

## 光引发剂行业龙头，看好未来发展

### 投资要点

- **事件:** 近期，我们对公司进行了调研。
- **光引发剂行业细分龙头，具原料优势。** 公司主要从事光引发剂、巯基化合物及其衍生物的研发、生产和销售的企业，主要产品光引发剂 907 在国内市场市占率第一。公司拥有 907 原料茴香硫醚规模化生产的实力，具备从原料到最终产品的全产业链生产能力，成本优势和原材料保障优势明显。目前公司拥有两个生产基地，分别在上虞和江西，分别生产光引发剂系列产品和巯基化合物及其衍生物系列产品，产能均为 2000 吨。
- **战略目标明确。** 公司战略目标明确，在中短期内会专注于光固化及中间体这两大化工新材料领域的发展，定下两大目标，第一，成为光固化行业优秀的供应商及应用系统方案的提供商。第二，在巯基化合物方面，成为领先的中间体供应商。
- **光引发剂行业处于整合阶段，环保限制新进入者。** 光引发剂行业经过几十年的充分竞争，目前逐步呈现出集中趋势，国际市场，IGM Resins 兼并 Lamberti，国内市场，北京英力已经被 IGM Resins 收购，天津久日化学收购常州华钛。在目前环保和行业政策环境下，中间体原料的供应稳定性成为企业生产是否持续的关键，行业的壁垒增加，环保限制了新进入者。
- **原材料价格上涨推升，低价订单消化完成，公司第三季度开始提价。** 今年以来原材料价格出现大幅上涨，公司在消化完成中短期订单之后，开始调整产品价格，因此第三季度收入出现环比 33.29% 的增长。预计随着后续低价订单陆续消化完成，公司产品价格将会持续调整到合理水平。
- **股权激励有利于公司长远发展。** 公司 2017 年限制性股票激励计划的考核期为 2017-2019 年，业绩考核目标为以 2016 年归属于上市公司股东的净利润为基数，2017-2019 年公司扣除股份支付费用影响后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 5%、40%、60%，股权激励有利于公司人才战略的实施，有利于公司长远发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.56 元、0.73 元和 0.92 元，未来三年归母净利润复合增速 23.5%，暂不给予目标价，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 环保风险，安全生产风险，市场风险，产品价格下降或原材料价格上涨造成公司盈利能力下降的风险，技术风险，汇率风险，税收风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	385.21	441.85	502.87	569.70
增长率	0.29%	14.70%	13.81%	13.29%
归属母公司净利润(百万元)	60.26	69.53	89.97	113.51
增长率	44.33%	15.38%	29.38%	26.17%

### 西南证券研究发展中心

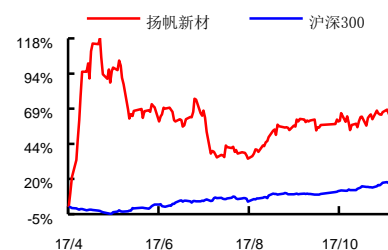
分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话:  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

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

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23605349  
邮箱: lihaiy@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)	1.23
流通 A 股(亿股)	0.30
52 周内股价区间(元)	14.43-31.5
总市值(亿元)	26.31
总资产(亿元)	6.68
每股净资产(元)	4.48

### 相关研究

每股收益 EPS (元)	0.49	0.56	0.73	0.92
净资产收益率 ROE	21.62%	11.99%	13.71%	15.10%
PE	44	38	29	23
PB	9.44	4.54	4.01	3.50

数据来源: Wind, 西南证券整理



## 目录

1 公司概况: 国内光引发剂和巯基化合物的领军企业.....	1
2 行业分析: 光引发剂行业集中趋势明显.....	2
3 盈利预测与估值.....	2
4 风险提示.....	3

## 图目录

图 1: 公司 2017 年上半年主营业务结构情况 .....	1
图 2: 公司 2017 年上半年主营业务毛利情况 .....	1
图 3: 公司 2012 年以来营业收入及增速 .....	1
图 4: 公司 2012 年以来净利润及增速 .....	1

## 表目录

表 1: 公司主要产品基本情况 .....	1
附表: 财务预测与估值 .....	4

## 1 公司概况：国内光引发剂和巯基化合物的领军企业

公司主要从事光引发剂产品及巯基化合物及衍生产品等精细化工新材料的研发、生产和销售。公司主要产品为光引发剂 907、巯基化合物系列产品等，是全球光引发剂及巯基化合物主要生产供应商之一。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、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品和农药制造。

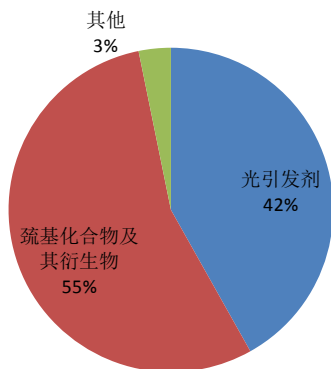
**表 1：公司主要产品基本情况**

类别	品种	主要特点
光引发剂	907 等	光固化胶黏剂的重要组成部分之一，它对固化速率起着决定性作用。光引发剂受紫外光照射后，吸收光的能量，分裂成 2 个活性自由基，引发光敏树脂和活性稀释剂发生连锁胶合，使胶黏剂交联固化，其特点是快速的引发效率、环保、节能。
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。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

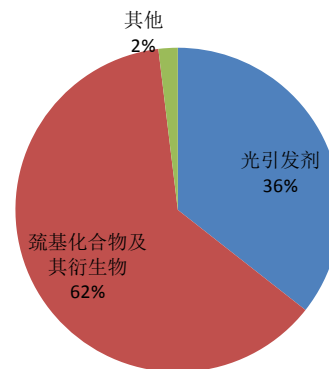
公司主营业务结构：公司主要产品收入来自于光引发剂和巯基化合物及其衍生物，其中巯基化合物及其衍生物的收入和毛利占比略高于光引发剂。

**图 1：公司 2017 年上半年主营业务结构情况**



数据来源：公司中报，西南证券整理

**图 2：公司 2017 年上半年主营业务毛利情况**

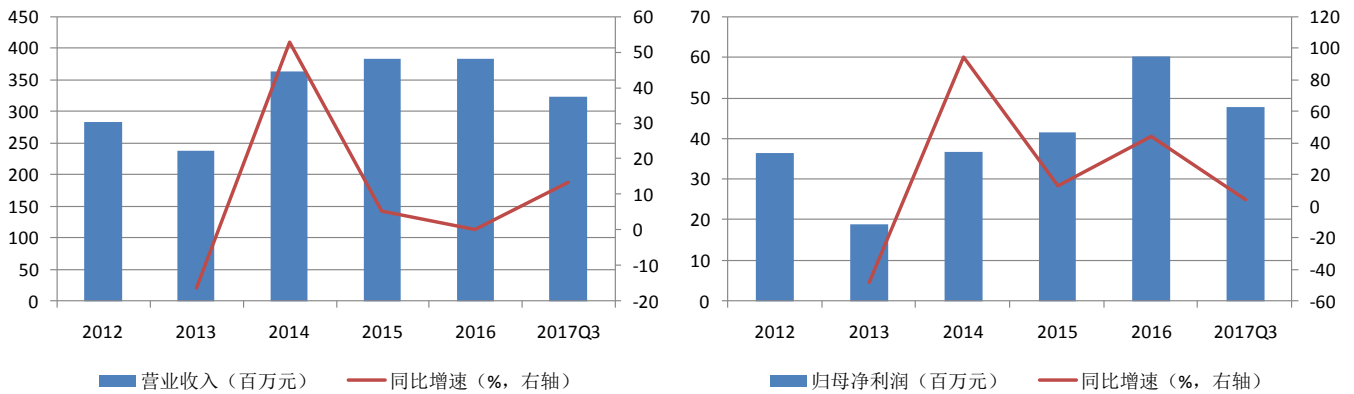


数据来源：公司中报，西南证券整理

公司业绩状况：公司由于光引发剂和巯基化合物的产能近三年来一直维持 2000 吨的水平，公司营业收入和归母净利润变动幅度不大，未来随着公司募投项目和其他产品产能的逐步投出，公司营业收入和净利润将会持续提升。

**图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速**

**图 4：公司 2012 年以来净利润及增速**



数据来源：公司公告，西南证券整理

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 行业分析：光引发剂行业集中趋势明显

目前在国际市场，光引发剂企业基本形成了以巴斯夫、意大利 Lamberti、IGMResins 等大型跨国企业为主的垄断局面，随着 Lamberti 被 IGM Resins 兼并，垄断趋势日益增强，这些企业拥有较强的技术实力、产品创新研发和应用研发实力，但是由于中国成为世界工厂，光引发剂的终端应用市场，如手机、家电、电路板等行业正由国外向中国等新兴国家转移，并且国外整体实体经济的长期低迷不振，光引发剂企业并购风波给研发体系带来动荡，关键产品的化合物专利到期，中国生产工艺技术水平的迅速提高，研发能力日益增强等因素的共同影响，国外光引发剂的产能一直未有效扩大。

在国内，光引发剂生产企业从最初的几百家，经过十多年充分市场竞争后，集中趋势日益明显，根据辐射固化专业委员会的统计，2011 年光引发剂企业已经集中至 17 家，2013 年 13 家，2014 年天津九日化学收购常州华钛后，集中趋势愈发明显。目前行业内的主要企业包括发行人、天津久日化学、北京英力（已被 IGM Resins 收购）等。未来，伴随国内对化工企业环保要求的逐步严格、下游应用领域向更高精尖端发展，国内行业不排除进一步集中的可能。在巯基化合物领域。发行人市场份额较为稳定，主要竞争对手为日本住友精化，国内竞争对手规模相对较小，尚未构成明显竞争关系。

## 3 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：2017-2019 年，公司巯基化合物销量 1320 吨、1500 吨、1700 吨，不含税均价为 18 万元/吨、18.5 万元/吨、19 万元/吨，毛利率 38%、40%、42%，光引发剂销量 2000 吨、2200 吨、2400 吨，不含税均价 9.8 万元/吨、9.85 万元/吨、9.9 万元/吨，毛利率 26%、28%、30%；

假设 2：不考虑公司外购产品并销售的情况；

假设 3：由于募投项目目前尚未开始建设，暂不考虑募投项目的影响。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 3: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	385.2	441.9	502.9	569.7
	增速	0.3%	14.7%	13.8%	13.3%
	成本	251.0	298.5	329.0	360.5
	毛利率	34.8%	32.4%	34.6%	36.7%
轮胎	收入	205.25	237.60	277.50	323.00
	增速	7.1%	15.8%	16.8%	16.4%
	成本	128.35	147.31	166.50	187.34
	毛利率	37.5%	38.0%	40.0%	42.0%
其他业务	收入	172.11	196.00	216.70	237.60
	增速	-7.3%	13.9%	10.6%	9.6%
	成本	116.78	145.04	156.02	166.32
	毛利率	32.1%	26.0%	28.0%	30.0%
其他业务	收入	7.86	8.25	8.67	9.10
	增速	15.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	5.91	6.19	6.50	6.82
	毛利率	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 4 风险提示

环保风险, 安全生产风险, 市场风险, 产品价格下降或原材料价格上升造成公司盈利能力下降的风险, 技术风险, 汇率风险, 税收风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	385.21	441.85	502.87	569.70	净利润	60.26	69.53	89.97	113.51
营业成本	251.04	298.54	329.02	360.48	折旧与摊销	22.52	20.46	31.86	45.83
营业税金及附加	3.81	3.62	4.31	3.93	财务费用	1.06	-0.48	-2.23	0.14
销售费用	7.88	6.63	7.54	8.55	资产减值损失	0.04	2.00	2.00	2.00
管理费用	46.98	49.05	55.32	59.82	经营营运资本变动	-4.02	-36.84	-9.51	-5.76
财务费用	1.06	-0.48	-2.23	0.14	其他	16.27	-2.00	0.00	-3.00
资产减值损失	0.04	2.00	2.00	2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	96.13	52.67	112.08	152.72
投资收益	-7.38	0.00	0.00	0.00	资本支出	5.05	-150.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	3.94	0.00	0.00	0.00	其他	-34.24	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-29.20	-150.00	-250.00	-250.00
<b>营业利润</b>	70.96	82.50	106.90	134.78	短期借款	-30.23	-130.10	57.09	122.09
其他非经营损益	0.76	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	71.72	82.50	106.90	134.78	股权融资	0.00	246.00	0.00	0.00
所得税	11.45	12.97	16.94	21.27	支付股利	-36.00	-12.05	-13.91	-17.99
净利润	60.26	69.53	89.97	113.51	其他	38.96	-1.68	2.23	-0.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-27.27	102.17	45.41	103.97
归属母公司股东净利润	60.26	69.53	89.97	113.51	<b>现金流量净额</b>	42.88	4.84	-92.51	6.68
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	137.95	142.79	50.29	56.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	49.16	68.32	73.30	82.91	销售收入增长率	0.29%	14.70%	13.81%	13.29%
存货	63.25	93.56	100.51	102.67	营业利润增长率	57.14%	16.27%	29.57%	26.08%
其他流动资产	0.10	0.11	0.12	0.14	净利润增长率	44.33%	15.38%	29.38%	26.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.65%	8.40%	33.23%	32.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	176.78	306.74	525.30	729.89	毛利率	34.83%	32.43%	34.57%	36.72%
无形资产和开发支出	17.44	17.04	16.65	16.25	三费率	14.52%	12.49%	12.06%	12.02%
其他非流动资产	6.00	5.98	5.96	5.94	净利率	15.64%	15.74%	17.89%	19.93%
<b>资产总计</b>	450.68	634.55	772.13	994.77	ROE	21.62%	11.99%	13.71%	15.10%
短期借款	130.10	0.00	57.09	179.18	ROA	13.37%	10.96%	11.65%	11.41%
应付和预收款项	36.75	49.19	53.50	58.38	ROIC	19.90%	17.74%	14.89%	13.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.54%	23.19%	27.15%	31.73%
其他负债	5.13	5.33	5.46	5.60	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	171.98	54.53	116.05	243.16	总资产周转率	0.83	0.81	0.71	0.64
股本	90.00	123.28	123.28	123.28	固定资产周转率	2.32	1.86	1.21	0.91
资本公积	81.36	294.08	294.08	294.08	应收账款周转率	9.77	11.07	10.55	10.67
留存收益	105.19	162.67	238.73	334.25	存货周转率	3.86	3.81	3.36	3.50
归属母公司股东权益	278.71	580.03	656.08	751.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.61%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	278.71	580.03	656.08	751.60	资产负债率	38.16%	8.59%	15.03%	24.44%
负债和股东权益合计	450.68	634.55	772.13	994.77	带息债务/总负债	75.65%	0.00%	49.19%	73.69%
					流动比率	1.49	6.04	2.00	1.01
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	速动比率	1.11	4.18	1.10	0.59
EBITDA	94.53	102.48	136.53	180.75	股利支付率	59.74%	17.33%	15.46%	15.85%
PE	43.65	37.83	29.24	23.18	<b>每股指标</b>				

PB	9.44	4.54	4.01	3.50	每股收益	0.49	0.56	0.73	0.92
PS	6.83	5.95	5.23	4.62	每股净资产	2.26	4.71	5.32	6.10
EV/EBITDA	20.17	24.22	19.28	15.20	每股经营现金	0.78	0.43	0.91	1.24
股息率	1.37%	0.46%	0.53%	0.68%	每股股利	0.29	0.10	0.11	0.15

数据来源: Wind, 西南证券整理



## 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。

本报告仅供本公司客户使用，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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@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
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn