

2019年08月14日

集泰股份 (603026.SH)

半年报业绩高增长，有机硅密封胶盈利向上

■事件:公司公告，上半年实现营收4.66亿，同比增长6.14%，实现归母净利润3128.7万，同比增长270.6%。

■有机硅密封胶提振业绩，期间费用率小幅上升:公司有机硅密封胶、水性涂料、其他密封胶、水性密封胶、沥青漆，分别占收入64.7%/20.4%/7.9%/4.8%/2.2%。有机硅密封胶、水性涂料、水性密封胶、沥青漆营收分别同比增长23.1%/-6.2%/-47.9%/-17.6%。有机硅密封胶毛利率上升20.1pct，水性涂料下降13.9pct，综合毛利率上升8.48pct。由于研发和管理费用率小幅上升，期间费用率上升1.7pct。

■有机硅原料成本大幅下降，密封胶需求稳健:有机硅密封胶具备良好的耐老化性、电绝缘性好和宽温适应性，对金属材料和非金属材料兼具粘接力，下游包括建筑、汽车、光伏等领域。公司有机硅密封胶产品主要应用于建筑工程市场，包括门窗、建筑屋顶、装饰面板等领域。据博睿咨询报道，随着城镇化率的不断提升，建筑用密封胶保持10%左右增速，预计到2020年，国内建筑用有机硅密封胶的需求量将达到67万吨。据wind数据，上半年有机硅原料较去年同期下降超40%，硅胶-有机硅价差明显拉大。中长期看。受益于化工企业环保标准提高，低端产品逐步淘汰，公司专注中高端，市占率有望继续提升。

■涂料“油改水”大势所趋，水性涂料培育新增长点:公司自2006年起布局和发展水性涂料业务，现已开发出多项水性涂料产品以替代传统溶剂型涂料，并获得了下游客户的使用和认可，具有一定的先发优势。其应用领域从单一的石化装备市场逐步扩展至集装箱制造、钢结构及建筑工程市场。据荣大产业统计，2011-2017年中国水性涂料产量复合增长率达到14.1%。2017年中国水性涂料产量约为232万吨，同比增速22.1%。目前国内市场上巴斯夫、艾仕得、阿克苏诺贝尔等国际品牌占比较高。公司作为国产领军企业，依托集装箱优势市场，长期增长潜力较大。

■投资建议:预计公司19-21年EPS分别为0.46、0.7、1.08元;给予买入-A投资评级，6个月目标价为11.5元，相当于19-21年PE 25/16/11倍。

■风险提示:原材料价格大幅上涨、水性涂料推广进度不及预期等。

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 主营收入 | 802.2 | 932.6 | 988.6 | 1,093.4 | 1,257.4 |
| 净利润 | 45.2 | 18.7 | 77.0 | 117.6 | 180.7 |
| 每股收益(元) | 0.27 | 0.11 | 0.46 | 0.70 | 1.08 |
| 每股净资产(元) | 2.89 | 2.74 | 6.36 | 6.59 | 6.94 |

| 盈利和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 39.0 | 94.2 | 22.9 | 15.0 | 9.8 |
| 市净率(倍) | 3.6 | 3.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 净利润率 | 5.6% | 2.0% | 7.8% | 10.8% | 14.4% |
| 净资产收益率 | 9.3% | 4.1% | 7.2% | 10.6% | 15.5% |
| 股息收益率 | 1.7% | 1.4% | 0.1% | 4.5% | 6.9% |
| ROIC | 17.1% | 5.7% | 26.7% | 10.9% | 21.6% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他化学制品

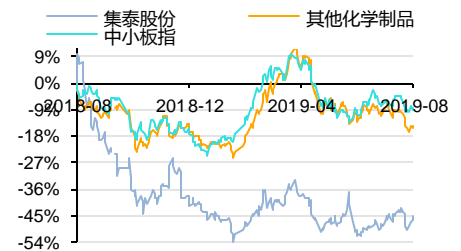
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价: **11.5元**
股价(2019-08-14) **10.51元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 1,765.68 |
| 流通市值(百万元) | 797.65 |
| 总股本(百万股) | 168.00 |
| 流通股本(百万股) | 75.89 |
| 12个月价格区间 | 8.90/21.26元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|--------|
| 相对收益 | 4.82 | 5.08 | -39.08 |
| 绝对收益 | 3.85 | 4.23 | -46.01 |

李水云

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519030002

lisy5@essence.com.cn

13810910327

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|--------|-------|---------|---------|---------|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 802.2 | 932.6 | 988.6 | 1,093.4 | 1,257.4 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 568.0 | 703.0 | 672.2 | 710.7 | 779.6 | 营业收入增长率 | 60.0% | 16.3% | 6.0% | 10.6% | 15.0% |
| 营业税费 | 5.1 | 6.9 | 7.2 | 7.7 | 9.1 | 营业利润增长率 | 4.1% | -49.4% | 272.5% | 46.4% | 48.5% |
| 销售费用 | 104.1 | 125.3 | 128.5 | 143.6 | 165.9 | 净利润增长率 | 6.0% | -58.6% | 310.9% | 52.7% | 53.7% |
| 管理费用 | 66.9 | 45.4 | 79.1 | 87.5 | 100.6 | EBITDA 增长率 | -0.2% | 4.5% | 64.6% | 38.2% | 37.8% |
| 财务费用 | 4.3 | 4.0 | 0.9 | -3.4 | -16.6 | EBIT 增长率 | -4.8% | -2.4% | 94.2% | 41.8% | 40.5% |
| 资产减值损失 | 4.5 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | NOPLAT 增长率 | 6.6% | -53.9% | 249.1% | 47.3% | 45.4% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 36.9% | -25.0% | 262.2% | -27.0% | -45.0% |
| 投资和汇兑收益 | 0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 净资产增长率 | 95.2% | -4.9% | 131.6% | 3.6% | 5.4% |
| 营业利润 | 53.4 | 27.0 | 100.7 | 147.5 | 219.0 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 0.2 | -1.1 | -0.7 | -0.5 | -0.8 | 毛利率 | 29.2% | 24.6% | 32.0% | 35.0% | 38.0% |
| 利润总额 | 53.6 | 26.0 | 100.0 | 147.0 | 218.3 | 营业利润率 | 6.7% | 2.9% | 10.2% | 13.5% | 17.4% |
| 减:所得税 | 8.4 | 7.2 | 23.0 | 29.4 | 37.5 | 净利润率 | 5.6% | 2.0% | 7.8% | 10.8% | 14.4% |
| 净利润 | 45.2 | 18.7 | 77.0 | 117.6 | 180.7 | EBITDA/营业收入 | 8.2% | 7.3% | 11.4% | 14.2% | 17.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 6.7% | 5.6% | 10.3% | 13.2% | 16.1% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 固定资产周转天数 | 42 | 64 | 80 | 70 | 60 |
| 货币资金 | 183.6 | 236.2 | 79.1 | 312.6 | 723.8 | 流动营业资本周转天数 | 77 | 45 | 155 | 221 | 104 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 202 | 228 | 339 | 374 | 343 |
| 应收账款 | 237.2 | 195.3 | 392.4 | 184.3 | 480.2 | 应收账款周转天数 | 94 | 83 | 107 | 95 | 95 |
| 应收票据 | 26.8 | 48.7 | 15.6 | 56.5 | 32.3 | 存货周转天数 | 27 | 31 | 151 | 188 | 75 |
| 预付账款 | 2.3 | 3.5 | 11.2 | 5.0 | 6.4 | 总资产周转天数 | 290 | 329 | 443 | 464 | 419 |
| 存货 | 75.6 | 83.5 | 746.4 | 396.3 | 128.2 | 投资资本周转天数 | 152 | 132 | 246 | 302 | 172 |
| 其他流动资产 | 68.2 | 22.1 | 30.6 | 40.3 | 31.0 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 9.3% | 4.1% | 7.2% | 10.6% | 15.5% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 5.5% | 2.1% | 5.0% | 9.3% | 10.9% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 17.1% | 5.7% | 26.7% | 10.9% | 21.6% |
| 投资性房地产 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 107.2 | 223.3 | 214.0 | 211.5 | 207.2 | 销售费用率 | 13.0% | 13.4% | 13.0% | 13.1% | 13.2% |
| 在建工程 | 63.5 | 5.1 | 10.1 | 7.5 | 6.3 | 管理费用率 | 8.3% | 4.9% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 无形资产 | 35.8 | 36.0 | 34.3 | 32.6 | 30.9 | 财务费用率 | 0.5% | 0.4% | 0.1% | -0.3% | -1.3% |
| 其他非流动资产 | 22.8 | 22.4 | 19.7 | 18.1 | 15.0 | 三费/营业收入 | 21.9% | 18.7% | 21.1% | 20.8% | 19.9% |
| 资产总额 | 824.5 | 877.6 | 1,554.8 | 1,266.3 | 1,662.8 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 114.0 | 91.8 | 93.1 | - | - | 资产负债率 | 41.2% | 47.5% | 31.3% | 12.6% | 29.9% |
| 应付账款 | 188.6 | 186.2 | 308.0 | 104.3 | 376.0 | 负债权益比 | 70.1% | 90.3% | 45.6% | 14.4% | 42.6% |
| 应付票据 | - | 104.4 | 48.6 | 20.8 | 80.6 | 流动比率 | 1.80 | 1.45 | 2.67 | 6.63 | 2.88 |
| 其他流动负债 | 27.0 | 25.2 | 28.1 | 24.9 | 30.7 | 速动比率 | 1.57 | 1.24 | 1.11 | 3.99 | 2.61 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | 12.51 | 13.07 | 112.55 | -41.91 | -12.21 |
| 其他非流动负债 | 10.2 | 8.7 | 9.0 | 9.3 | 9.0 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 339.7 | 416.4 | 486.8 | 159.4 | 496.4 | DPS(元) | 0.18 | 0.15 | 0.01 | 0.47 | 0.72 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红比率 | 66.3% | 133.1% | 1.3% | 66.9% | 67.1% |
| 股本 | 120.0 | 168.0 | 168.0 | 168.0 | 168.0 | 股息收益率 | 1.7% | 1.4% | 0.1% | 4.5% | 6.9% |
| 留存收益 | 353.1 | 293.9 | 900.0 | 938.9 | 998.4 | | | | | | |
| 股东权益 | 484.8 | 461.2 | 1,068.0 | 1,106.9 | 1,166.4 | | | | | | |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 45.2 | 18.7 | 77.0 | 117.6 | 180.7 | EPS(元) | 0.27 | 0.11 | 0.46 | 0.70 | 1.08 |
| 加:折旧和摊销 | 14.1 | 18.5 | 11.1 | 11.7 | 12.3 | BVPS(元) | 2.89 | 2.74 | 6.36 | 6.59 | 6.94 |
| 资产减值准备 | 4.5 | 0.1 | - | - | - | PE(X) | 39.0 | 94.2 | 22.9 | 15.0 | 9.8 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 3.6 | 3.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 财务费用 | 4.9 | 5.4 | 0.9 | -3.4 | -16.6 | P/FCF | -31.1 | 18.7 | -2.6 | 5.7 | 3.3 |
| 投资损失 | -0.1 | -0.4 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | P/S | 2.2 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | 38.8 | 24.2 | 15.6 | 9.2 | 4.8 |
| 营运资金的变动 | -59.7 | 110.8 | -771.3 | 281.0 | 344.5 | CAGR(%) | 37.5% | 112.8% | 21.7% | 37.5% | 112.8% |
| 经营活动产生现金流量 | 73.8 | 108.4 | -682.5 | 406.5 | 520.6 | PEG | 1.0 | 0.8 | 1.1 | 0.4 | 0.1 |
| 投资活动产生现金流量 | -134.1 | -19.0 | -4.8 | -4.7 | -4.7 | ROIC/WACC | 1.7 | 0.6 | 2.6 | 1.1 | 2.1 |
| 融资活动产生现金流量 | 188.8 | -70.5 | 530.2 | -168.3 | -104.7 | REP | 3.9 | 10.0 | 0.6 | 1.7 | 1.1 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李水云声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-------|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn |
| | 苏梦 | 021-35082790 | sumeng@essence.com.cn |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 021-35082799 | qinzh1@essence.com.cn |
| | 王银银 | 021-35082985 | wangyy4@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 姜东亚 | 010-83321351 | jiangdy@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn |
| | 王帅 | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 曹琰 | 15810388900 | caoyan1@essence.com.cn |
| | 夏坤 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn |
| | 袁进 | 010-83321345 | yuanjin@essence.com.cn |
| | 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82528441 |
| 范洪群 | | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn |
| 聂欣 | | 0755-23919631 | niexin1@essence.com.cn |
| 杨萍 | | 13723434033 | yangping1@essence.com.cn |
| 巢莫雯 | | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn |
| 黄秋琪 | | 0755-23987069 | huangqq@essence.com.cn |
| 王红彦 | | 0755-82714067 | wanghy8@essence.com.cn |
| 黎欢 | | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034