

投资评级

中性

首次覆盖

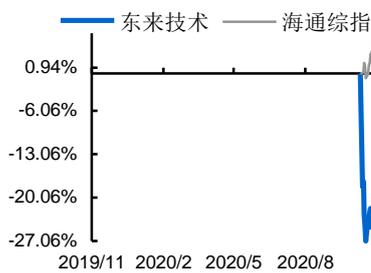
汽车涂料行业先进企业，募投水性涂料助力长期发展

股票数据

11月12日收盘价(元)	25.26
52周股价波动(元)	24.66-38.47
总股本/流通A股(百万股)	120/27
总市值/流通市值(百万元)	3031/690

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-	-	-
相对涨幅(%)	-	-	-

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:

- 高性能涂料行业先进企业。**东来技术的主营业务为高性能涂料产品,包括汽车售后修补涂料、新车内外饰件及车身涂料、3C消费电子领域涂料。2017-2019年,公司营业收入分别为4.37亿元、4.58亿元、4.68亿元,2018、2019年同比增长4.92%及2.08%;2017-2019年公司净利润分别为0.74亿元、0.78亿元及0.82亿元,2018、2019年同比增长6.11%及4.93%。2017-2019年公司综合毛利率分别为48.08%、45.74%和45.47%。
- 下游应用领域广泛,国内行业地位牢固。**公司产品中,汽车售后修补涂料、汽车新车内外饰件、车身涂料下游为汽车行业。3C消费电子领域涂料下游为3C消费电子领域行业,终端客户主要为3C消费电子产品生产商及3C消费电子产品零部件供应商。在获得汽车原厂认证或汽车主机厂供应商准入资格的主流汽车售后修补涂料品牌中,中国的汽车售后涂料市场呈现“5+3+2+1”的市场格局:5家欧美品牌、3家日本品牌、2家韩国品牌、1家中国品牌,东来股份。上述“5+3+2+1”的市场格局中只有东来“高飞”是中国品牌。
- 营业收入保持增长,产品结构保持稳定。**公司主营业务收入占营业收入比例均超过96%,其他业务收入主要为原材料销售收入以及少量集采服务收入。按产品结构来看,收入结构总体保持稳定,汽车售后修补涂料业务系公司主营业务收入的主要来源,占比约为60%,汽车新车内外饰件、车身涂料业务及3C消费电子领域涂料销售收入增长速度较快。
- IPO助力产能扩张,实现复合型渠道下沉。**募资拟用于投资“彩云智能颜色系统建设项目”和“万吨水性环保汽车涂料及高性能色漆”。彩云智能颜色系统建设项目可在很大程度上缓解公司调色技术人员的资源不足问题,有利于公司复合型渠道下沉战略的实施。万吨水性环保汽车涂料及高性能色漆项目建成后将提高色母产品的创新速度和市场稳定供应能力。
- 盈利预测与估值区间。**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为0.79、0.93、1.16亿元,对应的EPS分别为0.66、0.77、0.97元/股。我们给予公司2021年35-40倍PE,对应合理价值区间26.95-30.8元。首次覆盖给予“中性”评级。
- 风险提示。**原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、募投项目不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	458	468	454	504	656
(+/-)YoY(%)	4.9%	2.1%	-2.9%	11.0%	30.2%
净利润(百万元)	78	82	79	93	116
(+/-)YoY(%)	6.1%	4.9%	-4.0%	18.0%	24.9%
全面摊薄EPS(元)	0.65	0.68	0.66	0.77	0.97
毛利率(%)	45.7%	45.5%	45.2%	45.6%	44.9%
净资产收益率(%)	31.8%	27.1%	9.4%	10.0%	11.1%

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

目 录

1. 东来技术：汽车涂料行业先进企业.....	5
2. 下游主要用于汽车、消费电子领域，水性涂料是趋势.....	5
2.1 涂料行业概况.....	6
2.2 细分行业情况.....	7
2.3 行业趋势及竞争格局.....	7
3. 3C 涂料收入增长较快，扩建水性涂料开启新增长点.....	8
3.1 收入结构稳定，汽车售后修补涂料是主要盈利来源.....	8
3.2 汽车新车内外饰件、车身涂料的销售收入持续增长.....	8
3.3 募集资金 4.07 亿元建设水性涂料及智能颜色系统项目.....	10
4. 盈利预测.....	10
5. 风险提示.....	11
财务报表分析和预测.....	12

图目录

图 1 2017-2019 年公司营业收入、净利润情况.....	5
图 2 2017-2019 年公司毛利率、净利率情况	5
图 3 2009-2018 中国汽车产销量情况	6
图 4 2010-2018 全国汽车保有量.....	6
图 5 2014-2019 年中国智能手机、计算机产品出货量.....	6
图 6 2015-2019 年中国可穿戴设备出货量、智能家居市场规模	6
图 7 2017-2019 年公司主营业务收入的构成 (单位: 万元)	8
图 8 2017-2019 年公司主营业务收入毛利的构成 (单位: 万元)	8
图 9 油性涂料产销情况	9
图 10 水性涂料产销情况	9
图 11 汽车售后修补涂料销量与价格.....	9
图 12 汽车新车内外饰件、车身涂料销量与价格.....	9

表目录

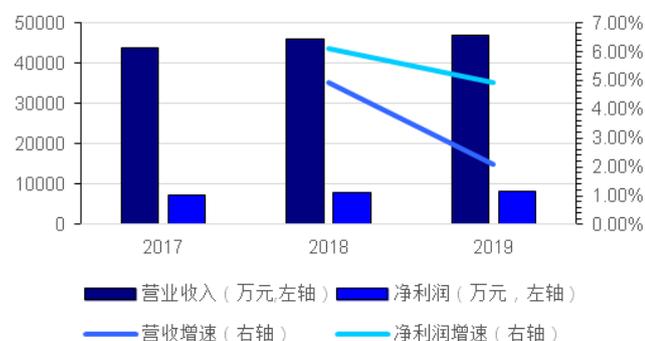
表 1 油性涂料与水性涂料详细对比	7
表 2 涂料细分行业介绍	7
表 3 公司油性涂料、水性涂料总销量情况.....	8
表 4 2019 年度汽车主机厂集采修补涂料品牌份额占比.....	8
表 5 首次公开发行募投情况	10
表 6 东来技术分业务盈利预测.....	10
表 7 可比公司估值表	11

1. 东来技术：汽车涂料行业先进企业

东来技术公司主营业务为提供基于先进石化化工新材料研发的高性能涂料产品，包括汽车售后修补涂料、新车内外饰件及车身涂料、3C 消费电子领域涂料。旗下 onwings、onwaves、高飞品牌获得了全球大多数主流汽车品牌原厂认证或汽车主机厂供应商准入资格，作为一汽大众、一汽奥迪、东风日产、长安福特、上汽通用、沃尔沃、林肯中国、英菲尼迪、神龙汽车、东风雷诺、北京现代摩比斯、长安汽车、奇瑞汽车、吉利汽车、上汽通用五菱、东风柳汽、一汽轿车、东南汽车、宇通客车、小鹏汽车等汽车品牌的一级供应商，屡次获得重要客户重大嘉奖，包括东风日产 2019 年年度优秀供应商、一汽大众 2019 年度优秀备件供应商、宇通客车 2017 年供应商服务之星等奖项。

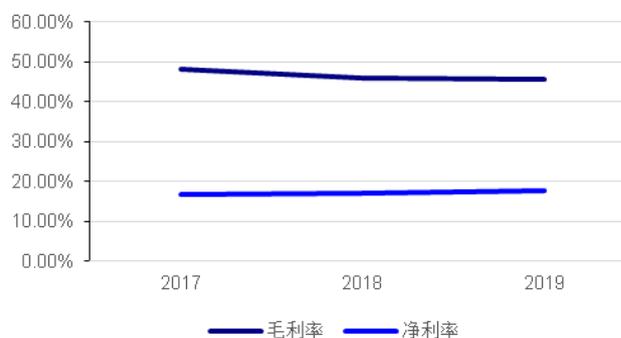
营收状况稳定，毛利率维持高位。2017-2019 年，公司营业收入分别为 4.37 亿元、4.58 亿元、4.68 亿元，2018 年及 2019 年分别同比增长 4.92% 及 2.08%；2017-2019 年公司净利润分别为 0.74 亿元、0.78 亿元及 0.82 亿元，2018 年及 2019 年分别同比增长 6.11% 及 4.93%。公司盈利能力稳定，汽车涂料业务市场份额较为稳定。

图1 2017-2019 年公司营业收入、净利润情况



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图2 2017-2019 年公司毛利率、净利率情况



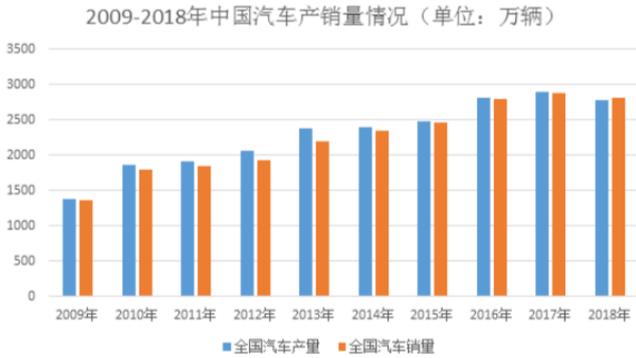
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

发行前，东来科技持有东来股份 59.28% 的股权，系公司控股股东。朱忠敏直接持有公司 23.02% 的股份，朱忠敏、朱轶颖夫妇通过东来科技、悦顺投资间接持有公司 64.28% 的股份，二人合计控制公司 87.30% 的股份。朱忠敏、朱轶颖夫妇为发行人实际控制人。

2. 下游主要用于汽车、消费电子领域，水性涂料是趋势

下游主要应用于汽车、消费电子领域。公司产品中，汽车售后修补涂料、汽车新车内外饰件、车身涂料下游为汽车行业。3C 消费电子领域涂料下游为 3C 消费电子领域行业，终端客户主要为 3C 消费电子产品生产厂商及 3C 消费电子零部件供应商。

新车销量趋于平稳，保有量稳定上升。根据招股意向书援引中国汽车工业协会数据，2009-2018 年间，中国汽车产销量呈快速上涨态势，年均复合增长率达 8.35%。2018 年，新车产销量二十年来首次下降，中国汽车行业将进入平稳发展的阶段。2018 年，汽车保有量达到 2.4 亿辆，每百人汽车保有量为 17.20 辆，超过世界平均水平。

图3 2009-2018 中国汽车产销量情况


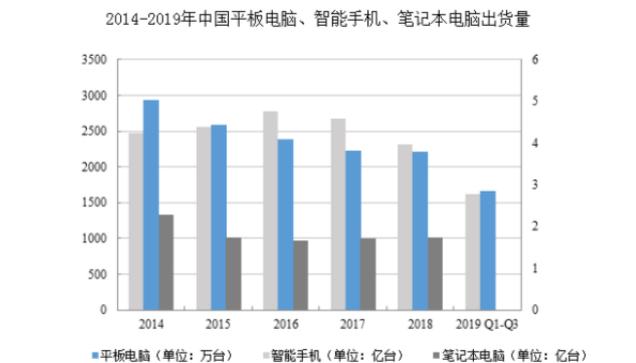
资料来源: 中国汽车工业协会, 招股意向书, 海通证券研究所

图4 2010-2018 全国汽车保有量

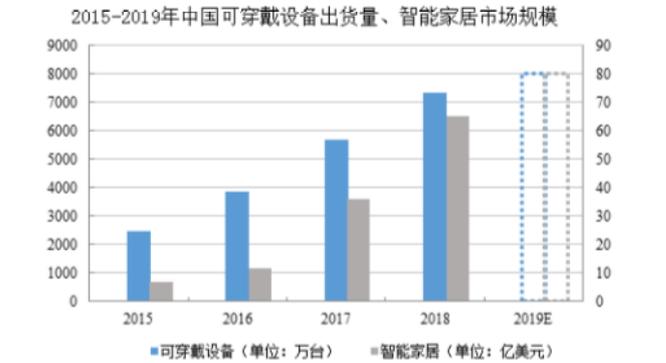

资料来源: 中国汽车工业协会, 招股意向书, 海通证券研究所

3C 消费电子领域产品主要包含计算机产品(笔记本电脑、平板电脑)、智能手机、新型消费电子产品(可穿戴设备与智能家居设备)。根据招股意向书援引 IDC 官网数据, 2014 年-2018 年中国智能手机出货量稳定在 4 亿台左右; 笔记本电脑出货量呈平稳趋势, 2018 年较 2017 年产量同比增长 0.6%; 平板电脑出货量则略有下降, 2018 年其产量较 2017 年同比下降 0.76%。

根据 IDC 发布的《中国可穿戴设备市场季度跟踪报告》以及前瞻产业研究院发布的《中国智能家居设备行业市场前瞻与投资策略规划报告》显示, 2015 年以来中国可穿戴设备出货量呈上升趋势, 2018 年出货量达 7321 万台, 近乎 2015 年出货量的三倍。同时智能家居市场规模近年来呈逐年增长状态, 2015 年中国智能家居市场规模仅仅达 7.05 亿美元。截止至 2018 年中国智能家居市场规模增长至 65.32 亿美元, 预测 2019 年中国智能家居市场规模将达到 80 亿美元左右。

图5 2014-2019 年中国智能手机、计算机产品出货量


资料来源: IDC 官网, 招股意向书, 海通证券研究所; 平板电脑 (左轴), 智能手机、笔记本电脑 (右轴)

图6 2015-2019 年中国可穿戴设备出货量、智能家居市场规模


资料来源: IDC 官网, 招股意向书, 海通证券研究所; 可穿戴设备 (左轴), 智能家居 (右轴)

2.1 涂料行业概况

涂料行业按用途分为建筑涂料、工业涂料、其他涂料、辅助材料。其中, 工业涂料为行业复杂程度最高、用途范围最广、技术难度最大、应用领域最全的涂料门类。工业涂料按用途可分为航空航天涂料、船舶涂料、核电/风电涂料、防腐涂料、汽车涂料、轻工涂料等六种。在工业涂料六类细分行业中, 汽车涂料与轻工涂料用途范围最广。

中国涂料产量逐年增加, 涂料行业发展势头较好。近十年来, 我国涂料行业发展势头稳健, 产量保持稳步增长态势。根据 wind 资讯、中国涂料工业协会数据, 2009 年, 我国涂料总产量为 911.40 万吨, 2018 年, 我国涂料总产量为 2377 万吨, 九年间平均复合增长率达 11.24%。2019 年公司测算乘用车修补涂料消耗约为 10 万吨。

汽车涂料按溶解介质性质分为油性涂料和水性涂料。近年来, 中国的新车车身涂料已经早于汽车修补涂料, 由“油性”向“水性”转型, 2018 年, 在国内生产的 70% 以上的乘

用车和 30% 以上的商用车的新车涂装已经使用水性涂料。

表 1 油性涂料与水性涂料详细对比

品种	定义	优势	劣势
油性涂料	或称油性漆，以有机溶剂作为分散介质的一类涂料。	1、生产工艺成熟稳定；2、施工方便，效率高；3、储存性好，色相稳定。	1、挥发性有机物(VOC)含量高，对环境产生不利影响；2、属于危化品，生产、运输、喷涂过程存在安全隐患。
水性涂料	或称水性漆，以蒸馏水作为分散介质的一类涂料。	1、挥发性有机物(VOC)含量低，环境友好型；2、产品固含量高，遮盖力强，节约能耗。	1、规模效应成长中，短期成本相对较高；2、作业难度较大，对环境、基材清洁要求高；3、稳定性敏感，存储条件严苛；4、作业技术要求高，培训成本大。

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

2.2 细分行业情况

根据招股书援引 Research and Market 研究报告显示，2018 年全球涂料市场规模约 1472 亿美元。亚太地区为涂料行业最大市场，亚太地区市场规模约占全球总量 45% 左右，中国市场占亚太地区市场规模 60% 左右，中国市场涂料行业市场规模约 400 亿美元。但从人均消费水平看，中国人口约 14 亿人，年人均消费涂料 28.57 美元。相比涂料工业与市场较为成熟的欧洲、北美地区，市场规模约为 441.60 亿美元与 264.96 亿美元，年人均消费涂料分别为 59.68 美元与 73.60 美元，中国涂料行业消费能力存在较大发展空间。

表 2 涂料细分行业介绍

分类	现状	前景
汽车售后修补涂料	汽车售后修补涂料行业是汽车涂料行业的重要分支，属于汽车售后服务行业或汽车零部件行业。汽车售后修补涂料与新车车身涂料不同，颜色种类相对更多更杂，维修修补恢复如新难度更大，汽车使用维修地域极为分散，产品使用场景千差万别。	二十一世纪以来，中国汽车保有量不断增长，推动了汽车售后修补涂料行业发展。此外，受中国车险费率改革、交通法规管理严格、城市交通更加拥堵、高铁公交方式进步等负面原因影响，中国汽车售后修补涂料行业增长较为缓慢。 上述负面影响因素边际效应已经迅速降低，中国汽车售后修补涂料市场将更多受到汽车保有量增长率为主的正面影响。
新车内外饰件涂料	新车内外饰件涂料直接客户主要为汽车主机厂、主机厂之一级供应商，产品应用于新车内外饰件零部件表面喷涂。新车内外饰件涂料行业中，欧美、日韩外资品牌占据市场绝对优势。	随着中国汽车工业发展进入平稳期，汽车主机厂成本压力加大，降本需求层层传导，加上在研发本土化、供应当地化、响应快速化等关键环节，外资内外饰件涂料品牌并没有优势，而原有天然国别长期合作优势却逐渐减弱。 未来几年，已经获得汽车主机厂原厂认证或汽车主机厂供应商准入资格的中国汽车新车内外饰件涂料品牌，将获得非常好的快速发展机遇。
汽车新车车身涂料	汽车车身涂料是汽车涂料市场规模最大的细分行业。在中国汽车工业“市场换技术”指导原则下，合资车企外方股东在技术标准、新供应商原厂认证或汽车主机厂供应商准入资格方面占据主导地位，导致中国车身涂料市场份额基本被外资品牌占据。	根据中海油常州涂料化工研究院有限公司与中国化工学会涂料涂装专业委员会主办的《涂层与防护》杂志 2019 年第 12 期刊登的文章《2019 年度中国汽车涂料行业分析》中的数据：美国庞贝捷、日本关西、美国艾仕得、德国巴斯夫、日本立邦、韩国金刚占据中国汽车车身涂料市场超过 95%。 车身涂料中国品牌如上海金力泰、中山大桥等，产品主要应用于北汽福田、江铃汽车、长安微型车、东风商用车等国内商用车品牌车型。
3C 消费电子领域涂料	3C 消费电子领域涂料行业可大致分为传统电子产品涂料行业与新型电子产品涂料两类。传统电子产品包括计算机、平板电脑、智能手机等；新型消费电子包括可穿戴设备、智能家居设备等电子等。	根据招股意向书数据，2013 年以来，全球传统电子产品行业趋于稳定。其中，计算机出货量 2016-2019 年保持小规模增长态势，总体趋势保持稳定。平板电脑、智能手机出货量基本保持稳定。新型消费电子产品预计未来 3-5 年内保持增长态势。 根据迈哲华咨询的预测，2018 年，我国 3C 消费电子领域涂料用量在 5 万吨左右。

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

2.3 行业趋势及竞争格局

水性涂料是未来发展趋势。水性涂料与油性涂料相比，喷涂过程产生的 VOC 排放更少、更环保。油性涂料是以有机溶剂为主要分散介质，而水性涂料是以去离子水为主要分散介质，从而降低了约 80% 的 VOC 排放，更加环保。中国新车涂料成功转型水性涂料；售后修补涂料向水性涂料转型起步阶段，但发展快速。公司主营业务为汽车售后修补涂料。汽车修补涂料市场需求以油性修补涂料为主，水性修补涂料占比小、增速快。

表 3 公司油性涂料、水性涂料总销量情况

项目	2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	销量 (吨)	占比	销量 (吨)	占比	销量 (吨)	占比
油性涂料	6255.64	97.74%	6185.44	98.57%	6412.30	99.17%
水性涂料	144.41	2.26%	89.53	1.43%	53.67	0.83%

资料来源: 招股意向书, 海通证券研究所

汽车售后涂料市场以外资企业为主。在获得汽车原厂认证或汽车主机厂供应商准入资格的主流汽车售后修补涂料品牌中, 中国的汽车售后涂料市场呈现“5+3+2+1”的市场格局; 5 家欧美品牌, 美国庞贝捷(PPG)、德国巴斯夫(BASF)、美国艾仕得(AXALTA)、荷兰阿克苏诺贝尔(AkzoNobel)、美国宣伟(SW); 3 家日本品牌, 立邦(Nippon Paint)、关西(Kansai)、洛克(ROCK); 2 家韩国品牌, 金刚化学(KCC)、纳路涂料 (NOROO); 1 家中国品牌, 东来股份(Donglai)。上述“5+3+2+1”的市场格局中只有东来“高飞”是中国品牌。

表 4 2019 年度汽车主机厂集采修补涂料品牌份额占比

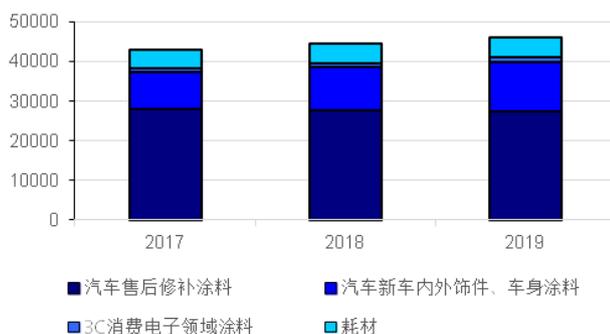
汽车厂商	2019 年汽车销量(万辆)	市场占比	东来	PPG	艾仕得	巴斯夫	宣伟	阿克苏诺贝尔
一汽大众	203.54	9.49%	28.50%	30.20%	19.20%	22.10%	-	-
上海大众	200.00	9.33%	未开展合作			未取得数据		
上汽通用	152.11	7.09%	2019 年开始合作			未取得数据		
吉利汽车	128.17	5.98%	28.00%	-	-	-	38.00%	-
东风日产	116.83	5.45%	47.45%	39.79%	-	-	-	12.76%

资料来源: 招股意向书, 海通证券研究所

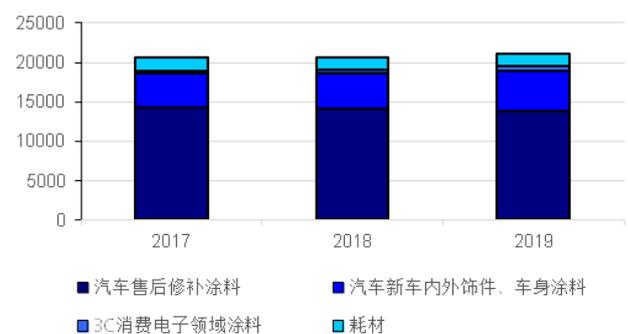
3. 3C 涂料收入增长较快, 扩建水性涂料开启新增长点

3.1 收入结构稳定, 汽车售后修补涂料是主要盈利来源

公司营业收入毛利构成较为稳定。公司主营业务收入占比超过 96%, 其他业务收入主要为原材料销售收入以及少量集采服务收入, 金额及占营业收入比例均较小。按产品构成来看, 汽车售后修补涂料业务系公司主营业务收入的主要来源, 占主营业务收入比例约为 60%, 汽车新车内外饰件、车身涂料业务及 3C 消费电子领域涂料销售收入增长速度较快。汽车售后修补涂料的毛利占营业收入毛利的 65%以上, 是公司利润的主要来源。2019 年 3C 消费电子领域涂料收入 1312.13 万元, 同比增长 61.85%, 毛利额 605.95 万元, 同比增长 71.27%。

图7 2017-2019 年公司主营业务收入的构成 (单位: 万元)


资料来源: 招股意向书, 海通证券研究所

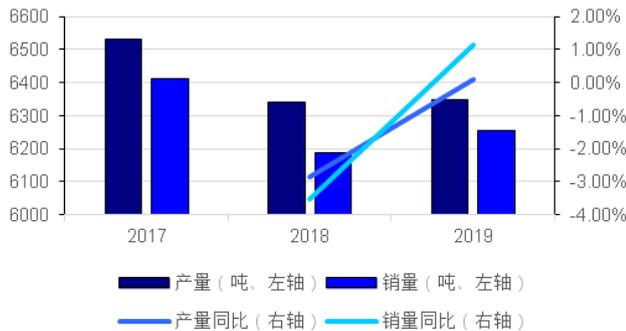
图8 2017-2019 年公司主营业务收入毛利的构成 (单位: 万元)


资料来源: 招股意向书, 海通证券研究所

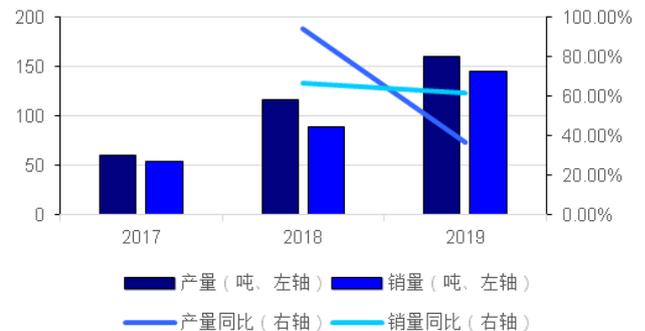
3.2 汽车新车内外饰件、车身涂料的销售收入持续增长

公司最终产品中,汽车新车内外饰件及车身涂料、3C 消费电子领域涂料绝大部分为油性涂料,公司汽车售后修补涂料中,大部分为油性涂料,部分为水性涂料。公司拥有油性涂料年产能 1 万吨,水性涂料年产能 2000 吨。2017-2019 年内,油性涂料的产能利用率稳定在 65%左右,而水性涂料由于基数小、环保等原因,产量的增速较高。

公司油性涂料 2017-2019 年产销率分别为 98.21%、97.53%、98.54%基本接近满销状态。水性涂料 2017-2019 年分别为 89.41%、76.82%、90.64%,产销率较低的原因是公司为未来战略储备导致库存水性涂料持续扩大。

图9 油性涂料产销情况


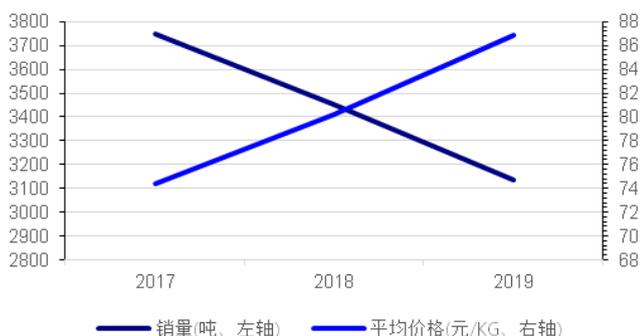
资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图10 水性涂料产销情况


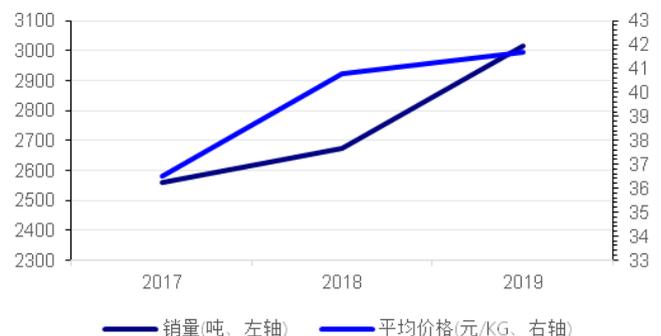
资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

汽车售后修补涂料业务受产品平均单价上升和总销量有所下降的综合影响,销售额基本保持平稳,2017-2019 年销售收入分别为 2.79 亿元、2.77 亿元及 2.72 亿元。销量下降的主要原因为:汽车保险政策费率调整使得车主减少了轻微刮蹭汽车的维修频率,以避免下年度车辆保险费用的上升。销售单价上涨原因主要为:一方面,采取跟随行业欧美同行价格每年上涨的价格策略,体现了汽车售后修补涂料的消费品属性;另一方面,从产品销售结构分析,单价相对较高的色漆产品占比权重逐年提升,使得汽车售后修补涂料平均销售单价上涨。

汽车新车内外饰件销售量增长,单价提升,公司汽车新车内外饰件、车身涂料的销售收入持续增长,2017-2019 年销售收入分别为 0.94 亿元、1.09 亿元及 1.26 亿元,增长较快。公司通过了多家汽车主机厂的新车车身或内外饰件涂料供应商的原厂质量体系认证和量产实绩证明。这是汽车新车车身、内外饰件涂料销售收入能够取得大幅增长的主要原因。

图11 汽车售后修补涂料销量与价格


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图12 汽车新车内外饰件、车身涂料销量与价格


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

3C 消费电子领域涂料销量增长而平均销售价格基本保持平稳,销量体量较小。2019 年销量增长主要原因为自身研发提升、引进新的人才,加上品牌知名度逐渐提升,下游客户随之增加。

3.3 募集资金 4.07 亿元建设水性涂料及智能颜色系统项目

彩云智能颜色系统项目计划建设 20 个配色服务中心, 100 家全自动智能化调色示范中心, 400 家钣喷示范店, 2000 个智能调色示范店。项目实施周期为 2 年, 可带动公司约每年 2000 万元的净利润贡献。

万吨水性环保汽车涂料项目拟扩建丙类生产厂房一座, 用于生产高性能水性涂料, 面积为 7833 平米, 建设周期为 2 年, 设项目建成达产后, 预计项目年均营业收入可达 3 亿元, 项目年净利润超过 5000 万元。

高性能色漆项目不涉及新建厂房, 主要是对一期厂房及生产线的升级改造, 以及对现有生产设备、研发检测设备和生产管理信息系统软件的更新投入, 建设周期为 2 年。项目建成后, 公司预计各类生产成本可降低约 5%, 预计可为公司带来利润 1000 万元。

表 5 首次公开发行募投情况

序号	项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金额	项目备案和核准情况	项目环评情况
1	彩云智能颜色系统建设项目	14800 万元	14800 万元	上海市企业投资项目备案证明: (2018-310114-26-03-003531)	不适用
2	万吨水性环保汽车涂料及高性能色漆(一期扩建及技改项目)项目	21825 万元	21825 万元	上海市企业投资项目备案证明: (2018-310114-26-03-000306)	沪 114 环保许管【2018】139 号
3	补充流动资金项目	6500 万元	6500 万元	不适用	不适用
合计		43125 万元	43125 万元		

资料来源: 招股意向书, 海通证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.79、0.93、1.16 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.66、0.77、0.97 元/股。我们给予公司 2021 年 35-40 倍 PE, 对应合理价值区间 26.95-30.8 元。首次覆盖给予“中性”评级。

表 6 东来技术分业务盈利预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车售后修补涂料					
收入 (万元)	27,694.67	27,234.87	24,520.07	26,370.47	34,005.38
成本 (万元)	13,527.13	13,477.57	12,260.03	13,053.38	17,322.64
毛利率 (%)	51.16%	50.51%	50.00%	50.50%	49.06%
汽车新车内外饰件、车身涂料					
收入 (万元)	10,896.23	12,563.83	13,777.70	16,290.91	23,081.60
成本 (万元)	6,394.34	7,412.34	7,991.06	9,448.73	13,467.33
毛利率 (%)	41.32%	41.00%	42.00%	42.00%	41.65%
耗材					
收入 (万元)	4,947.17	4,877.49	4,858.98	5,018.03	5,210.94
成本 (万元)	3,372.70	3,348.24	3,328.40	3,412.26	3,543.44
毛利率 (%)	31.83%	31.35%	31.50%	32.00%	32.00%
3C 电子产品涂料					
收入 (万元)	810.69	1,312.13	1,523.89	1,923.91	2,428.94
成本 (万元)	456.89	706.18	792.42	961.96	1,214.47
毛利率 (%)	43.64%	46.18%	48.00%	50.00%	50.00%
其他业务					
收入 (万元)	1,459.21	771.44	732.87	820.81	919.31
成本 (万元)	1,105.59	553.99	513.01	574.57	643.52
毛利率 (%)	24.23%	28.19%	30.00%	30.00%	30.00%
合计					
收入 (万元)	45,807.97	46,759.76	45,413.50	50,424.13	65,646.17
成本 (万元)	24,856.65	25,498.32	24,884.93	27,450.89	36,191.39
毛利率 (%)	45.74%	45.47%	45.20%	45.56%	44.87%

资料来源: 公司 2018、2019 年报, WIND, 海通证券研究所

表 7 可比公司估值表

代码	简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300537	广信材料	21.22	0.37	0.24	0.38	50.43	89.43	56.03
688157	松井股份	115.20	1.17	1.43	2.10	98.46	80.21	54.72
均值						74.45	84.82	55.38

注：收盘价为 2020 年 11 月 12 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：WIND，海通证券研究所

5. 风险提示

原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、募投项目不及预期风险。

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	468	454	504	656
每股收益	0.68	0.66	0.77	0.97	营业成本	255	249	275	362
每股净资产	2.52	6.98	7.76	8.72	毛利率%	45.5%	45.2%	45.6%	44.9%
每股经营现金流	0.58	0.69	0.87	0.91	营业税金及附加	4	4	4	6
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	69	67	75	97
P/E	38.52	40.11	34.00	27.21	营业费用率%	14.7%	14.8%	14.8%	14.8%
P/B	10.44	3.77	3.39	3.02	管理费用	25	25	27	35
P/S	5.07	6.95	6.26	4.81	管理费用率%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%
EV/EBITDA	-1.15	27.92	24.75	19.64	EBIT	88	84	95	119
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	0	1	-3	-3
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.2%	-0.6%	-0.4%
毛利率	45.5%	45.2%	45.6%	44.9%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	17.5%	17.3%	18.4%	17.7%	投资收益	1	1	1	2
净资产收益率	27.1%	9.4%	10.0%	11.1%	营业利润	96	92	109	136
资产回报率	20.5%	8.4%	9.0%	9.8%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	25.0%	8.6%	8.8%	9.7%	利润总额	95	92	109	136
盈利增长 (%)					EBITDA	97	96	112	136
营业收入增长率	2.1%	-2.9%	11.0%	30.2%	所得税	13	14	16	20
EBIT 增长率	2.0%	-4.7%	13.3%	25.4%	有效所得税率%	14.1%	14.7%	14.5%	14.6%
净利润增长率	4.9%	-4.0%	18.0%	24.9%	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	82	79	93	116
资产负债率	24.5%	10.2%	10.2%	11.6%					
流动比率	3.31	7.38	5.82	5.58	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.64	6.70	5.14	4.90	货币资金	111	485	380	481
现金比率	1.14	5.10	3.62	3.50	应收账款及应收票据	87	92	100	131
经营效率指标					存货	64	63	69	92
应收帐款周转天数	67.60	63.98	65.18	64.78	其它流动资产	61	61	61	63
存货周转天数	91.27	92.94	92.38	92.57	流动资产合计	324	701	611	766
总资产周转率	1.17	0.49	0.49	0.55	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	7.76	9.03	2.72	1.77	固定资产	60	50	185	370
					在建工程	1	159	209	9
					无形资产	11	18	26	34
					非流动资产合计	77	232	425	418
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	401	933	1036	1184
净利润	82	79	93	116	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	48	44	49	65
非现金支出	11	12	17	17	预收账款	20	19	21	27
非经营收益	-2	-1	-1	-2	其它流动负债	30	32	34	45
营运资金变动	-21	-7	-4	-23	流动负债合计	98	95	105	137
经营活动现金流	70	82	104	109	长期借款	0	0	0	0
资产	-5	-167	-210	-10	其它长期负债	0	0	0	0
投资	53	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	1	1	1	2	负债总计	98	95	105	138
投资活动现金流	49	-166	-209	-8	实收资本	90	120	120	120
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	302	838	931	1047
股权募资	0	30	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-27	427	0	0	负债和所有者权益合计	401	933	1036	1184
融资活动现金流	-27	457	0	0					
现金净流量	92	373	-105	101					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 12 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： 新洋丰,七彩化学,东岳硅材,建龙微纳,皇马科技,梅花生物,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,山东赫达,百傲化学,东来技术,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,三友化工,雅本化学,中旗股份,苏博特,国光股份,利民股份,元力股份,光华科技,万润股份

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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼珊(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒恒 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xy11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com
--	---	---

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com