

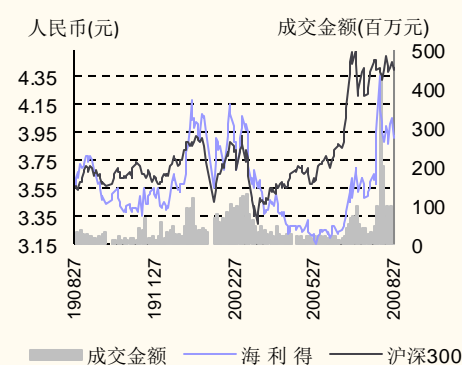
## 海利得 (002206.SZ) 增持 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 3.93 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	12.23
已上市流通 A 股(亿股)	9.60
总市值(亿元)	48.07
年内股价最高最低(元)	4.35/3.50
沪深 300 指数	4731
中小板综	12774



## 相关报告

- 1.《短期经营承压, 看好长期成长-【国金基化】海利得点评》, 2020.5.3
- 2.《业绩符合预期, 越南项目助成长-【国金基化】海利得点评》, 2020.4.13
- 3.《在磨练中成长, 越南项目助力公司再上新台阶-【国金基化】海利得...》, 2020.3.27
- 4.《差别化工业丝龙头, 越南项目助成长-【国金基化】海利得深度报告》, 2020.2.27

**郭荆璞** 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005  
guojingpu@gjzq.com.cn

**陈屹** 联系人  
chenyi3@gjzq.com.cn

**王明辉** 联系人  
wangmh@gjzq.com.cn

**杨翼荣** 联系人  
yangyiyong@gjzq.com.cn

## 涤纶工业丝业务逐步修复, 越南项目打开成长

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,569	4,014	3,952	4,989	5,557
营业收入增长率	12.03%	12.44%	-1.54%	26.25%	11.38%
归母净利润(百万元)	351	327	309	456	567
归母净利润增长率	11.94%	-6.87%	-5.64%	47.60%	24.36%
摊薄每股收益(元)	0.287	0.267	0.252	0.372	0.463
每股经营性现金流净额	0.43	0.59	0.45	0.63	0.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.05%	11.69%	9.51%	12.95%	14.68%
P/E	13.27	14.02	15.57	10.55	8.48
P/B	1.60	1.64	1.48	1.37	1.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司于发布 2020 年中报, 上半年实现营业收入 16.06 亿元, 同比下滑 19.34%, 归母净利润为 1.01 亿元, 同比下滑 36.79%。业绩符合预期。

## 经营分析

- 涤纶工业丝和帘子布业务下滑明显, 预计下半年迎来修复。分区域来看, 上半年公司海外收入 9.73 亿, 同比下滑 25.7%, 国内收入 6.32 亿, 同比下滑 7%。海外疫情导致经济形势复杂严峻, 对公司的涤纶工业丝业务和帘子布业务的需求造成一定影响。报告期内, 公司涤纶工业长丝营业收入 7.09 亿元, 同比下滑 29.37%, 毛利率 23.34%, 同比下滑 0.42 个百分点; 轮胎帘子布营业收入 2.91 亿元, 同比下滑 27.67%, 毛利率 17.13%, 同比下滑 3.45 个百分点。我们认为, 下半年随着海外经济的逐步复苏, 公司帘子布业务和车用丝业务的需求将逐步恢复。
- 越南项目顺利开车, 产能将有序释放。中报披露, 公司越南 11 万吨差别化工业丝项目进度已经到 65%, 其中第一批 1.2 万吨产能于 2020 年 8 月 6 日顺利投料开车, 公司预计全部 11 万吨产能将在明年年底前分四批逐步投产。越南工厂拥有税收优惠、人力成本低等优势, 随着越南工厂的投产, 公司业绩有望上新台阶。
- 塑胶业务持续放量。2020 年上半年, 公司石塑地板业务实现收入 1.17 亿, 同比增长 68%, 当前公司的环保石塑地板已通过欧标和美标的认证, 取得了认证证书, 进入欧美知名品牌 OEM 供应体系。同时, 公司年产 1200 万平方米环保石塑地板项目和年产 47000 吨高端压延膜项目正在建设过程中, 我们认为公司的石塑地板业务有望随欧美市场需求的快速增长而放量。

## 盈利预测与投资建议

- 公司产品上半年受疫情影响出现一定需求下滑, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 3.09 亿元 (下调 12%)、4.56 亿元 (下调 5%)、5.67 亿元 (下调 5%); EPS 分别为 0.25 元、0.37 元和 0.46 元; 当前市值对应 PE 分别为 15.6/10.6/8.5。维持“增持”评级。

## 风险提示

- 市场竞争加剧, 产品价格下跌; 需求不及预期; 外汇和原材料波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,186	3,569	4,014	3,952	4,989	5,557
增长率		12.0%	12.4%	-1.5%	26.3%	11.4%
主营业务成本	-2,465	-2,804	-3,236	-3,200	-3,951	-4,325
%销售收入	77.4%	78.5%	80.6%	81.0%	79.2%	77.8%
毛利	721	766	777	752	1,038	1,231
%销售收入	22.6%	21.5%	19.4%	19.0%	20.8%	22.2%
营业税金及附加	-16	-15	-23	-23	-29	-32
%销售收入	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-105	-103	-111	-109	-150	-172
%销售收入	3.3%	2.9%	2.8%	2.8%	3.0%	3.1%
管理费用	-223	-113	-132	-130	-170	-194
%销售收入	7.0%	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	3.5%
研发费用	0	-136	-121	-150	-192	-217
%销售收入	0.0%	3.8%	3.0%	3.8%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	376	399	390	339	498	616
%销售收入	11.8%	11.2%	9.7%	8.6%	10.0%	11.1%
财务费用	-35	6	-21	-1	0	0
%销售收入	1.1%	-0.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-10	-12	-18	-5	-1	-1
公允价值变动收益	-7	-1	0	0	0	0
投资收益	4	2	-1	0	0	0
%税前利润	1.1%	0.5%	n.a	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	364	413	385	357	520	639
营业利润率	11.4%	11.6%	9.6%	9.0%	10.4%	11.5%
营业外收支	0	0	-1	1	1	1
税前利润	364	413	383	358	521	640
利润率	11.4%	11.6%	9.5%	9.1%	10.5%	11.5%
所得税	-48	-58	-53	-47	-63	-70
所得税率	13.3%	14.1%	13.8%	13.1%	12.0%	11.0%
净利润	315	354	330	312	459	570
少数股东损益	2	3	3	3	3	4
归属于母公司的净利润	314	351	327	309	456	567
净利率	9.8%	9.8%	8.1%	7.8%	9.1%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	315	354	330	312	459	570
少数股东损益	2	3	3	3	3	4
非现金支出	224	235	278	290	325	364
非经营收益	20	-5	35	79	64	68
营运资金变动	-111	-59	82	-130	-74	-44
经营活动现金净流	449	525	726	551	775	958
资本开支	-397	-600	-494	-537	-610	-610
投资	425	170	0	0	0	0
其他	39	26	1	0	0	0
投资活动现金净流	67	-405	-493	-537	-610	-610
股权募资	11	0	0	262	0	0
债权募资	-196	266	753	-237	256	-74
其他	-232	-307	-664	-189	-249	-297
筹资活动现金净流	-416	-40	89	-164	7	-371
现金净流量	100	80	322	-151	172	-22

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	563	604	1,163	1,012	1,184	1,162
应收账款	599	611	595	592	748	833
存货	503	691	592	654	808	884
其他流动资产	252	51	76	69	82	88
流动资产	1,917	1,957	2,426	2,328	2,821	2,967
%总资产	43.7%	40.7%	43.6%	40.8%	43.5%	43.1%
长期投资	9	8	7	7	7	7
固定资产	2,259	2,552	2,784	3,103	3,384	3,625
%总资产	51.5%	53.1%	50.0%	54.3%	52.1%	52.6%
无形资产	187	276	268	273	280	287
非流动资产	2,467	2,853	3,145	3,383	3,671	3,919
%总资产	56.3%	59.3%	56.4%	59.2%	56.5%	56.9%
资产总计	4,384	4,810	5,571	5,711	6,492	6,886
短期借款	539	823	1,368	968	1,124	950
应付款项	829	882	1,002	934	1,154	1,265
其他流动负债	99	124	111	102	130	145
流动负债	1,467	1,829	2,481	2,004	2,409	2,359
长期贷款	0	0	232	432	532	632
其他长期负债	41	46	37	4	4	4
负债	1,508	1,875	2,751	2,441	2,945	2,996
普通股股东权益	2,862	2,915	2,797	3,245	3,518	3,858
其中：股本	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223
未分配利润	558	627	682	867	1,141	1,481
少数股东权益	15	19	23	26	29	33
负债股东权益合计	4,384	4,810	5,571	5,711	6,492	6,886

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.257	0.287	0.267	0.252	0.372	0.463
每股净资产	2.340	2.384	2.287	2.653	2.876	3.154
每股经营现金净流	0.367	0.430	0.594	0.450	0.633	0.783
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.101	0.149	0.185
回报率						
净资产收益率	10.96%	12.05%	11.69%	9.51%	12.95%	14.68%
总资产收益率	7.16%	7.30%	5.87%	5.40%	7.02%	8.23%
投入资本收益率	9.55%	9.12%	7.60%	6.31%	8.43%	10.01%
增长率						
主营业务收入增长率	24.14%	12.03%	12.44%	-1.54%	26.25%	11.38%
EBIT 增长率	17.33%	6.19%	-2.35%	-13.08%	46.99%	23.60%
净利润增长率	22.99%	11.94%	-6.87%	-5.64%	47.60%	24.36%
总资产增长率	4.47%	9.71%	15.82%	2.52%	13.68%	6.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.1	54.6	46.4	46.4	46.4	46.4
存货周转天数	68.0	77.8	72.4	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	21.7	28.5	32.4	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	193.2	169.4	182.6	187.2	146.9	128.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.89%	7.45%	15.50%	11.86%	13.30%	10.79%
EBIT 利息保障倍数	10.8	-68.9	18.3	554.8	1,039.6	-1,441.6
资产负债率	34.39%	38.99%	49.38%	42.74%	45.36%	43.51%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-27	增持	4.00	5.10~5.10
2	2020-03-02	增持	3.79	N/A
3	2020-04-13	增持	3.53	N/A
4	2020-05-03	增持	3.37	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH