

2022年12月21日
 海利尔 (603639.SH)

ESSENCE


公司快报

证券研究报告

农药

丙硫菌唑新产能试生产，规模优势有效增强

事件：公司发布公告，全资子公司山东海利尔年产3000吨丙硫菌唑原药项目已完成工程主体建设及设备安装、调试工作，将正式进入试生产阶段。

丙硫菌唑行业龙头，规模优势有效增强：公司主要从事农药制剂、农药中间体、农药原药和水溶性肥料的研发、生产和销售，致力于开展农药品种的丰富和差异化，持续深化制剂、原药和中间体一体化战略，当前主要原药产品包括杀虫剂系列和杀菌剂系列。在丙硫菌唑产品方面，根据公告，截止目前公司已通过全资子公司山东海利尔拥有丙硫菌唑产能2000吨/年，并于2022年4月发布公告，投资建设此次试生产的“新建新型杀菌剂、除草剂原药及原药中间体建设项目”，未来项目全面投产后，公司丙硫菌唑设计产能将达到5000吨/年。此外，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，公司丙硫菌唑产能将达到13000吨/年，为未来公司业绩提升提供有力支持。

国内龙头先发优势明显，海外份额有望快速增加：丙硫菌唑是一种由拜耳公司于2004年开发上市的广谱三唑硫酮类杀菌剂，主要用于防治谷类作物、水稻、油菜、花生和豆类等作物的多种病害，与其他农药复配可达到增强药效、降低抗性的效果。丙硫菌唑当前主要市场为欧美，亚洲市场规模较小，对于我国而言，虽然其在我国的化合物专利于2015年11月8日到期，但我国农业部农药检定所基于健康风险始终未对其作出评价结果，未来随着其在我国快速发展，公司作为国内丙硫菌唑龙头有望享受先发优势。此外根据公告，公司丙硫菌唑原药于2019年5月获得欧盟的等同认定，2022年11月在巴西自主登记获批，目前已取得多个国家的自主登记和支持登记，未来随着产能逐步增加，公司在海外市场中的份额有望快速拓展，盈利能力有望快速提升。

投资建议：我们预计公司2022年-2024年的净利润分别为5.65亿元、9.32亿元、12.87亿元，给予买入-A投资评级。

风险提示：项目落地不及预期；宏观环境不及预期等

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	3,227.2	3,698.9	4,971.4	6,808.2	8,247.2
净利润	406.7	449.7	564.8	931.6	1,286.7
每股收益(元)	1.19	1.32	1.66	2.73	3.78
每股净资产(元)	7.68	8.92	10.08	11.81	14.21

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	20.0	18.1	14.4	8.7	6.3
市净率(倍)	3.1	2.7	2.4	2.0	1.7
净利润率	12.6%	12.2%	11.4%	13.7%	15.6%
净资产收益率	15.5%	14.8%	16.5%	23.2%	26.6%
股息收益率	0.9%	4.2%	2.5%	4.2%	5.8%
ROIC	33.4%	31.8%	28.5%	45.1%	52.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A 维持评级
6个月目标价	30.00元
股价(2022-12-20)	23.85元

交易数据

总市值(百万元)	8,124.93
流通市值(百万元)	7,980.11
总股本(百万股)	340.67
流通股本(百万股)	334.60
12个月价格区间	18.55/28.42元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.5	-0.4	17.5
绝对收益	-14.8	-3.0	-4.0

张汪强 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

相关报告

产品价格同比上涨，产业布局持续推进	2022-10-28
一体化战略持续深化，规模优势不断增强	2022-08-25
丙硫菌唑原药龙头，多项目同步推进迅速发展	2022-08-05
海利尔2020半年报：Q2业绩环比大幅增长，丙硫菌唑项目加速推进	2020-08-28
Q1业绩同比增长，拟发行可转债增强一体化优势	2020-04-28

