

## 利尔化学 (002258.SZ)

增持 (维持)

### 全年业绩再上新台阶, 积极布局新项目成长空间大

事件: 公司发布 2022 年年报, 报告期内实现营业收入 101.4 亿元, 同比增长 56.1%, 归母净利润 18.1 亿元, 同比增长 69%, 扣非净利润 18.5 亿元, 同比增长 73.6%; 其中四季度单季实现营业收入 23.9 亿元, 同比增长 8.1%, 归母净利润 3.2 亿元, 同比下降 30.5%, 环比下降 16.6%。

- 农药产品销量大幅增长, 推动全年业绩创新高。** 公司是全球继美国陶氏益农之后最先全面掌握氟基吡啶氯化工业化关键技术的企业, 相继开发出了氟代吡啶系列产品中的毕克草、毒莠定、氟草烟、绿草定等除草剂产品, 目前公司是国内最大的氟代吡啶类除草剂系列农药产品生产基地, 以及国内最大规模的草铵膦原药生产企业。报告期内公司克服国内疫情反复、高温限电限产和原材料涨价等不利因素, 收入和盈利均创历史新高, 其中农药原药收入 64.9 亿元, 同比增长 49.8%, 毛利率 34.9%, 同比提高 0.11 pct, 销量 4.9 万吨, 同比增长 40.3%, 销售均价 13.1 万元/吨, 同比上涨 6.7%; 农药制剂收入 22.4 亿元, 同比增长 64.1%, 毛利率 32.4%, 同比提高 1.18 pct, 销量 6.2 万吨, 同比增长 42.9%, 销售均价 3.58 万元/吨, 同比上涨 14.9%。
- 草铵膦供给增加价格下跌, 市场需求提升空间大。** 根据百川资讯, 2022 年国内草铵膦新增产能大幅投产, 行业有效产能达到 8.2 万吨/年, 同比增长 78.3%, 产量 4.9 万吨, 同比增长 188.2%, 产能利用率 60%, 同比提高 23 pct。2022 年由于供给大幅增加, 全球农药市场需求走弱, 草铵膦市场景气度持续下降, 全年国内草铵膦市场均价 22.7 万元/吨, 同比下跌 6.8%, 当前市场价 13 万元/吨, 处于近五年来底部区域。近年来, 随着百草枯禁限用范围扩大、草甘膦抗性问题的持续、转基因技术的推广和使用, 草铵膦需求快速释放, 同时国内逐步推进转基因作物产业化, 草铵膦未来需求有望持续提升。
- 多基地布局新产品新项目, 打开未来成长空间。** 公司现有项目顺利推进, 截至 2022 年底在建工程 18.1 亿元, 其中广安利尔 11000 吨农药及配套设施建设项目进度 44.8%, 荆州三才堂化工中间体一期项目进度 74.4%, 广安基地前期建设项目进度 66.5%, 津市基地生物发酵技术产业工程建设项目进度 10.4%。公司积极布局精草铵膦项目, 精草铵膦是草铵膦行业未来发展方向, 公司现有产能 3000 吨/年, 规划新建 14 万吨/年产能, 其中津市 2 万吨/年产能预计 2023 年 6 月建成投产。2022 年底公司总投资 118 亿元的利尔绿色植保系列项目签约落户广安, 项目达产后年产值将过百亿元。随着公司中间体配套及农药产品新项目陆续建成投产, 将打开公司未来成长空间。
- 维持“增持”投资评级。** 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 14.6 亿、18.9 亿、23.5 元, EPS 分别为 1.82、2.36、2.93 元, 当前股价对应 PE 分别为 10.1、7.8、6.2 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 产品价格下跌、原材料价格上涨、新项目投产不及预期。**

周期/化工

目标估值: NA

当前股价: 18.33 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	80044
已上市流通股 (万股)	79747
总市值 (亿元)	147
流通市值 (亿元)	146
每股净资产 (MRQ)	9.1
ROE (TTM)	24.9
资产负债率	34.8%
主要股东	四川久远投资控股集团有限公司
主要股东持股比例	23.78%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-16	-24
相对表现	1	-18	-13



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《利尔化学 (002258) 一季报业绩超预期, 新项目储备充足成长空间大》2022-04-11
- 《利尔化学 (002258) 一季报业绩偏预告上限, 预计三季度业绩继续大幅增长》2021-08-08

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

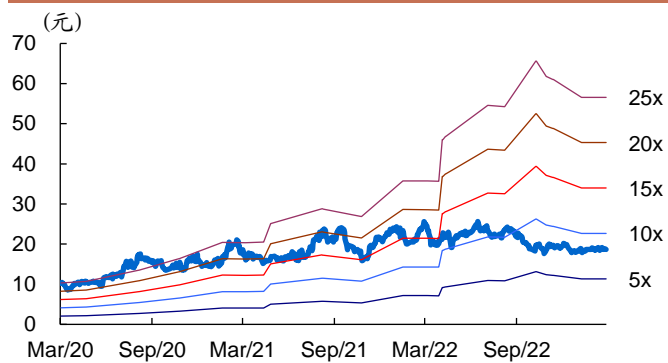
#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6494	10136	10673	13419	16520
同比增长	31%	56%	5%	26%	23%
营业利润(百万元)	1368	2428	1962	2527	3127
同比增长	77%	77%	-19%	29%	24%

归母净利润(百万元)	1072	1812	1455	1888	2348
同比增长	75%	69%	-20%	30%	24%
每股收益(元)	1.34	2.26	1.82	2.36	2.93
PE	13.7	8.1	10.1	7.8	6.2
PB	2.9	2.0	1.8	1.5	1.3

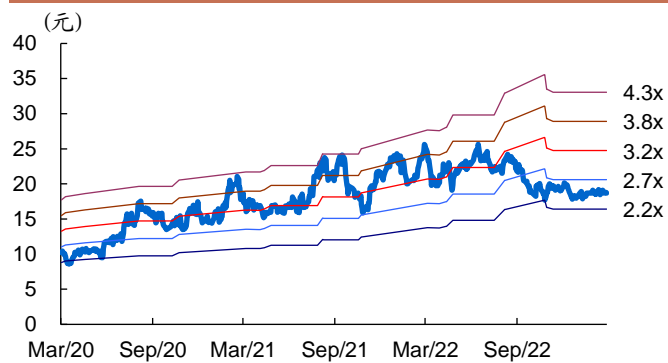
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 利尔化学历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 利尔化学历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4679	5157	5616	7225	9417
现金	1350	1409	1573	2150	3171
交易性投资	14	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1267	1588	1652	2077	2556
其它应收款	11	0	0	0	0
存货	1496	1710	1911	2395	2946
其他	541	450	481	604	743
<b>非流动资产</b>	5553	7709	8170	8921	9571
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3740	4347	4911	5756	6489
无形资产商誉	667	1029	926	834	750
其他	1146	2333	2332	2331	2331
<b>资产总计</b>	<b>10232</b>	<b>12866</b>	<b>13786</b>	<b>16147</b>	<b>18988</b>
<b>流动负债</b>	2643	3598	3292	3980	4764
短期借款	240	132	0	0	0
应付账款	1397	2076	2331	2921	3594
预收账款	338	318	357	447	550
其他	668	1072	604	612	620
<b>长期负债</b>	1764	885	885	885	885
长期借款	827	560	560	560	560
其他	937	326	326	326	326
<b>负债合计</b>	<b>4408</b>	<b>4483</b>	<b>4178</b>	<b>4866</b>	<b>5650</b>
股本	527	800	800	800	800
资本公积金	1042	1511	1511	1511	1511
留存收益	3408	4958	6013	7464	9246
少数股东权益	847	1113	1284	1505	1781
归属于母公司所有者权益	4977	7270	8324	9776	11557
<b>负债及权益合计</b>	<b>10232</b>	<b>12866</b>	<b>13786</b>	<b>16147</b>	<b>18988</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1317	2597	2328	2510	3077
净利润	1163	2025	1625	2109	2623
折旧摊销	498	564	681	745	848
财务费用	105	(55)	40	19	12
投资收益	(1)	5	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	(459)	52	1	(351)	(395)
其它	11	6	4	11	11
<b>投资活动现金流</b>	(783)	(2197)	(1121)	(1477)	(1477)
资本支出	(802)	(2209)	(1144)	(1500)	(1500)
其他投资	19	12	23	23	23
<b>筹资活动现金流</b>	(313)	(373)	(1043)	(455)	(579)
借款变动	(106)	(299)	(603)	0	0
普通股增加	2	274	0	0	0
资本公积增加	31	469	0	0	0
股利分配	(105)	(263)	(400)	(436)	(566)
其他	(136)	(554)	(40)	(19)	(12)
<b>现金净增加额</b>	221	26	164	577	1021

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	6494	10136	10673	13419	16520
营业成本	4416	6895	7742	9703	11936
营业税金及附加	26	40	42	53	65
营业费用	80	119	126	158	194
管理费用	300	367	387	486	598
研发费用	247	366	385	484	596
财务费用	98	(69)	40	19	12
资产减值损失	(15)	(13)	(13)	(13)	(13)
公允价值变动收益	21	(8)	(8)	(8)	(8)
其他收益	34	36	36	36	36
投资收益	1	(5)	(5)	(5)	(5)
<b>营业利润</b>	1368	2428	1962	2527	3127
营业外收入	5	8	8	8	8
营业外支出	45	70	70	70	70
<b>利润总额</b>	1328	2367	1900	2465	3066
所得税	165	342	275	356	443
少数股东损益	90	212	171	221	275
<b>归属于母公司净利润</b>	1072	1812	1455	1888	2348

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	31%	56%	5%	26%	23%
营业利润	77%	77%	-19%	29%	24%
归母净利润	75%	69%	-20%	30%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.0%	32.0%	27.5%	27.7%	27.7%
净利率	16.5%	17.9%	13.6%	14.1%	14.2%
ROE	24.0%	29.6%	18.7%	20.9%	22.0%
ROIC	19.8%	24.3%	17.4%	19.8%	20.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.1%	34.8%	30.3%	30.1%	29.8%
净负债比率	12.4%	9.0%	4.1%	3.5%	2.9%
流动比率	1.8	1.4	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9
存货周转率	3.4	4.3	4.3	4.5	4.5
应收账款周转率	6.0	7.1	6.6	7.2	7.1
应付账款周转率	3.4	4.0	3.5	3.7	3.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.34	2.26	1.82	2.36	2.93
每股经营净现金	1.65	3.24	2.91	3.14	3.84
每股净资产	6.22	9.08	10.40	12.21	14.44
每股股利	0.33	0.50	0.55	0.71	0.88
<b>估值比率</b>					
PE	13.7	8.1	10.1	7.8	6.2
PB	2.9	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.7	6.5	7.0	5.7	4.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周铮：**招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**曹承安：**招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

**赵晨曦：**招商证券化工行业高级分析师。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

**连莹：**招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

**姚姿宇：**招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。