

利尔化学 (002258)

证券研究报告

2021 年 03 月 08 日

草铵膦价格同比大幅提升，全年实现良好增长

事件

利尔化学发布 2020 年年报，实现营业收入 49.69 亿元，同比增长 19.33%；实现营业利润 7.73 亿元，同比增长 78.91%；归属于上市公司股东的净利润 6.12 亿元，同比增长 96.76%，扣除非经常性损益后的净利润 5.84 亿元，同比增长 93.87%。按 5.24 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 1.17 元（扣非后为 1.11 元），每股经营现金流为 1.71 元。第四季度实现营业收入 16.09 亿元，同比增长 41.18%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.95 亿元，同比增长 154.66%；折合单季度 EPS 0.37 元。

草铵膦价格同比大幅上涨增厚公司业绩，期间费用控制效果良好

20 年公司收入及毛利率同比均有良好提升（综合毛利率 29%，YOY+3.1pcts）：分业务看，农药原药实现收入 34.13 亿元，yoy+7.97pcts，毛利率 30.9%，yoy+4.06pcts；农药制剂及其他业务实现收入 11.09 亿元，yoy-10.03pcts，毛利率 26.2%，yoy+0.67pcts；公司收入及毛利增加主要由原药业务贡献。我们推测，公司原药产品销售量同比有所提升（公司农药产品销量为 18.3 万吨，yoy+16%；其中原药销售约 3.31 万吨），同时主要产品草铵膦售价同比预计有明显提升，根据百川资讯数据统计，2020 年草铵膦全年含税均价为 13.8 万元/吨，yoy+11.5%；同时价格逐季提升（Q1~Q4 单季度均价分别为 11.3\12.7\15.0\16.2 万元/吨，yoy-27%\-5%\+41%\+59%）。而根据公司公告广安利尔 20 年实现收入 10.4 亿元，净利润 1.5 亿元；其中“年产 10000 吨草铵膦原药生产线及配套设施建设项目”实现效益约 2.7 亿元，yoy+151%（广安基地 20 年整体实现收益为 2.8 亿元）。

公司期间费用率控制良好，yoy-2pcts 至 13.5%，销售/管理/研发费用率分别为 2.5%/4.6%/3.8%，yoy-0.7/-0.5/-1.5pcts；而财务费用率因汇率变动导致的汇兑损益增加，yoy+0.7pcts 至 2.6%。公司研发人员增加约 91 人至 502 人，占比达 10.05%。

深耕草铵膦行业，开启新项目布局。伴随跨国公司抗草铵膦基因新产品推广应用和上市，草铵膦需求有望进一步提升。根据中农纵横预计，2020 年全球草铵膦市场销售额为 10.5 亿美元，而公司为国内最大的草铵膦原药生产企业。公司全力推进广安生产基地的甲基二氯化磷项目，截至年报发布，该项目处于试运行状态。若此次并线成功，将进一步提升草铵膦产品链完整性、产品技术和规模的先进性，提高企业核心竞争力。同时，公司 2019 年 2 月公告在广安基地建设 3000 吨 L-草铵膦，公司已经取得精草铵膦生产许可，进行试生产，且实现批量生产；公司草铵膦中试装置的竣工环保自主验收工作已经通过专家组现场验收评审。

此外，公司公布环评，拟投资 20 亿元在绵阳基地建设包括 3 万吨 L-草铵膦，以及溴氰虫酰胺、氯虫苯甲酰胺、噻菌灵、烟啉磺隆等产品，进一步强化高端草铵膦规模优势的同时，丰富杀虫、杀菌等农药品种布局。

盈利预测与估值：考虑到草铵膦价格上涨，同时期间费用率下滑，我们上调公司 2021、2022 年净利润至 6.92、7.69 亿元（前值为 6.14、7.25 亿元），引入 2023 年净利润的预测为 8.33 亿元，维持“买入”的投资评级。

风险提示：草铵膦竞争加剧、价格下跌，广安基地及绵阳基地项目推进低于预期风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,163.84	4,968.75	5,616.90	5,984.55	6,300.60
增长率(%)	3.40	19.33	13.04	6.55	5.28
EBITDA(百万元)	1,032.87	1,466.61	1,471.68	1,616.78	1,744.39
净利润(百万元)	311.14	612.21	691.56	768.96	833.45
增长率(%)	(46.15)	96.76	12.96	11.19	8.39
EPS(元/股)	0.59	1.17	1.32	1.47	1.59
市盈率(P/E)	42.64	21.67	19.18	17.25	15.92
市净率(P/B)	3.95	3.34	3.07	2.69	2.37
市销率(P/S)	3.19	2.67	2.36	2.22	2.11
EV/EBITDA	8.58	8.33	9.95	8.85	7.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.3 元
目标价格	元

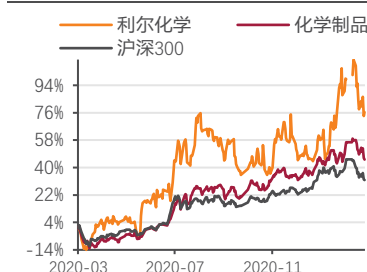
基本数据

A 股总股本(百万股)	524.38
流通 A 股股本(百万股)	521.94
A 股总市值(百万元)	13,266.83
流通 A 股市值(百万元)	13,205.11
每股净资产(元)	7.19
资产负债率(%)	44.36
一年内最高/最低(元)	31.30/11.93

作者

李辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	huili@tfzq.com
唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	tjie@tfzq.com
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《利尔化学-季报点评:草铵膦维持强势，三季报业绩超预期》 2020-10-25
- 2 《利尔化学-半年报点评:核心产品草铵膦价格上涨，二季度业绩靓丽》 2020-08-06
- 3 《利尔化学-季报点评:一季度草铵膦自底部略有走高，期待广安并线项目》 2020-04-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	739.07	1,161.04	1,123.38	1,316.70	1,973.56
应收票据及应收账款	867.06	900.02	1,301.06	1,033.24	1,355.86
预付账款	60.47	66.54	102.66	72.25	104.23
存货	956.12	1,068.38	1,043.75	1,264.00	1,630.09
其他	263.81	347.13	273.02	295.10	306.84
流动资产合计	2,886.53	3,543.10	3,843.88	3,981.30	5,370.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,274.28	3,462.75	3,611.99	3,665.89	3,642.58
在建工程	1,833.85	838.64	743.19	685.91	651.55
无形资产	411.40	425.39	409.48	393.57	377.65
其他	180.49	192.30	178.64	180.19	179.10
非流动资产合计	4,700.03	4,919.09	4,943.30	4,925.56	4,850.88
资产总计	7,586.56	8,463.21	8,787.51	8,907.31	10,222.06
短期借款	445.82	573.52	641.40	300.00	200.00
应付票据及应付账款	1,271.24	1,230.39	926.74	906.62	1,022.77
其他	498.80	754.90	920.09	555.48	1,007.52
流动负债合计	2,215.86	2,558.80	2,488.23	1,762.10	2,230.29
长期借款	425.20	240.50	250.00	250.00	250.00
应付债券	686.88	723.34	650.00	686.74	686.69
其他	224.57	231.23	190.08	215.29	212.20
非流动负债合计	1,336.65	1,195.07	1,090.08	1,152.03	1,148.89
负债合计	3,552.51	3,753.88	3,578.31	2,914.13	3,379.18
少数股东权益	675.95	736.77	888.58	1,057.38	1,240.33
股本	524.38	524.38	524.38	524.38	524.38
资本公积	810.15	810.31	810.31	810.31	810.31
留存收益	2,630.63	3,242.99	3,796.24	4,411.41	5,078.17
其他	(607.05)	(605.12)	(810.31)	(810.31)	(810.31)
股东权益合计	4,034.05	4,709.33	5,209.21	5,993.17	6,842.88
负债和股东权益总	7,586.56	8,463.21	8,787.51	8,907.31	10,222.06

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	386.57	670.54	691.56	768.96	833.45
折旧摊销	348.19	390.89	362.13	419.29	473.59
财务费用	83.31	95.77	112.28	95.30	73.79
投资损失	35.65	(1.85)	11.87	15.22	8.41
营运资金变动	(278.66)	(89.94)	(416.74)	(299.65)	(199.12)
其它	14.66	(166.41)	149.30	169.41	183.38
经营活动现金流	589.72	899.00	910.39	1,168.53	1,373.49
资本支出	953.83	589.27	441.15	374.79	403.09
长期投资	(0.01)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,716.30)	(1,094.05)	(847.33)	(791.35)	(812.51)
投资活动现金流	(762.47)	(504.78)	(406.18)	(416.56)	(409.42)
债权融资	1,678.71	1,853.14	1,767.03	1,457.48	1,390.75
股权融资	(84.00)	(126.76)	(317.46)	(95.30)	(73.79)
其他	(1,332.29)	(1,653.16)	(1,991.45)	(1,920.83)	(1,624.17)
筹资活动现金流	262.42	73.23	(541.87)	(558.64)	(307.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	89.68	467.44	(37.66)	193.33	656.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,163.84	4,968.75	5,616.90	5,984.55	6,300.60
营业成本	3,086.94	3,530.05	3,882.82	4,125.06	4,341.13
营业税金及附加	19.73	19.89	23.38	23.94	25.20
营业费用	133.33	124.48	140.42	149.61	157.52
管理费用	211.00	228.30	247.14	263.32	277.23
研发费用	221.22	188.09	196.59	209.46	220.52
财务费用	78.39	129.00	112.28	95.30	73.79
资产减值损失	3.62	(3.05)	2.61	1.06	0.21
公允价值变动收益	13.10	7.02	(2.51)	0.61	0.43
投资净收益	(35.65)	1.85	(11.87)	(15.22)	(8.41)
其他	0.10	(29.88)	28.74	29.22	15.97
营业利润	432.06	772.99	997.27	1,102.19	1,197.02
营业外收入	13.81	6.79	11.03	10.55	9.46
营业外支出	5.83	6.54	16.11	9.49	10.71
利润总额	440.05	773.24	992.20	1,103.24	1,195.76
所得税	53.48	102.70	148.83	165.49	179.36
净利润	386.57	670.54	843.37	937.76	1,016.40
少数股东损益	75.42	58.33	151.81	168.80	182.95
归属于母公司净利润	311.14	612.21	691.56	768.96	833.45
每股收益（元）	0.59	1.17	1.32	1.47	1.59

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	3.40%	19.33%	13.04%	6.55%	5.28%
营业利润	-43.69%	78.91%	29.01%	10.52%	8.60%
归属于母公司净利润	-46.15%	96.76%	12.96%	11.19%	8.39%
获利能力					
毛利率	25.86%	28.95%	30.87%	31.07%	31.10%
净利率	7.47%	12.32%	12.31%	12.85%	13.23%
ROE	9.27%	15.41%	16.01%	15.58%	14.88%
ROIC	10.35%	16.25%	18.05%	17.87%	18.08%
偿债能力					
资产负债率	46.83%	44.36%	40.72%	32.72%	33.06%
净负债率	23.29%	14.70%	12.36%	2.35%	-8.52%
流动比率	1.30	1.39	1.54	2.26	2.41
速动比率	0.87	0.97	1.13	1.54	1.68
营运能力					
应收账款周转率	4.73	5.62	5.10	5.13	5.27
存货周转率	4.81	4.91	5.32	5.19	4.35
总资产周转率	0.59	0.62	0.65	0.68	0.66
每股指标（元）					
每股收益	0.59	1.17	1.32	1.47	1.59
每股经营现金流	1.12	1.71	1.74	2.23	2.62
每股净资产	6.40	7.58	8.24	9.41	10.68
估值比率					
市盈率	42.64	21.67	19.18	17.25	15.92
市净率	3.95	3.34	3.07	2.69	2.37
EV/EBITDA	8.58	8.33	9.95	8.85	7.89
EV/EBIT	12.91	11.33	13.20	11.95	10.83

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com