

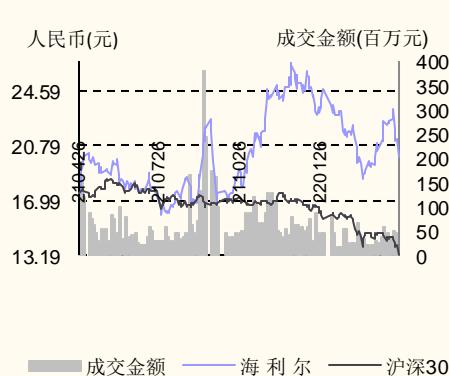
海利尔(603639.SH) 增持(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 19.98元

业绩稳健增长，新项目带来成长**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	3.41
已上市流通A股(亿股)	3.32
总市值(亿元)	68.07
年内股价最高最低(元)	26.63/16.05
沪深300指数	3815
上证指数	2929

**公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,227	3,699	4,627	5,569	6,376
营业收入增长率	30.83%	14.62%	25.10%	20.36%	14.49%
归母净利润(百万元)	407	450	621	765	881
归母净利润增长率	28.78%	10.59%	38.16%	23.08%	15.23%
摊薄每股收益(元)	1.713	1.323	1.824	2.245	2.587
每股经营性现金流净额	2.38	1.20	2.36	2.58	2.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.54%	14.79%	18.03%	19.58%	19.87%
P/E	11.91	18.97	10.95	8.90	7.72
P/B	1.85	2.81	1.97	1.74	1.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月25日，公司发布2021年报以及2022年一季报，公司2021年实现营业收入36.99亿，同比+14.62%；归母净利润为4.5亿元，同比+10.59%。2022年一季度公司实现营业收入12亿元，同比+6.57%，归母净利润1.42亿，同比+8.9%，业绩符合预期。

经营分析

- **产品价格回落至理性水平。**从产品价格来看，杀虫剂吡虫啉当前报价16万元/吨，啶虫脒报价16万元/吨，两者价格由于去年3季度能耗双控涨价，当前回落至理性价位，分别位于历史47%分位和27%分位。杀菌剂主要产品吡唑醚菌酯24.8万元/吨，由于去年3季度能耗双控涨价，当前回落至理性价位，位于历史48%分位。杀菌剂丙硫菌唑价格约50万元/吨，目前国内竞争格局相对稳定。我们认为，公司在上述产品均拥有一定的竞争力，整体盈利保持稳定。
- **新项目逐步落地，公司业绩再上一台阶。**2020年4月，公司投资约20亿元建设恒宁一期原药及中间体项目，根据年报披露，恒宁一期项目预计于2022年上半年全部建成，我们测算，恒宁一期项目在2022-2023年完全投产后将给公司带来17.1亿元收入；2021年4月，公司启动建设恒宁二期项目，我们测算，二期项目完全达产后将为公司贡献58.86亿元营收（其中8000吨丙硫菌唑完全达产贡献收入33亿元）。

投资建议

- 当前公司产品价格相较于21年3-4季度环比有所回调，但在高位仍有一定持续性，2022-2023年受益于新项目投产带来成长，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为6.21亿元(-12.7%)、7.65亿元(-13%)和8.81亿元(新引入)；EPS分别为1.81元、2.25元和2.59元，当前市值对应PE为10.95X/8.90X/7.72X，维持“增持”评级。

风险提示

- 项目建设进度不及预期；农药产品价格下跌；农药需求下滑。

陈屹 分析师SAC执业编号:S1130521050001
 chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 分析师SAC执业编号:S1130521080003
 wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师SAC执业编号:S1130520090002
 yangyiying@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,467	3,227	3,699	4,627	5,569	6,376
增长率	30.8%	14.6%	25.1%	20.4%	14.5%	
主营业务成本	-1,678	-2,262	-2,600	-3,251	-3,895	-4,444
%销售收入	68.0%	70.1%	70.3%	69.9%	69.7%	
毛利	789	965	1,099	1,376	1,674	1,932
%销售收入	32.0%	29.9%	29.7%	29.7%	30.1%	30.3%
营业税金及附加	-10	-9	-11	-14	-17	-20
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-169	-159	-172	-217	-262	-300
%销售收入	6.9%	4.9%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用	-160	-169	-214	-268	-329	-383
%销售收入	6.5%	5.2%	5.8%	5.8%	5.9%	6.0%
研发费用	-118	-141	-163	-204	-245	-281
%销售收入	4.8%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	332	487	538	673	821	949
%销售收入	13.5%	15.1%	14.6%	14.5%	14.7%	14.9%
财务费用	11	-47	-23	10	25	30
%销售收入	-0.5%	1.5%	0.6%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	8	7	0	0	0
投资收益	-3	21	29	28	28	28
%税前利润	n.a	4.5%	5.6%	3.9%	3.2%	2.8%
营业利润	365	467	530	710	874	1,007
营业利润率	14.8%	14.5%	14.3%	15.3%	15.7%	15.8%
营业外收支	-6	-5	-16	0	0	0
税前利润	360	462	514	710	874	1,007
利润率	14.6%	14.3%	13.9%	15.3%	15.7%	15.8%
所得税	-44	-55	-64	-89	-109	-126
所得税率	12.3%	12.0%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	316	407	450	621	765	881
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	316	407	450	621	765	881
净利率	12.8%	12.6%	12.2%	13.4%	13.7%	13.8%

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	399	508	841	1,113	1,317	1,611
应收账款	399	615	647	786	946	1,083
存货	734	760	887	1,024	1,227	1,400
其他流动资产	564	761	512	501	543	579
流动资产	2,097	2,643	2,887	3,425	4,033	4,674
%总资产	60.0%	61.3%	56.2%	59.5%	60.8%	62.1%
长期投资	40	39	38	38	38	38
固定资产	716	926	1,423	1,720	1,995	2,248
%总资产	20.5%	21.5%	27.7%	29.9%	30.1%	29.9%
无形资产	493	605	574	565	557	549
非流动资产	1,400	1,670	2,253	2,336	2,602	2,847
%总资产	40.0%	38.7%	43.8%	40.5%	39.2%	37.9%
资产总计	3,497	4,313	5,140	5,760	6,635	7,521
短期借款	82	111	310	0	0	0
应付款项	775	976	1,177	1,348	1,615	1,843
其他流动负债	357	533	495	921	1,062	1,184
流动负债	1,214	1,620	1,982	2,268	2,677	3,027
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	40	78	118	46	53	60
负债	1,254	1,697	2,100	2,314	2,730	3,086
普通股股东权益	2,243	2,616	3,040	3,447	3,906	4,434
其中：股本	170	237	340	340	340	340
未分配利润	1,296	1,586	1,958	2,331	2,790	3,319
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,497	4,313	5,140	5,760	6,635	7,521

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.862	1.713	1.323	1.824	2.245	2.587
每股净资产	13.222	11.018	8.946	10.117	11.464	13.017
每股经营现金净流	3.505	2.380	1.202	2.357	2.575	2.980
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.731	0.900	1.037
回报率						
净资产收益率	14.08%	15.54%	14.79%	18.03%	19.58%	19.87%
总资产收益率	9.03%	9.43%	8.75%	10.79%	11.53%	11.72%
投入资本收益率	12.39%	15.55%	13.92%	17.08%	18.40%	18.73%
增长率						
主营业务收入增长率	12.56%	30.83%	14.62%	25.10%	20.36%	14.49%
EBIT增长率	-20.92%	46.73%	10.55%	24.91%	22.13%	15.58%
净利润增长率	-14.05%	28.78%	10.59%	38.16%	23.08%	15.23%
总资产增长率	8.28%	23.34%	19.17%	12.07%	15.19%	13.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.0	55.4	60.8	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	152.4	120.5	115.6	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	97.0	87.0	76.5	76.0	76.0	76.0
固定资产周转天数	76.4	89.5	82.4	73.5	66.0	60.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.13%	-36.54%	-23.02%	-37.20%	-38.04%	-40.16%
EBIT利息保障倍数	-29.3	10.3	23.1	-70.6	-33.3	-31.9
资产负债率	35.86%	39.35%	40.85%	40.17%	41.14%	41.04%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	5
增持	0	1	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.50	1.75	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-28	增持	24.70	31.35 ~ 31.35

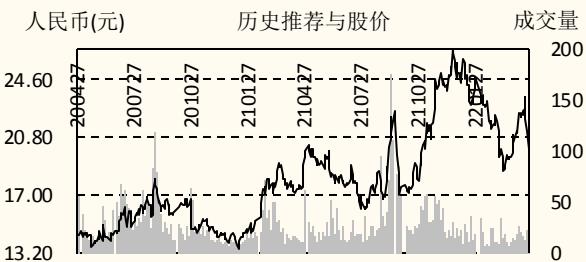
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402