

# 湖南海利 (600731)

## 定增过会，发展空间打开 买入（首次）

2017年6月4日

### 投资要点

■ **丁硫克百威、硫双灭多威有望盘活存量：**公司是国内最大的氨基甲酸酯类农药生产企业，关键中间体自我配套，主要产品市占率很高。受制于主要品种毒性较大，市场份额出现下滑。随着丁硫克百威、硫双灭多威的成功开发，氨基甲酸酯类农药下滑的局面初步得到控制，存量业务有望盘活。

■ **斥资 8.4 亿元，打造杂环类农药、环境友好农药。**湖南海利目前的营收在 11-12 亿元左右，如果 8.4 亿元的投资全部达产，预计营业收入在 15-20 亿元左右，基本是现有体量的 1 倍。拟发展品种大多为大吨位原药品种，公司有意复制氨基甲酸酯类农药的生产经验，强调关键中间体的自我配套。品种从杀虫剂，向杀虫剂、杀菌剂并重，即使是杀虫剂，也强调产品的系列化、层次化。

■ **公司在光气衍生物方面储备丰富，具备放量可能。**公司现有光气的总产能接近 5 万吨左右，产能冗余度较大。常德基地拟发展的光气衍生物，比如间苯二甲酰氯、二甘醇双碳酸烯丙酯、聚碳酸酯、氨基酸保护剂都是具有战略意义的新材料中间体，其产业化进程值得关注。

■ **定增过会，后市可看高一线。**17 年 4 月 27 日，公司的非公开发行股票通过发审委的审核。该项目计划募集资金 4.62 亿元，发展杂环农药及其中间体，环境友好农药等，其中员工持股计划计划以 7.53 元/股，合计认购金额 4999.99 万元，认购对象包括董事刘卫东、黄明智、刘正安和蒋卓良、监事龚小波、左巧丽和丁民以及公司高管和其他核心业务骨干员工。

### 投资建议

预计公司 17-19 年净利润为 0.53、1.57 和 2.64 亿元，EPS（考虑定增实施）为 0.14、0.40 和 0.68 元，PE 为 61X、20X 和 12X，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 10.00 元，对应 18 年 25 倍 PE。

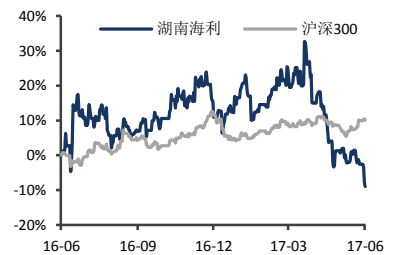
**风险提示：**杀虫剂的需求存在年际波动。株洲、贵溪基地不在化工园区内部，发展有不确定性。

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1131	1283	1794	2287
(+/-) (%)	7%	13%	40%	27%
净利润（百万元）	14	53	157	264
(+/-) (%)	3%	272%	199%	68%
每股收益（元）	0.04	0.14	0.40	0.68
P/E	190.8	60.9	20.4	12.2

资料来源：Wind，东吴证券研究所

证券分析师 沈晓源  
执业证号：S0600517030002  
021-60199761  
shenxy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.25
一年最低/最高价	7.93/12.45
市净率(倍)	3.49
流通市值(百万元)	2,694.89

### 基础数据

每股净资产	2.36
资产负债率	54.16
总股本(百万股)	327.31
流通股本(百万股)	326.65

### 相关研究

## 目 录

<b>1. 公司概况</b> .....	<b>4</b>
<b>1.1. 公司现有四个生产基地，其中常德基地是公司核心业务集中点</b> .....	<b>4</b>
1.1.1. 贵溪公司有光气生产资质，主要生产氨基甲酸酯类农药.....	4
1.1.2. 株洲公司主要生产生产呋喃酚和邻仲等精细化工中间体.....	4
1.1.3. 涿州公司主要是种衣业务.....	5
1.1.4. 常德公司是公司重点打造的业务中心.....	5
<b>1.2. 农药产品和精细化工品构成公司主营的主要收入部分</b> .....	<b>5</b>
<b>2. 硫双灭多威和丁硫克百威有望盘活现有的氨基甲酸酯类农药</b> .....	<b>6</b>
<b>2.1. 氨基甲酸酯类农药在杀虫剂中的市场份额或稳步下降</b> .....	<b>6</b>
<b>2.2. 公司是国内氨基甲酸酯类农药生产基地</b> .....	<b>7</b>
<b>2.3. 氨基甲酸酯类农药份额下滑，但是细分品种仍有亮点</b> .....	<b>8</b>
<b>2.4. 公司在氨基甲酸酯类农药中的地位逐步强化</b> .....	<b>9</b>
<b>3. 发展大吨位农药，为市值上台阶奠定基础</b> .....	<b>9</b>
<b>3.1. 烟碱类杀虫剂是公司杀虫剂的升级方向，但要关注蜂毒问题的影响</b> .....	<b>10</b>
3.1.1. 噻虫嗪的市场体量堪比吡虫啉，关键在中间体 .....	10
3.1.2. 噻虫胺可以简单认为是噻虫嗪的升级产品 .....	10
3.1.3. 呋虫胺属于第三代烟碱类杀虫剂 .....	11
3.1.4. 2-氯-5-氯甲基噻唑是第二代新烟碱类杀虫剂的关键中间体.....	11
<b>3.2. 中间体的生产是农药生产的核心竞争力</b> .....	<b>11</b>
<b>3.3. 大吨位、多层次、一体化或是公司的战略发展思路</b> .....	<b>11</b>
<b>3.4. 光气衍生物领域值得期待</b> .....	<b>12</b>
<b>4. 定增过会，资本市场和公司员工利益基本一致</b> .....	<b>12</b>
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>13</b>
<b>5.1. 核心假设</b> .....	<b>13</b>
<b>5.2. 盈利预测</b> .....	<b>13</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图目录

图 1: 公司的主营收入构成.....	6
图 2: 公司主要营业板块的毛利率的变化.....	6
图 3: 湖南海利历史 PE Band.....	13
图 4: 湖南海利历史 PB Band .....	13

## 表目录

表 1: 主要杀虫剂的种类以及优点缺点.....	7
表 2: 主要杀虫剂的种类以及优点缺点.....	8
表 3: 主要杀虫剂的种类以及优点缺点.....	9

## 1. 公司概况

湖南海利（600731）总部位于湖南长沙，成立于 1994 年，以湖南化工研究院为主发起设立的定向募集股份有限公司，1996 年经湖南省省政府同意发行 1300 万股在 A 股上市。湖南化工研究院创建于 1951 年，是一个具有五十多年农药技术研究开发经验的科研单位，主要从事农药、精细化工、无机功能材料等领域新技术、新产品的研究开发和工程设计。

上市以后，湖南海利先后控股或兼并了省内外五家企业，公司现有湖南常德、湖南株洲、江西贵溪以及河北涿州（控股 51%）四个生产基地。这些基地的农药品种主要是一些氨基甲酸酯类农药，主导产品克百威、残杀威、甲萘威、呋喃酚、邻仲丁基酚等在国内外拥有较高的市场占有率。整体而言，这些品种不是毒性较大，就是品种较小，企业发展遇到瓶颈。

除了杀虫剂外，公司也在高效除草剂、杀菌剂、光气化产品和其他精细化工产品也有储备和布局。

目前公司控股股东为海利集团，海利集团是由湖南省人民政府国有资产监督管理委员会全资控股。

2014 年开始，公司的业务开始向杂环类农药、杀菌剂等方向拓展，先后计划斥资 8.4 亿元建设一批杀虫剂、杀菌剂品种，相比传统的氨基甲酸酯类农药，这些杀虫剂、杀菌剂多为大吨位品种或者低毒品种，具有一定的发展潜力和空间。

### 1.1. 公司现有四个生产基地，其中常德基地是公司核心业务集中点

公司本部位于长沙，主要是管理、科研职能。此外，有贵溪、株洲、涿州以及常德四个生产基地，贵溪、株洲基地都距离城区偏近，不在化学工业园区内，企业发展空间受到压缩，常德基地具备一定的发展潜力和空间，是公司未来比较重要的生产基地，也是公司拟发展的杂环一期、杂环二期以及环境友好农药项目实施地。

#### 1.1.1. 贵溪公司有光气生产资质，主要生产氨基甲酸酯类农药

贵溪化工农药有限公司为湖南海利控股子公司，持股 77.42%。

该生产基地原占地面积 330 亩，15 年底新征地 250 亩左右。

该基地有年产 2 万吨的光气产能，以及配套建设的甲基异氰酸酯生产装置。

下游产品主要是甲萘威（3000 吨）、灭多威、仲丁威（2500 吨）、异丙威原药，以及 1 万吨的制剂产品。

#### 1.1.2. 株洲公司主要生产生产呋喃酚和邻仲等精细化工中间体

株洲精细化工有限公司是湖南海利的全资子公司。

该基地占地面积 200 亩左右。

该基地主要是生产呋喃酚和邻仲等精细化工中间体。目前有 3000 吨呋喃酚、500 吨 4-TBC（对叔丁基邻苯二酚），1000 吨邻异丙基酚，1500/3500 两套邻仲丁基酚生产

线。

呋喃酚是呋喃丹的主要原料，可以进而合成克百威、丁硫克百威。邻异丙基苯酚是合成异丙威、叶蝉散的中间体。邻仲丁基酚 5000 吨主要是合成仲丁威的中间体生产线。

### 1.1.3. 涿州公司主要是种衣业务

北农（海利）涿州种衣剂有限公司是湖南海利的控股子公司，持股 51%。

该基地现有生产种衣剂 5,000 吨，颗粒剂 5,000 吨，超微农药剂型 1,000 吨，胶悬剂农药 1,000 吨。

### 1.1.4. 常德公司是公司重点打造的业务中心

湖南海利常德农药化工有限公司是湖南海利的全资子公司。

该基地占地面积 256 亩，现有 3 万吨光气生产装置，主要生产乐果（10000 吨）、杀虫双以及甲基嘧啶磷（1000 吨）等杀虫剂。

2011 年 1 月，常德基地开始建设万吨级氨基甲酸酯类农药环保技改项目（一期工程）。该项目达产后，常德公司将具有 1000 吨/年残杀威、4000 吨/年好安威、5000 吨/年仲丁威、3000 吨/年异丙威、10000 吨/年碳酸氯生产能力。

2014 年 4 月，常德基地开始建设杂环农药及其中间体产业化基地建设项目（一期工程）。计划投资 14905 万元，建设 4000 吨硫双灭多威，目前该装置已经建成，处于调试状态。

2015 年 10 月，常德基地计划开始建设杂环农药及其中间体产业化基地建设项目（二期工程）。计划投资 27702 万元，建设 800 吨/年噻虫嗪、1200 吨/年噻虫胺、2000 吨/年中间体 2-氯-5-氯甲基噻唑、1000 吨/年邻羟基苯甲腈。目前邻羟基苯甲腈已经建成，处于调试状态，其他装置应该还在工艺优化、定型阶段。

2016 年 3 月，公司启动环境友好型农药生产装置建设项目，计划投资 4.165 亿元，建设原药 100 吨硫氟肟醚，100 吨氯溴虫腈，200 吨噁虫威，1,000 吨呋虫胺，500 吨吡啶啉酯，2,000 吨丁硫克百威，200 吨乙嘧酚以及 1,500 吨悬浮剂（25%吡啶啉酯、25%啉啉酯、20%呋虫胺、22.4%螺虫乙酯），1,000 吨水分散粒剂（可湿性粉剂）（其中水分散粒剂为 50%吡啶啉、60%呋虫胺；可湿性粉剂为 75%硫双威、80%噁虫威），5,000 吨颗粒剂（5%丁硫克百威、5%丙硫克百威）以及配套设施。

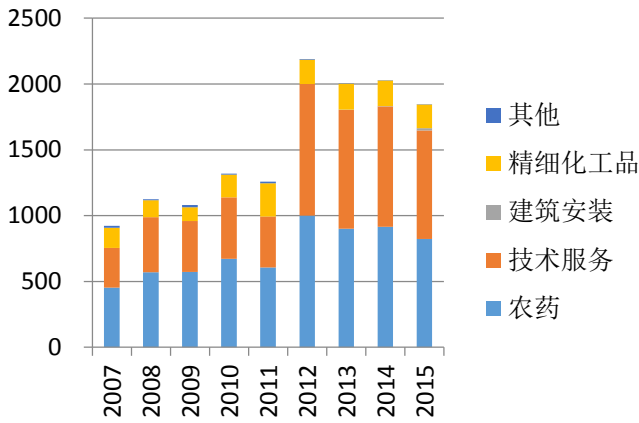
## 1.2. 农药产品和精细化工品构成公司主营的主要收入部分

农药和精细化工品构成公司的主要主营，农药和精细化工品的分别占营业收入的 45% 和 10%。

受困于农药品种老化，农药的毛利基本稳定在 20% 附近。

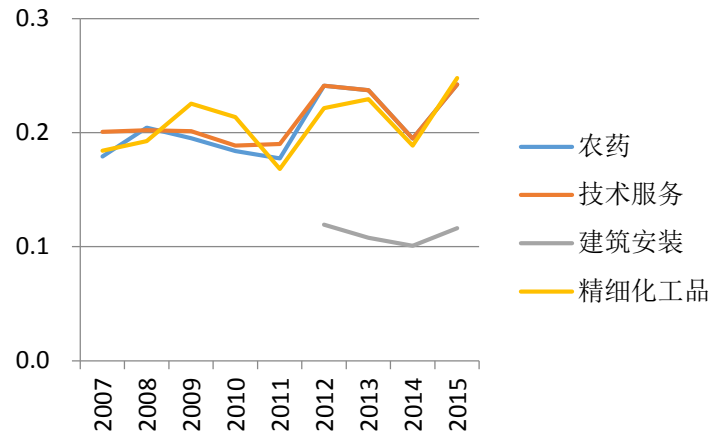
精细化工品因为多为定制类产品，毛利稳定在 25% 左右。

图1：公司的主营收入构成



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：公司主要营业板块的毛利率的变化



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

## 2. 硫双灭多威和丁硫克百威有望盘活现有的氨基甲酸酯类农药

氨基甲酸酯类杀虫剂是上世纪 50~60 年代发展起来的有机合成杀虫剂，在 1980 年后已成为和有机磷、拟除虫菊酯并驾齐驱的三大类杀虫剂之一。1990 年以后，由于拟除虫菊酯类杀虫剂的迅速发展及新烟碱类、杂环类杀虫剂的大量出现，氨基甲酸酯类杀虫剂在整体市场中的相对比重有所下降。

但是需要指出，氨基甲酸酯类农药的市场萎缩，主要是一些高毒品种，比如克百威、涕灭威和灭多威的萎缩，一些低毒产品，比如丁硫克百威、硫双灭多威等，业务前景可看高一线。

具体到湖南海利，在硫双灭多威和丁硫克百威产业化之前，公司的氨基甲酸酯类农药一直受到大吨位品种市场下滑，小吨位品种撑不起量的困扰，但是随着硫双灭多威和丁硫克百威的推出，预计这一局面可以得到缓解。

### 2.1. 氨基甲酸酯类农药在杀虫剂中的市场份额或稳步下降

杀虫剂的发展先后经历了有机氯、有机磷、氨基甲酸酯类、拟除虫菊酯类和新烟碱类五大阶段。

目前，有机磷和氨基甲酸酯类杀虫剂正快速萎缩。拟除虫菊酯类、沙蚕毒素类杀虫剂虽仍被关注，但未来将逐步被淘汰。新烟碱类、苯甲酰脲类、酰胺类、嘧啶胺类、大环内酯类、杂环类、双酰胺类等杀虫剂正在逐渐壮大。



表1：主要杀虫剂的种类以及优缺点

种类	杀虫机理	杀虫活性	抗药性	哺乳动物毒性	残留	
有机氯	侵害神经系统和实质性器官的毒物使神经系统高度兴奋引起抽搐，并损害神经细胞和肝脏	较高	较强	高	高	58年硫丹
有机磷	吸附昆虫体内的胆碱酯酶，使传导昆虫神经冲动的乙酰胆碱无法正常水解，干扰神经冲动的正常传导，诱发神经毒素，导致昆虫死亡	较高	较强	较高	较高	65年毒死蜱
氨基甲酸酯	与有机磷类似	较高	较慢、低	适中	较低	甲萘威50年代末
拟除虫菊酯类	破坏轴突离子通道，影响神经功能的神经毒剂	高	强	低	低	73年氯菊酯
烟碱类	作为激动剂作用于神经后突触烟碱乙酰胆碱受体	高	强	低	低	91年吡虫啉

资料来源：东吴证券研究所整理

根据 Phillips McDougall 出版的<Agri Service. Products Section-2014 Market>，氨基甲酸酯类农药在农药中的份额大约 6.7%，市场份额 12.41 亿美元。预计到 2019 年会下降到 5.4%，销售额 11.3 亿美元，市场前景看淡。

但是需要指出，氨基甲酸酯类农药的市场萎缩，主要是一些高毒品种，比如克百威、涕灭威和灭多威的萎缩，一些低毒产品，比如丁硫克百威、硫双灭多威等，业务前景可看高一线。<Agri Service. Products Section-2014 Market>预计，14-19 年丁硫克百威的行业增速基本在 10.4%，灭多威的增速有可能维持在 13.2%。

## 2.2. 公司是国内氨基甲酸酯类农药生产基地

氨基甲酸酯类农药是公司的起家产品，目前原药生产主要在常德基地和贵溪基地，中间体主要是在株洲基地生产。

公司的氨基甲酸酯类农药品种齐全，主要产品有克百威、仲丁威、异丙威、残杀威、丁硫克百威、丙硫克百威、灭多威、甲萘威等等。主要产品国内的市场占有率非常高，残杀威市场占有率 100%，克百威市场占有率 70%、仲丁威市场占有率 75%、甲萘威原药市场占有率 65%。氨基甲酸酯类农药的关键原料吡喃酚的市场占有率 80%、邻仲丁基酚市场占有率 82%。

氨基甲酸酯类杀虫剂是上世纪 50~60 年代发展起来的有机合成杀虫剂，在 1980 年后已成为和有机磷、拟除虫菊酯并驾齐驱的三大类杀虫剂之一。1990 年以后，由于拟除虫菊酯类杀虫剂的迅速发展及新烟碱类、杂环类杀虫剂的大量出现，氨基甲酸酯类杀虫剂在整体市场中的相对比重有所下降。

目前，欧美发达国家已经开始禁止氨基甲酸酯类杀虫剂中的高毒品种的使用。中国于 2012 年 1 月 12 日起停止受理克百威、灭多威、涕灭威等原药的生产，2020 年禁止使用涕灭威、克百威、甲拌磷、甲基异硫磷、氧乐果和水胺硫磷等高毒农药。

受困于克百威、灭多威毒性偏大，相关产品存在开工率偏低的现象，根据公司年报披露，16 年克百威的开工率 68%，灭多威的开工率只有 44%。

表2：主要杀虫剂的种类以及优缺点

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能及投资情况
克百威 (合计)	6500吨/年	68%	无
灭多威	5500吨/年	44%	无
残杀威	1000吨/年	100%	无
呋喃酚	3400吨/年	63%	无
甲萘威	3000吨/年	84%	无
邻仲丁基酚	7000吨/年	65%	无
丁硫	1000吨/年	85%	无
噻啉醇	900吨/年	93%	无
甲托	2300吨/年	86%	无
晶体乐果	2000吨/年	60%	无

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

### 2.3. 氨基甲酸酯类农药份额下滑，但是细分品种仍有亮点

氨基甲酯类杀虫剂高毒，但是没有残留，不易产生抗性，具有其他杀虫剂无法替代的防治效果。不仅如此，氨基甲酸酯类农药价格低廉，对于发展中国家，比如印度、巴基斯坦、南美和非洲地区而言，有一定的吸引力。正因为如此，几年氨基甲酸酯类杀虫剂一直维持在 10 亿美元附近，并未表现出快速萎缩的趋势。<Agri Service. Products Section-2014 Market>预计，灭多威的增速有可能维持在 13.2%。

其次，技术进步也使得氨基甲酸酯类农药有较强的生命力。以克百威为例，其低毒衍生物有丁硫克百威、丙硫克百威。以灭多威为例，其低毒产品有硫双灭多威等，这些新品种的毒性只有原产品的十分之一。这些新产品的出现较好稳定了整个氨基甲酸酯类杀虫剂市场规模。<Agri Service. Products Section-2014 Market>预计，14-19 年丁硫克百威的行业增速基本在 10.4%。



表3: 主要杀虫剂的种类以及优点缺点

	2014 销售 额, 亿美元	开发时间/ 年	使用剂量 /g hm-2	生产者	商品名	主要适用作物	14-19 增 速, %
灭多威	3.25	1966	125~8000	杜邦、安道 麦、Sinon	Lannate	水果、蔬菜、玉米、大豆、 棉花	13.2
克百威	2.25	1967	150~ 11000	富美实、安 道麦、Rallis	Furadan	大豆、非农用、谷物、水 果、蔬菜、水稻	0.5
杀螟丹	1.4	1965	400~4000	Takeda、 Sundat	Padan	水稻、水果、蔬菜、棉花	4
丁硫克百 威	1.15	1979	150~3000	富美实、拜 耳、安道麦	Marshall	水果、蔬菜、棉花、非农 用、水稻	10.4

资料来源: 东吴证券研究所整理

## 2.4. 公司在氨基甲酸酯类农药中的地位逐步强化

总体看, 氨基甲酸酯类杀虫剂新化合物和新工艺技术已呈现出成熟期的特征, 因市场有限, 专利增长速度缓慢, 新进入企业开始趋缓。

氨基甲酸酯类农药生产过程中需要使用光气。光气生产存在很高的准入门槛。截至 2015 年, 全国仅有 38 家企业拥光气资质, 公司下属五家生产企业中有两家具有光气资源, 合计拥有 5 万吨光气产能。工信部从 2012 年 1 月 12 日起, 已经停止受理克百威、灭多威、涕灭威等农药产品生产批准证书的企业申请, 供给开始收缩, 行业秩序明显好转。

由于公司是国内唯一拥有氨基甲酸酯类农药关键中间体生产技术的企业, 在这样一个存量市场中占据有利位置, 市场地位预计会不断增强。

从 17 年一季报披露的生产数据看, 一季度灭多威生产了 1003 吨, 接近去年半年的产量, 克百威生产了 1520 吨, 约占去年产量的 34%。我们认为大部分的灭多威可能转产硫双灭多威, 大部分的克百威可能去转产丁硫、丙硫克百威。此外, 低毒品种有望开始放量, 盘活现有存量业务。

## 3. 发展大吨位农药, 为市值上台阶奠定基础

从 2013 年开始, 公司就一直致力于进行升级。简单概括, 产业升级的方向是从氨基甲酸酯类农药向杂环农药发展, 从原药向关键中间体发展, 从简单生产杀虫剂为主到逐步向大吨位杀菌剂、除草剂发展。

纵观国内农药上市企业, 成功做大的关键都在于掌握特定的大吨位原药品种的关键生产技术, 凭借先进的环保技术和产品质量管控成功对接全球农药巨头。近年来, 随着环保力度的收紧, 众多的小型、分散原药生产企业前景充满不确定, 农药生产、流通环节存在整合的契机, 只有环保没有问题、农药残留没有问题的企业将会脱颖而出。

湖南海利是我国六大农药研究机构, 也是国家南方农药创制中心湖南基地, 在这方面显然处于先机。

湖南海利目前的销售额在 11-12 亿元左右, 由于管理费用较高、人员冗余, 营业利

润有限。公司拟发展的杂环类农药、环境友好农药计划投资 8.4 亿元，按照行业经验匡算，产值基本在 15-20 亿元，基本相当于再造两个海利。

### 3.1. 烟碱类杀虫剂是公司杀虫剂的升级方向，但要关注蜂毒问题的影响

烟碱类杀虫剂是一类和尼古丁相关的神经活性的杀虫剂的总称，这种杀虫剂源于植物源农药烟碱。

烟碱类杀虫剂的代表性产品就是 20 世纪 80 年代中期拜耳开发的吡虫啉，烟碱类杀虫剂以独特新颖的作用方式、良好的根部内吸性、低哺乳动物毒性、高效、广谱和对环境相容性好等特点而广受欢迎，是国外各大农药公司相继研发的热点。在之后 10 年，又涌现出 6 个新烟碱杀虫剂：啶虫脒（日本曹达）、烯啶虫胺（日本武田）、噻虫嗪（先正达）、噻虫啉（拜耳）、噻虫胺（武田/拜耳）、呋虫胺（三井化学）。

新烟碱类杀虫剂代际划分主要依据其化学结构，与杀虫活性无关。第一代因含氯代吡啶基团而被称为氯代烟碱类（如吡虫啉、烯啶虫胺、啶虫脒等），第二代因噻唑基团被称为噻唑烟碱类（噻虫嗪、噻虫胺、噻虫啉、氯噻啉等），第三代因含四氢呋喃基团而被称为呋喃烟碱类（呋虫胺等）。

新烟碱类杀虫剂中的前五大产品分别为：噻虫嗪、吡虫啉、噻虫胺、啶虫脒和噻虫啉，这些产品 2014 年的总销售额为 32.20 亿美元，代表了新烟碱类杀虫剂的 96.3%。如果加上呋虫胺和烯啶虫胺，则构成了新烟碱类杀虫剂的全部 7 个商品化的品种。

根据 Phillips McDougall 出版的《Agri Service. Products Section-2014 Market》，2014 年新烟碱类杀虫剂的市场销售额 33.45 亿美元，14-19 年的增速为 0.4%。

公司的杂环类农药的产业化始于 2013 年，技术储备更早一些。目前公司拟重点发展的主要是 800 吨噻虫嗪，1200 吨噻虫胺（含 2000 吨 2-氯-5-氯甲基噻唑）和 1000 吨呋虫胺。

#### 3.1.1. 噻虫嗪的市场体量堪比吡虫啉，关键在中间体

与第一代新烟碱类杀虫剂相比，噻虫嗪分子结构中由于引入了氯噻唑结构，拓宽了杀虫谱，提高了生物活性，被誉为第二代新烟碱类化合物中的杰出代表。

由于噻虫嗪施药方式多样，所以它不但防治地面害虫，而且可以防治地下害虫。噻虫嗪还有一个其他杀虫剂无法比拟的优势，那就是，它可以激活植物抗逆性蛋白，使作物茎秆和根系更加健壮，使植株健壮生长。

噻虫嗪的重要市场在巴西、加拿大、美国、法国、阿根廷和日本等。根据 Phillips McDougall 出版的《Agri Service. Products Section-2014 Market》，2014 年新烟碱类杀虫剂的市场销售额 11.8 亿美元，14-19 年的增速为 9.6%。

噻虫嗪的问题有三个，首先，噻虫嗪的自身抗性以及与其他烟碱类杀虫剂的交互抗性问题，其次是噻虫嗪对蜜蜂和其他传粉昆虫的危害，最后是噻虫嗪的价格不断下滑，现在盈利性一般，成本 7 万左右，产成品价格 10 万左右。

#### 3.1.2. 噻虫胺可以简单认为是噻虫嗪的升级产品

2002 年，噻虫胺由日本武田株式会社（现住友化学）引入日本市场。其后，拜耳开

发了噻虫胺的种子处理剂，带动了噻虫胺市场的增长。

噻虫胺、噻虫嗪的作用机制一样，但是噻虫嗪便宜些，可以认为噻虫胺就是噻虫嗪的升级版。这类药物的活性较高，和常规农药（拟除虫菊酯、有机氯、有机磷，氨基甲酸酯类农药）不存在交互抗性；对昆虫的选择性强，和作物的兼容性好，不仅对刺吸式昆虫有效果，对咀嚼式昆虫也有效果；

根据 Phillips McDougall 出版的《Agri Service. Products Section-2014 Market》，2014 年新烟碱类杀虫剂的市场销售额 4.6 亿美元，14-19 年的增速为 7.2%。

### 3.1.3. 呋虫胺属于第三代烟碱类杀虫剂

呋虫胺由日本三井公司 1998 年开发的第三代烟碱杀虫剂，2002 年在日本上市。

呋虫胺与其他烟碱类杀虫剂的结构有所不同，它用四氢呋喃基取代了以前的氯代吡啶基、氯代噻唑基，并不含有卤族元素；同时在性能方面也与烟碱杀虫剂有所不同，所以称为“呋喃烟碱”。该产品不仅具有触杀、胃毒和根部内吸活性；而且还具有内吸性强、杀虫谱广、用量少、活性高、速效性好、持效期长等特点。药剂对哺乳动物、鸟类及水生生物十分安全，对作物无药害，可用于水稻、果树、蔬菜等众多作物的多种半翅目害虫和其他害虫，对刺吸口器害虫有优异的防效。

### 3.1.4. 2-氯-5-氯甲基噻唑是第二代新烟碱类杀虫剂的关键中间体

随着噻虫嗪和噻虫胺需求量的增长，其中间体 CCMT 的需求也将不断增长，每吨噻虫嗪生产消耗 0.8 吨 CCMT，每吨噻虫胺生产消耗 0.86 吨 CCMT。而目前国内 CCMT 的生产规模远不能满足市场的需求，生产工艺也相对落后，表现为产品纯度和国际水平有一定的差距。

## 3.2. 中间体的生产是农药生产的核心竞争力

常德杂环二期的建设项目有 1000 吨邻羟基苯甲腈（配套噻菌酯）生产装置。

邻羟基苯甲腈是噻菌酯的中间体，噻菌酯是先正达公司开发的第一个商品化的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，其高效、广谱，对几乎所有的真菌界病害均有良好的活性。

2011 年以来，随着噻菌酯的专利保护期期满，农药杀菌剂噻菌酯市场激增，对中间体邻羟基苯甲腈的需求量迅速增加。

2014 年全球噻菌酯消费量将达到 14,000 吨左右，以噻菌酯对邻羟基苯甲腈的单耗 0.3 测算，全球邻羟基苯甲腈的市场容量约在 5000 吨左右。

目前国内邻羟基苯甲腈的产品质量和国际水平有一定的差距，导致噻菌酯生产过程三废排放较多，农残问题无法解决，出口的噻菌酯生产企业所需要的邻羟基苯甲腈基本依赖进口。

湖南海利是国内最早从事噻菌酯产业化的科研机构，并且也进行了相关技术的技术转让。进入邻羟基苯甲腈对于发挥比较优势具有重要的产业意义。

## 3.3. 大吨位、多层次、一体化或是公司的战略发展思路

公司是中国为数不多的农药原药研发中心。由于机制不活，除灭多威、克百威外，

公司过去的原药品种侧重为小品种，少竞争的原药。

随着机制逐步理顺，公司逐步开始发展一些大吨位的品种。其中，常德环境友好型农药建设项目中大部分品种都是一些小品种原药，但是也有很有发展潜力的原药，比如 500 吨吡唑啉菌酯、1000 吨呋虫胺。

和啉菌酯一样，吡唑啉菌酯也是甲氧基丙烯酸酯类化合物。经过多年的发展，吡唑啉菌酯成为市场容量仅次于啉菌酯的杀菌剂。2014 年，吡唑啉菌酯的全球销售额 10 亿美元。2015 年 6 月 20 日，吡唑啉菌酯的 PCT、欧洲和中国专利到期。国内的杀菌剂产业发展迎来契机。但是吡唑啉菌酯的生产过程流程较长，污染管控难度较大，因此，虽然国内多家企业宣称解决了吡唑啉菌酯的产业化问题，但是实际上吡唑啉菌酯的价格一直居高不下。

作为国家级农药创制中心，公司在中间体的清洁生产有很丰富的经验，公司拟发展的品种都强调一体化的生产经营，相关的大吨位品种的中间体，比如灭多威肟、3-四氢呋喃甲胺以及邻羟基苯甲腈都强调自我配套。

除了强调产品的吨位外，公司拟发展的产品较大丰富了产品的层次。以杀虫剂为例，公司在发展噻虫嗪、噻虫胺、呋虫胺的同时，也在未雨绸缪，打造螺虫乙酯、螺甲螨酯产业，平衡产业发展的系统性风险。

### 3.4. 光气衍生物领域值得期待

公司现有贵溪、常德两个生产基地，光气的总产能接近 5 万吨左右。

1 吨氨基甲酸酯类农药（活性成分）需要大约 400kg 的 MIC（涕灭威为 465kg，克百威为 335kg），1 吨 MIC 消耗光气约 1.3 吨。以此推算，1 万吨氨基甲酸酯类农药需要 5000 吨以上的光气产能，目前的产能冗余度较大。

从环保部门查得的资料看，公司在常德基地投资 7084 万元，设计年产邻异丙氧基酚 1000 吨、间苯二甲酰氯 2000 吨、二甘醇双碳酸烯丙酯 5000 吨、聚碳酸酯 500 吨、氨基酸保护剂 500 吨，副产盐酸 6789.6 吨/年。工程拟分三期建设，一期工程为邻异丙氧基酚建成达产，二期工程为间苯二甲酰氯建成达产，三期工程为二甘醇双碳酸烯丙酯、聚碳酸酯、氨基酸保护剂建成达产。

邻异丙氧基酚系残杀威的中间体，略过不予讨论。间苯二甲酰氯以及二甘醇双碳酸烯丙酯都是具有战略意义的新材料中间体，其产业化进程值得关注。

## 4. 定增过会，资本市场和公司员工利益基本一致

2016 年公司非公开发行募资建设环境友好型农药建设项目。

发行对象为海利集团、湖南国经、瑞丰林投资、尚锦置业、永超投资、及招证资管-同赢之湖南海利 1 号。其中，招证资管-同赢之湖南海利 1 号员工持股计划定向资产管理计划由湖南海利化工股份有限公司第一期员工持股计划全额认购，其中员工持股计划合计认购金额 4999.99 万元，共计 6640100 股，认购对象包括董事刘卫东、黄明智、刘正安和蒋卓良、监事龚小波、左巧丽和丁民以及公司高管和其他核心业务骨干员工。

17 年 4 月 27 日，公司的环境友好型农药建设项目非公开募集资金通过发审委的审



核。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 核心假设

杂环一期农药 17 年三季度投产，杂环二期的邻羟基苯甲腈 17 年三季度投产。

其他的品种预计 18 年到 19 年逐步释放产能。

### 5.2. 盈利预测

基于以上假设，预计公司 17-19 年净利润为 0.53、1.57 和 2.64 亿元，EPS 为 0.14、0.40 和 0.68 元，PE 为 61X、20X 和 12X，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 10.00 元，对应 18 年 25 倍 PE。

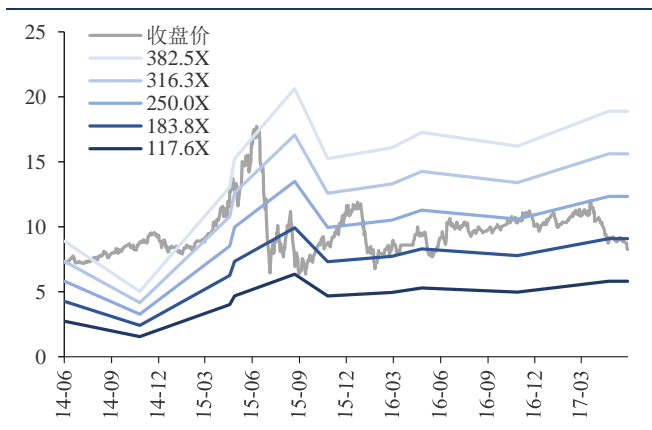
## 6. 风险提示

杀虫剂的需求存在年际波动。

环境友好农药的实施进度低于预期，实施品种还需要进一步跟踪。

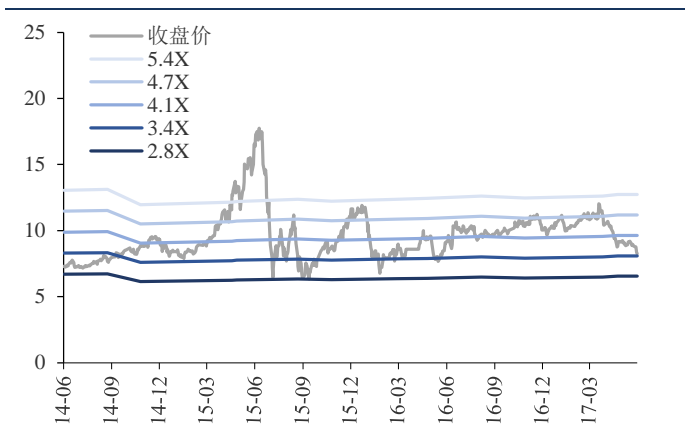
公司的株洲、贵溪基地不在化工园区内部，随着环保趋紧，发展有不确定性。

图3：湖南海利历史 PE Band



资料来源：wind、东吴证券研究所

图4：湖南海利历史 PB Band



资料来源：wind、东吴证券研究所

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	886	805	820	1116	1425
现金	207	137	99	131	192
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	18	20	28	36
应收款项	107	133	131	184	234
其它应收款	145	155	176	246	314
存货	348	275	295	390	475
其他	62	87	99	137	174
<b>非流动资产</b>	969	1015	1040	1062	1083
长期股权投资	2	4	4	4	4
固定资产	634	598	637	672	703
无形资产	127	138	124	112	101
其他	206	275	275	275	275
<b>资产总计</b>	<b>1855</b>	<b>1820</b>	<b>1859</b>	<b>2179</b>	<b>2508</b>
<b>流动负债</b>	919	805	471	631	731
短期借款	473	438	83	153	173
应付账款	124	154	170	226	274
预收账款	54	55	61	80	97
其他	268	158	157	173	186
<b>长期负债</b>	127	176	176	176	176
长期借款	37	34	34	34	34
其他	90	142	142	142	142
<b>负债合计</b>	<b>1045</b>	<b>982</b>	<b>647</b>	<b>808</b>	<b>907</b>
股本	327	327	389	389	389
资本公积金	484	484	885	885	885
留存收益	(63)	(48)	(159)	(18)	198
少数股东权益	59	72	95	112	126
归属于母公司所有者权益	751	766	1117	1258	1475
<b>负债及权益合计</b>	<b>1855</b>	<b>1820</b>	<b>1859</b>	<b>2179</b>	<b>2508</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	105	136	140	85	199
净利润	14	14	53	157	264
折旧摊销	62	67	74	76	79
财务费用	28	28	17	8	11
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(3)	17	(27)	(185)	(178)
其它	5	11	24	29	25
<b>投资活动现金流</b>	(242)	(120)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(229)	(86)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(13)	(35)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	179	(41)	(79)	46	(38)
借款变动	323	98	(360)	70	19
普通股增加	0	0	61	0	0
资本公积增加	0	0	401	0	0
股利分配	(164)	(164)	(164)	(16)	(47)
其他	20	26	(17)	(8)	(11)
<b>现金净增加额</b>	<b>42</b>	<b>(25)</b>	<b>(38)</b>	<b>32</b>	<b>62</b>

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1057	1131	1283	1794	2287
营业成本	803	862	952	1260	1531
营业税金及附加	2	9	10	14	18
营业费用	54	55	62	87	111
管理费用	133	132	141	197	252
财务费用	27	27	17	8	11
资产减值损失	9	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	28	38	101	228	365
营业外收入	127	13	13	13	13
营业外支出	125	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	30	43	106	233	370
所得税	9	13	31	58	92
<b>净利润</b>	22	30	75	175	277
少数股东损益	8	16	23	17	14
<b>归属于母公司净利润</b>	14	14	53	157	264
<b>EPS (元)</b>	0.04	0.04	0.14	0.40	0.68

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-7%	7%	13%	40%	27%
营业利润	63%	36%	165%	125%	60%
净利润	23%	3%	272%	199%	68%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.0%	23.8%	25.8%	29.8%	33.0%
净利率	1.3%	1.3%	4.1%	8.8%	11.5%
ROE	1.8%	1.8%	4.7%	12.5%	17.9%
ROIC	3.0%	3.5%	6.3%	11.4%	15.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.4%	53.9%	34.8%	37.1%	36.2%
净负债比率	28.1%	26.2%	6.3%	8.6%	8.2%
流动比率	1.0	1.0	1.7	1.8	2.0
速动比率	0.6	0.7	1.1	1.1	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	2.4	2.8	3.3	3.7	3.5
应收帐款周转率	8.2	9.4	9.7	11.4	10.9
应付帐款周转率	7.1	6.2	5.9	6.4	6.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.04	0.04	0.14	0.40	0.68
每股经营现金	0.32	0.42	0.36	0.22	0.51
每股净资产	2.29	2.34	2.87	3.24	3.79
每股股利	0.50	0.50	0.04	0.12	0.20
<b>估值比率</b>					
PE	196.2	190.8	60.9	20.4	12.2
PB	3.6	3.5	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	33.1	29.6	19.6	12.0	8.3



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。



东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>