

公司研究

草铵膦等价格上行业绩高增，持续扩增产能夯实经营实力

——利尔化学（002258.SZ）2022年半年报点评

要点

事件：8月8日，公司发布2022年半年报。2022年上半年，公司实现营收50.78亿元，同比增长60.72%；实现归母净利润10.48亿元，同比增长107.46%；实现扣非后归母净利润10.51亿元，同比增长114.61%。2022Q2公司实现营收24.65亿元，同比增长46.94%，环比减少5.65%；实现归母净利润5.13亿元，同比增长80.61%，环比减少3.95%。

点评：

草铵膦等原药产品价格大幅上涨，公司2022H1业绩亮眼。由于全球粮食安全重要性的持续凸显，各国进一步加大了对于高品质农药、化肥等农资产品的需求，农药行业呈现较高景气。同时，伴随着上游大宗商品价格的大幅拉涨，相关原材料从成本端支撑着草铵膦等农药产品价格高位运行。根据百川盈孚数据，2022H1国内草铵膦均价约为24.54万元/吨，同比增长约35.16%。此外，公司2021年原药产能利用率仅为74.89%，2022H1相关原药产能利用率的进一步提升也一定程度带动了公司整体业绩的上行。

氯代吡啶类除草剂和草铵膦原药领军生产企业，产能逐步扩张。公司是国内最大的氯代吡啶类除草剂系列农药产品研发及生产基地，也是国内最大规模的草铵膦原药生产企业，具备40余种原药、100余种制剂以及2-甲基吡啶等部分化工中间体，现有6大生产基地，多点布局，以销定产。截至2021年底，公司原药和制剂的设计产能分别为48550/43820吨/年。2021年公司在广安和绵阳基地分别规划3000吨/年和30000吨/年L-草铵膦，前者有望于2022年实现全面投产。2022年8月8日，公司公告广安基地还将建设年产1.1万吨农药及配套设施项目，产品包括敌草快、氟草烟和绿草定原药，建设周期30个月，可实现年均税后利润约1.15亿元。与此同时，控股子公司利尔生物将建设2万吨/年精草铵膦及其配套设施项目，建设周期14-16个月，可实现年均税后利润约1.52亿元，有望进一步推升公司的盈利能力。

盈利预测、估值与评级：受益于以草铵膦为代表的农药产品价格的大幅上涨，公司2022年上半年业绩持续亮眼，后续有新增产能投放。我们上调公司2022-2023年盈利预测，新增2024年盈利预测。预计2022-2024年公司归母净利润分别为17.21（上调45.8%）/19.29（上调33.4%）/21.01亿元。公司后续将持续扩充草铵膦、敌草快等原药产能，进一步夯实生产经营实力，维持公司“增持”评级。

风险提示：产能建设风险，产品及原料价格波动，农药需求下滑风险，环保与安全生产风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,969	6,494	9,783	11,693	13,045
营业收入增长率	19.33%	30.70%	50.64%	19.52%	11.56%
净利润（百万元）	612	1,072	1,721	1,929	2,101
净利润增长率	96.76%	75.17%	60.52%	12.07%	8.90%
EPS（元）	1.17	2.04	2.31	2.59	2.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.41%	21.55%	26.63%	24.20%	21.88%
P/E	20	11	10	9	8
P/B	3.1	2.5	2.7	2.2	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-08，2020年公司总股本为5.24亿股，2021年公司总股本为5.27亿股，2022年及以后公司总股本为7.44亿股。

增持（维持）

当前价：23.30元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.44
总市值(亿元)	173.43
一年最低/最高(元)	15.68/26.28
近3月换手率	106.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.81	-0.68	-8.28
绝对	0.47	6.30	6.62

资料来源：Wind

相关研报

草铵膦价格高涨推动业绩大增，产能及技术筑就公司护城河——利尔化学（002258.SZ）2021年度业绩预告点评（2022-01-05）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,969	6,494	9,783	11,693	13,045
营业成本	3,530	4,416	6,543	8,066	9,078
折旧和摊销	389	495	587	640	698
税金及附加	20	26	39	47	53
销售费用	124	80	183	181	223
管理费用	228	300	451	540	601
研发费用	188	247	371	444	495
财务费用	129	98	80	77	71
投资收益	2	1	0	0	0
营业利润	773	1,368	2,157	2,389	2,589
利润总额	773	1,328	2,148	2,380	2,580
所得税	103	165	276	301	329
净利润	671	1,163	1,871	2,079	2,251
少数股东损益	58	90	150	150	150
归属母公司净利润	612	1,072	1,721	1,929	2,101
EPS(元)	1.17	2.04	2.31	2.59	2.82

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	899	1,317	1,918	2,387	2,903
净利润	612	1,072	1,721	1,929	2,101
折旧摊销	389	495	587	640	698
净营运资金增加	373	715	1,246	788	384
其他	-475	-965	-1,637	-971	-280
投资活动产生现金流	-505	-783	-824	-875	-850
净资本支出	-454	-800	-829	-850	-850
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-51	17	5	-25	0
融资活动现金流	73	-313	-488	-444	-322
股本变化	0	2	218	0	0
债务净变化	174	146	-175	58	220
无息负债变化	27	508	470	553	434
净现金流	459	216	606	1,068	1,731

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.0%	32.0%	33.1%	31.0%	30.4%
EBITDA 率	26.2%	30.2%	29.0%	26.7%	25.8%
EBIT 率	18.3%	22.6%	23.0%	21.2%	20.4%
税前净利润率	15.6%	20.4%	22.0%	20.4%	19.8%
归母净利润率	12.3%	16.5%	17.6%	16.5%	16.1%
ROA	7.9%	11.4%	15.4%	14.4%	13.3%
ROE (摊薄)	15.4%	21.5%	26.6%	24.2%	21.9%
经营性 ROIC	12.3%	16.5%	21.1%	21.0%	21.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	44%	43%	39%	37%	35%
流动比率	1.39	1.77	2.20	2.50	2.82
速动比率	0.97	1.20	1.52	1.79	2.10
归母权益/有息债务	2.14	2.49	3.54	4.23	4.57
有形资产/有息债务	4.29	4.75	6.26	7.25	7.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	8,463	10,232	12,166	14,432	16,866
货币资金	1,161	1,350	1,957	3,025	4,756
交易性金融资产	4	14	10	10	10
应收账款	900	1,267	1,833	2,236	2,469
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	6	11	14	18	20
存货	1,068	1,496	1,949	2,406	2,710
其他流动资产	336	353	353	353	353
流动资产合计	3,544	4,679	6,377	8,404	10,683
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	3,463	3,740	3,692	3,640	3,568
在建工程	824	905	1,099	1,244	1,353
无形资产	415	623	660	696	732
商誉	23	23	23	23	23
其他非流动资产	111	144	144	144	144
非流动资产合计	4,919	5,553	5,789	6,028	6,182
总负债	3,754	4,408	4,703	5,314	5,968
短期借款	574	240	102	0	0
应付账款	556	744	1,066	1,336	1,491
应付票据	675	653	1,109	1,281	1,490
预收账款	3	0	0	0	0
其他流动负债	15	26	26	26	26
流动负债合计	2,559	2,643	2,905	3,356	3,790
长期借款	241	827	927	1,087	1,307
应付债券	723	726	696	696	696
其他非流动负债	131	125	125	125	125
非流动负债合计	1,195	1,764	1,799	1,959	2,179
股东权益	4,709	5,825	7,463	9,118	10,897
股本	524	527	744	744	744
公积金	1,070	1,115	1,036	1,036	1,036
未分配利润	2,173	3,137	4,486	5,991	7,621
归属母公司权益	3,973	4,977	6,465	7,970	9,600
少数股东权益	737	847	997	1,147	1,297

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.51%	1.23%	1.87%	1.55%	1.71%
管理费用率	4.59%	4.62%	4.61%	4.61%	4.61%
财务费用率	2.60%	1.51%	0.81%	0.66%	0.54%
研发费用率	3.79%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%
所得税率	13%	12%	13%	13%	13%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.50	0.57	0.63	0.69
每股经营现金流	1.71	2.50	2.58	3.21	3.90
每股净资产	7.58	9.45	8.69	10.71	12.90
每股销售收入	9.48	12.33	13.14	15.71	17.53

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	20	11	10	9	8
PB	3.1	2.5	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	11.8	8.1	7.5	6.7	5.9
股息率	0.9%	2.1%	2.4%	2.7%	2.9%

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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