

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 35.60

当前价格: 22.26

2018.06.21

交易数据

52周内股价区间(元)	16.80-27.50
总市值(百万元)	2,744
总股本/流通A股(百万股)	123/64
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	52%
日均成交量(百万股)	2.28
日均成交值(百万元)	53.32

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	592
每股净资产	4.81
市净率	4.6
净负债率	-31.76%

EPS(元)	2017A	2018E
Q1	0.09	0.22
Q2	0.11	0.23
Q3	0.20	0.23
Q4	0.14	0.21
全年	0.53	0.89

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	16%	-2%
相对指数	1%	27%	0%

扬帆新材(300637)

细分行业小而美, 扩产支撑高增长

——扬帆新材首次覆盖报告

	李明刚(分析师)	杨思远(研究助理)
	0755-23976766	021-38032031
	liminggang@gtjas.com	yangsy@gtjas.com
证书编号	S0880517050009	S0880117010029

本报告导读:

公司是以巯基化合物为核心延伸的光引发剂和医药中间体厂商,在环保趋严态势下作为行业龙短期产品价格上涨推动业绩增长,长期产品拓宽产品线巩固龙头地位。

投资要点:

首次覆盖给予“增持”评级,目标价 35.6 元:我们预计公司 2018-2020 年营收 5.69/9.23/14.43 亿元,实现归母净利 1.09/1.52/2.15 亿元,对应 EPS0.89/1.23/1.75 元,参考可比公司给予 2018 年 40 倍 PE 估值,对应 18 年 PEG 为 1.02,目标价 35.6 元,首次覆盖给予“增持”评级。

国内光引发剂龙头,受益于行业供需格局改善:公司是以巯基化合物为核心延伸的光引发剂以及医药中间体生产商,目前具有 2000 吨/年光引发剂以及 1500 吨/年巯基化合物生产能力,为国内龙头,其光引发剂 907 在全球市占率超过 60%。行业受益于环保形势日趋严格,不具备技术、环保优势的中小产能生产持续受到限制,在下游 PCB 保持 10% 的需求增速下供给结构持续改善,公司作为行业龙头受益显著。

巯基化合物下游导入进入收获期,高增长有望持续:巯基化合物被广泛应用于医药、农药中间体制造。公司与日本住友精化为全球主要巯基化合物生产厂商,格局较为稳定。公司近年来将大量新产品导入下游医药厂商。得益于前期项目导入后下游市场的放量,2018Q1 公司业绩实现高增长。我们预计经过 3-5 年的积累,公司有望受益下游产品的放量持续高增长。

2.9 万吨光引发剂以及医药中间体项目支持未来高增长:公司通过在内蒙古建设 1.1 万吨光引发剂以及 1.8 万吨医药中间体以及衍生物项目将有效扩展产能解决产能瓶颈,拓宽产品线。同时预计公司光引发剂产品线不断拓展将支撑未来三年业绩高增长。

风险提示:环保突发性事件,环保力度不及预期。

财务摘要(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	385	436	569	923	1,443
(+/-)%	0%	13%	30%	62%	56%
经营利润(EBIT)	76	74	118	168	240
(+/-)%	48%	-2%	59%	42%	43%
净利润(归母)	60	65	109	152	215
(+/-)%	44%	8%	68%	39%	41%
每股净收益(元)	0.49	0.53	0.89	1.23	1.75
每股股利(元)	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率(%)	19.6%	17.0%	20.8%	18.2%	16.6%
净资产收益率(%)	21.6%	11.6%	16.6%	19.0%	21.5%
投入资本回报率(%)	23.4%	17.1%	46.6%	61.5%	77.1%
EV/EBITDA	20.8	26.8	16.8	11.8	7.9
市盈率	46.6	43.0	25.7	18.4	13.0
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%

模型更新时间: 2018.06.21

股票研究

原材料
基础化工

扬帆新材 (300637)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 35.60

当前价格: 22.26

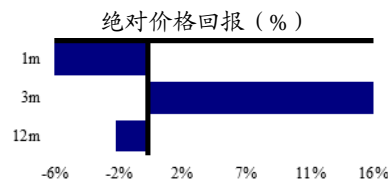
2018.06.21

公司网址
www.zjyxfc.com

公司简介

公司是一家中外合资企业,是在浙江寿尔福化学有限公司的基础上发展改组成的股份有限公司,致力于光引发剂、医药、农药、染料等领域精细化学品中间体产品的研发、生产和销售。

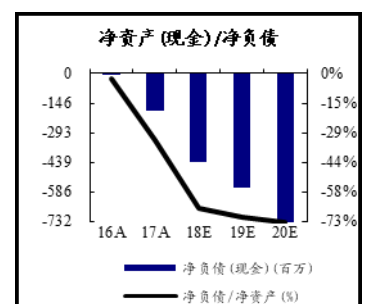
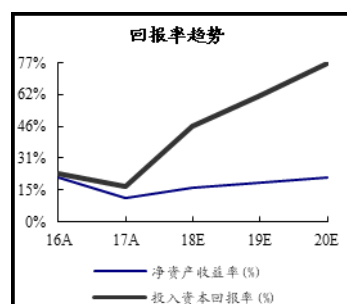
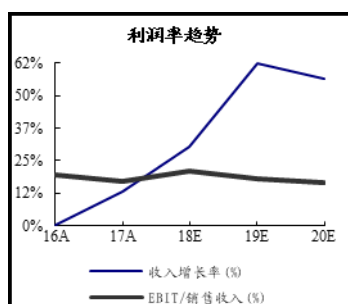
其中,907光引发剂产品和芳香族含硫化合物苯硫酚等系列产品均处于行业全球主导地位。



52周价格范围 16.80-27.50
市值(百万) 2,744

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业总收入	385	436	569	923	1,443
营业成本	251	295	361	610	976
税金及附加	4	4	7	11	18
销售费用	8	9	11	18	29
管理费用	47	55	71	116	181
EBIT	76	74	118	168	240
公允价值变动收益	4	0	0	0	0
投资收益	-7	3	3	3	3
财务费用	1	4	0	0	0
营业利润	71	70	121	170	243
所得税	11	10	17	23	33
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	60	65	109	152	215
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	138	186	440	564	733
其他流动资产	0	121	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	178	179	158	137	117
无形及其他资产	20	21	17	16	15
资产合计	451	649	772	979	1,281
流动负债	168	82	112	179	277
非流动负债	4	4	0	0	0
股东权益	279	564	661	800	1,003
投入资本(IC)	271	377	220	236	270
现金流量表					
NOPLAT	63	64	103	146	209
折旧与摊销	23	23	23	23	22
流动资金增量	-3	17	0	-37	-55
资本支出	-21	-25	8	4	4
自由现金流	62	80	133	135	180
经营现金流	96	83	248	130	175
投资现金流	-29	-143	10	7	7
融资现金流	-27	142	-4	-12	-12
现金流净增加额	40	82	254	124	169
财务指标					
成长性					
收入增长率	0.3%	13.3%	30.3%	62.3%	56.3%
EBIT 增长率	47.7%	-1.7%	59.4%	41.7%	43.3%
净利润增长率	44.3%	8.2%	67.7%	39.2%	41.4%
利润率					
毛利率	34.8%	32.5%	36.5%	33.9%	32.4%
EBIT 率	19.6%	17.0%	20.8%	18.2%	16.6%
净利润率	15.6%	14.9%	19.2%	16.5%	14.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	21.6%	11.6%	16.6%	19.0%	21.5%
总资产收益率(ROA)	13.4%	10.0%	14.2%	15.5%	16.8%
投入资本回报率(ROIC)	23.4%	17.1%	46.6%	61.5%	77.1%
运营能力					
存货周转天数	95	89	89	89	89
应收账款周转天数	37	33	33	33	33
总资产周转天数	439	460	456	346	286
净利润现金含量	1.60	1.27	2.26	0.85	0.81
资本支出/收入	5%	6%	-1%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	13.2%	14.5%	18.3%	21.7%
净负债率	-2.8%	-33.1%	-66.6%	-70.5%	-73.0%
估值比率					
PE	46.6	43.0	25.7	18.4	13.0
PB	7.3	5.0	4.2	3.5	2.8
EV/EBITDA	20.8	26.8	16.8	11.8	7.9
P/S	5.3	6.4	4.9	3.0	1.9
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%



目录

1. 巯基化合物，光引发剂领导者	4
1.1. 细分行业龙头，优化产品结构实现业绩高增长	4
1.2. 一体化带动显著盈利优势	6
2. 环保高压常态改善供需格局	6
2.1. 光引发剂种类多样	6
2.2. 光引发剂环保工艺问题突出	7
2.3. 下游 PCB 稳定增长，供给趋紧带动产品价格上涨	9
3. 巯基化合物下游进入收获期，高增长有望持续	11
4. 募投项目支撑未来高增长	11
4.1. 募投项目变更为“2.9 万吨光引发剂、医药中间体”	11
4.2. 公司有望复制 907 优势，打开未来成长	12
4.3. 环保趋严态势下，募投项目盈利有保障	12
5. 盈利预测与估值	13
6. 风险提示	15

1. 巯基化合物，光引发剂领导者

1.1. 细分行业龙头，优化产品结构实现业绩高增长

光引发剂是一类能在不同光区吸收一定波长的能量，产生自由基、阳离子等，从而引发单体聚合交联固化的化合物。其主要用于光固化材料(UV胶，UV涂料，UV油墨等)，并广泛用于PCB电路板、造纸、电器、木器加工等领域。

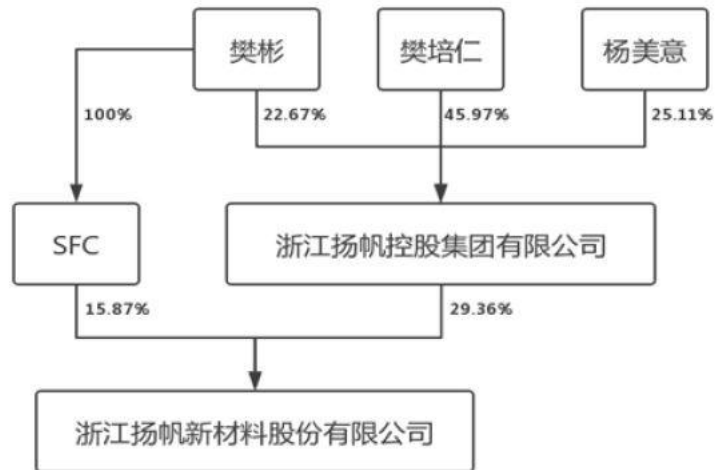
图 1 光引发剂可以激发自由基、阳离子



数据来源：公司公告

浙江扬帆新材料股份有限公司成立于2002年12月，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。扬帆控股为公司控股股东，持有公司29.36%的股份。樊培仁、杨美意、樊彬为公司实际控制人，三人合计持有扬帆控股93.75%股份。樊培仁、杨美意、樊彬通过扬帆控股及SFC合计控制公司45.23%的股权。公司下设江西扬帆（原江西仁明）、寿尔福贸易、扬帆科技、内蒙古扬帆（在建）4家全资子公司，江西扬帆主营业务为生产销售巯基化合物系列产品，寿尔福贸易为销售平台，扬帆科技主要从事精细化工产品的研发。

图 2 扬帆控股为公司控股股东



数据来源：公司公告

公司为以巯基化合物为核心延伸的光引发剂以及医药中间体生产商。光引发剂产品包括907、369、TPO、184、ITX、BMS等。巯基化合物系列产品主要以中间体状态用于医药和农药制造。公司目前拥有3500吨/年光引发剂产能，包括907产能2000吨/年，巯基化合物产能2000吨/年；另于2018年启动了内蒙古阿拉善基地的建设，建设后将新增2.9万

吨光引发剂、医用中间体产能。

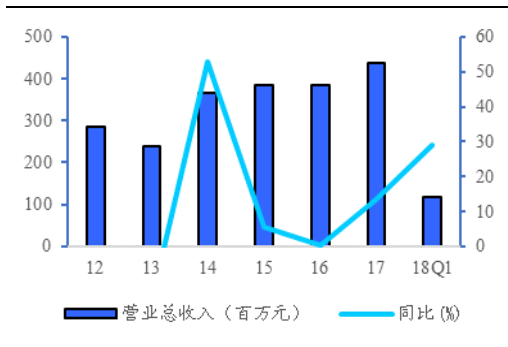
表 1 公司将大幅扩大主营产品产能

	种类	具体产品	产能 (吨)	扩产计划 (吨)
江西仁明医药化工	巯基化合物	巯基化合物及其衍生物	2000	
扬帆新材上虞生产基地	光引发剂	907	2000	
	其他光引发剂等	369、ITX 等	1500	
内蒙古扬帆新材有限公司	光引发剂	TPO、1173、184 等		11000
	医药中间体项目	医用中间体及巯基化合物		18000

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

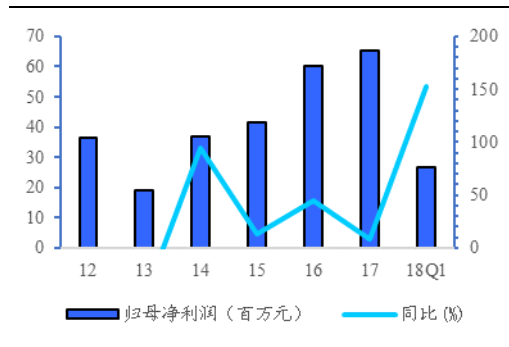
公司业绩持续增长，2012-2017 年营业收入 CAGR 为 12.8%，2017 年营业收入达到 4.36 亿元，同期归母净利 CAGR 为 28.0%，2017 年实现归母净利 6500 万元。受益于环保趋紧优化供需格局，公司产品量价齐升，同时高毛利医药中间体市场应用打开，前期累计项目陆续进入市场。2018Q1 公司实现营收 1.17 亿元 (+YOY29%)，归母净利 2670 万元 (+YOY152.74%)。

图 3 公司近年来营业收入稳步上升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

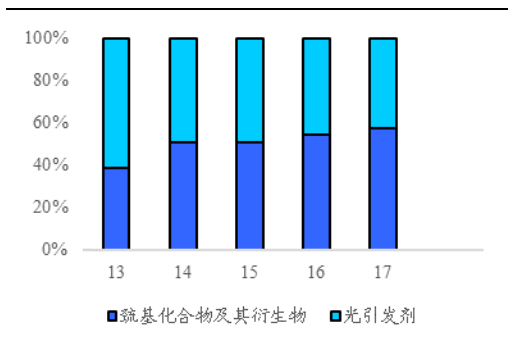
图 4 公司归母净利快速增长



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

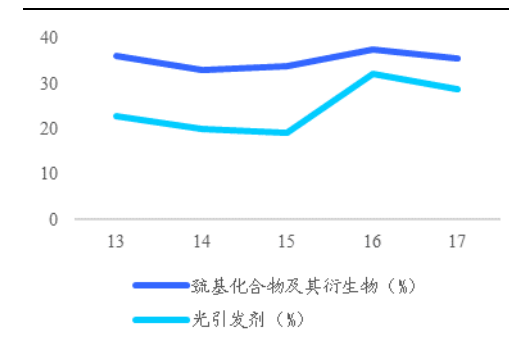
近年来公司巯基化合物以及衍生物营收占比逐年提高，2017 年巯基化合物营收占比 56%。公司具备协同产业链，巯基化合物除部分用于光引发剂生产外，其余均对外销售。得益于整体产量的增长，巯基化合物以及光引发剂价格的上涨，公司整体毛利率上涨，盈利能力不断提升。

图 5 巯基化合物营收占比提高



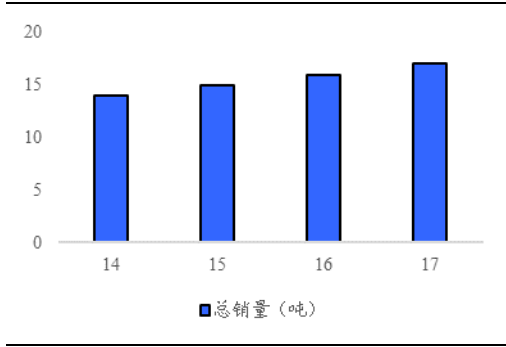
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 6 产品毛利率增加明显



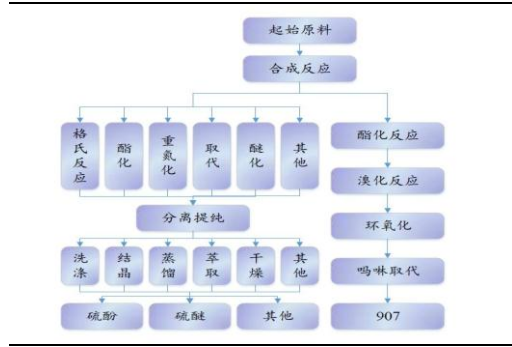
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7 公司产量逐年增加



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 8 公司具备一体化产业链

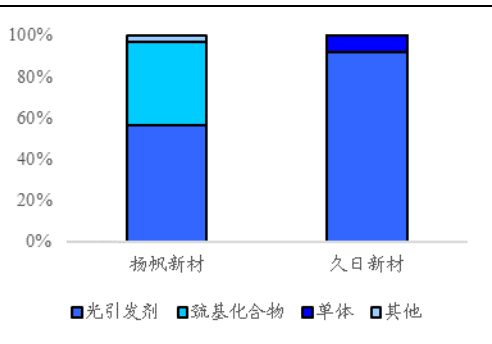


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 一体化带动显著盈利优势

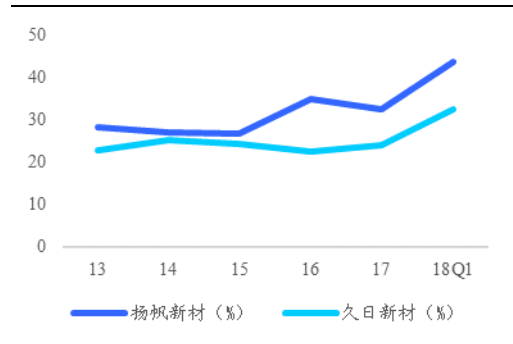
巯基化合物与光引发剂生产具有协同效应。以苯硫酚、硫醚为主的巯基化合物因易燃易爆、高腐蚀性等原因，多数小厂已经不具备生产能力。巯基化合物除自用于光引发剂生产外，大部分均外卖销售。由于公司具有一体化优势，因此其盈利能力优于大部分同行。以国内另一家光引发剂龙头厂商久日新材为例，后者需外购原料用于自身光引发剂生产，因此其光引发剂产品毛利率远低于扬帆新材，其 2017 年年报显示光引发剂产品在其营收占比达 90%，所以其整体盈较依赖于光引发剂。

图 9 光引发剂在久日新材营收占比远高于扬帆



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 10 扬帆新材毛利率高于久日新材



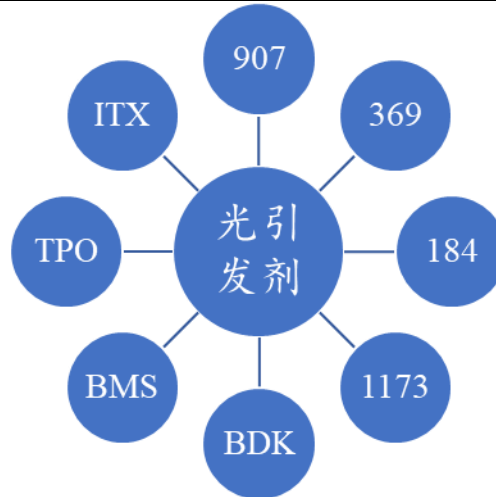
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2. 环保高压常态改善供需格局

2.1. 光引发剂种类多样

因环保、安全核查力度的升级，技术推陈出新推高门槛，光引发剂行业集中度提升明显。目前国际上形成以巴斯夫、荷兰 IGM Resin 等企业垄断的格局。根据辐射固化委员会统计，2013 年国内市场光引发剂企业已经集中至 13 家，行业内形成以扬帆新材、天津久日化学、北京英力（被 IGM Resin 收购）、上虞佳英为绝对主导的格局。由于光引发剂产品细分产品众多，各主要厂商均在自己产品形成了绝对主导。以扬帆新材主要产品光引发剂 907 为例，其产量占据全球 60% 以上。

图 11 光引发剂种类多样



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 2 光引发剂厂商分别具有优势引发剂品种

公司名称	主要产品
北京英力 (被 IGM 收购)	TPO、1173、184、907、369
久日化学	ITX、TPO、PTX、TPO-L、907/184、DETX、369、819、784、1173、2959
上虞佳英 (强力新材收购)	苯偶酰、安息香双甲醚
长沙新宇	TPO、1173、184
巴斯夫	651、184、907、369、819、784、1173、2959
利柏迪	BP、651、184、1173、ITX、KIP150
陶氏化学	UV169 (76)、UV169 (92)
大湖	ITX、CTX、CPTX、BMS
科宁	BP、Photomer51、Photomer81
沙多玛	651、184、1173、ITX

数据来源：久日新材招股书，国泰君安证券研究

2.2. 光引发剂环保工艺问题突出

光引发剂作为有机物，生产要经过酯化、溴化、环氧化等多部反应，部分原料生产过程中产生废水、废气、废渣。同时作为光引发剂协同产物的巯基化合物硫酚则通常伴有异味以及毒性，对人的危害性较大，对于环境的调控力度也较为敏感。

图 12 彭泽县政府严厉监控园区环保



数据来源：彭泽县政府

图 13 江西仁明药业位于长江边矾山工业园区



数据来源：彭泽县政府

表 3 江西省印发长江沿岸综合治理计划

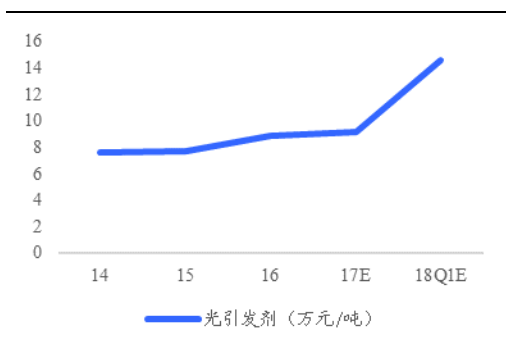
《鄱阳湖生态环境综合整治三年行动计划(2018-2020 年)》	
1	深入推进化工污染整治，2018 年前取缔敏感区内化工园，2020 年清楚相关河流沿线未入园企业，依法关停“小化工”
2	开展工业污染集中治理
3	加强船舶港口污染防治
4	推进行政执法与刑事司法有效衔接

数据来源：《鄱阳湖生态环境综合整治三年行动计划(2018~2020 年)》，国泰君安证券研究

江苏省作为长江下游化工大省，江苏省政府发布《“两减六治三提升”专项行动方案》(263 计划)，提出 2020 年三大“减化”目标：(1) 全省化工企业数量大幅减少，(2) 化工行业主要污染物排放总量大幅减少，(3) 化工园区企业数量占全省化工总数的 50% 以上。同时江苏省开启了沿江八市交叉互查环保综合执法专项行动。此外，中央环境保护督察组也将对江苏省开展环保“回头看”工作。

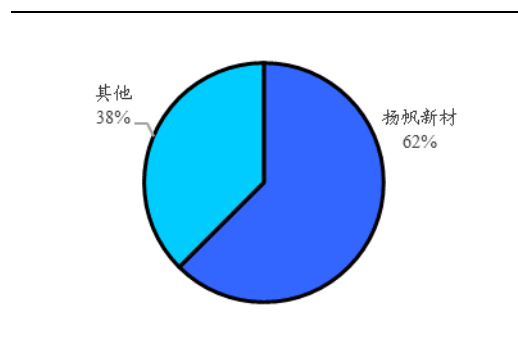
江苏省内农药、染料及其中间体产能占比高，省内环保自查以及中央督查将影响部分中间体供给，致使相关产品供应紧张，部分厂商退出或成永久性事件。

图 14 光引发剂价格上涨明显



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 15 扬帆新材在光引发剂 907 产能占比 60%



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

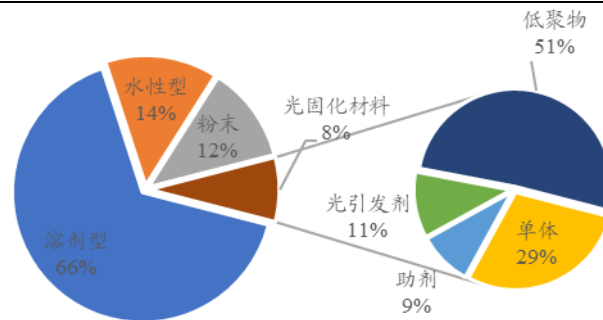
扬帆新材光引发剂 907 国内竞争对手均因环保问题受到较大影响。例如南通金康泰因无生产许可证，被江苏省环保核查被责令关停。按照 2017

年国内光引发剂 907 总产量为 2500 吨，扬帆新材产量 1500 吨测算，受影响产能或超 600 吨，对光引发剂 907 供给冲击超过 20%，供给紧张致使 907 价格 2017 年以来一路上行，2018 年价格上行超过 30%，当前市场价格超过 14 万元/吨。由于环保高压常态化长久化，竞争对手或竞争对手原料供应方恢复生产难度较大，光引发剂 907 供给紧张成为常态，我们预计光引发剂 907 价格有望高位维持甚至继续上行。

2.3. 下游 PCB 稳定增长，供给趋紧带动产品价格上涨

光引发剂主要用作光固化领域。光固化材料主要应用于 UV 涂料、UV 油墨和 UV 胶粘剂领域。根据测算，全球油墨和涂料行业市场容量约为 370 亿欧元，光固化材料市场规模约占其中的 8%，为 30 亿欧元，用量约为 53.3 万吨。光引发剂在光固化产品中占比 3%-5%，但因其附加值高，可占光固化产品整体成本的 10%-15%。目前中国成为仅次于美国和日本的光固化原材料和配方产品的生产大国，而光引发剂已成为世界上最大的生产和出口国。国内光引发剂应用的主要固化材料领域为 PCB 油墨、电子产品（如集成电路、液晶显示、LED 等）的细微加工、UV 涂料等。

图 16 光引发剂在光固化材料占比为 11%



数据来源：CNKI，国泰君安证券研究

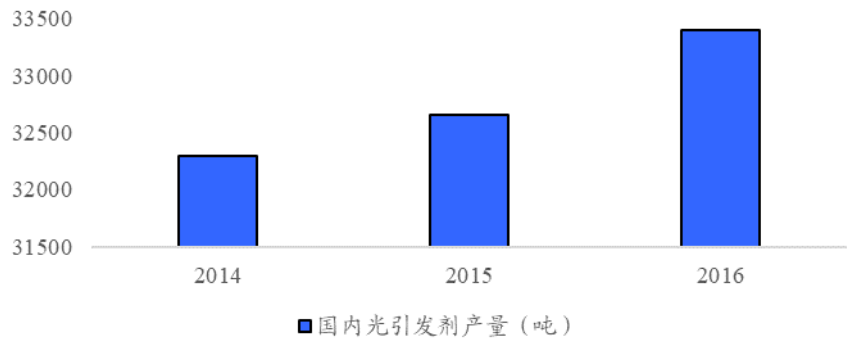
PCB 油墨光引发剂重要的增长极。伴随全球产能转移的完成，2016 年中国 PCB（印刷电路板）行业产值达 330.70 亿美元，占全球产值比重 45.93%，成为全球 PCB 市场最主要的成长力量。与此同时，各型号光引发剂也伴随 PCB 增长而得到发展。

表 4 光引发剂主要应用于下游 PCB 油墨

产品牌号	主要特性	添加量 (w/w)	应用领域
907	高效、有色	2~6%	胶印、柔印、显示屏、PCB 油墨等
369	吸收广、低迁移、有色	1~4%	胶印、柔印、显示屏、PCB 油墨等
TPO	低气味、深层、耐黄变	0.5~4%	色漆、胶印、柔印、显示屏油墨等
184	高效、表层	2~5%	木器、塑料、金属用清漆、复印清漆等
1173	高效、表层	1~4%	木器、塑料、金属用清漆、复印清漆等
ITX	高效、有色	0.2~2%	胶印、柔印、显示屏、PCB 油墨等
EBD	高效、有色	2~5%	胶印、柔印、显示屏、PCB 油墨等
BDK	高效、低气味	2~5%	胶印、柔印、显示屏、PCB 油墨等

数据来源：久日新材招股书、国泰君安证券研究

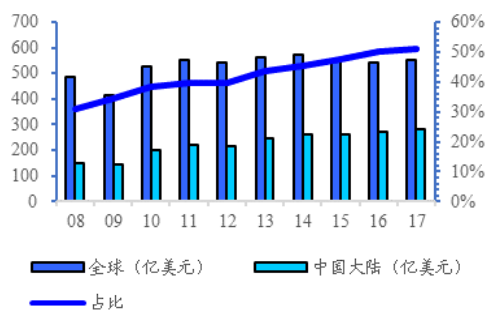
图 17 国内光引发剂产量保持高增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

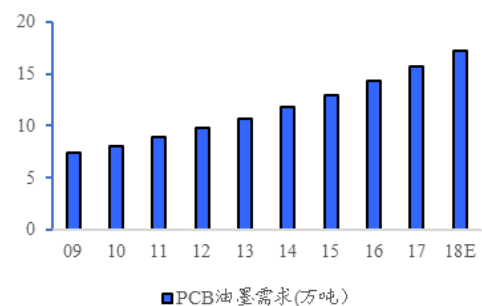
PCB 在下游电子生产过程中具有必要性和不可替代性，随着我国信息化建设全面深化，居民收入增长、消费结构升级，预计在计算机、通信设备、IC 封装、消费电子等行业带动下的 PCB 行业将维持 10% 左右发展的势头。在此带动下，PCB 油墨行业及光引发剂行业也将呈现持续增长的气势。

图 18 中国大陆 PCB 产值不断增长



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 19 我国 PCB 油墨维持 10% 的需求增速

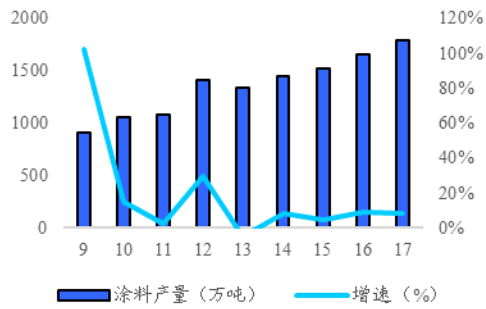


数据来源：中国产业信息网、国泰君安证券研究

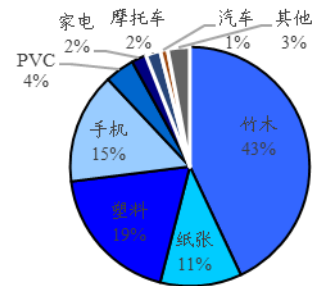
此外，因 UV 涂料使用量更大，因此其光引发剂整体需求量远大于 PCB 油墨的需求。UV 涂料具有防污染和节能效果，可替代过去大量使用的溶剂型涂料。国家统计局数据显示，2017 年全国涂料产量 1794 万吨，若 UV 涂料替代率达 5%，则其产量应为 89.7 万吨。而 UV 涂料作为环境友好型涂料预计产量不足 10 万吨，UV 涂料替代空间巨大。保守按 5% 光引发剂占比，5% 的 UV 涂料替代率测算，UV 涂料中至少有 4.5 万吨光引发剂市场空间。

图 20 国内涂料产量保持较快增速

图 21 UV 涂料下游分布广阔



数据来源: wind、国泰君安证券研究

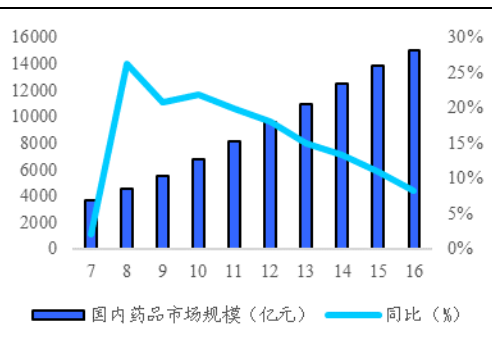


数据来源: CNKI、国泰君安证券研究

3. 巯基化合物下游进入收获期，高增长有望持续

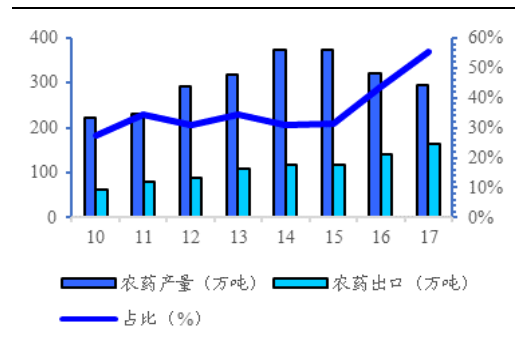
巯基化合物被广泛应用于医药、农药制造的中间体环节。伴随着全球医药消费支出的量的提升与农药销售收入的增长，巯基化合物需求量保持稳定增长。因巯基化合物生产工艺复杂，分离提纯门槛高。在安全环保形势趋严的态势下，巯基化合物生产格局较为稳定，主要厂商包括扬帆新材与日本住友精化，其他国内竞争对手规模相对较小。

图 22 药品市场规模不断扩大



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 23 国内农药出口量占比上升



数据来源: wind、国泰君安证券研究

公司与多个跨国医药巨头保持密切的合作。近年来公司一直专注于巯基化合物下游医药等的导入。通过 3-5 年的培养，下游产品逐步进入收获期。2018Q1，公司利润实现同比 154% 的高增长，主要得益于小批量高毛利订单的增加。我们预计公司产品以及下游应用逐步拓展，公司前期积累的高毛利项目开始陆续放量，构筑新的利润增长点，有望带动公司巯基中间体业务业绩持续高增长。

4. 募投项目支撑未来高增长

4.1. 募投项目变更为“2.9万吨光引发剂、医药中间体”

2018年4月，公司公告拟将原募投项目“5,000t/a 光引发剂产品建设项目”变更为“29,000t/a 光引发剂、医药中间体项目”，具体为光引发剂及其上游原料产能 1.1 万吨/年，包括光引发剂 TPO、184、1173 等品种，医用中间体以及巯基化合物产能合计 1.8 万吨/年。项目建设期为 2 年，第 3-4 年产能在 50-70%，第 5 年达到设计生产能力。公司作为光引发剂与巯基化合物龙头，储备了一批有前景的项目产品，因产品需求量增长

以及应用领域打开，公司产能上的不足日渐显现。内蒙古项目的顺利建设有助于扩大公司产能、拓展产品线，抓住光引发剂与医药中间体市场的快速发展期，支撑未来三年的高成长。

表 5 募投项目更改为 29,000t/a 光引发剂、医药中间体项目

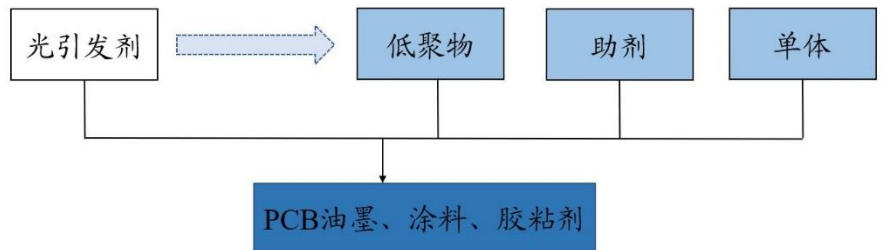
项目	设计产能	项目预算 (万元)
29,000t/a 光引发剂、医药中间体项目	光引发剂 1.1 万吨/年; 医用中间体及巯基化合物 1.8 万吨/年	50,000

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2. 公司有望复制 907 优势，打开未来成长

精细化工行业的合成工艺复杂，对分离提纯、分析测试、储运、环保处理、员工技术能力等要求较高，具有较高的技术壁垒。公司深耕光引发剂和巯基精细化学品行业多年，在产品生产、研发上优势明显。公司光引发剂产品 907 凭借全产业链优势在全球占据超过 60% 的份额，但其 2017 年 2000 吨左右的光引发剂产量在全球 53 万吨光固化产品占比极低。通过拓展产品结构，扩大应用范围，未来公司成长空间极大。在此基础上，公司通过此次募投项目变更，调整 TPO、184、1173 等光引发剂产品的产品结构，有望学习并复制 907 产品的全产业链模式，从而各自获得竞争优势，实现光引发剂产品系列化。未来公司也有望将光引发剂系列产品拓展至低聚物、助剂、单体产品线，丰富其在光固化领域布局。

图 24 公司未来可能拓展至低聚物、助剂、单体领域



数据来源：国泰君安证券研究

4.3. 环保趋严态势下，募投项目盈利有保障

因环保趋严态势，光引发剂供需紧张，多数品种自 2017 年二季度以来均出现不同程度价格上涨。公司计划募投产品光引发剂 TPO 主要用作色漆，显示屏油墨领域，全球约有 5000 吨市场容量，市场价从 10 万元/吨约上涨超过 20 万元/吨，此外，光引发剂 184 和光引发剂 1173 多用作木器、塑料、金属用清漆领域，184 和 1173 均有 8000 吨左右的市场容量，其均价从 3 万元/吨上涨至 6~7 万元/吨。公司募投项目市场容量远大于原 907 市场容量。

我们预计随着 2016 年底巴斯夫退出部分光引发剂市场，同时近年来环保趋严态势有增无减的情况下，中小光引发剂厂商将进一步出清，光引发剂供需格局有望显著改善，行业集中度有望大幅提升，光引发剂价格中枢有望上行。公司作为研发、环保、产业链一体化均较为完善的行业

龙头在此态势下盈利将得到有力保障。

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入 5.69/9.23/14.43 亿元，实现归母净利润 1.09/1.52/2.15 亿元，同比增长 68%/39%/41%，对应 EPS 分别为 0.89/1.23/1.75 元。

表 6 公司未来销售预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
光引发剂 907					
产能 (吨)	1680	2000	2000	2000	2000
销量 (吨)	1597.51	1500.00	1600.00	1650.00	1650.00
均价 (万元/吨)	8.82	9.5	12.25	12.2	12.1
毛利率 (%)	32.14%	28.81%	35.00%	35.00%	35.00%
收入 (百万)	140.90	142.5	196.00	201.30	199.65
成本 (百万)	95.61	101.45	127.40	130.85	129.77
光引发剂 369					
产能 (吨)					
销量 (吨)	274.00	280.00	340.00	350.00	400.00
均价 (万元/吨)	2.50	2.40	2.70	2.65	2.65
毛利率 (%)	32.14%	28.81%	30.00%	29.00%	29.00%
收入 (百万)	6.85	6.72	9.18	9.28	10.60
成本 (百万)	4.65	4.78	6.43	6.59	7.53
光引发剂 ITX					
产能 (吨)					
销量 (吨)	235.00	250.00	300.00	340.00	400.00
均价 (万元/吨)	12.00	11.30	13.10	12.00	12.00
毛利率 (%)	32.14%	28.90%	30.00%	29.00%	29.00%
收入 (百万)	28.20	28.25	39.30	40.80	48.00
成本 (百万)	19.14	20.09	27.51	28.97	34.08
光引发剂 1173					
产能 (吨)				2000	4000
销量 (吨)				320	800
均价 (万元/吨)			7.00	6.80	6.70
毛利率 (%)			22.00%	20.00%	18.00%
收入 (百万)				21.76	53.60
成本 (百万)				17.41	43.95
光引发剂 184					
产能 (吨)				1500	4000
销量 (吨)				320	500
均价 (万元/吨)			6.5	6.3	6.3

毛利率 (%)			28.00%	25.00%	25.00%
收入 (百万)				20.16	31.50
成本 (百万)				15.12	23.63
光引发剂 TPO					
产能 (吨)				1500	4000
销量 (吨)				150	500
均价 (万元/吨)			25	25	25
毛利率 (%)			37.00%	34.00%	34.00%
收入 (百万)				37.50	125.00
成本 (百万)				24.75	82.50
巯基化合物					
产能 (吨)	2000	2000	2000	11000	20000
销量 (吨)	1314.39	1800.00	1800.00	3500.00	6000.00
均价 (万元/吨)	15.62	13.60	17.30	16.50	16.00
毛利率 (%)	37.46%	35.66%	39.00%	35.00%	33.00%
收入 (百万)	205.25	244.75	311.40	577.50	960.00
成本 (百万)	128.36	157.47	189.95	375.38	643.20
其他					
毛利率 (%)	22.69%	23.22%	25.00%	23.00%	23.00%
收入 (百万)	7.43	12.49	13.00	15.00	15.00
成本 (百万)	5.91	9.59	9.75	11.25	11.25
销售收入 (百万)	388.63	434.71	568.88	923.30	1,443.35
销售成本 (百万)	253.67	293.38	361.04	610.30	975.91

数据来源：国泰君安证券研究（募投项目光引发剂 1173/184、TPO 产能为预估）

我们选取强力新材、光华科技作为可比公司，并采用 PE 和 PB 法分别进行估值。

表 7 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	EPS			PE			PB
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
002741	光华科技	0.46	0.85	1.21	41.80	22.45	15.73	5.62
300429	强力新材	0.58	0.80	0.94	53.02	37.95	32.60	5.96
平均（未记扬帆新材）					47.41	30.20	24.16	5.79
300637	扬帆新材	0.89	1.23	1.75	27.84	19.76	15.61	2.85

数据来源：国泰君安证券研究（除扬帆新材外，公司 EPS 以及估值预测均来自 wind 一致预期）

PE 估值法：可比公司 2018 年平均估值 47.41 倍，考虑到公司新建产能具有一定投放周期，给予 PE 折价 40 倍，对应 PEG 为 1.02，公司 2018 年对应 EPS0.89 元，对应合理估值 35.6 元。

PB 估值法：可比公司 2018 年平均 PB5.79，公司 2018 年每股净资产 8.6

元，对应合理估值 49.8 元。

考虑到公司产能投放需要稳步释放，在环保高压期通过扩产，整合提高市占率需要一定时间，基于审慎性考虑，我们认为 PE 估值法更为合理，给予 2018 年 40 倍市盈率估值，对应目标价 35.6 元，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

光引发剂产能收缩节奏慢于预期。公司未来三年业绩增长的逻辑主要是基于环保重压下产能收缩带来的供给紧张，环保督察“回头看”环保行动的进行也验证了我们的判断，但不排除地方政府或督察小组考虑经济增长而放任污染严重的小企业继续生产，导致产能收缩的进度慢于预期。

环保突发性事件的风险。公司现有的生产的基地位于江西，临近长江可能产生环保问题，导致中间体等生产原料受限，公司产能无法达到正常水平。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		