

公司研究

草铵膦高涨助力业绩大幅提升，多项产能布局巩固行业地位

——利尔化学（002258.SZ）2021年半年度报告点评

要点

事件：8月6日，公司发布2021年半年度报告。2021年H1公司实现营业收入31.60亿元，同比增长34.51%；实现归母净利润5.05亿元，同比增长97.70%；扣非后归母净利润为4.90亿元，同比增长103.24%。

草铵膦需求持续向好，公司2021H1业绩大幅增长。公司2021H1业绩大幅增长，主要归因于农药原药核心产品草铵膦需求向好，销售价格上涨。根据iFinD数据，2021H1公司草铵膦（95%原药）平均出厂价为19.2万元/吨，同比增长25.4%，环比增长20.3%。受益于此，2021H1公司农药原药业务收入同比增长36.44%，毛利率提升2.89个百分点。随着近年跨国公司研发的抗草铵膦基因新产品推广应用和上市，以及国外市场对于百草枯、麦草畏等产品的禁令，草铵膦市场需求有望进一步提升，公司盈利能力有望持续增强。

L-草铵膦等新增产能布局，巩固公司行业地位。公司利用自身技术优势，掌握了草铵膦合成关键技术，现已成为国内最大规模的草铵膦生产企业。目前，公司拥有1.54万吨草铵膦产能，其中绵阳基地拥有草铵膦产能8400吨/年，广安基地拥有草铵膦产能7000吨/年（另有3000吨/年产能在建）。为进一步提升市场竞争力，公司在广安和绵阳基地分别规划有3000吨/年和30000吨/年L-草铵膦产能，其中广安基地的3000吨/年L-草铵膦产能预计于2022年1月达产。公司在增产L-草铵膦的同时还进一步布局有溴氰虫酰胺、氯虫苯甲酰胺、噻菌灵、烟嘧磺隆等新增产能，为公司长远发展增加新的盈利增长点。

吡啶类除草剂市场稳步增长，公司龙头优势明显。2020年吡啶类除草剂全球销售额增长至13.22亿美元，占全球除草剂市场比例为4.4%。根据农药快讯，2021-2025年全球吡啶类除草剂销售额预计会以3.4%的平均速率保持增长，到2025年全球销售额将达到15.63亿美元。公司是继陶氏益农之后全球第二家成功掌握吡啶类化合物催化氯化系统集成技术的企业，具有国内最大的规模化生产氯代吡啶类农药原药和制剂的能力。在全球吡啶类除草剂市场稳步增长的背景下，公司作为行业龙头将会逐步受益。

盈利预测、估值与评级：受益于草铵膦等公司主营产品价格大幅提升，公司业绩显著提高，伴随着公司新建产能的逐步释放，公司技术成本优势将更为明显。我们上调公司2021-2023年盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为10.47（上调40.9%）/11.80（上调34.8%）/14.46（上调35.7%）亿元，对应EPS分别为1.99/2.25/2.75元/股，仍维持公司“增持”评级。

风险提示：农药需求下滑风险，草铵膦价格下跌风险，项目建设不及预期风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,164	4,969	6,213	6,847	7,777
营业收入增长率	3.40%	19.33%	25.04%	10.19%	13.59%
净利润（百万元）	311	612	1,047	1,180	1,446
净利润增长率	-46.15%	96.76%	70.95%	12.76%	22.52%
EPS（元）	0.59	1.17	1.99	2.25	2.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.27%	15.41%	21.22%	20.41%	21.08%
P/E	53	27	16	14	11
P/B	4.9	4.2	3.4	2.9	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-06，2019、2020年年末股本均为5.24亿股，2021年转债转股后目前总股本为5.25亿股

增持（维持）

当前价：31.62元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

联系人：周家诺

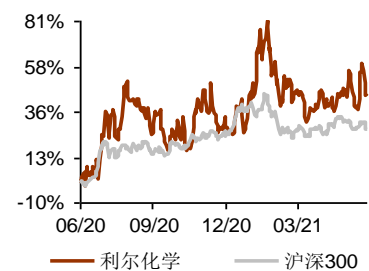
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.25
总市值(亿元)	166.10
一年最低/最高(元)	19.28/33.10
近3月换手率	155.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	36.89	33.74	22.30
绝对	32.63	32.25	27.99

资料来源：Wind

相关研报

草铵膦高涨助2021Q1业绩大增，未来产能扩增巩固公司龙头地位——利尔化学（002258.SZ）2021年第一季度业绩预告点评（2021-03-13）
受益草铵膦上涨业绩超预期，持续关注行业未来成长性——利尔化学（002258.SZ）2020年度业绩快报点评（2021-01-22）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,164	4,969	6,213	6,847	7,777
营业成本	3,087	3,530	4,088	4,494	4,999
折旧和摊销	346	389	467	507	551
税金及附加	20	20	29	33	37
销售费用	133	124	193	212	241
管理费用	211	228	315	347	394
研发费用	221	188	326	359	408
财务费用	78	129	46	37	38
投资收益	-36	2	0	0	0
营业利润	432	773	1,257	1,409	1,712
利润总额	440	773	1,248	1,400	1,703
所得税	53	103	152	170	207
净利润	387	671	1,097	1,230	1,496
少数股东损益	75	58	50	50	50
归属母公司净利润	311	612	1,047	1,180	1,446
EPS(按最新股本计)	0.59	1.17	1.99	2.25	2.75

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	590	899	1,642	1,652	1,915
净利润	311	612	1,047	1,180	1,446
折旧摊销	346	389	467	507	551
净营运资金增加	-131	357	172	232	335
其他	63	-459	-43	-267	-416
投资活动产生现金流	-762	-505	-706	-725	-750
净资本支出	-733	-454	-639	-700	-750
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-30	-51	-67	-25	0
融资活动现金流	262	73	-778	-175	-140
股本变化	0	0	1	0	0
债务净变化	240	174	-706	160	220
无息负债变化	425	27	529	220	300
净现金流	85	459	157	752	1,025

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	25.9%	29.0%	34.2%	34.4%	35.7%
EBITDA 率	21.0%	26.2%	28.6%	28.6%	29.6%
EBIT 率	12.6%	18.3%	21.1%	21.2%	22.5%
税前净利润率	10.6%	15.6%	20.1%	20.5%	21.9%
归母净利润率	7.5%	12.3%	16.8%	17.2%	18.6%
ROA	5.1%	7.9%	11.8%	11.6%	12.2%
ROE (摊薄)	9.3%	15.4%	21.2%	20.4%	21.1%
经营性 ROIC	8.1%	12.5%	17.3%	18.0%	20.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	47%	44%	38%	37%	37%
流动比率	1.30	1.39	1.84	2.13	2.47
速动比率	0.87	0.97	1.30	1.58	1.91
归母权益/有息债务	2.00	2.14	4.30	4.42	4.49
有形资产/有息债务	4.24	4.29	7.63	7.65	7.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,587	8,463	9,295	10,576	12,223
货币资金	739	1,161	1,318	2,071	3,095
交易性金融资产	1	4	10	10	10
应收帐款	743	900	1,163	1,281	1,455
应收票据	124	0	186	205	233
其他应收款 (合计)	8	6	12	14	16
存货	956	1,068	1,218	1,340	1,492
其他流动资产	255	336	88	126	181
流动资产合计	2,887	3,544	4,138	5,197	6,643
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,274	3,463	3,436	3,415	3,398
在建工程	1,817	824	933	1,041	1,148
无形资产	411	415	456	496	536
商誉	23	23	23	23	23
其他非流动资产	126	111	173	173	173
非流动资产合计	4,700	4,919	5,157	5,379	5,581
总负债	3,553	3,754	3,577	3,957	4,478
短期借款	446	574	0	0	0
应付账款	565	556	756	831	925
应付票据	706	675	818	899	1,000
预收账款	133	3	205	226	257
其他流动负债	0	15	15	15	15
流动负债合计	2,216	2,559	2,252	2,440	2,694
长期借款	425	241	341	501	721
应付债券	687	723	706	706	706
其他非流动负债	136	131	193	225	272
非流动负债合计	1,337	1,195	1,325	1,517	1,783
股东权益	4,034	4,709	5,718	6,619	7,746
股本	524	524	525	525	525
公积金	1,029	1,070	1,089	1,089	1,089
未分配利润	1,602	2,173	3,112	3,963	5,040
归属母公司权益	3,358	3,973	4,931	5,782	6,859
少数股东权益	676	737	787	837	887

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.20%	2.51%	3.10%	3.10%	3.10%
管理费用率	5.07%	4.59%	5.07%	5.07%	5.07%
财务费用率	1.88%	2.60%	0.75%	0.55%	0.48%
研发费用率	5.31%	3.79%	5.25%	5.25%	5.25%
所得税率	12%	13%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.20	0.63	0.70	0.85
每股经营现金流	1.12	1.71	3.13	3.14	3.65
每股净资产	6.40	7.58	9.39	11.01	13.06
每股销售收入	7.94	9.48	11.83	13.03	14.80

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	53	27	16	14	11
PB	4.9	4.2	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	22.5	15.1	10.8	9.6	7.9
股息率	0.0%	0.6%	2.0%	2.2%	2.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE