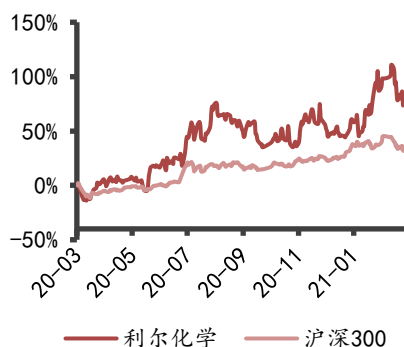


技术规模双优势，长期成长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2021-3-6
收盘价（元）	25.30
近12个月最高/最低（元）	30.25/12.33
总股本（百万股）	524.38
流通股本（百万股）	521.94
流通股比例（%）	99.53
总市值（亿元）	132.67
流通市值（亿元）	132.05

公司股价与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告：

《利尔化学：疫情影响基本结束，农药板块再回正轨》2020.8.7

《利尔化学：农化产品高景气，前三季度净利润大幅增长》2020.10.24

事件描述：

3月5日，公司发布2020年年度报告。据公告，2020年公司实现营业收入49.69亿元，同比上升19.33%；归母净利润6.12亿元，同比大幅上升96.76%；扣非后归母净利润5.84亿元，同比大幅上升93.87%；加权平均ROE为16.70%，同比提高7.06个百分点；经营活动现金流净额为8.99亿元，同比上升52.44%。

➤ 产品价格回暖叠加销量增加，全年归母净利润同比近翻倍

2020年公司共实现营业收入49.69亿元，同比增长19.33%，主要是由于公司部分产品价格回暖，另外在疫情期间积极开拓线上营销，销售稳定增长；实现归母净利润6.12亿元，同比大幅增加96.76%，主要原因是2019年同比下滑46.15%，导致同比基数较低；公司整体毛利率为28.95%，同比上升3.09个百分点；整体净利率为13.50%，同比增加4.22个百分点；三项费用率为9.70%，同比降低0.45个百分点，其中，销售费用率为2.51%，同比降低0.69个百分点，主要是由于业务宣传费减少；管理费用率为4.59%，同比降低0.48个百分点，主要是由于营收上涨幅度更大；财务费用率为2.60%，同比增加0.72个百分点，主要是由于汇率变动导致汇兑损益增加；研发费用1.88亿元，同比减少0.33亿元，研发费用率为3.79%，同比降低1.52个百分点，主要是在研项目支出减少所致；经营活动现金流净额为8.99亿元，同比上升52.44%，主要是因为公司及子公司加强贷款催收，销售回款增加所致；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为4.55亿元，同比降低38.18%，可能由于疫情影响本年度公司投资强度减弱。

➤ 国外营收占比上升，抓住疫情带来的全球化布局良机

从地区经营看，2020年公司国内营业收入为30.79亿元，同比减少2.46%；国外营业收入为18.83亿元，同比增加2.49%。国内营业收入占比由64.42%降低到61.96%。主要原因是国际疫情形势反复不断影响产能，同时公司农药产品质量优秀，在国际市场上竞争力明显。公司产品出口海外三十多个国家，长期与国际客户科迪华、巴斯夫、UPL等国际顶尖公司保持战略合作联系。2020年1月中美签署第一阶段经贸协定，分阶段取消关税（包括部分农药、有机化学品），有利于公司出口业务。2020年1月13日，公司与科迪华农业科技（上海）有限公司以股权比80%：20%成立合资公司，进一步扩大了利尔化学经营规模与竞争力。

➤ 农药原药贡献超七成毛利，草铵膦贡献最多

2020年公司农药原药贡献毛利10.54亿元，占总毛利的73.24%。农药原药营收34.13亿元，同比增加35%。原因一方面，进入2020年草铵膦价格有所回暖，均价由19Q4的102183元/吨到20Q1上升至113984元/吨，20Q2上升至127472元/吨，20Q3上升至150000元/吨，20Q4进一步攀升至175000元/吨，已经恢复到18年11月底以来最高水平，公司作为草铵膦原药龙头企业，市占率达到70%-80%，充分享受价格弹

性；另一方面，销量同比明显增加。

2020年，公司农药制剂营收11.08亿元，同比减少17.67%；毛利润2.91亿元，同比减少15.51%，毛利率为26.23%，同比增加0.67个百分点。营收减少主要是受疫情的影响，预计随着疫情状况的改善以及经济复苏，原材料供应将更加顺畅，采购成本降低，同时需求复苏，农药制剂业务将迅速回暖。

➤ 技术、规模双优势，公司长期成长可期

公司作为世界上第二个全面掌握氟基吡啶氯化工业化关键技术的企业，目前是国内氯代吡啶和草铵膦龙头，两种产品市占率分别在85%以上和70%-80%。

目前公司草铵膦产能达到15400吨/年，全球第一。此外，目前毒莠定、比克草、绿草定等其余农药原药产能约13600吨/年，已有和在建中间体产能70000吨/年。

草铵膦农药时代正在加速推进。2020年6月1日泰国对百草枯实施禁令，6月8日美国EPA发布了三种麦草畏产品的撤销登记命令。百草枯替代、草铵膦和草甘膦复配、抗草铵膦转基因作物是未来草铵膦三大需求点。同时草铵膦生产技术壁垒高，据环评报告，长青股份规划3000吨/年、四川福华6000吨/年等，新增产能有限。公司于2016年度业绩说明会曾表示已完全掌握拜耳草铵膦工艺的核心关键技术，拜耳工艺中核心原料是甲基二氯化磷(MDP)，公司目前广安基地MDP项目已试运行，预计草铵膦成本将显著降低。

根据环评报告，公司今年预计有2600吨/年氯代吡啶甲酯、800吨/年2-氨基-5-氯-3-甲基苯甲酸、8000吨/年氯氟吡啶酸系列水剂投产。2022年，将有2万吨/年L-草铵膦建成投产，届时为公司发展提供充足的产能储备。2023年，将有10000吨/年氯氟吡啶氧乙酸甲酯(ME1)，20000吨/年氯代吡啶，9264吨/年四氯吡啶，10736吨/年五氯吡啶投产。从未来三年预计投产产能看，公司将进一步发挥草铵膦及氯代吡啶龙头的技术优势，扩大产能规模，形成技术、规模双壁垒优势。

投资建议

预计公司2021-2023年归母净利润分别为7.72、10.06、13.03亿元，同比增速为26.1%、30.3%、29.5%。对应PE分别为14、11和8倍。维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；疫苗接种进度不及预期的风险；季节性需求变化的风险。

盈利预测：

单位/百万	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4969	5720	6601	7561
(+/-) (%)	19.3%	15.1%	15.4%	14.5%
归母净利润	612	772	1006	1303
(+/-) (%)	96.8%	26.1%	30.3%	29.5%
EPS(元)	1.17	1.47	1.92	2.49
P/E	17.90	14.19	10.89	8.41

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3544	3964	6242	9384
现金	1161	1161	3128	5924
应收账款	900	1061	1199	1382
其他应收款	6	8	10	11
预付账款	67	94	93	107
存货	1068	1194	1364	1534
其他流动资产	342	446	447	428
非流动资产	4919	5191	4298	2868
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3463	3463	2639	1607
无形资产	415	415	307	134
其他非流动资产	1042	1314	1352	1127
资产总计	8463	9155	10540	12252
流动负债	2559	2362	2578	2812
短期借款	574	62	0	0
应付账款	556	699	772	854
其他流动负债	1429	1600	1807	1957
非流动负债	1195	1195	1195	1195
长期借款	241	241	241	241
其他非流动负债	955	955	955	955
负债合计	3754	3557	3773	4007
少数股东权益	737	854	1015	1191
股本	524	524	524	524
资本公积	810	810	810	810
留存收益	2638	3410	4417	5720
归属母公司股东权益	3973	4745	5751	7055
负债和股东权益	8463	9155	10540	12252

现金流量表

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	899	865	874	901
净利润	612	772	1006	1303
折旧摊销	391	0	-324	-523
财务费用	96	83	69	67
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-244	-106	-32	-114
其他经营现金流	901	995	1194	1586
投资活动现金流	-505	-270	1224	1962
资本支出	-454	-272	1222	1960
长期投资	-2	0	0	0
其他投资现金流	-49	2	2	2
筹资活动现金流	73	-595	-131	-67
短期借款	128	-511	-62	0
长期借款	-185	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	130	-83	-69	-67
现金净增加额	459	0	1967	2796

资料来源：wind，华安证券研究所

利润表				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4969	5720	6601	7561
营业成本	3530	3981	4485	5073
营业税金及附加	20	24	28	31
销售费用	124	164	189	207
管理费用	228	263	303	347
财务费用	129	49	5	-68
资产减值损失	-3	0	5	6
公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	773	1025	1346	1705
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	773	1026	1346	1706
所得税	103	136	179	227
净利润	671	889	1168	1479
少数股东损益	58	117	161	176
归属母公司净利润	612	772	1006	1303
EBITDA	1269	1037	974	1058
EPS (元)	1.17	1.47	1.92	2.49

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	19.3%	15.1%	15.4%	14.5%
营业利润	78.9%	32.7%	31.3%	26.7%
归属于母公司净利润	96.8%	26.1%	30.3%	29.5%
获利能力				
毛利率 (%)	29.0%	30.4%	32.0%	32.9%
净利率 (%)	12.3%	13.5%	15.2%	17.2%
ROE (%)	15.4%	16.3%	17.5%	18.5%
ROIC (%)	11.6%	13.0%	14.0%	14.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	44.4%	38.8%	35.8%	32.7%
净负债比率 (%)	79.7%	63.5%	55.8%	48.6%
流动比率	1.39	1.68	2.42	3.34
速动比率	0.94	1.13	1.86	2.75
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.62	0.63	0.62
应收账款周转率	5.52	5.39	5.50	5.47
应付账款周转率	6.35	5.69	5.81	5.94
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.47	1.92	2.49
每股经营现金流薄)	1.71	1.65	1.67	1.72
每股净资产	7.58	9.05	10.97	13.45
估值比率				
P/E	17.90	14.19	10.89	8.41
P/B	2.76	2.31	1.91	1.55
EV/EBITDA	9.18	10.74	9.35	5.97

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

古武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4年中航工业成飞航空材料产业经历，2年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。