

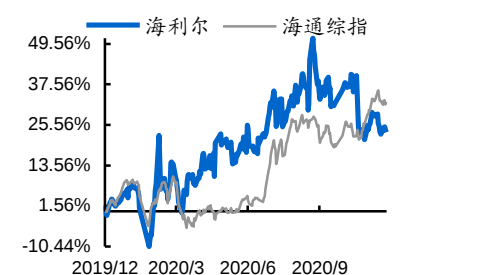
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

12 月 07 日收盘价(元)	20.63
52 周股价波动(元)	19.72-30.56
总股本/流通 A 股(百万股)	237/236
总市值/流通市值(百万元)	4899/4878

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.6	-7.8	-11.4
相对涨幅(%)	-2.2	-17.3	-18.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

农药中间体-原药-制剂全产业链发展, 新项目奠定未来成长性

投资要点:

- 海利尔:** 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究、生产和销售。其中, 农药制剂主要涵盖杀虫剂、杀菌剂、除草剂等系列产品, 农药原药主要是吡虫啉、啉虫脒、吡啶啉酯和甲维盐等, 农药中间体为二氯, 水溶性肥料主要涵盖含氨基酸水溶肥料和大量元素水溶肥料, 同时具备生产微量元素水溶肥料和含腐植酸水溶肥料的生产能力。
- 烟碱类产品价格触底反弹。** 根据中农立华原药数据, 受基础原材料上涨的影响, 2020 年 11 月 15 日, 吡虫啉、啉虫脒的中间体 CCMP 跳涨至 8.5 万元/吨。此外下游备货旺季来临, 烟碱类原药库存降低, 带动价格触底反弹。2020 年 11 月中旬, 吡虫啉报 10 万元/吨 (周环比涨 8.9%)、噻虫啉报 9.5 万元/吨 (周环比涨 7.9%)、噻虫胺报 12.5 万元/吨 (周环比涨 5.9%)。公司自产 CCMP 中间体, 有望受益于产品价格上涨。
- 产品销量大幅增长。** 2020 年前三季度, 公司销售杀虫剂 (含原药和制剂) 1.84 万吨, 同比增长 37.57%, 杀菌剂 0.63 万吨, 同比增长 32.88%, 除草剂 0.66 万吨, 同比增长 15.28%, 肥料 0.31 万吨, 同比增长 25.40%。公司加大自产原药产品渠道开发和销售力度, 销量同比有所提升, 另外收购的甲维盐原药对杀虫剂业务也有较好的贡献。
- 下半年新项目陆续投产。** 2020 年 6 月, 山东海利尔自筹资金建设的第二代烟碱类杀虫剂噻虫啉和噻虫胺原药项目已完成工程主体建设及设备安装、调试工作, 已正式进入试生产阶段, 下半年将贡献增量, 若项目全面投产, 将有助于公司在主业稳定发展的基础上, 增加新利润增长点, 提高公司市场综合竞争力和盈利能力。2020 年 9 月, 公司试生产 2000 吨丙硫菌唑, 进一步丰富原药产品矩阵, 同时积极筹备第三代烟碱类杀虫剂啉虫脒原药项目的建设。
- 打造制剂、原药和中间体一体化战略。** 2020 年 4 月, 公司公布可转债预案用于建设青岛恒宁生物科技有限公司 4 万吨/年农用化学品原料药及中间体项目 (一期), 目前已在建设中。此外, 子公司奥迪斯计划分批建设 7000T 水性化制剂、93000T 农用化学品制剂及肥料制造等项目, 从而进一步深化公司制剂、原药和中间体一体化战略。
- 盈利预测。** 我们预计 2020-2022 年公司的净利润分别为 3.69 亿元、4.64 亿元、5.58 亿元, 对应 EPS 分别可达 1.55 元、1.95 元和 2.35 元/股。给予 2021 年行业平均 12-15 倍 PE, 对应合理价值区间为 23.4-29.25 元, 首次覆盖给予优于大市评级。

● **风险提示。** 农药原产品价格波动; 新项目投产进度不及预期。
主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2191	2467	3121	3836	4576
(+/-)YoY(%)	37.9%	12.6%	26.5%	22.9%	19.3%
净利润(百万元)	367	316	369	464	558
(+/-)YoY(%)	28.4%	-14.0%	16.9%	25.8%	20.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.55	1.33	1.55	1.95	2.35
毛利率(%)	34.8%	32.0%	30.8%	31.0%	31.1%
净资产收益率(%)	18.8%	14.1%	14.0%	15.3%	15.7%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司主要产品盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
农药制剂				
收入（百万元）	1431.60	1798.00	2160.00	2520.00
成本（百万元）	1022.88	1222.64	1468.80	1713.60
毛利率（%）	28.55%	32.00%	32.00%	32.00%
原药及中间体				
收入（百万元）	945.97	1200.00	1519.09	1858.64
成本（百万元）	584.64	840.36	1054.42	1285.62
毛利率（%）	38.20%	29.97%	30.59%	30.83%
肥料				
收入（百万元）	46.0	69.0	89.6	116.5
成本（百万元）	34.19	51.72	67.23	87.40
毛利率（%）	25.62%	25.00%	25.00%	25.00%
其他				
收入（百万元）	43.24	54.05	67.56	81.08
成本（百万元）	35.76	44.86	56.08	67.29
毛利率（%）	17.30%	17.00%	17.00%	17.00%
总计				
收入（百万元）	2466.78	3121.01	3836.29	4576.25
成本（百万元）	1677.47	2159.58	2646.53	3153.91
毛利率（%）	32.00%	30.80%	31.01%	31.08%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价（元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002391.SZ	长青股份	7.45	0.56	0.58	0.71	13.30	12.84	10.49
002734.SZ	利民股份	13.47	0.86	1.20	1.43	15.66	11.23	9.42
000553.SZ	安道麦 A	8.31	0.12	0.27	0.43	69.25	30.78	19.33
	平均值					32.74	18.28	13.08

