857.7%, 市场整体供应充足, 下游需求乏力, 厂商开工积极性不高, 市场行情持低迷。1-6 月草铵膦市场均价 10.61 万元/吨, 较去年同期下跌 60.67%, 截至 2023 年 7 月 6 日, 草铵膦市场价格 6.3-6.4 万元/吨, 草铵膦原药合成成本在 8 万元/吨左右, 当前价格已经接近或跌破多数厂家的生产成本线。我们认为, 当前草铵膦市场价格已经跌破成本线, 继续走低的空间有限, 价格有望在需求回暖后逐步修复。
- 精草铵膦产能陆续释放, 公司将成为“精草”行业领先者。** 利尔化学是国内草铵膦龙头, 也是首家掌握精草铵膦大规模合成关键技术的企业, L-草铵膦是真正发挥除草活性的有效体, 活性约为普通草铵膦的两倍, 亩施用量仅为草铵膦的一半, 是未来草铵膦行业的发展方向。当前公司在广安基地拥有 3000 吨精草铵膦产能, 拟在津市、荆州、广安等基地均布局精草铵膦项目, 产能规划分别 2 万吨、3 万吨、4 万吨、5 万吨, 其中津市 2 万吨/年精草铵膦项目预计于 2023 年 6 月投产。2023 年 3 月 2 日, 公司董事会通过控股子公司荆州三才堂在荆州经济技术开发区实施的 1 万吨/年精草铵膦原药及配套工程项目计划, 建设周期 18 个月, 该项目达产后预计可实现年均销售收入约 15.04 亿元, 年均税后利润约 4.16 亿元。我们认为, 随着精草铵膦产能的陆续释放, 公司有望在激烈竞争中保持优势地位。
- 广安基地即将投入试生产, 未来将成为利尔化学最大、最核心生产基地。** 2022 年 12 月, 广安经开区管委会与利尔化学成功签约利尔绿色植保系列项目, 该项目计划总投资 118 亿元, 主要由 7.8 万吨农药原药、9.6 万吨精细化学品中间体以及配套 220KV 变配电站污水站等工程组成, 项目建设年限为 5 年。2023 年 3 月, 该项目正式开工, 下半年投入试生产, 明年正式投产, 项目完全达产后, 预计可实现年产值 166 亿元, 广安基地将成为利尔化学集团最核心、最具竞争力、最大的制造基地。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.06 元、2.64 元、3.20 元, 对应动态 PE 分别为 6 倍、5 倍、4 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 产品价格大幅波动风险, 原材料价格波动风险, 新产能建设不及预期风险, 宏观经济下行风险。

指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10136.14	10713.58	11902.41	13602.30
增长率	56.08%	5.70%	11.10%	14.28%
归属母公司净利润(百万元)	1812.48	1645.26	2113.45	2561.04
增长率	69.01%	-9.23%	28.46%	21.18%
每股收益 EPS(元)	2.26	2.06	2.64	3.20
净资产收益率 ROE	24.16%	18.84%	20.04%	19.83%
PE	6	6	5	4
PB	1.46	1.24	1.03	0.85

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌  
执业证号: S1250523030001  
电话: 13316443450  
邮箱: hyb@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.00
流通 A 股(亿股)	7.97
52 周内股价区间(元)	12.58-24.23
总市值(亿元)	105.90
总资产(亿元)	112.03
每股净资产(元)	9.63

### 相关研究

- 利尔化学(002258): 上半年业绩同比高增, 看好公司长期成长性 (2022-07-07)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：公司拟在津市、荆州、广安等基地均布局精草铵膦项目，产能规划分别 2 万吨、3 万吨、4 万吨、5 万吨，其中津市 2 万吨/年精草铵膦项目预计于 2023 年 6 月投产，新产能释放将拉动公司销量增长，预计草甘膦 23-25 年均价 10.4 万/吨、12 万/吨、14 万/吨。

假设 2：公司持续优化草铵膦、氟环唑、丙炔氟草胺生产工艺，积极研发唑啉草酯、氯虫苯甲酰胺酰胺、阻燃剂等新产品，随着新产品、新工艺的逐步落地，有望为公司持续带来业绩增量。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
农药原药	收入	6486.1	6810.4	7491.4	8615.1
	增速	49.8%	5.0%	10.0%	15.0%
	毛利率	34.85%	30.00%	34.00%	34.00%
农药制剂	收入	2237.4	2349.3	2701.7	3106.9
	增速	64.1%	5.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	32.36%	30.00%	32.00%	32.00%
其他	收入	1412.7	1553.9	1709.3	1880.3
	增速	76.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	18.18%	18.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	10136.1	10713.6	11902.4	13602.3
	增速	56.1%	5.7%	11.1%	14.3%
	毛利率	31.98%	28.26%	31.54%	31.61%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10136.14	10713.58	11902.41	13602.30	净利润	2024.97	1860.19	2390.89	2846.32
营业成本	6894.64	7685.98	8148.93	9302.89	折旧与摊销	564.07	422.18	451.22	478.30
营业税金及附加	39.82	42.09	46.76	53.44	财务费用	-69.02	15.16	12.66	-16.22
销售费用	119.28	135.22	120.90	167.85	资产减值损失	-10.54	-10.54	-10.54	-10.54
管理费用	367.11	386.69	363.95	356.20	经营营运资本变动	373.47	-310.92	-137.65	-162.83
财务费用	-69.02	-34.84	12.66	-66.22	其他	-286.39	1.25	-3.11	8.08
研发费用	416.15	350.00	400.00	450.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2596.56</b>	<b>1977.32</b>	<b>2715.48</b>	<b>3144.80</b>
资产减值损失	-10.54	-10.54	-10.54	-10.54	资本支出	-1711.09	-500.00	-500.00	-500.00
投资收益	-5.11	1.00	1.00	1.00	其他	-485.72	11.00	6.00	6.00
公允价值变动损益	-8.33	6.68	6.57	1.64	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2196.82</b>	<b>-489.00</b>	<b>-494.00</b>	<b>-494.00</b>
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-107.76	-132.48	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>2428.33</b>	<b>2170.00</b>	<b>2797.35</b>	<b>3321.17</b>	长期借款	-267.37	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-61.47	-44.06	-49.20	-49.53	股权融资	933.11	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2366.86</b>	<b>2125.94</b>	<b>2748.15</b>	<b>3271.63</b>	支付股利	-264.27	-362.50	-329.05	-422.69
所得税	341.88	265.74	357.26	425.31	其他	-667.08	-495.64	-12.66	16.22
净利润	2024.97	1860.19	2390.89	2846.32	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-373.37</b>	<b>-990.61</b>	<b>-341.71</b>	<b>-406.47</b>
少数股东损益	212.49	214.94	277.45	285.29	<b>现金流量净额</b>	<b>51.56</b>	<b>497.71</b>	<b>1879.77</b>	<b>2244.33</b>
归属母公司股东净利润	1812.48	1645.26	2113.45	2561.04					
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1409.01	1906.72	3786.49	6030.81	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1686.65	2048.16	2215.09	2516.51	销售收入增长率	56.08%	5.70%	11.10%	14.28%
存货	1709.76	1905.20	2028.18	2312.14	营业利润增长率	77.49%	-10.64%	28.91%	18.73%
其他流动资产	351.93	181.50	199.65	228.14	净利润增长率	74.17%	-8.14%	28.53%	19.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	48.85%	-10.81%	25.08%	16.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6083.72	6261.75	6410.75	6532.66	毛利率	31.98%	28.26%	31.54%	31.61%
无形资产和开发支出	1029.38	929.51	829.65	729.78	三费率	4.12%	7.81%	7.54%	6.67%
其他非流动资产	595.90	595.55	595.20	594.86	净利率	19.98%	17.36%	20.29%	21.14%
<b>资产总计</b>	<b>12866.35</b>	<b>13828.40</b>	<b>16023.26</b>	<b>18897.03</b>	ROE	24.16%	18.84%	20.04%	19.83%
短期借款	132.48	0.00	0.00	0.00	ROA	15.74%	13.45%	14.92%	15.06%
应付和预收款项	2531.43	2908.88	3063.81	3494.19	ROIC	26.16%	21.78%	26.72%	30.37%
长期借款	559.58	559.58	559.58	559.58	EBITDA/销售收入	28.84%	24.34%	27.67%	28.09%
其他负债	1259.85	488.88	497.01	521.24	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4483.34</b>	<b>3957.34</b>	<b>4090.36</b>	<b>4540.50</b>	总资产周转率	0.88	0.80	0.79	0.77
股本	800.44	800.44	800.44	800.44	固定资产周转率	2.51	2.37	2.46	2.68
资本公积	1511.23	1511.23	1511.23	1511.23	应收账款周转率	7.10	6.21	6.10	6.25
留存收益	4948.35	6231.11	8015.51	10153.85	存货周转率	4.27	4.23	4.13	4.28
归属母公司股东权益	7269.67	8542.78	10327.18	12465.52	销售商品提供劳务收到现金营业收入	84.69%	—	—	—
少数股东权益	1113.34	1328.28	1605.73	1891.01	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8383.01</b>	<b>9871.06</b>	<b>11932.90</b>	<b>14356.54</b>	资产负债率	34.85%	28.62%	25.53%	24.03%
负债和股东权益合计	12866.35	13828.40	16023.26	18897.03	带息债务/总负债	15.44%	14.14%	13.68%	12.32%
					流动比率	1.43	1.97	2.55	3.02
					速动比率	0.96	1.35	1.93	2.39
					股利支付率	14.58%	22.03%	15.57%	16.50%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2923.37	2607.33	3261.24	3783.25	每股收益	2.26	2.06	2.64	3.20
PE	5.84	6.44	5.01	4.13	每股净资产	9.08	10.67	12.90	15.57
PB	1.46	1.24	1.03	0.85	每股经营现金	3.24	2.47	3.39	3.93
PS	1.04	0.99	0.89	0.78	每股股利	0.33	0.45	0.41	0.53
EV/EBITDA	3.34	3.32	2.08	1.20					
股息率	2.50%	3.42%	3.11%	3.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtfy@swsc.com.cn
巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn	

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn