

一链三体业务格局，18年是业绩拐点之年

投资要点

- 公司一链三体业务格局，产品盈利强劲。**公司以“间氨基”产品为母核，向下延伸生产“2,5酸”、“间羟基”、“间氨基苯酚”等染料中间体和医药中间体，并对“间氨基”生产过程中产生的固体废弃物进行深加工，研发生产“3,3'-二硝基二苯砜”等纤维中间体，实现了产品的延伸循环，形成了“一链三体”的业务格局。2017年，公司主营产品间氨基苯酚实现营业收入1.53亿元，同比增长151.01%；ODB2实现营业收入1.13亿元，同比增长287.58%。2018年第一季度公司实现营业收入2.73亿元，较去年同期增加176.06%，主要是本期主要产品ODB2、间氨基苯酚销售量增加、销售价格提高所致。
- 间氨基苯酚供需缺口大。**间氨基苯酚为ODB2的主要原材料上游，同时还是制造医药、除草剂、甜味剂的中间体。目前国内主要供应企业2家，公司是行业的绝对龙头，拥有产能为2500吨，其中1500吨用于对外供应，1000吨用于制备ODB2。受环保因素及供应紧张的影响，供给收缩明显，且随着热敏行业产品需求加速，间氨基苯酚需求缺口较大，价格仍有望进一步上涨。
- 热敏材料ODB2供需格局优异，公司一体化布局，成本优势显著。**(1)供需缺口大。需求端：在下游热敏纸业需求旺盛和价格提升的带动下，ODB2的需求稳步提升。供给端：目前全球产能为11860吨，由于受环保趋严影响，原材料间氨基苯酚供应不足和ODB2部分企业停产或开工下降，导致供给出现收缩。建新股份目前拥有1400吨ODB2产能，由于ODB2供不应求，价格大幅上涨，公司业绩弹性巨大。(2)产业链一体化，公司成本优势突出。目前公司拥有1400吨ODB2产能，处于行业龙头地位。生产ODB2需用原材料间氨基苯酚、溴丁烷、以及二苯胺，以上原材料公司均能自制，从而使公司具备全产业链优势，产品成本大幅低于行业同类公司。由于原材料价格上涨，如DPA和二苯胺价格均从5万元/吨上涨到目前15万元/吨，而间氨基苯酚价格上涨到约25万元/吨，因而对于ODB2的生产，公司具有明显的成本优势。2017年，公司产品ODB2实现营业收入1.13亿元，同比增长287.58%；毛利率为44.49%，同比增长39.19%。
- 盈利预测与评级。**预计公司18-20年EPS分别为1.20元、1.32元、1.31元，对应动态PE分别为14倍、13倍、13倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**产品价格大幅波动的风险、停产企业复工的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：商艾华
执业证号：S1250513070003
电话：021-50755259
邮箱：shah@swsc.com.cn

分析师：黄景文
执业证号：S1250517070002
邮箱：hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	5.47
流通A股(亿股)	3.28
52周内股价区间(元)	5.03-17.29
总市值(亿元)	94.53
总资产(亿元)	12.09
每股净资产(元)	2.01

相关研究

标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	535.88	1555.50	1668.95	1668.95
增长率	61.80%	190.27%	7.29%	0.00%
归属母公司净利润(百万元)	87.08	658.77	723.17	713.72
增长率	282.70%	656.55%	9.78%	-1.31%
每股收益EPS(元)	0.16	1.20	1.32	1.31
净资产收益率ROE	8.86%	41.72%	32.34%	24.80%
PE	109	14	13	13
PB	9.62	5.99	4.23	3.28

数据来源：Wind, 西南证券

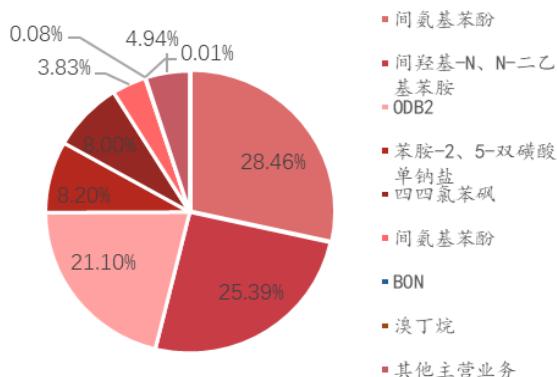
公司简介：一链三体业务格局，热敏材料产业优势凸显

一链三体业务格局，公司优势凸显。公司主营业务为苯系中间体产品的生产与销售，产品涵盖染料中间体、纤维中间体和医药中间体三个系列，广泛应用于造纸、染料、医药、纤维等诸多领域。公司以“间氨基”产品为母核，向下延伸生产“2,5 酸”、“间羟基”、“间氨基苯酚”等染料中间体和医药中间体，并对“间氨基”生产过程中产生的固体废弃物进行深加工，研发生产“3,3’ -二硝基二苯砜”等纤维中间体，实现了产品的延伸循环，形成了“一链三体”的业务格局。公司主要产品处于中间体产业链的高级中间体阶段，高级中间体与初级中间体的主要区别在于其在产业链的位置更接近终端消费品，产品的技术水平高于产业链中距离终端消费品较远的初级中间体，相应的附加值也更高。

产品技术领先，成本优势显著。主要产品苯胺-2，5-双磺酸单钠盐（2,5 酸）、间氨基苯磺酸、间羟基-N、N-二乙基苯胺（间羟基）、间氨基苯酚及压热敏染料等各项技术指标均达到行业领先水平，目前已多个产品进入高端应用领域。产品畅销欧、美、日、韩、台湾、香港等十几个国家和地区。其中，2,5 酸、间羟基、间氨基、间氨基苯酚等产品全球市场占有率居于前列，3,3-二氨基二苯砜、4,4-二氨基二苯砜是制备复合材料专用固化剂，其制备的复合材料可用于飞机机身生产。3,3-二氨基二苯砜是硝基苯磺化过程中的副产品，属公司生产的专有产品，生产技术和生产成本极具优势。

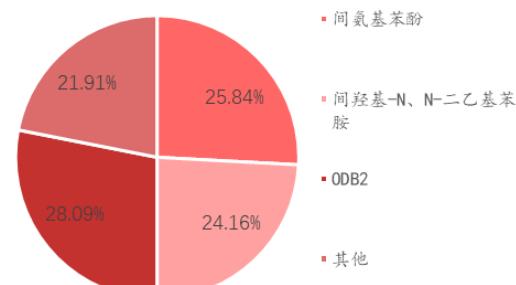
公司业务结构。2017 年，公司产品间氨基苯酚实现收入为 1.53 亿元，间羟基-N、N-二乙基苯胺实现收入 1.36 亿元，ODB2 实现收入 1.13 亿，苯胺-2，5-双磺酸单钠盐实现收入 0.44 亿元，占比分别为 28.46%、25.39%、21.10%、8.2%；2017 年，间氨基苯酚、间羟基、ODB2 毛利率分别为 29.90%、31.42%、44.49%，毛利占比分别为 25.84%、24.16%、28.09%。据公司公告，2018 年第一季度，公司实现营业收入 2.73 亿元，较去年同期增加 176.06%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 2233.25%，环比增长 115.93%。公司营收和净利润大幅增加，主要是本期主要产品 ODB2、间氨基苯酚销售量增加、销售价格提高所致，我们预计公司 2018 年主要产品价格和销量有望进一步提升，的销售收入及盈利能力将稳步提高，净利润与上年同期相比大幅增长。

图 1：公司 2017 年营业收入结构

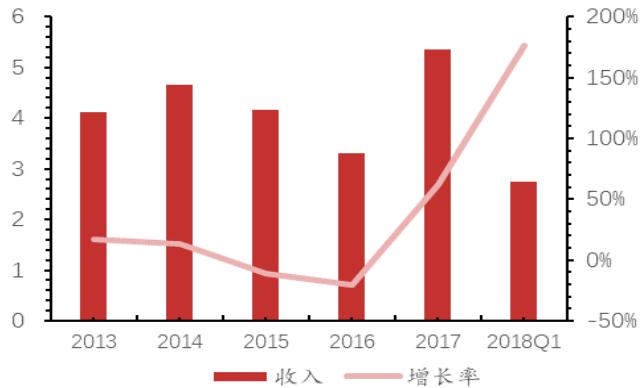


数据来源：公司公告、西南证券整理

图 2：公司 2017 年毛利结构



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 3：公司 2013 年以来营业收入（亿）及增速


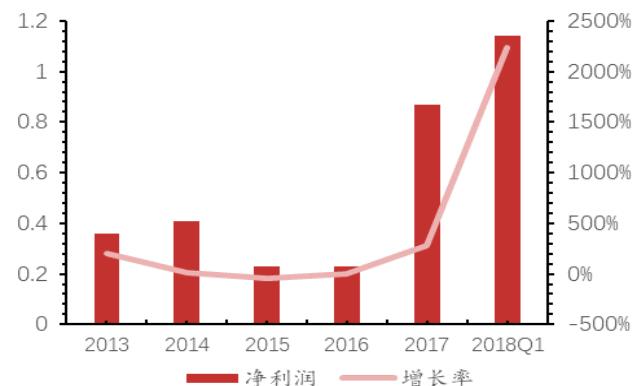
数据来源：公司公告、西南证券整理

毛利率稳步提升。2013 年至 2018 年第一季度，公司毛利率经历了先下降后上升的过程，特别是 2017 年和 2018 年第一季度毛利率增长较快，分别为 33.25% 和 59.95%，对比同期分别上涨了 13 个和 41 个百分点，主要是 ODB2 和间苯二酚价格上涨所致。

期间费用上升。(1) 销售费用。2013 年至 2017 年销售费用基本保持在 0.06-0.07 亿之间，增长幅度较为平缓，2018 年第一季度公司销售费用为 0.02 亿元，同比增长 54.57%，主要是因为本期注册服务费的增加。(2) 管理费用。2013 年至 2018 年第一个季度，公司管理费用的增速经历了先下降后上升的过程，2016 年-2017 年管理费用的增长主要是研究费用的增加，2018 年公司第一季度管理费用为 0.23 亿元，增速为 80.39%，主要是研发费用和期权成本的增加。(3) 财务费用。2013 年-2016 年公司财务费用均为负值，2017 年至 2018 年第一个季度，公司财务费用均为 0.03 亿元，增速分别为 153.45%、897.69%，主要是由于汇兑损失的增加。

图 5：公司 2013 年以来毛利率及变化

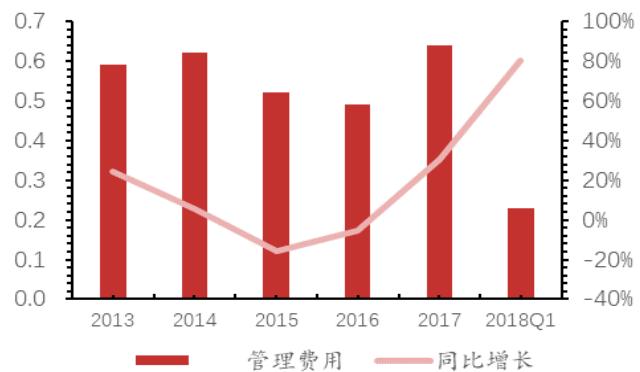

数据来源：公司公告、西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来净利润（亿）及增速


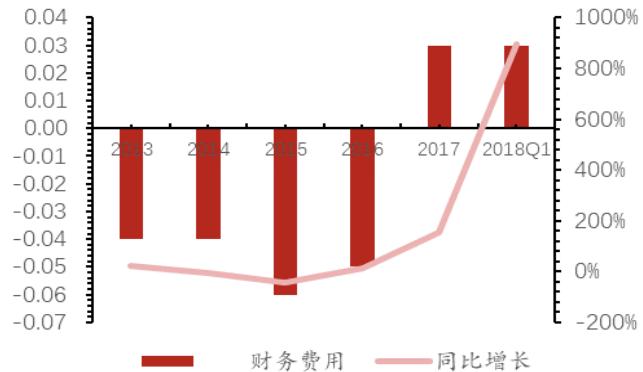
数据来源：公司公告、西南证券整理

图 6：公司 2013 年以来销售费用（亿）及增速


数据来源：公司公告、西南证券整理

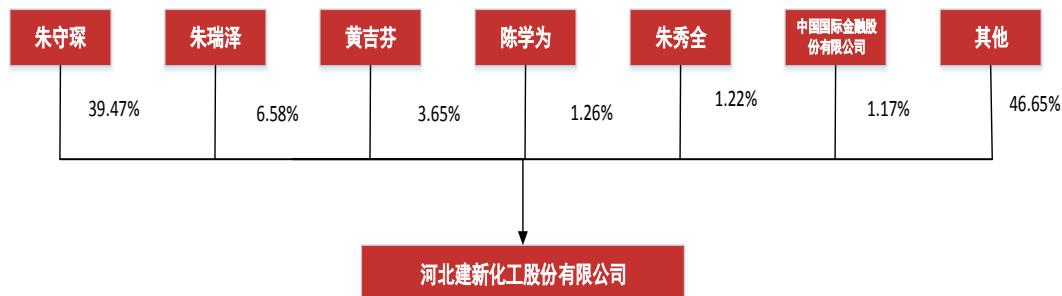
图 7：公司 2013 年以来管理费用（亿）及变化


数据来源：公司公告、西南证券整理

图 8：公司 2013 年以来财务费用（亿）及增速


数据来源：公司公告、西南证券整理

股权结构较为集中。公司第一大股东为朱守琛，持股比例为 39.74%，为公司董事长；第二大股东为朱瑞泽，持股比例为 6.58%，为公司董事。

图 9：公司股权结构


数据来源：公司公告、西南证券整理

盈利预测

关键假设：

假设 1：间氨基：2018-2020 年，预计不含税均价分别为 17904 元/吨、17241 元/吨和 817241 元/吨，预计毛利率分别为 62.68%、57.45%、51.07%。

假设 2：2,5 酸：2018-2020 年，预计不含税均价分别为 51282 元/吨、59829 元/吨和 59829 元/吨，预计销毛利率分别为 37.45%、46.39%、46.39%。

假设 3：间羟基：2018-2020 年，预计不含税均价分别为 94017 元/吨、103448 元/吨和 103448 元/吨，预计毛利润率分别为 52.92%、57.21%、57.21%。

假设 4：间氨基苯酚：2018-2020 年，预计不含税均价分别为 256410 元/吨、275862 元/吨和 275862 元/吨，预计毛利率分别为 74.98%、76.75%、76.75%。

假设 5：ODB2：2018-2020 年，预计不含税均价分别为 470085 元/吨、474137 元/吨和 474137 元/吨，预计毛利率分别为 78.64%、78.82%、78.82%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	营业收入	535.88	1,555.50	1,668.95	1,668.95
	增长率	61.80%	190.27%	7.29%	0.00%
	营业成本	357.72	507.81	530.27	539.25
	毛利率	33.25%	67.35%	68.23%	67.69%
间氨基	收入	20.51	53.85	54.31	54.31
	增长率	0.52%	162.60%	0.86%	0.00%
	成本	14.35	20.09	23.11	26.58
	毛利率	30.00%	62.68%	57.45%	51.07%
2,5 酸	收入	43.95	138.46	188.46	188.46
	增长率	4.05%	215.01%	36.11%	0.00%
	成本	33.05	86.61	101.04	101.04
	毛利率	24.82%	37.45%	46.39%	46.39%
间羟基	收入	136.08	237.86	261.72	261.72
	增长率	36.57%	74.80%	10.03%	0.00%
	成本	93.32	111.99	111.99	111.99
	毛利率	31.42%	52.92%	57.21%	57.21%
间氨基苯酚	收入	152.51	384.62	413.79	413.79
	增长率	151.01%	152.20%	7.59%	0.00%
	成本	106.91	96.22	96.22	96.22
	毛利率	29.90%	74.98%	76.75%	76.75%
OBD2	收入	113.05	658.12	663.79	663.79
	增长率	287.69%	482.15%	0.86%	0.00%

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	成本	62.75	140.57	140.57	140.57
	毛利率	44.49%	78.64%	78.82%	78.82%
OBD1	收入	4.81	12.82	17.09	17.09
	增长率	125.00%	166.67%	33.33%	0.00%
	成本	1.79	2.24	2.24	2.24
	毛利率	62.67%	82.50%	86.88%	86.88%
其他产品	收入	69.78	69.78	69.78	69.78
	增长率	-9.21%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	45.54	50.10	55.11	60.62
	毛利率	34.73%	28.20%	21.02%	13.12%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	535.88	1555.50	1668.95	1668.95	净利润	87.08	658.77	723.17	713.72
营业成本	357.72	507.81	530.27	539.25	折旧与摊销	52.50	47.63	49.07	49.39
营业税金及附加	5.01	21.78	16.69	16.69	财务费用	2.73	8.40	8.34	8.34
销售费用	7.10	31.11	33.38	36.72	资产减值损失	4.25	8.00	8.00	8.00
管理费用	64.48	214.66	230.32	230.32	经营营运资本变动	-11.41	-582.16	-23.80	54.07
财务费用	2.73	8.40	8.34	8.34	其他	-45.28	-13.00	-13.00	-13.00
资产减值损失	4.25	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	89.86	127.64	751.78	820.53
投资收益	12.74	5.00	5.00	5.00	资本支出	21.54	-20.00	-10.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-22.21	-11.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-0.67	-31.00	-5.00	5.00
营业利润	107.95	768.74	846.95	834.64	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.99	-3.90	-4.94	-4.42	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	101.97	764.84	842.01	830.22	股权融资	11.36	0.00	0.00	0.00
所得税	14.89	106.07	118.83	116.49	支付股利	-16.33	-62.50	-65.88	-72.32
净利润	87.08	658.77	723.17	713.72	其他	-2.97	-8.59	-8.34	-8.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-7.95	-71.08	-74.22	-80.66
归属母公司股东净利润	87.08	658.77	723.17	713.72	现金流量净额	79.57	25.56	672.56	744.86
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	277.36	302.92	975.48	1720.34	成长能力				
应收和预付款项	111.54	275.75	296.13	296.03	销售收入增长率	61.80%	190.27%	7.29%	0.00%
存货	88.43	60.94	63.63	64.71	营业利润增长率	345.02%	612.12%	10.17%	-1.45%
其他流动资产	142.74	641.67	667.15	605.00	净利润增长率	282.70%	656.55%	9.78%	-1.31%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	127.20%	405.42%	9.65%	-1.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	453.38	426.14	387.46	338.46	毛利率	33.25%	67.35%	68.23%	67.69%
无形资产和开发支出	8.16	7.78	7.39	7.01	三费率	13.87%	16.34%	16.30%	16.50%
其他非流动资产	2.26	2.26	2.26	2.26	净利润率	16.25%	42.35%	43.33%	42.76%
资产总计	1083.88	1717.47	2399.50	3033.81	ROE	8.86%	41.72%	32.34%	24.80%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.03%	38.36%	30.14%	23.53%
应付和预收款项	84.13	123.54	144.02	138.59	ROIC	12.22%	58.85%	49.24%	50.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.45%	53.02%	54.19%	53.47%
其他负债	16.88	14.97	19.23	17.56	营运能力				
负债合计	101.01	138.51	163.24	156.15	总资产周转率	0.53	1.11	0.81	0.61
股本	546.73	546.73	546.73	546.73	固定资产周转率	1.21	3.60	4.10	4.60
资本公积	174.20	174.20	174.20	174.20	应收账款周转率	10.00	14.01	10.35	10.00
留存收益	270.32	866.59	1523.89	2165.30	存货周转率	5.30	6.80	8.51	8.40
归属母公司股东权益	982.88	1578.96	2236.26	2877.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	60.11%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	982.88	1578.96	2236.26	2877.67	资产负债率	9.32%	8.06%	6.80%	5.15%
负债和股东权益合计	1083.88	1717.47	2399.50	3033.81	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	6.40	9.54	12.59	17.67
EBITDA	163.18	824.77	904.36	892.37	速动比率	5.49	9.08	12.19	17.25
PE	108.56	14.35	13.07	13.24	股利支付率	18.75%	9.49%	9.11%	10.13%
PB	9.62	5.99	4.23	3.28	每股指标				
PS	17.64	6.08	5.66	5.66	每股收益	0.16	1.20	1.32	1.31
EV/EBITDA	56.21	11.09	9.37	8.66	每股净资产	1.80	2.89	4.09	5.26
股息率	0.17%	0.66%	0.70%	0.77%	每股经营现金	0.16	0.23	1.38	1.50
					每股股利	0.03	0.11	0.12	0.13

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn