

投资评级 中性 维持

## 19H1 归母净利润同比增加 29.33%，公司产业链一体化优势明显

### 股票数据

08月28日收盘价(元)	20.65
52周股价波动(元)	11.68-33.70
总股本/流通A股(百万股)	225/70
总市值/流通市值(百万元)	4646/1453

### 相关研究

《百合花：看好国内有机颜料行业龙头长期发展》2018.12.25

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.9	12.1	11.3
相对涨幅(%)	-0.4	12.7	7.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@htsec.com

证书:S0850518030001

### 投资要点:

- 百合花公布 2019 年半年度报告。**2019 年上半年公司实现营业收入 10.10 亿元，同比增加 12.78%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比增加 29.33%，收入及净利润变动主要系 2018 年同期子公司弗沃德未并表，公司产品结构有所优化，对原材料、成本管理有一定的提升。
- 2019 年上半年利润增长主要源于毛利率提升及费用率下降。**1) 综合毛利率为 24.47%，同比增加 1.74 个百分点。2) 三项费用率同比下降 0.42 个百分点至 9.44%。其中销售、财务费用率同比增加 0.51、0.14 个百分点至 2.08%、0.15%。管理费用率同比减少 1.07 个百分点至 7.21%。研发费用为 0.36 亿元，同比下降 2.29%。销售费用增加主要系报告期内工资及运费增加所致；财务费用增加主要系 2018 年同期人民币汇率变动产生汇兑损益影响所致。
- 环保监管影响上游企业供货，百合花产业链延伸优势凸显。**1) 近年来的环保监管致使不少不符合环保要求的上游企业停产或限产，直接影响供货数量及价格。中间体的质量和供应稳定性对颜料生产至关重要。2) 报告期内，投资成立内蒙古源晟制钠科技有限公司，公司中间体 DB-70、DMSS、4-氯-2,5-二甲氨基苯胺(4625)、色酚系列基本实现自给自足，建立了一套较完整的产品链自我配套体系。
- 百合花研发和技术创新优势明显。**1) 公司通过自主开发、联合开发和技术引进消化吸收，对主导产品的核心技术拥有自主知识产权。公司现拥有 29 项授权发明专利和 27 项正在申请中的发明专利，公司积极参与有机颜料的国家标准和行业标准的制定，截止报告期，公司已主持制定 17 项行业标准，参与制定 3 项国家标准和 5 项行业标准。2) 公司自主研制生产多种高性能、环保型有机颜料，在汽车涂料、食品包装、儿童玩具、特种定制印刷油墨等应用领域取得突破和发展。公司环保型有机颜料的研究开发位居国内前列，大部分品种通过了欧盟 REACH 法规的预注册或正式注册。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 1.16、1.40、1.46 元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值区间为 2019 年 17-19 倍 PE，对应合理价值区间为 19.72-22.04 元，维持中性评级。
- 风险提示。**在建产能投放进度不达预期、产品价格大幅波动、宏观经济下行。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1511	1813	2269	2447	2558
(+/-)YoY(%)	11.2%	20.0%	25.2%	7.8%	4.5%
净利润(百万元)	133	190	261	314	328
(+/-)YoY(%)	-4.7%	42.5%	37.6%	20.5%	4.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.59	0.84	1.16	1.40	1.46
毛利率(%)	20.2%	22.9%	25.0%	25.5%	25.5%
净资产收益率(%)	10.5%	13.4%	15.5%	15.8%	14.1%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002440.SZ	闰土股份	10.87	1.14	1.66	1.73	9.54	6.55	6.28
300054.SZ	鼎龙股份	10.00	0.31	0.36	0.44	32.26	27.78	22.73
300398.SZ	飞凯材料	12.90	0.67	0.61	0.76	19.25	21.15	16.97
603737.SH	三棵树	60.88	1.67	1.73	2.38	36.46	35.19	25.58
	<b>平均值</b>					<b>24.38</b>	<b>22.67</b>	<b>17.89</b>

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2019 年 8 月 28 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

### 盈利假设:

1) 主要产品销量假设: 我们预计颜料 2019-2021 年的销量为 39000 吨、40300 吨、40300 吨, 中间体 2019-2021 年的销量为 2248.84 吨、2473.72 吨、2721.10 吨。

2) 主要产品价格假设: 我们预计颜料 2019-2021 年的含税价格为 62.15 元/公斤、64.41 元/公斤、66.67 元/公斤, 中间体 2019-2021 年的含税价格为 50.85 元/公斤、56.50 元/公斤、62.15 元/公斤。

表 2 分业务盈利预测

项目	2018	2019E	2020E	2021E
总收入 (百万元)	1813.06	2269.13	2447.16	2557.69
总成本 (百万元)	1397.42	1701.65	1823.77	1906.52
总毛利 (百万元)	415.64	567.48	623.38	651.17
总毛利率 (%)	22.92	25.01	25.47	25.46
<b>颜料</b>				
收入 (百万元)	1709.84	2145.00	2297.10	2377.70
成本 (百万元)	1308.81	1598.03	1699.85	1759.50
毛利 (百万元)	401.03	546.98	597.25	618.20
毛利率 (%)	23.45	25.50	26.00	26.00
<b>中间体</b>				
收入 (百万元)	83.28	101.20	123.69	149.66
成本 (百万元)	69.25	82.98	100.19	119.73
毛利 (百万元)	14.03	18.22	23.50	29.93
毛利率 (%)	16.85	18.00	19.00	20.00
<b>其他</b>				
收入 (百万元)	19.94	22.93	26.37	30.33
成本 (百万元)	19.36	20.64	23.73	27.29
毛利 (百万元)	0.58	2.29	2.64	3.03
毛利率 (%)	2.91	10.00	10.00	10.00

资料来源: 百合花 2018 年年报, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1813</b>	<b>2269</b>	<b>2447</b>	<b>2558</b>
每股收益	0.84	1.16	1.40	1.46	营业成本	1397	1702	1824	1907
每股净资产	6.31	7.47	8.86	10.32	毛利率%	22.9%	25.0%	25.5%	25.5%
每股经营现金流	0.47	0.68	2.03	1.72	营业税金及附加	15	18	20	21
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	32	45	45	48
P/E	18.16	18.15	15.07	14.44	营业费用率%	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%
P/B	2.43	2.82	2.37	2.04	管理费用	78	96	100	105
P/S	2.61	2.09	1.93	1.85	管理费用率%	4.3%	4.3%	4.1%	4.1%
EV/EBITDA	10.98	10.76	9.78	9.13	EBIT	214	331	367	383
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-2	-2	-5	-8
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
毛利率	22.9%	25.0%	25.5%	25.5%	资产减值损失	1	0	0	0
净利润率	10.5%	11.5%	12.8%	12.8%	投资收益	8	8	8	8
净资产收益率	13.4%	15.5%	15.8%	14.1%	<b>营业利润</b>	<b>224</b>	<b>340</b>	<b>380</b>	<b>399</b>
资产回报率	8.2%	9.6%	10.1%	9.3%	营业外收支	19	9	29	29
投资回报率	13.1%	16.7%	17.1%	14.9%	<b>利润总额</b>	<b>243</b>	<b>349</b>	<b>409</b>	<b>428</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	299	422	446	478
营业收入增长率	20.0%	25.2%	7.8%	4.5%	所得税	29	49	49	52
EBIT 增长率	42.1%	54.4%	10.9%	4.4%	有效所得税率%	11.9%	14.0%	12.0%	12.2%
净利润增长率	42.5%	37.6%	20.5%	4.4%	少数股东损益	25	40	46	48
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>190</b>	<b>261</b>	<b>314</b>	<b>328</b>
资产负债率	30.3%	29.5%	27.3%	24.9%					
流动比率	2.2	2.4	2.5	2.5	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	1.3	1.4	1.6	1.5	货币资金	246	306	472	472
现金比率	0.4	0.4	0.6	0.6	应收账款及应收票据	363	497	536	561
<b>经营效率指标</b>					存货	533	699	668	716
应收账款周转天数	70.7	80.0	80.0	80.0	其它流动资产	218	226	230	232
存货周转天数	121.2	150.0	133.7	137.1	流动资产合计	1360	1729	1906	1980
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	长期股权投资	36	36	36	36
固定资产周转率	2.8	3.2	3.4	3.4	固定资产	703	709	742	768
					在建工程	109	137	337	637
					无形资产	67	67	67	67
					非流动资产合计	948	981	1214	1540
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2309</b>	<b>2710</b>	<b>3120</b>	<b>3520</b>
净利润	190	261	314	328	短期借款	90	110	100	100
少数股东损益	25	40	46	48	应付票据及应付账款	466	524	584	605
非现金支出	87	91	79	95	预收账款	4	5	5	6
非经营收益	-10	-12	-32	-32	其它流动负债	61	81	83	86
营运资金变动	-185	-228	50	-50	流动负债合计	620	721	772	796
<b>经营活动现金流</b>	<b>106</b>	<b>152</b>	<b>457</b>	<b>388</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-81	-115	-284	-392	其它长期负债	79	79	79	79
投资	-85	0	0	0	非流动负债合计	79	79	79	79
其他	25	8	8	8	<b>负债总计</b>	<b>699</b>	<b>800</b>	<b>851</b>	<b>875</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-142</b>	<b>-107</b>	<b>-276</b>	<b>-384</b>	实收资本	225	225	225	225
债权募资	17	20	-10	0	普通股股东权益	1419	1680	1994	2322
股权募资	2	0	0	0	少数股东权益	190	230	275	323
其他	-58	-5	-5	-5	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2309</b>	<b>2710</b>	<b>3120</b>	<b>3520</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-40</b>	<b>15</b>	<b>-15</b>	<b>-5</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-75</b>	<b>60</b>	<b>166</b>	<b>0</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 28 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

刘威 基础化工行业  
孙维容 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 诺普信,茶花股份,联瑞新材,皇马科技,双一科技,利安隆,七彩化学,新洋丰,扬农化工,苏利股份,梅花生物,百傲化学,苏博特,浙江龙盛,雅本化学,坤彩科技,万润股份,鲁西化工,光华科技,国光股份,利民股份,黑猫股份,华峰氨纶,圣达生物,海利尔,安道麦 A,飞凯材料,先达股份,永利股份,石大胜华

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。