

氟乐灵和毒死蜱放量，1季度业绩超预期

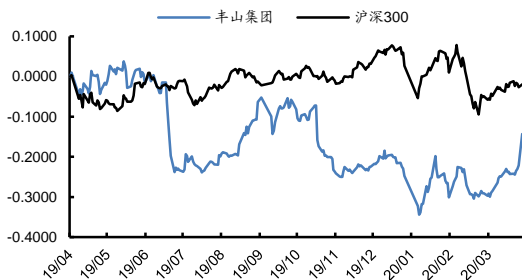
——丰山集团（603810）2019年年报及2020年1

季报点评

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：卢昊 S0350118050025
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
丰山集团	20.7	13.8	-17.9
沪深300	3.0	-4.5	-1.7

市场数据 2020-04-27

当前价格（元）	32.89
52周价格区间（元）	23.41 - 40.90
总市值（百万）	2730.03
流通市值（百万）	1299.54
总股本（万股）	8300.50
流通股（万股）	3951.18
日均成交额（百万）	24.74
近一月换手（%）	28.03

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

4月27日，丰山集团发布2019年年报和1季报，公司2019年实现营收8.66亿元，同比-34.24%，实现归母净利润3475.89万元，同比-74.95%。2020年1季度，公司实现营收4.51亿元，同比+23.75%，实现归母净利润8412.06万元，同比+57.99%，扣非后归母净利润8238.74万元，同比+68.4%。

经营数据方面，2020年1季度：1）除草剂，销量5622.38吨，同比+130.4%，价格5.11万元/吨，同比-39.89% 2）杀虫剂，销量3262.77吨，同比+13.5%，价格-5.26%。此外，产品主要原材料价格下跌，其中二氯烟酸、嘧啶胺、对氯甲苯、氟化氢跌幅均达到20%以上。

投资要点：

- **停产风波已过，1季度超预期源于经营良好。**2019年公司受321事件大部分时间停产，导致当年业绩下滑。但自10月起公司基本已经恢复正常生产，2020年即便在疫情期间，公司也保持了正常开工。此外，2019年停产自2季度开始，1季度业绩并未受影响，因此2020Q1的业绩超预期主要是经营能力的体现。
- **全球疫情下竞争对手停摆，1季度氟乐灵和毒死蜱放量。**从经营数据看，1季度产品价格同比微跌，业绩主要来自以量补价。公司四大主力品种涉及3个除草剂（精喹禾灵、烟嘧磺隆、氟乐灵）和1个杀虫剂（毒死蜱），主要放量的来自氟乐灵和毒死蜱，疫情期间国内外竞争对手停产，公司乘势占领市场。特别是氟乐灵，公司国内市占率在80%，竞争者主要来自海外，全球疫情长期化，公司有望长期受益。此外，1季度除草剂均价下跌近40%主要是统计原因，氟乐灵价格远低于精喹禾灵、烟嘧磺隆，前者放量自然拉低了产品均价。
- **油价低迷原料价格下跌，毛利率提高。**公司1季度毛利率33.2%，同比增加3.6个pct，主要原因是全球疫情及油价低迷促使上游原料价格下跌，产品价差扩大。
- **年底募投项目投产，提供新的业绩增长点。**公司2018年上市，募资

合计 5.75 亿投资多个项目：包括 1500 吨硝磺草酮、800 吨精喹禾灵、500 吨喹禾糠酯、700 吨氟氟草酯、300 吨炔草酯、1000 吨三氯吡氧乙酸和 100 吨吡氧乙酸丁氧基乙酯，部分项目预计 2020 年 12 月投产，提供新业绩增量。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予“买入”评级。**公司主营小品种农药，产品竞争优势显著。全球疫情下竞争对手产能受限，公司趁势扩大市场份额，增加行业话语权。我们预期公司 2020-2022 年 EPS 为 2.98、3.28 和 3.68 元/股，对应市盈率为 11.02、10.02 和 8.93 倍。首次覆盖，给予“买入”评级
- **风险提示：**竞争对手复产或新产能投放，油价上涨带动成本增加，安全和环保风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	866	1544	1712	1869
增长率(%)	-34.2%	78.3%	10.9%	9.2%
归母净利润（百万元）	35	248	272	306
增长率(%)	-75%	612%	10%	12%
摊薄每股收益（元）	0.42	2.98	3.28	3.68
ROE(%)	3.15%	19.42%	18.58%	18.19%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：丰山集团盈利预测表

证券代码：	603810		股票价格：	32.89	投资评级：	买入	日期：	2020/4/27	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	3%	19%	19%	18%	EPS	0.42	2.98	3.28	3.68
毛利率	28%	35%	34%	34%	BVPS	13.28	15.36	17.66	20.24
期间费率	20%	13%	12%	12%	估值				
销售净利率	4%	16%	16%	16%	P/E	78.54	11.02	10.02	8.93
成长能力					P/B	2.48	2.14	1.86	1.63
收入增长率	-34%	78%	11%	9%	P/S	3.15	1.77	1.60	1.46
利润增长率	-75%	612%	10%	12%					
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.56	0.82	0.80	0.78	营业收入	866	1544	1712	1869
应收账款周转率	8.59	8.59	8.59	8.59	营业成本	622	1008	1133	1237
存货周转率	2.95	3.52	3.52	3.52	营业税金及附加	5	6	7	7
偿债能力					销售费用	52	62	65	69
资产负债率	28%	32%	31%	30%	管理费用	123	139	145	149
流动比	2.48	1.99	1.79	1.69	财务费用	(2)	(9)	(7)	(6)
速动比	1.96	1.49	1.28	1.17	其他费用/(-收入)	15	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	44	291	320	360
现金及现金等价物	377	491	400	344	营业外净收支	(3)	0	0	0
应收款项	101	180	199	218	利润总额	41	291	320	360
存货净额	211	288	324	353	所得税费用	6	44	48	54
其他流动资产	314	432	452	471	净利润	35	248	272	306
流动资产合计	1002	1144	1128	1139	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	319	442	656	901	归属于母公司净利润	35	248	272	306
在建工程	58	158	208	208	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
无形资产及其他	55	35	33	32	经营活动现金流	0	173	290	336
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	35	248	272	306
资产总计	1539	1884	2130	2385	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	0	28	38	55
应付款项	230	375	422	461	公允价值变动	(0)	0	0	0
预收帐款	24	42	47	51	营运资金变动	(35)	(103)	(20)	(25)
其他流动负债	150	158	162	161	投资活动现金流	0	(251)	(301)	(301)
流动负债合计	404	576	631	673	资本支出	(66)	(251)	(301)	(301)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	33	33	33	33	其他	66	0	0	0
长期负债合计	33	33	33	33	筹资活动现金流	0	(74)	(82)	(92)
负债合计	437	608	664	706	债务融资	(4)	0	0	0
股本	83	83	83	83	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1102	1275	1466	1680	其它	4	(74)	(82)	(92)
负债和股东权益总计	1539	1884	2130	2385	现金净增加额	0	(153)	(93)	(56)

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，2年化工行业研究经验

【分析师承诺】

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。