

上半年高增长, 看好未来

投资要点

- **业绩总结:** 2018年上半年, 公司实现营业收入2.5亿元, 同比增长32.8%; 实现归母净利润6703.4万元, 同比增长184.0%, EPS 0.54元。
- **光引发剂行业细分龙头, 具备原料优势。** 公司是主要从事光引发剂、巯基化合物及其衍生物的研发、生产和销售的企业, 主要产品光引发剂907在国内市场市占率第一。公司拥有907原料茴香硫醚规模化生产的实力, 具备从原料到最终产品的全产业链生产能力, 成本优势和原材料保障优势明显。目前公司拥有两个生产基地, 分别在上虞和江西, 分别生产光引发剂系列产品和巯基化合物及其衍生物系列产品, 产能均为2000吨。
- **上半年光引发剂收入和盈利能力提升超预期。** 公司上半年业绩增长, 主要来自于产品价格上涨和销量的同比提升: 随着上游原材料市场价格上涨, 公司在原合同逐步到期的前提下, 在新合同中执行新的价格标准, 保证了自身盈利能力, 公司毛利率水平从2017年第四季度开始环比上升(2017年第三季度公司毛利率30.7%, 第四季度36.1%, 2018年第一季度毛利率43.7%, 2018年第二季度毛利率44.0%)。公司上半年在光引发剂的销售收入和毛利率商略超我们之前模型的预期, 说明公司在第二季度产品提价顺利。
- **投资5亿元建设内蒙一期项目, 巩固行业地位。** 公司改变原募投资金投向, 转投内蒙古, 在阿拉善建设2.9万吨光引发剂、医药中间体项目, 有利于未来公司扩大在光引发剂和医药中间体领域的产品门类, 完善产业链条, 提升核心竞争力。
- **盈利预测与评级。** 上调盈利预测, 预计2018-2020年EPS分别为0.94元、1.18元、1.96元, 未来三年归母净利润将保持55%的复合增长率, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 环保风险, 安全生产风险, 市场风险, 在建或拟建设项目进度及达产进度或不及预期的风险。

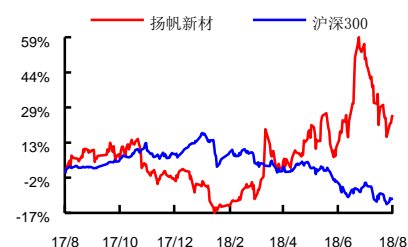
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	436.47	480.99	604.99	953.59
增长率	13.31%	10.20%	25.78%	57.62%
归属母公司净利润(百万元)	65.21	115.95	146.35	241.83
增长率	8.21%	77.81%	26.22%	65.25%
每股收益EPS(元)	0.53	0.94	1.18	1.96
净资产收益率ROE	11.57%	17.46%	18.59%	24.19%
PE	49	28	22	13
PB	5.69	4.83	4.07	3.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@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)	1.24
流通A股(亿股)	0.64
52周内股价区间(元)	17.25-33.0
总市值(亿元)	32.08
总资产(亿元)	6.90
每股净资产(元)	4.95

相关研究

1. 扬帆新材(300637): 一季度受益于量价齐升, 内蒙扩能利于长期发展 (2018-05-02)
2. 扬帆新材(300637): 光引发剂行业龙头, 看好未来发展 (2017-11-20)

关键假设：

假设 1：2018-2020 年，公司巯基化合物销量 1500 吨、1900 吨、3000 吨，不含税均价为 18 万元/吨，毛利率 45%、45.3%、45.5%；光引发剂销量 2000 吨、2500 吨、4000 吨，不含税均价 9.8 万元/吨，毛利率 44%、45%、46%。

假设 2：不考虑公司外购产品并销售的情况。

假设 3：假设内蒙项目 2019 年下半年投产。

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 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	436.5	481.0	605.0	953.6
	增速	13.3%	10.2%	25.8%	57.6%
	成本	294.6	269.2	335.0	521.7
	毛利率	32.5%	44.0%	44.6%	45.3%
巯基化合物及其衍生物	收入	244.75	270.00	342.00	540.00
	增速	19.2%	10.3%	26.7%	57.9%
	成本	157.46	148.50	187.07	294.30
	毛利率	35.7%	45.0%	45.3%	45.5%
光引发剂	收入	179.23	196.00	245.00	392.00
	增速	4.1%	9.4%	25.0%	60.0%
	成本	127.59	109.76	134.75	211.68
	毛利率	28.8%	44.0%	45.0%	46.0%
其他业务	收入	12.49	14.99	17.99	21.59
	增速	58.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	9.59	10.94	13.13	15.76
	毛利率	23.3%	27.0%	27.0%	27.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	436.47	480.99	604.99	953.59	净利润	65.21	115.95	146.35	241.83
营业成本	294.64	269.20	334.96	521.74	折旧与摊销	23.40	42.50	66.73	78.61
营业税金及附加	4.35	4.55	5.87	6.58	财务费用	3.86	1.91	5.83	6.39
销售费用	8.68	9.62	12.10	19.07	资产减值损失	0.59	2.00	2.00	2.00
管理费用	54.60	60.12	75.62	119.20	经营营运资本变动	-103.70	-24.60	-42.98	-136.25
财务费用	3.86	1.91	5.83	6.39	其他	93.39	-2.00	0.00	-3.00
资产减值损失	0.59	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	82.75	135.75	177.93	189.58
投资收益	2.54	0.00	0.00	0.00	资本支出	-22.66	-450.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-120.29	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-142.95	-450.00	-150.00	-150.00
营业利润	69.96	133.58	168.60	278.61	短期借款	-130.10	193.09	13.49	30.94
其他非经营损益	5.18	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	75.14	133.58	168.60	278.61	股权融资	283.31	0.00	0.00	0.00
所得税	9.93	17.63	22.26	36.78	支付股利	-36.00	-13.04	-23.19	-29.27
净利润	65.21	115.95	146.35	241.83	其他	25.04	-4.14	-5.83	-6.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	142.25	175.91	-15.53	-4.72
归属母公司股东净利润	65.21	115.95	146.35	241.83	现金流量净额	78.59	-138.34	12.40	34.86
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	186.44	48.10	60.50	95.36	成长能力				
应收和预付款项	59.05	63.75	79.41	125.87	销售收入增长率	13.31%	10.20%	25.78%	57.62%
存货	79.98	81.62	90.96	138.99	营业利润增长率	-1.41%	90.94%	26.22%	65.25%
其他流动资产	120.50	132.79	167.03	263.27	净利润增长率	8.21%	77.81%	26.22%	65.25%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	2.84%	83.07%	35.50%	50.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	178.43	586.57	670.47	742.50	毛利率	32.50%	44.03%	44.63%	45.29%
无形资产和开发支出	17.02	16.45	15.88	15.31	三费率	15.38%	14.90%	15.46%	15.17%
其他非流动资产	7.45	7.38	7.32	7.25	净利率	14.94%	24.11%	24.19%	25.36%
资产总计	648.86	936.65	1091.56	1388.54	ROE	11.57%	17.46%	18.59%	24.19%
短期借款	0.00	193.09	206.58	237.52	ROA	10.05%	12.38%	13.41%	17.42%
应付和预收款项	52.64	49.17	60.97	96.09	ROIC	17.86%	18.60%	16.48%	22.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.27%	37.00%	39.86%	38.13%
其他负债	32.70	30.20	36.66	55.01	营运能力				
负债合计	85.35	272.46	304.21	388.63	总资产周转率	0.79	0.61	0.60	0.77
股本	123.28	123.28	123.28	123.28	固定资产周转率	2.61	1.28	0.96	1.35
资本公积	331.39	331.39	331.39	331.39	应收账款周转率	11.07	10.47	11.26	12.37
留存收益	134.39	237.30	360.46	573.02	存货周转率	4.11	3.33	3.84	4.48
归属母公司股东权益	563.51	664.19	787.35	999.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.91%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	563.51	664.19	787.35	999.92	资产负债率	13.15%	29.09%	27.87%	27.99%
负债和股东权益合计	648.86	936.65	1091.56	1388.54	带息债务/总负债	0.00%	70.87%	67.91%	61.12%
					流动比率	5.47	1.21	1.32	1.62
					速动比率	4.49	0.91	1.02	1.26
					股利支付率	55.21%	11.25%	15.85%	12.10%
					每股指标				
					每股收益	0.53	0.94	1.18	1.96
					每股净资产	4.56	5.37	6.37	8.09
					每股经营现金	0.67	1.10	1.44	1.53
					每股股利	0.29	0.11	0.19	0.24
业绩和估值指标									
EBITDA	97.22	177.99	241.17	363.60					
PE	49.20	27.67	21.92	13.27					
PB	5.69	4.83	4.07	3.21					
PS	7.35	6.67	5.30	3.36					
EV/EBITDA	30.93	18.76	13.85	9.17					
股息率	1.12%	0.41%	0.72%	0.91%					

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	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn