

公司研究

农化行业景气度持续上行，恒宁一期二期项目进展顺利

——海利尔（603639.SH）跟踪报告

要点

公司主营产品量价齐升，20年和21年Q1业绩大幅增长：公司2020年实现营收32.3亿元，同比+30.8%，实现归母净利润4.07亿元，同比+28.8%，2021年Q1实现营收11.3亿元，同比+42.2%，实现归母净利润1.31亿元，同比+56.5%，增长主要源于农化行业高景气带来的农药、杀菌剂产品价格的大幅上涨以及公司产品整体销量的显著提升。

农药原药及中间体板块销量增长明显，农药制剂业务毛利率提升：2020年公司农药原药及中间体板块增长十分显著，实现营收14.44亿元，同比+52.7%，主要受益于原有产品产量的提升以及下半年新建项目中噻虫胺、噻虫嗪、丙硫菌唑等产品的投产；农药制剂板块实现营收17.00亿元，同比+19.7%，增幅可观。但由于多个品种农药原药价格走弱，导致公司原药及中间体板块毛利率下滑8.96个百分点至29.22%；农药制剂业务因原药价格下滑，毛利率小幅提升2.01个百分点至30.56%；整体毛利率小幅下滑2.10个百分点至29.9%。

农化行业景气度上行，主营产品价格回暖：2020年国际农产品价格普遍触底回升，2021年延续上涨，带来了农化行业景气度的持续上行，公司杀虫剂板块的吡虫啉、啉虫脒、甲维盐等产品价格普遍触底回升，杀菌剂板块增量产品丙硫菌唑单价则止跌企稳。随着玉米等国际主要农产品价格维持在高位，上游的农化产品大多持续回暖，行业景气度上行趋势有望延续。

新项目再添发展契机，产品规模与盈利稳定性双双提升：产品方面，公司2018年开始布局的第二代烟碱类杀虫剂原药噻虫嗪、噻虫胺已于2020年进入试生产，同时开发筹划第三代烟碱类杀虫剂原药吡虫啉。项目方面，公司现有多个生产项目正稳步推进：奥迪斯制剂项目中7,000吨水性化制剂项目和23,000吨农用化学品制剂及肥料制造项目主要设备已安装完成；恒宁一期于2020年12月获得青岛市生态环境局批复，已正式开工建设；2021年4月，公司宣布投资5亿建设恒宁二期项目，进一步提升产能。项目投产后，公司生产规模有望再上一新台阶，且产品结构不断优化，将有力地削弱原药价格周期性波动带来的不利影响，提升盈利稳定性。

盈利预测、估值与评级：随着农化行业景气度上行，且公司新项目不断投产，公司业绩有望持续增长，我们上调公司21-22年盈利预测，新增2023年盈利预测，预计2021-2023年净利润分别为5.27（上调24%）/6.66（上调33%）/8.65亿元，折合EPS 1.55/1.96/2.54元，维持“增持”评级。

风险提示：产能建设不及预期、产品价格波动风险、环保政策风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,467	3,227	4,055	4,810	5,637
营业收入增长率	12.56%	30.83%	25.65%	18.63%	17.19%
净利润（百万元）	316	407	527	666	865
净利润增长率	-14.05%	28.78%	29.55%	26.33%	29.99%
EPS（元）	1.86	1.71	1.55	1.96	2.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.08%	15.54%	16.60%	17.72%	19.17%
P/E	10	11	12	9	7
P/B	1.4	1.7	2.0	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-11注：公司2019年年末总股本为1.70亿股，2020年年末总股本为2.37亿股，2021年及以后总股本为3.40亿股

增持（维持）

当前价：18.45元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.40
总市值(亿元)	62.73
一年最低/最高(元)	18.84/29.80
近3月换手率	33.89%

股价相对走势

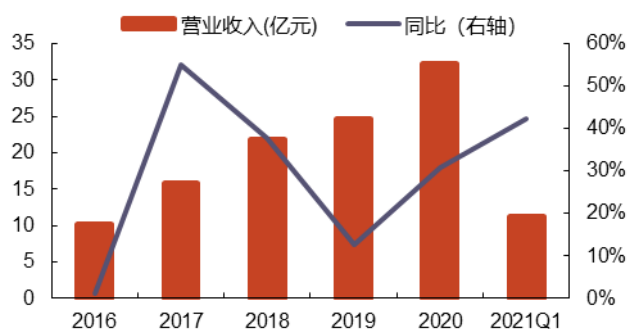


收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-35.34	-31.40	-40.54
绝对	-5.34	2.39	29.57

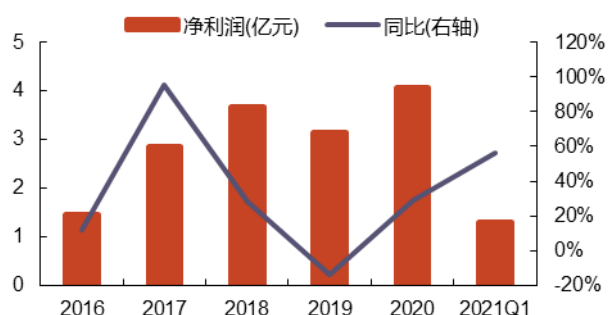
资料来源：Wind

图 1: 海利尔营业收入及同比增速



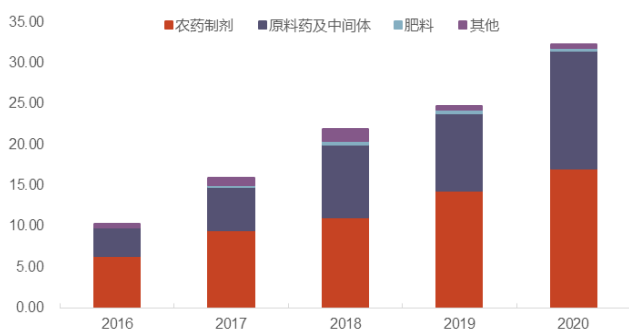
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 2: 海利尔净利润及同比增速



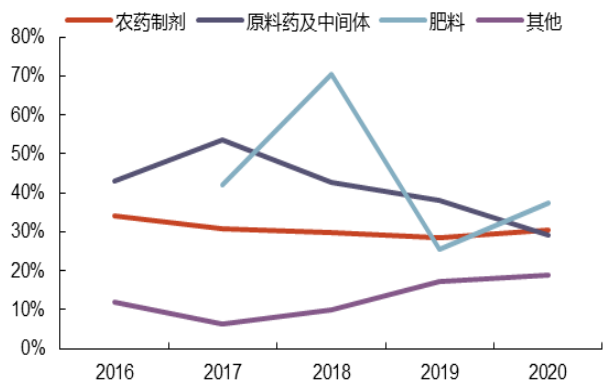
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 3: 海利尔各主营业务规模 (单位: 亿元)



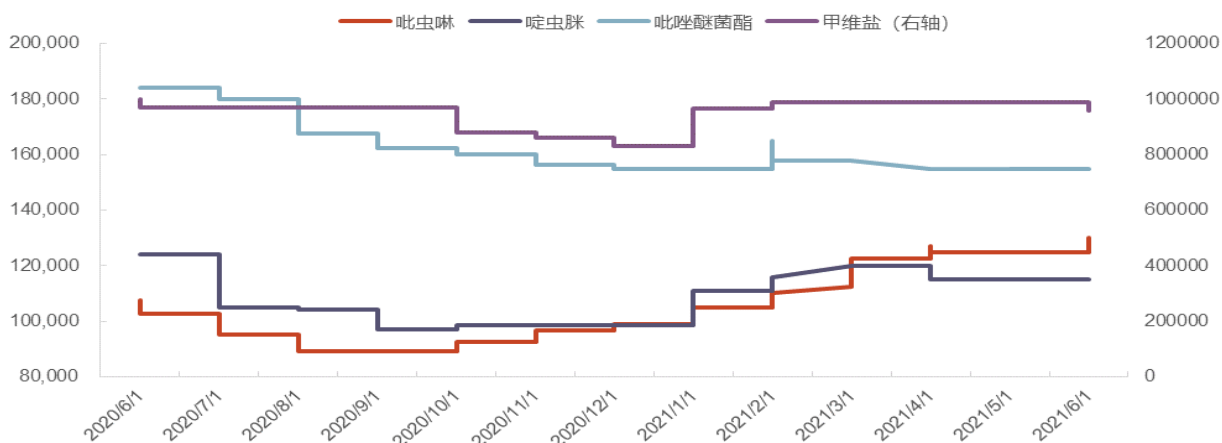
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 4: 海利尔各主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 5: 吡虫啉、啶虫脒、吡唑醚菌酯、甲维盐价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所整理 截至 2021.6.13

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,467	3,227	4,055	4,810	5,637
营业成本	1,678	2,262	2,753	3,222	3,720
折旧和摊销	78	89	105	120	138
税金及附加	10	9	16	17	19
销售费用	169	159	238	283	314
管理费用	160	169	228	278	313
研发费用	118	141	179	217	250
财务费用	-11	47	53	53	51
投资收益	-3	21	21	21	21
营业利润	365	467	607	765	992
利润总额	360	462	598	756	983
所得税	44	55	72	90	118
净利润	316	407	527	666	865
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	316	407	527	666	865
EPS(元)	1.86	1.71	1.55	1.96	2.54

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	587	588	466	764	868
净利润	316	407	527	666	865
折旧摊销	78	89	105	120	138
净营运资金增加	-148	3	307	172	295
其他	341	89	-473	-193	-430
投资活动产生现金流	-766	-362	-343	-404	-429
净资本支出	-240	-322	-350	-400	-450
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-526	-41	7	-4	21
融资活动现金流	-225	-140	6	-241	-146
股本变化	0	68	103	0	0
债务净变化	-161	29	12	-120	-2
无息负债变化	142	414	236	225	244
净现金流	-400	79	130	119	292

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	32.0%	29.9%	32.1%	33.0%	34.0%
EBITDA 率	17.4%	18.6%	18.8%	19.5%	21.1%
EBIT 率	14.2%	15.8%	16.2%	17.0%	18.7%
税前净利润率	14.6%	14.3%	14.8%	15.7%	17.4%
归母净利润率	12.8%	12.6%	13.0%	13.8%	15.3%
ROA	9.0%	9.4%	10.3%	11.5%	12.7%
ROE (摊薄)	14.1%	15.5%	16.6%	17.7%	19.2%
经营性 ROIC	16.1%	20.9%	21.5%	23.0%	24.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	36%	39%	38%	35%	34%
流动比率	1.73	1.63	1.71	1.82	1.95
速动比率	1.12	1.16	1.21	1.27	1.37
归母权益/有息债务	27.25	23.59	25.90	1544.95	-
有形资产/有息债务	36.00	32.94	36.07	2085.57	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,497	4,313	5,119	5,806	6,803
货币资金	399	508	638	757	1,049
交易性金融资产	381	559	559	559	559
应收帐款	381	598	703	826	997
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	18	17	31	32	37
存货	734	760	925	1,084	1,252
其他流动资产	82	84	92	100	108
流动资产合计	2,097	2,643	3,191	3,573	4,258
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	514	791	843	931	1,051
在建工程	193	130	255	375	491
无形资产	482	591	628	665	702
商誉	9	9	9	9	9
其他非流动资产	110	44	61	61	61
非流动资产合计	1,400	1,670	1,928	2,234	2,546
总负债	1,254	1,697	1,944	2,050	2,291
短期借款	82	111	123	2	0
应付账款	526	552	672	787	908
应付票据	204	384	467	546	631
预收账款	296	0	0	0	0
其他流动负债	0	5	11	17	22
流动负债合计	1,214	1,620	1,871	1,961	2,186
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	26	42	57	74
非流动负债合计	40	78	73	88	105
股东权益	2,243	2,616	3,174	3,757	4,512
股本	170	237	340	340	340
公积金	772	775	827	836	836
未分配利润	1,296	1,586	1,989	2,563	3,319
归属母公司权益	2,243	2,616	3,174	3,757	4,512
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.87%	4.92%	5.88%	5.89%	5.56%
管理费用率	6.49%	5.25%	5.63%	5.79%	5.56%
财务费用率	-0.46%	1.47%	1.31%	1.10%	0.90%
研发费用率	4.78%	4.36%	4.43%	4.52%	4.43%
所得税率	12%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.30	0.25	0.32	0.42
每股经营现金流	3.46	2.47	1.37	2.25	2.55
每股净资产	13.22	11.02	9.34	11.05	13.27
每股销售收入	14.54	13.59	11.93	14.15	16.58

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	10	11	12	9	7
PB	1.4	1.7	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	6.5	6.5	7.6	6.0	4.6
股息率	1.6%	1.6%	1.3%	1.7%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE