

投资评级 优于大市 维持

20Q1 归母净利润 4482 万元，业绩保持增长

股票数据

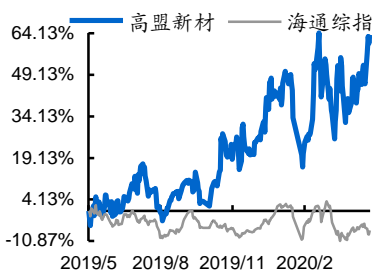
04月30日收盘价(元)	14.52
52周股价波动(元)	8.47-15.15
总股本/流通A股(百万股)	267/210
总市值/流通市值(百万元)	3872/3052

相关研究

《前三季度净利润 1.4 亿元同比增长 110%，盈利水平大幅回升》2019.10.21

《聚氨酯胶粘剂行业龙头，收购武汉华森实现协同发展》2019.06.09

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	24.0	15.9	22.4
相对涨幅 (%)	17.5	16.6	24.7

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 20Q1 归母净利润 4482 万元，同比增长 7.49%。**2020 年第一季度，公司实现营业收入 1.83 亿元，同比下降 27.97%；实现归母净利润 0.45 亿元，同比上升 7.49%。此外，2019 年公司实现营业收入 9.60 亿元，同比下滑 5.53%，归母净利润 1.86 亿元，同比增长 122.17%。销售费用率为 7.62%，同比上升 1.32 个百分点，管理费用率（包含研发费用）为 13.87%，同比上升 2.86 个百分点。2019 年毛利率 42.86%，同比提升 11.34 个百分点。
- 原材料价格下降，公司盈利能力大幅回升。**从 2016 年下半年以来，胶粘剂业务原材料价格经历了两年多的持续高位之后，出现了回调，回归合理价格区间。2019 年 MDI 均价 1.3 万元/吨，同比下滑 27.4%，己二酸均价 8173 万元/吨，同比下滑 20.6%，二乙二醇均价 4851 万元，同比下滑 18.7%。受油价大幅下跌的影响，20 年以来原材料价格呈现持续下滑的态势，我们预计公司盈利能力有望进一步提升。
- 华森塑胶专注汽车零部件领域，收入保持快速增长。**华森塑胶业务保持稳定发展，尤其在国内汽车销量大幅下滑的严峻形势下，华森塑胶收入仍然保持了 7.27% 的增长。2019 年度，华森塑胶实现营业收入 3.78 亿元，同比增长 7.27%，净利润 1.18 亿元，同比增长 2.22%。华森塑胶主要从事汽车用塑料、橡胶制品研究、开发、生产和销售，主要产品分为塑胶密封件、塑胶减震缓冲材、其他汽车用相关产品三大类，目前已在行业内形成了良好的口碑，客户粘度较高。
- 投资北京科华 3.67% 股权，涉足电子化学品领域。**2019 年 7 月 14 日，公司以自有资金 1998 万元购买江苏南大光电持有的北京科华微电子 3.6698% 的股权。北京科华是国内光刻胶的龙头企业，也是国内唯一一家能够研发、生产及销售 IC 用光刻胶的企业。我们认为，公司积极布局在电子及半导体应用领域先进高分子材料方面的发展机会，纵深寻找该领域及周边配套领域机会点。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.04 亿元、2.33 亿元和 2.67 亿元，对应的 EPS 为 0.77 元、0.87 元和 1.00 元，给予公司 2020 年 18-22 倍 PE，对应合理价值区间为 13.86 元-16.94 元，给予优于大市评级。
- 风险提示。**原材料价格剧烈波动；收购业务盈利下滑。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1016	960	1054	1184	1338
(+/-)YoY(%)	19.1%	-5.5%	9.7%	12.3%	13.0%
净利润(百万元)	84	186	204	233	267
(+/-)YoY(%)	93.2%	122.2%	9.8%	14.0%	14.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.70	0.77	0.87	1.00
毛利率(%)	31.5%	42.9%	44.4%	44.7%	44.9%
净资产收益率(%)	5.5%	11.2%	11.0%	11.1%	11.3%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

表 1 可比公司估值表

代码	简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002669	康达新材	14.16	0.55	0.63	0.84	23.92	22.46	16.88
300041	回天新材	15.00	0.37	0.53	0.69	27.29	28.08	21.63
均值						25.27		19.26

注：收盘价为 2020 年 4 月 30 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：WIND，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	960	1054	1184	1338
每股收益	0.70	0.77	0.87	1.00	营业成本	549	585	655	737
每股净资产	6.21	6.97	7.85	8.85	毛利率%	42.9%	44.4%	44.7%	44.9%
每股经营现金流	1.16	0.59	0.90	0.90	营业税金及附加	9	11	12	14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	73	80	90	102
P/E	18.57	16.91	14.84	12.94	营业费用率%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
P/B	2.09	1.86	1.65	1.46	管理费用	78	85	96	109
P/S	3.60	3.28	2.92	2.58	管理费用率%	8.2%	8.1%	8.1%	8.1%
EV/EBITDA	14.72	12.77	10.53	8.54	EBIT	196	232	263	301
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-3	-2	-1	-3
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
毛利率	42.9%	44.4%	44.7%	44.9%	资产减值损失	-2	0	4	3
净利润率	19.4%	19.4%	19.7%	20.0%	投资收益	12	9	9	11
净资产收益率	11.2%	11.0%	11.1%	11.3%	营业利润	215	247	282	323
资产回报率	9.8%	9.7%	9.8%	10.0%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	10.3%	10.3%	10.4%	10.5%	利润总额	213	247	282	323
盈利增长 (%)					EBITDA	222	252	283	321
营业收入增长率	-5.5%	9.7%	12.3%	13.0%	所得税	27	43	49	56
EBIT 增长率	46.4%	18.5%	13.3%	14.4%	有效所得税率%	12.8%	17.4%	17.5%	17.5%
净利润增长率	122.2%	9.8%	14.0%	14.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	186	204	233	267
资产负债率	12.7%	11.3%	11.6%	11.4%					
流动比率	3.99	4.98	5.25	5.77	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	3.58	4.60	4.85	5.38	货币资金	79	237	475	716
现金比率	0.34	1.04	1.79	2.45	应收账款及应收票据	169	227	232	275
经营效率指标					存货	89	80	98	105
应收账款周转天数	64.20	66.93	65.57	66.25	其它流动资产	586	586	587	588
存货周转天数	58.95	49.90	54.43	52.16	流动资产合计	922	1129	1392	1685
总资产周转率	0.51	0.50	0.50	0.50	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.31	4.90	5.28	5.95	固定资产	223	215	224	225
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	29	29	29	29
					非流动资产合计	974	967	976	977
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	1896	2096	2367	2661
净利润	186	204	233	267	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	80	75	90	97
非现金支出	29	20	16	17	预收账款	3	4	4	5
非经营收益	-17	-9	-10	-11	其它流动负债	149	148	172	190
营运资金变动	110	-57	0	-33	流动负债合计	231	227	265	292
经营活动现金流	308	159	239	240	长期借款	0	0	0	0
资产	-11	-10	-10	-10	其它长期负债	10	10	10	10
投资	-432	0	0	0	非流动负债合计	10	10	10	10
其他	8	9	9	11	负债总计	241	237	275	302
投资活动现金流	-436	-1	0	1	实收资本	267	267	267	267
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	1655	1859	2092	2359
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-57	0	0	0	负债和所有者权益合计	1896	2096	2367	2661
融资活动现金流	-57	0	0	0					
现金净流量	-185	158	239	241					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 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： 皇马科技,梅花生物,茶花股份,联瑞新材,双一科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,新洋丰,扬农化工,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,鲁西化工,雅本化学,万润股份,国光股份,中旗股份,利民股份,光华科技,海利尔,飞凯材料,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,华峰氨纶,先达股份,万顺新材

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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;	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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。	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。