

化工

2019年10月29日

# 海利尔 (603639)

——业绩符合预期，原药制剂两手抓为公司带来持续增量

报告原因：有业绩公布需要点评  
**增持** (维持)

**市场数据：** 2019年10月28日

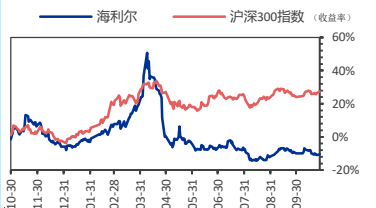
收盘价(元)	25.1
一年内最高/最低(元)	43.8/23.58
市净率	1.9
息率(分红/股价)	1.20
流通A股市值(百万元)	1374
上证指数/深证成指	2980.05/9801.87

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2019年09月30日

每股净资产(元)	12.97
资产负债率%	30.62
总股本/流通A股(百万)	170/55
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



**相关研究**

《海利尔(603639)点评：19Q1 制剂业务量升价跌，原药业务盈利不及预期》  
2019/04/26

**证券分析师**

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

**联系人**

王成强  
(8621)23297818×转  
wangcq@swsresearch.com

**投资要点：**

- **公司发布 2019 年三季报：**1-3Q2019 实现营业收入 19.67 亿元 (YoY+19.10%)，实现归母净利润 2.77 亿元 (YoY-12.76%)，其中 2019Q3 实现营收 5.37 亿元 (YoY+33.42%，QoQ-62.48%)，Q3 归母净利润 0.76 亿元 (YoY-0.89%，QoQ-62.14%)，业绩符合市场预期。
- **农药销售淡季叠加杀虫剂价格回落业绩环比下滑，吡唑醚菌酯持续放量业绩同比持稳。**公司主要杀虫剂原药产品吡虫啉、啶虫脒 19Q3 市场均价分别为 13.82 (YoY-25.09%，QoQ-11.52%)、15.25 (YoY-17.75%，QoQ-6.04%) 万元/吨，价格高位回落，导致公司 Q3 杀虫剂销售均价 (含制剂) 9.72 万元/吨 (YoY-42.22%，QoQ-5.59%)，叠加 Q3 销售淡季，杀虫剂销量环比下滑 24.63%，因此 Q3 公司杀虫剂板块营收环比下滑 28.85% 至 3.92 亿元；公司杀菌剂主要产品吡唑醚菌酯 18 年投产后产能利用率逐步上升，为公司杀菌剂板块同比贡献重要业绩增量，19Q3 杀菌剂 (含制剂) 销量 1349 吨 (YoY+738%，QoQ-24.25%)，价格方面 19Q3 吡唑醚菌酯市场均价为 20.35 (YoY-10.82%，QoQ+5.44%) 万元/吨，价格筑底回升，杀菌剂板块 19Q3 营收 1.03 亿元 (YoY+55.85%，QoQ-37.20%)；公司除草剂板块 (含制剂) 虽然销售均价环比增长 15.36% 至 3.48 万元/吨，但是销售淡季销量环比下滑 75.44% 至 680 吨，因此除草剂板块营收环比下滑 71.67% 至 2367 万元；肥料板块前三季度销售均价同比接近翻倍至 1.38 万元/吨，虽然销量同比降低 44%，该板块营收依然同比增长 28.72% 至 3466 万元。此外，农药原药行业景气下行导致公司前三季度毛利率水平同比下降 4.97pct 至 34.71%。
- **新烟碱杀虫剂价格企稳公司配套中间体盈利能力较强，二代烟碱类杀虫剂投产在即巩固公司行业龙头地位。**由于农药原药下游农化巨头补库存周期结束，叠加外部环境不利因素影响，公司新烟碱类杀虫剂主要产品吡虫啉、啶虫脒下游需求较弱，自 19 年初开始价格高位回落，截至 19 年 10 月中旬，吡虫啉、啶虫脒价格分别为 14、15.3 万元/吨，分别环比上 9 月均价基本持平，价格企稳，公司配套有 2500 吨 CCMP 产能，满足自用，公司烟碱类杀虫剂成本较低，盈利能力强于同业。公司自筹资金建设的二代烟碱类杀虫剂 2000 吨噻虫嗪与 1000 吨噻虫胺已经建设完成等待验收，项目投产后公司在新烟碱杀虫剂领域“质与量”均有提升，成为国内新烟碱杀虫剂产品种类最齐全，产能最大的烟碱类企业，行业龙头地位进一步巩固。
- **原药项目有序推进，制剂再添新规划，制剂、原药两手抓力争进入农药公司一线梯队。**公司 2000 吨丙硫菌唑与 500 吨呋虫胺原药项目预计 20 年上半年投产，海利尔是国内最早取得丙硫菌唑登记证的企业之一，目前价格在 40 万元左右，成本约 26 万，公司产品将主供出口，预计贡献重要业绩增量，呋虫胺是三代烟碱类杀虫剂投产后将进一步完善公司新烟碱类杀虫剂布局；此外，公司发布公告向全资子公司青岛奥迪斯增资 2.76 亿元建设合计 4.2 万吨水性化制剂项目，并设立青岛恒宁生物运作平度项目，制剂、原药两手抓有望迈入国内农药上市公司一线梯队。
- **盈利预测与投资评级：**维持“增持”评级，维持公司 2019-2021 年盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润 3.96、4.97、5.87 亿元，EPS 2.33、2.93、3.46 元，当前市值对应 PE 为 11X、9X、7X。
- **风险提示：**1) 项目进展不达预期；2) 产品价格大幅回落。

**财务数据及盈利预测**

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	2,191	1,967	2,465	3,024	3,358
同比增长率 (%)	37.9	19.1	12.5	22.7	11.0
归母净利润 (百万元)	367	277	396	497	587
同比增长率 (%)	28.4	-12.8	7.8	25.6	18.1
每股收益 (元/股)	2.17	1.63	2.33	2.93	3.46
毛利率 (%)	34.8	34.7	34.2	34.6	35.3
ROE (%)	18.8	12.6	14.9	14.8	13.2
市盈率	12		11	9	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,589	2,191	2,465	3,024	3,358
其中: 营业收入	1,589	2,191	2,465	3,024	3,358
减: 营业成本	997	1,430	1,621	1,978	2,174
减: 税金及附加	7	10	13	15	17
主营业务利润	585	751	831	1,031	1,167
减: 销售费用	101	128	163	206	222
减: 管理费用	70	113	96	124	131
减: 研发费用	49	91	102	125	139
减: 财务费用	26	-30	16	-1	-7
经营性利润	339	450	454	577	682
减: 资产减值损失	22	33	0	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	12	2	8	5	5
营业利润	328	421	464	584	690
加: 营业外净收入	9	2	0	0	0
利润总额	337	423	464	584	690
减: 所得税	51	56	68	87	103
净利润	286	367	396	497	587
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	286	367	396	497	587
全面摊薄总股本	120	169	170	170	170
每股收益 (元)	1.73	2.19	2.33	2.93	3.46

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。