

强烈推荐-A (维持)

扬帆新材 300637.SZ

当前股价: 36.15 元
2019年03月19日

产品盈利优异, 综合竞争力不断增强

基础数据

| | |
|------------|-----------|
| 上证综指 | 3091 |
| 总股本(万股) | 12358 |
| 已上市流通股(万股) | 6489 |
| 总市值(亿元) | 45 |
| 流通市值(亿元) | 23 |
| 每股净资产(MRQ) | 5.7 |
| ROE(TTM) | 19.6 |
| 资产负债率 | 12.4% |
| 主要股东 | 浙江扬帆控股集团有 |
| 主要股东持股比例 | 29.29% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 29 | 68 | 83 |
| 相对表现 | 17 | 51 | 88 |

(%) — 扬帆新材 — 沪深300

Mar/18 Jul/18 Oct/18 Feb/19

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《扬帆新材(300637)—18年业绩快报靓丽, 19年增长动力强劲》2019-03-03
- 2、《扬帆新材(300637)—主要产品价格平稳, 新建项目稳步推进》2019-01-15
- 3、《扬帆新材(300637)—18年业绩预告及分配预案出台, 公司高成长值得关注》2019-01-10

周铮

S1090515120001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

段一帆

duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

钟浩

zhonghao1@cmschina.com.cn
S1090518040001

事件:

公司发布 2018 年年报: 公司总收入 5.26 亿元, 同比增长 20.51%; 营业利润 1.54 亿元, 同比增长 119.43%; 利润总额 1.61 亿元, 同比增长 113.85%; 归属于母公司净利润 1.37 亿元, 同比增长 110.83%。实现每股收益 1.15 元。

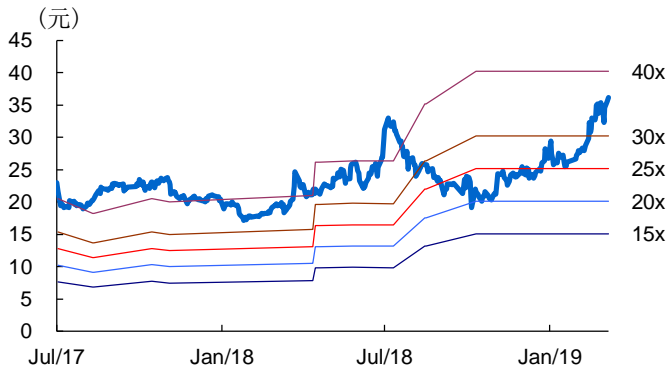
公司分配预案, 以 1.23 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元(含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 9 股。

一季报预告, 2019 年 1-3 月份, 归属于上市公司股东的净利润 3000-3600 万元, 同比上升 12.36%-34.83%。

评论:

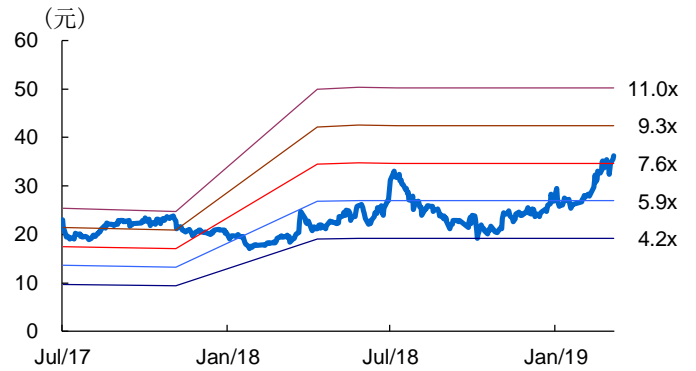
- 2018 年光引发剂产品价格普涨, 直接带来公司收入和净利润的增加。2018 年 1-4 季度收入依次为 1.16 亿/1.36 亿/1.41 亿/1.32 亿元, 归属扣非净利润分别为 2619 万元/3515 万元/3766 万元/2924 万元, 净利率为 23%、26%、27%和 22%, 公司在第二、三季度盈利较好。分业务看, 光引发剂产品实现收入 2.52 亿元, 同比增长 40.66%, 占公司总收入 47.93%。毛利率 42.64%, 毛利率比上年增加 13.83%; 巯基化合物及衍生品实现收入 2.60 亿元, 同比增长 6.36%, 占总收入 49.49%, 毛利率 46.51%, 毛利率比上年增加 10.85%。公司收入和利润几乎全部来自光引发剂产品和巯基化合物。报告期内公司产品产量 7242 吨, 同比增长 9.20%; 销售 4293 吨, 同比增加 1.09%, 可以判断公司收入和净利润的增长主要来自于产品价格的上涨。行业层面, 受环保影响带来供应紧张, 光引发剂多种产品价格 2018 年出现上涨, 其中 1173、184、TP0、907 价格上涨幅度分别是 91%、24%、30%和 94%。
- 我国是世界上光引发剂最大的生产和出口国, 生产集中度不断提高, 公司快速扩大光引发剂品类和产品规模, 扩大市场份额。目前我国成为仅次于美国和日本的光固化原材料和配方产品的生产大国, 特别是光引发剂已成为最大的生产和出口国。我国最初光引发剂生产企业有几百家, 经过十多年的充分竞争后, 集中趋势日益明显, 据 2016 年统计, 光引发剂生产企业已集中至 16 家。公司把握机会, 迅速扩大产品品类和规模, 优先于竞争对手将产品投放市场, 把握先机, 市场占有率有望获得快速提升。
- 公司未来从成本和规模上, 产品竞争优势非常明显。根据我们假设, 预计公司 2019-2020 年实现每股收益 1.4 元和 2.0 元, 对应 PE 为 25 倍和 18 倍, 继续维持公司“强烈推荐-A”的投资评级。
- 风险提示。新建项目中的光引发剂产能顺利释放, 假如低于预期, 使得我们产量假设偏高; 光引发剂的市场依托下游的发展, 假设下游增长乏力, 对行业需求将不增长, 对净利润增长有所影响。

图 1：扬帆新材历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：扬帆新材历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《扬帆新材(300637)深度报告-精耕主业、布局新品, 双轮驱动扬帆远航》2018/11/10
- 2、《扬帆新材(300637)-内蒙古项目继续推进, 未来成长战略清晰》2018/12/23
- 3、《扬帆新材(300637)-18年业绩预告及分配预案出台, 公司高成长值得关注》2019/1/9
- 4、《扬帆新材(300637)-18年业绩快报靓丽, 19年增长动力强劲》2019/3/2

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 446 | 474 | 602 | 795 | 1121 |
| 现金 | 186 | 145 | 190 | 190 | 360 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 6 | 7 | 9 | 13 | 17 |
| 应收款项 | 44 | 25 | 30 | 43 | 53 |
| 其它应收款 | 5 | 5 | 6 | 9 | 11 |
| 存货 | 80 | 114 | 142 | 217 | 278 |
| 其他 | 124 | 178 | 224 | 323 | 402 |
| 非流动资产 | 203 | 326 | 397 | 457 | 430 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 166 | 186 | 261 | 326 | 303 |
| 无形资产 | 17 | 37 | 34 | 30 | 27 |
| 其他 | 20 | 103 | 102 | 101 | 100 |
| 资产总计 | 649 | 801 | 998 | 1252 | 1551 |
| 流动负债 | 82 | 95 | 164 | 170 | 177 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 55 | 23 | 0 |
| 应付账款 | 24 | 22 | 28 | 42 | 54 |
| 预收账款 | 6 | 19 | 24 | 37 | 47 |
| 其他 | 52 | 54 | 58 | 68 | 77 |
| 长期负债 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 负债合计 | 85 | 99 | 168 | 174 | 181 |
| 股本 | 123 | 124 | 124 | 124 | 124 |
| 资本公积金 | 304 | 328 | 328 | 328 | 328 |
| 留存收益 | 137 | 250 | 379 | 627 | 919 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 564 | 702 | 831 | 1079 | 1370 |
| 负债及权益合计 | 649 | 801 | 998 | 1252 | 1551 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-----------|-------------|-----------|----------|------------|
| 经营活动现金流 | 83 | 163 | 134 | 126 | 206 |
| 净利润 | 65 | 140 | 178 | 248 | 292 |
| 折旧摊销 | 23 | 25 | 30 | 39 | 47 |
| 财务费用 | 6 | (2) | 0 | 1 | (2) |
| 投资收益 | (3) | (6) | (6) | (6) | (6) |
| 营运资金变动 | (9) | 6 | (67) | (156) | (126) |
| 其它 | (0) | (0) | (2) | 1 | 1 |
| 投资活动现金流 | (143) | (185) | (100) | (100) | (20) |
| 资本支出 | (26) | (150) | (100) | (100) | (20) |
| 其他投资 | (117) | (35) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 142 | (21) | 11 | (26) | (16) |
| 借款变动 | (112) | (31) | 55 | (31) | (23) |
| 普通股增加 | 33 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 222 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (25) | (49) | 0 | 0 |
| 其他 | (2) | 10 | 6 | 5 | 8 |
| 现金净增加额 | 82 | (43) | 45 | 0 | 170 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 436 | 526 | 664 | 952 | 1185 |
| 营业成本 | 295 | 294 | 368 | 561 | 717 |
| 营业税金及附加 | 4 | 6 | 7 | 11 | 13 |
| 营业费用 | 9 | 10 | 12 | 17 | 21 |
| 管理费用 | 55 | 50 | 60 | 86 | 107 |
| 财务费用 | 4 | (4) | 0 | 1 | (2) |
| 资产减值损失 | 1 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 3 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 营业利润 | 70 | 156 | 201 | 283 | 334 |
| 营业外收入 | 5 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 75 | 163 | 208 | 290 | 341 |
| 所得税 | 10 | 23 | 30 | 42 | 50 |
| 净利润 | 65 | 140 | 178 | 248 | 292 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 65 | 140 | 178 | 248 | 292 |
| EPS (元) | 0.53 | 1.13 | 1.44 | 2.01 | 2.36 |

主要财务比率

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 13% | 21% | 26% | 43% | 24% |
| 营业利润 | -1% | 123% | 29% | 41% | 18% |
| 净利润 | 8% | 114% | 28% | 39% | 18% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 32.5% | 44.1% | 44.7% | 41.1% | 39.5% |
| 净利率 | 14.9% | 26.6% | 26.9% | 26.0% | 24.6% |
| ROE | 11.6% | 19.9% | 21.5% | 23.0% | 21.3% |
| ROIC | 11.3% | 18.4% | 19.4% | 21.9% | 20.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 13.2% | 12.4% | 16.8% | 13.9% | 11.6% |
| 净负债比率 | 0.0% | 0.0% | 5.5% | 1.8% | 0.0% |
| 流动比率 | 5.5 | 5.0 | 3.7 | 4.7 | 6.3 |
| 速动比率 | 4.5 | 3.8 | 2.8 | 3.4 | 4.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 存货周转率 | 4.1 | 3.0 | 2.9 | 3.1 | 2.9 |
| 应收帐款周转率 | 11.1 | 15.3 | 24.3 | 26.3 | 24.7 |
| 应付帐款周转率 | 12.9 | 12.8 | 14.8 | 16.1 | 15.0 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.53 | 1.13 | 1.44 | 2.01 | 2.36 |
| 每股经营现金 | 0.67 | 1.32 | 1.08 | 1.02 | 1.66 |
| 每股净资产 | 4.57 | 5.68 | 6.72 | 8.73 | 11.09 |
| 每股股利 | 0.20 | 0.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 68.3 | 32.0 | 25.0 | 18.0 | 15.3 |
| PB | 7.9 | 6.4 | 5.4 | 4.1 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 37.7 | 20.8 | 15.8 | 11.3 | 9.6 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业高级分析师。北京理工大学经济学硕士，化工学士。2016 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

钟浩：招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。