

002258.SZ
买入

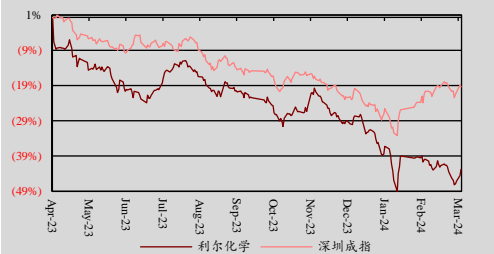
原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.50

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 2023年草铵膦价格下跌致使公司业绩承压, 看好公司保持草铵膦、精草胺膦行业领先地位, 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	(20.4)	(4.7)	(20.4)	(44.7)
相对深圳成指	(22.3)	(6.3)	(22.3)	(26.4)

发行股数(百万)	800.44
流通股(百万)	799.15
总市值(人民币 百万)	7,604.15
3个月日均交易额(人民币 百万)	72.86
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2024年4月2日收市价为标准

相关研究报告

- 《利尔化学》20231102
- 《利尔化学》20230903
- 《利尔化学》20230326

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

联系人: 范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123030023

利尔化学

精草胺膦产能布局助力未来发展

公司发布2023年年报, 2023年实现营收78.51亿元, 同比下降22.55%; 实现归母净利润6.04亿元, 同比下降66.68%。其中四季度实现营收18.44亿元, 同比下降22.96%, 环比上升19.97%; 实现归母净利润0.44亿元, 同比下降86.29%, 环比下降45.27%。看好公司保持草铵膦、精草胺膦行业领先地位, 规模效应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

- 2023年公司归母净利润及毛利率同比下滑, 管理费用率提升。**2023年公司农药原药实现营收47.94亿元, 同比下降26.09%; 农药制剂实现营收16.56亿元, 同比下降25.98%; 化工材料实现营收7.12亿元, 同比下降17.49%。2023年营收同比下降22.55%, 主要系市场需求下降及农药产品价格下跌所致。同时, 核心产品价格下跌及大规模建设投入导致2023年归母净利润同比下滑。根据公司2023年年报, 2023年农药原药毛利率为26.26%, 同比下降8.60 pct; 农药制剂毛利率为20.15%, 同比下降12.20 pct, 主要系原材料供应以及价格波动所致。费用率方面, 2023年管理费用率5.74%, 同比提升2.12 pct, 主要系部分子公司进入正常生产运营导致的人员薪酬增加以及公司股权激励费用摊销增长所致。2023年公司非经常性损益项目合计681.85万元, 其中政府补助2,615.40万元。
- 核心产品草铵膦价格持续下跌, 精草胺膦产能陆续释放。**根据百川盈孚, 截至2023年12月, 国内草铵膦有效产能为11.30万吨, 同比增长37.8%; 2023年全年平均开工率为63.43%, 同比下降8.55 pct。受上游厂商高价库存、供给端产能严重过剩等因素, 公司主要产品草铵膦价格持续下降。根据百川盈孚, 截至2023年12月底, 国内草铵膦价格为7.00万元/吨, 较2023年初下降56.25%, 2023年均价为8.13万元/吨, 较2022年均价下降64.24%, 致使公司业绩阶段性回落; 截至2024年3月28日, 国内草铵膦价格为5.65万元/吨, 较2024年初下降19.29%, 2024年均价为6.06万元/吨, 较2023年均价下降25.51%。根据公司2023年年报, 控股子公司利尔生物完成了20,000吨/年酶法精草胺膦项目的建设并顺利投产; 荆州三才堂启动实施10,000吨/年精草胺膦项目建设并投运, 实施南区项目建设; 利尔生物预计于2024年完成高丝氨酸生产线建设并投运, 完成一体化生产线建设; 继续推进绵阳、广安基地现有产品的工艺优化; 同时公司加快实施精草胺膦在海外多个国家的登记和市场布局工作, 截至2023年底, 已在5个国家完成了精草胺膦制剂的登记工作。随着未来公司精草胺膦相关项目产能的释放, 公司行业领先地位有望巩固。
- 研发经费占比增加, 在建工程助力公司成长。**根据公司2023年年报, 2023年公司研发投入金额3.41亿元, 同比下降18.11%, 占营收的4.34%, 占比较2022年提升0.23 pct; 公司在建工程为20.20亿元, 占总资产的13.62%。根据公司2023年年报, 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, 已成为国内最大的氯代吡啶类农药原药和制剂的生产企业, 也是国内大规模的草铵膦、精草胺膦原药生产企业。公司连续六年入列全国农药销售百强排行榜前十位、连续五年入列全球农化企业“TOP20”。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

- 因草铵膦价格下降, 调整盈利预测, 预计2024-2026年公司每股收益分别为0.88元、1.09元、1.21元, 对应PE分别为10.8倍、8.7倍、7.8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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	10,136	7,851	8,100	9,053	9,964
增长率(%)	56.1	(22.5)	3.2	11.8	10.1
EBITDA(人民币 百万)	2,906	1,495	1,716	2,079	2,397
归母净利润(人民币 百万)	1,812	604	707	873	969
增长率(%)	69.0	(66.7)	17.0	23.5	11.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.26	0.75	0.88	1.09	1.21
原股本摊薄每股收益(人民币)			1.50	1.85	
调整幅度(%)			(41.2)	(41.1)	
市盈率(倍)	4.2	12.6	10.8	8.7	7.8
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(倍)	5.2	8.9	5.8	4.3	3.5
每股股息(人民币)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2023 年财务报告摘要

(百万元)	2023 年	2022 年	同比增长 (%)
一、营业总收入	7,850.61	10,136.14	(22.55)
二、营业总成本	7,001.22	7,729.96	(9.43)
其中：营业成本	6,018.16	6,894.64	(12.71)
营业税金及附加	42.17	39.82	5.91
销售费用	117.52	119.28	(1.48)
管理费用	450.88	367.11	22.82
研发费用	301.89	365.79	(17.47)
财务费用	14.80	(69.02)	-
资产减值损失	(51.32)	(10.54)	-
三、其他经营收益	43.30	36.31	19.25
公允价值变动收益	(11.92)	(8.33)	-
投资收益	(0.00)	(5.11)	-
四、营业利润	881.30	2,428.33	(63.71)
加：营业外收入	1.73	8.15	(78.83)
减：营业外支出	5.86	69.62	(91.59)
五、利润总额	877.17	2,366.86	(62.94)
减：所得税	109.92	341.88	(67.85)
六、净利润	767.26	2,024.97	(62.11)
减：少数股东损益	163.37	212.49	(23.12)
七、归属母公司净利润	603.89	1,812.48	(66.68)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2.公司 2023 年第四季度财务报告摘要

(百万元)	2023 年第四季度	2022 年第四季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	1,844.18	2,393.66	(22.96)
二、营业总成本	1,810.27	1,961.31	(7.70)
其中：营业成本	1,506.45	1,670.45	(9.82)
营业税金及附加	15.80	17.31	(8.72)
销售费用	28.35	26.60	6.57
管理费用	135.09	99.66	35.56
研发费用	58.19	94.15	(38.19)
财务费用	20.93	35.47	(41.00)
资产减值损失	(41.25)	(17.69)	-
三、其他经营收益	14.37	2.39	500.57
公允价值变动收益	0.51	(0.47)	-
投资收益	0.58	0.95	(38.93)
四、营业利润	49.85	434.51	(88.53)
加：营业外收入	0.39	4.52	(91.41)
减：营业外支出	2.24	53.32	(95.79)
五、利润总额	47.99	385.72	(87.56)
减：所得税	(11.63)	33.04	(135.21)
六、净利润	59.63	352.68	(83.09)
减：少数股东损益	15.70	32.29	(51.39)
七、归属母公司净利润	43.93	320.38	(86.29)

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,136	7,851	8,100	9,053	9,964
营业收入	10,136	7,851	8,100	9,053	9,964
营业成本	6,895	6,018	6,196	6,848	7,526
营业税金及附加	40	42	38	42	49
销售费用	119	118	122	134	145
管理费用	367	451	462	498	528
研发费用	366	302	310	346	380
财务费用	(69)	15	33	19	11
其他收益	36	43	40	40	41
资产减值损失	(11)	(51)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(2)	(4)	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	(1)	1	0	0	0
公允价值变动收益	(8)	(12)	0	0	0
投资收益	(5)	0	1	1	1
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,428	881	965	1,191	1,351
营业外收入	8	2	5	5	4
营业外支出	70	6	10	10	10
利润总额	2,367	877	960	1,186	1,345
所得税	342	110	120	148	168
净利润	2,025	767	840	1,038	1,177
少数股东损益	212	163	134	165	208
归母净利润	1,812	604	707	873	969
EBITDA	2,906	1,495	1,716	2,079	2,397
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.26	0.75	0.88	1.09	1.21

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,157	5,166	4,974	5,617	5,882
现金及等价物	1,409	1,465	1,215	1,358	1,569
应收帐款	1,588	1,441	1,619	1,751	1,903
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,710	1,625	1,646	1,854	1,867
预付账款	89	172	93	196	118
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	361	463	401	458	425
非流动资产	7,709	9,663	9,813	10,229	10,768
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4,347	6,206	6,653	7,210	7,773
无形资产	940	1,050	1,109	1,155	1,188
其他长期资产	2,422	2,407	2,050	1,864	1,806
资产合计	12,866	14,829	14,787	15,846	16,650
流动负债	3,598	3,616	3,588	4,006	3,835
短期借款	132	240	244	277	200
应付账款	827	1,280	786	1,383	875
其他流动负债	2,639	2,096	2,558	2,345	2,760
非流动负债	885	2,466	1,611	1,214	1,012
长期借款	560	2,001	1,216	785	600
其他长期负债	326	464	395	430	412
负债合计	4,483	6,081	5,199	5,220	4,847
股本	800	800	800	800	800
少数股东权益	1,113	1,255	1,389	1,554	1,762
归属母公司股东权益	7,270	7,493	8,199	9,072	10,041
负债和股东权益合计	12,866	14,829	14,787	15,846	16,650

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,025	767	840	1,038	1,177
折旧摊销	568	631	758	909	1,077
营运资金变动	363	15	(117)	(102)	(154)
其它	(360)	(475)	(160)	115	(38)
经营活动现金流	2,597	939	1,321	1,960	2,062
资本支出	(2,209)	(1,972)	(786)	(1,386)	(1,586)
投资变动	8	(14)	0	0	0
其他	4	68	0	0	1
投资活动产生的现金流	(2,197)	(1,918)	(786)	(1,386)	(1,585)
银行借款	(375)	1,549	(781)	(398)	(262)
股权融资	383	(458)	0	0	0
其他	(381)	(73)	(4)	(33)	(4)
筹资活动现金流	(373)	1,018	(785)	(432)	(265)
净现金流	26	39	(250)	143	211

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	56.1	(22.5)	3.2	11.8	10.1
营业利润增长率(%)	77.5	(63.7)	9.5	23.4	13.4
归属于母公司净利润增长率(%)	69.0	(66.7)	17.0	23.5	11.0
息税前利润增长(%)	65.7	(63.0)	10.9	22.1	12.9
息税折旧前利润增长(%)	52.3	(48.5)	14.8	21.1	15.3
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	69.0	(66.7)	17.0	23.5	11.0
获利能力					
息税前利润率(%)	23.1	11.0	11.8	12.9	13.3
营业利润率(%)	24.0	11.2	11.9	13.2	13.6
毛利率(%)	32.0	23.3	23.5	24.4	24.5
归母净利润率(%)	17.9	7.7	8.7	9.6	9.7
ROE(%)	24.9	8.1	8.6	9.6	9.6
ROIC(%)	22.2	6.0	7.0	8.5	9.2
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
净负债权益比	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	7.1	5.2	5.3	5.4	5.5
应付账款周转率	12.9	7.5	7.8	8.3	8.8
费用率					
销售费用率(%)	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
管理费用率(%)	3.6	5.7	5.7	5.5	5.3
研发费用率(%)	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8
财务费用率(%)	(0.7)	0.2	0.4	0.2	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.3	0.8	0.9	1.1	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	3.2	1.2	1.7	2.4	2.6
每股净资产(最新摊薄)	9.1	9.4	10.2	11.3	12.5
每股股息	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	4.2	12.6	10.8	8.7	7.8
P/B(最新摊薄)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.2	8.9	5.8	4.3	3.5
价格/现金流(倍)	2.9	8.1	5.8	3.9	3.7

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