

投资评级 优于大市 首次覆盖

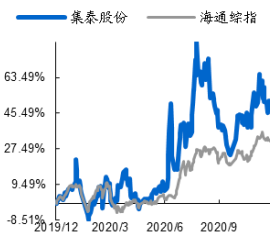
集泰股份：国内胶粘剂和涂料龙头企业

股票数据

12月11日收盘价(元)	10.22
52周股价波动(元)	7.85-13.89
总股本/流通A股(百万股)	234/228
总市值/流通市值(百万元)	2389/2329

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.1	8.6	-0.9
相对涨幅(%)	-7.3	3.0	-8.7

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:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

投资要点:

- 国内胶粘剂和涂料龙头企业。**公司致力于开发密封胶和涂料，2019年通过收购兆舜科技75%股权，将公司业务板块拓展至电子胶领域。公司主要产品包括有机硅密封胶、水性密封胶、电子胶、沥青漆和水性涂料等，产品广泛运用于建筑工程、集装箱制造、LED驱动电源、新能源汽车等领域。公司紧抓高端密封胶产品国产替代的发展机遇，夯实在建筑和集装箱密封胶领域的头部地位。2020年前三季度公司实现营业收入8.3亿元，同比增长14.79%；实现归母净利润0.94亿元，同比增长67.24%。
- 核心产品有机硅密封胶业务稳步快速增长。**从2007年起公司开始引进国外密封胶新品种进行研究，在装配式建筑密封胶领域率先取得突破。公司定位中高端市场业务，与房地产相关行业发展趋势一致，深耕中心城市和大客户，加大对大型门窗、幕墙制造公司的市场开拓力度。公司已与江河创建、广田方特等国内知名门窗、幕墙制造企业建立了长期、良好的合作关系；并已进入万科、万达、华润等大型房地产企业的品牌库。同时，公司在京东、天猫等国内知名电商平台销售产品，主动开拓新兴销售领域。
- 水性涂料具有先发优势，系公司未来重要战略业务增长点。**水性涂料是公司响应国家环保政策号召，重点培育的新兴业务，应用于石化装备、集装箱制造、机械装备制造及建筑工程市场。近年来，集装箱市场全面推行“油改水”政策，对公司水性涂料的发展提供良好的契机。公司在钢结构制造和石化装备领域积累了广泛的客户基础，建立起优势地位，在工业涂装市场保持较快的增长。公司沥青漆产品受“油改水”政策影响，逐步被水性涂料所替代。
- 非公开发行股票不超过4676万股，拟募集资金总额不超过3.64亿元。**公司拟将募集资金用于“年产中性硅酮密封胶80000吨和改性硅酮密封胶30000吨项目”和“年产双组份硅橡胶15000吨和乙烯基硅油8000吨项目”。硅酮密封胶项目的达产将有利于提升有机硅密封胶产能和设备能力，缓解公司产能压力。项目完成后，达产年份可实现新增销售收入11.83亿元，新增净利润1.02亿元；双组份硅橡胶和乙烯基硅油系LED驱动电源、新能源汽车等所需的必要配件，随着LED驱动电源、新能源汽车等市场需求逐步扩大，公司将抓住市场机遇，扩大市场份额，提升公司盈利水平。达产年份可实现销售收入2.56亿元，净利润1583.37万元。
- 盈利预测。**我们预计公司2020-22年EPS分别为0.55元、0.69元、0.87元。结合同行业可比公司估值，我们给予公司2021年20-23倍PE，对应合理价值区间为13.80-15.87元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**原材料价格波动、宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	933	1016	1209	1451	1741
(+/-)YoY(%)	16.3%	8.9%	19.0%	19.9%	20.1%
净利润(百万元)	19	85	128	161	205
(+/-)YoY(%)	-58.6%	355.7%	50.0%	26.0%	26.7%
全面摊薄EPS(元)	0.08	0.37	0.55	0.69	0.87
毛利率(%)	24.6%	35.2%	37.0%	37.0%	37.1%
净资产收益率(%)	4.1%	16.4%	19.6%	19.8%	20.1%

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

盈利假设:

- 1) 增长率假设: a. 公司有机硅密封胶相关募投项目包括“年产中性硅酮密封胶 80000 吨和改性硅酮密封胶 30000 吨项目”、“年产双组份硅橡胶 15000 吨和乙烯基硅油 8000 吨项目”、“中性硅酮密封胶及水性涂料产业化基地项目”, 预计未来几年将为业务营收带来增量。我们预计公司有机硅密封胶 2020-22 年营收增长率为 23%、18%、18%; b. 公司通过收购兆舜科技 75% 股权拓展电子胶业务, 以电子胶为抓手, 着力培养新的业绩增长点。我们预计公司电子胶粘带 2020-22 年营收增长率为 300%、60%、45%。
- 2) 毛利率假设: a. 我们预计公司有机硅密封胶 2020-22 年毛利率为 39.5%、39.5%、39.5%; b. 我们预计公司电子胶粘带 2020-22 年毛利率为 38%、38%、39%。

表 1 集泰股份分产品盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
总收入 (百万元)	1016.05	1209.38	1450.58	1741.43
总成本 (百万元)	658.44	762.03	913.23	1094.84
总毛利 (百万元)	357.61	447.35	537.34	646.59
总毛利率	35.20%	36.99%	37.04%	37.13%
密封胶-有机硅密封胶				
收入 (百万元)	721.93	887.97	1047.81	1236.41
成本 (百万元)	437.01	537.22	633.92	748.03
毛利 (百万元)	284.92	350.75	413.88	488.38
毛利率	39.47%	39.50%	39.50%	39.50%
密封胶-水性密封胶				
收入 (百万元)	32.32	29.09	33.74	40.49
成本 (百万元)	23.55	21.24	24.63	29.56
毛利 (百万元)	8.78	7.85	9.11	10.93
毛利率	27.16%	27.00%	27.00%	27.00%
密封胶-其他密封胶				
收入 (百万元)	57.14	52.57	60.45	72.54
成本 (百万元)	41.21	37.85	43.53	52.23
毛利 (百万元)	15.92	14.72	16.93	20.31
毛利率	27.87%	28.00%	28.00%	28.00%
涂料-水性涂料				
收入 (百万元)	172.17	167.00	203.74	248.56
成本 (百万元)	131.83	116.90	142.62	174.00
毛利 (百万元)	40.34	50.10	61.12	74.57
毛利率	23.43%	30.00%	30.00%	30.00%
涂料-沥青漆				
收入 (百万元)	17.45	16.57	15.74	14.96
成本 (百万元)	14.84	13.92	13.23	12.56
毛利 (百万元)	2.61	2.65	2.52	2.39
毛利率	14.95%	16.00%	16.00%	16.00%
电子胶粘带				
收入 (百万元)	13.47	53.89	86.23	125.03
成本 (百万元)	8.98	33.41	53.46	76.27
毛利 (百万元)	4.49	20.48	32.77	48.76
毛利率	33.36%	38.00%	38.00%	39.00%
其他业务				
收入 (百万元)	1.58	2.29	2.86	3.43

成本 (百万元)	1.03	1.49	1.85	2.20
毛利 (百万元)	0.55	0.80	1.02	1.24
毛利率	34.69%	35.00%	35.50%	36.00%

资料来源: WIND, 公司 2019 年年报、2020 年非公开发行 A 股股票预案 (二次修订稿)、海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300041.SZ	回天新材	13.67	0.37	0.56	0.70	27.29	24.61	19.59
300019.SZ	硅宝科技	19.32	0.40	0.57	0.74	25.45	33.63	26.22
	平均值					26.37	29.12	22.91

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2020 年 12 月 11 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

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	1016	1209	1451	1741
每股收益	0.37	0.55	0.69	0.87	营业成本	658	762	913	1095
每股净资产	2.22	2.79	3.48	4.36	毛利率%	35.2%	37.0%	37.0%	37.1%
每股经营现金流	0.21	0.48	0.84	0.85	营业税金及附加	7	8	9	10
每股股利	0.00	0.21	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	142	163	194	226
P/E	27.97	18.65	14.80	11.68	营业费用率%	14.0%	13.5%	13.4%	13.0%
P/B	4.60	3.66	2.94	2.35	管理费用	57	70	83	98
P/S	1.69	1.98	1.65	1.37	管理费用率%	5.6%	5.8%	5.7%	5.6%
EV/EBITDA	13.21	12.28	10.45	8.07	EBIT	114	159	195	245
股息率%	0.0%	2.1%	0.0%	0.0%	财务费用	6	8	5	6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%
毛利率	35.2%	37.0%	37.0%	37.1%	资产减值损失	-3	0	0	0
净利润率	8.4%	10.6%	11.1%	11.7%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	16.4%	19.6%	19.8%	20.1%	营业利润	104	156	196	248
资产回报率	8.6%	12.2%	12.6%	13.2%	营业外收支	-1	-1	0	0
投资回报率	13.7%	19.3%	19.1%	19.4%	利润总额	103	155	196	248
盈利增长 (%)					EBITDA	140	190	217	271
营业收入增长率	8.9%	19.0%	19.9%	20.1%	所得税	17	25	32	41
EBIT 增长率	560.8%	39.4%	22.7%	25.7%	有效所得税率%	16.5%	16.4%	16.4%	16.4%
净利润增长率	355.7%	50.0%	26.0%	26.7%	少数股东损益	0	2	2	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	85	128	161	205
资产负债率	47.2%	36.8%	35.5%	33.4%					
流动比率	1.64	1.90	1.88	2.02	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.46	1.61	1.60	1.74	货币资金	245	80	145	230
现金比率	0.61	0.26	0.38	0.51	应收账款及应收票据	254	334	377	456
经营效率指标					存货	66	89	102	120
应收帐款周转天数	83.52	87.80	81.66	84.33	其它流动资产	91	93	96	97
存货周转天数	36.42	42.77	40.85	40.01	流动资产合计	655	596	720	903
总资产周转率	1.02	1.16	1.13	1.12	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.12	3.68	3.60	3.75	固定资产	246	329	403	464
					在建工程	11	21	51	71
					无形资产	39	53	58	65
					非流动资产合计	344	450	560	648
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	999	1046	1280	1551
净利润	85	128	161	205	短期借款	140	0	0	0
少数股东损益	0	2	2	3	应付票据及应付账款	188	248	305	345
非现金支出	34	31	22	26	预收账款	7	7	8	11
非经营收益	4	5	0	0	其它流动负债	65	58	70	92
营运资金变动	-76	-53	12	-34	流动负债合计	400	313	383	447
经营活动现金流	49	113	198	198	长期借款	27	27	27	27
资产	-59	-138	-132	-114	其它长期负债	45	45	45	45
投资	-36	0	0	0	非流动负债合计	72	72	72	72
其他	0	0	0	0	负债总计	472	385	455	519
投资活动现金流	-96	-138	-132	-114	实收资本	168	234	234	234
债权募资	234	-140	0	0	归属于母公司所有者权益	520	652	814	1018
股权募资	0	66	0	0	少数股东权益	7	9	11	14
其他	-169	-65	0	0	负债和所有者权益合计	999	1046	1280	1551
融资活动现金流	65	-139	0	0					
现金净流量	19	-165	65	85					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 11 日; (2) 以上各表均为简表

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
李智 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,扬农化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,双一科技,建龙微纳,东岳硅材,玲珑轮胎,皇马科技,和远气体,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,利安隆,东来技术,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,雅本化学,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,三友化工,利民股份,光华科技

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。