

投资评级 优于大市 维持

风电机遇带动营收大幅增长，“新材料+军工”双轮布局逐步完善

股票数据

08月18日收盘价(元)	18.10
52周股价波动(元)	10.85-20.59
总股本/流通A股(百万股)	252/250
总市值/流通市值(百万元)	4570/4531

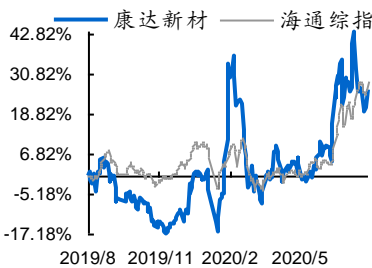
相关研究

《胶粘剂龙头市场前景良好,拟逐步收购京瀚禹布局电子元器件可靠性检测》2020.03.26

《国内胶粘剂龙头,定增收购必控协同效应显著》2017.12.21

《2016H1业绩小幅下滑,中长期看好公司聚氨酯胶、丁基材料及PI泡沫的放量》2016.08.23

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.3	19.6	28.9
相对涨幅(%)	-0.6	0.6	6.2

资料来源:海通证券研究所

分析师:张恒晖
Email:zhx10170@htsec.com
证书:S0850517110002

分析师:张高艳
Tel:0755-82900489
Email:zgy13106@htsec.com
证书:S0850520060001

联系人:刘砚菲
Tel:021-2321-4129
Email:lyf13079@htsec.com

投资要点:

- 公司发布2020半年报。**2020年上半年,公司实现营业收入6.95亿元,同比增长61.45%;实现营业利润1.16亿元,同比增长62.74%;实现归属于上市公司股东的净利润9939.82万元,同比增长69.43%;实现EPS 0.39元/股,同比增长100%。
- 把握风电发展机遇,胶粘剂营收大幅增长。**在中国风电市场政策影响下,公司风电叶片结构胶产品的订单及销售收入较上年同期有大幅增长。通过不断研发提升业务能力,2020年1-6月,公司胶粘剂类产品实现销售收入6.15亿元,同比增长71.42%。其中风电环氧结构胶2020年上半年销售量近1.35万吨,较上年同期增长140%;无溶剂聚氨酯复膜胶销售保持稳定增长,在国内无溶剂复膜胶市场上占有率领先。
- 加快资源整合,进一步完善军工布局。**2018年公司通过收购必控科技正式切入军工电磁兼容领域,必控科技对上下游资源进行整合,对电磁兼容产品及其延伸产品进行了扩充。公司新参与了国家航空领域某型号飞机的电源及电磁兼容设计,新研制的数十种电源及电磁兼容产品已进行配套联试,为后续公司业绩提供了新的增长点。4月公司公告拟在成都投建“成都康达电子西南产业基地项目”,包括电磁兼容、航天电子系统级设备、军工电子胶粘剂、电子元器件检测等产业化项目,进一步完善公司军工科技产业布局。
- 加大研发创新投入,持股计划激发员工积极性。**2020年上半年研究与开发费用投入总额3616.80万元,同比增长11.51%,产品研发进展显著,并新获得发明专利1项、实用新型专利3项。公司注重人才资源,第一期员工持股计划已过户,为保留和激励员工起到了良好的效果。
- 盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为1.01、1.26、1.47元,参照可比公司估值,给予公司2020年27-32倍PE估值,对应合理价值区间27.14-32.16元/股,“优于大市”评级。
- 风险提示。**宏观经济及下游行业景气度下滑的风险,市场竞争风险,原料价格上涨的风险,军工业务不达预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	928	1066	1806	2496	3133
(+/-)YoY(%)	68.8%	14.8%	69.4%	38.2%	25.5%
净利润(百万元)	80	140	254	319	372
(+/-)YoY(%)	83.8%	74.0%	81.3%	25.6%	16.8%
全面摊薄EPS(元)	0.32	0.55	1.01	1.26	1.47
毛利率(%)	28.8%	37.6%	34.3%	34.1%	33.1%
净资产收益率(%)	4.2%	6.6%	10.6%	11.8%	12.1%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比上市公司估值表 (2020 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2020E)
广电计量	002967	31.15	75.30
振华科技	000733	44.65	61.33
火炬电子	603678	43.69	38.96
苏试试验	300416	31.30	49.06
亚光科技	300123	20.59	57.68
平均 PE (倍, 2020E)			56.46

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2020 年 08 月 19 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

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	1066	1806	2496	3133
每股收益	0.55	1.01	1.26	1.47	营业成本	666	1187	1646	2097
每股净资产	8.46	9.46	10.72	12.20	毛利率%	37.6%	34.3%	34.1%	33.1%
每股经营现金流	0.75	0.20	0.64	0.66	营业税金及附加	4	7	9	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	82	90	150	188
P/E	31.55	17.40	13.85	11.86	营业费用率%	7.7%	5.0%	6.0%	6.0%
P/B	2.07	1.85	1.63	1.43	管理费用	75	126	175	219
P/S	4.14	2.45	1.77	1.41	管理费用率%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
EV/EBITDA	15.12	13.77	10.93	9.04	EBIT	165	269	329	383
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2	6	2	4
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%
毛利率	37.6%	34.3%	34.1%	33.1%	资产减值损失	-6	0	0	0
净利润率	13.1%	14.1%	12.8%	11.9%	投资收益	11	18	24	31
净资产收益率	6.6%	10.6%	11.8%	12.1%	营业利润	157	290	364	426
资产回报率	5.5%	8.9%	9.6%	9.6%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	6.4%	9.9%	10.6%	10.9%	利润总额	157	290	364	426
盈利增长 (%)					EBITDA	204	297	357	411
营业收入增长率	14.8%	69.4%	38.2%	25.5%	所得税	18	36	46	53
EBIT 增长率	64.6%	62.7%	22.4%	16.2%	有效所得税率%	11.6%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润增长率	74.0%	81.3%	25.6%	16.8%	少数股东损益	-1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	140	254	319	372
资产负债率	16.3%	15.9%	18.7%	20.5%					
流动比率	3.66	4.08	3.79	3.70	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	3.27	3.50	3.24	3.15	货币资金	403	327	512	705
现金比率	0.98	0.73	0.83	0.90	应收账款及应收票据	550	841	1094	1373
经营效率指标					存货	155	244	316	402
应收账款周转天数	188.48	170.00	160.00	160.00	其它流动资产	396	409	419	428
存货周转天数	84.77	75.00	70.00	70.00	流动资产合计	1504	1821	2340	2908
总资产周转率	0.42	0.64	0.75	0.81	长期股权投资	63	63	63	63
固定资产周转率	2.20	3.95	5.82	7.81	固定资产	485	457	429	401
					在建工程	11	11	11	11
					无形资产	82	82	82	82
					非流动资产合计	1046	1018	990	962
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2550	2839	3330	3870
净利润	140	254	319	372	短期借款	139	0	0	0
少数股东损益	-1	0	0	0	应付票据及应付账款	187	293	406	517
非现金支出	61	28	28	28	预收账款	2	4	6	7
非经营收益	-11	-12	-23	-27	其它流动负债	83	149	207	262
营运资金变动	0	-219	-162	-207	流动负债合计	410	446	618	786
经营活动现金流	189	51	162	166	长期借款	0	0	0	0
资产	-85	0	0	0	其它长期负债	6	6	6	6
投资	-11	0	0	0	非流动负债合计	6	6	6	6
其他	8	18	24	31	负债总计	416	452	624	792
投资活动现金流	-88	18	24	31	实收资本	252	252	252	252
债权募资	169	-139	0	0	归属于母公司所有者权益	2135	2389	2707	3080
股权募资	115	0	0	0	少数股东权益	-1	-1	-1	-1
其他	-210	-6	-2	-4	负债和所有者权益合计	2550	2839	3330	3870
融资活动现金流	73	-144	-2	-4					
现金净流量	174	-76	185	193					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 18 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

张恒昶 军工行业
张高艳 军工行业

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： 中航光电,中航科工,柯力传感,天奥电子,四创电子,中航电子,中航电测,中航飞机,航天电器,中航机电,中直股份,火炬电子,振华科技,中国海防,康达新材,中航高科,中航沈飞,苏试试验

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; 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。	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。
	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。