

002258.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 17.38

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 2022 年业绩创新高。看好公司草铵膦竞争优势，及后续精草铵膦等规划项目带来增量，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	(5.0)	(7.0)	(3.4)	(38.2)
相对深圳成指	(9.6)	(5.7)	(10.7)	(32.7)

发行股数(百万)	800.44
流通股(百万)	797.47
总市值(人民币 百万)	13,911.60
3 个月日均交易额(人民币 百万)	156.01
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 3 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

- 《利尔化学》20221101
- 《利尔化学》20220811
- 《利尔化学》20220307

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

2022 年业绩超预期，看好精草铵膦等项目增量

2022 年公司实现营业收入 101.36 亿元，同比增长 56.08%；实现归母净利润 18.12 亿元，同比增长 69.01%，全年营收和归母净利润均创历史新高；其中四季度单季度实现归母净利润 3.20 亿元，同比下降 30.46%。看好公司草铵膦竞争优势，及后续精草铵膦等规划项目带来增量，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 受益于规模技术等优势，公司在草铵膦景气下行等不利因素影响下业绩仍超预期。根据百川盈孚数据，草铵膦 2022 年市场均价为 22.74 万元/吨，同比下跌 6.83%，主要原因为内蒙古等生产商产能逐步释放，市场供应走高，国内需求整体偏弱。同时，2022 年 8 月 15 日-25 日，由于我国多地最高温破历史极值，四川全省限电，众多工厂停车，对公司生产造成了不利影响。然而，由于公司规模优势明显，在绵阳、广安、南通、岳阳、鹤壁、荆州、津市等 7 个生产基地均有布局，公司得以克服多种不利因素，实现农药行业收入 92.17 亿元，同比增长 53.66%，毛利率 32.71%；实现化工行业收入 9.03 亿元，同比增长 89.03%，毛利率 23.67%。
- 在建项目稳步推进，行业龙头地位稳固。公司目前为国内规模最大、生产连续性与稳定性最强的草铵膦原药生产企业。2020 年，公司取得了精草铵膦生产许可，进行试生产并获得成功，已实现批量生产。L-草铵膦是真正发挥除草活性的有效体，是未来草铵膦行业的发展方向。据深交所互动易问答，公司拟在津市、荆州、广安等基地均布局精草铵膦项目，其中津市 2 万吨/年精草铵膦项目预计于 2023 年 6 月投产。3 月 2 日公司董事会通过总投资 10.66 亿元的控股子公司荆州三才堂在荆州经济技术开发区实施的 10000 吨/年精草铵膦原药及配套工程项目计划，建设周期预计 18 个月，该项目达产后预计可实现年均销售收入约 15.04 亿元，年均税后利润约 4.16 亿元。随着精草铵膦等项目的逐渐推进，公司在草铵膦行业的话语权将进一步增强。另外，目前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，公司控股子公司比德生化在湖南省临湘滨江工业园新材料产业园进行新区建设项目，产品规模 0.3 万吨/年，具体包括 2,4-二氯苯胺系列产品、氯代吡啶类系列产品等，目前该项目建设也在有序推进中。
- 生产工艺、新产品开发持续优化，利于实现降本增效。公司 2022 年加大对新产品的工艺、工程技术开发力度，新产品技术进步明显，工艺技术水平获得较大提升。其中，氯代吡啶类产品核心技术优化工作取得较大进展，生产效率获得提升；L-草铵膦新产品开发项目处于试生产阶段，唑啉草酯、氯虫苯甲酰胺、阻燃剂的新产品开发项目处于中试阶段，拟达到新产品产业化的目标。

估值

- 因草铵膦价格大幅下降，我们下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年公司每股收益分别为 2.16 元、2.58 元、2.89 元，对应当前 PE 分别为 8.0 倍、6.7 倍、6.0 倍，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	10,763	13,057	15,392
增长率(%)	30.7	56.1	6.2	21.3	17.9
EBITDA(人民币 百万)	1,908	2,906	2,725	3,308	3,818
归母净利润(人民币 百万)	1,072	1,812	1,730	2,064	2,310
增长率(%)	75.2	69.0	(4.6)	19.3	11.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.34	2.26	2.16	2.58	2.89
原先预测摊薄每股收益(人民币)	1.34	2.26	2.84	3.87	-
调整幅度(%)			(23.89)	(33.28)	-
市盈率(倍)	13.0	7.7	8.0	6.7	6.0
市净率(倍)	2.8	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(倍)	10.6	5.2	5.2	4.0	3.5
每股股息(人民币)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
股息率(%)	1.5	2.8	2.7	3.3	3.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司财务报告摘要

(亿元)	2021	2022	同比增长(%)
一、营业总收入	64.94	101.36	56.08
二、营业总成本	51.67	77.18	49.37
其中：营业成本	44.16	68.95	56.14
营业税金及附加	0.26	0.40	53.85
销售费用	0.80	1.19	48.75
管理费用	3.00	3.67	22.33
研发费用	2.47	3.66	48.18
财务费用	0.98	(0.69)	(170.41)
资产减值损失	(0.07)	(0.11)	57.14
三、其他经营收益	0.34	0.36	5.88
公允价值变动收益	0.21	(0.08)	(138.10)
投资收益	0.01	(0.05)	(600.00)
四、营业利润	13.68	24.28	77.49
加：营业外收入	0.05	0.08	60.00
减：营业外支出	0.45	0.70	55.56
五、利润总额	13.28	23.67	78.24
减：所得税	1.65	3.42	107.27
六、净利润	11.63	20.25	74.12
减：少数股东损益	0.90	2.12	135.56
七、归属母公司净利润	10.72	18.12	69.03

资料来源：公司公告，万得，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	10,763	13,057	15,392
营业收入	6,494	10,136	10,763	13,057	15,392
营业成本	4,416	6,895	7,773	9,467	11,309
营业税金及附加	26	40	43	52	61
销售费用	80	119	130	155	184
管理费用	300	367	390	473	557
研发费用	247	366	402	485	567
财务费用	98	(69)	(89)	(98)	(104)
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)	(5)	(5)	(5)
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)	2	2	2
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,368	2,428	2,137	2,544	2,839
营业外收入	5	8	7	7	7
营业外支出	45	70	57	64	60
利润总额	1,328	2,367	2,086	2,488	2,785
所得税	165	342	302	361	404
净利润	1,163	2,025	1,783	2,127	2,381
少数股东损益	90	212	54	64	71
归母净利润	1,072	1,812	1,730	2,064	2,310
EBITDA	1,908	2,906	2,725	3,308	3,818
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.34	2.26	2.16	2.58	2.89

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	5,572	7,271	7,118
现金及等价物	1,350	1,409	2,434	3,056	3,261
应收帐款	1,267	1,588	1,103	1,436	1,300
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,496	1,710	1,529	2,153	1,931
预付账款	188	89	170	172	236
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	378	361	337	455	390
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	14,019	16,993	18,280
流动负债	2,643	3,598	3,003	4,458	3,798
短期借款	240	132	200	200	200
应付账款	744	827	814	1,027	858
其他流动负债	1,659	2,639	1,989	3,231	2,740
非流动负债	1,764	885	1,232	1,079	1,155
长期借款	827	560	600	600	600
其他长期负债	937	326	632	479	555
负债合计	4,408	4,483	4,235	5,536	4,953
股本	527	800	800	800	800
少数股东权益	847	1,113	1,167	1,231	1,302
归属母公司股东权益	4,977	7,270	8,618	10,225	12,025
负债和股东权益合计	10,232	12,866	14,019	16,993	18,280

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	1,783	2,127	2,381
折旧摊销	498	568	714	898	1,120
营运资金变动	(411)	363	85	311	(269)
其它	67	(360)	6	(147)	(81)
经营活动现金流	1,317	2,597	2,588	3,190	3,152
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	2	2	2
投资活动产生的现金流	(783)	(2,197)	(1,603)	(2,097)	(2,596)
银行借款	253	(375)	108	0	0
股权融资	(358)	383	(382)	(456)	(510)
其他	(208)	(381)	314	(15)	160
筹资活动现金流	(313)	(373)	40	(471)	(350)
净现金流	221	26	1,025	621	205

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	6.2	21.3	17.9
营业利润增长率(%)	77.0	77.5	(12.0)	19.1	11.6
归属于母公司净利润增长率(%)	75.2	69.0	(4.6)	19.3	11.9
息税前利润增长(%)	63.0	65.7	(14.0)	19.8	12.0
息税折旧前利润增长(%)	51.9	52.3	(6.2)	21.4	15.4
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	75.2	69.0	(4.6)	19.3	11.9
获利能力					
息税前利润率(%)	21.7	23.1	18.7	18.5	17.5
营业利润率(%)	21.1	24.0	19.9	19.5	18.4
毛利率(%)	32.0	32.0	27.8	27.5	26.5
归母净利润率(%)	16.5	17.9	16.1	15.8	15.0
ROE(%)	21.5	24.9	20.1	20.2	19.2
ROIC(%)	15.0	22.2	17.1	19.0	18.2
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	(0.1)	(0.1)	(0.1)
流动比率	1.8	1.4	1.9	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	6.0	7.1	8.0	10.3	11.3
应付账款周转率	10.0	12.9	13.1	14.2	16.3
费用率					
销售费用率(%)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
管理费用率(%)	4.6	3.6	3.6	3.6	3.6
研发费用率(%)	3.8	3.6	3.7	3.7	3.7
财务费用率(%)	1.5	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.7)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.3	2.3	2.2	2.6	2.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	3.2	3.2	4.0	3.9
每股净资产(最新摊薄)	6.2	9.1	10.8	12.8	15.0
每股股息	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	13.0	7.7	8.0	6.7	6.0
P/B(最新摊薄)	2.8	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.6	5.2	5.2	4.0	3.5
价格/现金流(倍)	10.6	5.4	5.4	4.4	4.4

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任何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刊载或转发的，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) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

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) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

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) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

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) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

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) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371