

扬帆新材(300637)

—光引发剂龙头，产能扩张助力高成长

投资评级 买入 评级调整 首次推荐 收盘价 31.20 元

投资要点:

1. 光引发剂龙头，构筑多重壁垒

公司是从事光引发剂和硫化化合物及其衍生物的研发、生产及销售的高新技术企业。光引发剂 907 占据了全球 50%以上的市场份额，公司生产的含硫化合物共计十大类 500 多个品种，是国内硫化化合物系列产品品种最全的企业之一。光引发剂和硫化化合物合成工艺复杂，对生产、运输和三废处理能力等要求较高，具有较高的技术壁垒，公司经过多年发展，积累了行业领先的研发人才队伍，公司目前正在扩建杭州研发中心，进一步提升研发实力，2017 年公司研发人数占比为 11.75%，研发投入占营收比为 4.7%。公司产品下游应用主要为电子、医药和农药大型跨国企业，进入这类企业采购体系，必须通过对方严格的供应商审核体系，具有较高的客户壁垒，公司与日本太阳油墨、Abbvie Inc、IGM、大昌华嘉、兴农药业等保持良好的合作。

2. 产能扩充助力公司走上快车道

公司将原募投项“5,000t/a 光引发剂系列产品建设项目”变更为“29,000t/a 光引发剂、医药中间体项目”，彰显公司对所处行业的信心，同时反应了公司产品供给无法满足下游快速增长的需求。该募投项目一方面将产能扩展到 TPO、184、1173 等引发剂品种，另一方面扩大公司医药中间体产能，医药中间体同样附加值高，技术门槛高，该项目预计 2 年建设完成，预计第 3-4 年产能为 50-70%，第 5 年达到设计生产能力，基于当前产品价格，项目满产后有望实现年营收 9.5 亿元，净利润 2.7 亿元，新项目将使公司步入快车道，对比公司当前营收和利润规模，新项目贡献的收入和利润将增长超过 100%，公司规模将上一个新的台阶。

3. 产品应用前景广阔，公司构筑全产业链优势

2010 年以来国内外光引发剂用量快速增长，国内 UV 固化产品年增长率达 10%-20%，随着我国节能环保的日益加强，UV 涂料使用量将会逐步增加，市场空间巨大。2017 年 PCB 中国市场同比增长 9.6%，Prismark 预计 2017 年至 2022 年年复合增长率为 3.7%左右。我国医药制造业工业增加值连续十年保持 10%以上的增速，我国庞大的人口和收入水平的提高，医药行业需求仍将保持较高增速，上游中间体需求也会随之增长。公司 907 产品虽然全球占比超过 50%，但是公司目前 2000 吨产量占全球光固化用量不到 1%，市场潜力巨大。

公司拥有 907 原料茴香硫醚规模化生产的实力，国内较少拥有 907 从主要原材料开始到最终产品的全产业链生产能力的企业。全产业链生产模式既保证了公司具备产品成本优势，又可以较快根据下游应用领域变化相应调整产品自原料生产开始在生产环节进行技术工艺的调整，保证了产品可靠稳定的质量。公司内蒙古项目将继续复制 907 的全产业链模式，打造其他光引发剂品种的优势。

发布时间：2018 年 07 月 16 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	31.2 / 17.25
上证指数/深圳成指	2831.18/9326.97
50 日均成交额(百万元)	61.49
市净率(倍)	6.49
股息率	0.64%

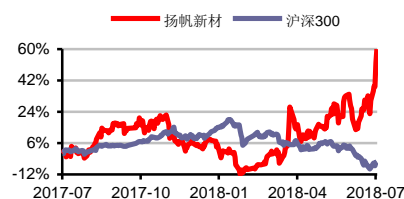
基础数据

流通股(百万股)	64.24
总股本(百万股)	123.28
流通市值(百万元)	2004.16
总市值(百万元)	3846.27
每股净资产(元)	4.81
资产负债率	10.51%

股东信息

大股东名称	浙江扬帆控股集团有限公司
持股比例	29.36%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：李朝松
执业证书编号：S0020512080005
电话：021-51097188-1929
电邮：lichao song@gyzq.com.cn
研究助理：毛正
执业证书编号：S0020118010043
电话：021-51097188-1872
电邮：maozheng@gyzq.com.cn
地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号
安徽国际金融中心 A 座国元证券
(230000)

4. 盈利预测与投资建议

关键假设:

(1) 内蒙项目顺利进行, 2019 年下半年内蒙基地开始投产并释放 10%的产能, 2020 年释放 50%的产能;

(2) 下游需求保持稳定, 未来光引发剂 907 价格维持当前 15 万元/吨的价格; 巯基化合物价格也维持当前的价格;

(3) 医药中间体产能能够扩大并实现销量增长;

(4) 不发生环保事故等。

考虑到公司产品有技术壁垒, 光引发剂和医药中间体营收和利润未来将随着内蒙古项目产能投产而得到大幅的提升, 我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 5.67 亿元、6.81 亿元、10.21 亿元, 归属母公司净利润为 1.66 亿、1.97 亿、2.93 亿元, 对应 EPS 为 1.35、1.59、2.38 元, 基于当前收盘价, 对应 18-20 年 PE 分别为 25 倍、21 倍、14 倍, 首次推荐, 给予“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	436	567	681	1021
收入同比(%)	13%	30%	20%	50%
归属母公司净利润	65	166	197	293
净利润同比(%)	8%	154%	19%	49%
毛利率(%)	32.5%	48.5%	48.5%	48.5%
ROE(%)	11.6%	22.6%	22.8%	27.2%
每股收益(元)	0.53	1.35	1.59	2.38
P/E	62	25	21	14
P/B	7.22	5.55	4.71	3.77
EV/EBITDA	40	19	16	11

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

5. 风险提示

内蒙古项目进展不及预期, 环保风险等。

财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	446	740	831	1073	营业收入	436	567	681	1021
现金	186	472	533	686	营业成本	295	292	351	526
应收账款	44	54	66	99	营业税金及附加	4	5	7	10
其他应收款	5	7	8	12	营业费用	9	11	14	20
预付账款	3	3	4	5	管理费用	55	69	84	125
存货	80	74	89	133	财务费用	4	3	5	6
其他流动资产	127	130	131	137	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	203	209	298	383	公允价值变动收益	0	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	166	172	218	283	营业利润	70	187	222	334
无形资产	17	16	15	15	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	20	21	64	86	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	649	949	1129	1456	利润总额	75	191	227	338
流动负债	82	212	261	371	所得税	10	25	30	45
短期借款	0	130	169	254	净利润	65	166	197	293
应付账款	24	24	29	43	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	58	58	63	74	归属母公司净利润	65	166	197	293
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	97	199	238	354
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	1.35	1.59	2.38
其他非流动负债	4	4	4	4					
负债合计	85	216	265	375	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	123	123	123	123	成长能力				
资本公积	331	331	331	331	营业收入	13.3%	30.0%	20.0%	50.0%
留存收益	134	278	408	624	营业利润	0.6%	167.5%	18.9%	50.0%
归属母公司股东权益	564	733	863	1080	归属于母公司净利润	8.2%	154.4%	18.5%	49.1%
负债和股东权益	649	948	1128	1455	获利能力				
					毛利率(%)	32.5%	48.5%	48.5%	48.5%
					净利率(%)	14.9%	29.2%	28.9%	28.7%
					ROE(%)	11.6%	22.6%	22.8%	27.2%
					ROIC(%)	17.1%	42.2%	39.4%	45.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	13.2%	22.8%	23.5%	25.8%
					净负债比率(%)	0.00%	60.25%	63.90%	67.62%
					流动比率	5.47	3.49	3.19	2.89
					速动比率	4.49	3.14	2.85	2.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.71	0.66	0.79
					应收账款周转率	11	11	11	12
					应付账款周转率	12.92	12.15	13.21	14.56
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.53	1.35	1.59	2.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.39	1.56	2.05
					每股净资产(最新摊薄)	4.57	5.94	7.00	8.76
					估值比率				
					P/E	62.39	24.53	20.69	13.87
					P/B	7.22	5.55	4.71	3.77
					EV/EBITDA	40	19	16	11

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn