

证券研究报告—动态报告

基础化工

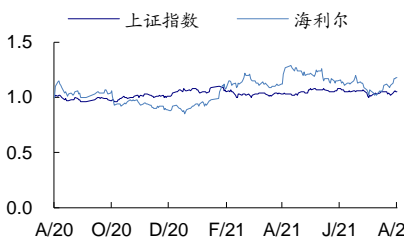
农用化工

海利尔(603639)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	340/332
总市值/流通(百万元)	6,307/6,163
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12 个月最高/最低(元)	29.80/15.81

相关研究报告:

《国信证券-海利尔-603639-覆盖报告: 农化公司的“小而美”》——2021-06-02
 《海利尔-603639-2020 年年报点评: 成长逐步验证, 新项目稳步推进》——2021-04-28

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379
 E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

电话:
 E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

电话:
 E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041
 E-MAIL: zhangwei@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

安全环保检修导致业绩下滑, 下半年业绩有望复苏

● 二季度安全环保检修导致业绩有所下滑

公司上半年实现营业收入 19.59 亿元, 同比+2.76%; 实现归属母公司净利润 2.28 亿元, 同比-9.38%。Q2 单季度实现营业收入 8.33 亿元, 环比-25.97%; 实现归属母公司净利润 0.98 亿元, 同比-25.46%。

公司业绩整体下滑主要由于自产原药进行了安全环保检修技改提升, 开工率受到一定影响。但目前公司相关产品价格走势较好, 或对下半年业绩产生积极影响。

● 上半年主要产品销量增长, 但价格整体有所下滑

上半年公司杀虫剂销量 1.35 万吨, 同比+4.12%; 杀菌剂销量 0.63 万吨, 同比+25.38%; 除草剂销量 0.73 万吨, 同比+36.9%; 肥料销量 0.27 万吨, 同比+8.91%。公司原药新产品噻虫胺、丙硫菌唑以及制剂的投放均拉动了公司产品产销量的提升。

但是在价格方面, 由于公司原材料成本上涨以及销售均价的下滑, 导致公司增收不增利。公司产品中, 除杀菌剂产品均价上涨 14.03% 外, 杀虫剂产品均价下滑 18.67%, 除草剂产品均价下滑 12.34%, 肥料产品下滑 39.36%。

● 远期成长看恒宁项目

恒宁一期预计在 2021 年开始进入投产期, 主要产品包括: 3000 吨苯醚甲环唑、2000 吨丙环唑、2000 吨溴虫腈、2000 吨丁醚脲等。

恒宁二期项目也于 2021 年 4 月 27 日正式由董事会审批通过, 主要产品包括: 1500 吨/年呋虫胺、2000 吨/年吡蚜酮、1000 吨/年氯虫苯甲酰胺(K 胺)、8000 吨/年丙硫菌唑、2000 吨/年啉菌酯、2000 吨/年脲菌酯、1000 吨/年啉酰菌胺等。

● 投资建议: 维持“买入”评级

预计 2021-2023 年公司净利润为 5.20/6.96/9.52 亿, EPS 为 2.19/2.93/4.01 元/股, 对应 PE 为 8.5x/6.3x/4.6x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 农药产品价格下降, 在建项目投产进度不达预期。

盈利预测和财务指标

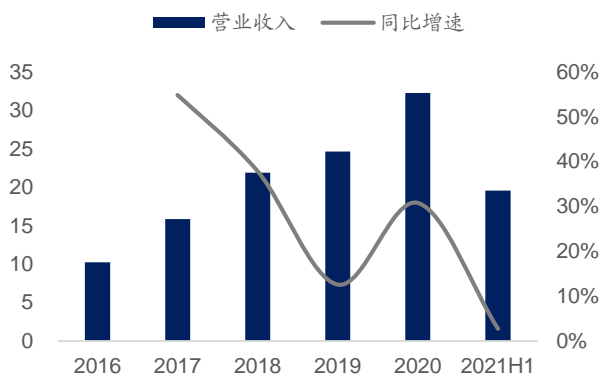
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,467	3,227	4,094	5,172	6,394
(+/-%)	12.6%	30.8%	26.9%	26.3%	23.6%
净利润(百万元)	316	407	520	696	952
(+/-%)	-14.0%	28.8%	27.7%	33.9%	36.8%
摊薄每股收益(元)	1.86	1.71	2.19	2.93	4.01
EBIT Margin	18.2%	19.5%	13.6%	14.5%	16.0%
净资产收益率(ROE)	14.1%	15.5%	17.0%	19.1%	21.3%
市盈率(PE)	10.0	10.8	8.5	6.3	4.6
EV/EBITDA	8.3	8.5	9.8	8.2	6.7
市净率(PB)	1.40	1.68	1.44	1.21	0.99

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

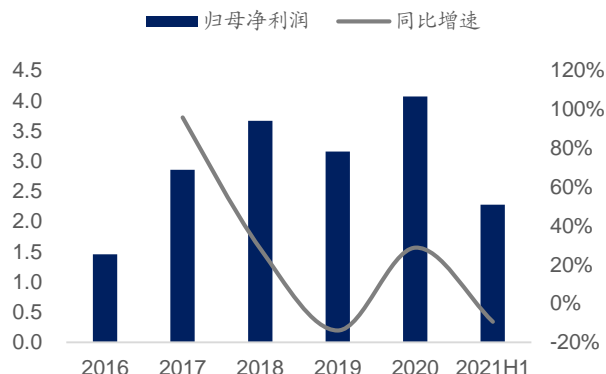
公司上半年实现营业收入 19.59 亿元，同比+2.76%；实现归属母公司净利润 2.28 亿元，同比-9.38%。Q2 单季度实现营业收入 8.33 亿元，环比-25.97%；实现归属母公司净利润 0.98 亿元，同比-25.46%。

图 1：海利尔营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

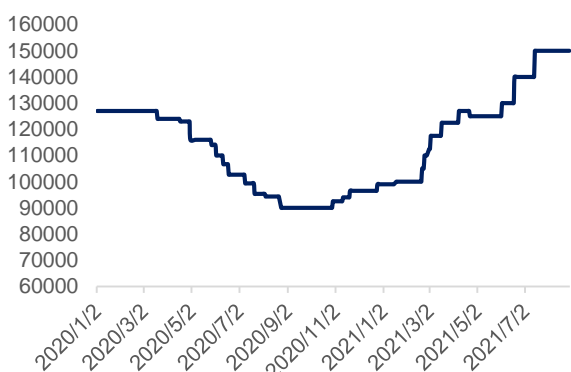
图 2：海利尔归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

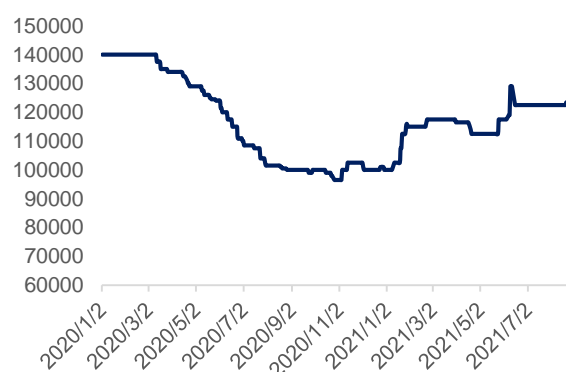
上半年公司主要产品价格均有所下滑。其中吡虫啉价格下滑 2%，啉虫脒价格下滑 13%，噻虫胺价格下滑 18%，吡啉醚菌酯价格下滑 20%。但是三季度以来部分产品价格有所上涨，预期下半年业绩有望转好。

图 3：吡虫啉价格（元/吨）



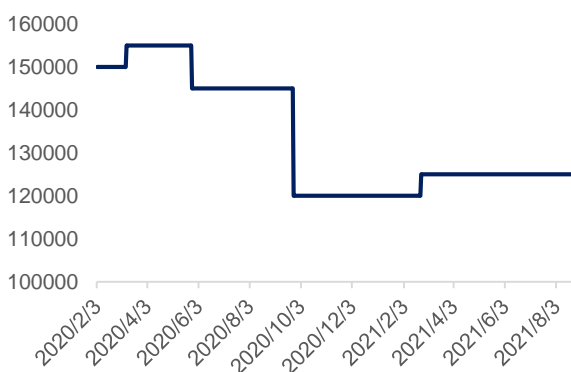
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图 4：啉虫脒价格（元/吨）



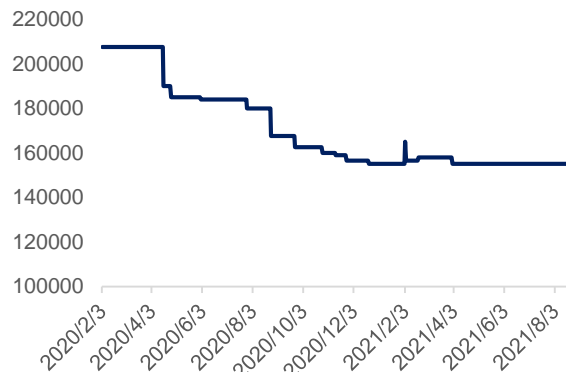
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图 5：噻虫胺价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图 6：吡啉醚菌酯价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	508	624	1286	2095	营业收入	3227	4094	5172	6394
应收款项	615	765	929	1187	营业成本	2262	2866	3568	4342
存货净额	760	1182	1411	1659	营业税金及附加	9	14	18	21
其他流动资产	202	351	384	474	销售费用	159	225	298	345
流动资产合计	2643	3481	4569	5974	管理费用	169	433	541	663
固定资产	925	1036	1130	1211	财务费用	47	(10)	(18)	(33)
无形资产及其他	591	568	545	523	投资收益	21	20	20	20
投资性房地产	150	150	150	150	资产减值及公允价值变动	10	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	其他收入	(144)	0	0	0
资产总计	4313	5238	6398	7863	营业利润	467	585	786	1077
短期借款及交易性金融负债	111	80	150	220	营业外净收支	(5)	5	5	5
应付款项	936	1204	1510	1823	利润总额	462	590	791	1082
其他流动负债	573	791	954	1187	所得税费用	55	71	95	130
流动负债合计	1620	2075	2614	3230	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	5	10	15	归属于母公司净利润	407	520	696	952
其他长期负债	78	98	124	153					
长期负债合计	78	103	134	168	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1697	2178	2749	3398	净利润	407	520	696	952
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	10	1	0	0
股东权益	2616	3060	3650	4465	折旧摊销	89	113	129	142
负债和股东权益总计	4313	5238	6398	7863	公允价值变动损失	(10)	0	0	0
					财务费用	47	(10)	(18)	(33)
关键财务与估值指标					营运资本变动	215	(213)	69	(22)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(10)	(1)	(0)	(0)
每股收益	1.71	2.19	2.93	4.01	经营活动现金流	701	419	894	1072
每股红利	0.23	0.32	0.45	0.58	资本开支	(294)	(201)	(201)	(201)
每股净资产	11.02	12.89	15.37	18.80	其它投资现金流	(178)	0	0	0
ROIC	28%	22%	26%	34%	投资活动现金流	(472)	(201)	(201)	(201)
ROE	16%	17%	19%	21%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	30%	30%	31%	32%	负债净变化	0	5	5	5
EBIT Margin	19%	14%	14%	16%	支付股利、利息	(54)	(75)	(107)	(137)
EBITDA Margin	22%	16%	17%	18%	其它融资现金流	(12)	(31)	70	70
收入增长	31%	27%	26%	24%	融资活动现金流	(120)	(101)	(32)	(62)
净利润增长率	29%	28%	34%	37%	现金净变动	109	116	661	809
资产负债率	39%	42%	43%	43%	货币资金的期初余额	399	508	624	1286
息率	1.2%	1.7%	2.4%	3.1%	货币资金的期末余额	508	624	1286	2095
P/E	10.8	8.5	6.3	4.6	企业自由现金流	563	187	655	821
P/B	1.7	1.4	1.2	1.0	权益自由现金流	551	170	746	924
EV/EBITDA	8.5	9.8	8.2	6.7					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032