

一季度业绩大增，看好未来发展

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2019 年第一季度，实现营业收入 1.4 亿元，同比增长 18.6%；归母净利润 3535.9 万元，同比增长 200.69%；EPS 0.15 元。
- **公司是国内色母粒和三聚氰氨龙头企业。** 广东美联新材料股份有限公司是我国内资企业中以色母粒为主营产品的第一家上市公司。美联新材成立于 2000 年 6 月，现在色母粒的年产能在 40000 吨以上，拥有国际先进的高智能全自动塑料色母粒生产线。美联新材拥有两个全资子公司和两个控股子公司：汕头市广油美联新材料研究院有限公司、广东美联隔膜有限公司、营创三征（营口）精细化工有限公司和联朴科技(上海)有限公司，其中，营创三征为世界最大的三聚氰氨生产企业（2019 年 3 月 27 日并表）。公司产业链布局完善，目前两大业务板块之间具有协同效应。
- **19 年一季度主业运行平稳，募投项目建设接近收官。** 公司 2019 年一季度毛利率 20.4%，期间费用率 10.6%，整体均维持历史平均水平。由于银行贷款增加，一季度资产负债率攀升至 50.2%，流动比率 1.3。目前公司的 IPO 募投项目均接近收官，中高端白色母粒产业化建设项目完工进度 71.8%，中高端黑色母粒产业化建设项目完工进度 71.25%，预计达产时间均为 2019 年底，届时，公司的产能将会实现翻倍，对公司主业业绩增长形成有力支撑。
- **在精细化工产业链上持续布局，看好公司未来的发展。** 公司在一季度的大部分时间内持有营创三征 33.25% 的股权，因此，公司一季度投资收益达到 2426.9 万元。3 月 27 日，公司完成股权交割，营创三征成为公司的控股子公司，开始正式并表，因此，一季度末的资产负债表变化较大。我们判断，营创三征对公司的业绩增长具有重要意义，随着公司本次公告增资控股营新化工，后续公司在精细化工产业链上的布局将会更加完善。
- **盈利预测与评级。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.95 元、1.27 元、1.55 元，2019-2021 年归母净利润复合增速 80%，考虑到未来新产能持续投放和辽宁基地带来的业绩提升，给予公司 2019 年 30 倍估值，对应目标价 28.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动，新产能投放进度不达预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	583.72	2020.97	2863.82	3356.59
增长率	25.76%	246.22%	41.71%	17.21%
归属母公司净利润(百万元)	63.30	228.31	305.68	371.56
增长率	15.99%	260.70%	33.89%	21.55%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.95	1.27	1.55
净资产收益率 ROE	10.47%	34.27%	33.82%	30.14%
PE	66	18	14	11
PB	6.89	5.08	3.86	3.00

数据来源: Wind, 西南证券

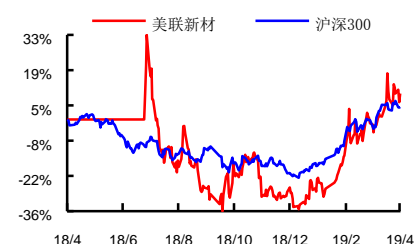
西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
 电话: 010-57758571
 邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.40
流通 A 股(亿股)	0.61
52 周内股价区间(元)	10.1-39.91
总市值(亿元)	41.66
总资产(亿元)	17.21
每股净资产(元)	2.67

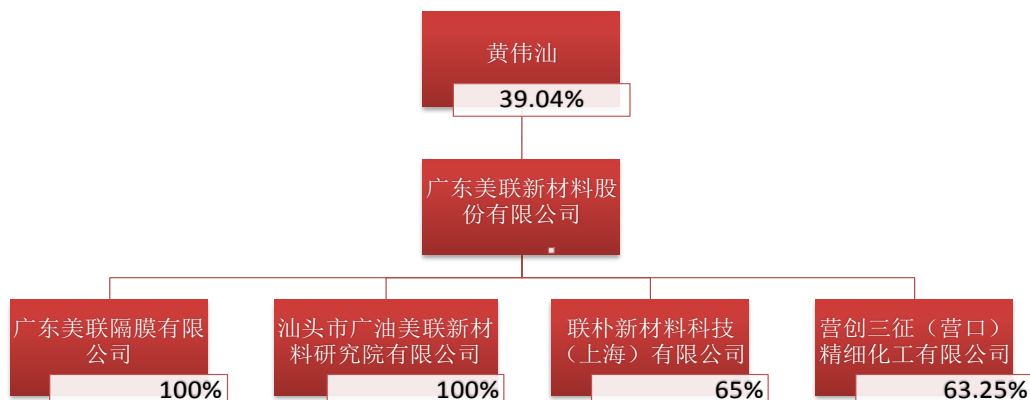
相关研究

1 公司概况：高分子复合着色材料业务国内领先者

广东美联新材料股份有限公司是我国内资企业中以色母粒为主营产品的第一家上市公司。美联新材成立于 2000 年 6 月，现在色母粒的年产能在 40000 吨以上，拥有国际先进的高智能全自动塑料色母粒生产线。美联新材拥有两个全资子公司和两个控股子公司：汕头市广油美联新材料研究院有限公司、广东美联隔膜有限公司、营创三征（营口）精细化工有限公司和联朴科技(上海)有限公司，其中，营创三征为世界最大的三聚氰氨生产企业。

公司的控股股东和实际控制人为黄伟汕，其持有公司 39.04% 股权。

图 1：公司股权结构



数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

美联新材主营白色母粒、黑色母粒、彩色母粒、功能母粒及功能新材料，共五大类型，产品广泛应用于食品包装、医用包装、个人护理材料、塑料管材、工程塑料、塑料家居用品、电线电缆、家用电器、日用轻工、汽车、农业等多个领域。凭借多年积淀的经验、借助先进的技术和完善的管理体系，公司已为国内外众多客户提供聚合体的着色和改性“全系列”一体化解决方案。

表 1：公司主要产品的情况

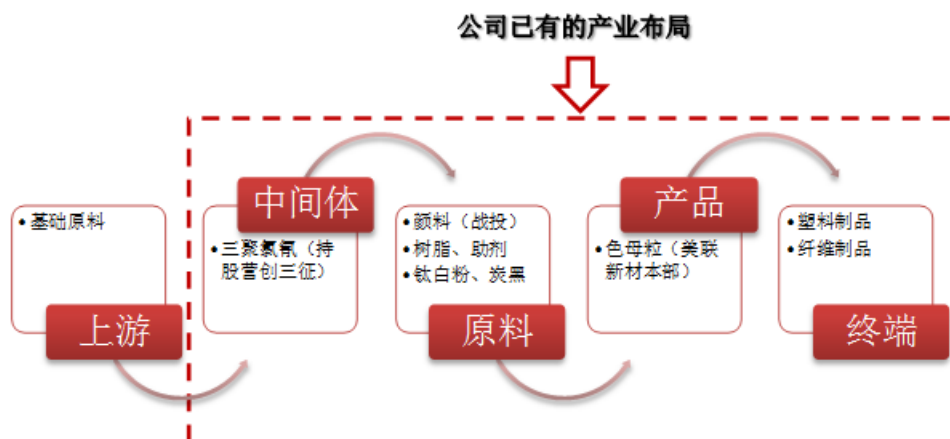
主要产品	产品特点及说明	主要用途
白色母粒	选用钛白粉、树脂、填充料及助剂，经过高速密炼控温控压剪切、挤出、造粒而成。目前公司的中高端白色母粒具有高遮盖力、高流动性、易分散等特点。	药品包装、食品包装、快递包装、日化包装、塑料家居用品、个人护理材料、医疗器械材料、婴幼儿用品及玩具等
黑色母粒	选用炭黑、树脂、填充料及助剂，经过高速密炼控温控压剪切、挤出、造粒而成。目前公司的中高端黑色母粒具有高黑度、高流动性、易分散等特点。	包装薄膜、工业薄膜、农用薄膜、地膜、管道、板材、棒材、工程塑料、电线电缆、高端化妆品包装、电子元器件材料等
彩色母粒	选用有机颜料（或无机颜料）、树脂、填充料及助剂，经过高速密炼控温控压剪切、挤出、造粒而成。目前公司的中高端彩色母粒具有色相准、高流动性、易分散等特点。	家用电器、玩具、家用器皿、汽车、塑料袋、包装材料、电线和电缆、建筑材料、体育和休闲用品等
功能母粒	选用优质的功能助剂、树脂及助剂，经过先进设备高速密炼控温控压剪切、挤出、造粒而成。具有抗静电、抗粘连、爽滑、增透、增挺、消光改性、发泡、抗菌、增塑、阻燃、热稳定、耐热、耐寒等特性，分别适	可降解材料、土工膜、导电材料、供水、供气管道、太阳能光伏膜、LED 灯反射膜、透气膜等对特定功能要求较高塑料制品

主要产品	产品特点及说明	主要用途
	用于不同功能性要求的制品中。	
复配色粉	依据不同的应用需求，科学精密挑选合理的一种或数种色粉及助剂进行细化复配而成。具有色系多样化、色泽均匀、耐候性等特点，可快速满足客户定制化需求。	包装材料、家居塑料制品、塑胶玩具、塑料管道、文教用品、电子电器等

数据来源：公司公告，西南证券整理

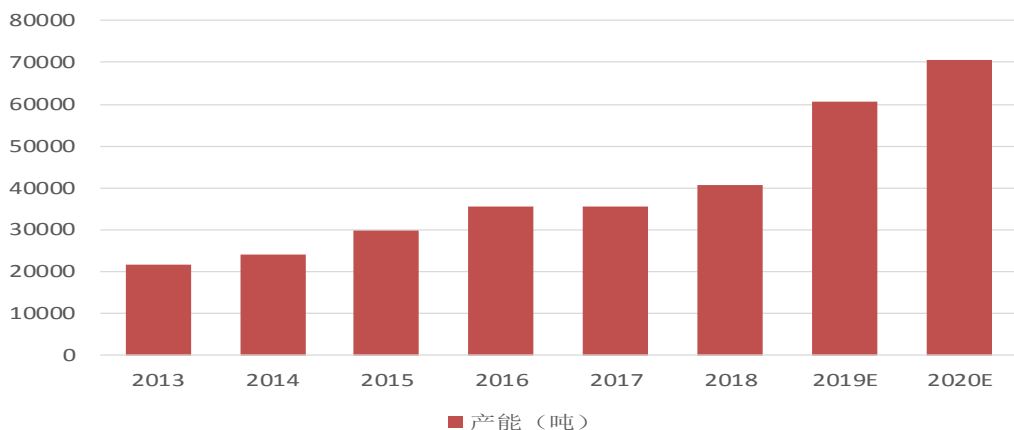
美联新材自身生产色母粒，而子公司营创三征的主营业务为生产、销售三聚氯氰。三聚氯氰主要用于生产三嗪类农药、活性染料、荧光增白剂以及其他助剂，是生产色母粒产品的上游原材料之一。三聚氯氰行业是高分子复合着色材料行业的上游行业，两个行业处于同一产业链的不同环节，具有较强的产业协同性。营创三征的下游染料客户为上市公司的上游颜料供应商。一方面，美联新材可以借助营创三征的客户资源，与提供优质颜料产品的供应商达成合作协议，提高公司色母粒产品的质量；另一方面，美联新材可以提高与颜料供应商的议价能力，更好的应对颜料价格波动的风险，保持生产经营的持续稳定，维持毛利率水平的稳定，最终实现上市公司股东利益最大化。与此同时，营创三征可以借助美联新材的供应商资源拓展下游客户，增加营创三征的市场占有率。因此美联新材与营创三征具有较强的产业协同性。

图 2：公司产业链布局完备



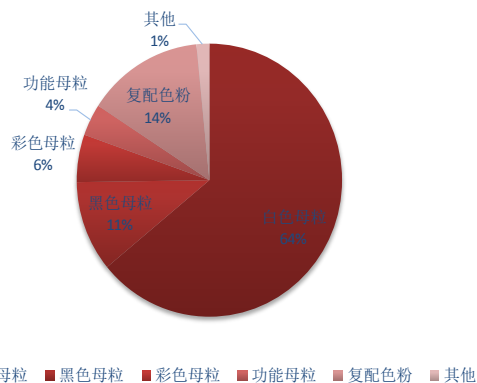
数据来源：西南证券整理

目前，公司的色母粒产能仍然处于扩张期，2020 年预计公司产能将会是 2018 年的 2 倍。

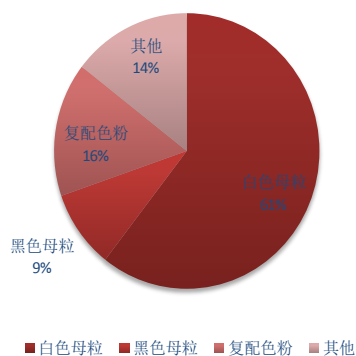
图 3：公司色母粒产能


数据来源：西南证券整理

公司主营业务结构：公司的核心产品是白色母粒，公司产品的收入结构和毛利结构基本保持一致，白色母粒占比在六成左右。由于营创三征在 2018 年并未并表，因此下图并未显示出公司最新的主营业务结构。另外，后续随着黑色母粒和白色母粒的产能持续投放，预计公司营业收入结构和毛利结构将会有较大变化。

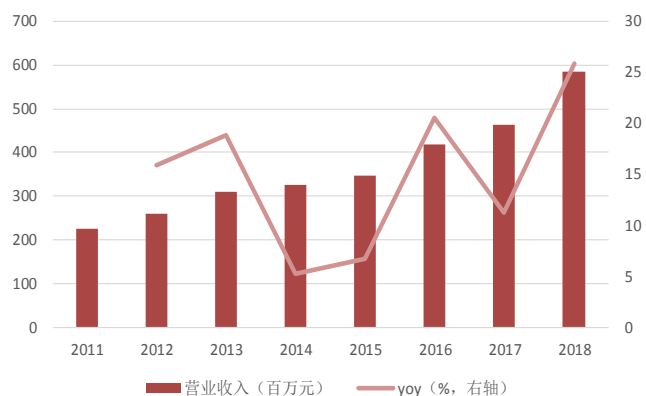
图 4：公司营业收入结构（2018 年）


数据来源：wind，西南证券整理

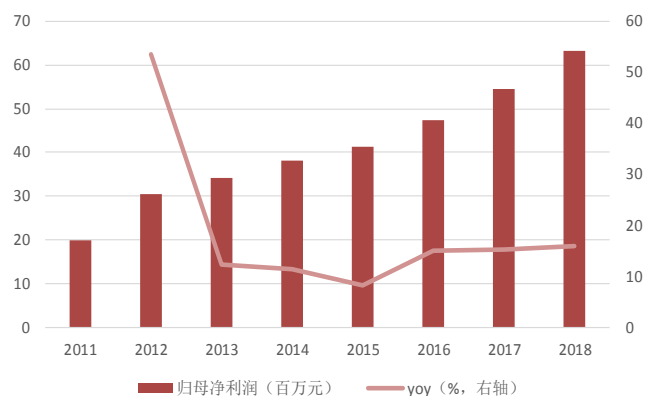
图 5：公司毛利结构（2018 年）


数据来源：wind，西南证券整理

公司业绩情况：2011 年以来，公司的收入端持续增长，归母净利润也基本与收入端同向变化。公司的收入增长主要来自公司主要产品的产能和销售量增长。

图 6：公司营业收入变动


数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润变动


数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1:2019-2021 年公司色母粒的销量为 5.5 万吨、7.5 万吨、8.3 万吨，毛利率为 20.5%、20.3%、20.1%；

假设 2：营创三征维持高开工率，营新化工逐步投产，按照并表时间考虑 2018 年的收入；

假设 3：由于信息不足，暂不考虑公司后续对锂电隔膜的投入和其带来的收入、利润。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	583.72	2020.97	2863.82	3356.59
	增速	25.8%	246.2%	41.7%	17.2%
	成本	462.08	1496.67	2124.78	2486.72
	毛利率	20.8%	25.9%	25.8%	25.9%
本部	收入	583.72	770.97	1051.32	1163.46
	增速	25.8%	32.1%	36.4%	10.7%
	成本	462.08	612.92	837.90	929.60
	毛利率	20.8%	20.5%	20.3%	20.1%
辽宁基地	收入		1250.00	1812.50	2193.13
	增速			45.0%	21.0%
	成本		883.75	1286.88	1557.12
	毛利率		29.3%	29.0%	29.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.95 元、1.27 元、1.55 元，2019-2021 年归母净利润复合增速 80%，考虑到未来新产能持续投放和辽宁基地带来的业绩提升，给予公司 2019 年 30 倍估值，对应目标价 28.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300261.SZ	雅本化学	6.11	0.17	0.25	0.32	0.44	35.94	24.44	19.09	13.89
300758.SZ	七彩化学	43.10	0.97	0.99	1.22	1.57	44.32	43.54	35.33	27.45
可比公司均值							40.13	33.99	27.21	20.67

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	583.72	2020.97	2863.82	3356.59	净利润	63.30	308.52	436.69	530.80
营业成本	462.08	1496.67	2124.78	2486.72	折旧与摊销	12.48	28.51	182.94	332.86
营业税金及附加	3.05	10.10	14.32	16.78	财务费用	4.79	10.10	14.32	0.00
销售费用	15.75	76.80	108.83	127.55	资产减值损失	1.14	8.00	8.00	8.00
管理费用	17.72	64.67	91.64	107.41	经营营运资本变动	229.60	-510.24	-413.56	-121.03
财务费用	4.79	10.10	14.32	0.00	其他	-237.36	-8.00	-6.00	-9.00
资产减值损失	1.14	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	73.94	-163.11	222.38	741.63
投资收益	9.22	0.00	0.00	0.00	资本支出	-88.80	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	18.79	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-70.02	-300.00	-300.00	-300.00
营业利润	70.41	354.62	501.94	610.12	短期借款	60.00	519.64	221.88	-331.22
其他非经营损益	0.15	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	70.56	354.62	501.94	610.12	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	7.26	46.10	65.25	79.32	支付股利	-48.00	-12.66	-45.66	-61.14
净利润	63.30	308.52	436.69	530.80	其他	-5.57	-10.10	-14.32	0.00
少数股东损益	0.00	80.22	131.01	159.24	筹资活动现金流净额	6.43	496.88	161.90	-392.36
归属母公司股东净利润	63.30	228.31	305.68	371.56	现金流量净额	11.20	33.77	84.29	49.28
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	168.33	202.10	286.38	335.66	成长能力				
应收和预付款项	126.94	430.68	616.91	722.46	销售收入增长率	25.76%	246.22%	41.71%	17.21%
存货	146.53	467.20	670.44	814.09	营业利润增长率	13.99%	403.67%	41.54%	21.55%
其他流动资产	2.84	9.83	13.93	16.33	净利润增长率	15.99%	387.43%	41.54%	21.55%
长期股权投资	170.48	170.48	170.48	170.48	EBITDA 增长率	15.26%	348.53%	77.81%	34.87%
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	229.63	502.12	748.19	972.32	毛利率	20.84%	25.94%	25.81%	25.92%
无形资产和开发支出	45.56	44.56	43.56	42.55	三费率	6.55%	7.50%	7.50%	7.00%
其他非流动资产	51.26	307.26	435.26	179.26	净利率	10.84%	15.27%	15.25%	15.81%
资产总计	941.56	2134.23	2985.15	3253.16	ROE	10.47%	34.27%	33.82%	30.14%
短期借款	160.00	679.64	901.52	570.30	ROA	6.72%	14.46%	14.63%	16.32%
应付和预收款项	168.12	542.66	779.09	907.73	ROIC	13.55%	35.44%	25.98%	23.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.02%	19.46%	24.41%	28.09%
其他负债	9.05	11.67	13.26	14.17	营运能力				
负债合计	337.17	1233.98	1693.87	1492.21	总资产周转率	0.66	1.31	1.12	1.08
股本	240.00	240.00	240.00	240.00	固定资产周转率	5.26	6.64	4.58	3.90
资本公积	145.53	145.53	145.53	145.53	应收账款周转率	6.22	8.93	6.73	6.16
留存收益	218.86	434.51	694.53	1004.95	存货周转率	3.24	4.88	3.73	3.34
归属母公司股东权益	604.40	820.04	1080.06	1390.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.16%	—	—	—
少数股东权益	0.00	80.22	211.22	370.46	资本结构				
股东权益合计	604.40	900.26	1291.28	1760.95	资产负债率	35.81%	57.82%	56.74%	45.87%
负债和股东权益合计	941.56	2134.23	2985.15	3253.16	带息债务/总负债	47.45%	55.08%	53.22%	38.22%
					流动比率	1.35	0.91	0.94	1.27
					速动比率	0.91	0.52	0.54	0.72
					股利支付率	75.83%	5.54%	14.94%	16.45%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.95	1.27	1.55
					每股净资产	2.52	3.42	4.50	5.79
					每股经营现金	0.31	-0.68	0.93	3.09
					每股股利	0.20	0.05	0.19	0.25
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	87.67	393.23	699.20	942.98					
PE	65.82	18.25	13.63	11.21					
PB	6.89	5.08	3.86	3.00					
PS	7.14	2.06	1.45	1.24					
EV/EBITDA	46.84	11.68	6.77	4.61					
股息率	1.15%	0.30%	1.10%	1.47%					

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悉范围内，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn