

扩产破除产能瓶颈，领军地方国企改革

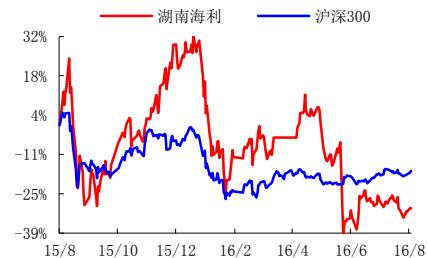
投资要点

- 事件:**公司发布半年报，2016年上半年公司实现营业收入5.5亿元，同比减少7.1%；归母净利润1203万元，同比增加7.6%。
- 深挖市场潜力，低迷市场力保稳定。**在主要产品克百威系列面临禁限用的负面压力下，公司加强市场信息研判，以产品和服务角力市场，针对性地制订销售策略，部分产品销售量取得逆势增长。公司通过挖潜增效和创新产品，上半年综合毛利率24.8%，较上年同期增长1.8个百分点，在市场低迷的不利局面下实现了利润的逆势增长。
- 募投新型农药，破除产能瓶颈助力业绩增长。**公司拟非公开发行股票7526万股，募集资金不超过5.7亿元，用于杂环农药及其中间体产业化基地建设项目、环境友好农药生产装置建设项目、研发中心建设项目及补充流动资金。本次增发将破除一直困扰公司的产能瓶颈问题，完全投产将增厚公司净利2.6亿元。募投产品邻羟基苯甲腈是杀虫剂之王嘧菌酯的重要中间体，高纯度邻羟基苯甲腈则是液晶及药物的中间体，有较高的技术壁垒及经济效益。公司背靠湖南化工院，具备全国领先的研发能力，在光气系列产品的研究上积累了多年经验，有望率先突破技术壁垒。此外，公司员工持股计划参与本次非公开发行，有利于管理层利益和公司利益保持一致，加快上市公司产业转型和深化产业融合的经营计划展开。
- 湘企改革领军者，混改有望再启航。**公司控股股东海利集团是湖南省国资委的全资子公司，海利集团旗下还持有海利锂电37.5%的股份。湖南海利是最早进行国企改革的湖南企业之一，随着国企改革相关配套文件的陆续出台，海利集团寻求改革的步伐值得期待。此外，母公司旗下海利锂电是具有自主知识产权的动力锂电池厂商，明年一期5000吨/年锂电池正极材料生产线有望正式投产，未来具备较强的优质资产注入预期。
- 盈利预测与投资建议:**暂不考虑此次非公开发行影响，预计公司16-18年EPS分别为0.07元、0.14元和0.17元，对应动态PE为140倍、66倍和54倍。公司未来主业向好，并存在国企改革预期，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:**1) 非公开发行进度不及预期的风险；2) 国企改革进度不及预期的风险；3) 新产品推广受阻的风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.27
流通A股(亿股)	2.56
52周内股价区间(元)	6.35-11.91
总市值(亿元)	31.03
总资产(亿元)	18.45
每股净资产(元)	2.34

相关研究

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1057.16	1047.63	1260.67	1328.99
增长率	-6.97%	-0.90%	20.34%	5.42%
归属母公司净利润(百万元)	13.76	22.14	46.84	56.96
增长率	23.22%	60.91%	111.51%	21.61%
每股收益EPS(元)	0.04	0.07	0.14	0.17
净资产收益率ROE	2.69%	4.32%	8.31%	9.16%
PE	225	140	66	54
PB	3.83	3.67	3.36	3.06

数据来源: Wind, 西南证券

关键假设：

假设 1：公司杂环农药项目一期工程 2017 年正式投产，毛利率逐步提升；

假设 2：公司加强经营管理，管理费用率逐步下降。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
农药产品	收入	823.68	823.68	1,029.60	1,081.08
	增速	-10.0%	0.00%	25.00%	5.00%
	毛利率	24.24%	25.00%	27.00%	27.00%
技术服务	收入	33.94	32.24	35.47	39.01
	增速	45.5%	-5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	23.56%	18.00%	18.00%	18.00%
建筑安装	收入	16.24	19.48	23.38	28.06
	增速	1070.5%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	11.62%	12.00%	12.00%	12.00%
精细化工及其产品	收入	181.30	172.23	172.23	180.84
	增速	-7.1%	-5.00%	0.00%	5.00%
	毛利率	24.80%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	1,057.16	1,047.63	1,260.67	1,328.99
	增速	-6.97%	-0.90%	20.34%	5.42%
	毛利率	24.03%	24.54%	26.20%	26.15%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1057.16	1047.63	1260.67	1328.99	净利润	21.80	36.58	76.63	92.98
营业成本	803.08	790.51	930.43	981.50	折旧与摊销	61.87	55.22	59.57	63.63
营业税金及附加	2.27	2.25	2.78	2.90	财务费用	27.30	31.21	24.49	22.62
销售费用	54.25	51.30	62.17	65.83	资产减值损失	9.43	8.00	8.00	8.00
管理费用	133.05	115.24	126.07	119.61	经营营运资本变动	-54.04	10.45	-39.46	-19.40
财务费用	27.30	31.21	24.49	22.62	其他	38.22	2.24	-13.12	-7.15
资产减值损失	9.43	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流量净额	104.58	143.69	116.11	160.67
投资收益	0.36	0.00	0.00	0.00	资本支出	-20.62	-40.00	-70.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-220.98	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-241.61	-40.00	-70.00	-80.00
营业利润	28.13	49.12	106.72	128.54	短期借款	26.86	-163.41	-0.32	-51.22
其他非经营损益	2.23	4.14	2.88	4.63	长期借款	37.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	30.36	53.26	109.60	133.17	股权融资	0.09	0.00	0.00	0.00
所得税	8.56	16.68	32.97	40.19	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	21.80	36.58	76.63	92.98	其他	114.93	-42.16	-24.49	-22.62
少数股东损益	8.04	14.43	29.79	36.02	筹资活动现金流量净额	178.88	-205.57	-24.81	-73.84
归属母公司股东净利润	13.76	22.14	46.84	56.96	现金流量净额	49.73	-101.88	21.30	6.83
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	206.64	104.76	126.07	132.90	成长能力				
应收和预付款项	277.35	246.68	307.91	320.64	销售收入增长率	-6.97%	-0.90%	20.34%	5.42%
存货	347.56	322.66	380.52	406.00	营业利润增长率	62.61%	74.61%	117.26%	20.44%
其他流动资产	54.04	53.55	64.44	67.93	净利润增长率	14.91%	67.76%	109.50%	21.33%
长期股权投资	2.36	2.36	2.36	2.36	EBITDA 增长率	5.24%	15.55%	40.75%	12.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	779.81	767.58	781.00	800.37	毛利率	24.03%	24.54%	26.20%	26.15%
无形资产和开发支出	126.90	123.91	120.92	117.93	三费率	20.30%	18.88%	16.87%	15.66%
其他非流动资产	60.37	60.37	60.37	60.37	净利率	2.06%	3.49%	6.08%	7.00%
资产总计	1855.03	1681.87	1843.59	1908.49	ROE	2.69%	4.32%	8.31%	9.16%
短期借款	472.91	309.50	309.18	257.95	ROA	1.18%	2.17%	4.16%	4.87%
应付和预收款项	400.04	356.38	434.08	454.42	ROIC	3.43%	4.81%	7.86%	8.60%
长期借款	37.00	37.00	37.00	37.00	EBITDA/销售收入	11.10%	12.94%	15.13%	16.16%
其他负债	135.38	133.11	140.81	143.62	营运能力				
负债合计	1045.33	835.99	921.07	892.99	总资产周转率	0.60	0.59	0.72	0.71
股本	327.31	327.31	327.31	327.31	固定资产周转率	1.59	1.60	1.83	1.87
资本公积	483.79	483.79	483.79	483.79	应收账款周转率	8.20	9.35	9.95	9.43
留存收益	-62.56	-40.41	6.42	63.38	存货周转率	2.38	2.32	2.59	2.46
归属母公司股东权益	750.94	772.69	819.53	876.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.97%	—	—	—
少数股东权益	58.76	73.20	102.99	139.01	资本结构				
股东权益合计	809.70	845.89	922.52	1015.50	资产负债率	56.35%	49.71%	49.96%	46.79%
负债和股东权益合计	1855.03	1681.87	1843.59	1908.49	带息债务/总负债	48.78%	41.45%	37.58%	33.03%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	0.96	1.03	1.11	1.21
EBITDA	117.30	135.55	190.79	214.78	速动比率	0.59	0.57	0.63	0.68
PE	225.48	140.13	66.25	54.48	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	3.83	3.67	3.36	3.06	每股指标				
PS	2.94	2.96	2.46	2.33	每股收益	0.04	0.07	0.14	0.17
EV/EBITDA	28.61	24.23	17.10	14.92	每股净资产	2.47	2.58	2.82	3.10
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.32	0.44	0.35	0.49
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn