

002258.SZ

买入

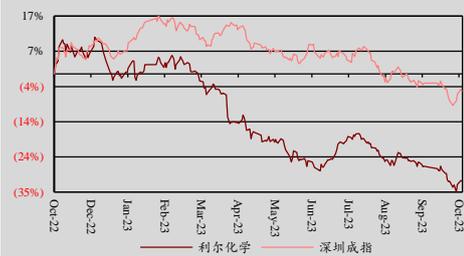
原评级: 买入

市场价格: 人民币 12.06

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 2023 年前三季度草铵膦价格持续下滑致使公司业绩承压, 看好公司保持草铵膦行业领先地位, 规模和技术优势筑牢公司未来成长性, 维持买入评级。

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(34.1)	(5.9)	(16.9)	(33.7)
相对深圳成指	(22.8)	(3.4)	(5.1)	(28.6)

发行股数(百万)	800.44
流通股(百万)	799.15
总市值(人民币 百万)	9,653.27
3 个月日均交易额(人民币 百万)	52.16
主要股东	
四川久远投资控股集团有限公司	23.78

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 10 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

- 《利尔化学》20230903
- 《利尔化学》20230326
- 《利尔化学》20221101

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 农化制品
证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

利尔化学

草铵膦价格持续下滑, 项目建设助力未来发展

公司发布 2023 年三季报, 2023 年前三季度实现营业收入 60.06 亿元, 同比下降 22.42%; 实现归母净利润 5.60 亿元, 同比下降 62.47%。其中三季度实现营业收入 15.37 亿元, 同比下降 42.30%, 环比下降 24.17%; 实现归母净利润 0.80 亿元, 同比下降 81.94%, 环比下降 60.98%。看好公司保持草铵膦行业领先地位, 规模和技术优势筑牢公司未来成长性, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **核心产品草铵膦价格持续下滑, 公司业绩阶段性承压。**根据百川盈孚数据, 截至 2023 年 10 月, 国内草铵膦有效产能为 11.30 万吨/年, 同比增长 46.75%; 2023 年 10 月草铵膦开工率为 61.06%, 同比下降 18.11 pct, 环比下降 2.44 pct。受竞争加剧以及农化行业周期的影响, 公司主要产品草铵膦价格大幅下降, 致使公司业绩阶段性回落。根据百川盈孚数据, 截至 10 月 26 日, 国内草铵膦价格为 6.00 万元/吨, 较年初下降 62.50%; 三季度草铵膦均价为 6.13 万元/吨, 环比下降 19.78%, 同比下降 73.02%。在此背景下, 公司一方面深化与核心客户的合作, 积极拓展市场, 稳定需求; 另一方面积极进行内部挖潜, 提升管理效率、降低各项成本, 稳步推进重点项目建设。未来随着草铵膦供需改善以及公司不断创新工艺、提升技术水平, 公司业绩有望恢复增长。
- **精草铵膦行业领先, 多地新产能布局。**由于精草铵膦的除草活性更强, 可以代替传统灭生性除草剂草甘膦、百草枯的市场, 也同样适用于耐草铵膦的转基因作物, 因此精草铵膦市场前景广阔。根据公司 2023 年半年报, 控股子公司利尔生物 2 万吨/年精草铵膦及其配套设施项目已开始试生产, 控股子公司荆州三才堂 1 万吨/年精草铵膦原药及配套工程项目正在加紧推进。同时, 公司加快实施精草铵膦在海外多个国家的登记和市场布局工作, 积极做好市场铺垫。随着未来公司精草铵膦相关项目产能的释放, 公司行业领先地位有望巩固。
- **在建项目稳步增加, 规模优势助力公司成长。**根据公司 2023 年三季报, 公司在建工程为 36.82 亿元, 环比增加 102.88%, 在建项目投入快速增加。根据公司 2023 年半年报, 公司已在绵阳、广安、南通、岳阳、鹤壁、荆州、津市等 7 地布局了生产基地, 为国内最大规模的氯代吡啶类农药原药、制剂以及草铵膦原药的生产企业。随着公司持续推进各地新产品与新项目建设, 公司未来成长性广阔。

估值

- 因草铵膦价格大幅下降, 调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司每股收益分别为 0.90 元、1.50 元、1.85 元, 对应 PE 分别为 13.5 倍、8.1 倍、6.5 倍, 看好公司保持草铵膦行业领先地位, 规模和技术优势筑牢公司未来成长性, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 项目投产不及预期; 产品价格大幅波动风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	6,494	10,136	7,922	10,700	13,163
增长率(%)	30.7	56.1	(21.8)	35.1	23.0
EBITDA(人民币 百万)	1,908	2,906	1,644	2,552	3,188
归母净利润(人民币 百万)	1,072	1,812	717	1,198	1,480
增长率(%)	75.2	69.0	(60.4)	67.0	23.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.34	2.26	0.90	1.50	1.85
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.25	1.97	2.22
调整幅度(%)			(28.0)	(23.9)	(16.7)
市盈率(倍)	9.0	5.3	13.5	8.1	6.5
市净率(倍)	1.9	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(倍)	10.6	5.2	6.1	3.7	3.3
每股股息(人民币)	0.5	0.5	0.2	0.3	0.4
股息率(%)	1.5	2.8	1.6	2.7	3.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 公司 2023 年前三季度财务报告摘要

(百万元)	2023 年前三季度	2022 年前三季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	6,006.42	7,742.48	(22.42)
二、营业总成本	5,190.96	5,768.65	(10.01)
其中：营业成本	4,511.71	5,224.19	(13.64)
营业税金及附加	26.37	22.51	17.17
销售费用	89.17	92.69	(3.79)
管理费用	315.79	267.45	18.07
研发费用	243.70	271.64	(10.29)
财务费用	(6.13)	(104.50)	(94.13)
资产减值损失	(10.07)	7.15	(240.91)
三、其他经营收益	28.93	33.92	(14.70)
公允价值变动收益	(12.43)	(7.85)	58.30
投资收益	(0.59)	(6.06)	(90.31)
四、营业利润	831.45	1,993.82	(58.30)
加：营业外收入	1.34	3.63	(63.15)
减：营业外支出	3.61	16.31	(77.86)
五、利润总额	829.18	1981.14	(58.15)
减：所得税	121.55	308.84	(60.64)
六、净利润	707.63	1,672.29	(57.69)
减：少数股东损益	147.67	180.19	(18.05)
七、归属母公司净利润	559.96	1,492.10	(62.47)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 公司 2023 年第三季度财务报告摘要

(百万元)	2023 年第三季度	2022 年第三季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	1,537.23	2,664.37	(42.30)
二、营业总成本	1,438.17	2,088.39	(31.14)
其中：营业成本	1,230.45	1,856.44	(33.72)
营业税金及附加	5.13	4.96	3.46
销售费用	28.76	31.83	(9.64)
管理费用	105.07	132.91	(20.95)
研发费用	61.49	116.42	(47.18)
财务费用	8.64	(54.84)	(115.75)
资产减值损失	1.13	(0.02)	(7,223.38)
三、其他经营收益	16.99	18.81	(9.71)
公允价值变动收益	(0.97)	(6.67)	(85.46)
投资收益	1.24	(0.28)	(538.58)
四、营业利润	116.35	587.83	(80.21)
加：营业外收入	0.79	2.90	(72.62)
减：营业外支出	1.14	2.35	(51.61)
五、利润总额	116.01	588.38	(80.28)
减：所得税	16.15	78.73	(79.48)
六、净利润	99.86	509.65	(80.41)
减：少数股东损益	19.59	65.13	(69.93)
七、归属母公司净利润	80.27	444.52	(81.94)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,494	10,136	7,922	10,700	13,163
营业收入	6,494	10,136	7,922	10,700	13,163
营业成本	4,416	6,895	6,079	7,890	9,657
营业税金及附加	26	40	32	43	52
销售费用	80	119	119	143	187
管理费用	300	367	396	535	658
研发费用	247	366	356	425	530
财务费用	98	(69)	(87)	(95)	(78)
其他收益	34	36	35	36	35
资产减值损失	(7)	(11)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(8)	(2)	0	(1)	(1)
资产处置收益	0	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	21	(8)	0	0	0
投资收益	1	(5)	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,368	2,428	1,052	1,784	2,181
营业外收入	5	8	2	5	4
营业外支出	45	70	5	37	21
利润总额	1,328	2,367	1,049	1,752	2,163
所得税	165	342	152	254	314
净利润	1,163	2,025	897	1,498	1,849
少数股东损益	90	212	179	300	370
归母净利润	1,072	1,812	717	1,198	1,480
EBITDA	1,908	2,906	1,644	2,552	3,188
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.34	2.26	0.90	1.50	1.85

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,679	5,157	4,672	5,495	5,841
现金及等价物	1,350	1,409	1,215	1,941	1,316
应收帐款	1,267	1,588	1,273	1,581	1,783
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,496	1,710	1,667	1,401	2,086
预付账款	188	89	113	172	177
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	378	361	404	401	479
非流动资产	5,553	7,709	8,447	9,721	11,162
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,740	4,347	5,020	5,925	6,982
无形资产	623	940	994	1,041	1,079
其他长期资产	1,190	2,422	2,432	2,756	3,101
资产合计	10,232	12,866	13,119	15,217	17,003
流动负债	2,643	3,598	3,329	4,165	4,369
短期借款	240	132	200	200	595
应付账款	744	827	862	673	937
其他流动负债	1,659	2,639	2,267	3,292	2,837
非流动负债	1,764	885	669	697	758
长期借款	827	560	400	400	475
其他长期负债	937	326	269	297	283
负债合计	4,408	4,483	3,998	4,862	5,126
股本	527	800	800	800	800
少数股东权益	847	1,113	1,293	1,592	1,962
归属母公司股东权益	4,977	7,270	7,829	8,762	9,915
负债和股东权益合计	10,232	12,866	13,119	15,217	17,003

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,163	2,025	897	1,498	1,849
折旧摊销	498	568	714	898	1,120
营运资金变动	(411)	363	92	673	(1,129)
其它	67	(360)	10	(143)	(54)
经营活动现金流	1,317	2,597	1,712	2,926	1,787
资本支出	(802)	(2,209)	(1,600)	(2,099)	(2,598)
投资变动	12	8	(5)	0	0
其他	7	4	0	0	0
投资活动产生的现金流	(783)	(2,197)	(1,605)	(2,099)	(2,598)
银行借款	253	(375)	(92)	0	469
股权融资	(358)	383	(158)	(265)	(327)
其他	(208)	(381)	(50)	164	44
筹资活动现金流	(313)	(373)	(301)	(101)	186
净现金流	221	26	(194)	726	(625)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	30.7	56.1	(21.8)	35.1	23.0
营业利润增长率(%)	77.0	77.5	(56.7)	69.6	22.3
归属于母公司净利润增长率(%)	75.2	69.0	(60.4)	67.0	23.5
息税前利润增长(%)	63.0	65.7	(60.2)	77.9	25.0
息税折旧前利润增长(%)	51.9	52.3	(43.4)	55.2	24.9
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	75.2	69.0	(60.4)	67.0	23.5
获利能力					
息税前利润率(%)	21.7	23.1	11.7	15.5	15.7
营业利润率(%)	21.1	24.0	13.3	16.7	16.6
毛利率(%)	32.0	32.0	23.3	26.3	26.6
归母净利润率(%)	16.5	17.9	9.1	11.2	11.2
ROE(%)	21.5	24.9	9.2	13.7	14.9
ROIC(%)	15.0	22.2	8.4	14.0	13.9
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	0.1	0.0	0.0	(0.1)	0.0
流动比率	1.8	1.4	1.4	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.6	0.8	0.8
应收账款周转率	6.0	7.1	5.5	7.5	7.8
应付账款周转率	10.0	12.9	9.4	13.9	16.4
费用率					
销售费用率(%)	1.2	1.2	1.5	1.3	1.4
管理费用率(%)	4.6	3.6	5.0	5.0	5.0
研发费用率(%)	3.8	3.6	4.5	4.0	4.0
财务费用率(%)	1.5	(0.7)	(1.1)	(0.9)	(0.6)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.3	2.3	0.9	1.5	1.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	3.2	2.1	3.7	2.2
每股净资产(最新摊薄)	6.2	9.1	9.8	10.9	12.4
每股股息	0.5	0.5	0.2	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.0	5.3	13.5	8.1	6.5
P/B(最新摊薄)	1.9	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.6	5.2	6.1	3.7	3.3
价格/现金流(倍)	7.3	3.7	5.6	3.3	5.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371