

海利尔 (603639.SH)

农药产品量价齐升，新产能推动公司发展

买入

核心观点

业绩持续增长，短期因意外有所影响。2022年前三季度公司实现营收 38.03 亿元，同比+47.2%；归母净利润 4.31 亿元，同比+38.41%。其中三季度单季营收 9.92 亿元，环比-38.41%；归母净利润 1.01 亿元，环比-45.7%。根据公司公告，三季度全资子公司山东海利尔发生安全事故，装置全面停产进行安全检查，对原药产销短期有所影响。

前三季度农药产品量价齐升。公司农药产品前三季度实现销量 39,692.43 吨，同比+16%；单位销售价格达到 94,196.98 元/吨，同比+28%。公司主要原药产品中，吡虫啉/啉虫脒自 21 年 Q4 以来，价格持续下跌，目前价格维持在 15/14 万元/吨，但相比去年同期略有增长；丙硫菌唑价格持续下降，目前价格维持在 48 万元/吨；吡唑醚菌酯价格自 Q2 以来持续上涨，目前价格维持在 30 万元/吨。

恒宁项目驱动业绩不断增长，产业链延伸增强竞争力。2022 年 6 月青岛恒宁一期项目杀虫剂丁醚脲原药、溴虫腈原药和杀菌剂苯醚甲环唑原药、丙环唑原药进入试生产，青岛恒宁二期项目进入建设阶段。公司现金收购陕西金信谊 26% 股权，增强公司对上游原材料供应和质量的整体把控能力，深化公司中间体-原药战略布局，有利于提升公司综合竞争力。

风险提示：农药产品价格下降；农药产品销量不达预期；新产能释放进度不达预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

由于子公司山东海利尔复产存在不确定性，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 5.79/8.32/10.26 亿元（22 年原值为 6.43 亿），摊薄 EPS=1.70/2.44/3.01 元，对应 PE 为 14x/10x/8x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,227	3,699	4,700	6,662	8,152
(+/-%)	30.8%	14.6%	27.1%	41.7%	22.4%
净利润(百万元)	407	450	579	832	1026
(+/-%)	28.8%	10.6%	28.8%	43.6%	23.4%
每股收益(元)	1.71	1.32	1.70	2.44	3.01
EBIT Margin	15.1%	14.6%	14.2%	14.4%	14.4%
净资产收益率 (ROE)	15.5%	14.8%	16.8%	20.7%	21.6%
市盈率 (PE)	14.1	18.2	14.2	9.9	8.0
EV/EBITDA	12.9	15.7	13.6	10.4	9.0
市净率 (PB)	2.19	2.70	2.39	2.04	1.73

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

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：刘子栋

021-60933133

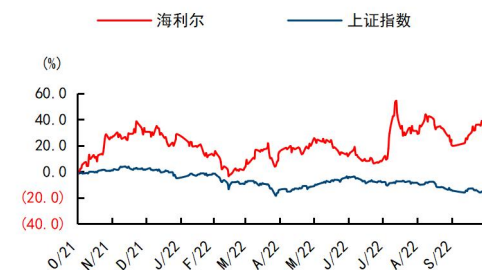
liuzidong@guosen.com.cn

S0980521020002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.15 元
总市值/流通市值	8235/8090 百万元
52 周最高价/最低价	28.95/17.77 元
近 3 个月日均成交额	104.65 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海利尔 (603639.SH) - 业绩稳定增长，恒宁项目引领公司未来发展》——2022-04-26

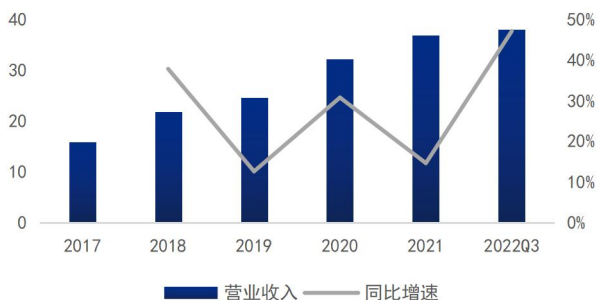
《海利尔-603639-2021 年中报点评：安全环保检修导致业绩下滑，下半年业绩有望复苏》——2021-08-29

《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

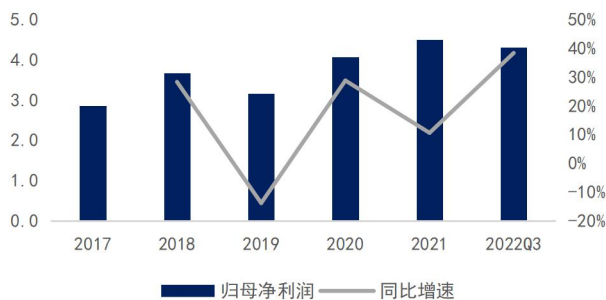
2022 年前三季度公司实现营收 38.03 亿元，同比+47.2%；归母净利润 4.31 亿元，同比+38.41%。其中三季度单季营收 9.92 亿元，环比-38.41%；归母净利润 1.01 亿元，环比-45.7%。根据公司公告，三季度全资子公司山东海利尔发生安全事故，装置全面停产进行安全检查，对原药产销短期有所影响。

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

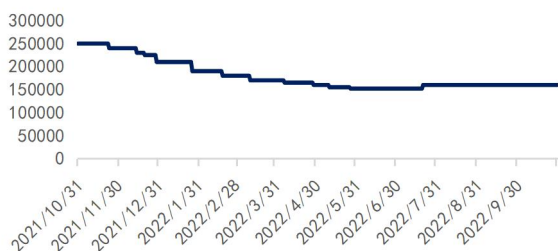
图2: 海利尔归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

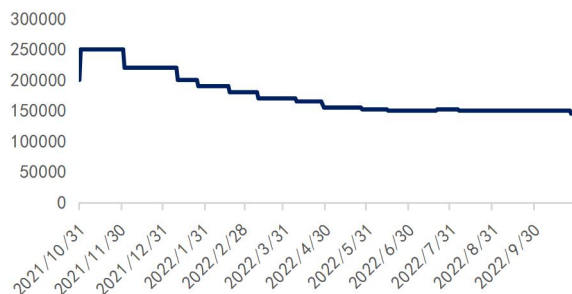
公司主要原药产品中，吡虫啉/啶虫脒自 21 年 Q4 以来，价格持续下跌，目前价格维持在 15/14 万元/吨，但相比去年同期略有增长；丙硫菌唑价格持续下降，目前价格维持在 48 万元/吨；吡唑醚菌酯价格自 Q2 以来持续上涨，目前价格维持在 30 万元/吨。

图3: 吡虫啉价格 (元/吨)



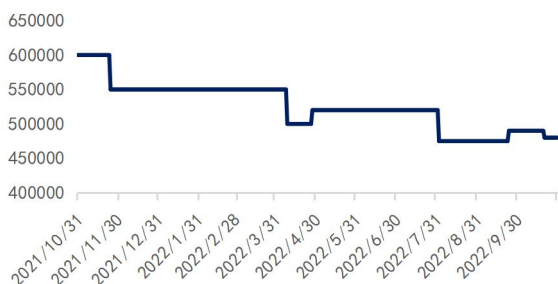
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图4: 啶虫脒价格 (元/吨)



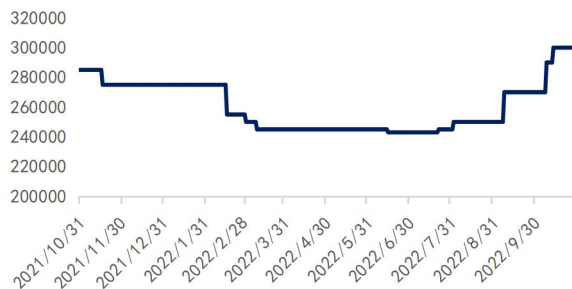
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图5: 丙硫菌唑价格 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图6: 吡唑醚菌酯价格 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	508	841	1197	1414	1788	营业收入	3227	3699	4700	6662	8152
应收款项	615	647	644	913	1117	营业成本	2262	2600	3290	4664	5706
存货净额	760	887	877	1245	1522	营业税金及附加	9	11	14	20	24
其他流动资产	202	343	423	600	734	销售费用	159	172	212	300	367
流动资产合计	2643	2887	3309	4339	5330	管理费用	169	214	258	356	430
固定资产	925	1423	1811	2164	2481	研发费用	141	163	259	366	448
无形资产及其他	591	564	642	719	797	财务费用	47	23	2	0	(4)
投资性房地产	150	261	261	261	261	投资收益	21	29	0	0	0
长期股权投资	4	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	10	21	0	0	0
资产总计	4313	5140	6028	7488	8873	其他收入	(144)	(199)	(259)	(366)	(448)
短期借款及交易性金融负债	111	310	400	400	400	营业利润	467	530	666	956	1180
应付款项	936	1069	1315	1867	2283	营业外净收支	(5)	(16)	0	0	0
其他流动负债	573	603	729	1035	1266	利润总额	462	514	666	956	1180
流动负债合计	1620	1982	2445	3302	3948	所得税费用	55	64	87	124	153
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	78	118	138	158	178	归属于母公司净利润	407	450	579	832	1026
长期负债合计	78	118	138	158	178	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1697	2100	2583	3460	4126	净利润	407	450	579	832	1026
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	10	12	8	7	6
股东权益	2616	3040	3446	4028	4747	折旧摊销	89	117	126	163	199
负债和股东权益总计	4313	5140	6028	7488	8873	公允价值变动损失	(10)	(21)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	47	23	2	0	(4)
每股收益	1.71	1.32	1.70	2.44	3.01	营运资本变动	215	(196)	334	71	57
每股红利	0.23	0.21	0.51	0.73	0.90	其它	(10)	(12)	(8)	(7)	(6)
每股净资产	11.02	8.95	10.11	11.82	13.93	经营活动现金流	701	350	1040	1067	1283
ROIC	28%	24%	27%	37%	41%	资本开支	0	(622)	(600)	(600)	(600)
ROE	16%	15%	17%	21%	22%	其它投资现金流	(178)	390	0	0	0
毛利率	30%	30%	30%	30%	30%	投资活动现金流	(178)	(233)	(600)	(600)	(600)
EBIT Margin	15%	15%	14%	14%	14%	权益性融资	(6)	67	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	17%	17%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	31%	15%	27%	42%	22%	支付股利、利息	(54)	(73)	(174)	(250)	(308)
净利润增长率	29%	11%	29%	44%	23%	其它融资现金流	(300)	295	90	0	0
资产负债率	39%	41%	43%	46%	47%	融资活动现金流	(414)	216	(84)	(250)	(308)
息率	0.7%	0.9%	2.1%	3.0%	3.8%	现金净变动	109	333	356	217	375
P/E	14.1	18.2	14.2	9.9	8.0	货币资金的期初余额	399	508	841	1197	1414
P/B	2.2	2.7	2.4	2.0	1.7	货币资金的期末余额	508	841	1197	1414	1788
EV/EBITDA	12.9	15.7	13.6	10.4	9.0	企业自由现金流	0	(230)	442	467	679
						权益自由现金流	0	65	529	467	683

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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