

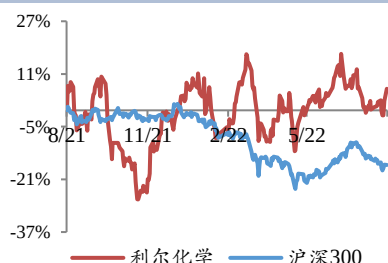
Q2 业绩符合预期，加码“精草”成长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-08

收盘价（元） 23.30
近 12 个月最高/最低（元） 25.61/19.12
总股本（百万股） 744
流通股本（百万股） 741
流通股比例（%） 99.60
总市值（亿元） 173
流通市值（亿元） 173

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 薪酬激励制度落地，半年度业绩创新高 2021-08-08

主要观点：

● 事件描述

2022 年 8 月 8 日晚，利尔化学发布 2022 年中报，报告期内公司实现营业收入 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%，扣非后归母净利润为 10.51 亿元，同比增长 114.61%。2022Q2 实现营业收入 24.65 亿元，同比增长 46.94%，环比下降 5.66%，归母净利润为 5.13 亿，同比增长 80.62%，环比下降 3.94%。

● 主营产品价格同比增长，公司上半年实现收入利润双增长

2022 年上半年，公司营业收入和归母净利润保持同比大幅增长，主要系公司主营产品价格同比上涨。2022 年上半年，受地缘军事冲突及疫情的影响，粮食安全问题受到各国重视，主要农作物价格大幅上涨，导致农药的市场需求增加。二季度是传统农药需求旺季，国内供应商订单充足，海外需求旺盛，出口订单不断下发，供给增量不及需求增量的情况下草铵膦价格回升。据百川盈孚数据，草铵膦价格从一季度末的 17.5 万元/吨，最高上涨至二季度的 26.5 万元/吨。2022H1 草铵膦均价为 24.69 万元/吨，同比增长 36.20%。其中，2022Q2 草铵膦均价为 23.30 万元/吨，同比增长 25.32%。

图表 1 2022 年上半年公司主营产品价格及同比

主营产品	2022H1 价格 (万元/吨)	同比增速	2022Q2 价格 (万元/吨)	同比增速
草铵膦	24.69	36.20%	23.30	25.32%

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

● 国内转基因种子稳步推进，草铵膦需求有望加速提升

随着全球范围的百草枯禁限用范围不断扩大、草甘膦抗性持续，叠加海外转基因种子加速渗透和国内转基因政策加速推进，草铵膦有望逐步打开需求空间，草铵膦需求量将实现快速增长。2021 年至今，我国已经有多个转基因生物安全证书获批；6 月 8 日，农业部发布相关政策，对转基因品种的耐除草剂性能和抗虫性做了具体要求，转基因种子商业化落地再进一步。随着转基因种子的发展提速，草铵膦需求有望加速提升，到 2026 年草铵膦需求有望超过 10 万吨。

● 产能扩建巩固公司龙头地位，工艺优势打造成本护城河

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，以及国内最大规模的草铵膦原药生产企业。公司现有草铵膦产能 1.85 万吨/年，是国内草铵膦龙头企业，拟通过广安利尔 30000 吨/年草铵膦原药及水剂项目建设 2 万吨/年草铵膦原药产能，进一步巩固公司龙头地

位。当前国内主要新增草铵膦产能依然采用格氏反应，工程放大存在多项技术难题，产能短期难以释放。公司凭借出色的工程化能力，攻克了草铵膦生产工艺放大难题，前半程采用拜耳法制备 MDP，后半程采用改进 Strecker 工艺，较国内同行具有明显成本优势。

● 扩大资本开支优化产品结构，持续加码精草铵膦稳定长期成长

公司在保证自有产品草铵膦、氟环唑、丙炔氟草胺、氟草烟等项目的开发优化外，根据公司发展战略以及行业技术发展方向进行前瞻性研究，开发包括精草铵膦、唑啉草酯、氯虫苯甲酰胺、阻燃剂等系列新产品，不断优化公司产品结构，增加公司未来新的盈利增长点。

（1）广安基地年产 7.8 万吨农药原药生产项目：项目拟投资 50 亿元建设 L-草铵膦 40000t/a、噻菌灵 2000t/a、氯虫苯甲酰胺 5000t/a、溴氟虫酰胺 1000t/a、唑啉草酯 2000t/a、三氯吡氧乙酸酯 10000t/a、丙炔氟草胺 2000t/a、氯氟吡氧乙酸酯 5000t/a、炔草酯 1000t/a、二氯吡啶酸 3000t/a、氯氟吡啶酸 5000t/a、氯氟吡啶酸 2000t/a。目前该项目已于 4 月份进行第一次公示。

（2）荆州绿色高效低毒植保原药及新材料生产项目：项目拟建设精草铵膦 50000t/a、氯虫苯甲酰胺 5000t/a、溴氟虫酰胺 3000t/a、唑啉草酯 2000t/a、阻燃剂系列 50000t/a 及配套中间体产品的生产装置和公辅设施。该项目于 7 月份进行了第一次公示。

（3）广安基地 3000 吨/年+绵阳基地 30000 吨/年精草铵膦项目：此前，公司分别在广安、绵阳建设 3000 吨、3 万吨 L-草铵膦产能，前者目前正在试生产阶段，有望在 2022 年内投产。精草铵膦除草活性为普通草铵膦的两倍，亩施用量仅为草铵膦的一半，符合国家农药减量政策要求。未来伴随产能的逐步落地，有助于稳定公司长期成长。

● 投资建议

公司作为国内草铵膦龙头企业，产品结构不断优化，加码布局高附加值产品，未来有望持续释放成长性。预计 2022-2024 年公司分别实现归母净利润 17.54、19.27、21.48 亿元，同比分别增长 63.6%、9.8%、11.5%，当前股价对应 PE 分别为 10、9、8 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- （1）新建产能投放不及预期；
- （2）产品及原料价格大幅波动；
- （3）草铵膦价格回落；
- （4）宏观经济下行导致需求持续下滑。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6494	8521	9770	11331
收入同比 (%)	30.7%	31.2%	14.7%	16.0%
归属母公司净利润	1072	1754	1927	2148
净利润同比 (%)	75.2%	63.6%	9.8%	11.5%
毛利率 (%)	32.0%	36.9%	35.1%	34.2%
ROE (%)	21.5%	27.1%	23.0%	20.4%
每股收益 (元)	2.04	2.36	2.59	2.89
P/E	16.52	9.89	9.00	8.07
P/B	3.57	2.68	2.07	1.65
EV/EBITDA	9.48	5.67	4.63	3.51

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4679	6823	8748	11868	营业收入	6494	8521	9770	11331
现金	1350	2838	4414	6551	营业成本	4416	5379	6338	7458
应收账款	1267	1618	1662	2149	营业税金及附加	26	35	40	47
其他应收款	11	53	-3	65	销售费用	80	169	178	201
预付账款	188	166	208	252	管理费用	300	399	454	528
存货	1496	1597	2057	2244	财务费用	98	0	0	0
其他流动资产	367	552	411	608	资产减值损失	-7	-1	-1	-1
非流动资产	5553	5691	5790	5835	公允价值变动收益	21	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	-11	-5	-8
固定资产	3740	4008	4235	4337	营业利润	1368	2233	2427	2707
无形资产	623	743	873	1012	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	1190	940	682	485	营业外支出	45	0	0	0
资产总计	10232	12514	14538	17703	利润总额	1328	2233	2427	2707
流动负债	2643	3239	3145	3946	所得税	165	283	308	343
短期借款	240	116	-36	-209	净利润	1163	1950	2118	2365
应付账款	744	927	1014	1266	少数股东损益	90	196	192	217
其他流动负债	1659	2196	2167	2888	归属母公司净利润	1072	1754	1927	2148
非流动负债	1764	1764	1764	1764	EBITDA	1942	2887	3168	3518
长期借款	827	827	827	827	EPS (元)	2.04	2.36	2.59	2.89
其他非流动负债	937	937	937	937	主要财务比率				
负债合计	4408	5003	4910	5710	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	847	1043	1235	1451	成长能力				
股本	527	738	738	738	营业收入	30.7%	31.2%	14.7%	16.0%
资本公积	852	640	640	640	营业利润	77.0%	63.2%	8.7%	11.6%
留存收益	3599	5089	7015	9163	归属于母公司净利	75.2%	63.6%	9.8%	11.5%
归属母公司股东权	4977	6467	8394	10542	获利能力				
负债和股东权益	10232	12514	14538	17703	毛利率 (%)	32.0%	36.9%	35.1%	34.2%
现金流量表					净利率 (%)	16.5%	20.6%	19.7%	19.0%
单位:百万元					ROE (%)	21.5%	27.1%	23.0%	20.4%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	16.2%	20.9%	18.7%	17.5%
经营活动现金流	1317	2667	2569	3165	偿债能力				
净利润	1163	1950	2118	2365	资产负债率 (%)	43.1%	40.0%	33.8%	32.3%
折旧摊销	498	643	735	803	净负债比率 (%)	75.7%	66.6%	51.0%	47.6%
财务费用	105	0	0	0	流动比率	1.77	2.11	2.78	3.01
投资损失	-1	11	5	8	速动比率	1.03	1.48	1.98	2.31
营运资金变动	-494	64	-291	-11	营运能力				
其他经营现金流	1704	1887	2410	2375	总资产周转率	0.69	0.75	0.72	0.70
投资活动现金流	-783	-792	-840	-855	应收账款周转率	5.99	5.91	5.96	5.95
资本支出	-800	-781	-835	-848	应付账款周转率	6.80	6.44	6.53	6.54
长期投资	-2	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	19	-11	-5	-8	每股收益	2.04	2.36	2.59	2.89
筹资活动现金流	-313	-388	-152	-173	每股经营现金流薄)	1.77	3.58	3.45	4.25
短期借款	-333	-124	-152	-173	每股净资产	9.45	8.69	11.28	14.16
长期借款	586	0	0	0	估值比率				
普通股增加	2	211	0	0	P/E	16.52	9.89	9.00	8.07
资本公积增加	41	-211	0	0	P/B	3.57	2.68	2.07	1.65
其他筹资现金流	-610	-264	0	0	EV/EBITDA	9.48	5.67	4.63	3.51
现金净增加额	216	1487	1577	2136					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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。