

海利尔 (603639)

公司研究/简评报告

国内吡虫啉龙头，看好未来高成长

—海利尔 (603639) 调研简报

简评报告/基础化工

2017 年 11 月 03 日

一、事件概述

近期我们对公司进行了调研，与公司管理层就经营情况和未来发展进行深入沟通。

二、分析与判断

国内吡虫啉行业龙头，业绩受益于价格上涨

公司是农药制剂行业龙头企业之一，1999 年开始进入农药制剂领域，2002 年延伸至上游原药和中间体领域，目前具备烟碱类杀虫剂吡虫啉原药产能 2500 吨，啉虫脒原药产能 1200 吨，同时配备关键中间体 2-氯-5-氯甲基吡啶 (CCMP) 产能 2500 吨，是国内第一代烟碱类杀虫剂吡虫啉、啉虫脒的行业龙头之一。目前国内 95% 吡虫啉原粉主流成交价涨至 23-24 万元/吨，较去年同期上涨 116%，主要中间体 CCMP 上涨至 15 万元/吨，目前吡虫啉市场供应紧张，行业开工率下降至 22% 左右，且未来取暖季国内中小厂家进一步将限产，受原材料丙烯腈涨价和环保限产影响，CCMP 未来可能继续上涨，推动吡虫啉价格继续上扬，目前吡虫啉-CCMP 价差扩大至 109600 元/吨，较 9 月初上涨 107%，较去年同期 154%。公司 2017 年前三季度实现收入 11.50 亿元，同比增长 33.11%，实现归母净利润 1.90 亿元，同比增长 37.94%，主要受益于今年吡虫啉和啉虫脒价格的大幅上涨。

投资建设杀菌剂原药项目，看好未来公司高成长

公司投资建设的 1000 吨/年吡唑醚菌酯项目目前已经建设已基本完工，待相关部门验收审批后，正式进入产品试生产阶段，目前该原药国内厂家较少，投产后将充分释放产能，以当前约 35 万元/吨高价，将进一步提升公司业绩水平。此外，公司变更募投资金项目年产 8000 吨水性化农药制剂项目为年产 2000 吨丙硫菌唑原药项目，该原药市场前景好，公司进一步向上游原药领域拓展，公司预计改项目达产后将增加年利润 0.6 亿元，提升公司盈利水平。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.34 元、3.39 元和 4.59 元，对应 PE 分别为 22.4X、15.5X 和 11.4X，首次覆盖给予“谨慎推荐”的评级，参考具有相同业务的上市公司（长青股份和诺普信）2017 年平均 26-28X PE 水平，公司 2017 年合理估值区间为 61-65 元。

四、风险提示：

吡虫啉价格大幅下降的风险；杀菌剂项目投产不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,026	1,291	1,908	2,753
增长率（%）	0.9%	25.9%	47.8%	44.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	146	211	305	414
增长率（%）	12.1%	44.0%	45.0%	35.4%
每股收益（元）	1.63	2.34	3.39	4.59
PE（现价）	32.2	22.4	15.5	11.4
PB	7.0	5.5	4.1	3.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

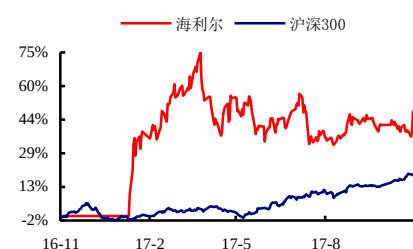
谨慎推荐 首次评级

合理估值： 61—65 元

交易数据 2017-11-2

收盘价（元）	52.51
近 12 个月最高/最低	62.95/35.93
总股本（百万股）	120
流通股本（百万股）	30
流通股比例（%）	25.00
总市值（亿元）	63
流通市值（亿元）	16

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨林

执业证号： S0100517050001

电话： 13621397097

邮箱： yanglin@mszq.com

分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,026	1,291	1,908	2,753
营业成本	655	805	1,218	1,797
营业税金及附加	7	6	10	14
销售费用	84	90	124	179
管理费用	108	103	134	193
EBIT	172	286	423	571
财务费用	(7)	18	35	35
资产减值损失	5	13	16	27
投资收益	3	9	8	8
营业利润	177	263	380	517
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	181	266	383	520
所得税	35	56	78	107
净利润	146	210	305	413
归属于母公司净利润	146	211	305	414
EBITDA	198	286	423	571

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	248	839	1095	1530
应收账款及票据	104	153	236	354
预付款项	67	67	109	157
存货	190	251	369	550
其他流动资产	171	171	171	171
流动资产合计	792	1483	1974	2738
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	183	183	313	413
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	398	524	624	624
资产合计	1190	2007	2597	3362
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	231	264	416	606
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	481	555	859	1229
长期借款	31	581	581	581
其他长期负债	5	5	5	5
非流动负债合计	36	586	586	586
负债合计	517	1142	1445	1816
股本	90	90	90	90
少数股东权益	0	0	(0)	(1)
股东权益合计	673	865	1152	1547
负债和股东权益合计	1190	2007	2597	3362

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	0.9%	25.9%	47.8%	44.3%
EBIT 增长率	-4.2%	66.5%	48.0%	34.9%
净利润增长率	12.1%	44.0%	45.0%	35.4%
盈利能力				
毛利率	36.1%	37.6%	36.2%	34.7%
净利润率	14.3%	16.3%	16.0%	15.0%
总资产收益率 ROA	12.3%	10.5%	11.8%	12.3%
净资产收益率 ROE	21.8%	24.3%	26.5%	26.7%
偿债能力				
流动比率	1.6	2.7	2.3	2.2
速动比率	1.3	2.2	1.9	1.8
现金比率	0.5	1.5	1.3	1.2
资产负债率	0.4	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	37.5	37.2	37.3	37.3
存货周转天数	104.7	113.6	110.6	111.6
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.6	2.3	3.4	4.6
每股净资产	7.5	9.6	12.8	17.2
每股经营现金流	3.0	1.9	4.4	5.3
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	32.2	22.4	15.5	11.4
PB	7.0	5.5	4.1	3.1
EV/EBITDA	30.8	21.2	13.7	9.4
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	146	210	305	413
折旧和摊销	31	13	16	27
营运资金变动	101	(56)	53	13
经营活动现金流	270	174	398	476
资本开支	86	123	97	(3)
投资	(48)	0	0	0
投资活动现金流	(126)	(114)	(89)	11
股权募资	0	0	0	0
债务募资	30	550	0	0
筹资活动现金流	(29)	532	(53)	(53)
现金净流量	115	591	257	434

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨林，北京化工大学化学工程与技术学士、硕士，中国注册会计师，曾任职普华永道会计师事务所、国都证券，太平洋证券研究院化工行业组长，第一作者在国际著名学术SCI期刊发表论文2篇，2017年4月加入民生证券研究院化工团队。

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国行业最佳选股分析师化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。