

投资评级 优于大市 维持

前三季度净利润1.4亿元同比增长110%，盈利水平大幅回升

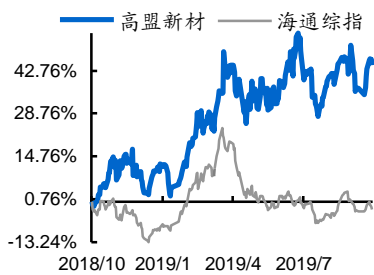
股票数据

10月21日收盘价(元)	10.13
52周股价波动(元)	6.51-10.98
总股本/流通A股(百万股)	267/202
总市值/流通市值(百万元)	2701/2050

相关研究

《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(%)	1.7	8.0	-3.1
相对涨幅(%)	2.7	3.8	-5.8

资料来源:海通证券研究所

投资要点:

- 2019年1-9月净利润1.4亿元，同比增长109.91%。**公司公布三季报业绩，2019年前三季度实现营业收入7.32亿元，同比下滑4.64%，归属净利润1.4亿元，同比增长109.91%。单三季度实现营业收入2.5亿元，同比下滑5.46%，净利润5021.58万元，同比增长69.29%。前三季度销售费用率为5.47%，同比下滑0.14个百分点，管理费用率为9.59%，同比上升4.19个百分点，主要系股份支付及业绩奖励等职工薪酬增加。前三季度毛利率42.68%，同比提升13.13个百分点。公司预计2019年全年净利润为1.83-2.07亿元，同比增长118.2%-147.9%。
- 原材料价格下降，公司盈利能力回升。**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1.4万元/吨，同比下滑27.1%，己二酸均价8035万元/吨，同比下滑22.1%，二乙二醇均价4638万元，同比下滑23.2%。我们认为，过去两年化工原材料价格高位的情况难以持续，公司产品毛利率将逐渐回归到合理水平。
- 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，尤其在汽车销量大幅下滑的严峻形势下，公司收入仍然保持了将近10%的增长。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。通过多年与整车厂的合作，良好的供货、质量、成本等市场反馈，华森已在行业内形成了良好的口碑，我们认为其客户粘度较高。
- 投资北京科华3.67%股权，涉足电子化学品领域。**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。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，我们预计将有利于进一步提高盈利能力。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.86亿元、2.21亿元和2.56亿元，对应的EPS为0.70元、0.83元和0.96元，给予公司2019年18-22倍PE，对应合理价值区间为12.6元-15.4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。

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

联系人:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	854	1016	1178	1316	1478
(+/-)YoY(%)	61.8%	19.1%	15.9%	11.7%	12.3%
净利润(百万元)	43	84	186	221	256
(+/-)YoY(%)	-23.8%	93.2%	122.3%	18.9%	15.9%
全面摊薄EPS(元)	0.16	0.31	0.70	0.83	0.96
毛利率(%)	26.0%	31.5%	39.5%	40.4%	41.2%
净资产收益率(%)	3.0%	5.5%	11.3%	12.3%	12.8%

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

表 1 可比公司估值表

代码	简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002669	康达新材	12.85	0.32	0.45	0.56	40.3	28.8	23.0
300041	回天新材	10.51	0.28	0.40	0.50	37.7	26.5	21.2
均值							27.6	22.1

注：收盘价为 2019 年 10 月 21 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	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1016	1178	1316	1478
每股收益	0.31	0.70	0.83	0.96	营业成本	696	713	785	869
每股净资产	5.69	6.16	6.77	7.50	毛利率%	31.5%	39.5%	40.4%	41.2%
每股经营现金流	0.86	0.36	0.75	0.83	营业税金及附加	11	12	14	16
每股股利	0.21	0.23	0.23	0.23	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	64	74	83	93
P/E	22.46	13.88	11.67	10.07	营业费用率%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
P/B	1.24	1.57	1.43	1.29	管理费用	61	68	77	86
P/S	2.54	2.19	1.96	1.75	管理费用率%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%
EV/EBITDA	10.08	9.07	7.31	5.78	EBIT	134	251	291	340
股息率%	3.0%	2.3%	2.3%	2.3%	财务费用	-2	-1	0	3
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.2%
毛利率	31.5%	39.5%	40.4%	41.2%	资产减值损失	36	17	12	12
净利润率	8.2%	15.8%	16.8%	17.3%	投资收益	5	4	4	4
净资产收益率	5.5%	11.3%	12.3%	12.8%	营业利润	108	238	284	328
资产回报率	4.7%	9.8%	10.6%	11.0%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	8.3%	14.6%	16.8%	19.2%	利润总额	107	238	283	329
盈利增长 (%)					EBITDA	160	251	291	340
营业收入增长率	19.1%	15.9%	11.7%	12.3%	所得税	24	52	62	72
EBIT 增长率	98.2%	87.8%	16.1%	16.7%	有效所得税率%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	93.2%	122.3%	18.9%	15.9%	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	84	186	221	256
资产负债率	14.2%	13.9%	13.8%	13.8%					
流动比率	3.3	3.7	4.0	4.4	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	3.0	3.2	3.6	3.9	货币资金	264	305	450	616
现金比率	1.1	1.2	1.6	2.0	应收账款及应收票据	259	323	357	403
经营效率指标					存货	78	99	108	120
应收账款周转天数	96.9	100.2	99.1	99.5	其它流动资产	202	214	213	216
存货周转天数	49.2	50.7	50.2	50.4	流动资产合计	803	942	1128	1355
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.9	5.0	5.5	6.2	固定资产	238	238	238	238
					在建工程	1	1	1	1
					无形资产	31	31	31	31
					非流动资产合计	965	965	966	966
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	1768	1907	2093	2320
净利润	84	186	221	256	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	77	81	89	99
非现金支出	63	17	12	12	预收账款	5	5	6	6
非经营收益	-6	-4	-4	-4	其它流动负债	161	169	185	206
营运资金变动	89	-102	-28	-43	流动负债合计	242	255	280	311
经营活动现金流	229	97	201	222	长期借款	0	0	0	0
资产	-14	0	0	0	其它长期负债	9	9	9	9
投资	-47	0	0	0	非流动负债合计	9	9	9	9
其他	10	4	4	4	负债总计	251	264	289	320
投资活动现金流	-51	4	4	4	实收资本	267	267	267	267
债权募资	-30	0	0	0	普通股股东权益	1517	1643	1804	2000
股权募资	21	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-53	-60	-60	-60	负债和所有者权益合计	1768	1907	2093	2320
融资活动现金流	-61	-60	-60	-60					
现金净流量	117	41	145	166					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 21 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

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,国光股份,中旗股份,鲁西化工,光华科技,利民股份,海利尔,黑猫股份,华峰氨纶,圣达生物,赛轮轮胎,安道麦 A,飞凯材料,先达股份

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。