

投资评级 优于大市 维持

内生+外延贡献，纤维多元化应用龙头高速增长

股票数据

08月17日收盘价(元)	7.49
52周股价波动(元)	7.45-16.36
总股本/流通A股(百万股)	541/541
总市值/流通市值(百万元)	4049/4049

相关研究

《践行多元化的高等级空气过滤纸龙头》
2018.04.25

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.6	-22.1	-26.8
相对涨幅(%)	-11.2	-8.2	-10.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 钱佳佳

Tel: (021) 23212081

Email: qjj10044@htsec.com

证书: S0850515090001

分析师: 冯晨阳

Tel: (021) 23212081

Email: fcy10886@htsec.com

证书: S0850516060004

联系人: 申浩

Tel: (021) 23154114

Email: sh12219@htsec.com

投资要点:

事件: 近日公司发布2018年中期报告, 2018年上半年公司实现营业收入约5.5亿元, 同比增长约154.8%、实现归母净利润约7555万元, 同比增长约69.2%, 扣非归母净利润约7185万元, 同比增长约71.6%、EPS约0.14元/股, 同比增长约69.1%; 其中2018Q2公司实现营业收入约3.3亿元, 同比增长约161.4%、实现归母净利润约4374万元, 同比增长约60.0%、扣非归母净利润约4131万元, 同比增长约62.1%。

点评:

- **并表苏州悠远环境, 内生产能扩充, 收入增速抢眼。** 公司前期收购的苏州悠远环境于2017年下半年并表, 2018H1悠远实现营业收入约2.4亿元, 约占目前公司总收入的43.4%, 是公司收入大额新增的主要来源; 剔除并表因素, 公司2018H1收入增速约44.2%, 内生增长表现亦亮眼, 滤纸、微玻璃纤维棉、芯材的产能扩张市场消化情况较好。

- **产品结构变化致盈利水平下行, 盈利总额继续高增长。**

2018H1公司毛利率约为32.2%, 同比下降约9.1pct, 主因产品结构变化所致。内生主业方面, 近几年芯材、棉等业务增速快于高毛利的滤纸业务; 外延项目悠远营收贡献提升, 而悠远毛利率低于原有业务。

整体来看, 公司期间费用率有所摊薄。2018H1公司期间费用率约15.5%, 同比下降4.1pct, 其中销售、管理和财务费用率分别变动约-3.0pct、0.1pct、-1.2pct。2018年H1销售净利率约为13.6%, 同比下降约6.8pct。

- **公司多元化执行力强, 材料多元化、产业链延伸潜力广阔。** 公司积极探索纤维材料多元化应用, 在其他纤维领域的技术及股权合作已经迈出(如参股深圳中纺等); 产业链延伸方面, 公司积极推进从材料向设备/工程的跨越、从工业到商业/民用的跨越, 已引入工业空气净化设备成熟团队(收购悠远)。公司外延多元化扩张执行力较强, 与已有核心主业玻纤滤纸相关度较高的重庆造纸研究院、常州和益的投资见效最快, 收购完成后公司滤纸规模扩张速度提升明显; 并表成熟独立运行的悠远, 增速较快。

- **给予“优于大市”评级。** 公司玻纤滤纸、微玻璃纤维棉、VIP芯材、AGM隔板的产能逐步投放赋予公司较高的成长性; 长期来看, 公司致力于推进产业链向下游设备乃至服务纵向延伸, 同时推进产品由工业领域向商用、民用的拓展。考虑公司成长属性, 我们预计2018~2020年EPS分别约0.37、0.54、0.73元, 给予公司2018年25-30倍PE, 对应合理价值区间9.25-11.10元, 给予“优于大市”评级。

- **风险提示。** 产能投放不及预期、外延风险、产业链拓展不及预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	319.94	639.74	1405.13	2124.47	2958.06
(+/-)YoY(%)	36.95%	99.96%	119.64%	51.19%	39.24%
净利润(百万元)	80.82	113.58	199.20	293.93	395.33
(+/-)YoY(%)	58.19%	40.52%	75.39%	47.56%	34.50%
全面摊薄EPS(元)	0.15	0.21	0.37	0.54	0.73
毛利率(%)	43.63%	35.70%	32.20%	30.30%	28.96%
净资产收益率(%)	7.43%	9.48%	14.55%	18.12%	20.15%

资料来源: 公司年报(2016-2017), 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

表 1 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2018/8/17	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	(按最新每股净资产计算)
300285.SZ	国瓷材料	19.10	0.38	0.67	0.85	50	28	23	4.4
300429.SZ	强力新材	25.96	0.47	0.61	0.79	56	43	33	6.6
300395.SZ	菲利华	15.58	0.41	0.55	0.71	38	28	22	4.9
平均值						48	33	26	5.3

资料来源: WIND, 海通证券研究所

注: 原可比公司金海环境没有最新的一致预测, 以菲利华将其替换。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	639.74	1405.13	2124.47	2958.06
每股收益	0.21	0.37	0.54	0.73	营业成本	411.33	952.71	1480.77	2101.32
每股净资产	3.10	2.53	3.00	3.63	毛利率%	35.70%	32.20%	30.30%	28.96%
每股经营现金流	0.09	-0.02	0.95	1.38	营业税金及附加	7.74	7.03	10.62	14.79
每股股利	0.160	0.052	0.076	0.102	营业税金率%	1.21%	0.50%	0.50%	0.50%
价值评估 (倍)					营业费用	60.77	98.36	138.09	177.48
P/E	35.65	20.33	13.78	10.24	营业费用率%	9.50%	7.00%	6.50%	6.00%
P/B	2.41	2.96	2.50	2.06	管理费用	55.44	112.41	159.33	207.06
P/S	6.33	2.88	1.91	1.37	管理费用率%	8.67%	8.00%	7.50%	7.00%
EV/EBITDA	27.39	13.57	8.93	5.83	EBIT	104.46	234.62	335.65	457.41
股息率 (%)	2.14%	0.69%	1.02%	1.37%	财务费用	8.69	14.05	10.62	14.79
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.36%	1.00%	0.50%	0.50%
毛利率	35.70%	32.20%	30.30%	28.96%	资产减值损失	5.49	14.05	21.24	29.58
净利润率	18.34%	14.47%	14.12%	13.64%	投资收益	5.97	5.00	10.00	10.00
净资产收益率	9.48%	14.55%	18.12%	20.15%	营业利润	131.14	226.52	333.79	448.04
资产回报率	5.48%	8.88%	9.84%	9.81%	营业外收支	0.67	12.61	19.07	26.55
投资回报率	9.87%	17.45%	24.69%	37.13%	利润总额	131.82	239.13	352.85	474.59
盈利增长 (%)					EBITDA	139.71	283.84	403.75	540.16
营业收入增长率	99.96%	119.64%	51.19%	39.24%	所得税	14.47	35.87	52.93	71.19
EBIT 增长率	44.46%	124.60%	43.06%	36.27%	有效所得税率%	10.98%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润增长率	46.33%	73.22%	47.56%	34.50%	少数股东损益	3.77	4.07	6.00	8.07
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	113.58	199.20	293.93	395.33
资产负债率	41.8%	38.4%	45.1%	50.7%					
流动比率	1.33	1.63	1.46	1.39	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	1.14	1.26	1.14	1.10	货币资金	460.92	435.61	681.69	1138.18
现金比率	2.64	2.50	3.91	6.52	应收款项	255.28	301.04	473.46	687.55
经营效率指标					存货	122.94	187.88	295.15	419.22
应收帐款周转天数	94.97	78.20	81.34	84.84	其它流动资产	99.59	99.59	99.59	99.59
存货周转天数	73.73	71.98	72.75	72.82	流动资产合计	996.64	1215.44	1788.65	2676.51
总资产周转率	0.37	0.65	0.81	0.84	长期股权投资	56.89	56.89	56.89	56.89
固定资产周转率	2.08	3.11	4.24	5.29	固定资产	432.38	535.84	673.55	836.97
					在建工程	77.49	102.35	118.65	111.61
					无形资产	192.85	253.09	319.04	384.45
					非流动资产合计	1075.29	1027.84	1197.60	1354.50
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	2071.92	2243.28	2986.24	4031.01
净利润	117.35	203.26	299.93	403.40	短期借款	163.55	163.55	163.55	163.55
少数股东损益	0.00	4.07	6.00	8.07	应付账款	138.62	156.65	266.45	390.11
非现金支出	40.74	63.27	89.34	112.34	预收账款	25.15	29.73	51.84	83.69
非经营收益	-5.76	-3.56	-18.45	-21.76	其它流动负债	0.31	0.31	0.31	0.31
营运资金变动	-118.67	-276.02	143.81	251.15	流动负债合计	747.67	743.65	1227.84	1924.55
经营活动现金流	33.66	-8.99	520.63	753.19	长期借款	64.00	64.00	64.00	64.00
资产	-155.33	-3.20	-240.04	-242.69	其它长期负债	53.76	53.76	53.76	53.76
投资	407.05	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	117.76	117.76	117.76	117.76
其他	12.26	-5.00	-10.00	-10.00	负债总计	865.44	861.41	1345.61	2042.32
投资活动现金流	263.98	-8.20	-250.04	-252.69	实收资本	386.15	540.61	540.61	540.61
债权募资	57.55	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	1198.10	1369.41	1622.19	1962.17
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	8.39	12.45	18.45	26.52
其他	-16.66	-14.05	-38.51	-55.94	负债和所有者权益合计	2071.92	2243.28	2986.24	4031.01
融资活动现金流	40.89	-14.05	-38.51	-55.94					
现金净流量	338.53	-31.24	232.09	444.56					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 17 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钱佳佳 建筑建材行业
冯晨阳 建筑建材行业

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： 中国巨石,金圆股份,鲁阳节能,三棵树,华新水泥,科顺股份,伟星新材,冀东水泥,兔宝宝,海螺水泥,东方雨虹,中材科技,再升科技,长海股份,北新建材,旗滨集团,塔牌集团

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。