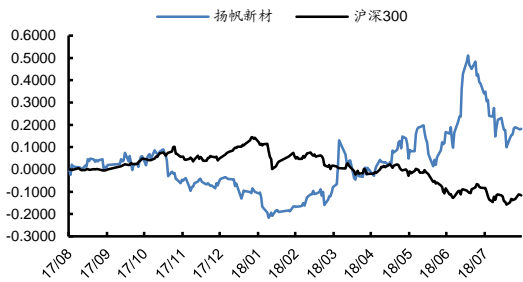


研究所
 证券分析师：代鹏举 S0350512040001
 021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
 证券分析师：陈博 S0350518010001
 010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn
 联系人：卢昊 S0350118050025
 021-60338172 luh@ghzq.com.cn
 联系人：谷航 S0350117040024
 010-88576933 guh@ghzq.com.cn

环保利好下业绩大增，新项目建设中成长可期 ——扬帆新材（300637）2018年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
扬帆新材	-14.6	3.8	18.9
沪深300	-3.8	-11.0	-11.7

市场数据	2018-08-29
当前价格（元）	25.82
52周价格区间（元）	16.67 - 33.70
总市值（百万）	3190.78
流通市值（百万）	1658.57
总股本（万股）	12357.80
流通股（万股）	6423.60
日均成交额（百万）	41.79
近一月换手（%）	75.28

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

2018年8月29日，扬帆新材发布2018年中报：公司上半年实现营业收入2.53亿元人民币，同比增长32.81%；归属母公司净利润6703.4万元，同比增长184.08%，其中2季度净利润4033.4万元，同比增长209.48%，环比增长51.06%。

公司业绩增长主要来源于主营产品价格的提升带来的毛利率的提升，2017Q3-2018Q2毛利率分别为30.7%、36.1%、43.7%和44%。

投资要点：

■ **国内光引发剂和巯基化合物龙头，一体化生产优势显著。**公司主营产品是光引发剂和巯基化合物及其衍生物。光引发剂方面，公司主要产品包括907/369/TPO/184等，其中907占据了全球60%以上的市场份额（公司中报披露）。巯基化合物方面，公司国内一家独大，拥有500多个产品品类，技术壁垒高，全球主要竞争对手是日本住友化学。

由于巯基化合物是光引发剂的核心原料之一，因此公司两大主营业务存在良好的协同关系；如光引发剂907，从基础原料生产到成品的销售全部由公司自主管控，一体化生产保障了成本优势和抗风险能力。

■ **受益环保趋严，主营产品价格上涨，盈利能力大增。**国内近年来环保趋严，不少中间体企业关停导致市场供给不足，公司的光引发剂和巯基化合物价格均出现大幅度上涨，盈利能力增强。根据公司5月的公告披露，光引发剂1173从2017年的3.5万元/吨上涨到5月的6万元/吨，涨幅71.4%；同期光引发剂TPO从低位的10万元/吨增长到20-30万元/吨，涨幅达到100%以上。在环保高压常态化的趋势下，公司产品的高景气度大概率能够持续。

■ **10亿元募投项目市场空间大，公司成长路径清晰。**随着我国光固化产业的快速发展，光引发剂市场供给严重不足，目前公司的3000吨

产能仅占国内市场需求的 10%左右（2018 年中报披露）。因此公司变更原 IPO 募投项目为“29,000t/a 光引发剂、医药中间体项目”，总投资 10 亿元，建设地在内蒙古阿拉善经济开发区。新项目中包含光引发剂 1.1 万吨，其余为巯基化合物及相关配套原料。项目分为二期，一期投资 5 亿元预计两年内建设完成，2019 年底投产；两期项目预计 5 年左右建成，达产后以 2017 年的产品价格可实现 9.5 亿元的营收、2.7 亿元的净利润。

- **盈利预测和投资评级：给予“买入”评级。**公司是光引发剂和巯基化合物行业的龙头，受益于环保高压常态化，而内蒙古项目投产后将打开公司的成长空间。公司竞争优势，成长路径清晰，我们预计公司我们看好公司的长远发展，预计 2018-2020 年公司的 EPS 分别为人民币 1.17、1.42、2.12 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 22.15、18.13 和 12.19 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：**产品价格下跌；竞争对手扩产；生产安全和环保风险；项目建设进度不及预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	436	594	754	1108
增长率(%)	13.3%	36.1%	27.0%	46.9%
净利润（百万元）	65	144	176	261
增长率(%)	8%	120%	22%	49%
摊薄每股收益（元）	0.53	1.17	1.42	2.12
ROE(%)	11.57%	21.18%	21.90%	26.53%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：扬帆新材盈利预测表

证券代码：	300637.sz				股票价格：	25.82				投资评级：	买入				日期：	2018/8/29			
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E										
盈利能力					每股指标														
ROE	12%	21%	22%	27%	EPS	0.53	1.17	1.42	2.12										
毛利率	32%	44%	46%	45%	BVPS	4.57	5.50	6.50	7.98										
期间费率	16%	15%	18%	17%	估值														
销售净利率	15%	24%	23%	24%	P/E	48.81	22.15	18.13	12.19										
成长能力					P/B	5.65	4.69	3.97	3.23										
收入增长率	13%	36%	27%	47%	P/S	7.29	5.36	4.22	2.87										
利润增长率	8%	120%	22%	49%															
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E										
总资产周转率	0.67	0.72	0.70	0.82	营业收入	436	594	754	1108										
应收账款周转率	7.82	7.77	7.77	7.77	营业成本	295	330	407	607										
存货周转率	3.68	3.69	3.69	3.69	营业税金及附加	4	6	8	11										
偿债能力					销售费用	9	15	23	28										
资产负债率	13%	18%	25%	28%	管理费用	55	74	106	144										
流动比	5.47	6.46	6.18	5.44	财务费用	4	(4)	0	3										
速动比	4.49	5.47	5.20	4.45	其他费用/(-收入)	2	0	0	0										
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	70	172	211	315										
现金及现金等价物	186	295	414	559	营业外净收支	5	3	3	3										
应收款项	56	76	97	143	利润总额	75	175	214	318										
存货净额	80	91	113	168	所得税费用	10	32	39	57										
其他流动资产	124	131	91	55	净利润	65	144	176	261										
流动资产合计	446	594	714	925	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	166	174	202	280	归属于母公司净利润	65	144	176	261										
在建工程	12	32	132	132	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E										
无形资产及其他	17	17	15	14	经营活动现金流	83	139	221	274										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	65	144	176	261										
资产总计	649	824	1071	1358	少数股东权益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	23	24	24	24										
应付款项	36	41	51	76	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	6	8	10	15	营运资金变动	(6)	(28)	22	(11)										
其他流动负债	39	43	54	79	投资活动现金流	(143)	(51)	(152)	(102)										
流动负债合计	82	92	116	170	资本支出	(2)	(52)	(152)	(102)										
长期借款及应付债券	0	50	150	200	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	4	4	4	4	其他	(141)	0	0	0										
长期负债合计	4	54	154	204	筹资活动现金流	142	21	47	(28)										
负债合计	85	146	269	374	债务融资	(130)	50	100	50										
股本	123	123	123	123	权益融资	281	0	0	0										
股东权益	564	678	801	984	其它	(8)	(29)	(53)	(78)										
负债和股东权益总计	649	824	1071	1358	现金净增加额	82	109	117	144										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年半券商行研经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

谷航，北大化学系本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年研发项目管理经验，化工行业1年研究经验。

【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。