

## 改革成效初显，产品梯次较好 买入（维持）

2019年09月01日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,628	2,061	2,494	2,783
同比 (%)	33.7%	26.6%	21.0%	11.6%
归母净利润 (百万元)	51	149	241	289
同比 (%)	23.5%	189.6%	61.6%	19.9%
每股收益 (元/股)	0.14	0.42	0.68	0.81
P/E (倍)	44.42	15.34	9.49	7.92

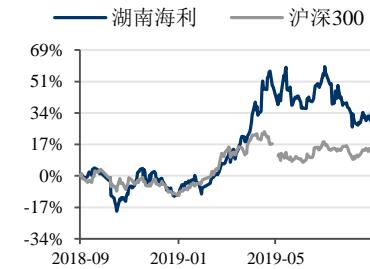
### 事件

公司发布19年中报，报告期内实现主营收入9.87亿元，同比增长57.22%，归母净利润0.23亿，同比增长37.79%，经营性现金流8050万元，同比增长442%。

### 投资要点

- 多重因素叠加，导致盈利增长超预期：**因贵溪基地安全生产许可证年底到期，报告期内，贵溪基地计提减值准备8992万元，影响归母净利润6962万元，实际盈利远超市场预期。苏北沿海化工园区综合整治导致部分中间体供求失衡，核心产品克百威量价双升。国企改革成效初显，职工总数、职能部门数量都大幅精简，人均收入显著提升，员工持股后各方利益基本一致。
- 杀虫剂低毒、无毒的要求带动公司产品升级，壁垒提升。**氨基甲酸酯类杀虫剂是公司的核心品种，国内独家生产残杀威、抗蚜威。另外公司在克百威、灭多威、甲萘威等产品上处于主导地位。近年来，公司抓住杀虫剂的高效、低毒、低残留的发展趋势，依托湖南化工研究院的力量，重点开发出丁硫克百威、丙硫克百威、硫双灭多威等产品，极大巩固了克百威、灭多威业务的壁垒。有机磷类杀虫剂是公司的重要收入组成部分，公司开发的嘧啶醇、甲嘧都是国内独家生产，优势明显。
- 斥资8.4亿元，打造杂环类农药、环境友好农药。**待8.4亿元杂环农药及中间体产业化基地项目和环境友好农药项目达产，预计营收增量达15-20亿元，相当于再造一个海利。新增项目复制氨基甲酸酯类农药的生产经验，发展品种大吨位原药品种，注重关键中间体的自我配套，品种从杀虫剂向杀虫剂、杀菌剂并重转变。
- 远期储备品种中，水杨腈、甲嘧值得重点关注。**在研产品中，水杨腈系嘧菌酯的中间体，绿色清洁工艺的产品需求广阔。在产产品中，甲嘧具备万吨的市场潜力。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019~2021年营业收入分别为20.61亿元、24.94亿元、27.83亿元，归母净利润分别为1.49亿元、2.41亿元、2.89亿元，EPS分别为0.42元、0.68元、0.81元，当前股价对应PE分别为15X、9X、8X。考虑到公司产品种类和产能储备有望为公司业绩带来持续的增长，我们维持对公司的“买入”评级。
- 风险提示：**苏北沿海化工园区综合整治逐步常态化，导致相关中间体价格回落；甲嘧的推广不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.44
一年最低/最高价	3.73/7.76
市净率(倍)	2.09
流通A股市值(百万元)	2103.65

### 基础数据

每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	48.99
总股本(百万股)	355.22
流通A股(百万股)	326.65

### 相关研究

1、《湖南海利 (600731)：定增过会，发展打开空间》2017-06-06

## 湖南海利三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,136</b>	<b>1,315</b>	<b>1,416</b>	<b>1,808</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,628</b>	<b>2,061</b>	<b>2,494</b>	<b>2,783</b>
现金	454	412	499	768	减: 营业成本	1,233	1,390	1,655	1,786
应收账款	148	171	215	215	营业税金及附加	8	16	16	19
存货	268	293	375	346	营业费用	53	72	87	97
其他流动资产	266	439	327	479	管理费用	148	171	207	231
<b>非流动资产</b>	<b>1,111</b>	<b>1,341</b>	<b>1,531</b>	<b>1,607</b>	财务费用	23	26	29	17
长期股权投资	5	6	6	7	资产减值损失	43	95	6	26
固定资产	533	743	922	1,005	加: 投资净收益	3	2	2	2
在建工程	205	222	231	222	其他收益	0	0	0	0
无形资产	151	153	155	157	<b>营业利润</b>	<b>123</b>	<b>294</b>	<b>497</b>	<b>609</b>
其他非流动资产	217	217	217	217	加: 营业外净收支	-16	-7	-10	-9
<b>资产总计</b>	<b>2,247</b>	<b>2,656</b>	<b>2,947</b>	<b>3,415</b>	<b>利润总额</b>	<b>107</b>	<b>286</b>	<b>487</b>	<b>600</b>
<b>流动负债</b>	<b>789</b>	<b>973</b>	<b>902</b>	<b>939</b>	减: 所得税费用	29	60	122	162
短期借款	418	508	418	418	少数股东损益	26	77	124	149
应付账款	78	131	118	150	<b>归属母公司净利润</b>	<b>51</b>	<b>149</b>	<b>241</b>	<b>289</b>
其他流动负债	294	335	367	371	EBIT	121	302	502	607
<b>非流动负债</b>	<b>287</b>	<b>286</b>	<b>283</b>	<b>277</b>	EBITDA	175	365	587	711
长期借款	30	29	26	20	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他非流动负债	257	257	257	257	每股收益(元)	0.14	0.42	0.68	0.81
<b>负债合计</b>	<b>1,076</b>	<b>1,259</b>	<b>1,185</b>	<b>1,216</b>	每股净资产(元)	3.01	3.43	4.11	4.92
少数股东权益	101	178	302	451	发行在外股份(百万股)	355	355	355	355
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1,070</b>	<b>1,219</b>	<b>1,460</b>	<b>1,749</b>	ROIC(%)	4.9%	11.8%	17.4%	18.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,247</b>	<b>2,656</b>	<b>2,947</b>	<b>3,415</b>	ROE(%)	6.6%	16.2%	20.7%	19.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	24.2%	32.6%	33.7%	35.8%
经营活动现金流	116	185	480	469	销售净利率(%)	3.2%	7.2%	9.7%	10.4%
投资活动现金流	-47	-290	-273	-178	资产负债率(%)	47.9%	47.4%	40.2%	35.6%
筹资活动现金流	102	64	-120	-23	收入增长率(%)	33.7%	26.6%	21.0%	11.6%
现金净增加额	171	-41	87	268	净利润增长率(%)	23.5%	189.6%	61.6%	19.9%
折旧和摊销	55	63	85	104	P/E	44.42	15.34	9.49	7.92
资本开支	87	229	189	75	P/B	2.14	1.88	1.57	1.31
营运资本变动	-104	-128	3	-87	EV/EBITDA	15.08	7.82	4.77	3.76

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

### 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,并注明出自为东吴证券研究所,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>