

成立境外子公司，赋能海外竞争力



核心观点

- **境外子公司完成注册：**公司 2 月 18 日公告完成菲律宾子公司注册登记，走出深度国际化战略的重要一步。目前公司已取得澳大利亚、新西兰等 50 个国家 800 多个产品的支持登记和自主登记，正在哥伦比亚、多米尼加、肯尼亚等 60 多个国家进行支持登记和巴西、欧盟的自主登记。去年 7 月公司公告计划分别投资不超过 200 万元人民币成立海利尔巴西公司和海利尔菲律宾公司，其中巴西也是全球最大的农化市场。通过设立南美和东南地区的境外子公司，积极响应“一带一路”策略，公司有望进一步加强海外市场登记力度，拓展海外业务并提升自主品牌的知名度，提升长期竞争力和盈利能力。
- **项目持续推进，看好成长性：**公司 19 上半年已完成第二代烟碱类杀虫剂噻虫嗪和噻虫胺原药项目整体工程的建设，丙硫菌唑杀菌剂原药和第三代烟碱类杀虫剂呋虫胺原药项目有望在加快建设，有望今年实现放量。公司去年 7 月与青岛新河管委签署投资意向协议，拟在平度基地投资 20 亿元（固定资产 14 亿元）建设环境友好型制剂、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐、苯醚甲环唑等原药产品及中间体等项目，达产后年产农药制剂 10 万吨、原药及中间体 10 万吨，年产值 50 亿元，年利润 5.6 亿元，计划 2021 年 12 月 30 日前投产运营。去年 10 月公告子公司青岛奥迪斯拟投资 2.76 亿建设 7000 吨水性化制剂、9000 吨水性化固体制剂和 26000 吨水性化制剂项目，预计 2021 年投产。

财务预测与投资建议

- 由于产品价格发生变动，我们预测公司 19-21 年每股盈利 EPS 分别为 2.30、2.67、3.43 元（原 19-20 年 EPS 分别为 2.98、3.58），按照可比公司 20 年 14 倍市盈率，给予目标价为 37.38 元并维持增持评级。

风险提示

- 新产品投产和推广不及预期；产品和原材料价格波动。

公司主要财务信息

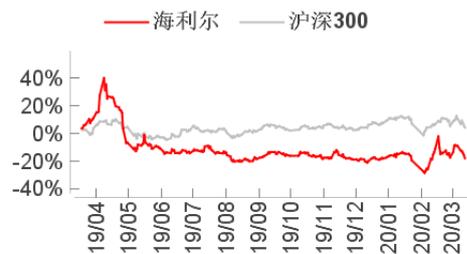
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,589	2,191	2,483	3,077	3,735
同比增长(%)	55.0%	37.9%	13.3%	23.9%	21.4%
营业利润(百万元)	328	421	457	530	682
同比增长(%)	85.3%	28.3%	8.6%	15.9%	28.6%
归属母公司净利润(百万元)	286	367	391	452	581
同比增长(%)	95.6%	28.4%	6.3%	15.8%	28.5%
每股收益(元)	1.69	2.17	2.30	2.67	3.43
毛利率(%)	37.3%	34.8%	35.0%	32.9%	33.0%
净利率(%)	18.0%	16.8%	15.7%	14.7%	15.6%
净资产收益率(%)	25.0%	20.6%	18.3%	17.8%	19.0%
市盈率	15.3	11.9	11.2	9.7	7.5
市净率	2.7	2.2	1.9	1.6	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年03月13日)	24.6元
目标价格	37.38元
52周最高价/最低价	42.5/21.45元
总股本/流通A股(万股)	16,964/5,472
A股市值(百万元)	4,173
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2020年03月16日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-9.92	-5.02	2.67	-18.30
相对表现	-4.04	-3.39	4.51	-22.89
沪深300	-5.88	-1.63	-1.84	4.59



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬
021-63325888-2504
wanliyong@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

相关报告

新品类持续拓展，出口发力驱动成长： 2019-03-21

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

公司原药产品价格下跌，而制剂价格由于产品结构变化有所提升，产品放量节奏有所变化，故更新盈利预测，具体如下：

表 1：核心假设变动分析表

关键参数	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
核心假设						
农药制剂销量（吨）	30618	36742		23841	28610	34332
变动幅度				-22.1%	-22.1%	
吡虫啉销量（吨）	2599	2599		3550	3550	3550
变动幅度				37%	37%	
啶虫脒销量（吨）	1247	1247		2004	2004	2004
变动幅度				60.7%	60.7%	
新烟碱类产品销量（吨）	350	900		0	700	1050
变动幅度				-100.0%	-22.2%	
吡唑啉菌酯销量（吨）	480	640		480	560	720
变动幅度				0.0%	-12.5%	
丙硫菌唑销量（吨）	160	600		0	600	1200
变动幅度				-100.0%	0.0%	
制剂均价（元/吨）	45000	45000		55500	55500	55500
变动幅度				23.3%	23.3%	
吡虫啉价格（元/吨）	180000	175000		147915	130000	130000
变动幅度				-17.8%	-25.7%	
啶虫脒价格（元/吨）	180000	175000		156460	150000	150000
变动幅度				-13.1%	-14.3%	
咪唑烷价格（元/吨）	43000	42500		33340	32000	32000
变动幅度				-22%	-25%	
氰基乙酯价格（元/吨）	50000	50000		41000	40000	40000
变动幅度				-18%	-20%	
销售费用率	5.44%	4.95%		6.72%	6.33%	6.14%
变动幅度				1.27%	1.38%	
管理和研发费用率	7.39%	7.25%		9.29%	8.96%	8.33%
变动幅度				1.90%	1.71%	
财务费用率	-0.21%	-0.29%		0.20%	0.04%	-0.06%
变动幅度				0.41%	0.33%	

资料来源：东方证券研究所

表 2：分产品盈利预测变动分析表（人民币百万元，标注除外）

主营业务	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E

农药制剂					
销售收入	1,378	1,653	1,323	1,588	1,905
变动幅度			-4.0%	-4.0%	
毛利率	33.00%	34.00%	31.00%	32.00%	32.00%
变动幅度			-2.0%	-2.0%	
原药及中间体					
销售收入	871	1,095	866	1,107	1,371
变动幅度			-0.6%	1.1%	
毛利率	49.65%	44.34%	44.6%	40.4%	41.2%
变动幅度			-5.0%	-4.0%	
其他业务					
销售收入	209	292	294	382	459
变动幅度			40.8%	30.7%	
毛利率	13.00%	13.00%	24.40%	15.24%	12.62%
变动幅度			11.4%	2.2%	
销售收入合计	2,457	3,041	2,483	3,077	3,735
变动幅度			1.0%	1.2%	
综合毛利率	37.20%	35.70%	34.97%	32.93%	33.01%
变动幅度			-2.2%	-2.8%	

资料来源：东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表（人民币百万元，标注除外）

财务指标	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,457	3,041		2,483	3,077	3,735
变动幅度				1.0%	1.2%	
营业利润	586	704		457	530	682
变动幅度				-21.9%	-24.7%	
归属母公司净利润	503	605		391	452	581
变动幅度				-22.4%	-25.2%	
每股收益（元）	2.98	3.58		2.30	2.67	3.43
变动幅度				-22.7%	-25.4%	
毛利率（%）	37.20%	35.70%		34.97%	32.93%	33.01%
变动幅度				-2.2%	-2.8%	
净利率（%）	20.48%	19.88%		15.73%	14.70%	15.57%
变动幅度				-4.7%	-5.2%	

资料来源：东方证券研究所

表 4：可比公司估值（截至 2020/3/15）

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
扬农化工	2.89	3.84	4.28	5.20	22.78	17.15	15.37	12.67
利尔化学	1.10	0.59	0.81	1.06	12.13	22.53	16.59	12.64
长青股份	0.54	0.62	0.75	0.90	16.82	14.47	12.07	10.09
利民股份	0.72	1.13	1.48	1.62	19.35	12.27	9.40	8.62
诺普信	0.36	0.26	0.47	0.59	17.41	23.76	13.34	10.63
调整后平均					17.86	18.05	13.59	11.12

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	423	722	666	1,154	1,522	营业收入	1,589	2,191	2,483	3,077	3,735
应收票据及应收账款	289	433	471	596	716	营业成本	997	1,430	1,615	2,064	2,502
预付账款	167	216	252	308	377	营业税金及附加	7	10	11	14	17
存货	380	667	684	918	1,087	营业费用	101	128	167	195	229
其他	508	71	300	195	261	管理费用及研发费用	119	204	231	276	311
流动资产合计	1,767	2,108	2,373	3,170	3,962	财务费用	26	(30)	5	1	(2)
长期股权投资	4	5	5	5	5	资产减值损失	22	33	(1)	2	1
固定资产	332	448	517	556	572	公允价值变动收益	0	(0)	(5)	0	0
在建工程	43	90	79	68	58	投资净收益	12	2	1	1	1
无形资产	112	510	499	488	477	其他	0	2	6	4	5
其他	37	69	14	13	12	营业利润	328	421	457	530	682
非流动资产合计	529	1,121	1,113	1,129	1,124	营业外收入	9	3	3	3	3
资产总计	2,295	3,230	3,486	4,300	5,086	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	26	243	135	189	162	利润总额	337	423	460	532	684
应付票据及应付账款	342	591	611	817	968	所得税	51	56	69	80	103
其他	266	419	423	523	603	净利润	286	367	391	452	581
流动负债合计	634	1,253	1,168	1,529	1,733	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	31	0	0	0	0	归属于母公司净利润	286	367	391	452	581
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.69	2.17	2.30	2.67	3.43
其他	15	20	0	0	0						
非流动负债合计	46	20	0	0	0						
负债合计	680	1,273	1,168	1,529	1,733						
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	(0)						
股本	120	169	169	169	169						
资本公积	737	694	716	716	716						
留存收益	743	1,075	1,415	1,867	2,449						
其他	14	19	19	19	19						
股东权益合计	1,615	1,957	2,319	2,771	3,352						
负债和股东权益总计	2,295	3,230	3,486	4,300	5,086						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	286	367	391	452	581
折旧摊销	22	56	62	73	83
财务费用	26	(30)	5	1	(2)
投资损失	(12)	(2)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(674)	360	(298)	(4)	(193)
其它	291	(507)	38	2	1
经营活动现金流	(60)	244	197	524	470
资本支出	(187)	(608)	(108)	(90)	(77)
长期投资	(0)	0	(0)	0	(0)
其他	(379)	646	(4)	0	1
投资活动现金流	(567)	38	(112)	(89)	(76)
债权融资	0	(31)	0	0	0
股权融资	678	6	22	0	0
其他	4	188	(164)	53	(25)
筹资活动现金流	682	163	(142)	53	(25)
汇率变动影响	(23)	16	-0	-0	-0
现金净增加额	32	461	(56)	488	368

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	55.0%	37.9%	13.3%	23.9%	21.4%
营业利润	85.3%	28.3%	8.6%	15.9%	28.6%
归属于母公司净利润	95.6%	28.4%	6.3%	15.8%	28.5%
获利能力					
毛利率	37.3%	34.8%	35.0%	32.9%	33.0%
净利率	18.0%	16.8%	15.7%	14.7%	15.6%
ROE	25.0%	20.6%	18.3%	17.8%	19.0%
ROIC	25.3%	17.5%	16.9%	16.7%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	29.6%	39.4%	33.5%	35.5%	34.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.79	1.68	2.03	2.07	2.29
速动比率	2.18	1.15	1.44	1.47	1.65
营运能力					
应收账款周转率	8.4	6.2	5.6	5.9	5.8
存货周转率	3.4	2.7	2.4	2.6	2.5
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益	1.69	2.17	2.30	2.67	3.43
每股经营现金流	-0.50	1.44	1.17	3.09	2.77
每股净资产	9.52	11.53	13.67	16.34	19.76
估值比率					
市盈率	15.3	11.9	11.2	9.7	7.5
市净率	2.7	2.2	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	10.5	8.9	7.6	6.6	5.2
EV/EBIT	11.2	10.1	8.6	7.5	5.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

