

湖南海利 (600731)

证券研究报告

2020年04月07日

减值拖累业绩，经营持续改善

业绩符合预期

公司发布 2019 年年报，实现收入 21.49 亿元，同比增长 32%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 96.28%；EPS0.28 元。其中 4 季度实现营业收入 6.07 亿元，同比增长 5.52%；实现归母净利润 0.23 亿元，同比下滑 42.24%；业绩符合预期。

量价齐升，收入大幅增长，减值拖累业绩

2019 年公司核心品种克百威、硫双威和灭多威等价格持续上涨。其中，克百威均价 9.97 万元/吨，同比增长 15.67%；灭多威均价 9.1 万元/吨，同比增长 30.14%；硫双威均价 16.24 万元/吨，同比增长 21.26%；其它品种也均不同程度涨价。克百威销量 4425 吨，同比增长 36.6%，啞啞醇销售 1026 吨，同比增长 18.42%，政策监管趋严，国内克百威相关中小企业停产，公司市场份额和议价能力提升，因而销量和价格均稳步上涨。涨价带动盈利能力持续提示，毛利率 27%创历史最好水平，同比增加 2.75PCT；净利率 5.15%同比增加 0.38PCT。期间费用率 13.5%，同比减少 0.21PCT，其中研发费用增长近 1 倍，费用率同比增加 1PCT。运营保持平稳，存货和应收账款周转率均小幅提升，经营性现金净流入 2 亿元，同比增长 72.8%大幅改善，资产负债率小幅下降至 47.24%。

减值等因素拖累业绩增长。2 季度贵溪工厂减值减少净利润 6962 万元，3 季度分离物业管理减少净利润 1690 万元，4 季度常德海利固定资产减值减少净利润 1828 万元。上述 3 项非经营性原因合计减少公司 2019 年净利润约 1.05 亿元。

宁夏和贵溪基地启动建设，未来成长值得期待

投资 4.84 亿的贵溪硫磷新区建设已经启动，投资 1 亿元的宁夏海利亦启动环评，杂环类农药及中间体项目稳步推进，公司依托湖南化工研究院的研发能力，坚定发展农药等精细化工品。随着新项目陆续投产，公司未来仍有望保持稳定增长。

盈利预测与估值：未来新项目陆续投产，我们认为公司将进入一轮快速增长期。维持公司 2020-2021 年 EPS 预测新增 2022 年预测分别为 0.7/0.83/1.03 元。现价对应 2020 年 PE9.01 倍，PB1.59 倍。公司是全球氨基甲酸酯类杀虫剂中的龙头，供给收缩核心产品量价齐升，业绩弹性大；国企改革减员增效，经营效率持续提升；新项目陆续投产，未来业绩有望加速增长。维持买入评级。

风险提示：产品替代风险；安全生产风险；原料供应风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,627.79	2,148.69	2,409.38	2,748.54	3,186.15
增长率(%)	33.66	32.00	12.13	14.08	15.92
EBITDA(百万元)	244.95	619.46	439.82	507.87	606.79
净利润(百万元)	51.50	101.08	250.00	296.10	366.86
增长率(%)	23.53	96.28	147.32	18.44	23.90
EPS(元/股)	0.14	0.28	0.70	0.83	1.03
市盈率(P/E)	43.73	22.28	9.01	7.61	6.14
市净率(P/B)	2.11	1.92	1.59	1.32	1.08
市销率(P/S)	1.38	1.05	0.93	0.82	0.71
EV/EBITDA	5.63	3.84	4.52	3.05	2.64

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.34 元
目标价格	9.36 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	355.22
流通 A 股股本(百万股)	326.65
A 股总市值(百万元)	2,252.11
流通 A 股市值(百万元)	2,070.98
每股净资产(元)	3.30
资产负债率(%)	47.24
一年内最高/最低(元)	8.07/5.64

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《湖南海利-季报点评:量价齐升，未来可期》 2019-10-28
- 《湖南海利-半年报点评:价格稳步上涨，减值拖累业绩》 2019-08-30
- 《湖南海利-首次覆盖报告:产品涨价+国企改革，旧貌换新颜》 2019-04-25



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	453.62	503.89	607.67	1,073.25	1,054.59
应收票据及应收账款	167.82	184.03	252.29	65.21	302.84
预付账款	37.64	55.96	16.89	77.21	36.02
存货	268.24	328.84	445.46	362.72	636.51
其他	206.26	288.75	379.89	261.83	468.42
流动资产合计	1,133.57	1,361.47	1,702.20	1,840.21	2,498.37
长期股权投资	4.94	5.90	5.90	5.90	5.90
固定资产	533.41	607.55	663.37	723.65	773.00
在建工程	204.69	82.06	85.24	99.14	89.49
无形资产	151.10	144.02	139.02	134.01	129.01
其他	216.67	209.93	198.13	206.77	204.94
非流动资产合计	1,110.83	1,049.47	1,091.65	1,169.47	1,202.34
资产总计	2,246.90	2,410.94	2,794.68	3,010.79	3,701.36
短期借款	417.50	397.50	400.00	400.00	400.00
应付票据及应付账款	176.40	212.89	305.59	228.63	391.47
其他	195.27	240.46	298.86	248.12	374.10
流动负债合计	789.16	850.85	1,004.46	876.75	1,165.57
长期借款	30.00	28.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	256.86	259.96	241.17	252.66	251.27
非流动负债合计	286.86	287.96	241.17	252.66	251.27
负债合计	1,076.02	1,138.81	1,245.63	1,129.42	1,416.84
少数股东权益	101.15	101.03	135.35	171.57	207.86
股本	355.22	355.22	355.22	355.22	355.22
资本公积	661.60	661.60	661.60	661.60	661.60
留存收益	706.38	808.49	1,058.48	1,354.58	1,721.44
其他	(653.47)	(654.20)	(661.60)	(661.60)	(661.60)
股东权益合计	1,170.88	1,272.13	1,549.05	1,881.38	2,284.52
负债和股东权益总	2,246.90	2,410.94	2,794.68	3,010.79	3,701.36

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	77.72	110.67	250.00	296.10	366.86
折旧摊销	54.78	115.67	36.02	40.82	45.30
财务费用	26.38	26.14	24.72	23.95	23.95
投资损失	(2.70)	(2.86)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(97.96)	(151.01)	(96.28)	203.89	(387.20)
其它	57.76	101.83	34.32	36.22	36.28
经营活动现金流	115.99	200.43	248.77	600.99	85.20
资本支出	(3.68)	57.95	108.79	98.51	81.40
长期投资	0.66	0.95	0.00	0.00	0.00
其他	(43.67)	(126.55)	(199.62)	(208.79)	(160.93)
投资活动现金流	(46.69)	(67.65)	(90.83)	(110.28)	(79.54)
债权融资	452.87	427.50	405.45	404.28	403.91
股权融资	187.59	(21.35)	(30.69)	(22.53)	(22.53)
其他	(538.61)	(509.94)	(428.92)	(406.87)	(405.70)
筹资活动现金流	101.86	(103.78)	(54.16)	(25.13)	(24.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	171.16	29.00	103.78	465.58	(18.66)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,627.79	2,148.69	2,409.38	2,748.54	3,186.15
营业成本	1,233.11	1,568.52	1,730.91	1,968.16	2,271.00
营业税金及附加	7.94	8.48	9.64	10.99	12.74
营业费用	53.15	65.28	72.28	82.46	92.40
管理费用	103.32	116.17	127.70	145.67	165.68
研发费用	44.39	86.80	65.05	74.21	82.84
财务费用	22.53	22.03	24.72	23.95	23.95
资产减值损失	42.80	(110.54)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.70	2.86	0.00	0.00	0.00
其他	(5.47)	217.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	123.32	171.00	379.09	443.09	537.53
营业外收入	14.27	13.07	0.00	0.00	0.00
营业外支出	30.66	25.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	106.93	158.21	379.09	443.09	537.53
所得税	29.21	47.54	94.77	110.77	134.38
净利润	77.72	110.67	284.32	332.32	403.15
少数股东损益	26.22	9.59	34.32	36.22	36.28
归属于母公司净利润	51.50	101.08	250.00	296.10	366.86
每股收益(元)	0.14	0.28	0.70	0.83	1.03

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	33.66%	32.00%	12.13%	14.08%	15.92%
营业利润	67.73%	38.67%	121.69%	16.88%	21.31%
归属于母公司净利润	23.53%	96.28%	147.32%	18.44%	23.90%
获利能力					
毛利率	24.25%	27.00%	28.16%	28.39%	28.72%
净利率	3.16%	4.70%	10.38%	10.77%	11.51%
ROE	4.81%	8.63%	17.68%	17.32%	17.67%
ROIC	11.70%	14.20%	30.72%	30.52%	41.92%
偿债能力					
资产负债率	47.89%	47.24%	44.57%	37.51%	38.28%
净负债率	-0.06%	-6.00%	-13.05%	-35.56%	-28.48%
流动比率	1.44	1.60	1.70	2.10	2.14
速动比率	1.10	1.21	1.25	1.69	1.60
营运能力					
应收账款周转率	11.88	12.21	11.04	17.31	17.31
存货周转率	6.54	7.20	6.22	6.80	6.38
总资产周转率	0.79	0.92	0.93	0.95	0.95
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.28	0.70	0.83	1.03
每股经营现金流	0.33	0.56	0.70	1.69	0.24
每股净资产	3.01	3.30	3.98	4.81	5.85
估值比率					
市盈率	43.73	22.28	9.01	7.61	6.14
市净率	2.11	1.92	1.59	1.32	1.08
EV/EBITDA	5.63	3.84	4.52	3.05	2.64
EV/EBIT	7.26	4.72	4.92	3.31	2.86

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com