

利尔化学（002258.SZ）

量价齐升且毛利率提升，草铵膦巨头业绩表现亮眼

买入

核心观点

2022H1 公司积极克服不利因素，农药原药业务毛利率明显修复。公司公布《2022 年半年度报告》：受益于公司主要产品市场需求较好，且销量、销价均有所增长，2022H1 公司实现营业收入 50.78 亿元（同比+ 60.72%）；实现归母净利润 10.48 亿元（同比+107.46%）。即 2022Q2 单季度，利尔化学共实现营业收入 24.65 亿元（同比+46.94%）；实现归母净利润 5.13 亿元，（同比+80.61%）。公司农药板块毛利率达到 34.45%，其中原药业务毛利率为 40.33%，同比增长 6.68 个百分点；国际销售方面毛利率为 35.78%，同比增长 10.74 个百分点。整体来说，公司积极克服疫情反复和原材料涨价等不利因素，持续提升供应链及生产管理力，全力稳产出货高效保障客户需求。

草铵膦价格企稳，主营产品盈利状况良好。2022H1，公司农药行业收入同比增长 55.84%，其中农药原药和农药制剂收入分别同比增长 55.99%、65.97%，主要系 2022 年上半年公司主要农药原药产品销量及售价提升所致。据百川盈孚数据，2022 年上半年草铵膦均价 24.7 万元/吨，同比增长 35.98%；其中 2022Q2 均价 23.3 万元/吨，环比-10.51%。2022Q1，受国内新产能释放和需求淡季影响，草铵膦价格持续下滑，3 月底价格最低跌至 17.25 万元/吨；2022Q2 进入草铵膦需求旺季，外贸订单不断下发，国内外需求启动，草铵膦价格触底反弹，5 月份最高涨至 26.5 万元/吨。截至 8 月 8 日，草铵膦市场价格为 22.5 万元/吨，盈利仍较为可观。

草铵膦市场空间前景仍然广阔，公司将全力保持竞争优势。2021 年全球草铵膦需求量约 4.5 万吨/年，长期来看，随新生代转基因的渗透、百草枯的禁用替代、复配制剂的增加和草铵膦价格下降，将增加不少于 4.52 万吨的草铵膦需求量。公司是国内首家掌握草铵膦、精草铵膦大规模合成关键技术的企业，并将于绵阳本部、广安利尔持续加码草铵膦产能并建设精草铵膦产能。目前，公司正积极完成政府审批，确保多基地精草铵膦项目按规划落地，同时，加快精草铵膦在全球市场的布局及登记策划，公司成长性显著。

风险提示：产能投放不及预期、需求不及预期、原材料成本大幅上涨等。

投资建议：维持“买入”评级。我们预测公司 2022-24 年归母净利润 16.27/19.12/23.06 亿元（+51.7%/+17.5%/+20.6%），EPS 分别为 3.09/3.63/4.38 元。公司在原料、技术、市场及产业化过程等方面积淀深厚、优势明显，系列新产品众多，资本投入将迎来释放期且发展动能充足，未来将作为行业领军企业引领我国农药行业转型升级，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,969	6,494	8,717	9,688	11,038
(+/-%)	19.3%	30.7%	34.2%	11.1%	13.9%
净利润(百万元)	612	1072	1627	1912	2306
(+/-%)	96.8%	75.2%	51.7%	17.5%	20.6%
每股收益(元)	1.17	2.04	3.09	3.63	4.38
EBIT Margin	21.5%	25.7%	23.6%	25.0%	26.3%
净资产收益率 (ROE)	15.4%	21.5%	25.9%	24.5%	23.9%
市盈率 (PE)	20.0	11.4	7.5	6.4	5.3
EV/EBITDA	11.0	7.7	7.0	6.0	5.2
市净率 (PB)	3.08	2.47	1.95	1.57	1.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	23.30 元
总市值/流通市值	17335/17265 百万元
52 周最高价/最低价	37.40/18.50 元
近 3 个月日均成交额	283.61 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《创新引领未来的全球草铵膦巨头》——2022-03-16
- 《利尔化学半年报点评：主营业务稳定增长》——2009-07-21
- 《一季度业绩超预期源于公司多重努力》——2009-04-20

积极克服不利因素，仍然逆势实现业绩大幅增长。2022年8月8日晚，公司公布《2022年半年度报告》：2022H1，公司实现了收入和利润的双增长，实现营业收入 50.78 亿元，较去年同期增长 60.72%；实现归属于上市公司股东的净利润 10.48 亿元，较去年同期增长 107.46%。即 2022Q2 单季度，利尔化学共实现营业收入 24.65 亿元，较去年同期增长 46.94%；归母净利润 5.13 亿元，较去年同期增长 80.61%，显著超过我们此前的预期。值得一提的是，2022H1，公司积极克服国内疫情反复和原材料涨价等不利因素，公司仍然实现了农药板块毛利率达到 34.45%，其中原药业务毛利率为 40.33%，同比增长 6.68 个百分点；国际销售方面毛利率为 35.78%，同比增长 10.74 个百分点。**从主营产品盈利状况来看**，2022 年上半年公司营业收入同比增长 60.72%，农药行业收入同比增长 55.84%，其中农药原药和农药制剂收入分别同比增长 55.99%、65.97%，国际销售收入同比增加 128.27%，主要系报告期公司主要农药原药产品销量及售价提升所致。

图1：2021 年迄今，草铵膦市场价格变化（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

草铵膦：转基因大豆玉米品种审定标准出台，草铵膦需求有望迎来新增长点

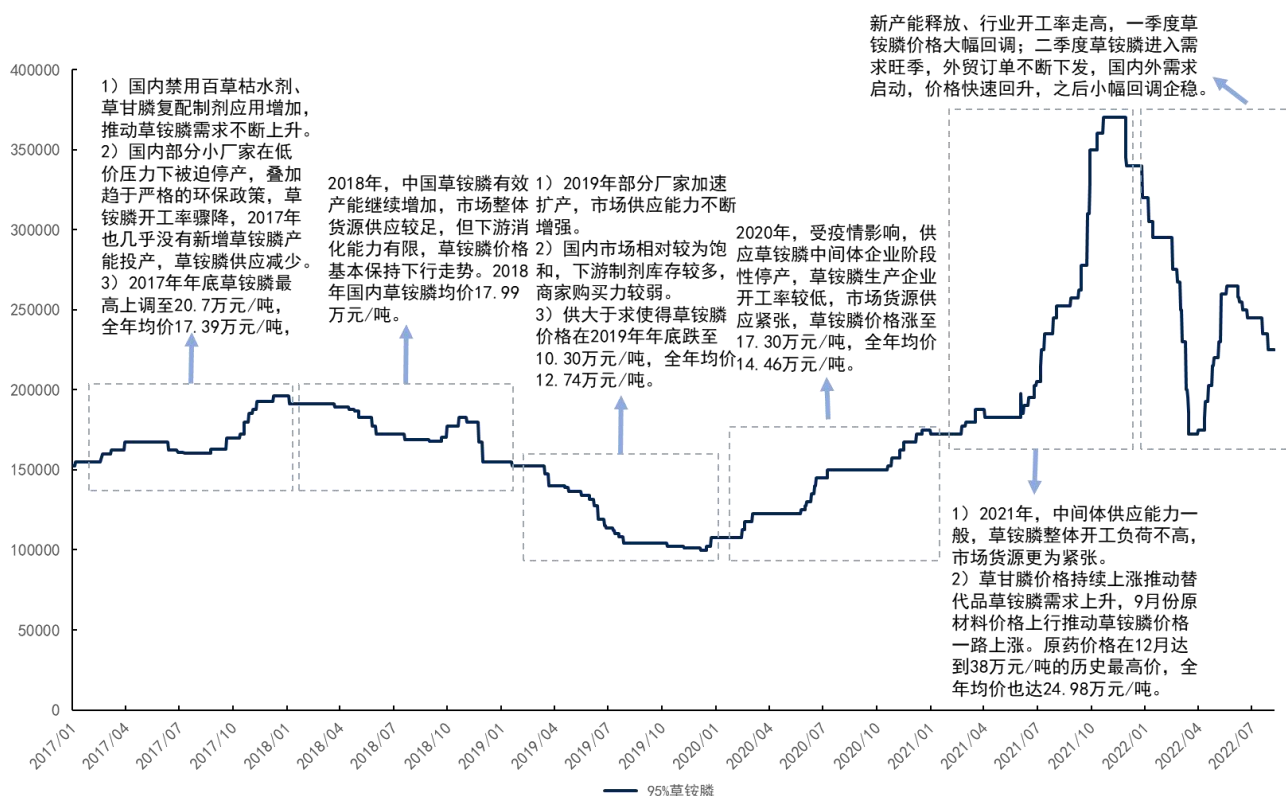
草铵膦是全球三大非选择性除草剂之一，随着全球范围的百草枯禁用不断扩大、草甘膦抗性问题的持续，转基因技术的推广和使用，有效地推动了草铵膦需求的快速释放。草铵膦的抗性基因被导入了玉米、大豆等 20 多种作物中，已成为全球第二大转基因作物除草剂。

复盘近五年来草铵膦价格走势：2016-2022 年年初中国草铵膦行情大致呈“N 字形”走势。2016 年下半年以来，国内部分草铵膦小型企业生产成本与销售价格倒挂，被迫停产，叠加趋于严格的环保政策，草铵膦开工率骤降。同时由于草铵膦技术壁垒较高、工艺复杂、环境污染较重，2017 年国内几乎没有新增草铵膦产能投放市场。供需矛盾推动草铵膦在 2017 年年底最高上调至 20.7 万元/吨，全年均价 17.39 万元/吨。**2017 年**，随着国内百草枯水剂全面禁用，作为替代品的草铵膦需求快速增长，草甘膦复配制剂应用增加以及抗草铵膦转基因作物的推广也拉动了草铵膦需求。**2018 年**，中国草铵膦新增产能集中释放，市场整体货源供应较足，但下游消化能力有限，草铵膦价格基本保持下行走势，2018 年国内草铵膦均价 17.99 万元/吨。**2019 年**，部分厂家

加速扩产，市场供应能力不断增强。国内市场相对较为饱和，下游制剂库存较多，商家购买力较弱。供大于求使得草铵膦价格在 2019 年年底跌至 10.30 万元/吨，全年均价 12.74 万元/吨。**2020 年**，受疫情影响，供应草铵膦中间体企业阶段性停产，草铵膦生产企业开工率较低，市场货源供应紧张，草铵膦价格涨至 17.30 万元/吨，全年均价 14.46 万元/吨。**2021 年**，中间体供应能力一般，草铵膦整体开工负荷不高，市场货源更为紧张。草甘膦价格持续上涨推动替代品草铵膦需求上升，9 月份原材料黄磷价格上行推动草铵膦价格一路上涨，原药价格在 12 月达到 38 万元/吨的历史最高价，全年均价也达 24.98 万元/吨。

自 2021 年年末起，随国内厂家产能逐步释放，行业开工率有所提高，部分生产商库存走高，草铵膦价格开始回调。**2022Q1**，受国内新产能释放和需求淡季影响，草铵膦价格持续下滑，3 月底价格最低跌至 17.25 万元/吨；**2022Q2**，进入草铵膦需求旺季，外贸订单不断下发，国内外需求启动，草铵膦价格触底反弹，5 月份最高涨至 26.5 万元/吨。据百川盈孚数据，2022 年上半年草铵膦均价 24.7 万元/吨，同比增长 35.98%；其中 2022Q2 均价 23.3 万元/吨，环比-10.51%。截至 2022 年 8 月 8 日，草铵膦市场均价为 22.5 万元/吨，需求清淡，下游按需补货，主流生产商前期订单充足，草铵膦 95%原粉部分供应商报价 24 万元/吨，市场价格参考 22-23 万元/吨，港口 FOB 29100-29300 美元/吨。

图2：草铵膦市场价格变化及复盘（元/吨）



资料来源：百川盈孚，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

2021 年全球草铵膦需求量约 4.5 万吨/年，我们预计 2022 年全球草铵膦需求量有望增长至 5 万吨；据中研网预测，2025 年草铵膦全球需将达到 6.76 万吨。据中农纵横估算，远期（5-7 年后）随着新生代转基因的渗透、百草枯的禁用替代、复配制剂的增加和草铵膦价格下降，将增加不少于 4.52 万吨的草铵膦需求量，届时全球草铵膦使用量有望达到 10 万吨左右（L-草铵膦以折半计算）。此外，值得一提的是，转基因渗透方面，2022 年 6 月 8 日，国家农作物品种审定委员会印发《国家级转基因大豆品

种审定标准（试行）》和《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》，此次品种审定标准的明确出台，意味着转基因大豆、转基因玉米的产业化进程将进一步推进。转基因作物商业化有望提振除草剂（尤其是草甘膦、草铵膦）需求。

L-草铵膦：环保与安全政策强化，L-草铵膦需求有望持续提升

2021 年，国内农药政策及需求导向明显，我国农药行业步入了较大的变革调整期，环保与安全政策强化，高毒农药淘汰提速，绿色农药需求旺盛，具有核心竞争力的企业将迎来更好的发展机遇。草铵膦有两种光学异构体：L-草铵膦与 D-草铵膦，L-草铵膦是真正发挥除草活性的有效体，而 D-草铵膦为无效体。理论上 L-草铵膦的除草活性是普通草铵膦的 2 倍、草甘膦的 4 倍，理论亩用量较草铵膦将降低 50%（其除草活性增加 2 倍），将有助于用药成本显著降低、药效提高。公司是国内首家掌握草铵膦、精草铵膦大规模合成关键技术的企业，并于 2020 年先后宣布绵阳本部进行 1 万吨与 3 万吨的精草铵膦产能建设，广安利尔也将建设 3000 吨/年精草铵膦产能。其中，广安利尔 3000 吨 L-草铵膦项目（一期）计划于 2022 年内达产。

氯代吡啶类农药：利尔化学持续巩固氯代吡啶类农药供应商巨头地位

吡啶类农药被称为第四代农药，具有高效、低毒的特点，与人和生物具有良好的环境相容性，符合农药的发展要求和趋势，含吡啶环的化合物已成为农药创制的主要方向之一。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。公司持续对该技术进行优化，形成了稳定、成熟的规模化生产工艺与稳定的产品质量，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。

此外，除了草铵膦、精草铵膦、氟环唑、丙炔氟草胺、氟草烟等项目的开发优化外，公司还一直根据发展战略以及行业技术发展方向进行前瞻性研究，开发了包括唑啉草酯、氯虫苯甲酰胺、阻燃剂等系列新产品，为公司长远发展提供项目和技术储备，增加公司未来新的盈利增长点。

近年来，公司有效组织生产，不断提升供应链及生产管理能力和能力，全力稳产出货高效保障客户需求。未来，公司将继续巩固保障原材料供应的能力，进一步加强采购控制，尽力降低采购成本。另外，公司于多个基地建设将投入较大金额的资本性支出，将严格做好投资管理，加快项目建设及达产进程。2022 年，公司将全面实现草铵膦重要原料广安甲基二氯化磷项目正常生产，并择机完成扩能，进一步提升公司草铵膦产能和市场竞争能力。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。由于公司在逆势中克服不利因素，仍然实现了业绩大幅增长，2022H1 业绩显著超过了我们此前的预期。我们上调公司盈利预测：我们预测公司 2022-24 年归母净利润分别 16.27/19.12/23.06 亿元（调整前分别为 12.16/14.15/16.95 亿元），EPS 分别为 3.09/3.63/4.38 元（调整前分别为

2.3/2.7/3.2元)。近年来，国内农药政策及需求导向明显，我国农药行业步入了较大的变革调整期，环保与安全政策强化，高毒农药淘汰提速，绿色农药需求旺盛，具有核心竞争力的企业将迎来更好的发展机遇。公司是草铵膦及氯代吡啶类除草剂双龙头，在原料、技术、市场及产业化过程等方面积淀深厚、竞争优势及实力显著，资本投入将迎来释放期且发展动能充足，我们看好公司未来将作为行业领军企业引领我国农药行业转型升级。维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期、需求不及预期、原材料成本大幅上涨等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1161	1350	2061	2965	4214	营业收入	4969	6494	8717	9688	11038
应收款项	906	1278	1719	1911	2177	营业成本	3530	4416	5655	6245	6974
存货净额	1068	1496	1874	2054	2293	营业税金及附加	20	26	37	41	47
其他流动资产	403	541	697	775	883	销售费用	124	80	218	223	254
流动资产合计	3544	4679	6365	7719	9581	管理费用	228	300	746	758	859
固定资产	4301	4675	5255	5750	6180	财务费用	129	98	74	84	81
无形资产及其他	415	623	592	561	529	投资收益	2	1	1	1	1
投资性房地产	203	255	255	255	255	资产减值及公允价值变动	10	28	16	16	16
长期股权投资	0	0	100	200	300	其他收入	(176)	(234)	0	0	0
资产总计	8463	10232	12567	14485	16846	营业利润	773	1368	2004	2355	2839
短期借款及交易性金融负债	889	447	600	600	600	营业外净收支	0	(40)	0	0	0
应付款项	1230	1397	2090	2291	2557	利润总额	773	1328	2004	2355	2839
其他流动负债	439	799	891	966	1081	所得税费用	103	165	240	283	341
流动负债合计	2559	2643	3581	3857	4239	少数股东损益	58	90	136	160	193
长期借款及应付债券	964	1553	1553	1553	1553	归属于母公司净利润	612	1072	1627	1912	2306
其他长期负债	231	212	212	212	212						
长期负债合计	1195	1764	1764	1764	1764	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3754	4408	5345	5621	6003	净利润	612	1072	1627	1912	2306
少数股东权益	737	847	943	1055	1190	资产减值准备	16	2	5	2	2
股东权益	3973	4977	6279	7809	9653	折旧摊销	389	495	462	550	615
负债和股东权益总计	8463	10232	12567	14485	16846	公允价值变动损失	(10)	(28)	(16)	(16)	(16)
						财务费用	129	98	74	84	81
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(212)	(479)	(186)	(172)	(230)
每股收益	1.17	2.04	3.09	3.63	4.38	其它	36	74	90	110	133
每股红利	0.13	0.32	0.62	0.73	0.88	经营活动现金流	831	1137	1983	2387	2810
每股净资产	7.58	9.45	11.92	14.82	18.32	资本开支	0	(882)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	15%	21%	22%	23%	26%	其它投资现金流	(4)	(9)	0	0	0
ROE	15%	22%	26%	24%	24%	投资活动现金流	(4)	(891)	(1100)	(1100)	(1100)
毛利率	29%	32%	35%	36%	37%	权益性融资	(9)	36	0	0	0
EBIT Margin	21%	26%	24%	25%	26%	负债净变化	(185)	586	0	0	0
EBITDA Margin	29%	33%	29%	31%	32%	支付股利、利息	(68)	(168)	(325)	(382)	(461)
收入增长	19%	31%	34%	11%	14%	其它融资现金流	110	(930)	153	0	0
净利润增长率	97%	75%	52%	18%	21%	融资活动现金流	(405)	(57)	(172)	(382)	(461)
资产负债率	53%	51%	50%	46%	43%	现金净变动	422	189	711	904	1249
息率	0.6%	1.4%	2.7%	3.1%	3.8%	货币资金的期初余额	739	1161	1350	2061	2965
P/E	20.0	11.4	7.5	6.4	5.3	货币资金的期末余额	1161	1350	2061	2965	4214
P/B	3.1	2.5	2.0	1.6	1.3	企业自由现金流	0	598	1090	1510	1941
EV/EBITDA	11.0	7.7	7.0	6.0	5.2	权益自由现金流	0	254	1178	1436	1870

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032