

扬帆新材(300637)/化学制品
光引发剂成长路径清晰, 中间体业绩弹性较大
评级: 买入(维持)

市场价格:

分析师: 商艾华

执业证书编号: S0740518070002

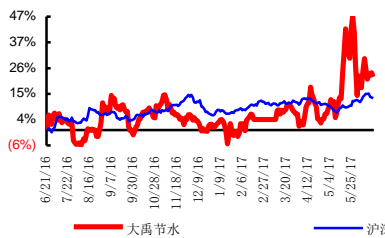
Email: shangah@r.qlzq.com.cn

联系人: 李海勇

Email: lihy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	123
流通股本(百万股)	64
市价(元)	29.70
市值(百万元)	3661
流通市值(百万元)	1908

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	385.21	436.47	597.18	751.53	940.36
增长率 yoy%	0.29%	13.31%	36.82%	25.85%	25.13%
净利润	60.26	65.21	140.36	167.18	199.84
增长率 yoy%	44.33%	8.21%	115.24%	19.11%	19.54%
每股收益(元)	0.49	0.53	1.14	1.36	1.62
每股现金流量	0.78	0.67	0.85	1.46	1.77
净资产收益率	21.62%	11.57%	20.38%	20.20%	20.10%
P/E	44	59	27	23	19
PEG	0.99	7.19	0.23	1.20	0.97
P/B	9.56	6.83	5.59	4.65	3.87

投资要点

- **扬帆新材主要生产光引发剂 907、巯基化合物等系列产品, 是全球光引发剂及巯基化合物主要生产供应商之一。**2017 年公司光引发剂收入占比 41.1%, 巯基化合物收入占比 56.1%。光引发剂主要用于光固化材料中, 而光固化材料(UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等)广泛应用于 PCB 电路板、微电子加工、造纸、显示、家用电器、木器加工、光纤通讯等行业。巯基化合物产品目前主要以中间体状态用于医药品、农药和染料制造。
- **光引发剂 907 全球龙头, 复制产业链运营模式打造全产品方案提供商。**公司产品 907 的核心优势在于实现了从基础化工原料(巯基化合物)到最终产品的全产业链生产优势, 进而占据全球 60% 的市场。在光引发剂行业, 公司目前进行产品束的横向延伸, 扩充自己的光引发剂品种, 当光引发剂品种达到一定程度之后, 就可进行不同光引发剂的复配使用, 进而从产品供应商变成方案提供商。更进一步, 公司可更大范围地进军光固化配方产品市场, 将树脂和助剂等市场也纳入延伸领域。对于单一光引发剂产品, 公司打算复制 907 的全产业链运营模式, 在光引发剂的市场从横向和纵向维度立体打造公司综合竞争壁垒, 未来发展值得期待。
- **巯基化合物是公司核心竞争力的来源, 将持续受益于环保趋紧和新品放量。**公司通过多年的积累和发展, 在巯基精细化学品制造领域形成了全球领先优势。光引发剂 907 也是依靠巯基化合物等上游而称霸全球, 且在目前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, 因此公司具备独特的创新优势和潜力。目前环保助力中间体产品价格上涨, 公司盈利能力和龙头的优势将会不断加强。加之公司巯基化合物多为定制中间体, 新品若放量将带来较大的业绩弹性, 18 年 H1 的新品中间体放量是公司业绩高增的主要原因之一。
- **公司做为国内光引发剂的龙头企业, 产业链发展框架具有现实成功先例, 且后续陆续丰富产品束来打造方案提供能力的发展思路清晰。**加之公司具有巯基化合物的核心竞争优势, 后续将持续受益于环保, 且新型巯基化合物的不断放量有望持续提升公司产品结构和盈利能力。公司在光引发剂和细分中间体行业中具有较强稀缺性, 加之业务延展性较强, 我们给予 2018 年 35 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅波动的风险、新增产能建设或不及预期的风险、下游需求或不及预期的风险。

内容目录

差异化光引发剂龙头，产业布局助力业绩增长.....	- 3 -
光引发剂行业领先龙头，全产业链优势明显	- 3 -
公司重构产业布局并加大研发投入，未来利润增长可期	- 4 -
光引发剂全产业链运营思维，横向打造整体解决方案.....	- 6 -
拥有核心中间体产品簇，受益于环保，且拥有持续研发新品能力	- 8 -
盈利预测、估值分析和投资建议.....	- 10 -
盈利预测与估值分析	- 10 -
投资建议：维持“买入”评级	- 10 -
风险提示	- 12 -
产品价格大幅波动的风险	- 12 -
新增产能建设或不及预期的风险.....	- 12 -
下游需求或不及预期的风险	- 12 -

图表目录

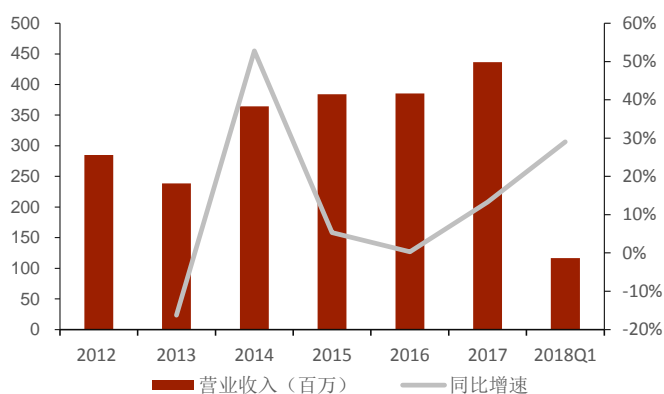
图表 1: 扬帆新材营业收入及增速.....	- 3 -
图表 2: 扬帆新材 2017 年各业务收入占比 (%)	- 3 -
图表 3: 扬帆新材净利润及增速	- 4 -
图表 4: 扬帆新材综合毛利率持续提升	- 4 -
图表 5: 公司股权结构.....	- 4 -
图表 6: 国内主要光引发剂空间预计及使用领域.....	- 6 -
图表 7: 中国光固化配方产品的市场空间.....	- 7 -
图表 8: 公司主要产品产能.....	- 7 -
图表 9: 巯基化合物呈现脉冲爆发的特点.....	- 8 -
图表 10: 巯基化合物的主要下游市场是医药.....	- 8 -
图表 11: 巯基化合物在医药领域的客户及应用.....	- 8 -
图表 12: 扬帆新材三大财务报表	- 11 -

差异化光引发剂龙头，产业布局助力业绩增长

光引发剂行业领先龙头，全产业链优势明显

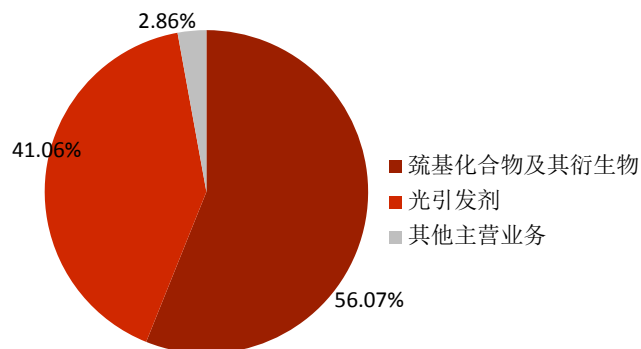
- 扬帆新材主要生产光引发剂 907、巯基化合物等系列产品，是全球光引发剂及巯基化合物主要生产供应商之一。**2017 年公司光引发剂收入占比 41.06%，巯基化合物及其衍生物收入占比 56.08%。光引发剂主要用于光固化材料，而光固化材料（UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等）广泛应用于 PCB 电路板、微电子加工、造纸、显示、家用电器、木器加工、家庭装修、汽车、印刷、机械、3D 打印、体育运动产业、生物医学、光纤通讯等行业。巯基化合物系列产品目前主要以中间体状态用于医药、染料和农药制造。
- 集中发展自身优势业务，全产业链优势明显。**巯基化合物一方面是医药、农药的中间体，主要用于药品和农药的生产，另一方面可以作为光引发剂的原材料。巯基化合物中的茴香硫醚是公司主要产品光引发剂 907 的关键原材料，全球规模化生产的仅有公司和日本住友。因此，茴香硫醚-907 的产业链优势帮助公司占据了全球 907 60% 以上的市场份额，综合竞争优势突出。且在目前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，因此公司具备独特的创新优势和潜力。

图表 1: 扬帆新材营业收入及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

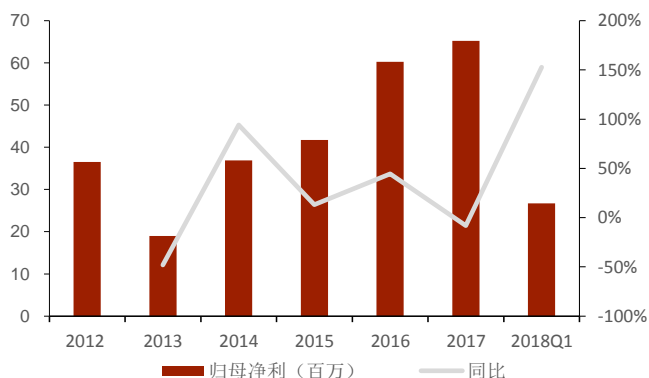
图表 2: 扬帆新材 2017 年各业务收入占比 (%)



来源：公司公告、中泰证券研究所

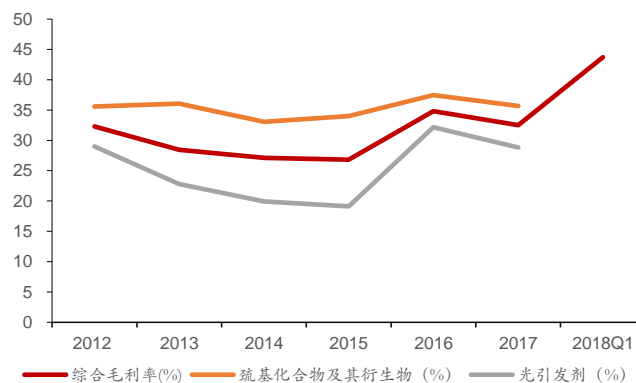
- 今年来公司利润快速增加。**与 2014 年相比，2015 年公司净利润小幅增长。虽然 2016 年受 G20 峰会影响，产量有所减少，但受益于 907 价格受供求关系影响大幅上升，且公司发挥自身全产业链优势对成本进行了较好的控制，2016 年净利润较 2015 年增长 44.33%，涨幅明显。2017 年，公司及时根据市场变化调整销售策略，提高了部分产品的销售价格，同时公司进一步加大研发投入，使得 2017 年公司业绩保持了较好的增长。2018 年一季度，公司产品受益于环保，价格与销量持续提升，加上医药中间体新产品销售放量，公司实现归母净利润 2670 万元，同比增长 152.74%。

图表 3: 扬帆新材净利润及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

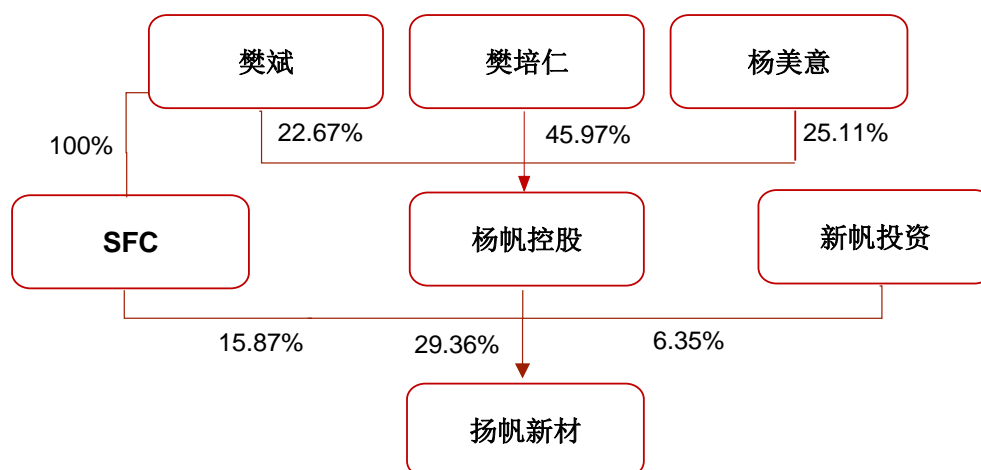
图表 4: 扬帆新材综合毛利率持续提升



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 扬帆控股为公司控股股东，持有公司 29.36% 的股权。公司实际控制人为樊培仁、杨美意、樊彬。樊培仁、杨美意、樊彬分别持有扬帆控股 45.97%、25.11%、22.67% 的股权，樊彬持有 SFC 100% 股权，SFC 持有公司 15.87% 的股权。樊培仁、杨美意、樊彬通过扬帆控股及 SFC 合计控制扬帆新材 45.23% 的股权。
- 此外，公司 2017 年 9 月实施了股权激励计划，向 175 名激励对象授予了 327.8 万股限制性股票。其三个解除限售期的解锁条件分别为：以 2016 年公司归属于上市公司股东的净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 5%、2018 年不低于 40%、2019 年不低于 60%。2018 年的解锁条件增速较快，彰显出公司对自身发展的信心，同时该股权激励计划有利于调动员工积极性，有利于公司长远发展。

图表 5: 公司股权结构



来源: 公司公告、中泰证券研究所

公司重构产业布局并加大研发投入，未来利润增长可期

- 公司加速产能扩张，成长路径较为清晰。为获取更多土地规划实施公司的全产业链项目，公司拟投资 10 亿元（第一期不超过 5 亿元）增资全资子公司内蒙古扬帆，用于在阿拉善经济开发区巴音敖包工业园建设光

引发剂、医药中间体项目，共规划光引发剂、巯基化合物合计 2.9 万吨产能。受益于内蒙古土地价格低廉、工业配套齐全以及一带一路与西部大开发等国家政策的支持，公司将进一步增强自身成本竞争力与全产业链优势，届时据公司预计可实现年均销售收入 9.5 亿元，年净利润 2.7 亿元。

- **中间体新品放量，带来额外业绩增量。** 巯基化合物常为医药、农药的中间体，公司在医药中间体领域深耕多年，坚持以市场为导向，自主研发，在满足客户需求的同时，储备了一批有前景的项目产品。随着产品市场及其下游应用的拓展，高毛利的医药中间体新产品市场需求有望持续扩大，公司前期积累的项目将会陆续进入市场，成为公司新的利润增长点。18 年 H1，公司就有重磅中间体产品产生效益，整体盈利能力显著提升。

光引发剂全产业链运营思维，横向打造整体解决方案

- 公司产品 907 的核心优势在于实现了从基础化工原料做到最终产品的全产业链生产优势，这也是公司最核心的竞争力之一。这种优势具体体现在：1)使公司从基础的化工原料生产开始即对产品生产进行管控，产品的品质充分得到保证；2)较大幅度降低了企业的生产成本，增加产品的竞争力；3)可以保证企业产品的稳定产出，产能供应得到保证，生产经营相对稳定；4)便于公司在生产各环节的原料采购安排、生产计划安排、仓储货运安排和合理库存安排。全产业链优势的营造，逐步使公司光引发剂 907 产品占据全球 60% 以上的市场份额。
- 市场上主要光引发剂主要产品有 907、369、TPO、BMS、ITX、184、DETX、1173、BDK 等，光引发剂的使用主要是针对不同的应用领域进行复配以达到较好的效果，他们之间主要是组合关系而非替代关系。

图表 6: 国内主要光引发剂主要使用领域

序号	产品名称	主要应用领域
1	907	胶印、柔印、显示屏、PCB油墨等
2	369	胶印、柔印、显示屏、PCB油墨等
3	TPO	色漆、胶印、柔印、显示屏油墨等
4	ITX	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
5	184	木器、塑料、金属用清漆、复印清漆等
6	1173	木器、塑料、金属用清漆、复印清漆等
7	BDK	PCB油墨、胶印、柔印、显示屏
8	BMS	PCB油墨、胶印、柔印、显示屏

来源：中泰证券研究所

- **光引发剂的未来发展战略。**在单一产品 907 上面，公司的市场占有率已经达到了较高水平，因此公司目前在进行产品束的横向延伸，扩充自己的光引发剂品种，当光引发剂品种达到一定程度之后，就可进行不同光引发剂的复配使用，进而从产品供应商变成系统方案提供商。更进一步，公司可以更大范围地进军光固化配方产品市场，将树脂和助剂等市场也纳入延伸领域，或最终再往光固化产品（涂料、油墨等）延伸。对于单一光引发剂产品，公司打算复制 907 的全产业链运营模式，在光引发剂的市场从横向和纵向维度立体打造公司综合竞争壁垒，未来发展值得期待。
- 2015 年全球光固化配方产品用量 53.3 万吨，其中，亚洲所占市场份额最大。而在亚洲地区，中国占市场份额最大，占全球市场份额的约 21%。公司引发剂 907 虽然占全球 50-60%，但是产量近 2000 吨，占全球光固化配方产品用量占比不到 1%，光固化整体市场容量充足。同时此前市场主要以溶剂型的油墨和涂料为主，随着环保要求的提升，水性油墨和紫外固化油墨有望替代传统溶剂型油墨，光引发剂等光固化配方产品的市场也会不断扩大。

图表 7: 中国光固化配方产品的市场空间

产品类型	2015年		2016年		总产量增长率/%
	产量/吨	产值/亿元	产量/吨	产值/亿元	
单体	128446	25.1	140297	28.3	9.23
低聚物	88296	22.6	103923	24.5	17.7
光引发剂	32630	19.4	33393	20.7	2.34
原材料合计	249372	67.0	277613	73.4	11.32
涂料	68176	32.8	74399	32.8	9.13
油墨	42345	22.4	50416	24.2	19.06
黏合剂	1649	2.0	1795	2.2	8.85
配方产品合计	112170	58.4	126610	59.2	12.87

来源: CNKI、中泰证券研究所

- 公司加速产能扩张，利润增长可期。**为获取更多土地规划实施公司的全产业链项目，公司拟投资 10 亿元（第一期不超过 5 亿元）增资全资子公司内蒙古扬帆，用于在阿拉善经济开发区巴音敖包工业园建设光引发剂、医药中间体项目，共规划光引发剂、巯基化合物合计 2.9 万吨产能。受益于内蒙古土地价格低廉、工业配套齐全以及一带一路与西部大开发等国家政策的支持，公司将进一步增强自身成本竞争力与全产业链优势，届时据公司预计可实现年均销售收入 9.5 亿元，年净利润 2.7 亿元。

图表 8: 公司主要产品产能

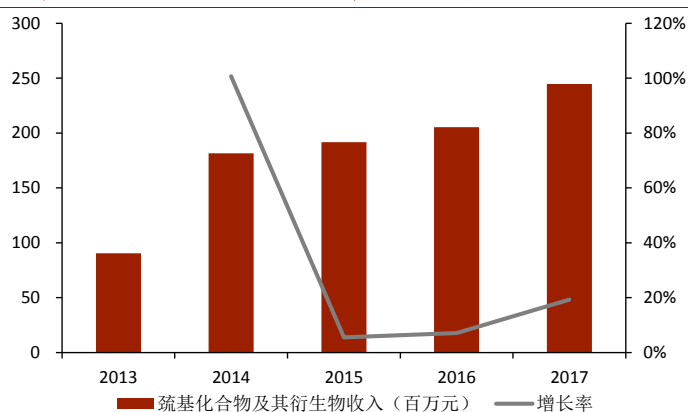
主要产品	细分类别	产能 (吨)	备注
光引发剂	907	2000	已有
	369	1500	已有
	ITX		
	TPO		
	1173、184等	11000	新建
中间体	巯基化合物及其衍生物	2000	已有
	巯基化合物，及其他光引发剂上游中间体	18000	新建

来源: 公司公告、中泰证券研究所

拥有核心中间体产品簇，受益于环保，且拥有持续研发新品能力

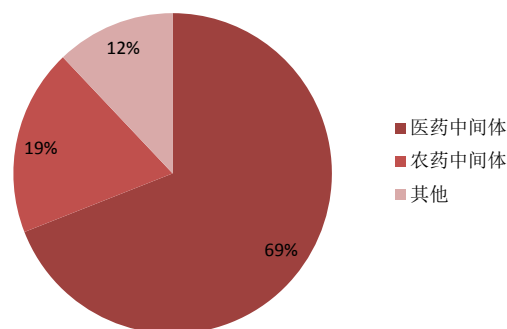
- 巯基化合物是指含有“-SH”的精细化工产品，该产品目前主要以中间体状态用于医药、农药、染料等行业，还有部分用于公司光引发剂产品的制造。多巯基化合物具有高折射、高活性、耐氧阻聚等突出的特点，在自由基聚合、阳离子聚合、高折射率树脂、记忆材料、齿科材料、防污涂料、3D 打印材料等高端应用领域有着较大的发展空间。
- 巯基化合物系列产品制造是一个小众的精细化工领域，需要企业具备特殊的生产技术和全面的工艺研发技能，有着较高的技术门槛。公司从1984年开始生产巯基化合物，通过多年的积累和发展，其在巯基精细化学品制造领域占有全球领先优势，形成了芳香硫酚、芳香硫醚等500多个品种。2002年通过往下游延伸，开始做光引发剂907，可以说公司的核心竞争力全体现在巯基化合物的生产和研发上。

图表 9：巯基化合物呈现脉冲爆发的特点



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 10：巯基化合物的主要下游市场是医药



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 扬帆新材子公司江西仁明作为全球最大的巯基化合物生产企业之一，在医药中间体生产领域具备较强的竞争优势，其品牌为“寿尔福”的巯基化合物产品在国际医药市场具有较高的声誉，艾伯维、韩国保宁、阿斯利康等国际知名制药企业直接或通过指定经销商多在江西仁明采购医药中间体。因为不少中间体是通过客户定制的方式来研发，其用量取决于下游药物或产品的放量情况，因此公司的巯基化合物营收呈现出脉冲爆发的特点。2018年上半年，公司有高毛利的医药中间体新产品放量，带动18年上半年业绩超出市场预期。

图表 11：巯基化合物在医药领域的客户及应用

产品类型	主要客户	2016年销售收入	主要产品类型
巯基化合物属于医药中间体的营收	KANEKA (钟化集团)	1705.98	丙肝类医药中间体
	上海立科药物化学有限公司	1202.05	抗生素类医药中间体
	宁波嘉荣化工贸易有限公司	994.97	抗抑郁类精神病医药中间体
	凯莱英	854.7	丙肝类医药中间体
	上海巧坤化工科技有限公司	612.08	医药中间体
	H. LundbeckA/S	532.87	抗抑郁类精神病医药中间体
	浙江苏泊尔制药有限公司	221.62	原料药中间体
	其他	8047.22	其他医药中间体
小计	-	14171.49	-

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **环保助力中间体产品价格上涨。** 巯基化合物属于危险化学品，生产过程涉及易燃、易爆、高温高压等工艺环节，对储存和运输也有特殊要求。且巯基化合物在生产过程中会产生废水、废气、固废等，极易受到环保的影响。伴随环保部门对环保排放指标监管的日趋严格，化工生产企业对环保的投入均在不断增加，从发展趋势来看，环保排放治理优秀的企业，整个生产环境得以改善，龙头的优势将会不断突出。
- **公司持续的环保投入目前正处于丰收期。** 14 年公司环保投入 760 万，17 年投入 1600 多万，如果加上固定资产环保投入合计年投入近 3000 万。目前席卷全国的环保风暴造成光引发剂和巯基化合物产品价格的上涨，公司却在产品上涨的过程中保持稳定的生产和供应，价格上涨带来的利润弹性在 18 年上半年的业绩中表现抢眼。

盈利预测、估值分析和投资建议

盈利预测与估值分析

- **核心假设:** (1) 预计 2018 公司苯硫酚等含税均价上涨 5 万/吨, 销量 500 吨, 其他巯基化合物价格保持稳定, 新增产品医药中间体放量; 光引发剂 907 含税均价上涨 3 万元, 销量增加 10%。(2) 2019-2020 年公司新增的医药中间体逐步放量, 巯基化合物产品价格基本保持稳定; 新建的光引发剂品种自 19 年下半年投放市场, 逐渐放量。(3) 其他业务保持稳定。
- 我们预估公司 2018-2020 年实现销售收入 5.97、7.52、9.4 亿元, 同比增长 36.82%、25.85%、25.13%, 实现归属于母公司净利润 1.40、1.67、2.00 亿元, 同比增长 115.24%、19.11%、19.54%, 对应 EPS 为 1.14、1.36、1.77 元。
- 公司做为国内光引发剂的龙头企业, 产业链发展框架具有现实成功先例, 且后续陆续丰富产品束来打造方案提供能力的发展思路清晰。加之公司具有巯基化合物等中间体产品簇的核心竞争优势, 后续将持续受益于环保, 且新型巯基化合物的不断放量有望持续提升公司产品结构和盈利能力。公司在光引发剂和细分中间体行业中具有较强稀缺性, 加之业务延展性较强, 我们维持“买入”评级。

投资建议: 维持“买入”评级

图表 12: 扬帆新材三大财务报表

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	436.47	597.18	751.53	940.36
营业成本	294.64	348.94	440.46	556.13
营业税金及附加	4.35	5.95	7.49	9.38
销售费用	8.68	11.87	14.94	18.69
管理费用	54.60	74.08	93.49	116.87
财务费用	3.86	6.89	15.26	21.60
资产减值损失	0.59	2.00	2.00	2.00
投资收益	2.54	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	0.00	0.66	0.98	0.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	69.96	158.10	188.87	226.40
其他非经营损益	5.18	3.63	3.77	3.88
利润总额	75.14	161.74	192.64	230.28
所得税	9.93	21.38	25.46	30.44
净利润	65.21	140.36	167.18	199.84
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	65.21	140.36	167.18	199.84

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	186.44	59.72	75.15	94.04
应收和预付款项	59.05	79.91	100.70	126.01
存货	79.98	90.47	115.45	146.11
其他流动资产	120.50	164.87	207.48	259.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	178.43	539.81	871.58	984.96
无形资产和开发支出	17.02	26.40	35.58	44.56
其他非流动资产	7.45	7.38	7.32	7.25
资产总计	648.86	968.56	1413.26	1662.53
短期借款	0.00	189.59	467.40	522.32
应付和预收款项	52.64	63.26	80.32	101.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	32.70	27.11	37.83	44.85
负债合计	85.35	279.95	585.56	668.42
股本	123.28	123.28	123.28	123.28
资本公积	331.39	331.39	331.39	331.39
留存收益	134.39	261.71	400.81	567.22
归属母公司股东权益	563.51	688.60	827.71	994.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	563.51	688.60	827.71	994.11
负债和股东权益合计	648.86	968.56	1413.26	1662.53

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	97.22	204.30	273.24	335.72
PE	58.98	27.40	23.01	19.25
PB	6.83	5.59	4.65	3.87
PS	8.81	6.44	5.12	4.09
EV/EBITDA	37.57	19.43	15.49	12.71
股息率	0.94%	0.34%	0.73%	0.87%

现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	65.21	140.36	167.18	199.84
折旧与摊销	23.40	39.31	69.11	87.71
财务费用	3.86	6.89	15.26	21.60
资产减值损失	0.59	2.00	2.00	2.00
经营营运资本变动	-103.70	-70.70	-60.59	-80.15
其他	93.39	-12.66	-12.98	-12.71
经营活动现金流净额	82.75	105.20	179.96	218.29
资本支出	-22.66	-410.00	-410.00	-210.00
其他	-120.29	10.66	10.98	10.71
投资活动现金流净额	-142.95	-399.34	-399.02	-199.29
短期借款	-130.10	189.59	277.81	54.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	283.31	0.00	0.00	0.00
支付股利	-36.00	-13.04	-28.07	-33.44
其他	25.04	-9.12	-15.26	-21.60
筹资活动现金流净额	142.25	167.43	234.49	-0.12
现金流量净额	78.59	-126.72	15.44	18.88

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	13.31%	36.82%	25.85%	25.13%
营业利润增长率	-1.41%	126.00%	19.46%	19.87%
净利润增长率	8.21%	115.24%	19.11%	19.54%
EBITDA 增长率	2.84%	110.14%	33.74%	22.87%
获利能力				
毛利率	32.50%	41.57%	41.39%	40.86%
三费率	15.38%	15.55%	16.46%	16.71%
净利率	14.94%	23.50%	22.24%	21.25%
ROE	11.57%	20.38%	20.20%	20.10%
ROA	10.05%	14.49%	11.83%	12.02%
ROIC	17.86%	22.28%	16.40%	15.38%
EBITDA/销售收入	22.27%	34.21%	36.36%	35.70%
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.74	0.63	0.61
固定资产周转率	2.61	1.69	1.10	1.11
应收账款周转率	11.07	11.48	11.07	11.04
存货周转率	4.11	4.09	4.28	4.25
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.91%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	13.15%	28.90%	41.43%	40.20%
带息债务/总负债	0.00%	67.72%	79.82%	78.14%
流动比率	5.47	1.43	0.86	0.94
速动比率	4.49	1.10	0.66	0.72
股利支付率	55.21%	9.29%	16.79%	16.73%
每股指标				
每股收益	0.53	1.14	1.36	1.62
每股净资产	4.57	5.59	6.71	8.06
每股经营现金	0.67	0.85	1.46	1.77
每股股利	0.29	0.11	0.23	0.27

来源: 中泰证券研究所

风险提示

产品价格大幅波动的风险

- 近期公司产品受益于环保，有一定程度上涨，赋予公司业绩较大弹性，若后续公司产品发生较大波动，则可能会影响公司整理盈利能力，对股价支撑减弱。

新增产能建设或不及预期的风险

- 在内蒙地区新光引发剂品种以及巯基化合物等中间体的产能布局，是公司未来几年业绩增长的主要来源，若新增产能建设不及预期，或造成公司业绩不及预期。

下游需求或不及预期的风险

- 下游需求与公司新增产能，可能导致公司业绩增速或不及预期，对产品价格造成打压。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。