

证券研究报告—动态报告/公司快评

新三板

佳先股份 (430489)

无评级

化学试剂和助剂制造

重大事件快评

2020 年 07 月 17 日

环保 PVC 热稳定剂重要成分领先生产商，募资大力扩产

证券分析师：彭若恒

pengruoheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060002

事项：

公司于 2020 年 7 月 2 日完成公开发行申购，将于挂牌精选层。公司本次选择以净利润为为核心的入层标准“市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%”，公司市值按照发行价格 9.5 元/股，发行后 8528.7 万股计算为 8.10 亿元，2019/2018 年按入层指标计算的净利润分别为 3214/2232 万元，加权平均净资产收益率 14.26/10.96%。公司本次实际公开发行 2132.2 万股，认购金额 1.94 亿元（拟募集资金 1.92 亿元），其中 1.32 亿元拟投入“年产 7,000tDBM 及 1,000tSBM 生产项目（退市进园项目）”和“研发中心建设项目”两大项目。

国信新三板观点：1）公司为 PVC 环保热稳定剂重要成分的领先生产企业；2）2019/2020Q1 实现收入 1.56/0.35 亿元，同比+7.65/-0.23%，归母净利润 3571/911 万元，同比+41.13/+8.86%，2019 年 EPS 为 0.56 元，PE 为 14.15 倍（按发行价格为 17.02 倍）；4）风险提示：产品结构较单一；原材料价格波动；行业环保政策变化；首次发行失败。5）投资建议：公司专注于 PVC 环保热稳定剂助剂重要成分的生产研发，在细分领域内拥有较强的技术优势和领先地位，受到国内外优质下游客户的认可。产业链下游产品硬脂酸盐类热稳定剂较传统主流产品具有环保、无毒的显著优势，在当前塑料制品用热稳定剂向无铅化、环保化发展的背景下具有较广阔的市场空间。本次募投项目计划扩大核心产品产能至 3 倍以上，并将强化创新研发投入，有利于持续提升公司核心竞争力，进一步巩固巩固公司行业地位，可持续关注。

评论：

■ PVC 环保热稳定剂重要成分生产商，注重创新研发，所在细分领域内具有领先地位

公司成立于 2006 年，由蚌埠市国资委实际控制，是专业生产环保热稳定剂助剂成分的化工类高新技术企业，主要产品为两类 β -二酮化合物产品二苯甲酰甲烷（DBM）与硬脂酰苯甲酰甲烷（SBM），广泛应用于塑料制品的加工，具有环保、无毒的特性，是当前主流传统铅盐稳定剂的替代升级产品。

公司长期重视技术研发投入和提高自主创新能力，产品在生产工艺、原料配方、质量控制等方面形成了技术成熟优势。公司当前已拥有专利权 37 项，其中发明专利 6 项，承担的“二苯甲酰甲烷”项目、“硬脂酰苯甲酰甲烷”项目被列为国家火炬计划项目，并先后拥有多项安徽省省级科学技术成果，获评“安徽省认定企业技术中心”；作为细分领域内的领先企业，公司也是我国化工行业《二苯甲酰甲烷》和《硬脂酰苯甲酰甲烷》行业标准的主起草单位，并率先完成了欧盟 REACH 法规中 DBM 产品的领头注册。

经过多年专注深耕，公司产品及“佳先”品牌得到了市场的良好认可，已积累了一批需求大、实力雄厚、信誉良好、业务关系持续稳定的国内外优质客户，形成了较高的知名度和影响力，据不完全统计，公司在 DBM、SBM 产品市场上的产能占比约为 24%。良好市场地位和客户资源也有利于公司及时洞悉下游需求，把握下游产业最新动向和发展趋势，持续保持竞争优势。

■ 控股股东为蚌能集团，实际控制人为蚌埠市国资委，高管以核心技术人员为主

公司控股股东蚌能集团直接持有公司股份 36.58%，实际控制人为蚌埠市国资委，通过蚌能集团、蚌投集团和忠城创投共计持有公司 39.29% 的股份，其余公司 5% 以上股东为海通齐东股权投资基金（持股 8.73%），而员工股东共计持有公司股份 6.55%。公司总经理黄先胜为前线技术人员出身，曾于研发、生产和技术部门担任主要负责人，对公司的研发及技术成果取得起到重要推动作用，副总经理周星源同样技术人员出身，曾主管公司生产部门，参与核心项目，二人皆为公司的核心技术人员，其余高管包括职工董事、副总经理丁柱等 2 人。此外黄胜先、丁柱和周星源直接持有公司共计 1.18% 的股份。

表 1：公司核心管理层情况

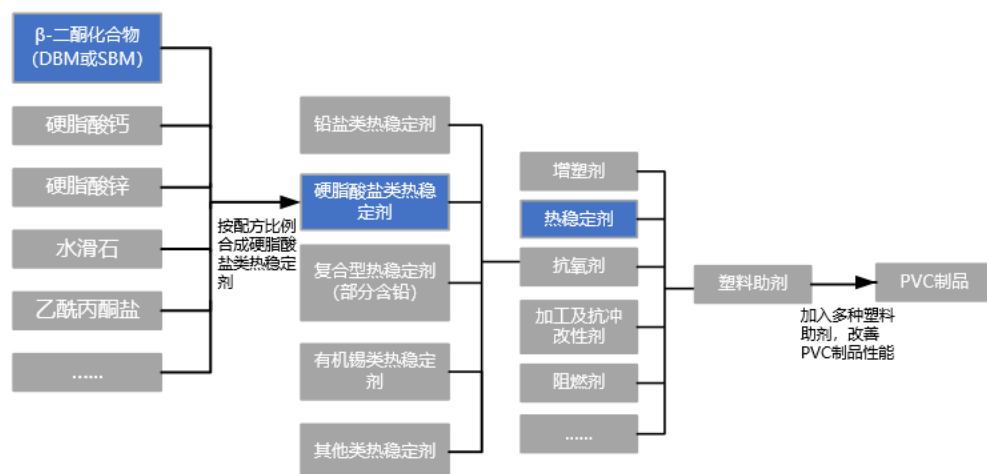
人员	公司职务、身份	个人履历
李兑	董事长	1964 年出生，硕士研究生学历。曾于蚌埠热电厂，任锅炉分厂主任、企管科科长；蚌埠珠电实业总公司总经理；2004 年至今任职于蚌能集团，先后任董事、总经理、董事长；2006 年至 2009 年任佳先有限总经理；2009 年至今任发行人董事长；现任蚌能集团董事长，公司董事长。
黄先胜	总经理	1966 年出生，高级工程师，本科学历。曾任中煤三建总机厂质检科技术员，中煤三建（集团）化工总厂工程师、车间副主任、主任、副厂长、厂长；2006 年进入公司任职，历任实验室主任、生产部部长、技术部部长 2009 年至今任总经理。本人系《二苯甲酰甲烷》和《硬脂酰苯甲酰甲烷》标准的主要起草人之一，参与“PVC 系列新型环保辅助热稳定剂”项目，并参与研制“硬脂酰苯甲酰甲烷产业化开发”。
汪静	董事、董事会秘书、财务总监	1968 年出生，高级会计师，本科学历。曾任蚌埠热电厂统计员、蚌埠珠电实业总公司主管会计、蚌埠能源集团主管会计，2009 年起进入公司任计财部副部长，后任财务总监、董事会秘书，现任发行人董事、财务总监、董事会秘书。
丁柱	职工董事、副总经理	1966 年出生，本科学历。曾任安徽省淮河轮船运输公司会计员、蚌埠淮丰食品厂厂长、水厂经理、旅行社负责人；2009 年起进入公司任副总经理，2017 年起兼任董事。
周星源	副总经理	1970 年出生。曾任蚌埠热电厂主管、蚌埠热电有限公司化工生产主管，2006 年起进入公司。先后任生产主管、生产部部长、总经理助理，2017 年起任副总经理；参与的“PVC 系列新型环保辅助热稳定剂”的项目先后于 2014 年获得安徽省人民政府颁发的安徽省科学技术奖三等奖、2016 年中国塑料加工工业协会授予的“十二五”塑料加工业优秀科技成果称号。

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

■ 主营分析：生产两类 β 二酮化合物，为塑料添加剂中热稳定剂的原料之一，用于改善 PVC 性能

公司的主要产品 DBM 和 SBM 皆为 β 二酮化合物，是塑料添加剂中热稳定剂的重要原料之一，用于改善聚氯乙烯（PVC）制品的性能。PVC 作为五大通用塑料之一，运用十分广泛，但本身存在耐热性差、抗冲击强度差、韧性差、易老化变质等诸多缺陷，为此通常需要在生产过程中添加各种塑料助剂以改变或增强性能，方能用于特定领域产品。 β -二酮化合物作为硬脂酸盐类热稳定剂不可缺少的组成部分，在提高热稳定性、抑制锌烧和光稳定性等方面有着重要的作用，上述几类化合物的产业链关系如下：

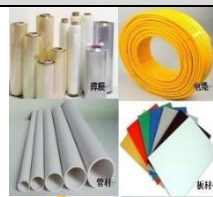
图 1：公司主要产品的产业运用领域



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

将两种产品对比来看，二者虽同为热稳定剂原料，基本功能相同，但因性质不同而在终端塑料产品的运用领域有很大差异，不存在实质上的竞争替代关系。其中 SBM 为高端产品，可用于食品及药品的包装物、器皿和玩具等，经过了美国 FDA 的认证许可，价格相对较高，而 DBM 主要运用于 PVC 软制品及硬制品，如薄膜、PVC 异型材、PVC 管材管件、电线电缆、板材等，具体情况如下：

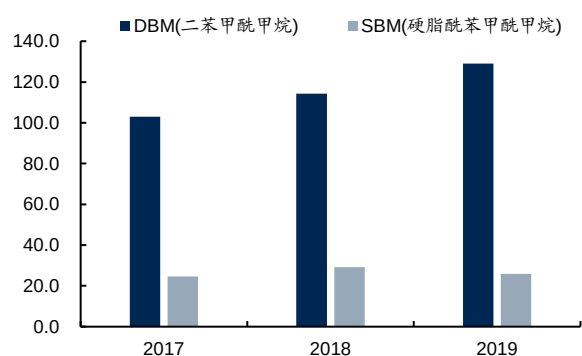
表 2：公司主营产品具体情况

产品名称	类型属性	价格	应用领域	主要应用领域图片
DBM(二苯甲酰甲烷)	新型环保β-二酮产品	相对低	主要应用于 PVC 软制品及硬制品，如薄膜、PVC 异型材、PVC 管材管件、电线电缆、板材等	
SBM(硬脂酰苯甲酰甲烷)	食品级β-二酮产品	相对高	经美国 FDA 许可，适用于食品、药品接触的 PVC 材料，特别适用于浅色透明制品，如玩具、食品包装袋、医疗器材及水杯等。	

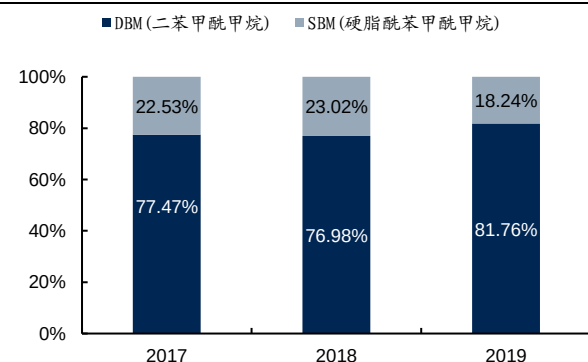
资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

收入结构方面，2019 年公司主营业务收入为 1.55 亿元（+8.00%），其中大部分为 DBM 产品收入，为 1.29 亿元（+12.92%，占比 83.30%），SBM 产品收入 0.26 亿元（-11.28%，占比 16.70%）。

从毛利润结构来看，公司 DBM 产品贡献绝大部分毛利，2019 年占比为 81.76%（毛利率 38.44%），SBM 毛利润占比为 18.24%（毛利率 42.76%）。

图 2：2017-2019 按产品服务分类收入（百万元）


资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

图 3：2017-2019 按产品服务分类毛利润占比


资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

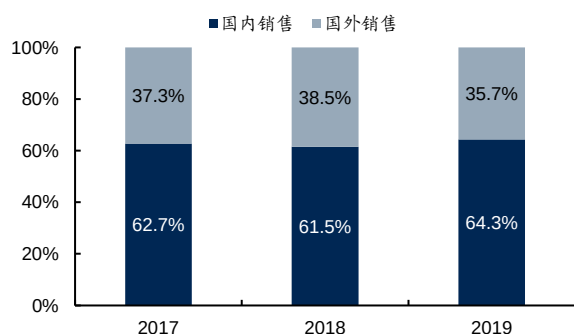
公司主要客户分为 PVC 环保热稳定剂生产厂商和化工产品贸易商两类，其中前五大客户主要为行业内知名跨国集团或规模较大知名度较高的企业，包括全球领先的塑料添加剂供应商百尔罗赫集团及知名日本化工企业 ADEKA 在中国设立的子公司艾迪科精细化工等，大部分与公司形成常年稳定合作关系。2017-2019 年公司前五大客户合计销售收入占营收比例分别为 32.91%、35.69%和 39.90%，具体情况如下：

表 3：公司前五大客户情况

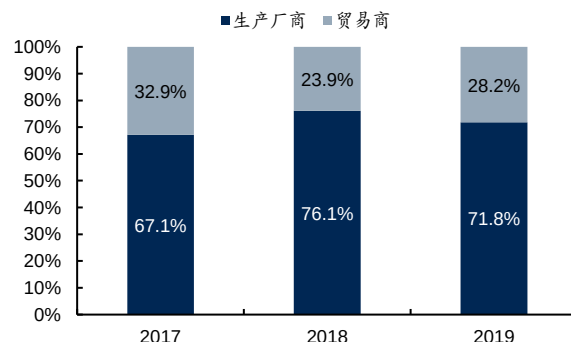
排序	2019 客户名称	营收占比	2018 客户名称	营收占比	2017 客户名称	营收占比
1	百尔罗赫塑料添加剂（江苏）有限公司及相关公司	11.35%	艾迪科精细化工（上海）有限公司	10.43%	百尔罗赫塑料添加剂（江苏）有限公司及相关公司	9.86%
2	艾迪科精细化工（上海）有限公司及相关公司	6.46%	百尔罗赫塑料添加剂（江苏）有限公司及相关公司	10.22%	宜兴市黎森进出口有限公司	9.27%
3	南通艾德旺化工有限公司	5.62%	DYNASTY CHEMICALS LIMITED	5.21%	艾迪科精细化工（上海）有限公司	8.58%
4	上海奥腾化工有限公司	4.83%	KARINA INDUSTRIA E COMERCIO DE PLASTICOS LTDA	5.07%	NEW WINBOO CHEMICAL CO.,LTD	7.85%
5	IRE CORPORATION	4.65%	上海奥腾化工有限公司	4.76%	RECORPORATION	4.34%
合计		32.91%	合计	35.69%	合计	39.90%

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

公司采取买断式直销模式销售产品，通过内贸部和外贸部开销售，产品推广和新客户开发主要通过通过行业会议、行业展会、客户拜访、客户介绍等方式进行。分区域来看，公司销售以国内为主，近三年销售占比皆略高于 60%，相对稳定；分客户类型来看，公司主要销售予生产类厂商，近三年销售占比在 70%左右，其余为贸易商。

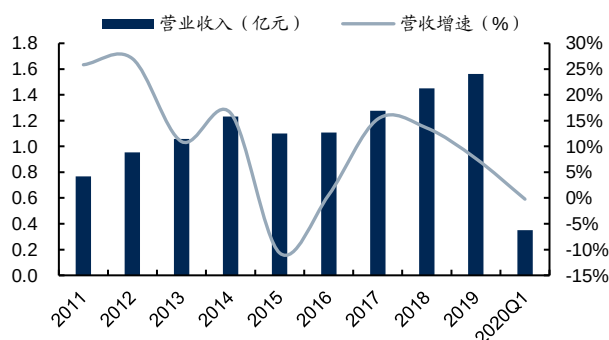
图 4：2017-2019 分地区销售收入占比


资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

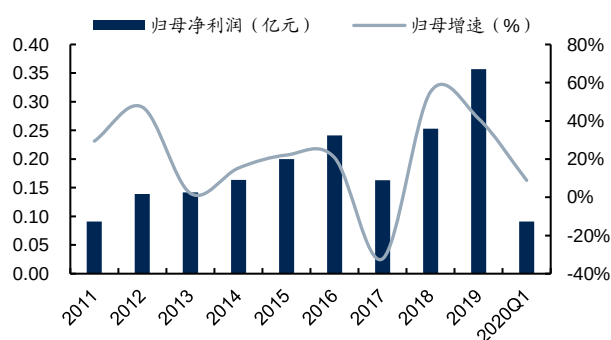
图 5：2017-2019 分客户销售收入占比


资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

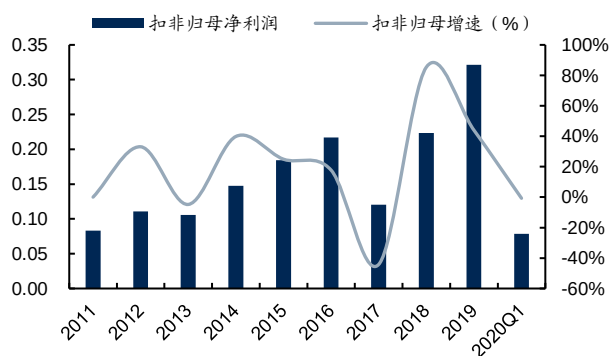
■ 公司财务情况

图 6：2011-2020Q1 营业收入及增速（亿元）


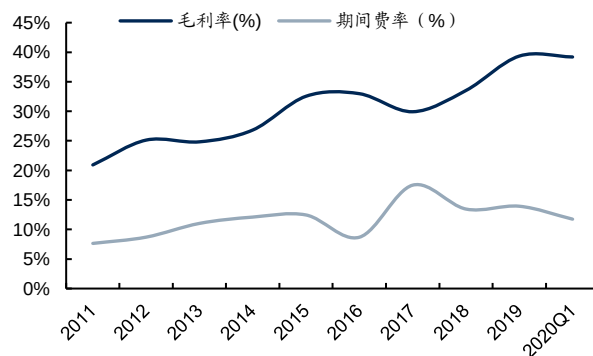
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：2011-2020Q1 归母净利润及增速（亿元）


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

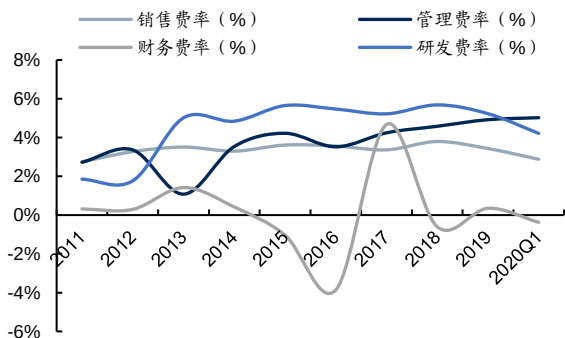
图 8：2011-2020Q1 扣非归母及增速（亿元）


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：2011-2020Q1 毛利率及期间费用率


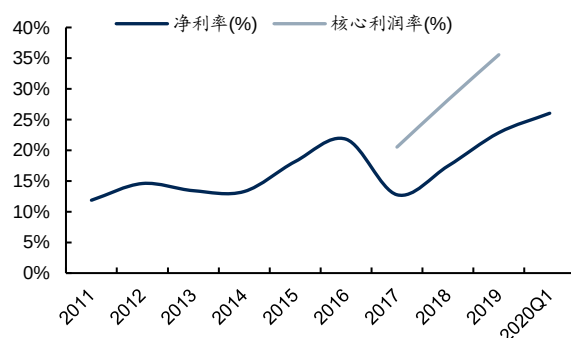
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10: 2011-2020Q1 四项期间费用率



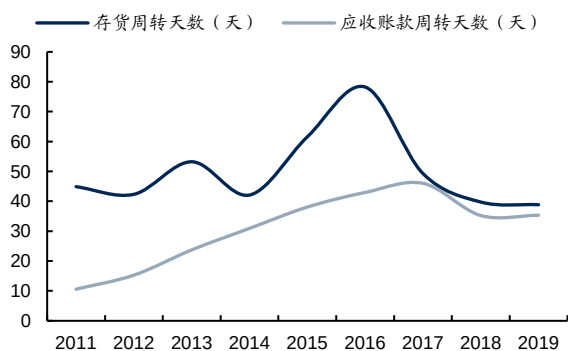
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2011-2019 净利率及核心利润率



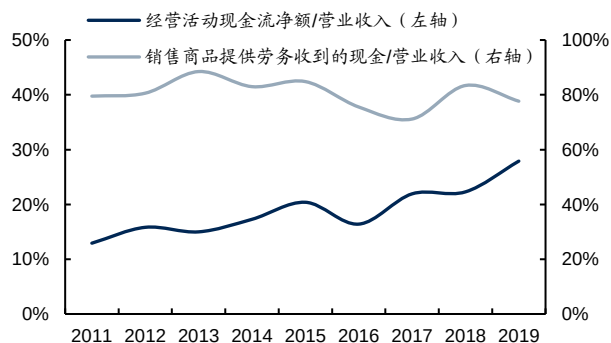
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
核心利润率: 毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 12: 2011-2019 存货及应收周转天数



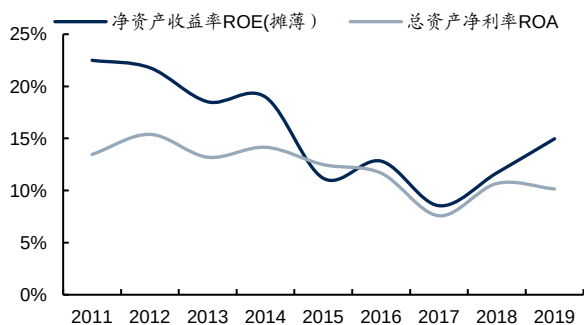
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 2011-2019 现金流情况



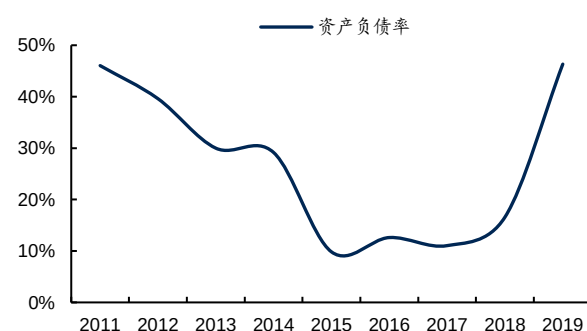
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2011-2019 净资产收益率及总资产净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2011-2019 资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 募投项目：核心产品大力度扩产，同步推进产能升级，强化创新研发投入

公司本次拟募集资金 19187.00 万元，主要投入“年产 7,000tDBM 及 1,000tSBM 生产项目（退市进园项目）”和“研发中心建设项目”2 个项目，合计 13187.00 万元，具体情况如下：

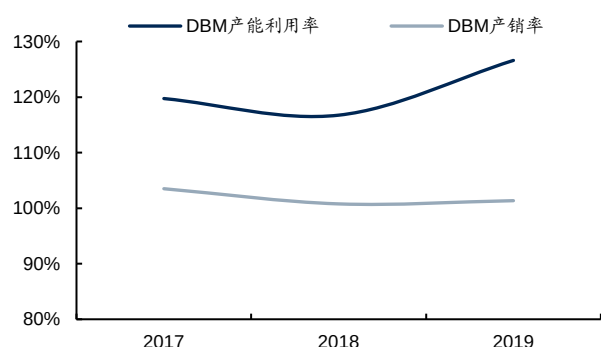
表 4：募投项目情况

项目序号	项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投入额（万元）	备案、环评情况	建设周期
1	年产 7,000tDBM 及 1,000tSBM 生产项目（退市进园项目）	32,434.50	10,000.00	蚌发改工高（2016）5 号；蚌环许（2016）34 号、蚌环许（2018）15 号	18 个月
2	研发中心建设项目	3,187.08	3,187.00	项目编码：2020-340311-73-03-016098；淮环许（2020）8 号	18 个月
3	补流及偿还银行贷款	6,000.00	6,000.00	-	-
合计		41,621.58	19,187.00		

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

（1）本次核心募投项目“年产 7,000tDBM 及 1,000tSBM 生产项目”主要内容为建设采用先进、成熟生产工艺的全新 DBM 及 SBM 生产基地，预计将大幅提升公司核心产品产能至当前 3 倍以上，解决当前产能不足问题，满足业务扩张需求。具体来看，公司当前 DBM 和 SBM 产能分别为 2600 和 1000 吨，其中 DBM 产能利用率连续 3 年超过 100%，两者产销率也基本每年都在 100% 以上，而按照规划项目达产后将合计增加两大产品产能 222%，其中 DBM 和 SBM 分别增加 269% 和 100%。此外，苯乙酮及苯脂酸甲脂两个中间产品将实现自产，有利于把控品质的稳定性和控制生产成本。

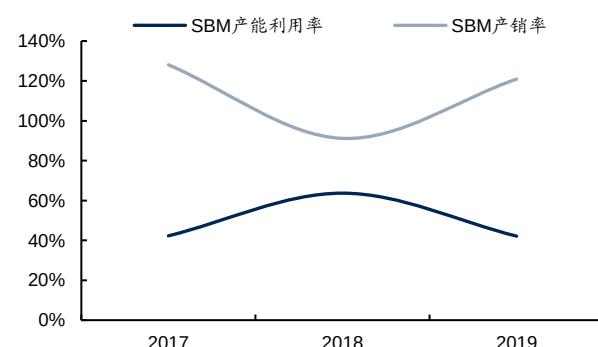
图 16：2017-2019 年 DBM 产能利用率和产销率



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

注：，2018-2019 年产能利用率超过 100% 的原因是对生产过程中产生的母液进行回收提取加工成产品所致；2017 年度产销率超过 100% 主要系销售部分前期库存商品；2019 年产销率超过 100% 主要系销售部分前期库存商品及部分外购产品所致。

图 17：2017-2019 年 SBM 产能利用率和产销率



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

注：产销率超过 100% 的情况如 DBM 注释

（2）“研发中心建设项目”建设内容主要包括场地建造和装修、研发、检测设备的购置、研发费用投入等。建成后的新研发中心将集核心技术研究、产品检测、新产品开发为一体，有望加速推进当前在研的 6 个课题项目进展，包括二苯甲酰甲烷技术优化、硬脂酰苯甲酰甲烷技术优化等，并促进新项目、新产品的研发，持续增强公司核心竞争力。

■ 投资建议

公司专注于 PVC 环保热稳定剂助剂重要成分的生产研发，在细分领域内拥有较强的技术优势和领先地位，受到国内外优质下游客户的认可。产业链下游产品硬脂酸盐类热稳定剂较传统主流产品具有环保、无毒的显著优势，在当前塑料制品用热稳定剂向无铅化、环保化发展的背景下具有较广阔的市场空间。本次募投项目计划扩大核心产品产能至 3 倍以上，并将强化创新研发投入，有利于持续提升公司核心竞争力，进一步巩固巩固公司行业地位，可持续关注。

■ 风险提示：产品结构较单一；原材料价格波动；行业环保政策变化；首次发行失败

单击此处输入文字。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032