

海利尔 (603639)

公司研究/简评报告

2017 业绩大幅增长，看好公司未来成长

—海利尔 (603639) 点评报告

简评报告/基础化工

2018 年 04 月 02 日

一、事件概述

公司于 3 月 30 日晚间发布 2017 年度报告，2017 年公司实现营业收入 15.89 亿元，同比增长 54.98%，实现归母净利润 2.86 亿元，同比增长 95.58%，EPS 为 2.43 元，同比增长 49.08%，同时公司向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税），以资本公积向全体股东每 10 股转增 4 股。

二、分析与判断

➤ 业绩大幅增长主要源于吡虫啉价格大幅上涨

公司 2017 年农药原药及中间体业务实现收入 5.33 亿元，同比增长 52.81%，吡虫啉全年产销量分别为 2449 吨和 2155 吨，销售均价为 15.34 万元/吨，同比增长 72.45%；啉虫脒产销量分别为 1079 吨和 1035 吨，销售均价为 16.08 万元/吨，同比增长 105.48%。据我们测算，2017 年吡虫啉与 CCMP 平均价差为 7.69 万元/吨，较 2016 年平均价差大幅增长 92%，四季度由于国内厂家限产原因，吡虫啉价格大幅上涨，季度内均价达到 23.60 万元/吨，同比上涨 117%，环比上涨 42%，吡虫啉-CCMP 平均价差达到 11.90 万元/吨，同比上涨 159%，环比上涨 85%。公司现有产能吡虫啉 2500 吨、啉虫脒 1200 吨和中间体 CCMP 2500 吨，中间体可完全实现自给，具有中间体和原药一体化优势。因此，公司 2017 全年及四季度业绩的大幅增长，主要受益于吡虫啉价格的大幅上涨。

➤ 吡虫啉、啉虫脒价格将继续保持高位

吡虫啉和啉虫脒均为新烟碱类杀虫剂原药，两者有一定的替代作用，且由于吡虫啉的性能更稳定，市场规模相对更大，2016 年全球销售金额为 9.5 亿美元，销售规模在杀虫剂中位列第三。目前吡虫啉全球名义产能约 4 万吨，预计实际产能不超过 3 万吨，其中 2 万吨左右分布在国内，主要原材料中间体为 CCMP 和咪唑啉，由于国内环保政策的收紧，2017 年 CCMP 价格由年初的约 8 万元/吨大幅上涨至年底的接近 15 万元/吨，咪唑啉价格也由年初的约 2.5-3 万元/吨上涨至 5-5.5 万元/吨，我们认为今年这两种中间体价格将继续保持高位。同时，去年四季度以来国内吡虫啉厂家实际开工率只有 20-25% 之间，今年行业开工率将继续保持低位，公司作为山东省第一季被授予“农药生产许可证”的企业，将持续受益于行业中小产能的退出。

➤ 投资建设杀菌剂原药项目，看好未来公司高成长

公司投资的 1000 吨/年吡唑醚菌酯项目已于 2017 年四季度开始试生产，目前该原药国内厂家较少，投产后将充分释放产能，以当前 28-30 万元/吨的市场高价，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 2018-2020 年 EPS 分别为 3.15 元、3.83 元和 4.36 元，对应 PE 分别为 14.3X、11.8X 和 10.3X，继续维持“强烈推荐”的评级。

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。

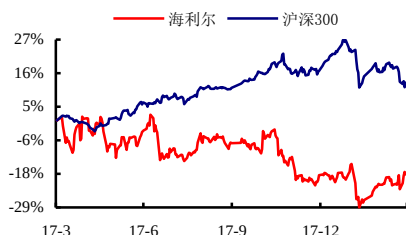
强烈推荐 维持评级

当前价格 44.98 元

交易数据 2018-3-30

近 12 个月最高/最低	55.94/39.08
总股本（百万股）	120
流通股本（百万股）	39
流通股比例（%）	32.32
总市值（亿元）	54
流通市值（亿元）	17

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：13621397096

邮箱：yanglin@mszq.com

研究助理：曹莉莉

执业证号：S0100117100029

电话：18701586180

邮箱：caolili@mszq.com

相关研究

- 1.民生化工周报 20180330:继续看好聚酯产业链复苏，纯碱价格存在上涨预期
- 2.民生化工周报 20180323: 聚酯产业链复苏，继续看好氟化工景气度向上
- 3.民生化工周报 20180316: 甲醇价格筑底回升，烧碱价格继续上涨
- 4.民生化工周报 20180309: 烧碱价格大

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,589	1,895	2,275	2,572
增长率 (%)	55.0%	19.2%	20.1%	13.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	286	378	459	524
增长率 (%)	95.6%	32.3%	21.3%	14.1%
每股收益 (元)	2.43	3.15	3.83	4.36
PE (现价)	18.5	14.3	11.8	10.3
PB	3.3	2.8	2.3	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,589	1,895	2,275	2,572
营业成本	997	1,185	1,430	1,622
营业税金及附加	7	10	11	13
销售费用	101	114	130	141
管理费用	119	133	155	167
EBIT	365	454	550	628
财务费用	26	4	3	3
资产减值损失	22	6	8	9
投资收益	12	3	3	3
营业利润	328	448	542	619
营业外收支	9	0	0	0
利润总额	337	453	546	625
所得税	51	75	88	101
净利润	286	378	459	523
归属于母公司净利润	286	378	459	524
EBITDA	393	454	550	628

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	423	1018	1389	1884
应收账款及票据	289	229	282	320
预付款项	167	172	218	244
存货	380	342	417	478
其他流动资产	476	476	476	476
流动资产合计	1767	2257	2799	3413
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	333	333	333	333
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	529	525	525	525
资产合计	2295	2782	3325	3938
短期借款	26	0	0	0
应付账款及票据	342	378	443	508
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	634	778	898	1024
长期借款	31	31	31	31
其他长期负债	15	15	15	15
非流动负债合计	46	46	46	46
负债合计	680	824	944	1071
股本	120	120	120	120
少数股东权益	0	0	(0)	(0)
股东权益合计	1615	1957	2380	2867
负债和股东权益合计	2295	2782	3325	3938

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	55.0%	19.2%	20.1%	13.0%
EBIT 增长率	112.7%	24.5%	21.1%	14.3%
净利润增长率	95.6%	32.3%	21.3%	14.1%
盈利能力				
毛利率	37.3%	37.5%	37.2%	36.9%
净利润率	18.0%	20.0%	20.2%	20.4%
总资产收益率 ROA	12.5%	13.6%	13.8%	13.3%
净资产收益率 ROE	17.7%	19.3%	19.3%	18.3%
偿债能力				
流动比率	2.8	2.9	3.1	3.3
速动比率	2.2	2.5	2.7	2.9
现金比率	0.7	1.3	1.5	1.8
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	43.4	41.4	42.1	41.9
存货周转天数	104.3	104.4	104.4	104.4
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	2.4	3.2	3.8	4.4
每股净资产	13.5	16.3	19.8	23.9
每股经营现金流	(0.5)	5.1	3.4	4.4
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	18.5	14.3	11.8	10.3
PB	3.3	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	12.8	9.7	7.3	5.6
股息收益率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	286	378	459	523
折旧和摊销	50	6	8	9
营运资金变动	(402)	233	(59)	(2)
经营活动现金流	(60)	613	403	526
资本开支	130	(8)	(5)	(5)
投资	(447)	0	0	0
投资活动现金流	(567)	11	8	8
股权募资	686	0	0	0
债务募资	26	0	0	0
筹资活动现金流	682	(30)	(39)	(39)
现金净流量	55	594	371	495

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，化学工程与技术硕士，中国注册会计师，化工行业首席分析师，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。

曹莉莉，中山大学应用化学理学学士，杜克大学工程管理硕士，2017年9月加入民生证券化工团队。

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。