

# 纳尔股份 (002825) \化工

## ——中报业绩超预期，预增 71%-84%

投资建议：**推荐**  
 上次建议：**推荐**  
 当前价格：**15.06元**

### 事件：

公司发布中期业绩预告，2020年上半年实现归母净利润5000万-5400万，同比增长70.68%-84.33%。

### 投资要点：

#### ➤ 第二季度业绩增长超预期。

公司第一季度受到疫情影响，归母净利润仅有832万元，根据公司业绩预告推算，公司第二季度归母净利润为4168万元-4568万元，为公司历史新高。2020年上半年公司整体销售额实现增长，尤其是汽车功能膜、其他复合材料以及子公司深圳墨库的报表合并使得公司业务增长较大；同时，公司持续优化产品结构、提升精细化管理水平，开源节流、降本增效，使得经营效率与综合毛利率得到提升，因此，公司经营业绩实现较大增长。

#### ➤ 公司是数码喷印耗材提供商。

公司主要产品是车身贴、单透膜、涂层喷印材料和贴合喷印材料等承印材料，公司产品经喷绘后广泛应用于户外广告领域和装饰美饰领域，包括流动媒体广告、玻璃幕墙广告、场地装饰等。另外，公司通过收购，持有墨库图文51%的股权，成功切入数码喷墨墨水领域。

#### ➤ 墨库图文与公司主业有业务协同，有助于产业链完善。

数码喷墨印刷主要涉及三个关键要素，包括数码喷印设备、喷墨墨水以及承印材料，其中喷墨墨水与承印材料属于数码喷印耗材，在数码喷印过程中是消耗性材料，具有应用范围广、使用周期短、更新较为频繁、使用量大等特点。墨库图文主要生产数码印花墨水、桌面办公欧水和广告喷绘墨水等数码墨水，与公司原先的承印材料产品具有较强的互补性和协同性。

#### ➤ 未来业绩增长来自于募投项目投产和墨库图文的产能扩张。

公司募投项目完全投产时间为2020年10月，其2018年贡献利润912.6

吴程浩 分析师

执业证书编号：S0590518070002

电话：0510-85613163

邮箱：wuch@glsc.com.cn

马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	147/88
流通A股市值 (百万元)	1,238
每股净资产 (元)	4.94
资产负债率 (%)	27.53
一年内最高/最低 (元)	20.05/10.32

### 一年内股价相对走势



### 相关报告

1、《纳尔股份 (002825) \化工行业》

《内外并举，产业链布局逐步完整》

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	788.52	1,017.19	1,204.00	1,385.50	1,540.00
增长率 (%)	22.66%	29.00%	18.37%	15.07%	11.15%
EBITDA (百万元)	80.42	67.12	140.00	171.76	189.24
净利润 (百万元)	59.59	38.44	104.12	134.42	153.10
增长率 (%)	74.25%	-35.49%	170.86%	29.10%	13.90%
EPS (元/股)	0.41	0.26	0.71	0.91	1.04
市盈率 (P/E)	37.14	57.57	21.25	16.46	14.45
市净率 (P/B)	3.56	3.09	2.80	2.50	2.23
EV/EBITDA	25.77	30.35	13.67	10.78	8.93

数据来源：公司公告，国联证券研究所

万元，2019年贡献利润1444.7万元，完全达产后预计将进一步提升公司盈利能力。墨库图文业绩承诺为2019-2021年实现扣非后归母净利润分别不低于1900万元、2600万元、3500万元，2019年实现业绩1958.9万元，整体趋势向好。

➤ **盈利预测与投资建议。**

预计2019-2021年EPS分别为0.71元、0.91元、1.04元，未来三年归母净利润有50%的复合增长率。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示。**

原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧的风险、汇率风险、安全环保风险、商誉大幅增加未来若业绩低于预期存在减值风险。

**关键假设：**

**假设1：**由于墨库图文2019年仅仅并表半年，故预计墨库图文2020-2022年，其销量为8000吨、9500吨、11000吨，价格均为2.9万元/吨，考虑到产能逐步释放，毛利率未来有望提升，2020-2022年毛利率为30.5%、31.5%、31.5%。

**假设2：**预计2020-2022年，公司膜材料销量2.7亿平米、3亿平米、3.3亿米，考虑到公司募投项目投产后，上游原料自给程度提升，公司未来三年毛利率将有所提升，预计2020-2022年，毛利率分别为20%、21%、21%。

基于以上假设，我们预测公司2020-2022年分业务收入成本如下表：

**图表1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	1017.2	1204.0	1385.5	1540.0
	增速	29.0%	18.4%	15.1%	11.2%
	成本	834.1	938.8	1065.6	1183.1
	毛利率	18.0%	22.0%	23.1%	23.2%
数码喷印材料	收入	919.8	972.0	1110.0	1221.0
	增速	22.7%	5.7%	14.2%	10.0%
	成本	758.2	777.6	876.9	964.6
	毛利率	17.6%	20.0%	21.0%	21.0%
墨水	收入	97.4	232.0	275.5	319.0
	增速		138.2%	18.8%	15.8%
	成本	75.9	161.2	188.7	218.5
	毛利率	22.1%	30.5%	31.5%	31.5%

来源：国联证券研究所

**图表 2: 财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	126.83	204.13	345.19	425.67	602.54	营业收入	788.52	1,017.1	1,204.00	1,385.5	1,540.0
应收账款+票据	79.80	147.22	96.72	183.99	128.02	营业成本	639.53	834.07	938.84	1,065.6	1,183.1
预付账款	12.80	6.97	16.75	10.17	19.72	营业税金及附加	2.09	2.40	3.19	3.67	4.08
存货	72.31	130.65	90.50	160.51	118.17	营业费用	24.77	36.66	40.73	46.87	52.09
其他	206.13	13.05	13.05	13.05	13.05	管理费用	33.35	43.49	108.36	124.70	138.60
<b>流动资产合计</b>	<b>497.87</b>	<b>635.01</b>	<b>695.20</b>	<b>926.39</b>	<b>1,014.5</b>	财务费用	-10.10	-1.43	-9.61	-13.49	-17.99
长期股权投资	30.58	19.49	19.49	19.49	19.49	资产减值损失	2.28	-4.96	0.00	0.00	0.00
固定资产	151.87	237.05	235.82	211.64	187.46	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	53.64	22.96	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-0.83	-4.59	0.00	0.00	0.00
无形资产	39.95	47.73	46.58	45.42	44.27	其他	-37.13	-62.35	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	52.00	93.00	90.44	88.66	86.88	<b>营业利润</b>	<b>58.64</b>	<b>40.03</b>	<b>122.50</b>	<b>158.14</b>	<b>180.12</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>328.04</b>	<b>420.23</b>	<b>392.33</b>	<b>365.22</b>	<b>338.10</b>	营业外净收益	6.73	3.67	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>825.91</b>	<b>1,055.2</b>	<b>1,087.5</b>	<b>1,291.6</b>	<b>1,352.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>65.36</b>	<b>43.70</b>	<b>122.50</b>	<b>158.14</b>	<b>180.12</b>
短期借款	18.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	5.78	2.05	18.37	23.72	27.02
应付账款+票据	162.58	258.76	220.49	323.47	280.47	<b>净利润</b>	<b>59.59</b>	<b>41.64</b>	<b>104.12</b>	<b>134.42</b>	<b>153.10</b>
其他	23.79	21.02	18.69	25.70	22.52	少数股东损益	0.00	3.20	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>204.37</b>	<b>279.78</b>	<b>239.18</b>	<b>349.17</b>	<b>302.99</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>59.59</b>	<b>38.44</b>	<b>104.12</b>	<b>134.42</b>	<b>153.10</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	营业收入	22.66%	29.00%	18.37%	15.07%	11.15%
<b>负债合计</b>	<b>204.37</b>	<b>279.78</b>	<b>239.18</b>	<b>349.17</b>	<b>302.99</b>	EBIT	82.30%	-32.42%	164.95	28.14%	12.08%
少数股东权益	0.00	60.31	60.31	60.31	60.31	EBITDA	57.08%	-16.54%	108.58	22.69%	10.17%
股本	140.28	146.87	146.87	146.87	146.87	归属于母公司净	-44.03	-35.49%	170.86	29.10%	13.90%
资本公积	151.06	221.49	221.49	221.49	221.49	<b>获利能力</b>					
留存收益	330.19	348.61	421.49	515.58	622.75	毛利率	18.89%	18.00%	22.02%	23.09%	23.18%
<b>股东权益合计</b>	<b>621.54</b>	<b>777.27</b>	<b>850.15</b>	<b>944.25</b>	<b>1,051.4</b>	净利率	7.56%	4.09%	8.65%	9.70%	9.94%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>825.91</b>	<b>1,057.0</b>	<b>1,089.3</b>	<b>1,293.4</b>	<b>1,354.4</b>	ROE	9.59%	5.36%	13.18%	15.21%	15.45%
<b>现金流量表</b>						ROIC	12.81%	7.07%	17.71%	24.97%	26.29%
单位:百万元	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>偿债能力</b>					
净利润	56.01	46.44	104.12	134.42	153.10	资产负债率	24.74%	26.51%	21.99%	27.03%	22.40%
折旧摊销	17.38	24.51	27.11	27.11	27.11	流动比率	2.44	2.27	2.91	2.65	3.35
财务费用	-8.64	-1.38	-9.61	-13.49	-17.99	速动比率	1.07	1.76	2.47	2.16	2.92
存货减少	-2.92	-21.29	40.15	-70.02	42.34	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	19.28	26.80	0.12	29.29	0.24	应收账款周转率	10.70	7.26	13.73	7.94	13.17
其它	-5.61	5.20	0.00	0.00	0.00	存货周转率	8.84	6.38	10.37	6.64	10.01
<b>经营活动现金流</b>	<b>75.51</b>	<b>80.29</b>	<b>161.90</b>	<b>107.32</b>	<b>204.80</b>	总资产周转率	0.95	0.96	1.11	1.07	1.14
资本支出	70.60	49.21	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	787.70	824.14	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.41	0.26	0.71	0.91	1.04
其他	721.04	886.07	0.78	0.00	0.00	每股经营现金流	0.51	0.55	1.10	0.73	1.39
<b>投资活动现金流</b>	<b>-137.2</b>	<b>12.73</b>	<b>0.78</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	每股净资产	4.23	4.88	5.38	6.02	6.74
债权融资	18.00	-18.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	0.00	25.71	0.00	0.00	0.00	市盈率	37.14	57.57	21.25	16.46	14.45
其他	-12.76	-17.57	-21.62	-26.84	-27.94	市净率	3.56	3.09	2.80	2.50	2.23
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5.24</b>	<b>-9.86</b>	<b>-21.62</b>	<b>-26.84</b>	<b>-27.94</b>	EV/EBITDA	25.77	30.35	13.67	10.78	8.93
<b>现金净增加额</b>	<b>-51.76</b>	<b>82.37</b>	<b>141.06</b>	<b>80.48</b>	<b>176.87</b>	EV/EBIT	32.87	47.81	16.96	12.80	10.43

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996