

公司成长性强，未来看好

投资要点

- **公司是原药、制剂一体化的农药企业。**海利尔有吡虫啉 2500 吨、啶虫脒 1200 吨、二氯 2500 吨、吡唑醚菌酯 1000 吨、农药制剂 2 万吨、水溶性肥料 5 万吨的产能规模，而原药和制剂分别贡献了一半左右的利润。公司制剂、原药和中间体一体化战略，实现农药制剂业务与原药业务互相补充、互相促进，有利地削弱原药的周期性波动风险，充分挖掘“化工产品→中间体→原药→制剂”农药产业链中各环节较好的盈利机会，提高了公司整体的抗风险能力和盈利机会。
- **农药行业集中度在持续提升。**据中国农药工业协会统计，2017 年我国农药行业前百强企业总销售额为 1542.6 亿元，百强企业入围门槛上升至 3.9 亿元，增幅达 27.9%。《农药工业“十三五”发展规划》提出，到 2020 年，农药原药企业数量减少 30%，国内排名前 20 位的农药企业集团的销售额占总销售额 70% 以上，培育 2-3 家销售额超过 100 亿元的大型企业。海利尔预计将会受益于行业集中度的提升。
- **公司目前正在努力实现原药、制剂、出口三大格局的业务布局。**在原药方面，公司 3500 吨新烟碱类产品有望在 2019 年第二季度投产，2000 吨丙硫菌唑的产能有望在 2019 年年底投产，我们预计公司原药收入 2019 年增长 14.2%，2020 年增长 36.3%。制剂板块，公司品牌优势持续深化，对原料的备货进一步完善，制剂收入有望继续稳定增长，我们预计制剂收入 2019 年增长 22.3%，2020 年增长 18.8%。另外，在海外布局方面，目前公司已取得澳大利亚，新西兰，玻利维亚等 40 个国家 400 多个产品的支持登记，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。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 2.47 元、3.31 元、4.35 元，未来三年归母净利润将保持 37% 的复合增长率。考虑到可比公司估值水平，给予公司 2019 年 10 倍估值，对应目标价 33.10 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外业务增长带来的应收账款增长过快和汇率波动风险，原材料价格或大幅波动风险，吡虫啉、啶虫脒价格下滑风险，安全环保风险，新项目建设及投产进度或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1589.42	1973.56	2358.22	2969.52
增长率	54.98%	24.17%	19.49%	25.92%
归属母公司净利润 (百万元)	286.04	419.00	561.52	736.43
增长率	95.58%	46.48%	34.01%	31.15%
每股收益 EPS (元)	1.69	2.47	3.31	4.35
净资产收益率 ROE	17.70%	21.34%	23.00%	24.03%
PE	16	11	8	6
PB	2.79	2.29	1.85	1.47

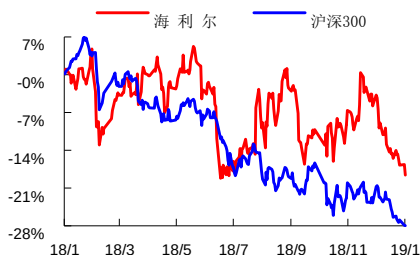
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.69
流通 A 股(亿股)	0.54
52 周内股价区间(元)	25.78-47.23
总市值(亿元)	45.03
总资产(亿元)	29.22
每股净资产(元)	11.23

相关研究

1. 海利尔 (603639): 丙硫菌唑拟获得原药登记, 对公司意义重大 (2018-12-04)
2. 海利尔 (603639): 第三季度业绩符合预期, 全年高增长 (2018-10-30)
3. 海利尔 (603639): 中报业绩超预期, 成长值得期待 (2018-08-28)
4. 海利尔 (603639): 吡唑醚菌酯形成收入, 未来值得期待 (2018-04-26)
5. 海利尔 (603639): 第四季度业绩超预期, 未来值得期待 (2018-04-01)

目 录

1 公司概况：原药、制剂一体化的农药企业	1
2 行业分析：农药市场空间大，行业需求有增长.....	4
3 公司分析：一体化优势明显，推进原药、制剂、出口的三大格局业务布局.....	9
3.1 公司核心竞争力分析	9
3.2 持续推进原药、制剂、出口三大格局业务布局	10
3.3 积极储备化工及研发用地，为未来筹划	11
3.4 实施股权激励计划，维持团队稳定	12
4 盈利预测与估值.....	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 农药产业链和相关行业典型公司	1
图 2: 公司三大生产基地	2
图 3: 公司股权结构	2
图 4: 公司营业收入结构 (2018 年 Q1-Q3)	3
图 5: 公司毛利结构 (2017 年)	3
图 6: 公司营业收入变动	3
图 7: 公司归母净利润变动	3
图 8: 不使用农药时作物因病虫害导致的减产率 (%)	4
图 9: 不使用农药时作物因杂草导致的减产率 (%)	4
图 10: 全球农药市场规模变化	5
图 11: 全球农药市场变化 (单位: 亿美元)	5
图 12: 各类农作物农药用药规模	6
图 13: 2000-2018 年全球玉米、大豆产量	6
图 14: 2000-2018 年全球油料、大米产量	6
图 15: 2018 年全球玉米库存水平大幅下降	7
图 16: 国内年农作物种植面积保持 1.65 亿公顷以上	7
图 17: 公司与竞争对手的毛利率比较	9
图 18: 公司历年农药制剂收入和销量	11
图 19: 公司历年原药及中间体收入	11
图 20: 海外收入持续增长, 其占比从 2011 年的 11% 提升至 2017 年的 37%	11
图 21: 公司近年来研发支出持续增长	12

表 目 录

表 1: 公司主要子公司的业务情况	1
表 2: 公司主要子公司的业务情况	4
表 3: 新版农药管理条例新增与变更的内容	8
表 4: 公司募集资金投资情况	10
表 5: 分业务收入及毛利率	13
表 6: 可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	15

1 公司概况：原药、制剂一体化的农药企业

海利尔前身青岛海利尔药业有限公司成立于 1999 年，2011 年整体变更设立股份有限公司。公司目前主要从事高效、长效、低毒、低残留、环境友好农药制剂及相关农药原药、中间体的研发、生产和销售，公司拥有亚洲最大的烟碱类农药生产基地，目前，公司具有吡虫啉 2500 吨、啉虫脒 1200 吨、二氯 2500 吨、农药制剂 2 万吨的产能规模。

1999 年，公司开始从事农药制剂的研发、生产与销售，在农药制剂领域迅速取得品牌优势；2002 年，公司将业务延伸到上游原药领域，先后从事吡虫啉、啉虫脒、甲维盐等原药的生产，同时，公司将业务延伸到上游中间体领域，从事二氯中间体的生产。公司从农药制剂着手，逐步向上游原药和中间体领域延伸，具备明显的一体化优势。

图 1：农药产业链和相关行业典型公司



数据来源：招股说明书，西南证券整理

根据中国农药工业协会发布的 2018 年中国农药行业制剂销售 50 强榜单中企业的销售额，公司 2017 年制剂收入 9.50 亿元，行业前五，北方第一。在全国农药销售百强榜的排名中，公司名次也是逐年攀升，2016 年排名 40 位，2017 年排名 27 位。

公司业务布局：公司的原药由子公司山东海利尔生产，制剂由母公司海利尔药业及子公司奥迪斯生物生产。

表 1：公司主要子公司的业务情况

公司名称	主营业务	具体经营
海利尔药业	农药制剂	杀虫剂、杀菌剂、除草剂、营养制剂
奥迪斯生物	农药制剂	杀虫剂、杀菌剂、除草剂、营养制剂
山东海利尔	原药生产与销售	吡虫啉、啉虫脒、二氯等原药、中间体

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司三大生产基地



山东海利尔

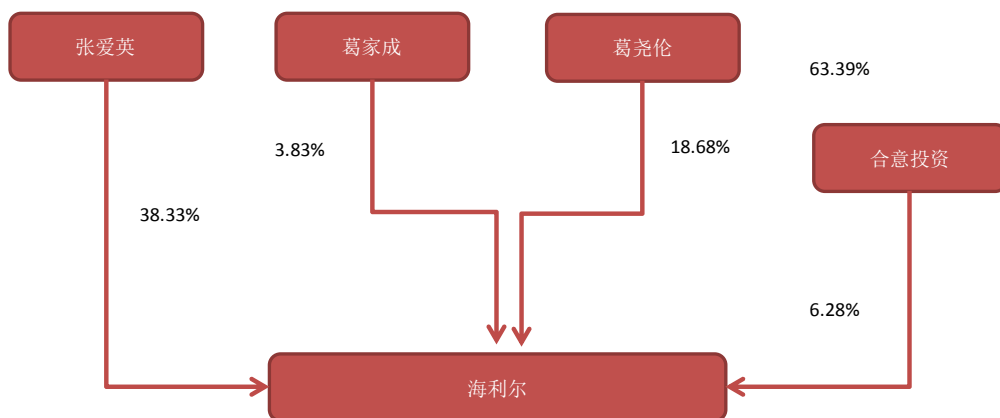
青岛海利尔

青岛奥迪斯

数据来源：wind，西南证券整理

公司股权结构：目前，公司的实际控制人为张爱英、葛尧伦、葛家成，直接持股比例分别为 38.33%、18.68%、3.83%，另外，葛尧伦持有合意投资 63.39%，间接持股比例为 3.98%，故公司实际控制人合计持股比例为 64.82%。值得注意的是，公司上市时，实际控制人葛尧伦、张爱英、葛家成承诺，其持有的公司首次公开发行前已发行的股份的部分自公司上市之日起三十个月内不转让或委托他人管理，也不由公司回购其持有的股份，上述锁定期满后两年内，不减持所持公司股份。另外，实际控制人亲属孙福宝、张言良、葛连芳也承诺，其通过合意投资、良新投资间接持有的海利尔首次公开发行前已发行的股份，自公司上市之日起三十六个月内不转让或委托他人管理，也不由公司回购其持有的股份，上述锁定期满后两年内，不减持所持公司股份。公司实控人及其亲属的锁定承诺，在 A 股上市公司里较为少见，我们认为这代表了公司实际控制人对公司发展的专注和信心。另外，公司发布 2018 年限制性股票激励计划，对高级管理人员和核心技术（业务）人员进行激励，根据 5 月披露的激励对象名单，本次覆盖 52 位员工，并且还有预留部分，拟分配股票数量 123.99 万股，占公司最新总股本的 7.3%。本次股票激励计划有助于公司增强员工凝聚力和忠诚度。

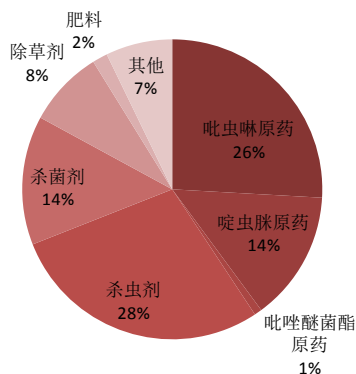
图 3：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

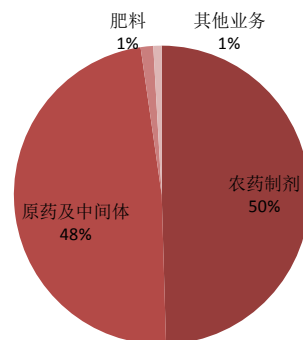
公司主营业务结构：公司的核心产品是农药制剂和农药原药，根据公司披露的最新数据，从收入结构来看，吡虫啉和啉虫脒原药占收入的 4 成左右，农药制剂占 5 成左右，而从毛利结构来看，农药制剂、原药及中间体大约各占一半。

图 4：公司营业收入结构（2018 年 Q1-Q3）



数据来源：wind，西南证券整理

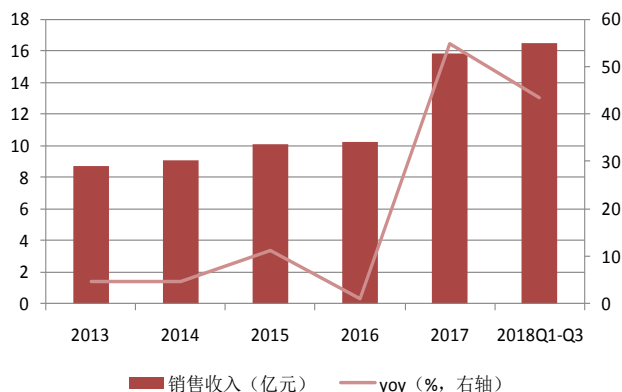
图 5：公司毛利结构（2017 年）



数据来源：wind，西南证券整理

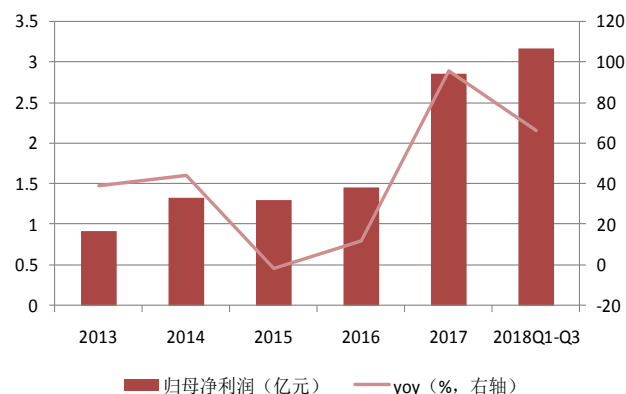
公司业绩情况：2013 年以来，公司的收入端持续增长，归母净利润也基本与收入端同向变化。公司的收入增长主要来自制剂业务每年的销量增长和原药业务在近几年因为环保趋严带来的行业景气度回升。

图 6：公司营业收入变动



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润变动



数据来源：wind，西南证券整理

2 行业分析：农药市场空间大，行业需求有增长

农药是指用于预防、控制危害农业、林业的病、虫、草、鼠和其他有害生物以及有目的地调节植物、昆虫生长的化学合成或者来源于生物、其他天然物质的一种物质或者几种物质的混合物及其制剂。

按防治对象，农药可分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂、杀螨剂、杀线虫剂、杀鼠剂、植物生长调节剂等，其中除草剂、杀虫剂和杀菌剂占比较高。

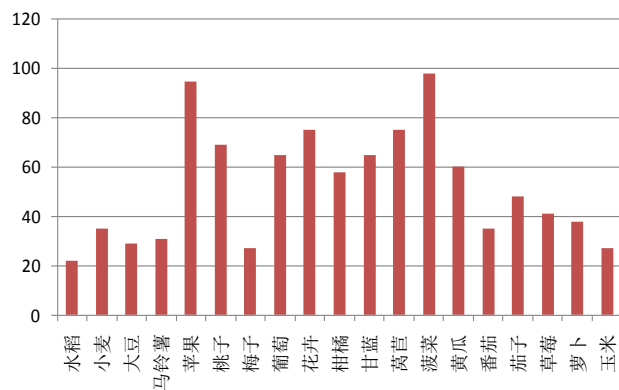
表 2：公司主要子公司的业务情况

按防治对象分类	按化学结构分小类
除草剂	氨基酸类、磺酰胺类、咪唑啉酮类、嘧啶并三唑类、三嗪类、酰胺类、脲类、氨基甲酸酯类、吡啶类、苯氧乙酸类、二硝基苯胺类、芳氧苯氧丙酸酯类、二苯醚类、环己二酮类、羟基苯腈类、吡嗪类、其他结构类
杀虫剂	有机磷类、拟除虫菊酯类、氨基甲酸酯类、烟碱类、杀螨剂类、天然产物类、苯甲酰胺类、其他昆虫生长调节剂类、有机氯类、其他结构类
杀菌剂	三唑类、其他唑类、其他甾醇抑制剂类、吗啉类、二硫代氨基甲酸酯类、无机类、酞酰亚胺及苯腈类、其他多作用位点类、甲基丙烯酸酯类、苯并咪唑类、苯酰胺类、二甲酰胺类、酰胺类、嘧啶胺类、其他结构类
其他	植物生长调节剂、熏蒸剂

数据来源：公司公告，西南证券整理

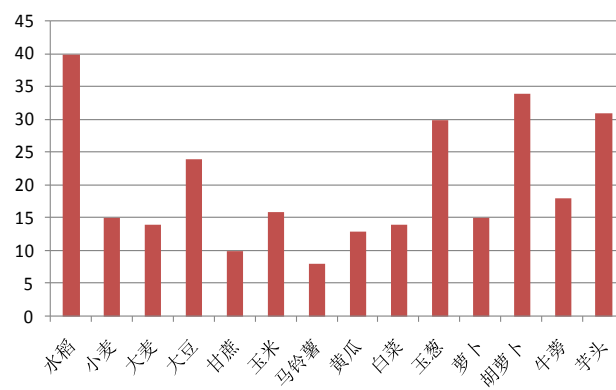
根据统计，农林作物在不使用农药时候受到病虫害的影响减产明显。德国的 Oerke 博士曾经对世界农业统计中的八种主要作物因病虫害引起的损失进行分析，结果令人吃惊，农作物因病虫害，经济损失最高可达 70%¹。

图 8：不使用农药时作物因病虫害导致的减产率 (%)



数据来源：wind，西南证券整理

图 9：不使用农药时作物因杂草导致的减产率 (%)



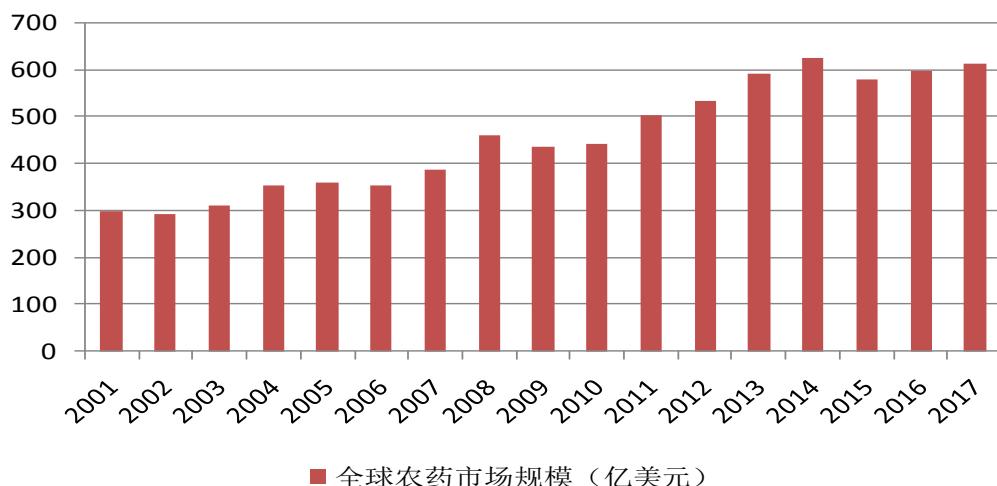
数据来源：wind，西南证券整理

虽然全球范围内各国政府都在积极推动国家的经济结构调整，但是以农业为主的第一产业的发展是其余产业发展的重要支撑和动力保障。而农药作为农业生产过程中提高生产效率、增加产量的重要保障，其总体销售规模表现为五年为一个周期。现阶段，全球农药发展正处在发展上升期。

¹ 资料来源：《世界农药进展（二）》，张一宾、张悛、伍贤英，化学工业出版社 2010 年版

从 2001 年-2017 年，全球农药市场规模基本呈现上升趋势。根据 Phillips McDougall 公司的统计数据，2017 年，全球农药销售额达 615.30 亿美元，同比增长 2.6%。其中，非作物用农药的销售额为 73.11 亿美元，同比增长 2.9%。

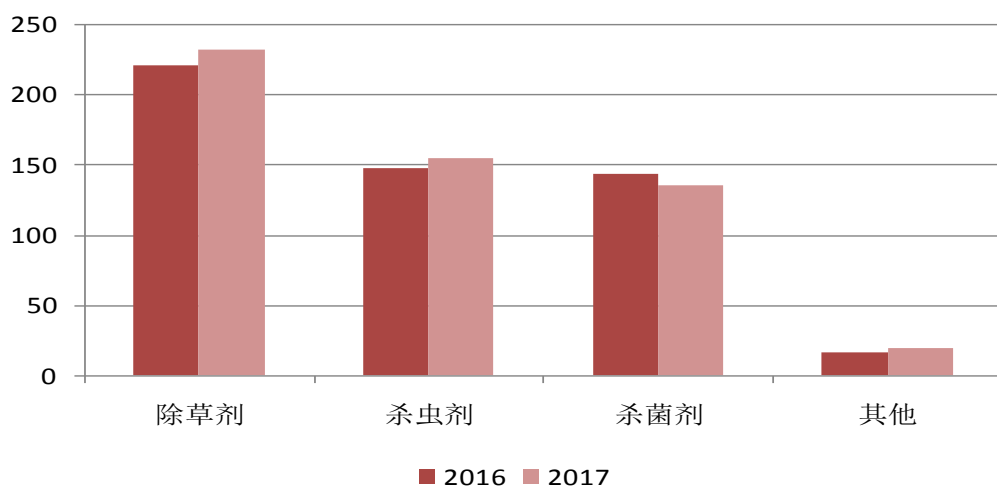
图 10：全球农药市场规模变化



数据来源：wind，西南证券整理

农药主要分为化学农药和生物农药两种，化学农药中以除草剂、杀虫剂、除菌剂等有机农药为主。近年来，全球农药行业发展处在规模增加扩张阶段，2017 年，除草剂仍为全球第一大产品类型，其销售额为 232.30 亿美元，同比增长 3.2%，占全球作物用农药市场的 42.9%。杀菌剂的销售额为 154.87 亿美元，同比下降 0.7%，占全球作物用农药市场的 28.6%。杀虫剂的销售额为 135.23 亿美元，同比增长 4.3%，占全球作物用农药市场的 24.9%。

图 11：全球农药市场变化 (单位：亿美元)

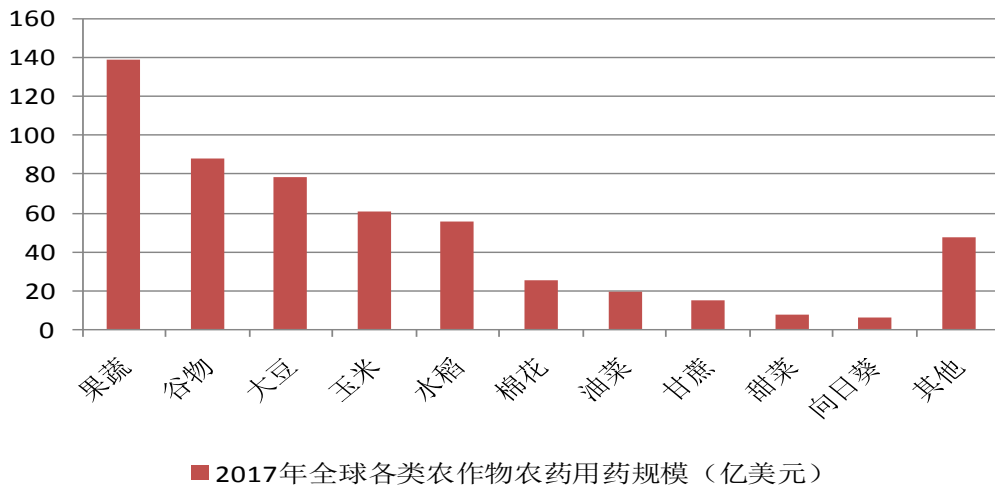


数据来源：wind，西南证券整理

从各农产品对农药需求情况看，以果蔬、谷物、大豆和玉米等农作物对农药的需求量最大。2017 年果蔬对农药需求量规模最高为 139.34 亿美元，占当年全球作物保护农药销售额的 25.70%，而谷物、大豆、玉米和水稻等粮食作物对农药的销售额分别为 87.83 亿美元、

78.62 亿美元、60.73 亿美元和 55.3 亿美元,其占全球作物保护类农药销售总额的 10%以上。其余农作物的销售额占比低于 10%。

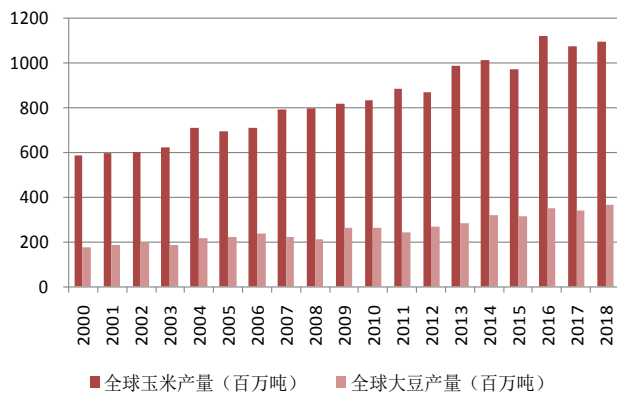
图 12: 各类农作物农药用药规模



数据来源: wind, 西南证券整理

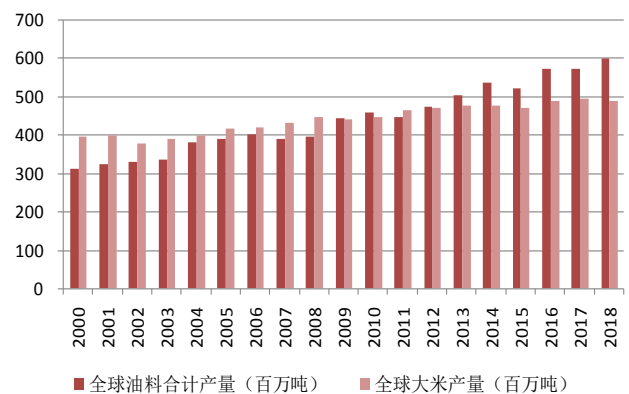
各类农作物近几年的产量仍然在持续增长,对农药的需求仍然存在。2018 年,全球玉米、大豆、油料作物等产量仍然处于增长趋势,而另一方面,相关产品的期末库存仍然处于合理位置,玉米的库存得到了大幅的降低,故我们预计各类农作物未来几年的种植面积将会继续增长,农药的需求未来有望继续增长。

图 13: 2000-2018 年全球玉米、大豆产量

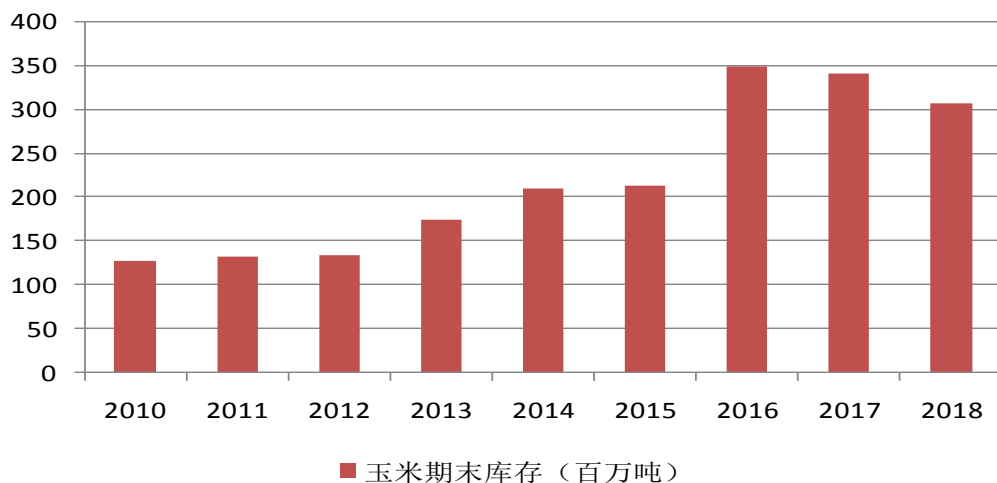


数据来源: wind, 西南证券整理

图 14: 2000-2018 年全球油料、大米产量

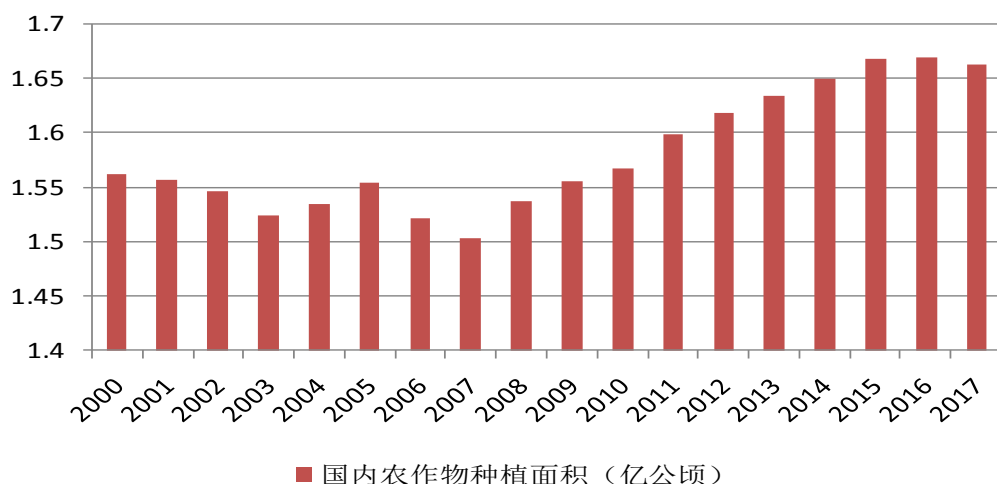


数据来源: wind, 西南证券整理

图 15：2018 年全球玉米库存水平大幅下降


数据来源: wind, 西南证券整理

目前, 国内农作物种植面积仍然保持 1.65 亿公顷以上。不过, 2016 年开始, 我国为了改变资源超强度利用的现状, 扭转农业生态系统恶化的势头, 实现资源永续利用, 开始有序推进耕地轮休制度试点工作, 2018 年的全国耕地轮作休耕试点面积增加到 3000 万亩。因此, 我们预计国内农作物的种植面积将很难有新的增长。2015 年开始, 国家提出化肥、农药使用量零增长, 根据农业部的统计, 2017 年我国水稻、玉米、小麦三大粮食作物的农药利用率为 38.8%, 比 2015 年提高 2.2 个百分点 (相当于减少农药使用量 3 万吨), 农药使用量连续三年负增长, 提前三年实现到 2020 年化肥、农药使用量零增长的目标。未来国内对农药的要求将会更高, 高效低毒的农药将会更受到青睐。对于海利尔, 目前公司的原药品种和未来布局的所有品种均属于高效低毒农药, 面临着抢占高毒低效农药的机遇。

图 16：国内年农作物种植面积保持 1.65 亿公顷以上


数据来源: wind, 西南证券整理

2017 年, 新的《农药管理条例 (修订草案)》正式实施; 同年 8 月, 《农药登记管理办法 (草案)》等 5 个《农药管理条例》配套规章开始实施。这些条例的实施将明显提升行业门槛, 利好龙头企业, 有利于其提升市场份额和行业竞争力。

表 3：新版农药管理条例新增与变更的内容

新增/变更	新版农药管理条例
变更	农药生产许可证为 5 年，有效期届满，向农业主管部门申请延续
新增	农药企业原材料进货记录和销售记录应当保存 2 年以上
新增	农药标签应当标注可追溯电子信息码等内容
新增	不得擅自改变标签内容，限制使用农药的标签还应当标注“限制使用”
新增	境外企业不得直接在中国销售农药
新增	农药经营者应当建立采购台账和销售台账并保存 2 年以上
新增	农药经营者不得加工分装农药，不得添加任何物质
新增	有农药、植保、农学等专业中专以上学历或专业培训机构 56 学时以上经历的人员
新增	不少于 30 平米经营场所，不少于 50 平米仓储场所
新增	经营者有可追溯电子信息码扫描设备和记载台账的计算机管理系统
新增	委托未取得农药生产许可证的受托人加工、分装农药，对委托人和受托人均按规定处罚

数据来源：公司公告，西南证券整理

据中国农药工业协会统计，2017 年我国农药行业前百强企业总销售额为 1542.6 亿元，同比增长 40.4%（由于安道麦纳入沙隆达统计口径），增幅比 2016 年高出 34.6 个百分点；百强企业入围门槛上升至 3.9 亿元，较 2016 年增加 0.8 亿元，增幅达 27.9%。前十强企业销售总额达 610.5 亿元，同比大幅增长 90.8%，增幅远超百强企业整体，其销售总额占百强企业销售总额的近 40%；前十强企业的入围门槛上升到 30 亿元，再上新台阶。

《农药工业“十三五”发展规划》提出，到 2020 年，农药原药企业数量减少 30%，国内排名前 20 位的农药企业集团的销售额占总销售额 70% 以上，培育 2-3 家销售额超过 100 亿元的大型企业。从 2017 年的百强榜单来看，预期目标是有可能实现的。

3 公司分析：一体化优势明显，推进原药、制剂、出口的三大格局业务布局

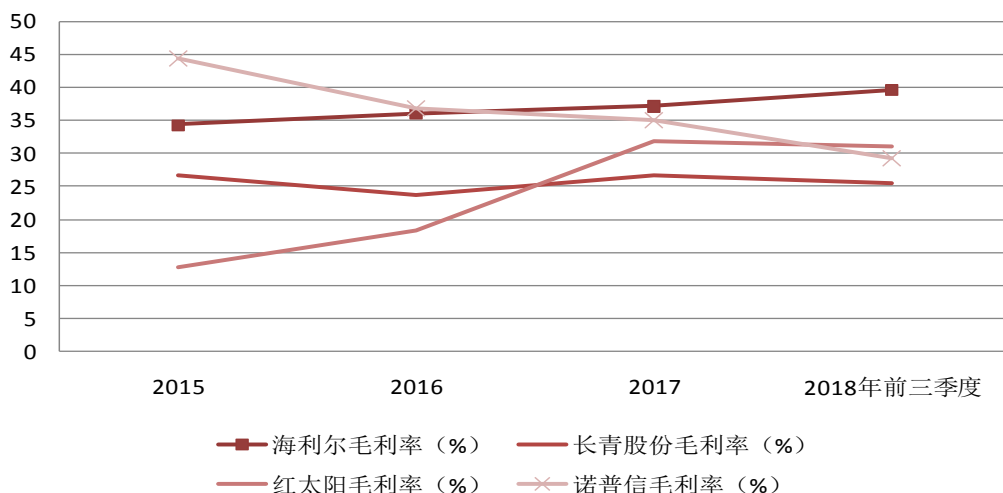
3.1 公司核心竞争力分析

(1) 制剂、原药和中间体一体化优势

公司从制剂起家，之后向上延伸，布局原药和中间体，形成完整产业链条。目前，公司自筹资金建设的吡唑醚菌酯原药产能正在逐步释放，从而进一步深化了公司制剂、原药和中间体一体化战略，实现农药制剂业务与原药业务互相补充、互相促进，有利地削弱原药的周期性波动风险，充分挖掘“化工产品→中间体→原药→制剂”农药产业链中各环节较好的盈利机会，提高了公司整体的抗风险能力和盈利机会。

我们选取同样生产吡虫啉的长青股份、红太阳和制剂企业诺普信作为可比公司，从历史财务指标上，可以明显看到公司盈利能力水平较高，且受周期影响的波动较低，抗风险能力高。

图 17：公司与竞争对手的毛利率比较



数据来源：wind，西南证券整理

未来，公司将不断加大农药原药及中间体的投入，丰富原药品种，利用自产原药取得制剂产品登记主动权，培育具有市场竞争力的制剂大品，不断强化一体化优势。

(2) 研发实力强和产品结构完善

公司一直将研发、创新作为公司成长的重要驱动因素。公司是科技部火炬高新技术产品开发中心认定的“国家火炬计划重点高新技术企业”，同时还是科学技术部、国务院国资委、中华全国总工会联合确定的“创新型试点企业”，为农业部农药研发重点实验室建设依托单位。公司研发中心成立于 2003 年，先后被认定为“青岛市企业技术中心”、“山东省企业技术中心”和“国家级企业技术中心”，2013 年，公司被农业部认定为“农业部农药研发重点实验室”；公司海洋生物源农药及环境友好型制剂国家地方联合工程研究中心（青岛）获国家发改委批复。2013 年，公司经人力资源和社会保障部批准设立“博士后科研工作站”；2016 年奥迪斯获得批准设立“院士专家工作站”。

公司制剂和原药产品种类丰富、结构完善，截至 2018 年 12 月 13 日，公司拥有 216 个农药登记证，奥迪斯拥有 163 个农药登记证，山东海利尔有 50 个农药登记证，涵盖了杀虫剂、杀菌剂、除草剂等制剂和原药。同时，公司拥有 7 个肥料登记证，奥迪斯拥有 3 个肥料登记证，涵盖含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料、微量元素水溶肥料和含腐植酸水溶肥料。

另外，从公司产品的业务布局上也可以看出公司的研发实力较强：吡唑醚菌酯和丙硫菌唑两款重磅产品 2015 年专利到期，公司的吡唑醚菌酯产品于 2017 年开始投放市场，丙硫菌唑产品有望于 2019 年投放市场。考虑到国内农药登记所耗费的时间，公司的产品布局可谓眼光精准。

(3) 农药制剂营销与品牌优势

公司一直视药效和产品质量为生命线，本着“品质铸就品牌”理念，将提高药效和产品质量作为公司研发和生产的着眼点。公司通过严格的质量追踪体系、完善的技术营销和服务营销体系，通过持续地田间地头技术服务和“套餐”服务措施，在种植户、零售店和经销商中树立了良好的口碑，培养了“海利尔”、“奥迪斯”等系列农药行业领先品牌。公司连续多年荣获中国农民最喜爱的农药品牌的荣誉。

此外，公司还积极布局海外市场并取得初步成果。目前公司已取得澳大利亚，新西兰，玻利维亚等 40 个国家 400 多个产品的支持登记，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。

公司将重点持续实现原药、制剂、出口三大格局的业务布局，拓宽产品维度，强化业务渠道，不断增强综合竞争力。

3.2 持续推进原药、制剂、出口三大格局业务布局

公司仅通过 IPO 募集资金 7.485 亿元（净额 6.72 亿元），目前，上述资金主要用于公司 2000 吨丙硫菌唑原药及多功能生产车间建设项目、年产 5 万吨水溶性肥料项目（已完工）、研发中心扩建项目（公司后续增加研发中心投资金额和实施主体）和补充与主营业务相关的流动资金项目。

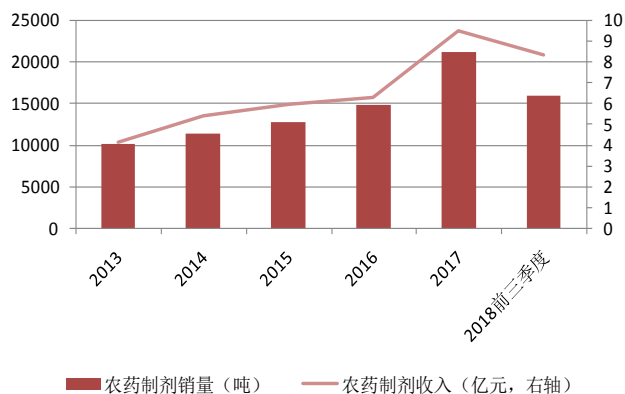
表 4：公司募集资金投资情况

募集资金投资的项目名称	募集资金投资金额（万元）
山东海利尔化工有限公司 2000 吨/年丙硫菌唑原药及多功能生产车间建设项目	13300.81
年产 5 万吨水溶性肥料项目	3800
研发中心扩建项目	12341.27
补充与主营业务相关的流动资金项目	38049.52

数据来源：公司公告，西南证券整理

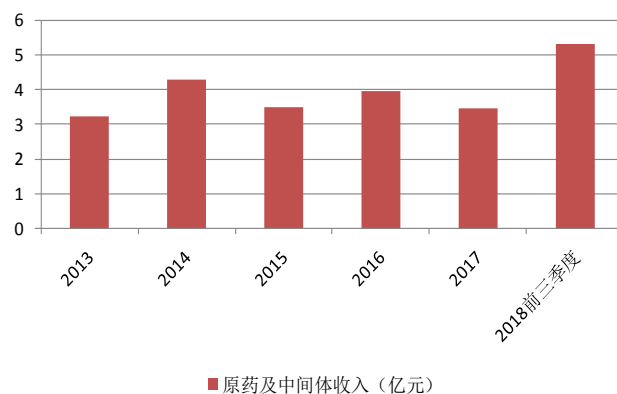
追溯公司近几年的经营情况，公司的制剂业务 2013 年以来一直在增长，原药及中间体业务（二氯自用，不外销）的收入呈现波动，，主要由于公司吡虫啉和啉虫脒原药总产能一直维持在 3700 吨，并未发生变化，收入的波动更多来自于原药价格的变化。未来随着公司 3500 吨新烟碱类原药、1000 吨吡唑醚菌酯原药和 2000 吨丙硫菌唑原药产能的释放，公司原药及中间体业务的收入预计将会也有较大增长。

图 18: 公司历年农药制剂收入和销量



数据来源: 西南证券整理

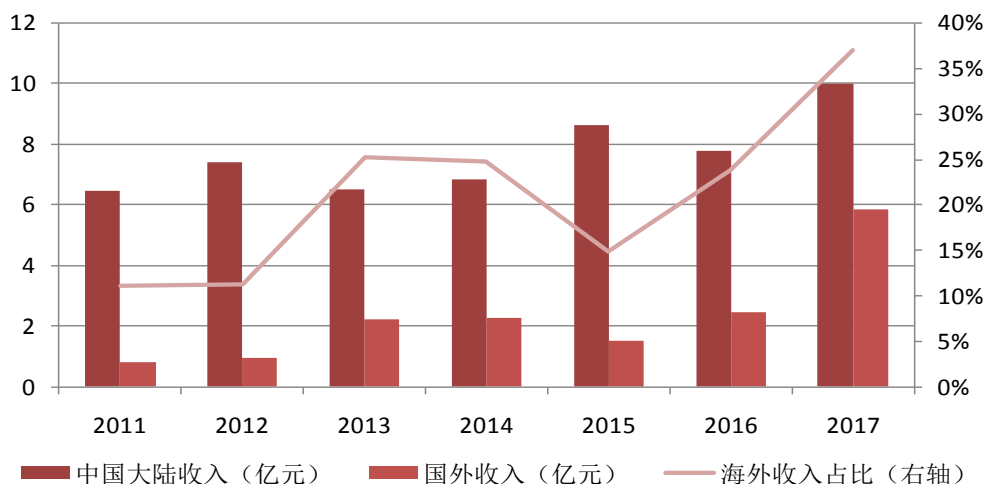
图 19: 公司历年原药及中间体收入



数据来源: 中国农药网, 西南证券整理

另外, 值得关注的是, 公司近几年在海外市场开拓方面也进步迅速, 2017 年海外收入占比已经达到 37.0%, 符合公司所追求的“实现原药、制剂、出口三大格局的业务布局”。

图 20: 海外收入持续增长, 其占比从 2011 年的 11% 提升至 2017 年的 37%



数据来源: wind, 西南证券整理

3.3 积极储备化工及研发用地, 为未来筹划

公司近一年以来积极储备化工及研发用地, 同时最近几年持续增加研发投入, 这将为公司未来数年奠定成长基础。

2018 年 3 月 30 日, 公司与青岛新河生态化工科技产业基地管理委员会签署了关于新河绿色产业园项目的《投资协议书》。公司拟在平度市新河产业园投资 20 亿元人民币建设环境友好型制剂等生产项目。平度新河化工产业园列入山东省第二批拟认定化工园区和专业化工园区名单。

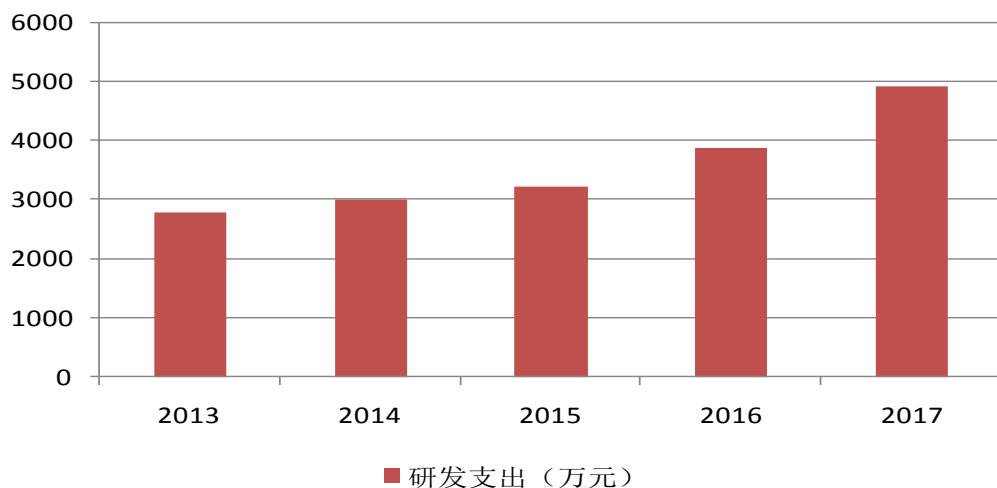
2018 年 6 月 12 日, 公司召开第三届董事会第十七次会议, 审议通过了《关于公司参与竞拍土地使用权和在建工程的议案》, 2018 年 6 月 14 日公司成功竞得北京市海淀区上地信

息产业基地土地使用权，成交总价为 45935 万元。公司储备此土地以应对未来新产品研发、技术人才储备等相关办公需求，同时积极应对未来可能的新兴业务板块布局，为公司未来发展奠定良好基础。

2018 年 6 月 28 日，公司召开总经理临时办公会，讨论审议全资子公司山东海利尔参与司法拍卖竞拍土地使用权和在建工程的事宜。山东海利尔参与潍坊市滨海经济开发区临港工业园滨海大街以南、润丰路以西不动产土地及地上附属物的司法竞拍，有利于其未来新产品及产能的布局；专业化工园区土地指标的稀缺和其紧邻山东海利尔原厂区的优势，参与本次竞拍是必要的。2018 年 7 月 20 日，山东海利尔最终以 1171.50 万元竞拍取得此块用地。

2018 年 12 月 12 日，公司将首次公开发行股份募集资金投资项目——研发中心扩建项目的实施主体由海利尔药业集团股份有限公司变更为海利尔药业集团股份有限公司及青岛滕润翔检测评价有限公司。值得注意的是，青岛滕润翔检测评价有限公司于 2018 年 5 月 2 日取得 CMA 计量认证证书（证书编号：181521341297，有效期至：2024 年 5 月 1 日）。

图 21：公司近年来研发支出持续增长



数据来源：wind，西南证券整理

3.4 实施股权激励计划，维持团队稳定

公司在上市前，就通过间接持股的形式对核心技术人员进行公司股份的激励。上市之后，为更好地稳定和激励管理层团队，公司于 2018 年 2 月 22 日召开 2018 年第一次临时股东大会，审议通过《关于公司 2018 年限制性股票激励计划（草案）及其摘要的议案》、《关于提请股东大会授权董事会办理股权激励相关事宜的议案》等议案。2018 年 6 月 25 日完成股票增发事宜及登记公告，本次股权激励计划首次授予数量 139.986 万股，授予价格 15.97 元/股，参与人数 52 人。预留股份 33.6 万股。2018 年 12 月 12 日，公司召开了第三届董事会第二十三次会议和第三届监事会第十九次会议，审议通过了《关于向激励对象授予预留限制性股票的议案》，同意向 15 名激励对象授予预留限制性股票 33.6 万股。

公司通过股份的激励，有助于整个研发和管理团队的稳定。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1: 3500 吨新烟碱类杀虫剂原药项目 2019 年第二季度建成, 2019 年下半年投产, 2019-2020 年实现噻虫嗪销量 200 吨、1000 吨, 实现噻虫胺销量 80 吨、200 吨, 实现呋虫胺销量 30 吨、150 吨;

假设 2: 2000 吨丙硫菌唑原药项目 2019 年 12 月建成, 2020 年实现销量 200 吨;

假设 3: 假设汇率维持平稳, 另外, 公司限制性股票激励计划在 2018-2020 年所需要摊销的成本分别为 2151.3 万元、830.4 万元、199.4 万元。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元人民币		2017A	2018E	2019E	2020E
农药制剂	收入	949.54	1060.00	1296.00	1540.00
	增速	50.8%	11.6%	22.3%	18.8%
	成本	656.06	731.40	894.24	1062.60
	毛利率	30.9%	31.0%	31.0%	31.0%
原药及中间体	收入	533.31	787.80	899.99	1226.74
	增速	52.8%	47.7%	14.2%	36.3%
	成本	247.84	354.51	405.00	552.03
	毛利率	53.5%	55.0%	55.0%	55.0%
其他	收入	106.57	125.76	162.23	202.78
	增速	126.6%	18.0%	29.0%	25.0%
	成本	93.01	106.89	133.03	158.17
	毛利率	12.7%	15.0%	18.0%	22.0%
合计	收入	1589.42	1973.56	2358.22	2969.52
	增速	55.0%	24.2%	19.5%	25.9%
	成本	996.90	1192.80	1432.26	1772.80
	毛利率	37.3%	39.6%	39.3%	40.3%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 19.7、23.6 和 29.7 亿元, 归母净利润分别为 4.2、5.6 和 7.4 亿元, EPS 分别为 2.47、3.31 和 4.35 元, 对应 PE 分别为 11、8 和 6 倍。

我们选取了行业中与海利尔业务最为相近的四个公司, 2018 年四个公司的平均 PE 为 13.63 倍, 2019 年平均 PE 为 11.87 倍。

结合对标公司的估值和目前海利尔的业务布局和投产节奏, 给予公司 2019 年 10 倍 PE, 对应目标价 33.10 元。我们看好公司未来在原药、制剂、出口三方面的持续布局, 维持“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
002215.SZ	诺 普 信	6.74	0.34	0.41	0.52	0.64	21.60	16.30	12.86	10.52
000553.SZ	沙隆达 A	10.01	0.63	1.26	0.88	1.03	24.01	7.96	11.42	9.73
002391.SZ	长青股份	11.64	0.63	0.95	1.17	1.36	22.68	12.22	9.99	8.55
300575.SZ	中旗股份	41.51	1.60	2.30	3.15	4.06	24.78	18.04	13.19	10.22
平均值							23.27	13.63	11.87	9.76

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

海外业务增长带来的应收账款增长过快和汇率波动风险，原材料价格或大幅波动风险，吡虫啉、啉虫脒价格下滑风险，安全环保风险，新项目建成及投产进度或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1589.42	1973.56	2358.22	2969.52	净利润	285.90	418.80	561.26	736.09
营业成本	996.90	1192.80	1432.26	1772.80	折旧与摊销	27.75	40.00	48.97	56.57
营业税金及附加	7.12	10.19	12.21	20.49	财务费用	26.20	-94.21	-64.62	-85.71
销售费用	101.23	124.33	141.49	172.23	资产减值损失	21.81	22.00	10.00	10.00
管理费用	119.36	236.83	176.87	222.71	经营营运资本变动	-672.99	-431.15	-69.31	-225.07
财务费用	26.20	-94.21	-64.62	-85.71	其他	251.62	-27.79	-18.08	-13.47
资产减值损失	21.81	22.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	-59.70	-72.34	468.22	478.41
投资收益	11.52	5.00	5.00	5.00	资本支出	-174.86	-120.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.07	0.11	0.08	其他	-391.80	5.12	5.11	5.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-566.65	-114.88	-114.89	-114.92
营业利润	328.32	486.68	655.11	862.07	短期借款	26.00	174.00	-50.00	-50.00
其他非经营损益	8.54	8.94	9.10	9.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	336.86	495.62	664.21	871.11	股权融资	678.08	0.00	0.00	0.00
所得税	50.95	76.82	102.95	135.02	支付股利	-24.00	-57.21	-83.80	-112.30
净利润	285.90	418.80	561.26	736.09	其他	1.54	79.75	64.62	85.71
少数股东损益	-0.13	-0.19	-0.26	-0.34	筹资活动现金流净额	681.62	196.54	-69.18	-76.60
归属母公司股东净利润	286.04	419.00	561.52	736.43	现金流量净额	32.12	9.33	284.15	286.90
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	423.27	432.60	716.75	1003.65	成长能力				
应收和预付款项	487.42	843.73	859.88	982.75	销售收入增长率	54.98%	24.17%	19.49%	25.92%
存货	379.78	456.24	551.81	681.88	营业利润增长率	85.28%	48.23%	34.61%	31.59%
其他流动资产	476.25	591.29	706.54	889.69	净利润增长率	95.64%	46.48%	34.01%	31.15%
长期股权投资	4.46	4.46	4.46	4.46	EBITDA 增长率	94.60%	13.13%	47.86%	30.25%
投资性房地产	0.91	0.91	0.91	0.91	获利能力				
固定资产和在建工程	375.34	459.09	533.87	601.04	毛利率	37.28%	39.56%	39.27%	40.30%
无形资产和开发支出	112.12	108.70	105.29	101.87	三费率	15.53%	13.53%	10.76%	10.41%
其他非流动资产	35.67	35.33	35.00	34.66	净利率	17.99%	21.22%	23.80%	24.79%
资产总计	2295.22	2932.36	3514.50	4300.91	ROE	17.70%	21.34%	23.00%	24.03%
短期借款	26.00	200.00	150.00	100.00	ROA	12.46%	14.28%	15.97%	17.11%
应付和预收款项	597.12	711.01	863.12	1072.07	ROIC	32.43%	20.16%	24.80%	28.81%
长期借款	31.00	31.00	31.00	31.00	EBITDA/销售收入	24.05%	21.91%	27.12%	28.05%
其他负债	25.91	28.02	30.60	34.27	营运能力				
负债合计	680.04	970.04	1074.72	1237.34	总资产周转率	0.91	0.76	0.73	0.76
股本	120.00	169.40	169.40	169.40	固定资产周转率	6.17	4.99	4.75	5.23
资本公积	736.91	687.51	687.51	687.51	应收账款周转率	8.41	4.98	4.57	5.34
留存收益	743.35	1105.14	1582.85	2206.98	存货周转率	3.44	2.82	2.82	2.86
归属母公司股东权益	1614.71	1962.05	2439.76	3063.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.50%	—	—	—
少数股东权益	0.47	0.28	0.02	-0.32	资本结构				
股东权益合计	1615.18	1962.32	2439.78	3063.57	资产负债率	29.63%	33.08%	30.58%	28.77%
负债和股东权益合计	2295.22	2932.36	3514.50	4300.91	带息债务/总负债	8.38%	23.81%	16.84%	10.59%
					流动比率	2.79	2.52	2.76	2.99
					速动比率	2.19	2.02	2.22	2.41
					股利支付率	8.39%	13.65%	14.92%	15.25%
					每股指标				
					每股收益	1.69	2.47	3.31	4.35
					每股净资产	9.53	11.58	14.40	18.09
					每股经营现金	-0.35	-0.43	2.76	2.82
					每股股利	0.14	0.34	0.49	0.66
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	382.27	432.48	639.47	832.94					
PE	15.74	10.75	8.02	6.11					
PB	2.79	2.29	1.85	1.47					
PS	2.83	2.28	1.91	1.52					
EV/EBITDA	7.29	9.86	6.15	4.32					
股息率	0.53%	1.27%	1.86%	2.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn