

2019年04月03日

证券研究报告·公司研究报告

高盟新材(300200) 化工

增持(首次)

当前价: 9.10元

目标价: 10.78元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 软包聚氨酯胶粘剂龙头，并购华森塑胶开启成长

### 投资要点

- 公司是国内高性能复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业，是软包装复合聚氨酯胶粘剂领域品种最多、规模最大的专业厂家。公司主要从事反应型复合聚氨酯胶粘剂的研发、生产和销售；主要产品包括应用于食品、医药、日化、电子、轻纺等包装领域的耐高温蒸煮系列、抗介质系列、铝箔和镀铝复合系列、各种水煮和耐巴氏杀菌复合系列复合聚氨酯胶粘剂。公司在复合聚氨酯胶粘剂领域具有独立自主研发能力，设有“北京市企业技术中心”，系“国家高新技术企业”、“中国包装优秀企业”，在北京与南通两地具备约4万吨胶粘剂的总产能。复合聚氨酯胶粘剂2009年-2016年贡献公司营收90%以上，主要应用于包装领域（占营收80%以上，软包装胶市占率10%），是公司收入与利润的主要贡献点。
- 工程胶粘剂市场景气，下游应用广泛，公司充分受益。工程胶粘剂以其强度高、耐疲劳、耐老化等优点区别于传统胶粘剂，使其拥有下游广泛的应用市场：从传统的包装、汽车、建筑等到新兴的能源等产业。在软包装领域，食品医药的日益严格的安全标准，促使环境友好型的无溶剂聚氨酯胶粘剂应用前景广阔。而公司持续打造包装用无溶剂聚氨酯胶粘剂，形成从普通到蒸煮一系列性能优异的无溶剂产品。公司无溶剂粘合剂2017年销售量同比增长118%；2018年上半年无溶剂产品销量继续保持增长势头，同比增长94%。所以包装领域的新风向为公司带来新机遇。同时，随着交通与建筑领域的继续发展，也推动了对公司胶粘剂产品的需求，在这些领域也取得了业绩增长。2017年在建筑节能领域获得3615万营业收入，同比增长88%。
- 并购华森塑胶，发挥协同效应，拓展汽车领域业务。武汉华森塑胶有限公司，在汽车塑胶零部件领域具有充分的竞争力，企业数量较少，毛利率水平较高。此领域的客户粘性较强，华森为近20家汽车整车厂商的一级供应商，与主要客户合作时间大多在10年以上，收入来源稳定。在汽车领域，结合公司已经推出的胶粘剂产品，公司会在协同效应下进一步打造产品与拓展业务。同时，并购华森助推了公司的财务表现，2017年5月完成收购后，6-12月华森实现净利润5,567.28万元，占公司2017年归母净利润的128.50%；2018年上半年华森实现1.8亿元营业收入，5678.43万元净利润，占公司2018年上半年归母净利润的66.11%。
- 盈利预测与评级。预计2018-2020年EPS分别为0.31元、0.49元、0.59元，对应PE分别29X、19X、15X；参考可比公司（回天新材、康达新材、世纪华通）2018-2020年PE平均值分别为38X、23X、18X，公司估值低于可比公司估值。我们基于行业平均水平，给予公司未来六个月22X估值水平，对应目标价为10.78元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：原材料如MDI的价格上涨或不及预期，市场竞争与产品迭代的可能，同时华森塑胶经营状况不及预期导致商誉减值的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	853.61	1017.35	1453.61	1771.81
增长率	61.75%	19.18%	42.88%	21.89%
归属母公司净利润(百万元)	43.32	83.54	130.29	157.71
增长率	-23.80%	92.82%	55.97%	21.04%
每股收益EPS(元)	0.16	0.31	0.49	0.59
净资产收益率ROE	2.98%	5.46%	7.93%	8.88%
PE	57	29	19	15
PB	1.67	1.59	1.47	1.37

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杨林

执业证号: S1250518100002

电话: 010-57631191

邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文

执业证号: S1250517070002

电话: 0755-23614278

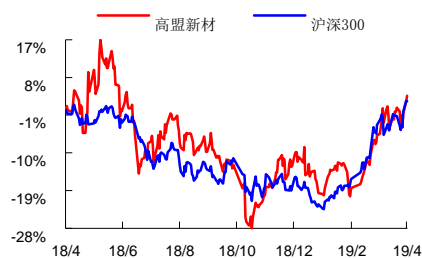
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪

电话: 010-57758571

邮箱: xuec@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.67
流通A股(亿股)	2.03
52周内股价区间(元)	6.31-10.53
总市值(亿元)	24.26
总资产(亿元)	17.16
每股净资产(元)	5.64

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司是国内高性能复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业，软包装复合聚氨酯胶粘剂品种最多、规模最大 .....</b>	<b>1</b>
1.1 公司基本情况及产品业务 .....	1
1.2 公司股权结构 .....	1
1.3 公司经营表现 .....	2
1.4 公司财务比率同业比较 .....	4
<b>2 工程胶粘剂市场景气，下游应用广泛，公司充分受益 .....</b>	<b>6</b>
2.1 较高的行业壁垒、突出的核心技术竞争力，能够保证公司已有市场领先地位的同时应对新的市场需求 .....	7
2.2 行业较强的客户粘性、公司的营销模式，坚实保障了公司的收入来源 .....	7
2.3 较高的资金壁垒、优秀的财务管理能力，为公司发展注入持续动力 .....	8
2.4 塑料软包装业务贡献公司主要营业收入，市场空间依然巨大 .....	8
2.5 交通运输领域需求稳健提升，市场前景可观 .....	10
2.6 建筑业蓬勃发展，公司在此领域取得业绩增长 .....	11
<b>3 原材料价格处于下降趋势，公司盈利能力回升 .....</b>	<b>12</b>
<b>4 并购华森塑胶，发挥协同效应，积极拓展汽车领域业务 .....</b>	<b>14</b>
4.1 华森，作为汽车塑胶零部件领域的代表供应商，具有较强竞争力 .....	14
4.2 并购华森，深耕汽车领域市场，提升公司经营表现 .....	14
<b>5 盈利预测与估值 .....</b>	<b>15</b>
<b>6 风险提示 .....</b>	<b>16</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司发展战略.....	2
图 3: 公司营业收入及增速.....	2
图 4: 公司归母净利润及增速.....	2
图 5: 公司主要产品营业收入结构(万元).....	3
图 6: 公司 2017 年各业务营收占比.....	3
图 7: 公司 2017 年主要产品毛利润占比.....	3
图 8: 公司 2017 年各领域营收占比.....	3
图 9: 公司历年毛利率净利率.....	3
图 10: 公司三项费用率 (%).....	3
图 11: 公司研发费用 (万元).....	4
图 12: 复合聚氨酯胶粘剂各应用领域营业收入结构 (2017 为产品总和的各领域收入结构, 2017 年其他为新能源领域).....	4
图 13: 结构胶粘剂下游应用领域.....	6
图 14: 我国胶粘剂产量及增速.....	6
图 15: 公司专利数量.....	7
图 16: 2015 年中国胶粘剂应用市场分布.....	9
图 17: 汽车保有量.....	10
图 18: 中国汽车产量 (万辆).....	10
图 19: 本年房地产开发完成投资额.....	11
图 20: 公司胶粘剂原材料国内现货价(MDI: 美元/吨; 其他: 元/吨).....	12

## 表 目 录

表 1: 公司主要产品.....	1
表 2: 公司营运能力表现.....	4
表 3: 公司资产负债率.....	5
表 4: 公司偿债能力.....	5
表 5: 公司利润率水平.....	5
表 6: 公司主要产品营收占比.....	9
表 7: 无溶剂型胶与溶剂型胶比较.....	10
表 8: 间苯二甲酸价格分析.....	12
表 9: 乙酸乙酯价格分析.....	12
表 10: 己二酸价格分析.....	13
表 11: 聚合 MDI 价格分析.....	13
表 12: 二乙二醇价格分析.....	13
表 13: 分业务收入及毛利率.....	15
表 14: 可比公司估值表.....	16
附表: 财务预测与估值.....	17

# 1 公司是国内高性能复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业，软包装复合聚氨酯胶粘剂品种最多、规模最大

## 1.1 公司基本情况及产品业务

北京高盟新材料股份有限公司自 1999 年成立以来，主要从事胶粘剂的研发、生产和销售，作为国内高性能复合聚氨酯胶粘剂行业的龙头企业，是软包装复合聚氨酯胶粘剂领域品种最多、规模最大的公司。

高性能复合聚氨酯胶粘剂产品种类包括塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂、油墨粘结料、高铁用聚氨酯胶粘剂、反光材料复合用胶粘剂、复膜铁专用胶等几大类一百多种，产品广泛应用于包装、印刷、交通运输、安全防护、家用电器、建筑材料等重要行业或领域。除了第一种胶粘剂业务，第二种业务是车用塑胶零配件业务，主要产品包括塑胶密封件、塑胶减震缓冲材、其他汽车用相关产品等。第三种业务是太阳能背板业务，生产背板材料，主要应用于太阳能电池组件等。

表 1：公司主要产品

产品	主要下游应用领域
高性能复合聚氨酯胶粘剂	塑料软包装、交通运输、建筑及节能
车用塑胶零配件	交通运输—汽车领域
太阳能背板业务	新能源

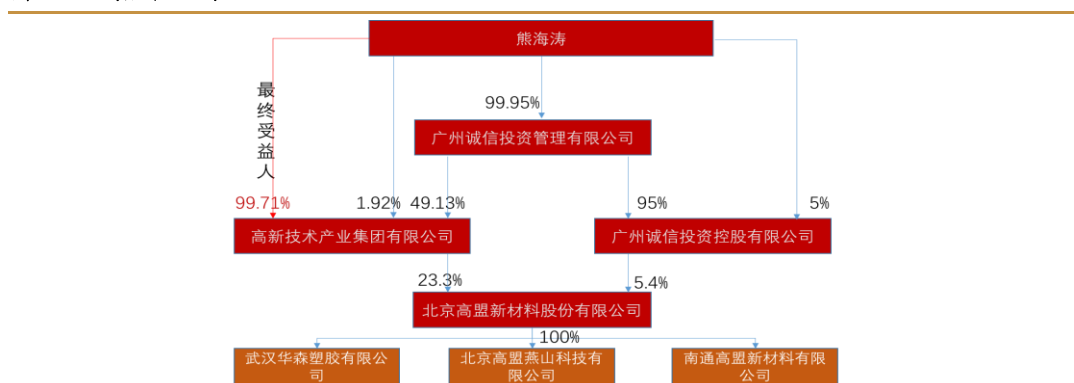
数据来源：公司 2017 年年报，西南证券整理

## 1.2 公司股权结构

截至 2018 三季度，公司持股 5%以上股东包括高新技术产业集团有限公司（23.3%），青岛高盟投资有限公司（9.58%）和广州诚信投资控股有限公司（5%）。

公司秉持“适应多样化需求、提供专业化服务、提供最专业的粘接解决方案”的经营理念，积极布局于塑料软包装、交通运输、建筑与节能、新能源领域。设有全资子公司南通高盟新材料有限公司、北京高盟燕山科技有限公司，积极打造产能优势（北京与南通两地具备约 4 万吨胶粘剂的总产能），同时注重技术的改进。2017 年 5 月完成对武汉华森塑胶有限公司的收购，持续布局与深化公司交通运输领域（尤其是汽车领域）的战略布局。

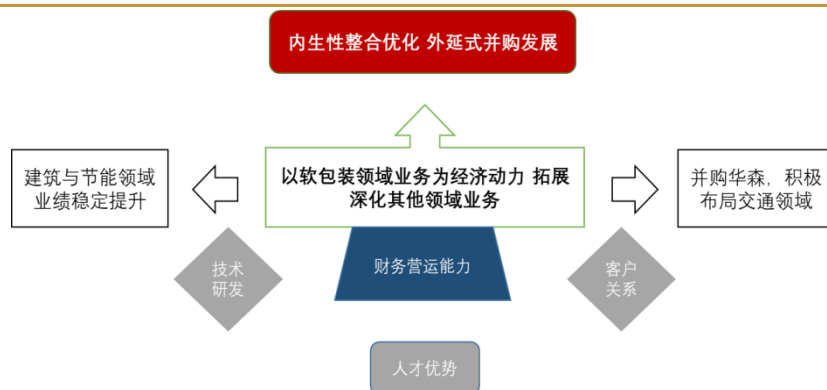
图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的实际控制人熊海涛有一定的投资经验与投资 and 科技领域的管理能力，2016 年 4 月至今任北京高盟新材料股份有限公司董事。在此之前，积累了公司高管董事等的相关经验：2013 年 7 月至今任广州诚信创业投资有限公司执行董事；2009 年 1 月至今任金发科技股份有限公司董事等。此外，公司控股股东广州高金技术产业集团有限公司及其控股股东广州诚信投资管理有限公司，都主营投资业务，具有丰富的公司治理和资本运作经验以及资源优势，而经过了 2016 年 4 月董事会、监事会的换届，为公司带来了经济、法律、化工行业专业人才，具有较强的专业知识基础和运作能力，这些意味着更多的治理思路与优势资源，将会有力的推动公司向前发展。

图 2：公司发展战略

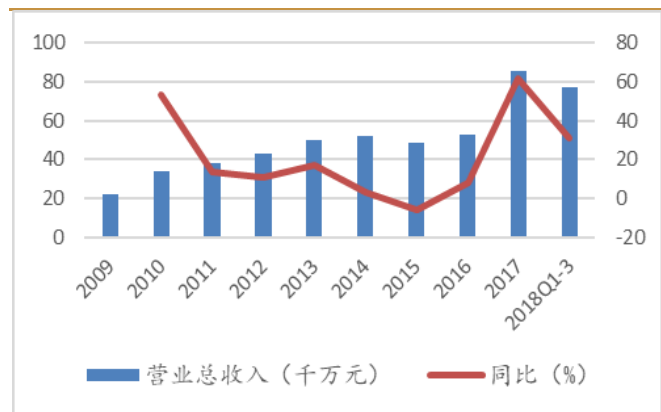


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 公司经营表现

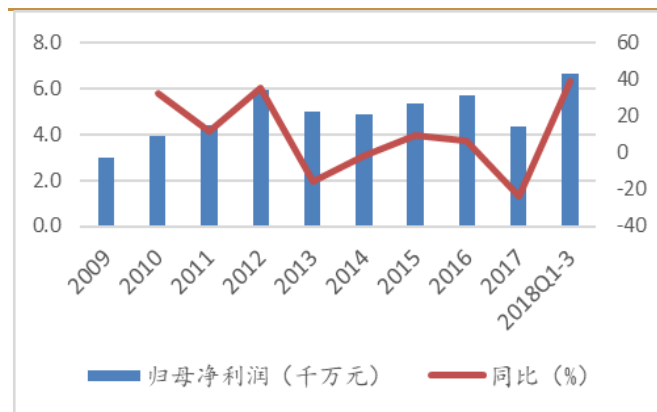
公司自 2011 年上市以来，营业收入一直处于增长趋势并于 2017 年实现了激增。2017 年公司营业收入 8.54 亿元，同比增长 62%，2018 年前三季度营业收入 7.67 亿元，实现了 30% 的同比增长。归母净利润也处于增长趋势，2018 年前三季度实现大幅增长，贡献 0.67 亿元，同比增长率为 40%。复合聚氨酯胶粘剂 2009 年-2016 年贡献公司营收 90% 以上，主要应用于包装领域（占营收 80% 以上），是公司收入与利润的主要贡献点。由于 2017 年 6 月公司完成收购武汉华森塑胶有限公司，2017 年公司交通运输领域的营业收入实现激增。因此公司近两年营业收入与归母净利润的增长主要动因为并购华森。

图 3：公司营业收入及增速



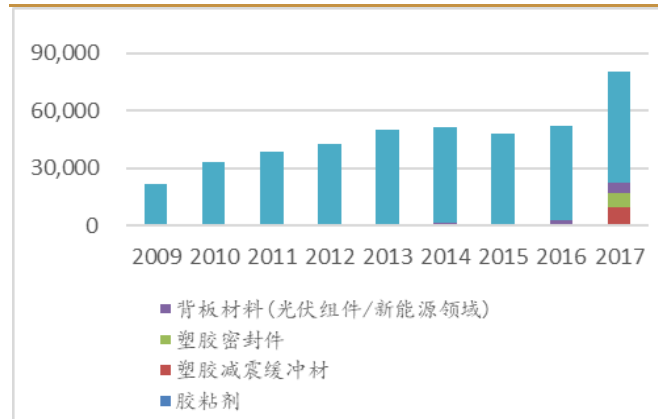
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司归母净利润及增速



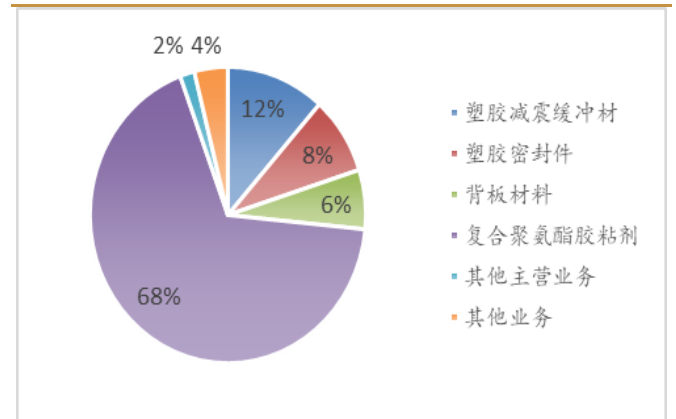
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司主要产品营业收入结构(万元)



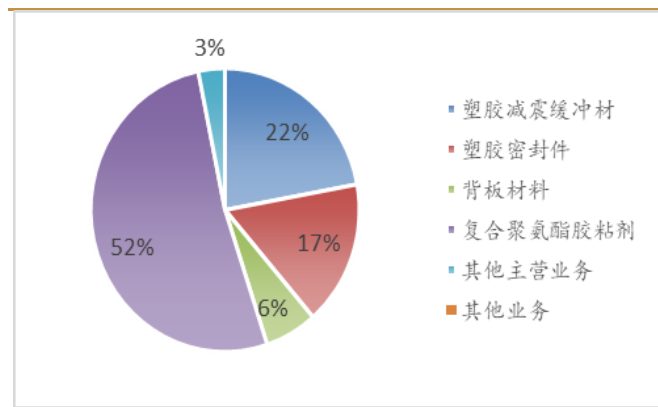
数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司 2017 年各业务营收占比



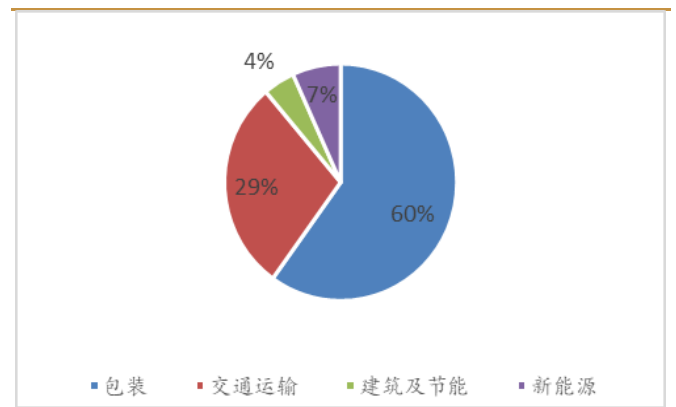
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司 2017 年主要产品毛利润占比



数据来源：wind，西南证券整理

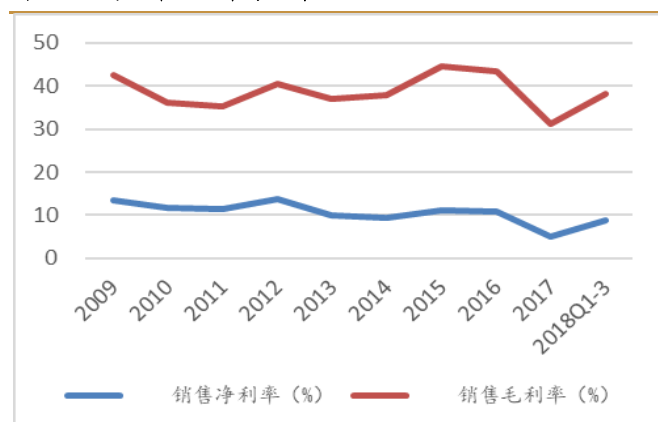
图 8：公司 2017 年各领域营收占比



数据来源：wind，西南证券整理

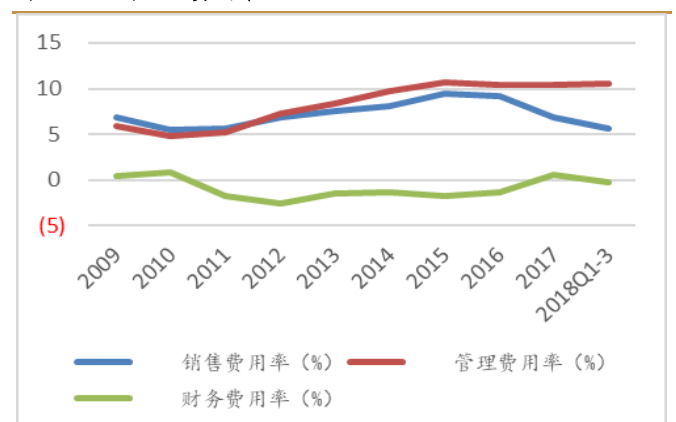
公司的毛利率、净利率 2018 前三个季度稳定提升，主要动因为华森在汽车塑胶零部件领域的高毛利率。期间费用率方面，公司三项费用率总体保持稳定状态。研发方面，公司注重提升产品的技术性能，研发投入稳定提升。

图 9：公司历年毛利率净利率



数据来源：wind，西南证券整理

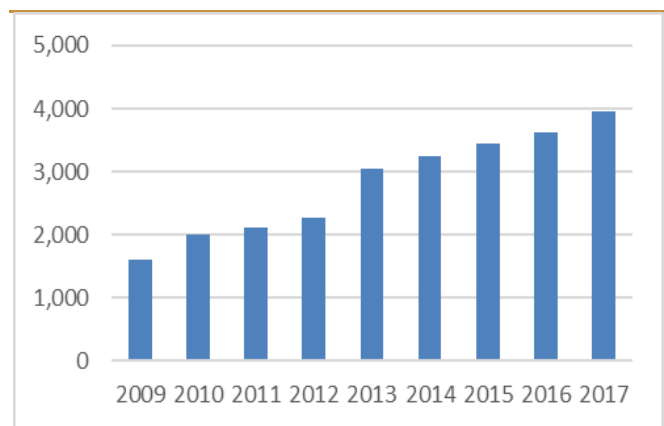
图 10：公司三项费用率 (%)



数据来源：wind，西南证券整理

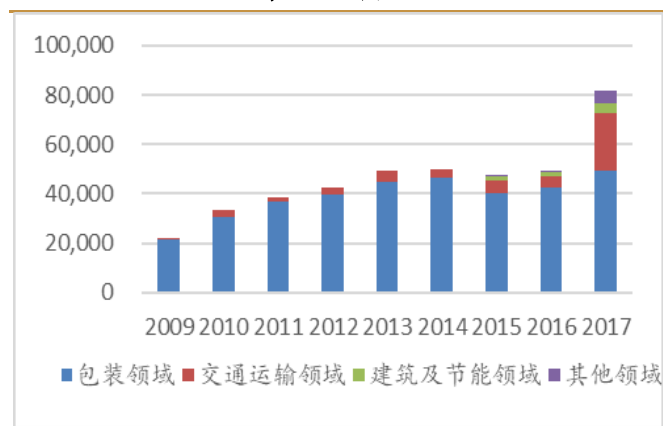


图 11: 公司研发费用 (万元)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 复合聚氨酯胶粘剂各应用领域营业收入结构 (2017 为产品总和的各领域收入结构, 2017 年其他为新能源领域)



数据来源: wind, 西南证券整理

## 1.4 公司财务比率同业比较

**营运能力领先。**公司对流动资产具有出色的管理能力, 其中: 对一些库存时间较长的存货按期进行合理变卖或报废处理, 另外提高库存周转, 压缩库存, 保证产品供应不受影响前提下最大程度减少备货, 加强排产管理; 同时, 对应收账款进行严格管控, 账龄严格控制在三个月内, 并通过 ERP 系统监控和控制, 有效控制产业风险。而通过同业比较证实: 公司具有相对中位数更快的应收账款与存货周转速度, 相对同行业更快的资金周转能力。

表 2: 公司营运能力表现

证券简称	应收账款周转率(次)			存货周转率(次)		
	2018 三季报	2017 年报	2016 年报	2018 三季报	2017 年报	2016 年报
高盟新材	2.68	3.38	2.28	6.20	6.79	5.11
中位值	2.68	3.35	2.56	4.17	5.00	4.67
京威股份	3.55	3.98	3.87	2.28	2.99	3.14
世纪华通	4.40	3.50	4.03	7.85	5.54	5.71
双林股份	2.13	2.35	2.56	3.57	4.24	3.90
回天新材	1.87	2.75	2.39	4.34	5.00	4.21
康达新材	1.18	1.27	1.40	4.17	4.90	4.67
硅宝科技	2.71	3.35	2.85	4.07	7.20	6.25

数据来源: wind, 西南证券整理

**资产质量优质。**2018 年公司根据宏观经济环境、产业政策和环保政策等, 加强信用管理以降低风险, 提高资产质量。目前, 公司货币资金充裕, 资产负债率一直处于相对行业水平较低状态, 这为公司的外延式发展提供了重要的基础。



表 3：公司资产负债率

证券简称	资产负债率(%)		
	2018 三季度	2017 年报	2016 年报
高盟新材	14.33	15.89	10.39
中位值	24.31	20.53	20.07
京威股份	40.92	52.16	45.96
世纪华通	11.12	20.53	20.07
双林股份	60.85	56.57	52.94
回天新材	24.31	16.22	13.41
康达新材	16.12	7.35	10.38
硅宝科技	26.42	23.45	20.93

数据来源：wind，西南证券整理

偿债能力在线。2018 年前三季度的流动与速动比率都高于行业水平。

表 4：公司偿债能力

证券简称	流动比率(倍)			速动比率(倍)		
	2018 三季度	2017 年报	2016 年报	2018 三季度	2017 年报	2016 年报
高盟新材	3.10	2.72	7.75	2.82	2.31	6.82
中位值	2.68	2.72	3.81	2.28	2.31	3.18
京威股份	1.20	1.06	3.60	0.72	0.63	2.41
世纪华通	3.50	1.79	1.91	3.22	1.42	1.50
双林股份	1.07	1.03	1.07	0.78	0.76	0.79
回天新材	2.68	4.12	4.42	2.28	3.41	3.53
康达新材	3.94	9.36	7.79	3.50	8.65	7.38
硅宝科技	2.13	3.17	3.81	1.51	2.62	3.18

数据来源：wind，西南证券整理

较高利润率水平。公司基于行业地位、品牌优势、技术创新能力、产品供应保障能力、服务等优势，具有比行业平均价格相对高一些的产品价格，销售毛利率高于行业水平；同时，有效的管理能力带动了高于行业的营业利润率。

表 5：公司利润率水平

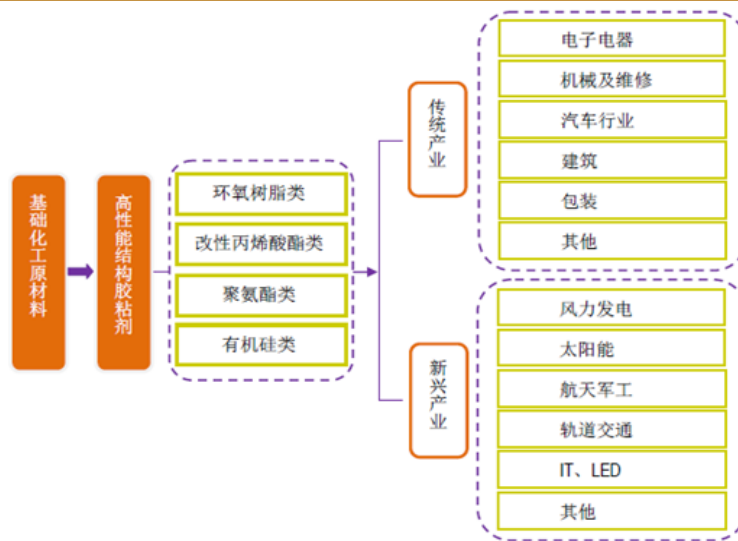
证券简称	销售毛利率(%)			营业利润率(%)		
	2018 三季度	2017 年报	2016 年报	2018 三季度	2017 年报	2016 年报
高盟新材	28.81	25.33	32.16	12.48	6.81	9.97
中位值	23.76	26.12	32.95	8.58	6.81	14.48
京威股份	16.22	27.58	29.53	-5.81	13.47	16.51
世纪华通	37.92	29.04	33.25	12.76	13.22	17.81
双林股份	18.28	23.53	27.52	6.23	10.91	13.45
回天新材	23.76	26.61	32.95	8.58	6.76	8.83
康达新材	26.86	26.12	34.81	11.55	4.39	15.98
硅宝科技	19.78	23.48	33.17	3.88	6.26	14.48

数据来源：wind，西南证券整理

## 2 工程胶粘剂市场景气，下游应用广泛，公司充分受益

工程胶粘剂是胶粘剂的高端产品，指用于受力结构件胶接的，能长期承受使用应力、环境作用的胶粘剂，和其他胶粘剂相比，具有强度高、耐疲劳、耐老化等优点。其性能决定了下游广泛的应用领域，从传统产业如包装、汽车行业、建筑等，到包括轨道交通、能源等新兴产业。广泛的应用领域决定了公司不依赖单一行业或客户群体，可抵御下游行业周期性风险。

图 13：结构胶粘剂下游应用领域



数据来源：西南证券整理

同时，随着下游传统产业的发展，工程胶粘剂在汽车制造和维修、电子电器、工程机械制造、工程建筑等方面的应用日益成熟，也对工程胶粘剂提出了新的技术和环保需求。而在一些新兴领域如可再生能源、环保节能、航天航空等领域，工程胶粘剂的应用也日趋广泛，其市场空间正在逐步扩大、市场需求不断增加。

图 14：我国胶粘剂产量及增速



数据来源：wind，西南证券整理

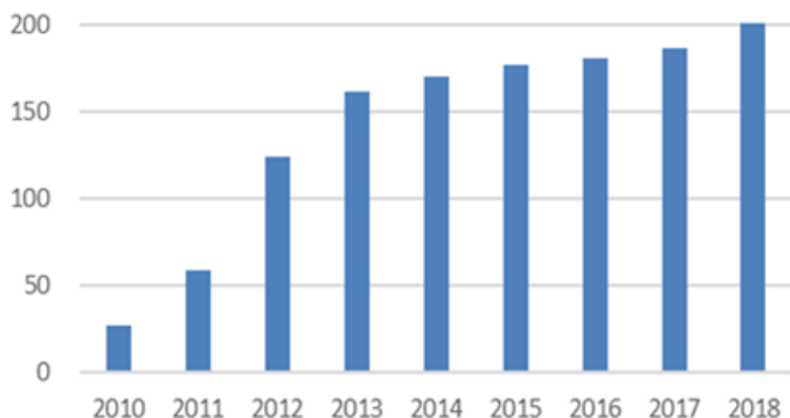
## 2.1 较高的行业壁垒、突出的核心技术竞争力，能够保证公司已有市场领先地位的同时应对新的市场需求

**结构胶粘剂领域具有高行业壁垒。**在结构胶粘剂领域，下游制造行业，出于产品质量及安全性等考虑，通常会要求工程胶粘剂进行国际国内权威机构的第三方认证，整个认证流程经过研发、试生产、试用、认证通过、小批量供货、批量供货等多个环节，通常至少需要 1-2 年，部分大客户的认证周期甚至长达 5-6 年。这样认证严格的条件决定了行业进入壁垒较高、企业的潜在竞争者不多。

**公司具有自主创新与核心技术竞争优势。**目前，公司拥有国内领先的聚氨酯胶粘剂行业技术创新开发基地，系“国家高新技术企业”、“中国包装优秀企业”，设有“北京市企业技术中心”，截至 2017 年 12 月底公司共有 85 名研发人员，其中硕士及以上学历的员工 23 人，占研发人员总数的 27.06%，有一定的科研创新实力。并且公司注重研发投入，研发支出逐年递增，2017 年研发支出 4,867.68 万元，占营业收入的 5.70%。基于这样的背景与实力，公司拥有的发明专利也在持续增长，2017 年拥有专利 187 项，其中 126 项已获得国家发明专利并取得证书，1 项国家发明专利已获授权通知，20 项发明专利申请已获受理；共申请实用新型专利 16 项，其中 12 项已获得实用新型专利证书，4 项已获授权公告；共申请注册商标 18 件，其中 17 件已获得商标注册证书（包括 2 项国际注册商标），1 件国际商标注册申请已获受理。

面对较高的行业壁垒、集中度较低的市场，公司的软包装复合聚氨酯胶粘剂已占据市场 10% 容量，成为细分行业龙头；突出的核心技术竞争力，作为公司坚实的后备力量，使公司可以持续应对市场需求。

图 15：公司专利数量



数据来源：wind，西南证券整理

## 2.2 行业较强的客户粘性、公司的营销模式，坚实保障了公司的收入来源

**行业具有较强的客户粘性。**由于下游客户较长的认证周期和对胶粘剂的技术要求，为保证产品性能和质量的稳定性，在选定工程胶粘剂供应商并经长期合作认可后，通常不会轻易

更换。在汽车等需要长期使用胶粘剂的下游行业尤为明显。所以，一旦受到客户的认可，能建立长期合作关系。

**“大客户”战略成效显著。**公司采用了“大客户战略”，主动挖掘下游领域领先的客户。在包装领域，公司“大客户战略”成效明显，销量提升，如：包装领域，安姆科是软包装领域的大客户，公司 2015 年与其签订协议，获取了 3 亿胶粘剂产品采购大单；交通运输领域，无溶剂环保型汽车密封胶业绩大幅提升，适用于轨道车辆的产品开始批量应用，并成功开拓多家客车 TOP10 客户；同时在高铁建设领域，公司已完成 2 家客户的 CRCC 认证并持续供货。

**卓越的服务导向型营销模式可以维持与客户的长久合作关系。**公司始终坚持“适应多样化需求、提供专业化服务、提供最专业的粘接解决方案。只有客户的成功、才有高盟的发展”的经营理念。经过多年的发展，在市场调研、售前售后服务、技术创新和驻场指导等方面大量投入，基于聚氨酯胶粘剂粘合的基材特性多种多样，在向客户提供产品的同时也努力为其提供个性化、系统性的粘接解决方案。售前与客户进行充分的沟通交流，根据客户需求配合客户共同设计产品结构，迎合针对产品的要求；客户使用过程中派客服和技术人员全程跟踪客户的生产过程并现场指导，并于售后根据为客户提供的全套解决方案找出的产品不足，及客户新的需求，对产品进行改进型研发。这样从售前到售后的一站式服务，结合公司的大客户战略，让公司在拥有一定客户量的基础上能够维持长久的供应关系，保证了营业收入来源的稳定。

## 2.3 较高的资金壁垒、优秀的财务管理能力，为公司发展注入持续动力

**工程胶粘剂行业存在较大的资金壁垒。**在此领域中，企业的研发及生产需要较大规模的固定资产投入，特别是研发、试验及检测设备的投入，而试验和检测不会产生直接的经济效益。就如：高盟新材近些年在研发方面的投入都转化成了研发费用。此外，产品还需要经历较长的市场验证期，这就要求企业有足够的流动资金来支持项目的运转。同时，下游企业特别是高端客户凭借其良好的市场形象和较强的市场控制能力，往往要求供应商提供较长的货款信用期，导致生产经营周转需要占用大量的流动资金。另外，后续的技术更新和产品升级同样需要持续的较大规模的研发投入。

而结合上文对公司财务指标的同业比较，发现**公司具有突出的财务管理能力**，保证其面对下游需求能持续的注入研发投入，保持持续的发展。

## 2.4 塑料软包装业务贡献公司主要营业收入，市场空间依然巨大

**聚氨酯胶粘剂：**在分子链中含有氨基甲酸酯基团(-NHCOO-)或异氰酸酯基(-NCO)的胶粘剂，由德国拜耳公司于 1937 年发明，可用于不同材质之间的粘接，其特点在于粘接性优良、耐油、耐冲击、耐磨、耐低温等。

**复合聚氨酯胶粘剂：**用于将两种或两种以上相同或不同性质的膜状、片状材料粘接，形成综合性能比原组成材料更全面、优化的复合材料的聚氨酯胶粘剂。能应用于包装、印刷、交通运输、安全防护、家用电器、建筑材料等重要行业或领域。

公司核心产品为复合聚氨酯胶粘剂，2009-2016 年贡献公司营收 90%以上，17 年收购华森、合并其财务报表后，复合聚氨酯胶粘剂收入占比营收 68%。此产品主要面向包装领域销售(2019-2016 占营收 80%以上,2017 并购华森后占营收 58%,贡献的营收同比增长 15%)。

**表 6：公司主要产品营收占比**

主营收入构成			
产品	2009-2016	2017	主要下游应用领域
复合聚氨酯胶粘剂	90% (90%应用包装领域)	68%	塑料软包装、交通运输、建筑及节能

数据来源：公司年报，西南证券整理

**软包装胶市场稳定增长。**塑料软包装作为当今社会必备的包装方式，运用于食品、药品、日化等多种领域。其市场随软包装需求同步增长，根据派恩公司测算，2018 年全球软包装消费量有望增长到 2,980 万吨的规模，2013-2018 年年均增长率达到 4.1%。2015 年我国包装领域占据胶粘剂总消费量的 20%，仅次于建筑建材和装饰装修行业（27%），未来，我国的软包装需求也会同步提升。

**图 16：2015 年中国胶粘剂应用市场分布**



数据来源：西南证券整理

**聚氨酯胶粘剂已受到软包装领域的广泛运用。**软包装具有轻质方便、保鲜期长、卫生、易贮存运输、易拆开、垃圾量少及货架效应良好等独特的综合性能，已超过硬包装产品如塑料、玻璃瓶和罐等的市场规模。软包装领域中，聚氨酯胶粘剂可将不同性质的薄膜材料粘接在一起并得到耐寒、耐油、耐药品、透明、耐磨等各种性能的软包装用复合薄膜，因此广受青睐。

**食品医药的高安全标准对软包装胶提出新需求。**《GB9685-2008 食品容器、包装材料用添加剂使用卫生标准》中明确限定了与食品类接触材料所允许使用的材料清单及其应用过程的迁移限量。《GB/T10004-2008 包装用塑料复合膜、袋干法复合、挤出复合标准》提出“溶剂残留总量 $\leq 5.0\text{mg}/\text{m}^2$ ，其中苯类不得检出”的规定，则明确限定了包装材料总的溶剂残留及禁止类溶剂种类及限量要求。

**基于日益重视的安全要求标准，无溶剂聚氨酯胶粘剂运用前景广阔（无溶剂胶对溶剂型胶替代空间巨大）。**无溶剂粘合剂具有高效、低成本、无 VOC 排放等一系列优点，相对传统的溶剂型粘合剂尤其环境友好。目前，国内包装材料中普遍使用溶剂型聚氨酯粘合剂，据《广东包装》统计，2013 年中国软包装用聚氨酯复膜胶约 30 万吨，其中无溶剂型约 1 万吨，溶剂型 29 万吨，无溶剂胶占复合粘合剂市场的比重不及 10%，无溶剂胶发展前景光明。



表 7：无溶剂型胶与溶剂型胶比较

项目	无溶剂型	溶剂型
价格	价高	较低
能源成本	较低	较高
残留溶剂	无	有
大气污染	无	有

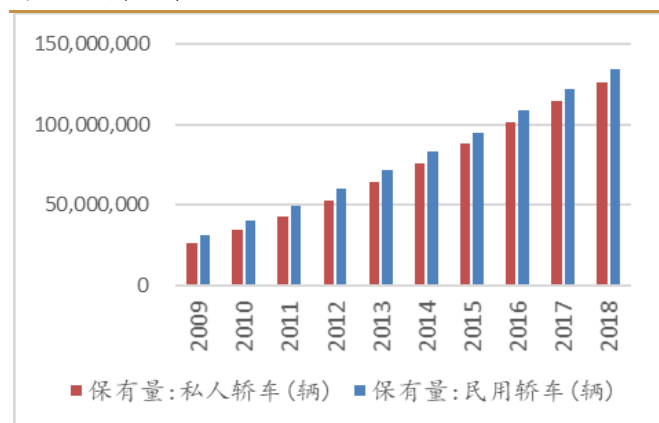
数据来源：西南证券整理

无溶剂复合粘合剂取得性能与销量突破，公司在软包装领域将迎来新机遇。公司基于绿色环保及技术提升并重的理念，持续加大包装用无溶剂复合粘合剂的技术研发投入，形成从普通到蒸煮一系列性能优异的无溶剂产品：面对食品软包装领域自动化程度越来越高，公司推出低摩擦系数以及铝箔包装用无溶剂复合粘合剂，在铝箔水煮和铝箔高温蒸煮领域取得了突破；在食品安全领域，公司推出初级芳香胺快速衰减无溶剂复合粘合剂，符合 GB9685-2008 及欧盟 EU10-2011 等法规要求。同时，大力发展单组份无溶剂粘合剂，适合于纸或无纺布与各种基材的粘结，进一步扩展了环保型无溶剂复合粘合剂的应用领域。结合这样的背景，公司无溶剂粘合剂 2017 年销售量同比增长 118%；2018 上半年无溶剂产品销量继续保持增长势头，同比增长 94%。

## 2.5 交通运输领域需求稳健提升，市场前景可观

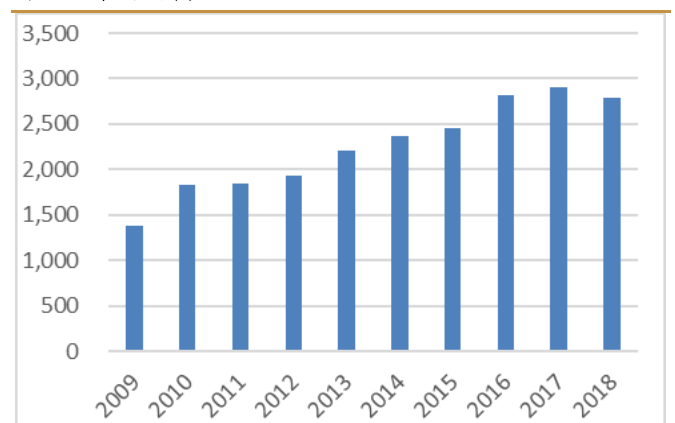
汽车需求带动产业空间提升。根据中国汽车工业协会发布的《2017 年汽车工业经济运行情况》，2017 年，我国全年汽车产销 2901.5 万辆和 2887.9 万辆，连续九年蝉联全球第一，同比分别增长 3.2% 和 3%；新能源汽车发展势头强劲，2018 年，民用轿车和私人轿车保有量继续增长，分别达到 1.35 亿与 1.26 亿辆，同比增长 10.4% 与 10.3%。

图 17：汽车保有量



数据来源：wind，西南证券整理

图 18：中国汽车产量 (万辆)



数据来源：wind，西南证券整理

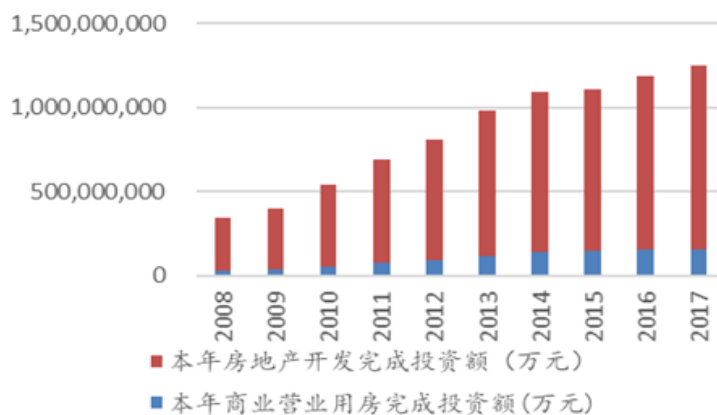
公司紧跟环保要求，系列特色产品成果喜人。受环保部《乘用车内空气质量评价指南》强制标准推行的影响，交通车辆行业的用胶客户逐渐转向环保型胶粘剂，无溶剂、水性胶粘剂、热熔胶等低 VOC 排放的胶粘剂逐渐成为市场热点。公司紧跟交通运输领域市场节奏，加大力度打造适合交通领域使用的系列特色产品，其中无溶剂车内密封胶、双组分高强度聚氨酯结构胶、PP 材质粘接胶等特色产品已经在行业中处于领先地位，在客车领域，成为国内排行 TOP10 中的大部分客户的供货者，获取大量订单。在高铁领域，公司推出的耐低温

客运专线用扣件系统弹性垫板组合料与行业内知名企业联合送检通过了 CRCC 认证, 在高铁建设领域将逐步获取市场份额。

## 2.6 建筑业蓬勃发展, 公司在此领域取得业绩增长

随着建筑行业尤其是房地产行业与基础设施行业的发展, 对建筑胶粘剂的需求继续旺盛。美国市场研究与咨询机构 Market&Markets 预计: 2020 年建筑胶粘剂市场的全球市值估计为 105.6 亿美元左右, 2015 年到 2020 年之间复合年增长率约为 5.1%。2017 年房地产开发完成投资额同比增长 7.0%; 本年新开工房屋面积 17.9 亿平方米, 同比增长 7.0%。

图 19: 本年房地产开发完成投资额



数据来源: wind, 西南证券整理

**建筑用胶理念转向环保节能与新技术过度, 公司产品得到推广和认可。**

建筑节能减排作为国家持续关注的重心, 也是建筑行业的重点内容。2018 年建筑及节能领域溶剂型胶水已经基本淘汰, 公司着重无溶剂型胶粘剂在集成式房屋建设、草坪铺装、外墙节能技术、门窗节能技术、屋顶节能技术、新能源的开发利用等领域的研发。

**公司在国内 pc 集成房屋渠道开启商业拓展。**PC 采光板, 作为建筑节能的一种方式, 透明度达到 75%-89, 可与玻璃相媲美, 出色的采光程度使其逐步受到市场的推崇。公司已与国内 pc 集成房屋渠道完成初步布局并逐步提升市占率, 打破了行业重点项目外资品牌大份额垄断的局面。

**公共体育设施持续发展, 无溶剂型胶在草坪铺装领域得到推广应用。**随着我国经济的持续发展, 公共体育设施将进一步建设。2015 年, 社会服务业在建项目建设规模达 4,087.3 万平方米。未来, 在《全民健身计划 (2016—2020 年)》、《体育发展“十三五”规划》、《民政事业发展第十三个五年规划》等政策的驱动下, 公共体育设施建设将进一步扩大, 也为建筑智能化与节能服务市场提供良好的发展机遇, 如: 可回收人造草坪需求的涌现。

公司继续研发无溶剂型胶粘剂在草坪铺装的应用, 并获得一定成果。人造草坪胶产品 2017 年销售量增长突破 100%, 在上一年国内原材料价格大幅上升的情况下, 人造草坪胶产品仍能保持不低 25% 的产品毛利率。同时, 此产品在 2018 上半年销量较上年同期有稳定增长。

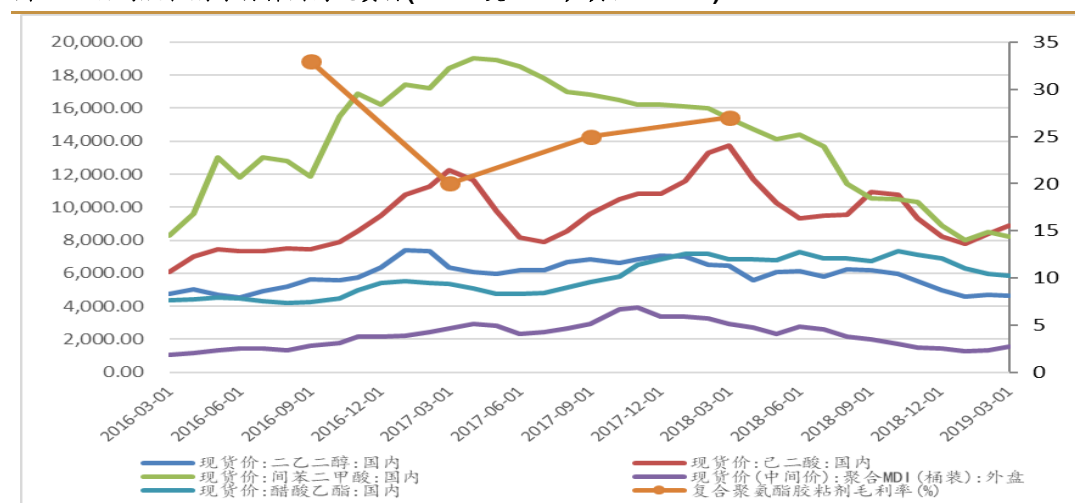
基于以上背景, 公司 2017 年在建筑节能领域获得 3615 万营业收入, 同比增长 88%。



### 3 原材料价格处于下降趋势，公司盈利能力回升

公司胶粘剂产品生产原材料主要包括二乙二醇、乙酸乙酯、间苯二甲酸、己二酸、多异氰酸酯等，上述 5 类材料合计占生产成本的 50% 以上。自 2018 以来，二乙二醇、己二酸、间苯二甲酸、聚合 MDI 价格在逐渐下降，虽然 2019 年初有轻微上涨趋势，但价格仍相对于 2017 年大幅下降。二乙二醇、己二酸、间苯二甲酸、聚合 MDI 在 2019 年 1 月的价位相对 2018 年一月同比下降 34%、33%、0%、62%，相对 2017 年 1 月下降 38%、27%、54%、43%。基于上游原材料的价格态势，2018 年前三季度毛利率 29.55%，相对于 2017 年前三季度毛利率 24.84% 同比上涨 4.72%，同时预期未来一段时间毛利率有望继续提升。

图 20：公司胶粘剂原材料国内现货价(MDI：美元/吨；其他：元/吨)



数据来源：wind，西南证券整理

表 8：间苯二甲酸价格分析

	全年平均价格	Q1 平均价格	Q2 平均价格	Q3 平均价格	Q4 平均价格	全年最高价格	全年最低价格
2016	12,612	8,359	12,311	12,790	16,912	19,200	8,200
2017	17,397	17,986	18,564	16,855	16,191	19,000	15,600
2018	12,638	15,600	14,154	11,350	9,531	16,100	8,000
2019	8,246	8,246	-	-	-	8,500	7,900
年涨跌幅	-34.8%	-47.1%	-	-	-	-47.2%	-1.3%
目前价格	8,000	本周价格	8,000	上周价格	8,047	周涨跌幅	-0.6%

数据来源：wind，西南证券整理

表 9：乙酸乙酯价格分析

	全年平均价格	Q1 平均价格	Q2 平均价格	Q3 平均价格	Q4 平均价格	全年最高价格	全年最低价格
2016	4,552	4,400	4,393	4,220	5,210	5,700	4,150
2017	5,491	5,281	4,740	5,253	6,739	7,400	4,600
2018	7,027	7,218	7,085	6,855	6,970	7,650	6,400
2019	5,828	5,828	-	-	-	6,300	5,600
年涨跌幅	-17.1%	-19.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-17.6%	-12.5%
目前价格	5,600	本周价格	5,670	上周价格	5,710	周涨跌幅	-0.7%

数据来源：wind，西南证券整理

表 10: 己二酸价格分析

	全年平均价格	Q1 平均价格	Q2 平均价格	Q3 平均价格	Q4 平均价格	全年最高价格	全年最低价格
2016	7,482	5,906	7,344	7,467	9,160	11,650	5,500
2017	10,448	11,356	9,426	8,995	10,690	12,050	7,890
2018	10,468	13,175	9,995	10,095	8,935	13,720	7,967
2019	8,412	8,412	-	-	-	8,940	7,767
年涨跌幅	-19.6%	-36.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-34.8%	-2.5%
目前价格	8,420	本周价格	8,420	上周价格	8,630	周涨跌幅	-2.4%

数据来源: wind, 西南证券整理

表 11: 聚合 MDI 价格分析

	全年平均价格	Q1 平均价格	Q2 平均价格	Q3 平均价格	Q4 平均价格	全年最高价格	全年最低价格
2016	14,149	14,149	12,516	14,237	19,390	22,000	9,500
2017	26,876	25,345	22,860	30,222	29,281	44,500	21,500
2018	19,184	24,105	21,563	18,814	12,567	27,300	11,200
2019	13,929	13,929	-	-	-	18,200	11,500
年涨跌幅	-27.4%	-42.2%	0.0%	0.0%	0.0%	-33.3%	2.7%
目前价格	18,200	本周价格	17,200	上周价格	15,540	周涨跌幅	10.7%

数据来源: wind, 西南证券整理

表 12: 二乙二醇价格分析

	全年平均价格	Q1 平均价格	Q2 平均价格	Q3 平均价格	Q4 平均价格	全年最高价格	全年最低价格
2016	5,273	4,764	4,683	5,337	6,297	7,350	4,280
2017	6,564	6,770	6,039	6,561	6,902	7,420	5,600
2018	5,917	6,362	5,968	6,104	5,220	7,030	4,600
2019	4,661	4,661	-	-	-	4,750	4,530
年涨跌幅	-21.2%	-26.7%	-	-	-	-32.4%	-1.5%
目前价格	4,670	本周价格	4,720	上周价格	4,739	周涨跌幅	-0.4%

数据来源: wind, 西南证券整理

## 4 并购华森塑胶，发挥协同效应，积极拓展汽车领域业务

### 4.1 华森，作为汽车塑胶零部件领域的代表供应商，具有较强竞争力

武汉华森塑胶有限公司，是一家汽车塑胶零部件企业，主营车门防水密封膜和弹性减震缓冲材，此领域以华森为代表的一级配套供应商具有较强的竞争力，企业数量较少，毛利率水平较高。同时，下游汽车整车厂商对其上游零部件供应商严格的资格认证，较长的考察时间，决定了其更换上游零部件供应商的高转换成本与周期，因此一旦开始进行合作，就不易更换汽车塑胶零部件供应商，而且长期合作、质量稳定的供应商更不会轻易被更换。所以，华森塑胶所处的汽车塑胶零部件领域有一定的行业壁垒。

华森塑胶于 1996 年开始专注从事汽车零配件业务，经过了二十余年的发展，现今为近 20 家汽车整车厂商的一级供应商，为多个整车厂的主力车型配套，如：东风本田 CRV、XR-V 车型、广汽本田缤智、广汽丰田汉兰达、凯美瑞等。公司的前五大客户涉及东风本田、广汽本田、广汽丰田、东风日产等国内优质车企，并与主要客户合作时间大多在 10 年以上，如：2003 年开始为广汽丰田、东风本田、东风日产等客户提供阻尼材料。结合以上汽车塑胶零部件领域一定的行业门槛，华森以较强的行业竞争力出众，与优质车企的合作期限较长，且客户粘度较高，在长期合作的过程中形成了彼此双向依赖的战略合作关系。

### 4.2 并购华森，深耕汽车领域市场，提升公司经营表现

在交通运输业尤其是汽车应用领域市场前景光明的背景下，公司已经在此领域推出系列产品（如：无溶剂车内密封胶、双组分高强度聚氨酯结构胶、PP 材质粘接胶等）。这些产品处与市场领先水平，推动了公司与优质车企合作关系的建立。在此背景下，实施完成该收购使双方形成了协同效应，推动公司以现有车辆用胶产品为起点，逐步拓展产品结构和产品配套应用范围，逐步扩大公司产品在车辆整体制造上的覆盖面，从而进一步扩大公司市场占有率，带动公司业绩的提升。有利于公司汽车应用领域市场战略布局的实现与公司交通运输领域业务的拓展。

2017 年 5 月完成对武汉华森塑胶有限公司的收购后，6-12 月华森实现净利润 5,567.28 万元，占公司 2017 年归母净利润的 128.50%。2018 年上半年华森实现 1.8 亿元营业收入，占公司 2018 年上半年营业收入的 35.79%；华森实现 5678.43 万元净利润，占公司 2018 年上半年归母净利润的 66.11%。其中，公司 2017 年在塑胶密封件与塑胶减震缓冲材分别获得 7269 万与 9859 万营业收入，分别占营收 8.5%与 11.6%；2018 年上半年业绩更是大幅上升，各自收获 4942 万与 1.1 亿的营业收入，分别占公司营收的 9.74%，21.87%。有力地实现了公司在交通领域的业务拓展与丰收。

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：预计 2018-2020 年塑胶减震缓冲材产品销售额同比增长 24%、14%、8%，毛利率稍有缩小，分别为 49.1%、48.8%、48.8%。

假设 2：预计 2018-2020 年塑胶密封件产品销售额同比增长 24%、14%、8%，毛利率基本维持不变，分别为 47.3%、47.3%、47.3%。

假设 3：在主要产品复合聚氨酯胶粘剂方面，无溶剂粘合剂 2017 年销售量同比增长 118%；2018 上半年销量继续保持增长势头，同比增长 94%，预计 2018-2020 年复合聚氨酯胶粘剂销售额同比增长 46%、46%、28%，毛利率由于原材料价格相对下跌有看涨趋势，分别为 26%、28%、28%。

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 13：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
塑胶减震缓冲材	收入	98.59	122.25	139.37	150.51
	增速		24.00%	14.00%	8.00%
	成本	49.74	62.23	71.36	77.06
	毛利率	49.55%	49.10%	48.80%	48.80%
塑胶密封件	收入	72.70	90.14	102.76	110.98
	增速		24.00%	14.00%	8.00%
	成本	36.13	47.47	54.16	58.49
	毛利率	50.29%	47.34%	47.30%	47.30%
背板材料	收入	55.32	38.72	38.72	38.72
	增速	82.46%	-30.00%	0.00%	0.00%
	成本	41.42	30.98	30.98	30.98
	毛利率	25.13%	20.00%	20.00%	20.00%
复合聚氨酯胶粘剂	收入	578.88	715.26	1044.29	1336.69
	增速	18.16%	46.00%	46.00%	28.00%
	成本	464.21	529.30	751.89	962.41
	毛利率	19.81%	26.00%	28.00%	28.00%
其他主营业务	收入	14.53	15.69	16.48	17.30
	增速		8.00%	5.00%	5.00%
	成本	7.43	12.71	13.18	13.67
	毛利率	48.85%	19.00%	20.00%	21.00%
其他业务	收入	33.60	35.27	112.00	117.60
	增速		5.00%	5.00%	5.00%
	成本	33.02	34.57	112.00	117.60

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	毛利率	1.72%	2.00%	0.00%	0.00%
	收入	853.61	1017.35	1453.62	1771.81
	增速	61.75%	19.18%	42.88%	21.89%
	成本	631.95	717.25	1033.56	1260.21
	毛利率	25.97%	29.50%	28.90%	28.87%

数据来源: wind, 西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.31 元、0.49 元、0.59 元, 对应 PE 分别 29X、19X、15X。参考可比公司(回天新材、康达新材、世纪华通)2018-2020 年 PE 平均值分别为 38X、23X、18X, 公司估值低于可比公司估值。我们基于行业平均水平, 给予公司未来六个月 22X 估值, 对应目标价为 10.78 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 14: 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元, 2019年4月2日)	每股收益 (元)				市盈率			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
300041.SZ	回天新材	7.72	0.26	0.28	0.41	0.55	29.69	27.57	18.83	14.04
002669.SZ	康达新材	13.96	0.19	0.34	0.84	1.27	73.47	41.06	16.62	10.99
002602.SZ	世纪华通	19.68	0.76	0.44	0.61	0.7	25.89	44.73	32.26	28.11
算术平均值							43.02	37.79	22.57	17.71

数据来源: wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

原材料如 MDI 的价格上涨或不及预期, 市场竞争与产品迭代的可能, 同时华森塑胶经营状况不及预期导致商誉减值的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	853.61	1017.35	1453.61	1771.81	净利润	43.32	83.54	130.29	157.71
营业成本	631.95	717.25	1033.56	1260.21	折旧与摊销	26.84	21.58	21.58	21.58
营业税金及附加	7.32	8.72	12.46	15.19	财务费用	5.62	-1.24	-1.32	-0.48
销售费用	58.21	65.11	88.67	108.08	资产减值损失	15.13	20.50	15.00	17.00
管理费用	88.68	99.70	139.55	170.09	经营营运资本变动	99.68	-118.78	-186.09	-140.89
财务费用	5.62	-1.24	-1.32	-0.48	其他	-141.26	-25.15	-25.24	-15.27
资产减值损失	15.13	20.50	15.00	17.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>49.33</b>	<b>-19.56</b>	<b>-45.79</b>	<b>39.65</b>
投资收益	2.21	2.50	2.50	2.50	资本支出	-751.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	460.34	2.50	2.50	2.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-291.17</b>	<b>2.50</b>	<b>2.50</b>	<b>2.50</b>
<b>营业利润</b>	<b>49.94</b>	<b>109.81</b>	<b>168.20</b>	<b>204.19</b>	短期借款	30.00	-19.94	102.30	15.25
其他非经营损益	3.35	1.57	3.24	3.32	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>53.29</b>	<b>111.38</b>	<b>171.44</b>	<b>207.51</b>	股权融资	672.02	0.00	0.00	0.00
所得税	9.97	27.85	41.14	49.80	支付股利	-42.72	-8.66	-16.71	-26.06
净利润	43.32	83.54	130.29	157.71	其他	-373.47	1.24	1.32	0.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>285.83</b>	<b>-27.36</b>	<b>86.91</b>	<b>-10.33</b>
归属母公司股东净利润	43.32	83.54	130.29	157.71	<b>现金流量净额</b>	<b>40.43</b>	<b>-44.42</b>	<b>43.63</b>	<b>31.82</b>
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	146.16	101.73	145.36	177.18	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	315.48	415.91	584.22	708.53	销售收入增长率	61.75%	19.18%	42.88%	21.89%
存货	109.75	128.32	196.95	236.34	营业利润增长率	-21.91%	119.90%	53.17%	21.40%
其他流动资产	149.34	177.99	254.31	309.98	净利润增长率	-23.80%	92.82%	55.97%	21.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	5.42%	57.96%	44.80%	19.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	280.75	262.68	244.62	226.55	毛利率	25.97%	29.50%	28.90%	28.87%
无形资产和开发支出	718.54	715.05	711.57	708.09	三费率	17.87%	16.08%	15.61%	15.67%
其他非流动资产	10.42	10.38	10.35	10.32	净利率	5.08%	8.21%	8.96%	8.90%
<b>资产总计</b>	<b>1730.43</b>	<b>1812.07</b>	<b>2147.38</b>	<b>2377.00</b>	ROE	2.98%	5.46%	7.93%	8.88%
短期借款	30.00	10.06	112.35	127.60	ROA	2.50%	4.61%	6.07%	6.63%
应付和预收款项	138.63	152.35	223.61	271.82	ROIC	4.23%	5.53%	7.74%	8.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.65%	12.79%	12.96%	12.72%
其他负债	106.34	119.32	167.49	202.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>274.96</b>	<b>281.73</b>	<b>503.45</b>	<b>601.42</b>	总资产周转率	0.66	0.57	0.73	0.78
股本	260.65	260.65	260.65	260.65	固定资产周转率	3.45	3.74	5.73	7.52
资本公积	1042.95	1042.95	1042.95	1042.95	应收账款周转率	4.08	3.72	3.87	3.65
留存收益	151.86	226.74	340.32	471.97	存货周转率	6.12	5.52	6.13	5.71
归属母公司股东权益	1455.47	1530.34	1643.93	1775.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	76.32%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1455.47</b>	<b>1530.34</b>	<b>1643.93</b>	<b>1775.58</b>	资产负债率	15.89%	15.55%	23.44%	25.30%
负债和股东权益合计	1730.43	1812.07	2147.38	2377.00	带息债务/总负债	10.91%	3.57%	22.32%	21.22%
					流动比率	2.72	3.03	2.39	2.42
					速动比率	2.31	2.56	1.99	2.02
					股利支付率	98.61%	10.37%	12.82%	16.52%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.16	0.31	0.49	0.59
					每股净资产	5.46	5.74	6.17	6.66
					每股经营现金	0.19	-0.07	-0.17	0.15
					每股股利	0.16	0.03	0.06	0.10
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	82.40	130.15	188.46	225.29					
PE	56.88	29.35	18.57	15.42					
PB	1.67	1.59	1.47	1.37					
PS	2.85	2.39	1.67	1.37					
EV/EBITDA	24.98	16.00	11.36	9.43					
股息率	1.91%	0.39%	0.75%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn