

2022年08月05日

海利尔 (603639.SH)

丙硫菌唑原药龙头，多项目同步推进 迅速发展

■海外丙硫菌唑需求旺盛，海外龙头持续研发复配产品：近年来全球农药市场规模整体上升，丙硫菌唑表现更为强势，于2004年上市以来快速发展，当前已经成为杀菌剂市场第二大、谷物用杀菌剂市场第一大品种。目前市场上丙硫菌唑作为拜耳王牌产品，其终端产品主要来自拜耳，主要因为其复配产品获得了欧盟补充保护证书（SPC），最长的产品保护期可延续到2027年，可以预测未来以欧盟为主的终端市场将继续由拜耳主导。另一方面，由于合理使用复配杀菌剂可以有效延缓病原菌抗药性的产生并扩大防治谱，在拜耳的丙硫菌唑化合物专利在各国陆续到期后，除拜耳外，各个作物保护国际龙头均持续不断研制与开发丙硫菌唑复配产品。

■我国取得丙硫菌唑原药和制剂登记的企业较少，未来有望充分受益：根据世界农化网，截至目前，取得丙硫菌唑原药登记的企业仅有3家，包括海利尔、久易股份、河北兴柏，公司当前拥有丙硫菌唑产能2000吨/年，此外2022年4月发布公告，拟投资3.01亿元建设“新建新型杀菌剂、除草剂原药及原药中间体建设项目”，涉及丙硫菌唑原药3000吨/年和其他原药产品及副产品等，同时公司已于2021年4月发布公告，筹划青岛恒宁生物科技有限公司二期项目，其中涉及丙硫菌唑产能8000吨/年，未来随着相关产能逐步落地，公司产能将达到1.3万吨。此外，公司收购陕西金信谊化工科技有限公司26%股权，有利于保证关键中间体 α -乙酰基- γ -丁内酯的供货稳定性。

■多个项目有序推进，盈利能力有望提升：近年来公司致力于开展农药品种的丰富和差异化，持续深化公司制剂、原药和中间体一体化战略。根据公告，2020年9月杀菌剂丙硫菌唑原药进入试生产，2020年7月开始建设涉及杀虫剂丁醚脲原药、溴虫腈原药和杀菌剂苯醚甲环唑原药、丙环唑原药产品的青岛恒宁一期项目，当前已顺利进入试生产阶段；此外公司在2021年开始筹划青岛恒宁二期项目，并于2022年4月发布公告，拟投资3.01亿元建设“新建新型杀菌剂、除草剂原药及原药中间体建设项目”，氟氯虫双酰胺作为公司第一款创制药也有望逐步推广。此外近年来为加快推进农药产品的海外登记工作，公司陆续设立海利尔巴西、菲律宾等子公司。未来随着各项目逐步推进，公司在生产规模逐步提升的同时，自身农药制剂业务与原药业务将进一步互相补充、互相促进，为盈利能力提升做出贡献。

■投资建议：我们预计公司2022年-2024年的净利润分别为6.05亿元、9.07亿元、11.87亿元，给予买入-A投资评级。

■风险提示：项目落地不及预期；需求不及预期

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	3,227.2	3,698.9	4,622.1	5,695.4	6,995.6
净利润	406.7	449.7	605.0	907.4	1,187.1
每股收益(元)	1.19	1.32	1.78	2.66	3.48
每股净资产(元)	7.68	8.92	10.15	11.84	14.05

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	20.0	18.1	13.4	8.9	6.8
市净率(倍)	3.1	2.7	2.3	2.0	1.7
净利润率	12.6%	12.2%	13.1%	15.9%	17.0%
净资产收益率	15.5%	14.8%	17.5%	22.5%	24.8%
股息收益率	0.9%	4.2%	2.7%	4.1%	5.4%
ROIC	33.4%	31.8%	30.0%	35.0%	37.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

农药

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价：29.00元

股价(2022-08-05) 23.83元

交易数据

总市值(百万元) 8,118.12

流通市值(百万元) 7,973.42

总股本(百万股) 340.67

流通股本(百万股) 334.60

12个月价格区间 16.12/26.63元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.24	-2.46	47.23
绝对收益	0.88	2.2	38.95

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,227.2	3,698.9	4,622.1	5,695.4	6,995.6	成长性					
减:营业成本	2,262.4	2,599.9	3,227.2	3,835.3	4,662.6	营业收入增长率	30.8%	14.6%	25.0%	23.2%	22.8%
营业税费	8.9	11.4	14.2	17.5	21.6	营业利润增长率	27.7%	13.6%	33.5%	48.9%	30.4%
销售费用	158.8	171.7	212.6	250.6	293.8	净利润增长率	28.8%	10.6%	34.5%	50.0%	30.8%
管理费用	169.3	214.0	258.8	296.2	349.8	EBITDA 增长率	47.3%	11.6%	26.4%	45.0%	28.8%
研发费用	140.6	163.3	208.0	244.9	293.8	EBIT 增长率	55.3%	8.1%	27.9%	48.9%	30.3%
财务费用	47.5	23.3	8.4	12.2	15.6	NOPLAT 增长率	45.6%	6.9%	29.4%	48.9%	30.3%
资产减值损失	-2.3	14.5	14.5	14.5	14.5	投资资本增长率	12.2%	37.4%	27.4%	20.3%	20.8%
加:公允价值变动收益	7.5	6.7	-	-	-	净资产增长率	16.6%	16.2%	13.8%	16.6%	18.7%
投资和汇兑收益	20.6	28.9	28.9	28.9	28.9	利润率					
营业利润	466.5	529.8	707.3	1,053.0	1,372.9	毛利率	29.9%	29.7%	30.2%	32.7%	33.4%
加:营业外净收支	-4.6	-15.6	-15.6	-15.6	-15.6	营业利润率	14.5%	14.3%	15.3%	18.5%	19.6%
利润总额	461.9	514.2	691.7	1,037.5	1,357.3	净利润率	12.6%	12.2%	13.1%	15.9%	17.0%
减:所得税	55.3	64.5	86.7	130.1	170.2	EBITDA/营业收入	18.8%	18.3%	18.5%	21.8%	22.8%
净利润	406.7	449.7	605.0	907.4	1,187.1	EBIT/营业收入	16.0%	15.1%	15.5%	18.7%	19.8%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	73	79	68	61	54
货币资金	507.9	841.0	739.5	854.3	1,049.3	流动营业资本周转天数	14	13	24	30	34
交易性金融资产	559.0	169.2	169.2	169.2	169.2	流动资产周转天数	264	269	242	223	217
应收账款	615.3	646.8	930.3	1,013.1	1,374.0	应收账款周转天数	57	61	61	61	61
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	83	80	80	77	76
预付账款	117.7	221.0	199.4	300.2	307.1	总资产周转天数	436	460	431	401	383
存货	759.5	887.1	1,156.8	1,272.3	1,680.8	投资资本周转天数	160	176	185	185	182
其他流动资产	84.0	122.0	122.0	122.0	122.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.5%	14.8%	17.5%	22.5%	24.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.4%	8.7%	10.2%	13.4%	14.6%
长期股权投资	4.3	4.7	4.7	4.7	4.7	ROIC	33.4%	31.8%	30.0%	35.0%	37.9%
投资性房地产	32.1	30.7	30.7	30.7	30.7	费用率					
固定资产	791.4	834.9	914.2	1,010.7	1,076.6	销售费用率	4.9%	4.6%	4.6%	4.4%	4.2%
在建工程	130.1	531.2	748.0	922.3	1,100.1	管理费用率	5.2%	5.8%	5.6%	5.2%	5.0%
无形资产	590.7	564.4	634.2	794.9	946.5	研发费用率	4.4%	4.4%	4.5%	4.3%	4.2%
其他非流动资产	121.4	287.3	281.6	275.5	271.0	财务费用率	1.5%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
资产总额	4,313.4	5,140.2	5,930.7	6,769.7	8,132.1	四费/营业收入	16.0%	15.5%	14.9%	14.1%	13.6%
短期债务	110.9	310.0	363.8	442.5	552.0	偿债能力					
应付账款	592.6	646.3	891.5	936.1	1,285.7	资产负债率	39.3%	40.9%	41.7%	40.4%	41.1%
应付票据	383.5	530.6	604.0	744.4	894.9	负债权益比	64.9%	69.1%	71.5%	67.8%	69.9%
其他流动负债	532.6	495.1	495.1	495.1	495.1	流动比率	1.63	1.46	1.41	1.43	1.46
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.16	1.01	0.92	0.94	0.94
其他非流动负债	77.5	118.1	118.1	118.1	118.1	利息保障倍数	10.91	23.99	85.61	87.07	89.25
负债总额	1,697.1	2,100.0	2,472.5	2,736.1	3,345.7	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.21	1.00	0.65	0.97	1.28
股本	237.4	339.8	340.7	340.7	340.7	分红比率	17.9%	75.7%	36.6%	36.6%	36.6%
留存收益	2,360.9	2,734.0	3,117.6	3,692.9	4,445.6	股息收益率	0.9%	4.2%	2.7%	4.1%	5.4%
股东权益	2,616.2	3,040.2	3,458.2	4,033.6	4,786.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	406.7	449.7	605.0	907.4	1,187.1	EPS(元)	1.19	1.32	1.78	2.66	3.48
加:折旧和摊销	89.6	117.1	139.7	174.7	209.2	BVPS(元)	7.68	8.92	10.15	11.84	14.05
资产减值准备	2.3	14.5	-	-	-	PE(X)	20.0	18.1	13.4	8.9	6.8
公允价值变动损失	-7.5	-6.7	-	-	-	PB(X)	3.1	2.7	2.3	2.0	1.7
财务费用	6.9	8.1	8.4	12.2	15.6	P/FCF	30.0	100.1	94.9	18.2	12.9
投资损失	-20.6	-28.9	-28.9	-28.9	-28.9	P/S	2.5	2.2	1.8	1.4	1.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	6.2	11.2	8.6	5.9	4.5
营运资金的变动	642.8	-326.0	-212.9	-114.1	-276.3	CAGR(%)	30.7%	38.2%	24.2%	30.7%	38.2%
经营活动产生现金流量	587.5	438.4	511.2	951.4	1,106.7	PEG	0.7	0.5	0.6	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-362.5	-356.0	-471.1	-571.1	-571.1	ROIC/WACC	5.1	4.8	4.6	5.3	5.8
融资活动产生现金流量	-140.0	51.6	-141.5	-265.5	-340.5	REP	0.5	0.7	0.6	0.4	0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034