


扬帆新材 (300637)

中报业绩符合预期，未来扩产增厚业绩

——扬帆新材 2018 中报点评

	李明刚 (分析师)	杨思远 (研究助理)	任宇超 (研究助理)
	0755-23976766	021-38032031	021-38032031
	liminggang@gtjas.com	yangsy@gtjas.com	renyuchao@gtjas.com
证书编号	S0880517050009	S0880117010029	S0880118020026

本报告导读:

环保趋严下光引发剂 907 价格上涨，高毛利产品导入进入收获期，公司 2018 年上半年业绩符合预期，未来 2.9 万吨光引发剂以及医药中间体项目支持高增长。

投资要点:

维持“增持”评级，维持目标价 36 元：受益于产品价格上涨，产品导入进入收获期以及高毛利产品放量。我们维持 2018-2020 年公司 EPS 为 1.20/1.63/2.07 元，参考可比公司给予 2018 年 30 倍 PE 估值，维持目标价 36 元，维持“增持”评级。

2018H1 同比增长 184%：公司 2018H1 实现营收 2.53 亿元 (YOY+32.81%)，归母净利润 6703 万元，(YOY+184%)，对应 2018Q2 净利 4033 万元，(YOY+209.48)，Q2 扣非后净利 3515 万元，环比增长 34.2%。公司 Q2 业绩高增长的原因：(1) 环保趋严致使光引发剂供给紧张，公司主要产品 907 价格上涨，2018 年涨幅超 30%，当前价格超过 15 万元/吨。其他 369、ITX 等多数品种也出现不同程度价格上涨。(2) 公司前期储备的高毛利医药中间体产品进入收获期，贡献新的利润增长。

国内光引发剂龙头，受益于行业集中度提升：公司目前具有 2000 余吨/年光引发剂以及 1500 吨/年疏基化合物生产能力，其光引发剂 907 在全球市场占有率超过 60%。行业受益于环保形势日趋严格，中小产能生产持续受到限制，2011 年以来行业集中度持续提升，公司作为行业龙头受益显著。

2.9 万吨光引发剂以及医药中间体项目支持未来高增长：公司通过在内蒙古建设 1.1 万吨光引发剂以及 1.8 万吨医药中间体以及衍生物项目将有效扩展产能解决产能瓶颈，拓宽产品线。同时预计公司光引发剂产品线不断拓展将支撑未来三年业绩高增长。

风险提示：环保突发性事件，环保力度不及预期。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	385	436	590	901	1,250
(+/-)%	0%	13%	35%	53%	39%
经营利润 (EBIT)	76	74	163	223	287
(+/-)%	48%	-2%	120%	37%	28%
净利润 (归母)	60	65	148	200	256
(+/-)%	44%	8%	127%	35%	28%
每股净收益 (元)	0.49	0.53	1.20	1.63	2.07
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	19.6%	17.0%	27.6%	24.8%	22.9%
净资产收益率 (%)	21.6%	11.6%	21.2%	22.6%	22.6%
投入资本回报率 (%)	23.4%	17.1%	64.1%	83.7%	100.9%
EV/EBITDA	20.8	26.8	12.5	8.7	6.2
市盈率	46.6	43.0	18.9	14.0	11.0
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%

评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格： 36.00

上次预测： 36.00

当前价格： 25.81

2018.08.28

交易数据

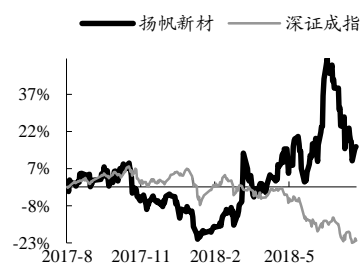
52 周内股价区间 (元)	16.80-33.70
总市值 (百万元)	3,190
总股本/流通 A 股 (百万股)	124/64
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	52%
日均成交量 (百万股)	2.82
日均成交值 (百万元)	76.77

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	610
每股净资产	4.94
市净率	5.2
净负债率	-34.68%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.09	0.22
Q2	0.11	0.32
Q3	0.20	0.33
Q4	0.14	0.33
全年	0.53	1.20

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-15%	3%	19%
相对指数	-9%	19%	38%

相关报告

《细分行业小而美，扩产支撑高增长》
2018.06.20

模型更新时间: 2018.08.28

股票研究

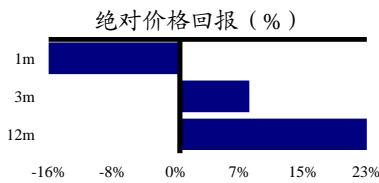
原材料
基础化工

扬帆新材 (300637)

评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **36.00**
上次预测: 36.00
当前价格: 25.81

公司网址
www.zjyfx.com

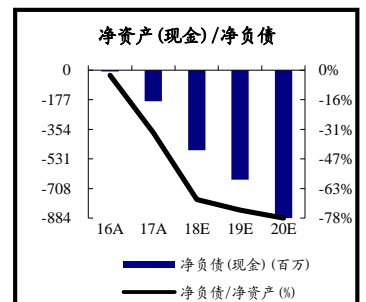
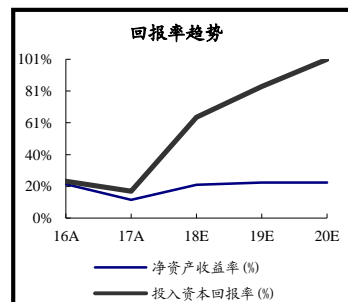
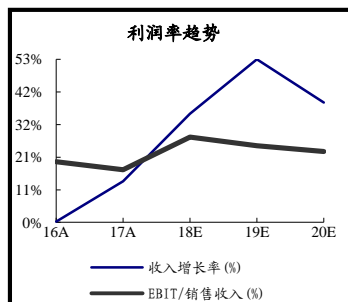
公司简介
公司是一家中外合资企业,是在浙江寿尔福化学有限公司的基础上发展改组成的股份有限公司,致力于光引发剂、医药、农药、染料等领域精细化学品中间体产品的研发、生产和销售。其中,907光引发剂产品和芳香族含硫化合物苯硫酚等系列产品均处于行业全球主导地位。



52 周价格范围 16.80-33.70
市值 (百万) 3,190

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	385	436	590	901	1,250
营业成本	251	295	334	536	767
税金及附加	4	4	7	11	16
销售费用	8	9	12	18	25
管理费用	47	55	74	113	156
EBIT	76	74	163	223	287
公允价值变动收益	4	0	0	0	0
投资收益	-7	3	3	3	3
财务费用	1	4	0	0	0
营业利润	71	70	166	226	289
所得税	11	10	23	31	39
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	60	65	148	200	256
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	138	186	479	656	884
其他流动资产	0	121	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	178	179	158	137	117
无形及其他资产	20	21	17	16	15
资产合计	451	649	807	1,050	1,356
流动负债	168	82	107	163	226
非流动负债	4	4	0	0	0
股东权益	279	564	699	887	1,131
投入资本(IC)	271	377	221	231	247
现金流量表					
NOPLAT	63	64	141	194	249
折旧与摊销	23	23	23	23	22
流动资金增量	-3	17	0	-32	-36
资本支出	-21	-25	8	4	4
自由现金流	62	80	172	188	239
经营现金流	96	83	286	183	234
投资现金流	-29	-143	10	7	7
融资现金流	-27	142	-4	-12	-12
现金流净增加额	40	82	292	177	228
财务指标					
成长性					
收入增长率	0.3%	13.3%	35.2%	52.8%	38.8%
EBIT 增长率	47.7%	-1.7%	119.6%	37.0%	28.5%
净利润增长率	44.3%	8.2%	127.2%	35.3%	27.5%
利润率					
毛利率	34.8%	32.5%	43.4%	40.5%	38.7%
EBIT 率	19.6%	17.0%	27.6%	24.8%	22.9%
净利润率	15.6%	14.9%	25.1%	22.2%	20.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	21.6%	11.6%	21.2%	22.6%	22.6%
总资产收益率(ROA)	13.4%	10.0%	18.4%	19.1%	18.8%
投入资本回报率(ROIC)	23.4%	17.1%	64.1%	83.7%	100.9%
运营能力					
存货周转天数	95	89	89	89	89
应收账款周转天数	37	33	33	33	33
总资产周转天数	439	460	450	376	351
净利润现金含量	1.60	1.27	1.93	0.91	0.91
资本支出/收入	5%	6%	-1%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	13.2%	13.3%	15.5%	16.6%
净负债率	-2.8%	-33.1%	-68.4%	-73.9%	-78.2%
估值比率					
PE	46.6	43.0	18.9	14.0	11.0
PB	7.3	5.0	4.0	3.2	2.5
EV/EBITDA	20.8	26.8	12.5	8.7	6.2
P/S	5.3	6.4	4.8	3.1	2.2
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		