投资评级 优于大市 首次覆盖

晨光新材：国内功能性硅烷行业领先企业

发行价格及数量	
发行价格	13.16 元
网下发行数量	460 万股
网上发行数量	4140 万股
股本结构	
总股本（百万股）	184
流通 A 股（百万股）	46
B 股/H 股（百万股）	0/0

分析师:刘威
Tel:(0755)82764281
Email:lw10053@htsec.com
证书:S0850515040001
分析师:李智
Tel:(021)23219392
Email:lz11785@htsec.com
证书:S0850519110003

投资要点:

- **晨光新材：国内功能性硅烷行业领先企业。**公司成立于 2001 年，专注于有机硅烷偶联剂基础原料、中间体、成品的研发、生产与销售，总部设于江苏南京，生产基地分别位于江西省九江市湖口高新技术产业园与江苏省丹阳市。实际控制人为丁建峰及其家庭成员。公司功能性硅烷全产业链延伸，有利于最大化产业链每个环节的生产利润。公司主要产品包括：KH-550、CG-202、KH-560、CG-Si69、KH-570、CG-171、CG-502 和 CG-150 等。成品是公司收入和毛利的主要来源。

- **公司凭借自身优势，市场占有率居行业前列。**公司在技术、产品储备方面处于持续领先地位。同时，经过多年积累，公司已与大量下游客户建立了良好的合作关系。截至招股说明书签署日，客户多达 1800 余家，客户或产品使用者包括知名国内制造商硅宝科技、兴业材料、润禾材料、东方材料等上市公司，德国 Brenntag、德国 Biesterfeld、日本 ITOCHU 等全球性化工贸易商，迈图（Momentive）、赢创（Evonik）、恺萨金石（Caesarstone）、耐克森（NEXEN）等国际知名化工、建材、轮胎制造企业，产品远销美国、欧洲、日本、韩国、中东等发达国家或地区。

- **下游需求持续增长，拉动功能性硅烷产销量。**2018 年我国功能性硅烷消费总量约为 17.10 万吨。预计 2018-2023 年我国功能性硅烷消费年均增长约 10.2%，2023 年国内消费达到 27.78 万吨。功能性硅烷应用领域主要包括：复合材料、橡胶加工、塑料加工、密封胶、粘合剂领域、涂料、金属表面处理和建筑防水等，未来国内市场扩大动力主要为复合材料等应用领域。

- **募投项目提升公司盈利能力和技术水平。**公司募集资金扣除发行费用后将按轻重缓急顺序投资于 1）年产 6.5 万吨有机硅新材料技改扩能项目。项目建成后，贡献年均销售收入约 20.61 亿元，年均净利润 2.05 亿元；2）功能性硅烷开发与应用研发中心建设项目，建成后有利于公司提升技术水平和生产效率；3）补充流动资金。

- **盈利预测与估值区间。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.4505、1.9659、2.7245 亿元，对应的 EPS 分别为 0.79、1.07、1.48 元/股。考虑公司是新股，给予一定的估值溢价，我们给予公司 2020 年 18-23 倍 PE，对应合理价值区间 14.2-18.2 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

- **风险提示。**公司产品、原材料价格剧烈波动、宏观经济下行、下游需求降低。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	671	690	880	1169	1586
(+/-)YoY(%)	41.1%	2.9%	27.5%	32.8%	35.6%
净利润(百万元)	134	119	145	196	272
(+/-)YoY(%)	701.0%	-11.6%	21.8%	35.4%	38.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.73	0.65	0.79	1.07	1.48
毛利率(%)	35.3%	30.6%	30.6%	31.1%	31.7%
净资产收益率(%)	37.9%	26.6%	10.4%	10.0%	10.5%

资料来源：公司年报（2018-2019），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

目 录

1. 晨光新材：国内功能性硅烷行业领先企业 5
1.1 公司功能性硅烷全产业链延伸 5
1.2 成品是公司收入和毛利的主要来源 6
2. 我国是世界最大的功能性硅烷生产国 7
3. 下游需求持续增长，拉动功能性硅烷产销量 8
4. 公司凭借自身优势，市场占有率居行业前列 10
5. 募投项目提升公司盈利能力和技术水平 12
5.1 年产 6.5 万吨有机硅新材料技改扩能项目 12
5.2 功能性硅烷开发与应用研发中心建设项目 13
6. 盈利预测与估值区间 13
7. 风险提示 14
财务报表分析和预测 15

图目录

图 1 公司产业链结构 5
图 2 发行前公司的股权结构图 6
图 3 2017-2019 年公司营业收入及毛利变化 6
图 4 2017-2019 年公司毛利率和净利率变化情况 6
图 5 2017-2019 年公司营业收入结构（百万元） 7
图 6 2017-2019 年公司毛利结构（百万元） 7
图 7 2002-2023 年我国功能性硅烷生产状况及未来预测 8
图 8 2013-2023 年我国含硫硅烷消费量及橡胶产量统计和预测（万吨） 8
图 9 2003-2023 年我国胶粘剂和与密封剂产量及增长率情况 9
图 10 2010-2023 年我国复合材料领域功能性硅烷消费量统计及预测 9
图 11 2010-2023 年我国塑料加工领域功能性硅烷消费量统计及预测 10
图 12 2010-2023 年我国涂料、金属表面处理及建筑防水领域功能性硅烷消费量统计及预测 10
图 13 公司循环经济情况 11
图 14 年产 6.5 万吨有机硅新材料技改扩能项目产业链延伸情况 12

表目录

表 1　公司主要产品的生产销售情况 7
表 2　首次公开发行募投情况 12
表 3　2020-2022 年晨光新材分业务盈利预测 13
表 4　可比公司估值表 14

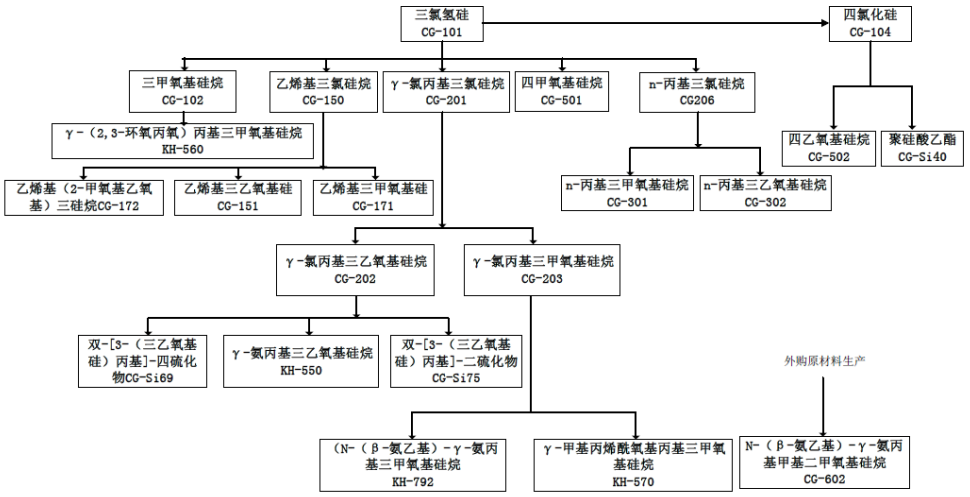
1. 晨光新材：国内功能性硅烷行业领先企业

1.1 公司功能性硅烷全产业链延伸

江西晨光新材料股份有限公司成立于 2001 年，专注于有机硅烷偶联剂基础原料、中间体、成品的研发、生产与销售，总部设于江苏南京，生产基地分别位于江西省九江市湖口高新技术产业园与江苏省丹阳市。

公司功能性硅烷全产业链延伸，有利于最大化产业链每个环节的生产利润。自成立以来，公司以安全环保为前提、以提质增效为导向、以技术创新为驱动，致力于功能性硅烷全产业链的研发、应用和产业化，是行业优秀的有机硅烷偶联剂产品制造商之一。通过十余年的创新与发展，公司已成为国内功能性硅烷行业产品最为丰富、产业链最长的生产厂商之一。公司主要产品包括：KH-550、CG-202、KH-560、CG-Si69、KH-570、CG-171、CG-502 和 CG-150 等，产品涵盖功能性硅烷基础原料、中间体及成品。公司丰富的功能性硅烷产品结构可以最大化获取产业链上每个环节的生产利润，也避免了因产品单一而可能导致的较高的市场风险。

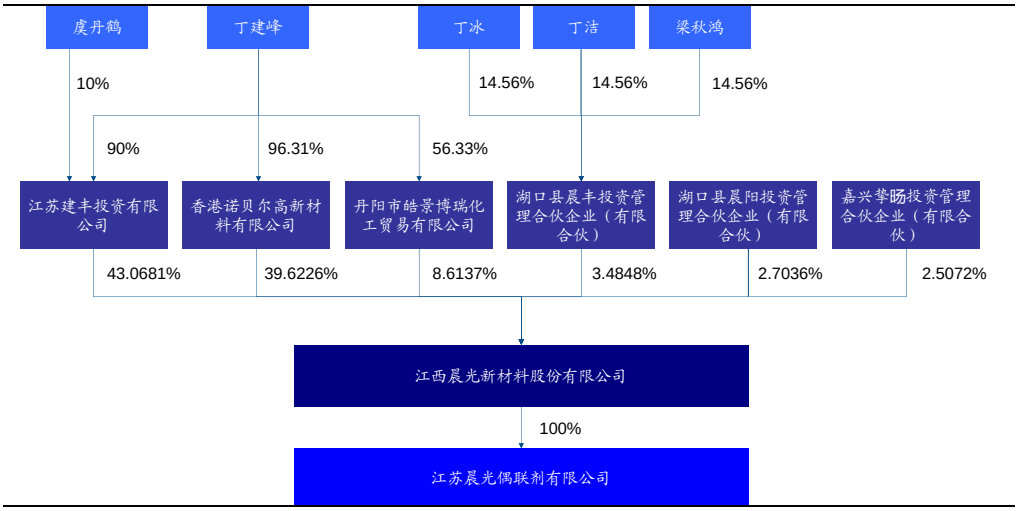
图1 公司产业链结构



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

公司实际控制人为丁建峰及其家庭成员。截至招股说明书签署日，公司实际控制人为丁建峰及其家庭成员虞丹鹤、丁冰、丁洁和梁秋鸿。上述五人合计控制公司 86.1755%股份，对公司的经营决策具有重大影响。建丰投资持有公司 59433920 股股份，持股比例为 43.0681%，为公司控股股东。发行后，社会公众持股 25%，建丰投资和香港诺贝尔仍为前 2 大股东，分别持股 32.3010%和 29.7170%。

图2 发行前公司的股权结构图

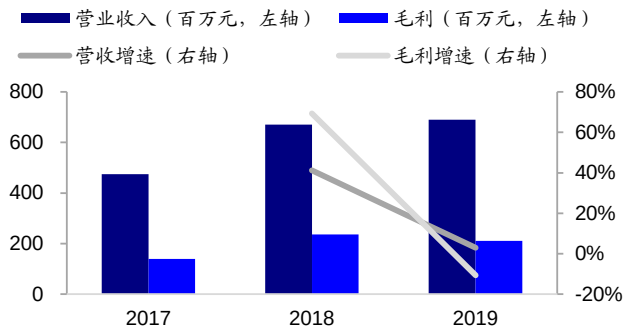


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

1.2 成品是公司收入和毛利的主要来源

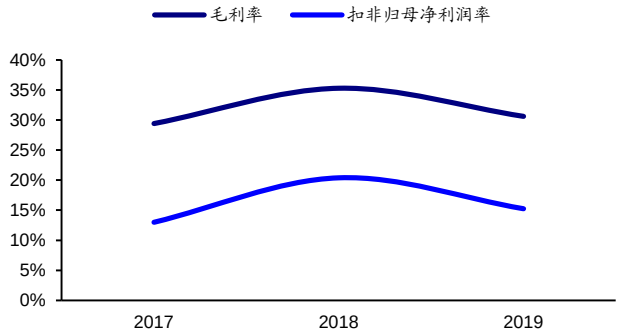
2017-2018 年营收规模稳步增长，2019 年盈利面临压力。2017-2018 年，受国家供给侧结构性改革继续深入、安全和环保政策的持续收紧等因素影响，功能性硅烷行业内部分规模较小、能耗较高、技术工艺水平较差、安全环保隐患较大的企业市场生存空间被压缩，产品价格上涨，市场需求增加，公司经营业绩逐年快速上升。2019 年，受中美经贸摩擦和国内经济下行压力等因素影响，功能性硅烷行业市场需求有所波动，呈现产品价格高位回调、外销减少的特征。2019 年，公司营业收入较 2018 年上升 2.93%，净利润（归属于母公司股东的扣除非经常性损益前后孰低）较 2018 年下降 21.67%。2019 年，公司主要产品中除 CG-150 外，其余主要产品的销售均价较 2018 年均呈现一定幅度下降，且主要产品价格降幅大于主要原材料采购价格下降幅度。

图3 2017-2019 年公司营业收入及毛利变化



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

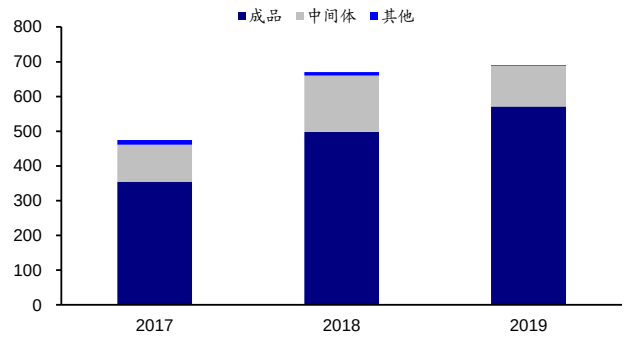
图4 2017-2019 年公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

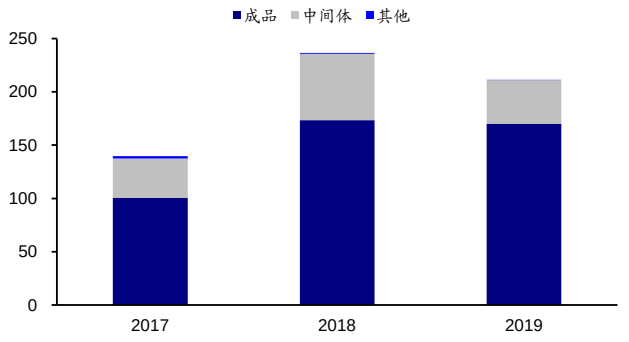
成品是公司收入和毛利的主要来源。成品主要包括 KH-550、KH-560、CG-Si69、KH-570、CG-171、CG-502 等产品，中间体主要包括 CG-202、CG-150 等产品。2017 年、2018 年和 2019 年，公司成品销售收入占主营业务收入的比例分别为 74.62%、74.22%和 82.71%，公司成品销售毛利占主营业务毛利比例分别为 71.86%、73.32%和 80.53%，贡献收入和毛利比例总体呈上升趋势。

图5 2017-2019 年公司营业收入结构（百万元）



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

图6 2017-2019 年公司毛利结构（百万元）



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

表 1 公司主要产品的生产销售情况

产品名称	产能（吨）	产量（吨）	销量（吨）	产能利用率	产销率	销售收入（万元）
2017 年						
KH-550	4500	4425.06	4343.07	98.33%	98.15%	10869.7
CG-202	20000	13526.63	4633.24	67.63%	97.02%	7400.68
KH-560	4000	3402.06	3352.39	85.05%	98.54%	9639.35
CG-Si69	3000	2328.33	2406.83	77.61%	103.37%	4545.63
KH-570	1300	554.58	566.05	42.66%	102.07%	2088.88
CG-171	-	8.53	25.49	-	298.83%	66.07
CG-502	3000	2841.57	2958.65	94.72%	104.12%	2893.93
CG-150	1300	1223.48	923.35	94.11%	76.93%	1392.94
2018 年						
KH-550	5000	4507.99	4282.1	90.16%	94.99%	13937.04
CG-202	20000	16050.64	6596.49	80.25%	98.43%	12389.97
KH-560	4000	3506.27	3507.77	87.66%	100.04%	11592.04
CG-Si69	3000	2237.61	2192.19	74.59%	97.97%	5214.1
KH-570	1300	972.67	894.26	74.82%	91.94%	3635.23
CG-171	2700	1781.76	1626.03	65.99%	91.26%	3524.72
CG-502	3000	2879.95	2775.3	96.00%	96.37%	3363.66
CG-150	4000	3429.31	1576.84	85.73%	106.16%	2290.85
2019 年						
KH-550	5000	5082.51	5320.29	101.65%	104.68%	14323.74
CG-202	20000	14082.47	3284.41	70.41%	96.66%	5051.2
KH-560	4000	4032.77	4053.79	100.82%	100.52%	11975.69
CG-Si69	3000	2896.54	2785.1	96.55%	96.15%	5660.21
KH-570	1300	1097.03	983.22	84.39%	89.63%	3184.74
CG-171	2700	2690.21	2696.02	99.64%	100.22%	5066.65
CG-502	5000	4241.58	4112.98	84.83%	96.97%	4284.23
CG-150	5000	5029.16	2662.57	100.58%	94.95%	3956.96

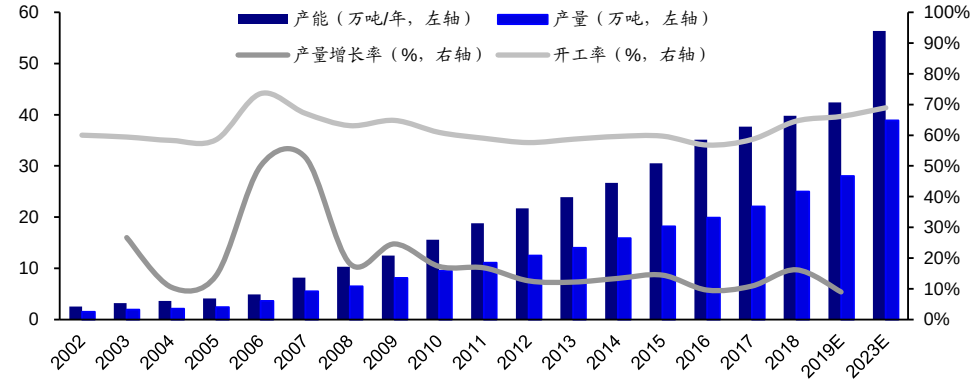
资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

2. 我国是世界最大的功能性硅烷生产国

全球功能性硅烷产能产量主要增长动力来自于中国。根据招股说明书援引全国硅产业绿色发展战略联盟（SAGSI）《功能性硅烷市场年度报告》（2019 版），2018 年全球功能性硅烷产能约为 59.6 万吨/年（不含中间体），产量约为 41.5 万吨，产能利用率为 69.6%，产能、产量同比分别增长 4.2%和 10.4%，主要增长动力来自中国。2013-2018 年，我国功能性硅烷产能由 23.9 万吨/年迅速增长到 39.79 万吨/年，年均增长 10.7%;

产量也从 14.02 万吨提高到 25.70 万吨，年均增长 12.9%；开工率从 2006-2010 年间的 60%以上逐步降低至 2010-2017 年间的 60%以下，2018 年又上升至 64.6%。随着新能源汽车、复合材料和表面处理等新兴市场的逐步成熟，预计 2023 年中国功能性硅烷总产能将达到 56.4 万吨，总产量将达到 38.9 万吨。

图7 2002-2023 年我国功能性硅烷生产状况及未来预测



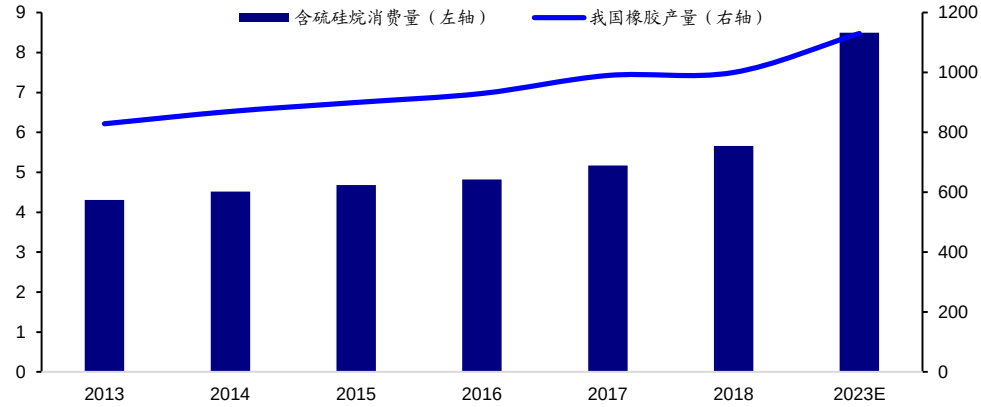
资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

3. 下游需求持续增长，拉动功能性硅烷产销量

2018 年我国功能性硅烷消费总量约为 17.10 万吨。预计 2018-2023 年我国功能性硅烷消费年均增长约 10.2%，2023 年国内消费达到 27.78 万吨。功能性硅烷应用领域主要包括：复合材料、橡胶加工、塑料加工、密封胶、粘合剂领域、涂料、金属表面处理和建筑防水等，未来国内市场扩大动力主要为复合材料等应用领域。

橡胶加工领域的需求推动功能性硅烷产销量增长。2018 年我国橡胶加工行业消费含硫硅烷合计约为 5.80 万吨，同比增长约 9.8%，其中轮胎行业消费量 5.66 万吨，其他橡胶制品消费约 0.14 万吨。考虑到国内绿色轮胎法规的逐步实施以及新能源汽车市场逐步成熟，预计 2018-2023 年期间该领域对功能性硅烷的需求量将保持约 8.4%的增长率，2023 年将达到 8.5 万吨。

图8 2013-2023 年我国含硫硅烷消费量及橡胶产量统计和预测（万吨）

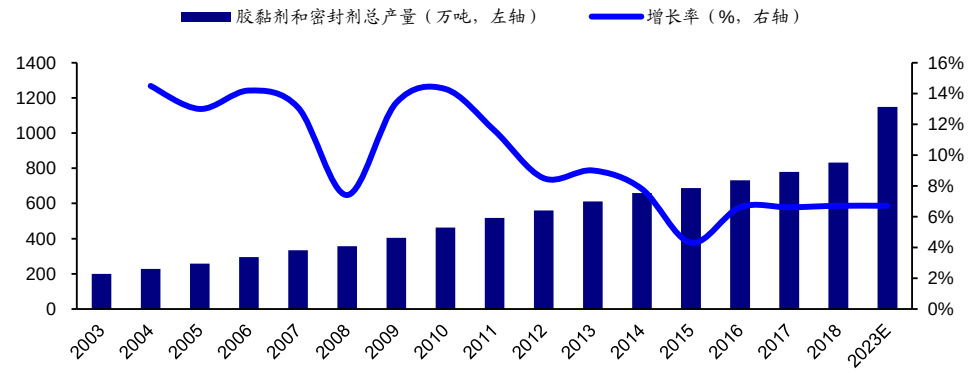


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

密封胶、粘合剂领域的需求推动功能性硅烷产销量增长。功能性硅烷还广泛用作环氧、聚氨酯、聚乙烯醇缩丁醛及丁腈橡胶的粘合黏合剂，聚硫、聚氨酯、丙烯酸、氯丁、丁基以及硅橡胶等密封胶的增黏剂，它可有效提高橡胶或树脂对各类基材，包括玻璃、混凝土、石料、合金等的干态黏接力，还能改善其湿态黏接保持率。目前，我国胶粘剂生产企业已达 1500 多家，品种超过 3000 种，已成为我国化工领域中发展最快的重点行业之一。2018 年我国胶粘剂和密封剂全国产量约为 832 万吨，同比增长约 6.7%。2018 年我国密封胶、粘合剂领域消耗功能性硅烷约 2.99 万吨，同比增长 6.7%。预计 2018-2023 年期间该领域对功能性硅烷的需求量预计年均增长 6.7%，2023 年达到 4.3

万吨。

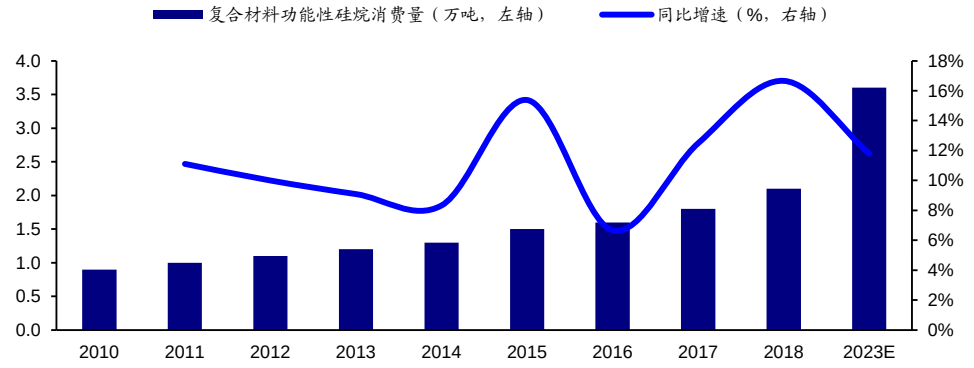
图9 2003-2023 年我国胶粘剂和与密封剂产量及增长率情况



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

复合材料领域的需求推动功能性硅烷产销量增长。功能性硅烷在纤维增强复合材料中的应用非常成熟。复合材料此前主要用于玻璃纤维复合材料，即玻璃钢制品等。近年来，复合材料迎来大发展，各种高强度和特种增强纤维以及树脂材料、碳纤维、金属材料、粉体材料不断涌现，功能性硅烷在复合材料发展中的重要作用得以更多显现。据招股说明书援引 SAGSI 统计，2018 年我国复合材料领域对功能性硅烷的需求量合计约为 2.08 万吨，同比增长 13.1%。预计 2018-2023 年期间年均增长 11.7%，2023 年预计可达到 3.6 万吨。

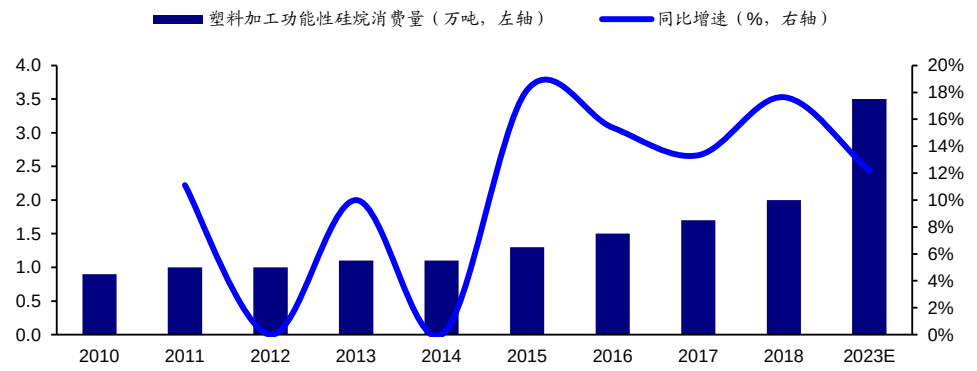
图10 2010-2023 年我国复合材料领域功能性硅烷消费量统计及预测



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

塑料加工领域的需求推动功能性硅烷产销量增长。未经交联的聚烯烃材料耐热性、机械性能和耐环境应力开裂性能较差，限制了其在许多领域中的应用，通过交联改性可提升材料的这些性能。在塑料加工领域，其交联方法主要有辐照法、过氧化物法及硅烷法 3 种。硅烷交联法因工艺设备简单，效果优异，而为许多电缆料生产厂家所采用。据招股说明书援引 SAGSI 统计，2018 年用于交联聚乙烯的功能性硅烷需求量为 1.96 万吨，增长约 15.1%。预计 2018-2023 年期间需求量年均增长 11.8%，2023 年达到 3.6 万吨。

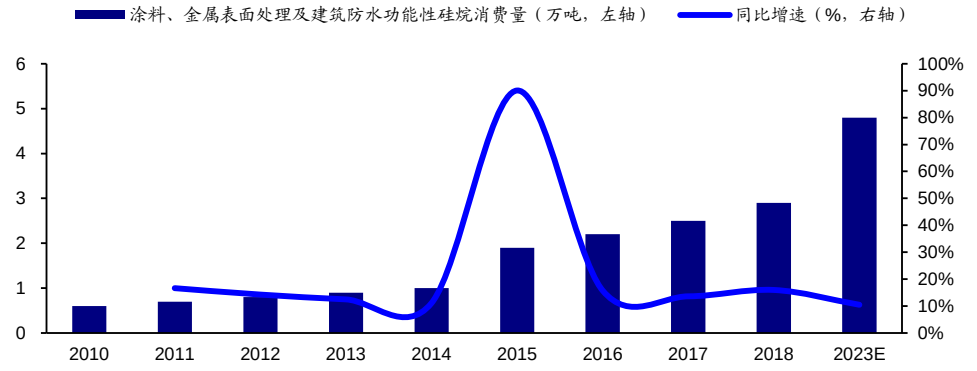
图11 2010-2023 年我国塑料加工领域功能性硅烷消费量统计及预测



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

涂料、金属表面处理及建筑防水领域的需求推动功能性硅烷产销量增长。功能性硅烷还可用于涂料，起到粘结促进剂、颜料处理和交联剂的作用，可以改善涂料的粘合性能、耐潮湿、耐化学品、抗紫外线和抗腐蚀性能，并能改善填充物的分散性能。源于这些性能，硅烷被广泛地应用于工业防护，特别是船舶涂料领域。2018 年我国涂料、金属表面处理及建筑防水领域消耗的功能性硅烷总量约 2.91 万吨。预计 2018-2023 年期间该领域对硅烷的需求量年均增长 10.5%，2023 年达 4.8 万吨。

图12 2010-2023 年我国涂料、金属表面处理及建筑防水领域功能性硅烷消费量统计及预测



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

4. 公司凭借自身优势，市场占有率居行业前列

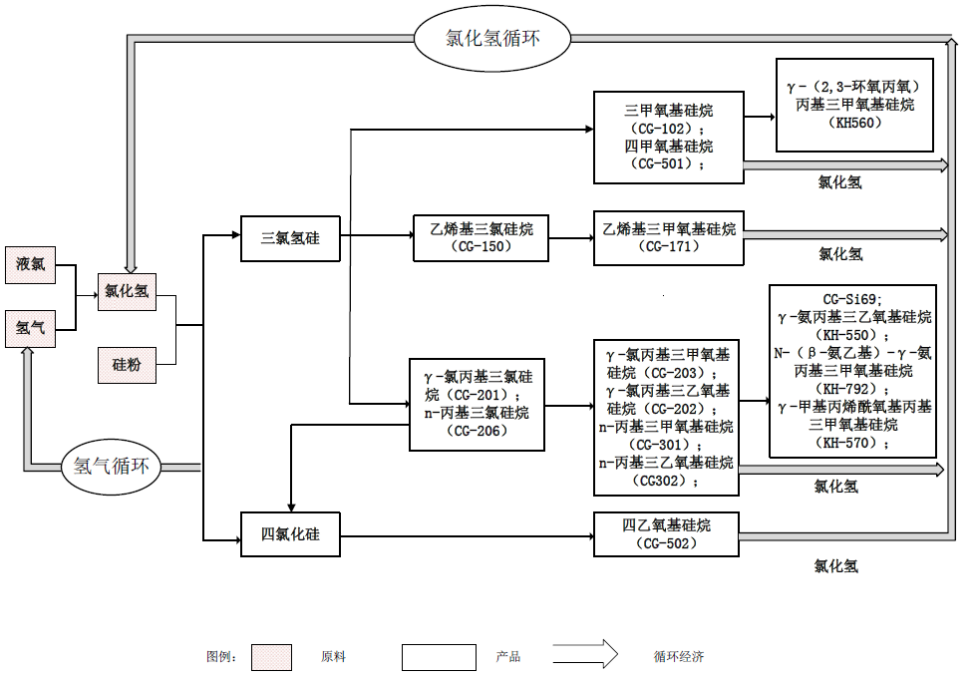
招股说明书援引 SAGSI 资料显示，公司与湖北新蓝天新材料股份有限公司、荆州江汉精细化工有限公司、江西宏柏新材料股份有限公司等公司一同被列为国内功能性硅烷产量最大的几家企业，市场占有率位居行业前列。

公司在技术、产品储备方面处于持续领先地位。公司研发中心 2015 年被评为“江西省省级企业技术中心”，2016 年公司获准设立博士后创新实践基地，2017 年被江西省科技厅列入“江西省有机硅烷偶联剂工程技术研究中心”组建计划。截至目前，公司已拥有与功能性硅烷生产相关的专利 27 项，其中：8 项发明专利、19 项实用新型专利，8 项技术（工艺）被江西省科学技术厅确认为“江西省科学技术成果”。公司拥有硅氢加成反应高效催化技术、连续自动化生产技术、氯化氢气体干法直接回收技术等功能性硅烷核心生产技术，正在开展“负载型催化剂催化氢硅加成反应的研究”博士后课题研究，并有新型氨基硅烷、硅烷聚合物等多项处于不同阶段的研发项目。

公司拥有循环经济优势，提高了盈利能力和企业核心竞争力。公司遵循“绿色环保、循环发展”的经营理念，在功能性硅烷生产过程中实现了氢气循环和氯化氢封闭循环工艺及装置的大规模应用。氯化氢封闭循环过程以氯元素的循环为特色，其过程为：所有

氯元素与硅原子的结合均由三氯氢硅生产线实现，而所有的 Si-Cl 键都进入酯化反应连续自动化生产系统，氯元素转而与氢元素形成氯化氢，而氯化氢又通过干法直接循环系统重新进入三氯氢硅生产线，在该生产线上，氯元素又转移至硅原子上。公司所有的功能性硅烷中间体和部分成品生产均通过该体系进行，从而达到节能、环保和安全目的，提高了盈利能力和企业核心竞争力。

图13 公司循环经济情况



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

公司依托多年积累，与大量下游客户建立了良好的合作关系。公司依托多年积累的行业资源和技术整合能力，致力于不断提高产品品质和研发新产品，为胶黏剂、轮胎、橡胶、涂料、新能源及复合材料等行业的新老客户提供专业可靠的功能性硅烷产品，并取得了良好的业绩。公司在国内外拥有广泛的客户和渠道资源，截至招股说明书签署日，客户多达 1800 余家，客户或产品使用者包括知名国内制造商硅宝科技、兴业材料、润禾材料、东方材料等上市公司，德国 Brenntag、德国 Biesterfeld、日本 ITOCHU 等全球性化工贸易商，迈图（Momentive）、赢创（Evonik）、恺萨金石（Caesarstone）、耐克森（NEXEN）等国际知名化工、建材、轮胎制造企业，产品远销美国、欧洲、日本、韩国、中东等发达国家或地区。公司在功能性硅烷行业内树立了良好的用户口碑与品牌形象，与大量下游客户建立了良好的合作关系，为公司的可持续发展打下了坚实基础。

5. 募投项目提升公司盈利能力和技术水平

公司募集资金扣除发行费用后将按轻重缓急顺序投资于以下项目。

表 2 首次公开发行募投情况

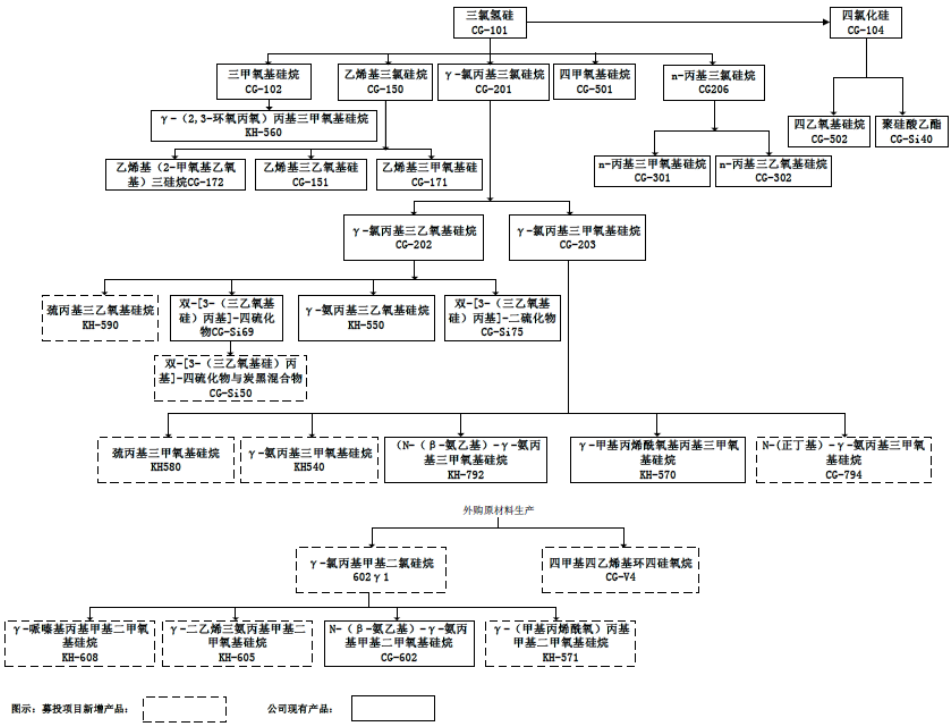
序号	项目名称	项目总投资（万元）	募集资金使用量（万元）	项目备案文件	项目环评文件	实施主体-	建设期
1	年产 6.5 万吨有机硅新材料技改扩能项目	61870	61870	湖工信投备[2019]4 号	九环评字[2019]9 号	晨光新材	24 个月
2	功能性硅烷开发与应用研发中心建设项目	6911.77	6911.77	湖工信投备[2019]14 号	湖环评[2019]21 号	晨光新材	18 个月
3	补充流动资金	11388.61	11388.61	-	-	-	-
	合计	80170.38	80170.38	-	-	-	-

资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

5.1 年产 6.5 万吨有机硅新材料技改扩能项目

该项目有助于延伸公司功能性硅烷产业链，丰富产品结构。通过实施该项目，新增产业链上游原材料硅粉和烯丙基缩水甘油醚的生产，扩大现有优势产品 KH-560 产能 1.5 万吨、CG-150 产能 6000 吨，新增市场需求较好的 2 个中间体和 8 个成品，产品结构得到进一步丰富，功能性硅烷产业链得到纵向和横向延伸和完善，公司全产业链立体发展优势将得到进一步强化。该项目募投产品对公司产业链延伸情况如下：

图14 年产 6.5 万吨有机硅新材料技改扩能项目产业链延伸情况



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

该项目有利于公司资源的循环利用，提升盈利能力。项目的开展将进一步丰富公司的循环经济体系。同时，公司拥有与循环经济相配套的连续自动化生产工艺，项目的开展将进一步扩大连续自动化生产规模，生产过程更加高效，此外，项目的开展还可以进一步利用公司现有产品，通过进一步深加工，提高公司的盈利能力。

该项目达产后预计贡献年均净利润约 2.05 亿元。项目建设期为 2 年，建成后第一年达产率 60%，第二年达产率 80%，第三年及以后期间达产率为 100%。项目建成后年均销售收入 206086.30 万元，年均净利润 20457.16 万元。项目投资财务内部收益率（税后）31.29%，项目投资回收期（税后）4.82 年。

5.2 功能性硅烷开发与应用研发中心建设项目

该项目有利于公司提升技术水平和生产效率。公司将通过建设功能性硅烷开发与应用研发中心，尽力缩小生产技术、行业应用、高端产品等领域与国外大型知名企业的技术差距，培养技术人才，提升生产效率，建设绿色工厂，支撑企业安全、长期、高效、节能、环保发展。项目主要工作内容和研究方向包括:（1）功能性硅烷高效、绿色生产技术工艺的研究;（2）新型功能硅烷和寡聚物硅烷的合成、生产技术的研究;（3）功能性硅烷的主要行业应用提升研究。

6. 盈利预测与估值区间

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.4505、1.9659、2.7245 亿元，对应的 EPS 分别为 0.79、1.07、1.48 元/股。考虑公司是新股，给予一定的估值溢价，我们给予公司 2020 年 18-23 倍 PE，对应合理价值区间 14.2-18.2 元。

公司主要产品包括：KH-550、CG-202、KH-560、CG-Si69、KH-570、CG-171、CG-502 和 CG-150 等，产品涵盖功能性硅烷基础原料、中间体及成品。公司在技术、产品储备方面处于持续领先地位，募投项目将提升公司盈利能力和技术水平。基于如下假设，我们编制了晨光新材的盈利预测表:

（1）成品保持稳定增长，未来三年收入增速分别为 27.60%、33.20%、35.37%。

（2）中间体保持稳定增长，未来三年收入增速分别为 27.70%、31.27%、37.12%。

（3）其他收入保持不变，未来三年收入增速分别为 0%、0%、0%。

表 3 2020-2022 年晨光新材分业务盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
成品				
销售收入（百万元）	570.88	728.45	970.33	1313.49
毛利（百万元）	170.05	215.26	289.42	397.25
毛利率（%）	29.79%	29.55%	29.83%	30.24%
中间体				
销售收入（百万元）	117.65	150.24	197.22	270.42
毛利（百万元）	40.83	53.68	73.68	104.51
毛利率（%）	34.70%	35.73%	37.36%	38.65%
其他				
销售收入（百万元）	1.65	1.65	1.65	1.65
毛利（百万元）	0.30	0.25	0.25	0.25
毛利率（%）	17.86%	15%	15%	15%

资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

表 4 可比公司估值表

代码	简称	股价(元)	EPS（元）			PE（倍）		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600141	兴发集团	10.46	0.29	0.48	0.50	34.95	21.82	20.93
603938	三孚股份	25.98	0.72	0.99	1.40	29.67	24.71	17.54
600596	新安股份	9.08	0.54	0.64	0.78	18.35	13.46	10.99
		均值	0.52	0.70	0.89	27.66	20.00	16.49

注：收盘价为 2020 年 7 月 31 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：Wind，海通证券研究所

7. 风险提示

公司产品、原材料价格剧烈波动、宏观经济下行、下游需求降低。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.65	0.79	1.07	1.48
每股净资产	2.43	7.55	10.61	14.09
每股经营现金流	0.45	0.67	0.81	1.11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	20.38	16.72	12.35	8.90
P/B	5.43	1.74	1.24	0.93
P/S	2.63	2.75	2.07	1.53
EV/EBITDA	-0.51	-2.73	-1.10	-1.44
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	30.6%	30.6%	31.1%	31.7%
净利润率	17.2%	16.4%	16.8%	17.2%
净资产收益率	26.6%	10.4%	10.0%	10.5%
资产回报率	20.7%	9.5%	9.2%	9.7%
投资回报率	23.1%	10.2%	9.8%	10.4%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	2.9%	27.5%	32.8%	35.6%
EBIT 增长率	-21.4%	30.9%	36.0%	39.4%
净利润增长率	-11.6%	21.8%	35.4%	38.7%
偿债能力指标				
资产负债率	22.2%	8.5%	7.9%	7.9%
流动比率	2.75	6.02	3.83	4.38
速动比率	2.09	5.21	3.02	3.57
现金比率	0.88	3.82	1.62	2.17
经营效率指标				
应收帐款周转天数	45.55	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	56.08	55.00	55.00	55.00
总资产周转率	1.20	0.58	0.55	0.56
固定资产周转率	3.58	2.29	1.55	1.41

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	119	145	196	272
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	24	0	0	0
非经营收益	1	1	0	0
营运资金变动	-61	-22	-47	-67
经营活动现金流	**83**	**124**	**150**	**205**
资产	-63	-352	-352	0
投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	**-63**	**-352**	**-352**	**0**
债权募资	30	-20	0	0
股权募资	0	46	0	0
其他	-60	558	0	0
融资活动现金流	**-30**	**584**	**0**	**0**
现金净流量	**-10**	**356**	**-203**	**205**

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**690**	**880**	**1169**	**1586**
营业成本	479	611	806	1084
毛利率%	30.6%	30.6%	31.1%	31.7%
营业税金及附加	5	6	9	13
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
营业费用	33	40	54	73
营业费用率%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
管理费用	21	26	35	48
管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	126	165	225	313
财务费用	1	2	3	5
财务费用率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**133**	**168**	**228**	**316**
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	**137**	**168**	**228**	**316**
EBITDA	146	165	225	313
所得税	18	24	32	44
有效所得税率%	13.1%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	**119**	**145**	**196**	**272**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	104	461	258	463
应收账款及应收票据	140	164	218	295
存货	74	92	121	163
其它流动资产	8	9	11	14
流动资产合计	326	726	608	935
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	193	385	754	1122
在建工程	33	385	737	737
无形资产	14	14	14	14
非流动资产合计	248	792	1512	1881
资产总计	**574**	**1518**	**2121**	**2816**
短期借款	20	0	0	0
应付票据及应付账款	74	89	117	157
预收账款	4	5	7	10
其它流动负债	21	27	35	47
流动负债合计	119	121	159	214
长期借款	9	9	9	9
其它长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	9	9	9	9
负债总计	**128**	**129**	**168**	**222**
实收资本	138	184	184	184
归属于母公司所有者权益	446	1389	1953	2593
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	**574**	**1518**	**2121**	**2816**

备注：（1）表中计算估值指标的股价为发行价；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威　　基础化工行业
李智　　基础化工行业

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：　皇马科技,梅花生物,东岳硅材,建龙微纳,双一科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,新洋丰,扬农化工,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,雅本化学,鲁西化工,万润股份,国光股份,中旗股份,利民股份,光华科技,海利尔,飞凯材料,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,先达股份,华峰氨纶

投资评级说明

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； 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。	类　别	评　级	说　明
	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。
	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范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com
张紫睿 021-23154484　zzr13186@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
房乔华 0755-82900477　fqh12888@htsec.com
郑　蕾 23963569　zl12742@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138　mhr13160@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅　zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(010)58067828　yf11127@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513　cjb11782@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 (010)58067852　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
陈　宇(021)23219442　cy13115@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com
吉　晟(021)23154653　js12801@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489　zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129　lyf13079@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
许樱之　xyz11630@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389　lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com
滕雪竹　txz13189@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com