

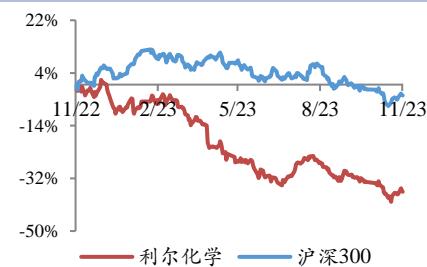
草铵膦价格触底维稳，新项目持续推进成长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-08

收盘价（元）	12.16
近 12 个月最高/最低（元）	19.52/11.49
总股本（百万股）	800
流通股本（百万股）	799
流通股比例（%）	99.84
总市值（亿元）	97
流通市值（亿元）	97

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

2023 年 10 月 24 日，利尔化学发布 2023 年三季度报告，公司 2023 年前三季度实现营业总收入 60.06 亿元，同比-22.42%，实现归母净利润 5.60 亿元，同比-62.47%；2023Q3 实现营业总收入 15.37 亿元，同比-42.30%，环比-24.16%，实现归母净利润 0.80 亿元，同比-81.94%，环比-60.84%。

● 草铵膦价格下滑触底，公司业绩短期承压

公司 2023 年前三季度实现营业总收入 60.06 亿元，同比-22.42%，实现归母净利润 5.60 亿元，同比-62.47%。主要原因系公司主营产品草铵膦价格持续下滑所致。据百川盈孚数据，2023 年前三季度草铵膦市场均价为 8.87 万元/吨，同比下滑 62.94%，2023Q3 草铵膦市场均价为 6.13 万元/吨，同比下滑 73.02%，环比下滑 19.78%。截至 2023 年 11 月 6 日，草铵膦市场均价为 6 万元/吨，价格已跌至成本线，部分企业已亏损，预期价格有望触底反弹。

● 生化法项目稳步推进，“精草”龙头蓄势待发

公司积极布局精草铵膦，在“精草”板块工艺技术持续突破，处于行业领先地位，已储备了酶法及生化法制备 L-草铵膦工艺。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，符合国家农药减量化政策要求。目前公司正在按照建设计划有序推进，湖南津市 2 万吨/年酶法精草铵膦项目预计 7 月开始试生产，荆州 1 万吨/年生化法精草铵膦项目已于今年 2 月获批开建。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，未来公司有望成为“精草”行业领先者。

● 扩大资本开支优化产品结构，多项目有序推进打开远期成长空间

公司在建项目众多，相继开发包括唑啉草酯、氯虫苯甲酰胺等系列新产品，不断优化公司产品结构，增加公司未来新的盈利增长点。目前，公司广安利华农药中间体项目已部分建成，广安利尔 11000 吨农药及配套设施建设项目、津市基地生物发酵技术产业工程建设项目、荆州三才堂 10000 吨/年精草铵膦原药及配套工程项目持续推进中。广安基地 118 亿元绿色植保系列项目已动工，项目建成投产后，将年产 7.8 万吨农药原药、年产 9.57 万吨精细化学品中间体等系列产品，包括 10000t/a 氯虫苯甲酰胺、5000t/a 氯氟吡氧乙酸酯、5000t/a 氨氯吡啶酸、50000t/a 阻燃剂系列等产能及配套中间体产品的生产装置和公辅设施。项目达产后年产值将过百亿元。未来伴随产能的逐步落地，有助于打开公司长期成长空间。

相关报告

1.2022 年业绩再创新高，多项有序推进成长空间广阔 2023-03-07

2.全年业绩大幅增长，新项目有序推进加速成长 2023-01-11

● 投资建议

由于公司主营产品草铵膦价格持续下跌，我们下调全年盈利预测，预计2023-2025年公司分别实现归母净利润7.15、9.85、11.87亿元（原预测为17.28、20.28、23.27亿元），同比分别增长-60.5%、37.7%、20.5%，当前股价对应PE分别为13.61、9.89、8.20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) 宏观经济下行风险。

● 重要财务指标

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10136	7980	9885	11725
收入同比(%)	56.1%	-21.3%	23.9%	18.6%
归属母公司净利润	1812	715	985	1187
净利润同比(%)	69.0%	-60.5%	37.7%	20.5%
毛利率(%)	32.0%	20.6%	21.8%	22.0%
ROE(%)	24.9%	9.4%	11.5%	12.2%
每股收益(元)	2.43	0.89	1.23	1.48
P/E	7.41	13.61	9.89	8.20
P/B	1.98	1.28	1.14	1.00
EV/EBITDA	4.78	6.14	5.19	4.10

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					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5157	3919	5340	5309	营业收入	10136	7980	9885	11725
现金	1409	959	323	1019	营业成本	6895	6338	7733	9141
应收账款	1588	864	2133	1395	营业税金及附加	40	32	39	47
其他应收款	9	8	13	11	销售费用	119	113	129	155
预付账款	89	151	180	199	管理费用	367	329	399	468
存货	1710	1597	2368	2273	财务费用	-69	-13	-9	-3
其他流动资产	352	341	323	411	资产减值损失	-11	-8	-9	-10
非流动资产	7709	8765	9814	10839	公允价值变动收益	-8	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-5	-1	-2	-3
固定资产	4347	4686	4923	5100	营业利润	2428	912	1259	1522
无形资产	940	1168	1423	1679	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	2422	2911	3469	4059	营业外支出	70	0	0	0
资产总计	12866	12684	15155	16148	利润总额	2367	912	1259	1522
流动负债	3598	3027	4411	4092	所得税	342	124	172	210
短期借款	132	112	82	43	净利润	2025	788	1087	1312
应付账款	827	852	1139	1192	少数股东损益	212	73	103	125
其他流动负债	2639	2063	3190	2857	归属母公司净利润	1812	715	985	1187
非流动负债	885	885	885	885	EBITDA	2958	1618	2030	2387
长期借款	560	560	560	560	EPS (元)	2.43	0.89	1.23	1.48
其他非流动负债	326	326	326	326					
负债合计	4483	3913	5297	4978					
少数股东权益	1113	1187	1289	1415					
股本	800	800	800	800					
资本公积	1511	1511	1511	1511					
留存收益	4958	5273	6257	7444					
归属母公司股东权	7270	7584	8569	9756					
负债和股东权益	12866	12684	15155	16148					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2597	1746	1224	2628	成长能力				
净利润	2025	788	1087	1312	营业收入	56.1%	-21.3%	23.9%	18.6%
折旧摊销	568	710	768	855	营业利润	77.5%	-62.4%	38.1%	20.8%
财务费用	-55	1	1	1	归属于母公司净利	69.0%	-60.5%	37.7%	20.5%
投资损失	5	1	2	3	获利能力				
营运资金变动	-32	238	-644	448	毛利率 (%)	32.0%	20.6%	21.8%	22.0%
其他经营现金流	2142	558	1740	875	净利率 (%)	17.9%	9.0%	10.0%	10.1%
投资活动现金流	-2197	-1775	-1829	-1892	ROE (%)	24.9%	9.4%	11.5%	12.2%
资本支出	-2200	-1774	-1826	-1889	ROIC (%)	21.4%	7.9%	9.9%	10.8%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	3	-1	-2	-3	资产负债率 (%)	34.8%	30.8%	35.0%	30.8%
筹资活动现金流	-373	-421	-31	-40	净负债比率 (%)	53.5%	44.6%	53.7%	44.6%
短期借款	-108	-20	-30	-40	流动比率	1.43	1.29	1.21	1.30
长期借款	-267	0	0	0	速动比率	0.89	0.66	0.59	0.65
普通股增加	274	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	659	0	0	0	总资产周转率	0.88	0.62	0.71	0.75
其他筹资现金流	-931	-401	-1	-1	应收账款周转率	7.10	6.51	6.60	6.65
现金净增加额	52	-450	-636	696	应付账款周转率	8.78	7.55	7.77	7.84
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.43	0.89	1.23	1.48
					每股经营现金流	3.24	2.18	1.53	3.28
					每股净资产	9.08	9.48	10.71	12.19
					估值比率				
					P/E	7.41	13.61	9.89	8.20
					P/B	1.98	1.28	1.14	1.00
					EV/EBITDA	4.78	6.14	5.19	4.10

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形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。