

易世达 (300125)

证券研究报告

2019年09月24日

工业大麻基材香薄片加热不燃烧项目加速推进!

事件: 公司发布公告, 拟使用超募资金与汉麻集团共同以货币出资设立一家合资公司, 投资建设工业大麻基材产香薄片生产基地和工业大麻素加热不燃烧非烟制品加工基地项目。合作项目投资总额为 4 亿元, 双方各自以货币出资 2 亿元, 分别持有合资公司 50% 的股权。

我们认为:

此次公告进一步明确与汉麻集团合作具体方式

公司此前于 8 月 30 日发布公告, 签署与汉麻合作成立公司的意向性协议。此次公告进一步确定以超募资金出资, 并拟定双方均以货币资金出资 50%, 公司于合资公司董事会提名两名, 汉麻提名一名。成立后, 合资公司税后净利润 50% 作为可分配利润, 按双方股权比例进行分配。

工业大麻加热不燃烧产业快速成长, 公司利用上下游资源率先布局,

1) 根据欧睿国际统计, 以 IQOS 为代表的加热不燃烧市场规模 119 亿美元, 同比 +111%, 根据 Zion 市场研究, 全球工业大麻市场快速增长, 2019 年约为 39.7 亿美元, 预计到 2025 年将达 96.4 亿美元。工业大麻的香薄片在加热不燃烧器具的应用结合工业大麻素健康价值与丰富的应用场景, 将进入产业快速发展阶段。

2) 香薄片制作可由草本植物磨制形成的浆经过再脱水、干燥制片等工艺形成。制成后按照器具口径可用于加热不燃烧器具。汉麻拥有工业大麻种植加工产业链完整布局, 公司通过与汉麻合作, 有望充分利用上游工业大麻基材, 占据产业领先赛道。

合资公司建成后有望成为公司收入重要来源

根据公司此次公告, 1) 工业大麻基材产香薄片生产基地总投资 1.7 亿元, 建设期及实施进度建设期一年, 建成后第一年 50% 生产能力, 第二年达产 100%。该项目投产以后预计年销售额 2.5 亿元。2) 工业大麻素加热不燃烧非烟制品加工基地项目总投资预计 2.3 亿元, 投产以后预计年销售额 25 亿元, 合计产能对应 27.5 亿元。公司“大健康”战略下持续开拓新兴产业, 此前在工业大麻检测领域已有布局, 此次工业大麻基材加热不燃烧项目预计将成为公司收入增长新的重要源泉。

投资建议: 由于公司工业大麻合资项目尚处协议阶段, 暂不考虑收入, 我们维持对公司 19-21 年净利润的预测 0.40/0.52/0.67 亿元, EPS0.15/0.19/0.25 元, 继续看好公司新兴产业前景, 维持“增持”评级。

风险提示: 投资进展不及预期, 合资公司能否取得批准具有不确定性, 工业应与中间型大麻、娱乐大麻/毒品严格区分, 工业大麻相关业务可能有政策变动风险、法律风险、经营管理风险、自然风险、研发操作风险、合作不确定性; 坚决反对娱乐大麻合法化; 我国从未批准工业大麻用于医用和食品添加

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	112.68	152.26	245.03	293.63	362.99
增长率(%)	(30.70)	35.12	60.93	19.84	23.62
EBITDA(百万元)	(191.56)	72.86	140.13	157.75	174.86
净利润(百万元)	(264.25)	36.69	39.85	51.61	66.51
增长率(%)	324.44	(113.88)	8.62	29.50	28.87
EPS(元/股)	(1.00)	0.14	0.15	0.19	0.25
市盈率(P/E)	(16.34)	117.67	108.32	83.65	64.91
市净率(P/B)	5.61	5.67	4.63	4.38	4.11
市销率(P/S)	38.31	28.35	17.62	14.70	11.89
EV/EBITDA	(17.61)	34.18	31.79	27.44	25.01

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	16.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	265.50
流通 A 股股本(百万股)	263.78
A 股总市值(百万元)	4,447.12
流通 A 股市值(百万元)	4,418.27
每股净资产(元)	2.87
资产负债率(%)	36.26
一年内最高/最低(元)	27.18/10.54

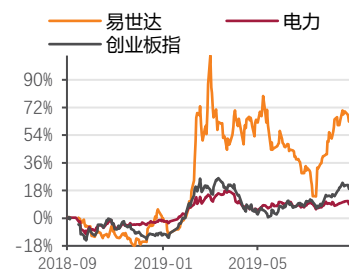
作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

于夕朦 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

林逸丹 联系人
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《易世达-公司点评:携手汉麻建设工业大麻香薄片项目,“大健康”战略持续推进》2019-09-01
- 《易世达-首次覆盖报告:战略进军裸眼 3D 行业,公司迈入发展新阶段!》2019-05-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	175.78	103.11	132.05	61.18	29.04	营业收入	112.68	152.26	245.03	293.63	362.99
应收票据及应收账款	136.27	185.59	222.79	266.60	338.39	营业成本	73.29	108.20	147.67	178.08	222.66
预付账款	5.02	1.15	6.23	2.67	8.46	营业税金及附加	1.56	1.59	3.28	3.69	4.40
存货	79.89	14.86	83.59	20.29	109.60	营业费用	4.21	1.20	3.68	4.40	5.44
其他	309.57	396.87	232.17	244.94	250.39	管理费用	43.46	41.01	22.05	26.43	32.67
流动资产合计	706.53	701.58	676.83	595.68	735.87	研发费用	1.41	0.00	19.60	23.49	29.04
长期股权投资	55.04	65.84	55.84	55.84	55.84	财务费用	21.56	20.55	17.55	16.29	9.80
固定资产	391.73	377.22	370.93	366.23	362.07	资产减值损失	243.17	(9.13)	0.00	0.00	0.00
在建工程	50.83	0.00	6.00	9.60	11.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	134.66	58.00	114.91	71.82	28.73	投资净收益	8.25	18.63	28.00	36.00	41.00
其他	58.95	51.56	146.46	143.57	142.74	其他	(18.99)	(67.41)	(56.00)	(72.00)	(82.00)
非流动资产合计	691.21	552.62	694.15	647.06	601.14	营业利润	(265.23)	37.62	59.20	77.26	99.97
资产总计	1,397.74	1,254.20	1,370.98	1,242.73	1,337.01	营业外收入	3.17	3.90	3.00	3.36	3.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	9.53	营业外支出	1.89	4.84	2.27	3.00	3.37
应付票据及应付账款	71.45	44.87	69.98	68.52	104.66	利润总额	(263.96)	36.68	59.93	77.61	100.02
其他	110.37	64.12	49.68	73.22	55.65	所得税	0.62	0.49	3.00	3.88	5.00
流动负债合计	181.83	108.99	119.67	141.74	169.84	净利润	(264.58)	36.19	56.93	73.73	95.02
长期借款	395.00	365.00	273.10	50.00	23.39	少数股东损益	(0.33)	(0.49)	17.08	22.12	28.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(264.25)	36.69	39.85	51.61	66.51
其他	23.49	9.19	17.76	16.81	14.59	每股收益(元)	(1.00)	0.14	0.15	0.19	0.25
非流动负债合计	418.49	374.19	290.86	66.81	37.98						
负债合计	600.31	483.18	410.53	208.55	207.82	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	28.21	10.02	27.10	49.22	77.72	成长能力					
股本	118.00	177.00	265.50	265.50	265.50	营业收入	-30.70%	35.12%	60.93%	19.84%	23.62%
资本公积	811.23	751.33	751.33	751.33	751.33	营业利润	225.78%	-114.18%	57.36%	30.50%	29.40%
留存收益	651.22	628.00	667.85	719.46	785.98	归属于母公司净利润	324.44%	-113.88%	8.62%	29.50%	28.87%
其他	(811.23)	(795.33)	(751.33)	(751.33)	(751.33)	获利能力					
股东权益合计	797.43	771.02	960.45	1,034.18	1,129.20	毛利率	34.96%	28.94%	39.74%	39.35%	38.66%
负债和股东权益总	1,397.74	1,254.20	1,370.98	1,242.73	1,337.01	净利率	-234.50%	24.10%	16.26%	17.58%	18.32%
						ROE	-34.35%	4.82%	4.27%	5.24%	6.33%
						ROIC	-20.61%	5.82%	7.20%	8.29%	10.46%
						偿债能力					
						资产负债率	42.95%	38.53%	29.94%	16.78%	15.54%
						净负债率	30.94%	37.86%	17.55%	1.66%	2.88%
						流动比率	3.89	6.44	5.66	4.20	4.33
						速动比率	3.45	6.30	4.96	4.06	3.69
						营运能力					
						应收账款周转率	0.90	0.95	1.20	1.20	1.20
						存货周转率	1.04	3.21	4.98	5.65	5.59
						总资产周转率	0.07	0.11	0.19	0.22	0.28
						每股指标(元)					
						每股收益	-1.00	0.14	0.15	0.19	0.25
						每股经营现金流	0.02	-0.06	0.67	0.57	-0.10
						每股净资产	2.90	2.87	3.52	3.71	3.96
						估值比率					
						市盈率	-16.34	117.67	108.32	83.65	64.91
						市净率	5.61	5.67	4.63	4.38	4.11
						EV/EBITDA	-17.61	34.18	31.79	27.44	25.01
						EV/EBIT	-13.78	88.91	58.05	46.27	39.84

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	(264.58)	36.19	39.85	51.61	66.51
折旧摊销	53.60	45.31	63.38	64.20	65.09
财务费用	24.64	22.74	17.55	16.29	9.80
投资损失	(8.25)	(18.63)	(28.00)	(36.00)	(41.00)
营运资金变动	2.81	(90.32)	68.53	33.47	(155.43)
其它	196.84	(10.63)	17.08	22.12	28.50
经营活动现金流	5.04	(15.33)	178.39	151.69	(26.53)
资本支出	(125.89)	(72.05)	189.43	20.95	22.22
长期投资	44.51	10.80	(10.00)	0.00	0.00
其他	48.65	111.04	(349.43)	(4.95)	(1.22)
投资活动现金流	(32.73)	49.79	(170.00)	16.00	21.00
债权融资	422.50	395.00	300.60	78.33	61.52
股权融资	(21.56)	(65.45)	114.95	(16.29)	(9.80)
其他	(441.38)	(429.43)	(395.00)	(300.60)	(78.33)
筹资活动现金流	(40.44)	(99.88)	20.55	(238.56)	(26.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(68.13)	(65.43)	28.94	(70.87)	(32.14)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com