

一季度稳定增长，期待常德项目发力

■事件：公司发布2017年一季度报，营收3.23亿元，同比增长20.5%，归属于上市公司股东的净利润645万元，同比增长45.53%。公司毛利率24%，环比同比均持平，公司三费率19%，相比四季度上升3个百分点，其中主要来源于管理费用率的提高（从10%上升到12%），根据农药协会信息，公司主要产品克百威等价格有波动但基本持平，我们判断公司主要收入增长来源行业需求复苏，产品市场销售量增长，带来业绩大幅增长。

■新品种需求前景广阔，期待常德项目发力。公司去年下半年推出非公开发行业预案，计划募集4.6亿元用于投资9000吨杂环农药及中间体以及4100吨绿色农药项目，品种包括硫双灭多威，邻羟基甲苯腈，CCMT，噻虫嗪，噻虫胺，吡啶啉菌酯，呋虫胺等；均为新型高效低毒农药及其中间体，未来市场需求前景广阔。根据公告，目前项目已经先行募资建设，预计三季度可以完工，公告预测年利润可达1.2亿元左右。

■股东认购凸显股票价值，员工持股优化内部激励。公司大股东海利集团及员工持股计划本次分别认购了6382万元（13.8%）及4999万元（10.82%），大股东认购凸显公司股票价值。员工持股构成完美激励链条，有利于提高内部治理水平，改善管理费用率较高现状。定增价格计划在7.53元/股，目前股价8.7元，凸显较高安全边际。

■光气资源构成产业壁垒。光气为农药关键原料，但由于剧毒被严格监管，据光气协会，全国仅38家光气生产企业。公司旗下海利贵溪及海利常德有万吨光气，构筑稀缺光气资源壁垒。

■投资建议：我们预计公司2017年-2019年的利润0.62，1.03，1.22亿元，EPS为0.16，0.27，0.31元，首次给予买入-A的投资评级，6个月目标价为11元。

■风险提示：新上项目产品市场价格不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,057.2	1,130.8	1,583.1	1,890.9	2,117.8
净利润	13.8	14.2	62.1	103.2	122.1
每股收益(元)	0.04	0.04	0.16	0.27	0.31
每股净资产(元)	2.29	2.34	3.31	3.57	3.89

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	208.4	202.6	54.8	33.0	27.9
市净率(倍)	3.8	3.7	2.6	2.5	2.3
净利润率	1.3%	1.3%	3.9%	5.5%	5.8%
净资产收益率	1.8%	1.8%	4.8%	7.4%	8.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	3.8%	4.3%	10.4%	14.6%	16.1%

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

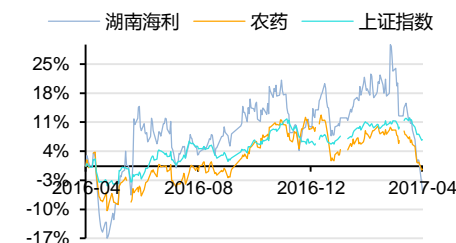
6个月目标价：11元

股价(2017-04-25) 8.76元

交易数据

总市值(百万元)	2,867.27
流通市值(百万元)	2,861.48
总股本(百万股)	327.31
流通股本(百万股)	326.65
12个月价格区间	7.68/12.02元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.72	-5.37	43.58
绝对收益	-6.08	-2.27	53.1

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040004

yuansc1@essence.com.cn

021-35082778

张汪强

报告联系人

zhangwq1@essence.com.cn

姬静远

报告联系人

jjy@essence.com.cn

相关报告

湖南海利：常德项目对公司改善弹性充足 2017-03-28

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,057.2	1,130.8	1,583.1	1,890.9	2,117.8	成长性					
减:营业成本	803.1	862.1	1,207.9	1,399.3	1,552.3	营业收入增长率	-7.0%	7.0%	40.0%	19.4%	12.0%
营业税费	2.3	8.8	1.3	6.8	8.6	营业利润增长率	62.6%	35.7%	290.3%	63.0%	24.5%
销售费用	54.2	54.8	61.7	66.2	67.8	净利润增长率	23.2%	2.9%	338.9%	66.1%	18.4%
管理费用	133.1	132.2	147.2	170.2	184.2	EBITDA 增长率	5.2%	12.6%	66.7%	51.4%	24.7%
财务费用	27.3	27.0	9.0	-2.3	-5.1	EBIT 增长率	6.0%	17.5%	142.4%	52.3%	23.6%
资产减值损失	9.4	8.2	9.0	8.9	8.7	NOPLAT 增长率	9.0%	15.6%	157.5%	52.3%	23.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.2%	5.8%	8.4%	12.6%	11.4%
投资和汇兑收益	0.4	0.5	2.0	0.9	1.1	净资产增长率	1.6%	3.5%	67.8%	13.2%	14.5%
营业利润	28.1	38.2	149.0	242.8	302.4	利润率					
加:营业外净收支	2.2	4.4	-2.0	5.0	5.0	毛利率	24.0%	23.8%	23.7%	26.0%	26.7%
利润总额	30.4	42.6	147.0	247.8	307.4	营业利润率	2.7%	3.4%	9.4%	12.8%	14.3%
减:所得税	8.6	12.5	36.8	62.0	76.8	净利润率	1.3%	1.3%	3.9%	5.5%	5.8%
净利润	13.8	14.2	62.1	103.2	122.1	EBITDA/营业收入	11.1%	11.7%	13.9%	17.6%	19.6%
						EBIT/营业收入	5.2%	5.8%	10.0%	12.7%	14.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	227	196	135	139	164
						流动资产周转天数	74	88	59	40	38
						流动资本周转天数	278	269	201	194	194
						应收账款周转天数	73	86	76	79	81
						存货周转天数	115	99	61	50	47
						总资产周转天数	601	585	453	438	436
						投资资本周转天数	362	352	270	250	249
						投资回报率					
						ROE	1.8%	1.8%	4.8%	7.4%	8.1%
						ROA	1.2%	1.7%	5.1%	7.6%	8.6%
						ROIC	3.8%	4.3%	10.4%	14.6%	16.1%
						费用率					
						销售费用率	5.1%	4.8%	3.9%	3.5%	3.2%
						管理费用率	12.6%	11.7%	9.3%	9.0%	8.7%
						财务费用率	2.6%	2.4%	0.6%	-0.1%	-0.2%
						三费/营业收入	20.3%	18.9%	13.8%	12.4%	11.7%
						偿债能力					
						资产负债率	56.4%	53.9%	35.0%	34.7%	32.2%
						负债权益比	129.1%	117.1%	53.8%	53.1%	47.6%
						流动比率	0.96	1.00	1.69	1.65	1.68
						速动比率	0.59	0.66	1.23	1.25	1.27
						利息保障倍数	2.03	2.42	17.64	-106.39	-58.23
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	21.8	30.1	62.1	103.2	122.1	EPS(元)	0.04	0.04	0.16	0.27	0.31
加:折旧和摊销	61.9	67.0	62.3	92.9	118.6	BVPS(元)	2.29	2.34	3.31	3.57	3.89
资产减值准备	9.4	8.2	-	-	-	PE(X)	208.4	202.6	54.8	33.0	27.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.7	2.6	2.5	2.3
财务费用	27.5	27.5	9.0	-2.3	-5.1	P/FCF	44.1	-31.4	-7.5	-74.4	-41.9
投资损失	-0.4	-0.5	-2.0	-0.9	-1.1	P/S	2.7	2.5	2.2	1.8	1.6
少数股东损益	8.0	15.9	48.1	82.7	108.4	EV/EBITDA	35.6	29.0	15.2	10.2	8.3
营运资金的变动	3.7	64.2	92.4	1.4	-27.1	CAGR(%)	104.3%	97.2%	79.8%	104.3%	97.2%
经营活动产生现金流量	104.6	136.1	271.9	276.9	315.8	PEG	2.0	2.1	0.7	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-241.6	-120.2	-248.0	-249.1	-248.9	ROIC/WACC	0.4	0.4	1.0	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	178.9	-40.5	29.2	9.1	-39.7	REP	10.7	8.2	2.7	1.7	1.4

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

袁善宸声明，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。

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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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