

投资评级 优于大市 首次覆盖

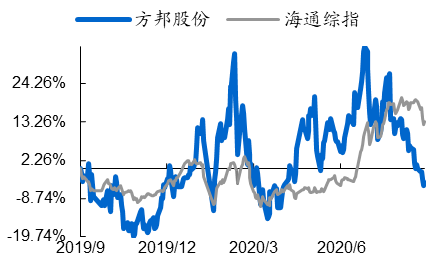
方邦股份：国内电磁屏蔽膜龙头企业

股票数据

10月14日收盘价(元)	90.87
52周股价波动(元)	76.32-132.50
总股本/流通A股(百万股)	80/37
总市值/流通市值(百万元)	7270/3332

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.8	-28.8	-10.8
相对涨幅(%)	-11.6	-26.2	-26.6

资料来源：海通证券研究所

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:

- 方邦股份：国内电磁屏蔽膜龙头企业。**公司是一家高端电子材料及解决方案供应商，主要产品包括电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板及超薄铜箔等，属于高性能复合材料。公司经过多年的技术攻关和研究试验，并不断完善原料配方、产品设计和工艺技术，成为少数掌握超高电磁屏蔽效能、极低插入损耗技术的电磁屏蔽膜生产厂商之一，完善了我国FPC产业链。
- 公司电磁屏蔽性能已达国际领先水平，优质客户众多，供货关系稳定。**经过多年积累，公司生产工艺和产品不断完善，掌握了精密涂布技术、卷状真空溅射技术、连续卷状电镀/解技术、材料合成及配方技术等核心技术，电磁屏蔽膜性能已达到国际领先水平。根据公司招股书测算，公司2018年在中国和全球电磁屏蔽膜的销量分别310.78万平方米和364.50万平方米，市场占有率分别为33.42%和19.60%。此外，公司还凭借多年的技术积累，开发出了导电胶膜、极薄挠性覆铜板和超薄铜箔等高端电子材料，为公司长远发展奠定了坚实的基础。
- 公开发行股票募集资金共10.78亿元，将全部用于公司主营业务。**公司向社会公众公开发行2000万股人民币普通股(A股)，发行价格为每股53.88元，公开发行新股募集资金总额为10.78亿元，扣除新股发行费用后，发行募集资金净额为9.79亿元。募集资金投向拟按照轻重缓急投资于“挠性覆铜板生产基地建设项目”、“屏蔽膜生产基地建设项目”、“研发中心建设项目”、“补充运营资金项目”四大主要项目。
- 推出全面、综合的限制性股票激励考核方案。**2020年8月14日，公司发布《2020年限制性股票激励计划》，拟授予的限制性股票数量99.90万股，授予价格为每股30.00元，激励对象具体为公司技术/业务骨干人员(不包括独立董事、监事)38人。该计划对2020-23年的营业收入或净利润增速考核为：以2019年营业收入2.92亿元或归母净利润1.29亿元为基数，股票100%归属条件为2020-23年营收或净利润增长率应不低于25%、56%、95%、144%。限制性股票激励计划的实施，有助于提升公司竞争能力及调动员工的积极性，确保公司未来发展战略和经营目标的实现，为股东带来更高效、持久的回报。
- 盈利预测与估值区间。**我们预计公司2020-22年EPS分别为1.76元、2.51元、3.77元。公司是全球电磁屏蔽膜龙头，持续的技术开发和产能扩张将为公司创造新的盈利增长点。我们认为合理估值为2021年40-43倍PE，对应合理价值区间为100.40-107.93元(对应PB为4.50-4.84倍，参考PB-ROE，我们认为估值处于合理水平)，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示。**知识产权风险；行业竞争加剧风险；产品结构单一风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	275	292	349	475	699
(+/-)YoY(%)	21.4%	6.2%	19.8%	35.9%	47.3%
净利润(百万元)	117	129	141	201	302
(+/-)YoY(%)	21.7%	9.8%	9.5%	42.6%	50.0%
全面摊薄EPS(元)	1.46	1.61	1.76	2.51	3.77
毛利率(%)	71.7%	67.3%	67.6%	69.1%	70.0%
净资产收益率(%)	28.2%	8.5%	8.7%	11.3%	14.7%

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. 方邦股份：国内电磁屏蔽膜龙头企业	5
1.1 归母净利润同比增长 9.82%，电磁屏蔽膜是业绩增长的核心驱动力	5
1.2 股权结构：苏陟、胡云连、李冬梅为公司实际控制人	6
2. 电磁屏蔽膜需求上升，公司产品屏蔽性能国际领先	6
2.1 电子专用材料市场增长前景可观	6
2.2 公司产品屏蔽性能已达国际领先水平，优质客户众多，供货关系稳定	7
3. 募投项目扩大公司产能规模、横向拓宽业务范围	8
3.1 屏蔽膜生产基地建设项目	9
3.2 挠性覆铜板生产基地建设项目	9
4. 推出股票激励计划，有助于提升公司竞争力	9
5. 盈利预测与估值区间	10
6. 风险提示	11
财务报表分析和预测	12

图目录

图 1	2015-2019 年公司营业收入和归母净利润变化.....	5
图 2	2015-2019 年公司毛利率和净利率情况.....	5
图 3	2019 年公司分产品营收占比	6
图 4	2019 年公司分产品毛利占比	6
图 5	公司股权结构(截至 2020 年 6 月 30 日)	6
图 6	HSF6000 系列电磁屏蔽膜结构.....	7
图 7	HSF-USB3 系列电磁屏蔽膜结构	8
图 8	公司主营业务收入情况(百万元)	8
图 9	公司主营收入结构.....	8
图 10	公司限制性股票激励营业收入目标	10
图 11	公司限制性股票激励净利润目标.....	10

表目录

表 1	公司主要产品介绍.....	5
表 2	电磁屏蔽膜类别及结构特点.....	7
表 3	公司拟募投项目介绍.....	9
表 4	方邦股份分业务盈利预测.....	10
表 5	可比公司估值表.....	11

1. 方邦股份：国内电磁屏蔽膜龙头企业

方邦股份成立于 2010 年 12 月，是一家高端电子材料及解决方案供应商，于 2019 年 7 月在科创板挂牌上市。公司主要产品包括电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板及超薄铜箔等，属于高性能复合材料。其中电磁屏蔽膜是公司 2019 年的主要收入来源。

公司专注于电磁屏蔽膜等高端电子材料的研究和应用，经过多年的技术攻关和研究试验，已经掌握了聚酰亚胺表面改性处理、精密涂布技术及离型剂配方、聚酰亚胺薄膜离子源处理、卷状真空溅射、连续卷状电镀/解、电沉积加厚和电沉积表面抗高温氧化处理等技术，并不断完善原料配方、产品设计和技术工艺，成为少数掌握超高电磁屏蔽效能、极低插入损耗(即信号传输损耗)技术的电磁屏蔽膜生产厂商之一，完善了我国 FPC 产业链。公司拥有一支由通讯、机械自动化、材料学和化学等多学科人才组成的研发团队，获得国内外多项专利技术，在高端电子材料领域，特别是电磁屏蔽膜领域，积累了较大的核心技术优势。

表 1 公司主要产品介绍

主要产品	概况
电磁屏蔽膜	电磁屏蔽膜是一种电磁屏蔽材料，目前主要应用于关键电子元器件 PCB、FPC 及相关组件中，是 FPC 的重要原材料，因其优异的性能，在电磁屏蔽和吸波领域具有广阔的应用空间。公司的电磁屏蔽膜主要可分为 HSF6000 和 HSF-USB3 两大系列。其中 HSF-USB3 系列是 2014 年推出的新型电磁屏蔽膜，具备自主研发的独特微针型结构，屏蔽效能进一步提高，同时可大幅降低信号传输损耗，降低传输信号的不完整性。公司的电磁屏蔽膜产品填补了我国在高端电磁屏蔽膜领域的空白，打破了境外企业的垄断，目前大量应用于华为、小米、OPPO、VIVO、三星等知名终端品牌产品。
极薄挠性覆铜板	挠性覆铜板 (FCCL) 是 FPC 的加工基材，由挠性绝缘层与金属箔构成。下游电子产品的快速发展，推动 FPC 制造技术向高性能化和轻薄化方向不断创新和突破，从而对 FPC 的高密度互连 (HDI) 技术要求也不断提高。极薄挠性覆铜板是实现高密度互连技术的关键材料之一。公司使用自主核心技术生产的极薄挠性覆铜板，分为极薄三层挠性覆铜板和极薄两层挠性覆铜板，其铜层厚度、剥离强度等关键指标国际先进，具有优异的加工性能。
超薄铜箔	超薄铜箔是满足高要求印制电路板 (PCB) 的重要材料。公司的超薄铜箔可满足 PCB 的细线化、高密度化、薄层化的要求，同时可适应 PCB 高可靠性的要求，实现高频信号传输；还可以作为锂电池负极材料的载体，提高锂电池的能量密度。

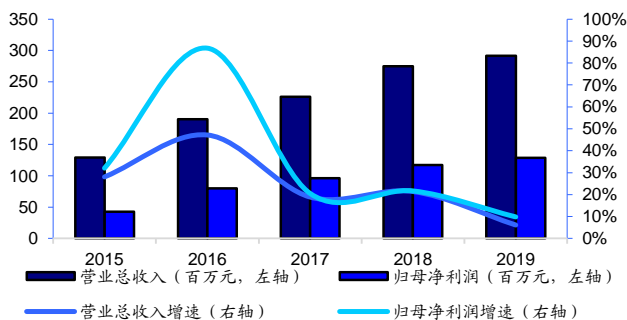
资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

1.1 归母净利润同比增长 9.82%，电磁屏蔽膜是业绩增长的核心驱动力

据 Wind 数据，2019 年，公司实现营业收入 2.92 亿元，同比增长 6.18%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 9.82%。收入增长主要系产品销售增加所致。2019 年相较于 2018 年，毛利率由 71.67% 下降至 67.29%，主要系公司根据市场竞争态势小幅度降低部分产品价格所致；净利率由 44.76% 上升至 46.36%。

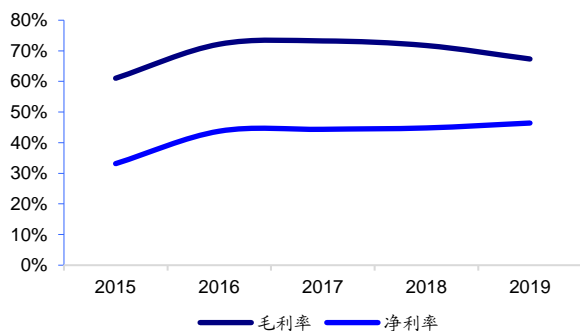
公司主营业务收入来看，2019 年电磁屏蔽膜、其他主营业务的营业收入依次占比 95.99%、4.01%。主营业务毛利润来看，2019 年电磁屏蔽膜、其他主营业务的毛利润依次占比 97.95%、2.05%。因此我们认为电磁屏蔽膜是公司业绩增长的核心驱动力。

图 1 2015-2019 年公司营业收入和归母净利润变化



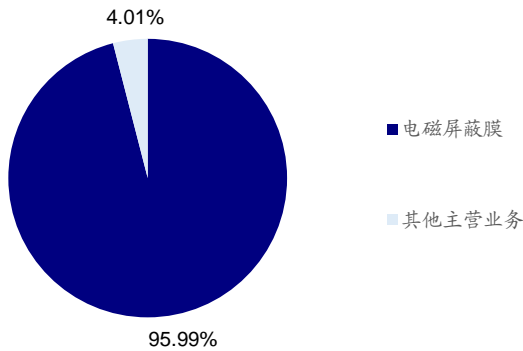
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 2 2015-2019 年公司毛利率和净利率情况



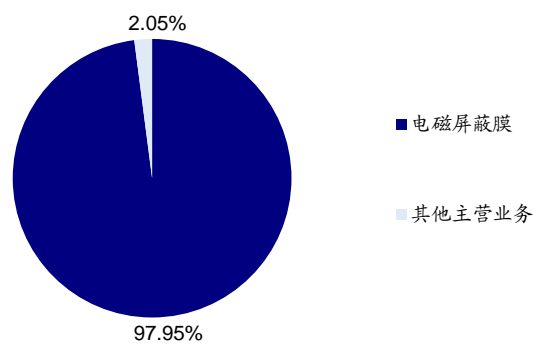
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 2019年公司分产品营收占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 2019年公司分产品毛利占比

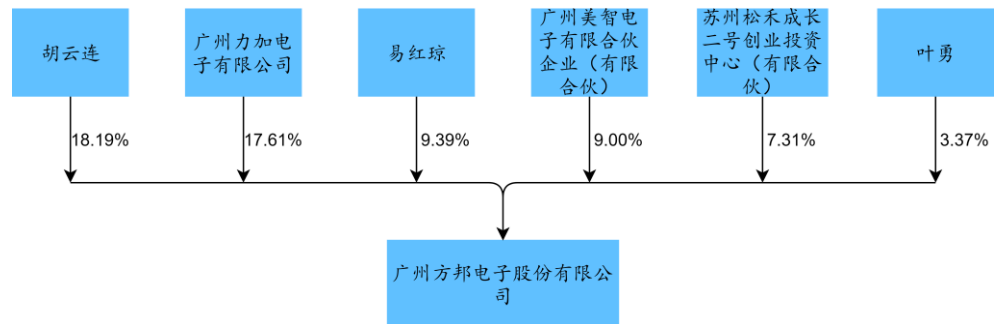


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.2 股权结构: 苏陟、胡云连、李冬梅为公司实际控制人

苏陟、胡云连、李冬梅为公司实际控制人。根据2020年中报,胡云连、广州力加电子有限公司、广州美智电子有限合伙企业(有限合伙)、李冬梅是公司控股股东,合计持有公司47.73%股份。苏陟、胡云连、李冬梅为公司实际控制人,其中苏陟与李冬梅为配偶关系,共同控制广州力加电子有限公司、广州美智电子有限合伙企业(有限合伙)。

图5 公司股权结构(截至2020年6月30日)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 电磁屏蔽膜需求上升, 公司产品屏蔽性能国际领先

2.1 电子专用材料市场增长前景可观

电磁屏蔽膜在电磁屏蔽和吸波领域具有广阔的应用空间。电磁屏蔽膜是一种电磁屏蔽材料,目前主要应用于关键电子元器件PCB(Printed Circuit Board的简称,又称印制线路板)、FPC(Flexible Printed Circuit的简称,又称柔性印制线路板)及相关组件中,是FPC的重要原材料。PCB是电子产品的关键电子互连器件,FPC是PCB的一种,具有配线密度高、轻薄、可弯折、可立体组装等特点,适用于小型化、轻量化的电子产品,符合下游行业中电子产品智能化、便携化发展趋势,被广泛运用于智能手机、电脑、可穿戴设备、汽车电子、5G通讯基站等现代电子产品。目前,电磁屏蔽膜主要有三种结构,分别为导电胶型、金属合金型和微针型。

表 2 电磁屏蔽膜类别及结构特点

产品类别	结构及特点
导电胶型电磁屏蔽膜	结构：绝缘层上一层仅为导电胶层（含导电粒子） 特点：材料成本较高，屏蔽效能较低，厚度较厚，结构和生产工艺相对简单
金属合金型电磁屏蔽膜	结构：绝缘层上一层为金属合金层（主要为铜、银），金属合金层上一层为导电胶层（含导电粒子，较薄） 特点：屏蔽效能较高，结构和生产工艺较为复杂
微针型电磁屏蔽膜	结构：绝缘层上一层为针状的金属合金层（主要为铜），金属合金层上一层为胶层（不含导电粒子），微针刺穿胶层从而达到导电效果 特点：屏蔽效能高，同时可大幅降低高频信号传输过程中的衰减（插入损耗低），结构较为复杂

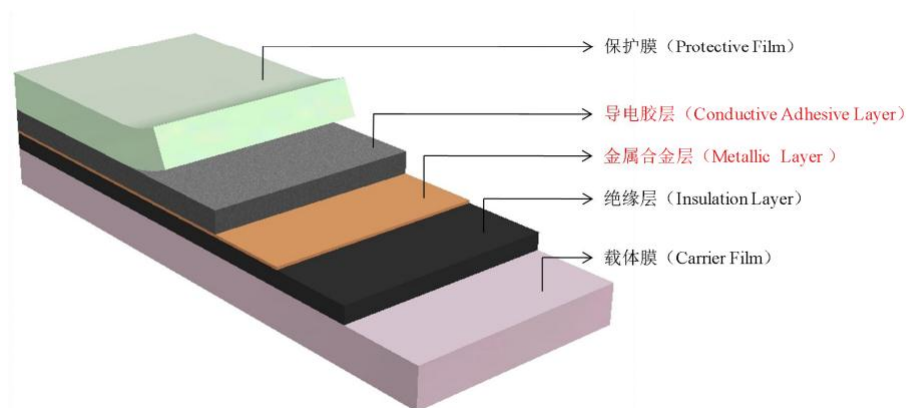
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

近年来，随着消费电子、汽车电子和通信设备等行业的快速发展，FPC 市场规模逐年扩大。电子产品技术及应用的快速发展对电磁屏蔽膜的技术要求越来越高，FPC 趋于高频高速化，产生的电磁干扰越来越严重，有效抑制电磁干扰成为了 FPC 产品的重要性能要求。根据 2019 年年报援引 Prismark 的统计，2017 年全球 FPC 产值为 125.2 亿美元，同比增长 14.9%，占印制线路板总产值份额由 2016 年的 20.1% 上升至 2017 年的 21.3%。总体来看，电子专用材料市场增长前景可观，我国电子专用材料自给率仍较低，依然具有很大的成长空间。

电子专用材料制造行业是支撑国民经济和保障国家安全的战略性、基础性和先导性产业，其发展程度是一个国家科技发展水平的核心指标之一。近年来，国家颁布了一系列政策法规，将信息技术和电子专用材料制造确定为战略性新兴产业之一，大力支持其发展。2018 年颁布的《战略性新兴产业分类》，明确将“电磁波屏蔽膜”、“高频微波、高密度封装覆铜板”、“PCB 用高纯铜箔”、“高纯铜箔（用于锂电池）”等电子专用材料列为重点产品。

2.2 公司产品屏蔽性能已达国际领先水平，优质客户众多，供货关系稳定

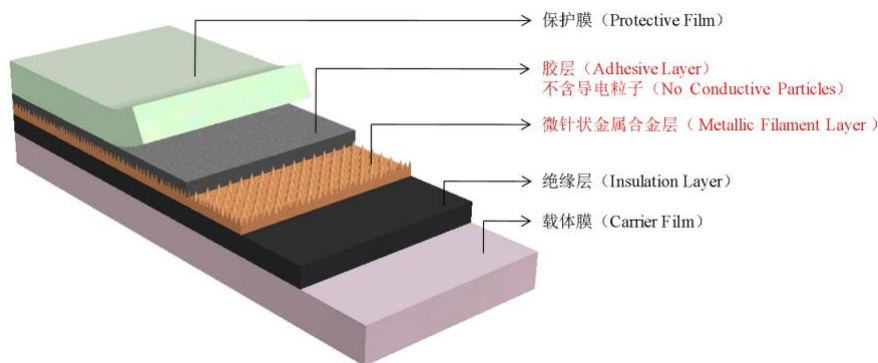
公司的电磁屏蔽膜主要可分为 HSF6000 和 HSF-USB3 两大系列。HSF6000 系列是金属合金型电磁屏蔽膜，其结构包括绝缘层、金属合金层、导电胶层，同时在上下两侧有载体膜和保护膜。HSF6000 系列电磁屏蔽膜是从 2012 年开始推出并不断改进的系列产品，其屏蔽效能高、具有优异的柔韧性，技术指标优异。HSF6000 推出以后，公司持续对产品进行完善，产品逐步被下游客户认可，现已广泛应用于手机、平板电脑等终端设备。

图6 HSF6000 系列电磁屏蔽膜结构


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

HSF-USB3 系列是微针型电磁屏蔽膜，其结构包括绝缘层、微针状金属合金层、胶层（不含导电粒子），同时在上下两侧有载体膜和保护膜。HSF-USB3 系列电磁屏蔽膜是公司 2014 年推出的新型电磁屏蔽膜，屏蔽效能进一步提高，同时可大幅降低信号传输损耗，降低传输信号的不完整性，推向市场后，取得较好的效果，已应用于三星、华为、OPPO、VIVO、小米等品牌的终端产品，并可应用于 5G 等新兴领域。

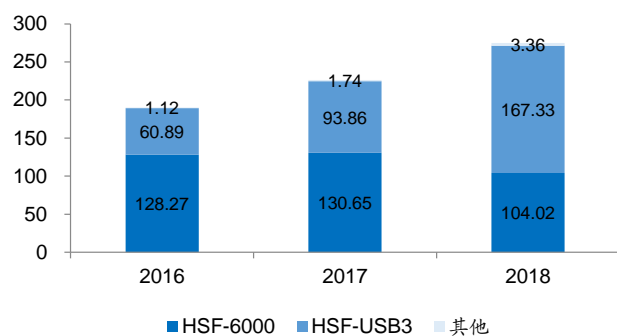
图7 HSF-USB3 系列电磁屏蔽膜结构



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

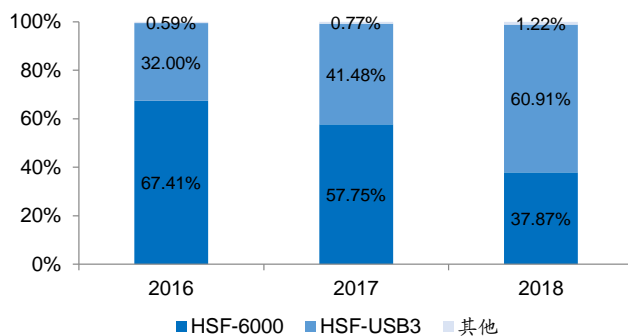
公司电磁屏蔽性能已达国际领先水平，优质客户众多，供货关系稳定。经过多年积累，公司生产工艺和产品不断完善，掌握了精密涂布技术、卷状真空溅射技术、连续卷状电镀/解技术、材料合成及配方技术等核心技术，电磁屏蔽膜性能已达到国际领先水平，大量应用于华为、小米、OPPO、VIVO、三星等知名终端品牌产品，并与旗胜、BH CO.、LTD、Young Poong Group、弘信电子、景旺电子、三德冠、上达电子等国内外知名 FPC 厂商保持了良好的合作关系。根据公司招股书测算，公司 2018 年在中国和全球电磁屏蔽膜的销量分别 310.78 万平方米和 364.50 万平方米，市场占有率分别为 33.42% 和 19.60%。此外，公司还凭借多年的技术积累，开发出了导电胶膜、极薄挠性覆铜板和超薄铜箔等高端电子材料，为公司长远发展奠定了坚实的基础。

图8 公司主营业务收入情况（百万元）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图9 公司主营收入结构



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3. 募投项目扩大公司产能规模、横向拓宽业务范围

公开发行股票募集资金共 10.78 亿元，将全部用于公司主营业务。公司向社会公众公开发行 2000 万股人民币普通股（A 股），发行价格为每股 53.88 元，公开发行新股募集资金总额为 10.78 亿元，扣除新股发行费用后，发行募集资金净额为 9.79 亿元。募集资金投向拟按照轻重缓急投资于“挠性覆铜板生产基地建设项目”、“屏蔽膜生产基地建设项目”、“研发中心建设项目”、“补充运营资金项目”四大主要项目。

表 3 公司拟募投项目介绍

承诺投资项目	募集资金承诺投资总额 (万元)	项目达到预定可使用状态日期
挠性覆铜板生产基地建设项目	55194.63	2021年8月
屏蔽膜生产基地建设项目	20206.00	2021年8月
研发中心建设项目	13251.28	2021年8月
补充运营资金项目	9252.05	
合计	97903.96	

资料来源:《公司募集资金年度存放与使用情况鉴证报告》,海通证券研究所

3.1 屏蔽膜生产基地建设项目

项目突破产能瓶颈,提升供货效率。项目总投资 1.5 亿元,建设期 2 年,第 3 年初开始生产,第 5 年达产。项目达产后将形成 30 万平方米/月的电磁屏蔽膜的产能,主要为 HSF-USB3 系列。近年来,凭借强大的研发能力、优质的产品性能和完善的营销体系,公司电磁屏蔽膜生产销售增长较快,生产规模不断扩大,但受制于场地与生产设备投入,现有产能已无法满足市场需求的快速扩张。该项目通过扩大生产场地、增加生产设备来扩大电磁屏蔽膜产能,解决现有产能瓶颈,提升供货效率。同时,该项目的顺利实施将有利于公司进一步提升品牌影响力,巩固国内行业龙头地位,打开国际市场空间,提高全球市场占有率。

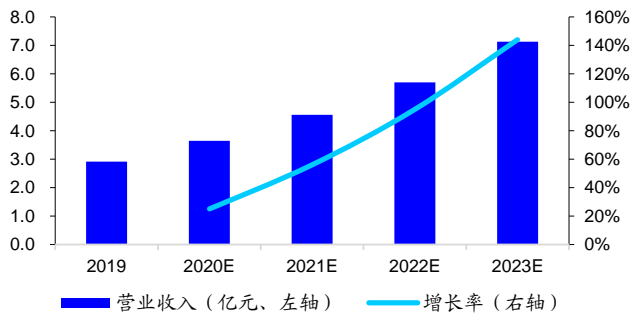
3.2 挠性覆铜板生产基地建设项目

项目有助于丰富公司的产品结构,化解公司产品单一的风险。覆铜板生产基地建设项目总投资 6.11 亿元,建设期 2 年,第 3 年初开始生产,分三年达产。项目达产后形成 60 万平方米/月的覆铜板产能。目前,公司主要产能集中于电磁屏蔽膜业务,主要收入来自于屏蔽膜业务,面临产品单一的风险。该项目的顺利实施将有助于丰富公司的产品线以及调整公司的产品结构,为客户提供全面的产品配套服务,从而提高公司的市场竞争力以及整体抗风险能力。覆铜板与电磁屏蔽膜产品下游需求客户为同一客户群,客户资源协同效应较大,有助于提高公司的客户资源利用率。同时,该项目为公司提供一个新的业务增长点,扩大公司业务规模。

4. 推出股票激励计划,有助于提升公司竞争力

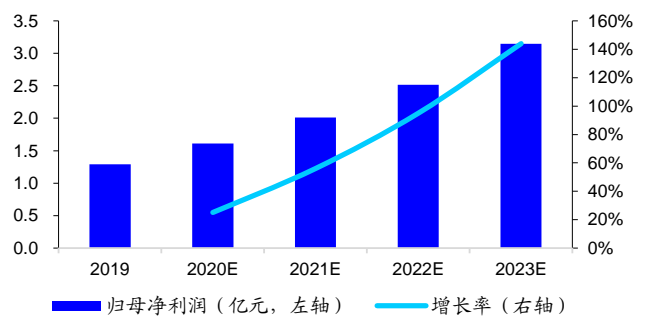
推出全面、综合的限制性股票激励考核方案。2020 年 8 月 14 日,公司发布《2020 年限制性股票激励计划》,拟授予的限制性股票数量 99.90 万股,授予价格为每股 30.00 元,激励对象具体为公司技术/业务骨干人员(不包括独立董事、监事)38 人。该计划对 2020-23 年的营业收入或净利润增速考核为:以 2019 年营业收入 2.92 亿元或归母净利润 1.29 亿元为基数,股票 100%归属条件为 2020-23 年营收或净利润增长率应不低于 25%、56%、95%、144%。限制性股票激励计划的实施,有助于提升公司竞争能力及调动员工的积极性,确保公司未来发展战略和经营目标的实现,为股东带来更高效、持久的回报。

图10 公司限制性股票激励营业收入目标



资料来源: Wind,《方邦股份 2020 年限制性股票激励计划(草案)》,海通证券研究所
注: 公司营收考核目标增长率均以 2019 年营收为基数

图11 公司限制性股票激励归母净利润目标



资料来源: Wind,《方邦股份 2020 年限制性股票激励计划(草案)》,海通证券研究所
注: 公司净利润考核目标增长率均以 2019 年归母净利润为基数

5. 盈利预测与估值区间

我们预计公司 2020-22 年归母净利润分别为 1.41 亿元、2.01 亿元、3.02 亿元,对应 EPS 分别为 1.76 元、2.51 元、3.77 元。公司是全球电磁屏蔽膜龙头,持续的技术开发和产能扩张将为公司创造新的盈利增长点。我们认为合理估值为 2021 年 40-43 倍 PE,对应合理价值区间为 100.40-107.93 元(对应 PB 为 4.50-4.84 倍,参考 PB-ROE,我们认为估值处于合理水平),首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

关键盈利预测假设: 1) 价格假设: 得益于电磁屏蔽膜需求上升,公司电磁屏蔽膜价格有望逐年小幅提升,我们预计 2020-22 年不含税价格分别为 71、75、76 元/平米。2) 毛利率假设: 公司电磁屏蔽膜性能已达到国际领先水平,历史毛利率保持 70%左右的高位,我们预计 2020-22 年电磁屏蔽膜毛利率分别为 69%、71%、72%。

3) 销量假设: 近年,公司电磁屏蔽膜产销率均接近 95%。随着募投项目陆续投产,产能逐步释放,电磁屏蔽膜销量有望向好。我们预计电磁屏蔽膜 2020-22 年产销率为 93%、97%、97%,对应销量分别为 472、599、867 万平米。

表 4 方邦股份分业务盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
总收入 (百万元)	291.69	349.43	474.81	699.41
总成本 (百万元)	95.41	113.16	146.53	209.97
总毛利 (百万元)	196.28	236.27	328.28	489.44
总毛利率	67.29%	67.62%	69.14%	69.98%
电磁屏蔽膜				
收入 (百万元)	280.01	335.41	449.57	659.03
成本 (百万元)	87.76	103.98	130.38	184.53
毛利 (百万元)	192.25	231.43	319.20	474.50
毛利率	68.66%	69.00%	71.00%	72.00%
其他主营业务				
收入 (百万元)	11.68	14.02	25.24	40.38
成本 (百万元)	7.66	9.18	16.15	25.44
毛利 (百万元)	4.03	4.84	9.09	14.94
毛利率	34.47%	34.50%	36.00%	37.00%

资料来源: Wind, 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

表 5 可比公司估值表

代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	ROE (%)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2021E	2021E
300806.SZ	斯迪克	57.25	0.95	1.45	2.06	42.11	39.54	27.8	4.92	16.80
300684.SZ	中石科技	32.04	0.49	0.67	0.99	53.24	47.48	32.26	8.36	21.69
603722.SH	阿科力	35.00	0.45	0.75	1.02	69.44	46.63	34.20	4.49	13.10
	平均值					54.93	44.55	31.42	5.92	

注：收盘价为 2020 年 10 月 14 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 风险提示

知识产权风险；行业竞争加剧风险；产品结构单一风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	292	349	475	699
每股收益	1.61	1.76	2.51	3.77	营业成本	95	113	147	210
每股净资产	19.03	20.29	22.31	25.58	毛利率%	67.3%	67.6%	69.1%	70.0%
每股经营现金流	1.62	1.09	1.40	1.91	营业税金及附加	3	3	4	6
每股股利	0.00	0.50	0.50	0.50	营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	11	13	18	26
P/E	56.50	51.58	36.17	24.11	营业费用率%	3.7%	3.8%	3.7%	3.7%
P/B	4.77	4.48	4.07	3.55	管理费用	25	28	39	59
P/S	24.92	20.80	15.31	10.39	管理费用率%	8.5%	8.1%	8.2%	8.5%
EV/EBITDA	52.49	43.97	31.06	21.27	EBIT	124	150	210	312
股息率%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%	财务费用	-4	10	11	8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.5%	2.9%	2.3%	1.1%
毛利率	67.3%	67.6%	69.1%	70.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	44.1%	40.3%	42.3%	43.1%	投资收益	14	19	28	42
净资产收益率	8.5%	8.7%	11.3%	14.7%	营业利润	148	164	237	359
资产回报率	8.2%	8.3%	10.7%	13.9%	营业外收支	6	6	6	6
投资回报率	7.0%	7.9%	10.0%	12.9%	利润总额	155	170	243	365
盈利增长 (%)					EBITDA	134	160	225	323
营业收入增长率	6.2%	19.8%	35.9%	47.3%	所得税	20	22	32	47
EBIT 增长率	-12.0%	21.0%	40.1%	48.4%	有效所得税率%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	9.8%	9.5%	42.6%	50.0%	少数股东损益	7	7	10	16
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	129	141	201	302
资产负债率	2.0%	2.6%	2.9%	3.5%					
流动比率	45.91	34.81	30.69	25.38	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	45.02	34.04	29.88	24.56	货币资金	226	251	303	416
现金比率	7.24	5.80	5.64	5.52	应收账款及应收票据	147	183	248	368
经营效率指标					存货	27	33	42	60
应收帐款周转天数	155.62	157.78	155.38	156.22	其它流动资产	1031	1041	1057	1068
存货周转天数	103.79	105.00	105.00	105.00	流动资产合计	1430	1507	1649	1913
总资产周转率	0.19	0.21	0.25	0.32	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.59	4.04	4.63	5.90	固定资产	64	87	103	119
					在建工程	1	3	5	2
					无形资产	30	47	66	89
					非流动资产合计	141	184	224	260
					资产总计	1571	1692	1873	2172
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	短期借款	0	7	7	7
净利润	129	141	201	302	应付票据及应付账款	16	19	23	34
少数股东损益	7	7	10	16	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	8	10	15	11	其它流动负债	15	18	24	35
非经营收益	-13	-25	-34	-47	流动负债合计	31	43	54	75
营运资金变动	0	-46	-80	-128	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	130	87	112	153	其它长期负债	0	0	0	0
资产	-61	-45	-46	-41	非流动负债合计	0	0	0	0
投资	-975	0	0	0	负债总计	31	43	54	75
其他	15	17	26	42	实收资本	80	80	80	80
投资活动现金流	-1021	-28	-20	1	归属于母公司所有者权益	1523	1623	1784	2046
债权募资	0	6	0	0	少数股东权益	17	25	35	51
股权募资	1000	0	0	0	负债和所有者权益合计	1571	1692	1873	2172
其他	-25	-40	-40	-40					
融资活动现金流	975	-34	-40	-40					
现金净流量	82	25	52	113					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 14 日; (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,新洋丰,东岳硅材,建龙微纳,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,雅本化学,中旗股份,利民股份,光华科技,万润股份,江山股份,晨光新材,安道麦 A,光威复材,飞凯材料,先达股份

投资评级说明

	类别	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;	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。
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。	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

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@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
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@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
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
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(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 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@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
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@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
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
孟陆 86 10 56760096 ml13172@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 021-23219807 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 fuf11758@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
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@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
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
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 xbj6583@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
联系人
杨蒙 ym13254@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 zzzq11650@htsec.com
张戈(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

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
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@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
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

张恒晖 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 lj12245@htsec.com
联系人
董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@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

衣楦永(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
李唯佳(021)23219384 liwj@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
杨禛昕(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
董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
郭金珪(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