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,227.2	3,698.9	4,971.4	6,808.2	8,247.2	成长性					
减:营业成本	2,262.4	2,599.9	3,603.0	4,726.5	5,533.5	营业收入增长率	30.8%	14.6%	34.4%	36.9%	21.1%
营业税费	8.9	11.4	15.3	21.0	25.4	营业利润增长率	27.7%	13.6%	28.4%	63.5%	37.6%
销售费用	158.8	171.7	208.8	292.8	362.9	净利润增长率	28.8%	10.6%	25.6%	65.0%	38.1%
管理费用	169.3	214.0	238.6	333.6	412.4	EBITDA 增长率	47.3%	11.6%	35.2%	52.8%	32.8%
研发费用	140.6	163.3	218.7	306.4	379.4	EBIT 增长率	55.3%	8.1%	25.3%	62.9%	35.5%
财务费用	47.5	23.3	21.3	30.7	18.6	NOPLAT 增长率	45.6%	6.9%	23.2%	62.9%	35.5%
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%	3.0%	15.8%	15.7%
加:公允价值变动收益	7.5	6.7	-	-	-	净资产增长率	16.6%	16.2%	12.9%	17.2%	20.3%
投资和汇兑收益	20.6	28.9	28.9	28.9	28.9						
营业利润	466.5	529.8	680.0	1,111.6	1,529.4	利润率					
加:营业外净收支	-4.6	-15.6	-15.6	-15.6	-15.6	毛利率	29.9%	29.7%	27.5%	30.6%	32.9%
利润总额	461.9	514.2	664.4	1,096.0	1,513.8	营业利润率	14.5%	14.3%	13.7%	16.3%	18.5%
减:所得税	55.3	64.5	99.7	164.4	227.1	净利润率	12.6%	12.2%	11.4%	13.7%	15.6%
净利润	406.7	449.7	564.8	931.6	1,286.7	EBITDA/营业收入	18.8%	18.3%	18.4%	20.5%	22.5%
						EBIT/营业收入	16.0%	15.1%	14.1%	16.8%	18.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	73	79	85	81	72
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	14	13	5	-4	-1
货币资金	507.9	841.0	1,963.7	2,030.1	2,328.3	流动资产周转天数	264	269	256	231	211
交易性金融资产	559.0	169.2	169.2	169.2	169.2	应收账款周转天数	57	61	55	45	40
应收账款	615.3	646.8	872.2	829.8	1,002.9	存货周转天数	83	80	62	49	47
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	436	460	432	377	345
预付账款	117.7	221.0	248.3	367.3	353.4	投资资本周转天数	160	176	153	123	117
存货	759.5	887.1	814.3	1,023.8	1,128.1						
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%	16.5%	23.2%	26.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.4%	8.7%	8.3%	12.5%	15.4%
长期股权投资	4.3	4.7	4.7	4.7	4.7	ROIC	33.4%	31.8%	28.5%	45.1%	52.8%
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	1,501.8	1,580.5	1,716.1	销售费用率	4.9%	4.6%	4.2%	4.3%	4.4%
在建工程	130.1	531.2	176.2	285.7	292.9	管理费用率	5.2%	5.8%	4.8%	4.9%	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%	4.4%	4.5%	4.6%
其他非流动资产	121.4	287.3	241.8	237.3	233.9	财务费用率	1.5%	0.6%	0.4%	0.5%	0.2%
资产总额	4,313.4	5,140.2	6,779.2	7,476.1	8,328.7	四费/营业收入	16.0%	15.5%	13.8%	14.2%	14.2%
短期债务	110.9	310.0	1,102.4	918.3	792.5	偿债能力					
应付账款	592.6	646.3	860.4	984.9	1,021.7	资产负债率	39.3%	40.9%	49.4%	46.2%	41.9%
应付票据	383.5	530.6	770.5	936.3	1,061.9	负债权益比	64.9%	69.1%	97.5%	85.8%	72.1%
其他流动负债	532.6	495.1	495.1	495.1	495.1	流动比率	1.63	1.46	1.30	1.36	1.51
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.16	1.01	1.05	1.06	1.18
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	32.87	37.25	83.07
负债总额	1,697.1	2,100.0	3,346.4	3,452.6	3,489.3	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.21	1.00	0.61	1.00	1.38
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	3,092.1	3,682.8	4,498.7	股息收益率	0.9%	4.2%	2.5%	4.2%	5.8%
股东权益	2,616.2	3,040.2	3,432.8	4,023.5	4,839.4						
						现金流量表					
						(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						净利润	406.7	449.7	564.8	931.6	1,286.7
						加:折旧和摊销	89.6	117.1	213.6	255.7	309.1
						资产减值准备	2.3	14.5	-	-	-
						公允价值变动损失	-7.5	-6.7	-	-	-
						财务费用	6.9	8.1	21.3	30.7	18.6
						投资收益	-20.6	-28.9	-28.9	-28.9	-28.9
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	642.8	-326.0	274.2	4.1	-101.0
						经营活动产生现金流量	587.5	438.4	1,045.0	1,193.2	1,484.6
						投资活动产生现金流量	-362.5	-356.0	-521.1	-571.1	-571.1
						融资活动产生现金流量	-140.0	51.6	598.8	-555.6	-615.3
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.19	1.32	1.66	2.73	3.78
						BVPS(元)	7.68	8.92	10.08	11.81	14.21
						PE(X)	20.0	18.1	14.4	8.7	6.3
						PB(X)	3.1	2.7	2.4	2.0	1.7
						P/FCF	30.1	100.2	6.3	19.9	10.6
						P/S	2.5	2.2	1.6	1.2	1.0
						EV/EBITDA	6.2	11.2	7.5	4.7	3.3
						CAGR(%)	31.8%	42.0%	21.4%	31.8%	42.0%
						PEG	0.6	0.4	0.7	0.3	0.2
						ROIC/WACC	-74.8	-71.3	-64.0	-101.2	-118.4
						REP	-	-0.1	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 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。

目 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。

目 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 19 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