

湖南海利 (600731)

证券研究报告

2020年04月27日

价格普涨，开局靓丽

业绩好于预期

公司发布2020年1季报，实现收入4.4亿元，同比下滑9.24%；实现归母净利润6198.65万元，同比增长102.34%；EPS0.17元。业绩好于我们预期。

产品价格普涨，硫双威贡献主要增量

公司1季度产品价格普涨，克百威均价10万元/吨，硫双威均价16.84万元/吨，丁硫克百威均价9.88万元/吨，分别同比上涨2.78%、20.97%、0.3%。其中，硫双威1季度销量396吨，同比增长58.6%，预计是公司1季度业绩增长的主要增量。克百威、啉啉醇等销量不同程度下滑，预计与疫情导致物流受阻有关，2季度有望缓解。

价格普涨，硫双威占比提升，公司1Q毛利率30.22%，同比上升6.72PCT，净利率15.06%，同比上升8PCT，盈利能力为公司历史新高。公司加强费用控制，三项费用同比均明显下降，期间费用率11.25%，同比下降2.1PCT，仅研发费用同比增长33%至1116万元。

农药需求有望复苏

全球农药需求增速有望小幅回升。根据四大跨国公司对其2020年农化业务展望，营收增速预期在+YOY 4~6%，均略高于2019年。而国内市场，今年病虫害防治存在压力，预计杀虫剂和杀菌剂需求将小幅增长。市场担忧苏北停产农药企业复产，由于公司在细分领域占有率高，预计对价格没有影响。油价下跌带动原料成本降低，预计公司盈利能力仍将平稳上升。

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2020-2022年EPS预测分别为0.7/0.83/1.03元。现价对应2020年PE9.1倍，PB1.94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) | 44.08 | 22.46 | 9.08 | 7.67 | 6.19 |
| 市净率(P/B) | 2.12 | 1.94 | 1.61 | 1.33 | 1.09 |
| 市销率(P/S) | 1.39 | 1.06 | 0.94 | 0.83 | 0.71 |
| EV/EBITDA | 5.63 | 3.84 | 4.56 | 3.08 | 2.67 |

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 | 6.39元 |
| 目标价格 | 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) | 2,269.87 |
| 流通A股市值(百万元) | 2,087.31 |
| 每股净资产(元) | 3.48 |
| 资产负债率(%) | |
| 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-年报点评报告:减值拖累业绩，经营持续改善》2020-04-07
- 《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

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 453.62 | 503.89 | 607.67 | 1,073.25 | 1,054.59 | 营业收入 | 1,627.79 | 2,148.69 | 2,409.38 | 2,748.54 | 3,186.15 |
| 应收票据及应收账款 | 167.82 | 184.03 | 252.29 | 65.21 | 302.84 | 营业成本 | 1,233.11 | 1,568.52 | 1,730.91 | 1,968.16 | 2,271.00 |
| 预付账款 | 37.64 | 55.96 | 16.89 | 77.21 | 36.02 | 营业税金及附加 | 7.94 | 8.48 | 9.64 | 10.99 | 12.74 |
| 存货 | 268.24 | 328.84 | 445.46 | 362.72 | 636.51 | 营业费用 | 53.15 | 65.28 | 72.28 | 82.46 | 92.40 |
| 其他 | 206.26 | 288.75 | 379.89 | 261.83 | 468.42 | 管理费用 | 103.32 | 116.17 | 127.70 | 145.67 | 165.68 |
| 流动资产合计 | 1,133.57 | 1,361.47 | 1,702.20 | 1,840.21 | 2,498.37 | 研发费用 | 39.58 | 86.80 | 65.05 | 74.21 | 82.84 |
| 长期股权投资 | 4.94 | 5.90 | 5.90 | 5.90 | 5.90 | 财务费用 | 22.53 | 22.03 | 24.72 | 23.95 | 23.95 |
| 固定资产 | 533.41 | 607.55 | 663.37 | 723.65 | 773.00 | 资产减值损失 | 42.80 | (110.54) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 204.69 | 82.06 | 85.24 | 99.14 | 89.49 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 151.10 | 144.02 | 139.02 | 134.01 | 129.01 | 投资净收益 | 2.70 | 2.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 216.67 | 209.93 | 198.13 | 206.77 | 204.94 | 其他 | (0.66) | 217.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 1,110.83 | 1,049.47 | 1,091.65 | 1,169.47 | 1,202.34 | 营业利润 | 123.32 | 171.00 | 379.09 | 443.09 | 537.53 |
| 资产总计 | 2,246.90 | 2,410.94 | 2,794.68 | 3,010.79 | 3,701.36 | 营业外收入 | 14.27 | 13.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 417.50 | 397.50 | 400.00 | 400.00 | 400.00 | 营业外支出 | 30.66 | 25.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 176.40 | 212.89 | 305.59 | 228.63 | 391.47 | 利润总额 | 106.93 | 158.21 | 379.09 | 443.09 | 537.53 |
| 其他 | 195.27 | 240.46 | 298.86 | 248.12 | 374.10 | 所得税 | 29.21 | 47.54 | 94.77 | 110.77 | 134.38 |
| 流动负债合计 | 789.16 | 850.85 | 1,004.46 | 876.75 | 1,165.57 | 净利润 | 77.72 | 110.67 | 284.32 | 332.32 | 403.15 |
| 长期借款 | 30.00 | 28.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | 26.22 | 9.59 | 34.32 | 36.22 | 36.28 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 51.50 | 101.08 | 250.00 | 296.10 | 366.86 |
| 其他 | 256.86 | 259.96 | 241.17 | 252.66 | 251.27 | 每股收益(元) | 0.14 | 0.28 | 0.70 | 0.83 | 1.03 |
| 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 | 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 101.15 | 101.03 | 135.35 | 171.57 | 207.86 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 355.22 | 355.22 | 355.22 | 355.22 | 355.22 | 营业收入 | 33.66% | 32.00% | 12.13% | 14.08% | 15.92% |
| 资本公积 | 661.60 | 661.60 | 661.60 | 661.60 | 661.60 | 营业利润 | 67.73% | 38.67% | 121.69% | 16.88% | 21.31% |
| 留存收益 | 706.38 | 808.49 | 1,058.48 | 1,354.58 | 1,721.44 | 归属于母公司净利润 | 23.53% | 96.28% | 147.32% | 18.44% | 23.90% |
| 其他 | (653.47) | (654.20) | (661.60) | (661.60) | (661.60) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,170.88 | 1,272.13 | 1,549.05 | 1,881.38 | 2,284.52 | 毛利率 | 24.25% | 27.00% | 28.16% | 28.39% | 28.72% |
| 负债和股东权益总 | 2,246.90 | 2,410.94 | 2,794.68 | 3,010.79 | 3,701.36 | 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 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资产负债率 | 47.89% | 47.24% | 44.57% | 37.51% | 38.28% |
| 净利润 | 77.72 | 110.67 | 250.00 | 296.10 | 366.86 | 净负债率 | -0.06% | -6.00% | -13.05% | -35.56% | -28.48% |
| 折旧摊销 | 54.78 | 115.67 | 36.02 | 40.82 | 45.30 | 流动比率 | 1.44 | 1.60 | 1.70 | 2.10 | 2.14 |
| 财务费用 | 26.38 | 26.14 | 24.72 | 23.95 | 23.95 | 速动比率 | 1.10 | 1.21 | 1.25 | 1.69 | 1.60 |
| 投资损失 | (2.70) | (2.86) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (97.96) | (151.01) | (96.28) | 203.89 | (387.20) | 应收账款周转率 | 11.88 | 12.21 | 11.04 | 17.31 | 17.31 |
| 其它 | 57.76 | 101.83 | 34.32 | 36.22 | 36.28 | 存货周转率 | 6.54 | 7.20 | 6.22 | 6.80 | 6.38 |
| 经营活动现金流 | 115.99 | 200.43 | 248.77 | 600.99 | 85.20 | 总资产周转率 | 0.79 | 0.92 | 0.93 | 0.95 | 0.95 |
| 资本支出 | (3.68) | 57.95 | 108.79 | 98.51 | 81.40 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 0.66 | 0.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.14 | 0.28 | 0.70 | 0.83 | 1.03 |
| 其他 | (43.67) | (126.55) | (199.62) | (208.79) | (160.93) | 每股经营现金流 | 0.33 | 0.56 | 0.70 | 1.69 | 0.24 |
| 投资活动现金流 | (46.69) | (67.65) | (90.83) | (110.28) | (79.54) | 每股净资产 | 3.01 | 3.30 | 3.98 | 4.81 | 5.85 |
| 债权融资 | 452.87 | 427.50 | 405.45 | 404.28 | 403.91 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 187.59 | (21.35) | (30.69) | (22.53) | (22.53) | 市盈率 | 44.08 | 22.46 | 9.08 | 7.67 | 6.19 |
| 其他 | (538.61) | (509.94) | (428.92) | (406.87) | (405.70) | 市净率 | 2.12 | 1.94 | 1.61 | 1.33 | 1.09 |
| 筹资活动现金流 | 101.86 | (103.78) | (54.16) | (25.13) | (24.32) | EV/EBITDA | 5.63 | 3.84 | 4.56 | 3.08 | 2.67 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBIT | 7.26 | 4.72 | 4.96 | 3.35 | 2.89 |
| 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

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 |