注：收盘价为 2020 年 12 月 07 日价格，EPS 为 WIND 一致预期。

资料来源：WIND，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）					营业总收入	2467	3121	3836	4576
每股收益	1.33	1.55	1.95	2.35	营业成本	1678	2160	2647	3154
每股净资产	9.45	11.07	12.82	14.96	毛利率%	32.0%	30.8%	31.0%	31.1%
每股经营现金流	2.47	1.50	2.44	2.91	营业税金及附加	10	13	16	19
每股股利	0.30	0.21	0.21	0.21	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估（倍）					营业费用	169	203	249	297
P/E	15.51	13.27	10.55	8.78	营业费用率%	6.9%	6.5%	6.5%	6.5%
P/B	2.18	1.86	1.61	1.38	管理费用	160	156	192	229
P/S	1.42	1.57	1.28	1.07	管理费用率%	6.5%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	9.51	8.32	6.56	5.14	EBIT	332	447	555	666
股息率%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	财务费用	-11	3	2	-2
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-0.5%	0.1%	0.1%	0.0%
毛利率	32.0%	30.8%	31.0%	31.1%	资产减值损失	3	12	8	13
净利率	12.8%	11.8%	12.1%	12.2%	投资收益	-3	2	2	2
净资产收益率	14.1%	14.0%	15.3%	15.7%	营业利润	365	434	546	657
资产回报率	9.0%	9.2%	9.8%	10.0%	营业外收支	-6	0	0	0
投资回报率	18.9%	18.5%	20.0%	21.2%	利润总额	360	434	546	657
盈利增长（%）					EBITDA	411	565	701	856
营业收入增长率	12.6%	26.5%	22.9%	19.3%	所得税	44	65	82	98
EBIT 增长率	-20.9%	34.6%	24.2%	20.0%	有效所得税率%	12.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-14.0%	16.9%	25.8%	20.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	316	369	464	558
资产负债率	35.9%	34.5%	35.8%	36.1%					
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.7	资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	货币资金	399	200	303	499
现金比率	0.3	0.1	0.2	0.3	应收账款及应收票据	381	515	633	755
经营效率指标					存货	734	865	1075	1275
应收账款周转天数	60.2	60.2	60.2	60.2	其它流动资产	582	689	712	771
存货周转天数	152.4	146.1	148.2	147.5	流动资产合计	2097	2268	2722	3299
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	长期股权投资	4	4	4	4
固定资产周转率	5.1	5.8	6.7	7.2	固定资产	514	554	589	684
					在建工程	199	319	319	269
					无形资产	482	699	945	1156
					非流动资产合计	1400	1745	2016	2262
现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3497	4013	4738	5561
净利润	316	369	464	558	短期借款	82	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	731	802	1003	1187
非现金支出	71	129	154	204	预收账款	296	394	477	572
非经营收益	16	0	-2	-2	其它流动负债	105	147	175	211
营运资金变动	184	-141	-38	-69	流动负债合计	1214	1343	1655	1970
经营活动现金流	587	357	579	691	长期借款	0	0	0	0
资产	-240	-492	-428	-446	其它长期负债	40	40	40	40
投资	-532	0	0	0	非流动负债合计	40	40	40	40
其他	6	2	2	2	负债总计	1254	1383	1695	2010
投资活动现金流	-766	-490	-426	-444	实收资本	170	237	237	237
债权募资	-163	-82	0	0	归属于母公司所有者权益	2243	2630	3044	3552
股权募资	4	68	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-66	-52	-50	-50	负债和所有者权益合计	3497	4013	4738	5561
融资活动现金流	-225	-67	-50	-50					
现金净流量	-404	-200	103	196					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 07 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 新洋丰,七彩化学,联瑞新材,东岳硅材,建龙微纳,皇马科技,梅花生物,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,山东赫达,浙江医药,百傲化学,泛亚微透,东来技术,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,浙江龙盛,双星新材,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,三友化工,雅本化学,中旗股份,苏博特,国光股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。