

投资评级 优于大市 首次覆盖

国内光引发剂细分龙头，募投项目增强竞争实力

股票数据

11月13日收盘价(元)	21.46
52周股价波动(元)	16.80-33.70
总股本/流通A股(百万股)	124/64
总市值/流通市值(百万元)	2652/1379

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.4	-8.3	-20.2
相对涨幅(%)	-12.5	-8.3	-15.7

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:张翠翠

Tel:(021)23214397

Email:zcc11726@htsec.com

证书:S0850517110003

投资要点:

- **公司是国内光引发剂 907 及巯基化合物细分行业龙头。**公司主要从事光引发剂、巯基化合物及衍生物等精细化工材料生产和销售。截至 2016 年底,公司光引发剂产能 2000 吨/年, 巯基化合物及其衍生物产能达 2000 吨/年。
- **下游固化行业发展迅速, 光引发剂需求量增加。**光引发剂主要用于光固化材料中, 光固化材料包括 UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等。2016 年光固化油墨产量 5.04 万吨, 同比增长 19.06%, 市场规模 24.16 亿元, 同比增长 7.95%。光固化涂料方面, 2016 年产量达 7.4 万吨, 市场规模达 33 亿元, 同比增长 9.13%。
- **光引发剂行业集中度明显提高。**从国际上看, 光引发剂行业基本被巴斯夫、意大利 Lamberti、IGM Resins 等大型跨国企业垄断, 随着 Lamberti 被 IGM Resins 兼并, 全球光引发剂行业集中度进一步提高。国内方面, 2011 年光引发剂企业 17 家, 2013 年 13 家, 2014 年天津久日收购常州华钛后, 集中度进一步提高。我们认为随着国内对化工企业环保要求逐步严格, 光引发剂行业有望进一步提高集中度。
- **公司产业链优势明显。**光引发剂行业公司大多外购中间体往下游加工, 而扬帆新材是从基础化工原料生产关键中间材料茴香硫醚, 再以茴香硫醚生产光引发剂 907。公司自原材料开始进行严格成本控制, 成本优势明显。同时中高端的光引发剂中有近三分之一的品种具备巯基化合物结构, 公司凭借自产巯基化合物, 产品开发优势明显。
- **变更募投项目扩大光引发剂及巯基化合物产能。**2018 年 4 月 27 日, 公司将募投项目实施地点变更为内蒙古阿拉善经济开发区, 一期总投资不超过 5 亿元, 主要用于建设 2.9 万吨光引发剂、医药中间体项目, 包括生产 TPO、184、1173 等品种的光引发剂以及各类医药中间体。公司通过此次募投项目变更丰富了光引发剂种类, 同时有望复制 907 产品的全产业链模式, 从而奠定公司在光引发剂行业的龙头地位。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.12、1.52、1.84 元。参考同行业可比公司估值, 我们认为合理估值区间为 2019 年 20-25 倍 PE, 对应合理价值区间为 30.4-38 元, 首次覆盖, 给予优于大市评级。
- **风险提示。**募投项目投产不及预期; 环保力度不及预期; 产品价格不及预期; 下游需求不及预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	385.21	436.47	560.61	823.52	1087.39
(+/-)YoY(%)	0.29%	13.31%	28.44%	46.90%	32.04%
净利润(百万元)	60.26	65.21	138.61	188.05	226.81
(+/-)YoY(%)	44.33%	8.21%	112.57%	35.66%	20.61%
全面摊薄 EPS(元)	0.49	0.53	1.12	1.52	1.84
毛利率(%)	34.83%	32.50%	43.05%	41.54%	39.29%
净资产收益率(%)	21.62%	11.57%	19.64%	21.04%	20.24%

资料来源:公司年报(2016-2017), 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. 公司是国内光引发剂 907 及巯基化合物细分行业龙头	5
2. 光引发剂介绍	6
2.1 光引发剂种类繁多	6
2.2 下游固化行业发展迅速	7
2.3 光引发剂行业集中度明显提高	8
3. 变更募投项目扩大光引发剂及巯基化合物产能	8
4. 实施限制性股票绑定核心员工，助力公司快速发展	8
5. 盈利预测	9
6. 风险提示	11
财务报表分析和预测	12

图目录

图 1	2014-2018Q1-3 年公司营业收入变化情况	5
图 2	2014-2018Q1-3 年公司归属净利润变化情况	5
图 3	2014-2018Q1-3 年公司毛利率与净利率变化情况	6
图 4	2014-2018H1 年公司各产品毛利率变化情况	6
图 5	辐射固化产业结构示意图	6
图 6	2015-2016 年光固化油墨产量	7
图 7	2015-2016 年我国光固化涂料产量	7
图 8	2016 年我国光固化各类油墨产量占比	8
图 9	2016 年我国光固化涂料市场各类涂料产量占比	8

表目录

表 1	公司产品简介.....	5
表 2	光引发剂种类.....	7
表 3	公司募投项目变更情况.....	8

1. 公司是国内光引发剂 907 及巯基化合物细分行业龙头

公司主要从事光引发剂、巯基化合物及衍生物等精细化工材料生产和销售。光引发剂种类多,目前公司光引发剂产品主要为 907,同时小批量生产光引发剂 ITX 和 369 等。巯基化合物及衍生物是医药中间体和农药中间体,主要用于药品和农药生产。截至 2016 年底,公司光引发剂产能 2000 吨/年,巯基化合物及其衍生物产能 2000 吨/年。公司下游客户包括日本太阳油墨、Abbvie Inc、IGM 等国际知名公司,以及江苏广信、容大感光、久日化学等国内知名企业。

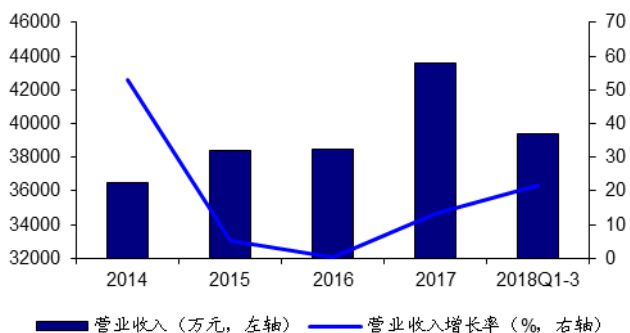
表 1 公司产品简介

类别	品种	主要特点	应用领域	截至 2016 年底产能 (吨/年)
光引发剂	907 等	是光固化胶黏剂的重要组成部分,它对固化速率起着决定性作用。环保、节能	PCB 电路板、微电子加工、造纸、显示等	2000
巯基化合物及其衍生物	茴香硫醚等	907 产品的原料,也是重要的医药、农药和材料等精细化学品的中间体	药品和农药生产	2000

资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

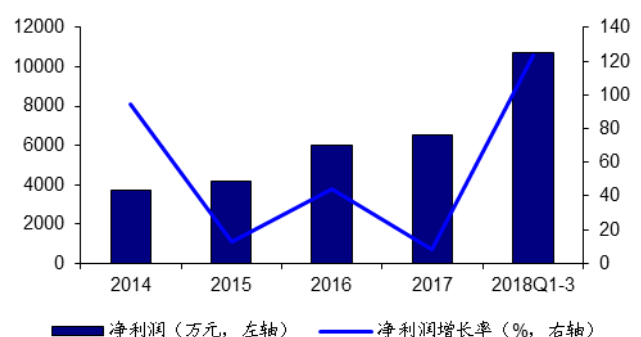
2018 年前三季度公司营业收入和归母净利润实现快速增长。2014-2018Q1-3 公司营业收入分别为 3.65 亿元、3.84 亿元、3.85 亿元、4.36 亿元、3.94 亿元,同比增长 52.79%、5.36%、0.29%、13.31%、21.63%,归母净利润分别为 3691 万元、4175 万元、6026 万元、6521 万元、10722 万元,同比增长 94.27%、13.12%、44.33%、8.21%、123.58%。2016 年公司产能无法扩大,同时 G20 峰会召开引起停产导致 2016 年 8 月和 9 月产量减少,因此 2016 年营业收入基本与 2015 年持平,但是由于产品价格上涨导致净利润实现大幅增长。2018 年前三季度公司产品量价齐升助力营业收入及归母净利润实现快速增长。毛利率方面,2014-2018Q1-3 公司毛利率分别为 27.10%、26.81%、34.83%、32.50%、43.54%。2014 年、2015 年基本保持稳定,2016-2018 年前三季度毛利率大幅上升,主要由于随着市场供求情况变化导致产品销售价格大幅提升。分产品看,巯基化合物及其衍生品毛利率 2014-2018H1 年分别为 33.05%、33.99%、37.47%、35.66%、45.05%;光引发剂毛利率 2014-2018H1 年分别为 19.91%、19.12%、32.14%、28.81%、43.23%。

图 1 2014-2018Q1-3 公司营业收入变化情况

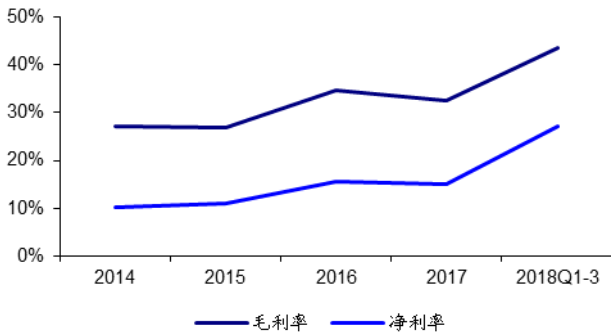


资料来源:WIND,海通证券研究所

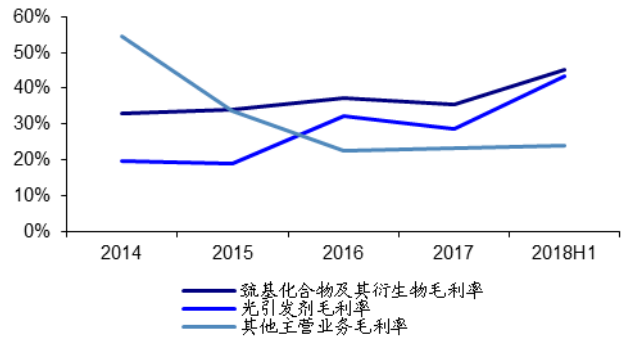
图 2 2014-2018Q1-3 公司归属净利润变化情况



资料来源:WIND,海通证券研究所

图3 2014-2018Q1-3 公司毛利率与净利率变化情况


资料来源: WIND, 海通证券研究所

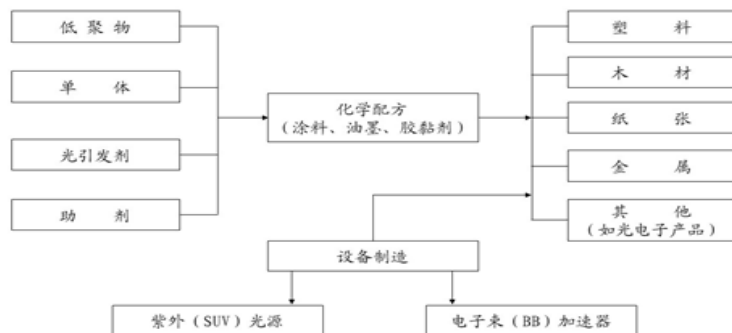
图4 2014-2018H1 公司各产品毛利率变化情况


资料来源: WIND, 海通证券研究所

2. 光引发剂介绍

2.1 光引发剂种类繁多

光引发剂 (Photo initiator) 又称光敏剂或光固化剂, 是一类能在紫外光区 (250-420nm) 或可见光区 (400-800nm) 吸收一定波长的能量, 产生自由基、阳离子等, 从而引发单体聚合交联固化的化合物。光引发剂是光固化体系的重要组成部分, 光引发剂与低聚物、单体、助剂组成光固化体系, 光引发剂的使用量在光固化产品中占比为 3-5%, 其成本占到光固化产品整体成本的 10-15%。在微电子及电路加工、涂料、油墨、胶粘剂、增材制造等光固化领域用途广泛。光引发剂原材料主要为异丙基苯硫酚、米醛、二苯基氯化磷等大宗化工原料。

图5 辐射固化产业结构示意图


资料来源: 久日新材招股说明书, 海通证券研究所

光引发剂种类丰富。按照反应机理分类, 光引发剂分为自由基聚合光引发剂和阳离子聚合光引发剂。自由基聚合光引发剂主要包括安息香及其衍生物、苯乙酮类、芳香酮类、酰基膦氧化物等。阳离子聚合光引发剂包括芳香重氮盐、芳香硫鎓盐和碘鎓盐、二茂铁盐等。

表 2 光引发剂种类

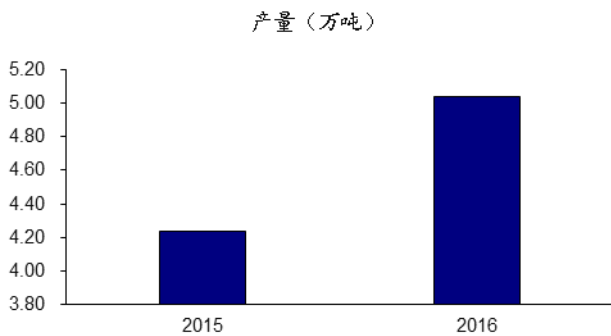
种类	主要特性	主要应用领域
ITX	高效、有色	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
DETX	高效、有色	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
TPO	低气味、深层、耐黄变	色漆、胶印、柔印、显示屏油墨等
PBZ	高效、低气味	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
TPO-L	吸收广、耐黄变、深层、水性适用	色漆、胶印、柔印、显示屏油墨等
184	高效、表层	木器、塑料、金属用清漆、复印清漆等
369	吸收广、低迁移、有色	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
907	高效、有色	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
1173	高效、表层	木器、塑料、金属用清漆、复印清漆等

资料来源：久日新材招股说明书，海通证券研究所

2.2 下游固化行业发展迅速

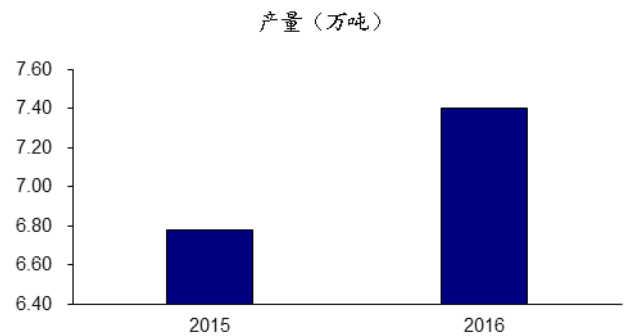
下游固化行业发展迅速。光引发剂主要用于光固化材料中，而光固化材料包括 UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等。UV 油墨主要应用于彩色印刷、电子行业中，相对于传统油墨，我们认为 UV 油墨具备高效、低成本、环保的特点，将成为油墨行业的发展方向。UV 涂料具有防止污染及节能效果，广泛用于生产塑胶、真空电镀、PVC 地板、荫罩板、汽车顶板等，具备抗划伤、耐化学品和耐磨性能，同时还有防静电、防反射等特殊功能。根据 RadTech China 协会统计 25 家国内光固化油墨企业，2016 年光固化油墨产量 5.04 万吨，同比增长 19.06%，市场规模 24.16 亿元，同比增长 7.95%。其中印刷电路板制作所用的阻焊油墨产量 1.28 万吨，占比 25%；光成像阻焊剂 0.83 万吨，占比 16.5%；光纤油墨 0.72 万吨，占比 14%；胶印油墨 0.56 万吨，占比 11%；丝印油墨 0.44 万吨，占比 9%。光固化涂料方面，根据 RadTech China 协会统计了 29 家国内光固化涂料企业，2016 年产量达 7.4 万吨，市场规模达 33 亿元，同比增长 9.13%。我国光固化涂料的市场分布目前主要集中于竹木地板涂料 3.65 万吨，占比 49%；塑料涂料 1.74 万吨，占比 23%；手机涂料 0.58 万吨，占比 8%；纸张涂料 0.6 万吨，占比 8%。

图6 2015-2016 年光固化油墨产量

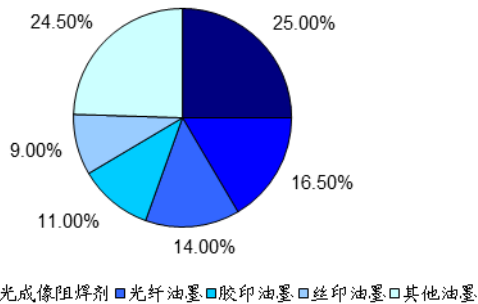


资料来源：《2016 年中国 UV 光固化产业与市场概况》，海通证券研究所

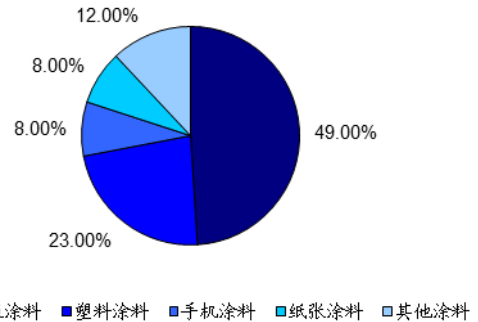
图7 2015-2016 年我国光固化涂料产量



资料来源：《2016 年中国 UV 光固化产业与市场概况》，海通证券研究所

图8 2016年我国光固化各类油墨产量占比


资料来源:《2016年中国UV光固化产业与市场概况》,海通证券研究所

图9 2016年我国光固化涂料市场各类涂料产量占比


资料来源:《2016年中国UV光固化产业与市场概况》,海通证券研究所

2.3 光引发剂行业集中度明显提高

光引发剂行业集中度明显提高。从国际上看,国际龙头公司拥有较强的技术、研发及应用实力,光引发剂行业基本被巴斯夫、意大利Lamberti、IGM Resins等大型跨国企业垄断,随着Lamberti被IGM Resins兼并,全球光引发剂行业集中度进一步提高。国内方面,目前光引发剂行业集成程度同样明显提高,根据辐射固化专业委员会统计,2011年光引发剂企业17家,2013年13家,2014年天津久日收购常州华钛后,集中度进一步提高,目前国内主要企业包括公司、久日化学、强力新材、北京英力(已被IGM Resins收购)、长沙新宇等。我们认为随着国内对化工企业环保要求逐步严格,光引发剂行业有望进一步提高集中度。

公司产业链优势明显。光引发剂行业公司大多外购中间体往下游加工,而扬帆新材是从基础化工原料生产关键中间材料茴香硫醚,再以茴香硫醚生产光引发剂907。公司自原材料开始进行严格成本控制,成本优势明显。同时中高端的光引发剂中有近三分之一的品种具备巯基化合物结构,公司凭借自产巯基化合物,产品开发优势明显。

3. 变更募投项目扩大光引发剂及巯基化合物产能

变更募投项目扩大光引发剂及巯基化合物产能。公司IPO募集资金3亿元用于生产5000吨/年光引发剂,包括光引发剂TPO、184和369,建设地位于江西九江彭泽工业园。2018年4月27日,公司变更募投项目,将实施地点变更为内蒙古阿拉善经济开发区,一期总投资不超过5亿元,主要用于建设2.9万吨光引发剂、医药中间体项目。其中1.1万吨是TPO、184、1173等品种的光引发剂,1.8万吨是巯基化合物和中间体原料,且大部分巯基化合物是光引发剂的生产原料。公司通过此次募投项目变更丰富了光引发剂种类,同时有望复制907产品的全产业链模式,从而奠定公司在光引发剂行业的龙头地位。

表3 公司募投项目变更情况

变更前项目	变更后项目	变更后项目总投资额(亿元)	预计净利润(亿元)
5,000t/a光引发剂系列产品建设项目	29000t/a光引发剂、医药中间体项目	不超过5亿元	2.7

资料来源:《关于变更部分募投项目的公告》,招股说明书,海通证券研究所

4. 实施限制性股票绑定核心员工,助力公司快速发展

实施限制性股票绑定核心员工,助力公司快速发展。2017年9月7日公司向175名公司核心管理及技术人员授予限制性股票327.8万股。本次限制性股票激励计划授予价格每股10.59元/股,授予完成登记的12个月分三次解锁,解锁期为36个月,三次解锁比例为2:4:4;解锁条件为以2016年归母净利润为基数,2017、2018、2019年扣

除股份支付费用影响后归母净利润增长率不低于 5%、40%、60%。我们认为此次实施限制性股票计划绑定公司核心员工，增强公司员工凝聚力，有望助力公司快速发展。

5. 盈利预测

主要盈利预测假设:

(1) 我们预计原主营业务光引发剂 907 和巯基化合物及衍生物保持稳定，预计 2018-2020 年光引发剂 907 产品销量为 2000 吨、2000 吨、2000 吨；巯基化合物及衍生物产品销量为 1500 吨、1600 吨、1700 吨。募投项目建设期 2 年，根据公司 2018 年 5 月 31 日投资者关系活动记录显示，公司争取在 2018 年冬季之前完成大部分室外的基础建设工作，为冬季的室内设备安装做好准备，因此我们预计 2019 年下半年能够形成部分产品销售，预计 2019-2020 新投产光引发剂产品销量为 2000 吨、5000 吨。

(2) 2018 年上半年由于供求关系变化，公司产品价格实现上涨，毛利率明显提高。由于环保持续高压，且行业暂无光引发剂 907 投产计划，因此我们预计光引发剂 907 未来三年价格高位稳定。我们参考 2018 年上半年各产品经营情况，预计 2018-2020 年光引发剂 907 产品价格将达到 13 万元/吨、13 万元/吨、12 万元/吨；巯基化合物及衍生物产品价格将达到 19 万元/吨、19 万元/吨、19 万元/吨；由于募投项目投产后将增加光引发剂 TPO、184、1173 等品种产能，我们预计 2019-2020 新投产光引发剂达到 12 万元/吨、10 万元/吨。毛利率方面，预计光引发剂 907 产品 2018-2020 年毛利率达到 42.00%、42.00%、42.00%；巯基化合物及衍生物产品毛利率达到 45%、45%、45%；预测 2019-2020 新投产光引发剂产品毛利率达到 38.00%、35.00%。

基于上述假设，我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.12、1.52、1.84 元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值区间为 2019 年 20-25 倍 PE，对应合理价值区间为 30.4-38 元，首次覆盖，给予优于大市评级。

表 4 扬帆新材分项业务预测表

	2017	2018E	2019E	2020E
光引发剂 (907)				
销量 (吨)	1900	2000	2000	2000
平均售价 (万元/吨)	9.43	13	13	12
收入 (百万元)	179.23	260	260	240
成本 (百万元)	127.59	150.80	150.80	139.20
毛利率	28.81%	42.00%	42.00%	42.00%
新投产光引发剂				
销量 (吨)			2000	5000
平均售价 (万元/吨)			12	10
收入 (百万元)			240	500
成本 (百万元)			148.8	325
毛利率			38.00%	35.00%
巯基化合物及衍生物				
销量 (吨)	1500	1500	1600	1700
平均售价 (万元/吨)	16.32	19	19	19
收入 (百万元)	244.75	285.00	304.00	323.00
成本 (百万元)	157.46	156.75	167.20	177.65
毛利率	35.66%	45%	45%	45%
其他				
收入 (百万元)	12.49	15.61	19.52	24.39
成本 (百万元)	9.59	11.71	14.64	18.30
毛利率	23.27%	25.00%	25.00%	25.00%
总计				
收入 (百万元)	436.47	560.61	823.52	1087.39
成本 (百万元)	294.64	319.26	481.44	660.15
毛利率	32.50%	43.05%	41.54%	39.29%

资料来源: 公司 2017 年报, 海通证券研究所

表 5 可比公司估值

股票代码	公司名称	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (X)		
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002741.SZ	光华科技	15.59	0.25	0.49	0.76	63	32	21
300429.SZ	强力新材	27.49	0.49	0.60	0.82	56	46	34
300537.SZ	广信材料	9.48	0.32	0.35	0.46	30	27	21
可比公司平均						49	35	25

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2018 年 11 月 13 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

6. 风险提示

募投项目投产不及预期;

环保力度不及预期;

产品价格不及预期;

下游需求不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	436.47	560.61	823.52	1087.39
每股收益	0.53	1.12	1.52	1.84	营业成本	294.64	319.26	481.44	660.15
每股净资产	4.57	5.71	7.23	9.07	毛利率%	32.50%	43.05%	41.54%	39.29%
每股经营现金流	0.67	1.03	1.63	2.05	营业税金及附加	4.35	5.31	7.99	10.52
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.00%	0.95%	0.97%	0.97%
价值评估 (倍)					营业费用	8.68	11.23	16.51	21.76
P/E	40.67	19.13	14.10	11.69	营业费用率%	1.99%	2.00%	2.00%	2.00%
P/B	4.69	3.76	2.97	2.37	管理费用	54.60	67.98	101.01	133.31
P/S	6.08	4.73	3.22	2.44	管理费用率%	12.51%	12.13%	12.27%	12.26%
EV/EBITDA	25.26	13.06	9.02	6.89	EBIT	74.20	156.84	216.57	261.66
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	3.86	-1.94	0.59	0.29
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.88%	-0.35%	0.07%	0.03%
毛利率	32.50%	43.05%	41.54%	39.29%	资产减值损失	0.59	1.69	1.13	1.89
净利润率	14.94%	24.73%	22.83%	20.86%	投资收益	2.54	1.50	1.00	1.00
净资产收益率	11.57%	19.64%	21.04%	20.24%	营业利润	69.96	158.59	215.86	260.48
资产回报率	10.05%	17.74%	18.61%	17.72%	营业外收支	5.18	3.55	3.63	3.86
投资回报率	17.08%	27.48%	30.19%	30.49%	利润总额	75.14	162.14	219.49	264.35
盈利增长 (%)					EBITDA	97.61	186.42	263.10	328.92
营业收入增长率	13.31%	28.44%	46.90%	32.04%	所得税	9.93	23.53	31.44	37.54
EBIT 增长率	-1.72%	111.37%	38.08%	20.82%	有效所得税率%	13.22%	14.51%	14.32%	14.20%
净利润增长率	8.21%	112.57%	35.66%	20.61%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	65.21	138.61	188.05	226.81
资产负债率	13.2%	9.6%	11.5%	12.4%	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动比率	5.47	7.03	5.63	5.27	货币资金	186.44	217.98	279.30	384.34
速动比率	4.45	5.83	4.51	4.15	应收款项	43.94	58.12	83.34	109.36
现金比率	—	—	—	—	存货	79.98	82.34	121.95	165.97
经营效率指标					其它流动资产	120.50	120.50	120.50	120.50
应收帐款周转天数	32.96	36.74	35.69	35.13	流动资产合计	445.97	503.54	634.58	818.75
存货周转天数	88.72	94.13	92.45	91.77	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.79	0.78	0.92	0.95	固定资产	166.17	266.17	416.17	566.17
固定资产周转率	2.61	2.78	2.85	2.85	在建工程	12.26	17.26	12.26	15.26
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	无形资产	17.02	16.62	15.81	15.03
净利润	65.21	138.61	188.05	226.81	非流动资产合计	202.89	277.65	375.74	461.15
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	648.86	781.20	1010.33	1279.90
非现金支出	24.00	31.27	47.66	69.15	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
非经营收益	4.72	-5.05	-4.63	-4.86	应付账款	23.88	26.85	39.41	54.53
营运资金变动	-11.17	-37.27	-29.76	-38.26	预收账款	5.86	6.20	9.76	12.60
经营活动现金流	82.75	127.56	201.32	252.83	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-25.50	-100.78	-141.00	-148.80	流动负债合计	81.59	71.62	112.70	155.46
投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-117.46	1.50	1.00	1.00	其它长期负债	3.76	3.76	3.76	3.76
投资活动现金流	-142.95	-99.28	-140.00	-147.80	非流动负债合计	3.76	3.76	3.76	3.76
债权募资	-130.10	0.00	0.00	0.00	负债总计	85.35	75.37	116.46	159.22
股权募资	280.74	3.70	0.00	0.00	实收资本	123.28	123.58	123.58	123.58
其他	-8.40	-0.43	0.00	0.00	普通股股东权益	563.51	705.83	893.87	1120.68
融资活动现金流	142.25	3.27	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净流量	82.04	31.54	61.33	105.03	负债和所有者权益合计	648.86	781.20	1010.33	1279.90

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 13 日
 资料来源：公司年报 (2017)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 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： 诺普信,利安隆,扬农化工,合盛硅业,润禾材料,梅花生物,百傲化学,强力新材,滨化股份,双一科技,拉芳家化,苏利股份,皇马科技,中农立华,浙江龙盛,诚志股份,国光股份,坤彩科技,鲁西化工,双星新材,万润股份,阿科力,中欣氟材,利民股份,国立科技,华峰氨纶,海利尔,金发科技,晨化股份,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

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 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@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
沈泽承(021)23212067 szc9633@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
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@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
陈瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
联系人
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@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
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@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
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

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@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
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
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
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷 lgk12371@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

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@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
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂萱 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@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 联系人 王涛 02123219760 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 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 联系人 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 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 联系人 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 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 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 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@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
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@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
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@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
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@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