

强烈推荐-A (首次)

扬帆新材 300637.SZ

当前股价: 20.37 元

2018 年 11 月 09 日

精耕主业，布局新品，双轮驱动扬帆远航！

基础数据

上证综指	2599
总股本(万股)	12358
已上市流通股(万股)	6424
总市值(亿元)	26
流通市值(亿元)	13
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	18.9
资产负债率	12.3%
主要股东	浙江扬帆控股集团有
主要股东持股比例	29.29%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

周铮

S1090515120001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn

S1090516050001

段一帆

duanyifan@cmschina.com.cn

S1090518030001

钟浩

zhonghao1@cmschina.com.cn

S1090518040001

环保趋严，巯基化合物行业供需改善价格维持高位，公司龙头优势得以体现。公司光引发剂与巯基化合物生产具有协同效应，形成一体化产业链，募投项目扩大巯基化合物规模，增加光引发剂种类，提升核心竞争力。18、19 年公司 PE 为 18.7 倍和 14.9 倍，低于行业平均水平，给予“强烈推荐-A”的投资评级。

□ 公司主要从事光引发剂、巯基化合物及衍生物等精细化工新材料的研发、生产和销售。当前产品包括巯基化合物（2000 吨年产能）和光引发剂（2000 吨年产能），其中巯基化合物产品的规格和品种十分齐全，位居同行前列；光引发剂中的 907 产品，公司规模占到全国市场 66%，是该细分领域的绝对龙头；可以说公司在一直精耕细作的领域都做到了行业领军地位。上市后投资的“29000 吨/年光引发剂、医药中间体”项目，既有传统优势产品巯基化合物的产能扩张，还有 TPO、184、1173 等一些新的光引发剂产能释放，产品的应用领域迅速扩大，不断增强公司在光引发剂领域的竞争力。

□ 光引发剂主要应用于辐射固化产业中的紫外光固化技术。紫外光固化技术是一种高效、环保、节能的出色的材料表面处理技术和加工技术，被誉为 21 世纪绿色工业新技术。Marketsand Markets 的研究报告认为，环保压力、喷墨打印、3D 打印等新领域的应用将支撑全球紫外光固化涂料市场继续高速发展，塑料表层、食品包装、电子零部件、美甲等领域的增长率为 7%-8%；而 3D 打印领域在 2020 年以前都至少维持 20% 以上的增长率。光引发剂是紫外光固化材料的重要组成部分之一，其性能与光固化技术的发展相辅相成，其市场空间也依赖于未来光固化产业的不断增长而增长。

□ 中国是光引发剂终端应用市场增长最快的地区，也是全球最大的光引发剂生产国和出口国。目前行业集中度非常高，公司借助募集资金，迅速扩大主流光引发剂的产能规模，同时依托内蒙独有的地区优势，大力发展从原料到下游一体化经营战略，未来从成本和规模上，产品竞争优势非常明显。根据我们假设，预计公司 2018-2020 年实现每股收益 1.11 元、1.39 元和 1.55 元，对应 PE 为 18.7 倍、14.9 倍和 13.4 倍，首次给予“强烈推荐-A”的投资评级。

□ 风险提示：新建投资项目速度大幅低于预期；新建产能的市场消化风险。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	385	436	534	640	759
同比增长	0%	13%	22%	20%	19%
营业利润(百万元)	71	70	153	193	215
同比增长	57%	-1%	118%	26%	12%
净利润(百万元)	60	65	137	171	191
同比增长	44%	8%	110%	25%	11%
每股收益(元)	0.67	0.53	1.11	1.39	1.55
PE	30.9	39.1	18.7	14.9	13.4
PB	6.7	4.5	3.8	3.2	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况	5
1、公司简介	5
2、公司财务数据分析	5
二、行业研究	7
1、光引发剂市场空间依托于光固化产业的发展	7
2、光固化产业增长具备长期动力	8
2.1、北美经验表明，光固化产品市场的增长具备长期动力	8
2.2、未来三年，北美将保持 8.2% 的复合增长率	9
3、我国是世界最大的光引发剂生产和出口国	10
4、我国 PCB 产业、UV 涂料油墨的发展带动相应的光引发剂需求	12
4.1、中国 PCB 行业仍有内增动力	12
4.2、UV 涂料和 UV 油墨市场来自于对传统涂料和油墨市场的替代	13
三、公司优势分析	14
1、巯基化合物规模和技术全球领先，与光引发剂生产有协同效应	14
2、产品种类逐步完善，竞争优势不断增长	14
3、稳定的产品盈利能力在当前宏观背景下愈发稀缺	15
4、内蒙古新基地的建设将公司产能规划逐步落实	15
四、财务预测与估值	15
1、主要假设	15
2、盈利预测与投资评级	17
五、风险提示	17

图表目录

图 1: 扬帆新材股权结构图	5
图 2: 扬帆新材主营收入构成	6
图 3: 扬帆新材毛利构成	6
图 4: 扬帆新材营业收入及增速 (单位: 亿元)	6
图 5: 扬帆新材归母净利润及增速 (单位: 百万元)	6
图 6: 扬帆新材各业务历年营收占比变化	6
图 7: 扬帆新材各业务历年毛利占比变化	6
图 8: 扬帆新材各业务毛利率波动情况	7
图 9: 光引发剂在光固化产业链的位置及下游用途	8
图 10: 北美光固化产品市场变化 (公吨)	9
图 11: 北美 UV/EB 配方产品的市场份额	9
图 12: UV/EB 固化配方产品消费区域	9
图 13: UV 固化涂料的应用产品	9
图 14: UV/EB 光固化配方产品下游未来的市场增长幅度	10
图 15: 2016 年我国不同品种光引发剂的产量占比	11
图 16: 全球 PCB 产值 (亿美元)	13
图 17: 中国 PCB 行业产值及增速 (亿美元)	13
图 18: 全球 PCB 行业产值区域分布及变化情况	13
图 19: PCB 下游各应用占比	13
图 20: 我国 UV 涂料行业产值走势图 (亿元)	14
图 21: 我国 UV 油墨供需平衡情况 (万吨)	14
图 22: 扬帆新材历史 PE Band	18
图 23: 扬帆新材历史 PB Band	18
表 1: 光引发剂分类	10
表 2: 全球光引发剂的主要生产商及产品范围	12
表 3: 光引发剂大体量产品的特性和应用	12
表 4: 销售收入结构预测	16
表 5: 各季度业绩回顾	16

表 6: 盈利预测简表.....	17
表 7: 可比公司估值表 (截至 2018 年 11 月 8 日收盘)	17
附: 财务预测表	19

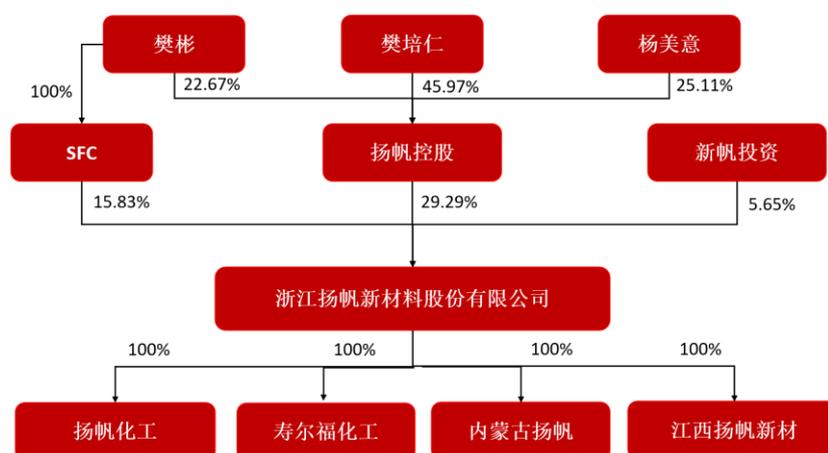
一、公司概况

1、公司简介

浙江扬帆新材料股份有限公司成立于2002年，于2017年4月12日在深交所挂牌上市。公司是主要从事光引发剂、巯基化合物及衍生物等精细化工新材料的研发、生产和销售的高新技术产业，拥有浙江省级高新技术企业研究中心，中国辐射固化专业委员会副理事长单位，专业为光固化材料应用者和医药及农药生产企业提供产品和服务。公司控股股东为扬帆控股，持有29.36%股权；实际控制人为樊彬、樊培仁和杨美意，其中樊培仁和杨美意为夫妻关系，樊彬和樊培仁为父子关系。

目前公司注册资本1.23亿元，资产总值7.50亿元。自2002年成立以来，一直专注于光引发剂和巯基化合物及其衍生物的全球市场拓展，借助在国内外市场享有较高声誉的品牌“寿尔福化学”、优异的产品性能和种类较为齐全的巯基系列产品，发行人客户不但包括了日本太阳油墨、Abbvie Inc、IGM、大昌华嘉、兴农股份等国际知名跨国公司，还包括江苏广信、深圳容大、乐凯科技、久日化学、杭华油墨等国内知名企业或上市公司，并通过了罗氏、阿斯利康、强生、诺华等国际跨国公司的合格供应商审核，市场开拓至台湾、韩国、爱尔兰、英国、荷兰和美国等经济发达国家和地区，未来公司还将通过加大研发投入，不断提升产品品质，将公司打造为国际知名的精细化工新材料领域的高端制造企业

图 1：扬帆新材股权结构图



资料来源：公司招股说明书、招商证券

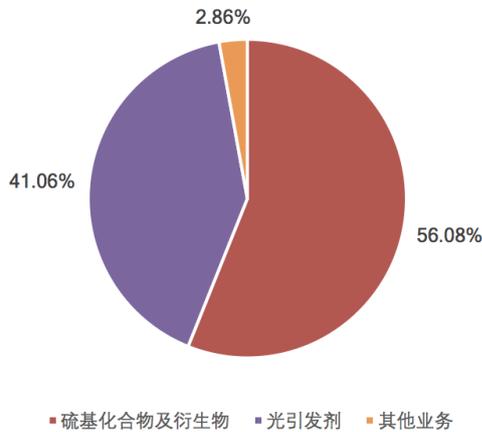
2、公司财务数据分析

公司的主要产品为巯基化合物及其衍生物、光引发剂。根据公司2017年年报，巯基化合物及其衍生物和光引发剂分别占据公司营收的56.08%和41.06%，巯基化合物及其衍生物产品为公司毛利贡献率超过60%，是公司最主要的利润来源。

从2014年开始，公司营收和归属母公司净利润稳步增长，尤其是净利润的复合增长率

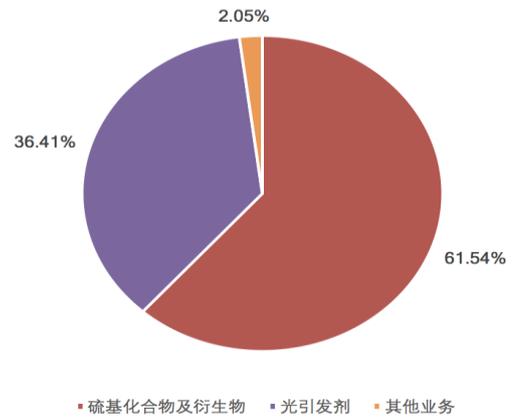
接近 30%，这表明公司产品盈利能力大幅提高。2018 年公司产品价格上涨，销量也有小幅提升，公司营收进一步增加，归母净利润大幅提高。

图 2：扬帆新材主营收入构成



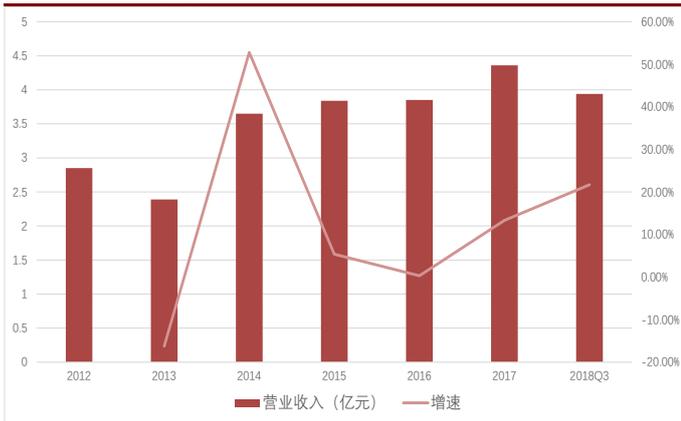
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：扬帆新材毛利构成



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：扬帆新材营业收入及增速（单位：亿元）



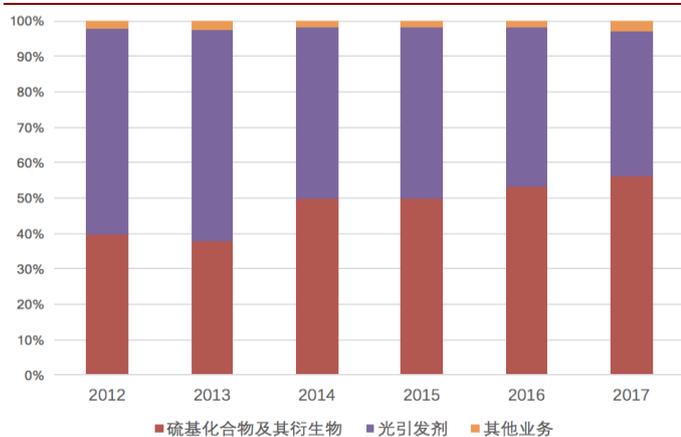
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：扬帆新材归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：扬帆新材各业务历年营收占比变化



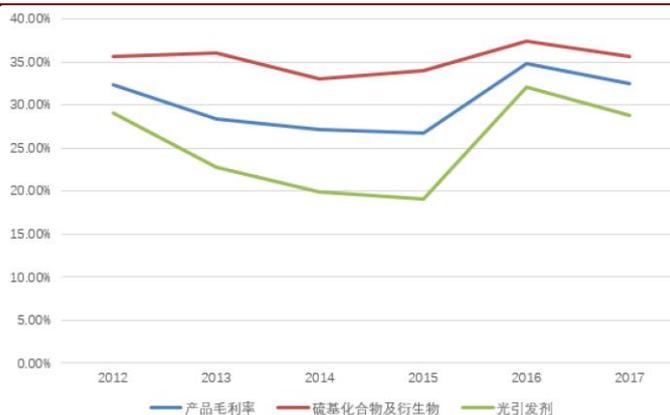
资料来源：公司公告、招商证券

图 7：扬帆新材各业务历年毛利占比变化



资料来源：公司公告、招商证券

图 8：扬帆新材各业务毛利率波动情况



资料来源：公司公告、招商证券

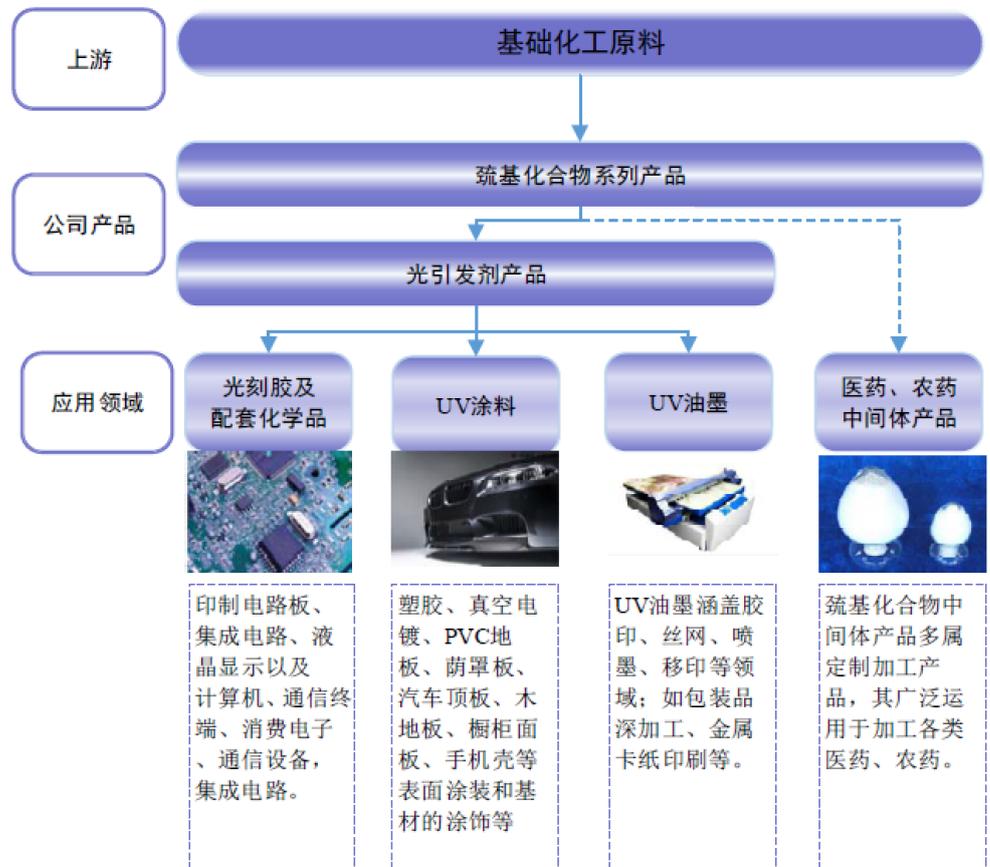
二、行业研究

1、光引发剂市场空间依托于光固化产业的发展

光引发剂又称光敏剂(photosensitizer)或光固化剂(photocuring agent)，是一类能在紫外光区(250-420nm)或可见光区(400-800nm)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。光引发剂主要应用于辐射固化产业中的紫外光固化技术。紫外光固化体系主要由光活性体系、光活性低聚物、光引发剂和助剂4部分组成，当紫外光照射紫外光固化体系时，将激发分解体系中的光引发剂，生成活性游离基，撞击体系中的双键并反应形成增长链，这一反应继续延伸，使光活性单体和低聚物中的双键打开，交联形成紫外光固化产品。因此，光引发剂在紫外光固化中起着重要的作用，同时，光引发剂的独特用途决定了其发展将十分依赖于光固化技术的发展，市场空间也将依赖于未来光固化产业的需求前景。

光固化技术是一种高效、环保、节能、优质的材料表面处理技术，主要应用在如纸张、木材、塑料、金属、皮革、石材、玻璃、陶瓷等多种基材表面，以传统涂料或油墨数千倍以上的速度迅速固化、着色，并形成一层高强度的保护膜。因此光固化产品主要以UV固化涂料、UV固化油墨、UV固化胶粘剂、感光性印刷版材、光刻胶、光快速成型材料等形式出现，在烟酒包装印刷、电路版印刷等领域得到了广泛的应用，目前正在迅速向家具着色、汽车零部件防腐及快速修补等领域普及。

图 9：光引发剂在光固化产业链的位置及下游用途



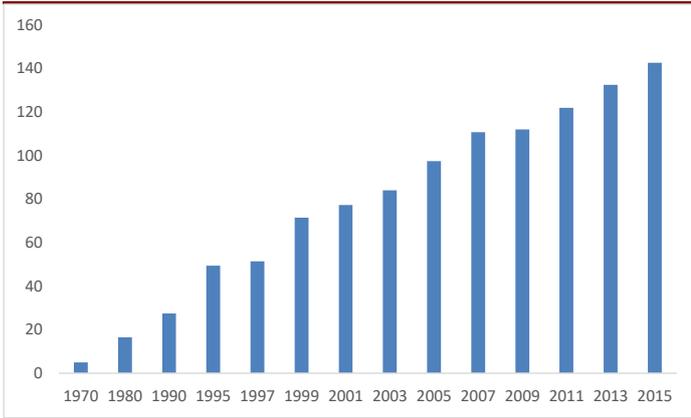
资料来源：公司招股说明书、招商证券

2、光固化产业增长具备长期动力

2.1、北美经验表明，光固化产品市场的增长具备长期动力

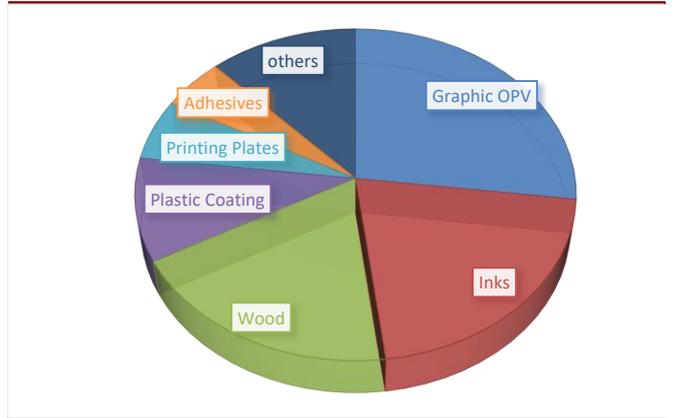
根据以往的 Rad Tech International 的统计数据，北美市场上从出现辐射固化产品（UV/EB）的 40 多年里，平均年增长率 10%，近十年年均复合增长率 7%。主要使用的 UV/EB 产品中，光固化涂料可在多种基材上实现固化涂装，同样光固化油墨也可以在多种承印物上开展印刷，胶粘剂涉及到的加工材料也是多种多样的。根据 2015 年来北美 UV/EB 配方产品的市场分布，我们看到，Graphic OPV 仍然是最大的应用领域，油墨排名第二，这两块市场始终占据了接近 UV/EB 产品 50% 的市场份额，木材和印刷版的 UV/EB 配方产品市场份额占比略微出现了下滑，取而代之的是其他材质的 UV/EB 配方产品。因此，推动北美 UV/EB 产品长达 40 余年的持续增长的动力，不仅仅是由于“绿色”技术和生产效率提高的要求，而且是由于原材料供应商已能提供更多新型的原材料，这也意味着，光固化技术将不断向更多应用领域渗透，光固化产品的种类也越来越丰富。“光固化技术+X 行业”这种特有的应用模式将会在未来继续为光固化市场的增长提供持续的增长动力。

图 10: 北美光固化产品市场变化 (公吨)



资料来源: RTI、招商证券

图 11: 北美 UV/EB 配方产品的市场份额



资料来源: RTI、招商证券

2.2、未来三年，北美将保持 8.2%的复合增长率

在全球 UV/EB 固化配方产品的消费量中，工业涂料占据光固化产品 44%的市场份额，是光固化产品的最下应用领域，其次是透明清漆、电子产品材料、印刷油墨。UV/EB 固化涂料具有环保和固化时间非常短等特点，广泛应用在木器、塑料、金属等领域，其中，木器是最大的应用领域，这主要受到木器和家具工业超高品质、低 VOC 和快速施工的要求所驱动。

UV/EB 固化的区域性消费市场主要是北美、欧洲和亚洲，各消费区域因下游需求结构不同，增长的动力来源也不同。亚太地区的需求主要是电子工业的快速发展，这源于对于高性能电子产品需求的不断增加，亚太地区也是全球增长最快并且未来增长潜力最大的市场，2015 年消费量占到全球总量的 36%。欧洲地区的消费驱动力与亚太地区不同，主要来自于工业涂料的不断增长，这些工业涂料主要用于木器、纸张和塑料领域。北美地区 UV 固化涂料的消费主要是来自于不断增长的表面清漆的使用。消费需求最大的国家主要是中国，其次是德国、美国、日本和韩国。印度市场是一个非常具有价格竞争力的市场，具有紫外线固化树脂非常小的消耗水平，所以印度市场的潜力永远不能低估，一旦需要高性能的产品赶上步伐，紫外光固化树脂及其制品的消费量将显著成长。

图 12: UV/EB 固化配方产品消费区域

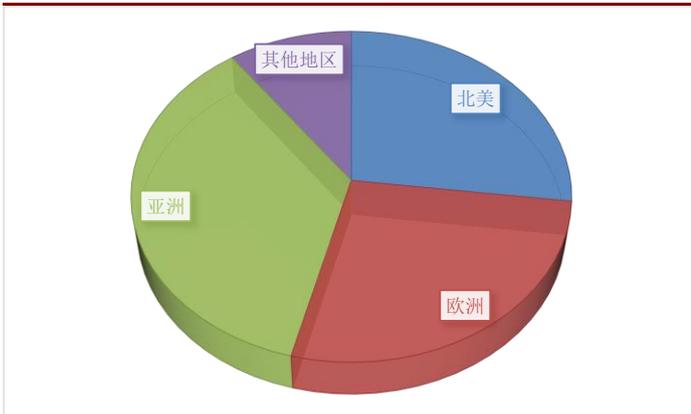


图 13: UV 固化涂料的应用产品

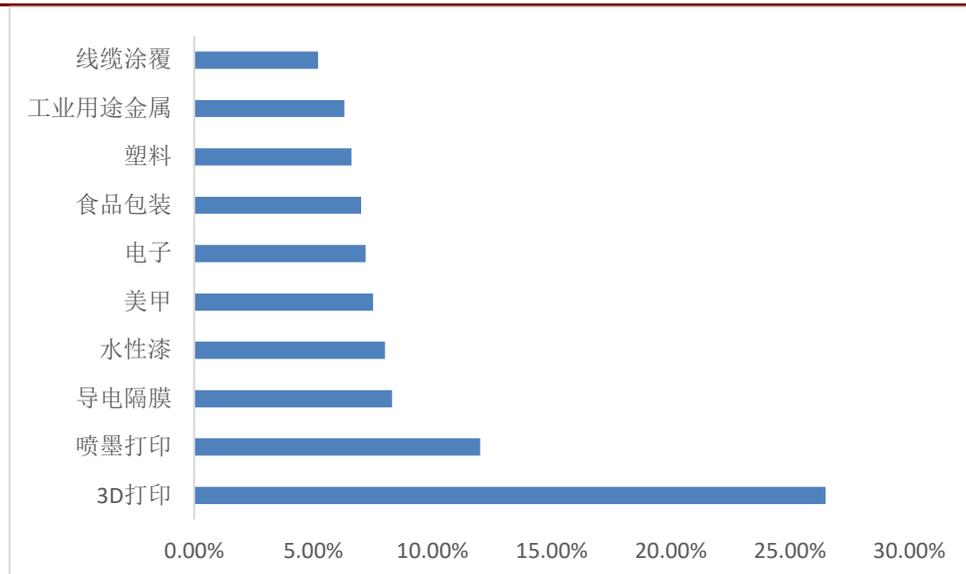


资料来源：维普、招商证券

资料来源：新材料在线、招商证券

美国市场研究公司 Marketsand Markets 的研究报告认为，环保压力、喷墨打印、3D 打印等新领域的应用将支撑 UV 固化涂料市场继续高速发展，预计光固化涂料未来三年，金属表、汽车内部、光缆等领域的增长率至少 5-6%；塑料表层、食品包装、电子零部件、美甲等领域的增长率为 7%-8%；而 3D 打印领域在 2020 年以前都至少维持 20% 以上的增长率。

图 14: UV/EB 光固化配方产品下游未来的市场增长幅度



资料来源：CNKI、招商证券

3、我国是世界最大的光引发剂生产和出口国

整个光固化体系中，光引发剂对光固化速度起到决定性作用。由于下游应用领域广泛，对于光固化材料的要求不同，所以光引发剂的种类也是十分丰富，按反应原理的不同，光引发剂分为自由基光引发剂、阳离子光引发剂和阴离子光引发剂。目前产业化的只有自由基光引发剂和阳离子光引发剂，其中自由基光引发剂按照产生自由基的机理不同，又可分为裂解型光引发剂（也称第 I 型光引发剂）和夺氢型光引发剂（又称第 II 型光引发剂）。我国目前主要还是应用自由基光引发剂，阳离子光引发剂还未高度产业化。

表 1: 光引发剂分类

分类	机理	典型例子
裂解型引发剂	它通过吸收强紫外灯光发射的紫外量子，从而引发聚合交联和接枝反应，使液体几分之一秒内形成固态薄膜	1173、184、907、369、1490、1700 等
夺氢型引发剂	激发态的光引发剂分子从活性单体、低分子预聚物等氢原子给予体上夺取氢原子，使其成为活性自由基，引发聚合反应	BP
阳离子光引发剂	光活化使分子到激发态，分子发生系列分解反应，最终产生超强质子酸	重氮盐、二芳基碘鎓盐、三芳基硫鎓盐、烷基硫鎓盐、铁芳烃盐、磺酰氧基酮及三芳基硅氧醚

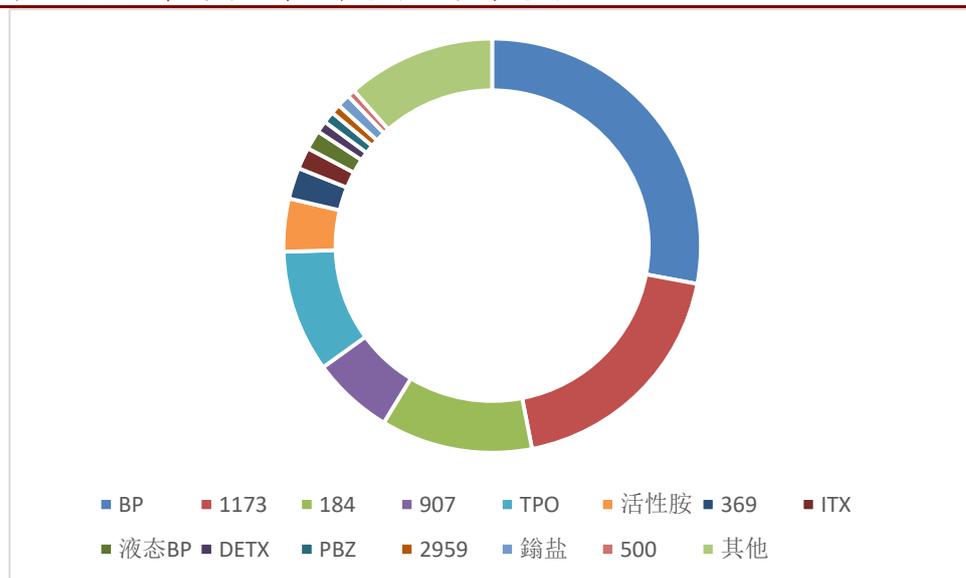
资料来源：百度百科、招商证券

光固化技术产业化最早在德国拜尔实现，随后北美、欧洲和日本等国家和地区都开始从事光引发剂的生产。国际巨头比如巴斯夫、拜尔、陶氏化学在内的跨国公司，其光固化产业涵盖 oligomer、monomer、光引发剂等整个产业链，其中光引发剂在配方的比例占 2%-10%左右。国际巨头的引发剂通常来自收购的欧美公司提供，比如巴斯夫的引发剂来自于其 2009 年收购的瑞士 Ciba。Ciba 是多数光引发剂的发明者，并持有其专利。不过随着其专利的逐渐过期，中国国内的光引发剂厂家也不断涌现，这时候，光引发剂的生产开始慢慢从欧美转移至中国。经过多年的发展，目前我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，特别是光引发剂，已成为世界上最大的生产和出口国家。

我国最初光引发剂生产企业有几百家，经过十多年充分市场竞争后，集中趋势日益明显，至 2016 年光引发剂生产企业集中至 16 家。据 RadTech China 统计，2016 年中国光引发剂实现总产值 20.7 亿元，同比增长 6.8%；实现总产量 3.4 万吨，同比增长 3.0%，出口总量和总产值分别约为 8519 吨和 4.9 亿元，同比增长 14.6%和 2.8%。

在光引发剂的各类产品中，大体量的产品分别是 BP、1173、184、907 和 TPO，每年产量都是千吨级别，而且有产品都是几百吨的产量。

图 15：2016 年我国不同品种光引发剂的产量占比



资料来源：CNKI、招商证券

表 2：全球光引发剂的主要生产商及产品范围

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（被强力新材收购）	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
扬帆新材	TPO、184、907、1173、ITX、BMS
沙多玛（Arkema 收购）	651、184、1173、

资料来源：久日新材招股说明书、招商证券

4、我国 PCB 产业、UV 涂料油墨的发展带动相应的光引发剂需求

目前在中国，光引发剂的生产集中在自由基光引发剂，应用领域主要为 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。

表 3：光引发剂大体量产品的特性和应用

分类	主要特性	添加量 (w/w)	典型例子
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

资料来源：久日新材招股说明书、招商证券

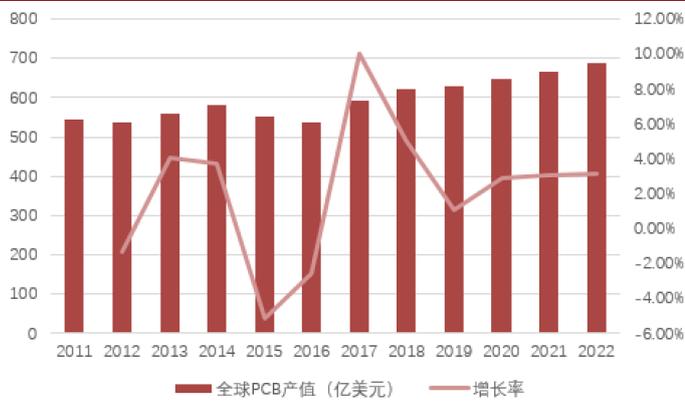
4.1、中国 PCB 行业仍有内增动力

过去几年，全球 PCB 产业逐步向亚洲转移，中国逐步成为 PCB 生产大国。2015、2016 年随着个人电脑和智能手机更新换代速度变慢，全球 PCB 产业发展速度有所放缓，但是从 2017 年开始，随着智能穿戴，智能汽车等电子产品加速发展，PCB 产业恢复增长态势。据统计，2011 年 PCB 行业的市场规模为 220 亿美元，PCB 产值占全球 39%；到 2017 年中国大陆 PCB 产值达到就 297 亿美元，占全球比例已经超过 50%，年复合增长率 3.7%左右。全球 PCB 产业仍然逐步向中国大陆转移。

据 PrismaMark 预计，到 2022 年全球 PCB 产值有望达到 688 亿美元，而中国 PCB 产值将超过 350 亿美元，居世界首位。中国大陆 PCB 拥有较为成熟的产业链，国家政策利于产业发展。国家“十三五规划”指出的要加快构建高速、移动、安全新一代的信息基础

设施，无论是深入普及高速无线网络、新能源汽车、积极推进智能制造、人工智能、第五代移动通信（5G）和超宽带关联技术研究，还是布局未来网络架构、技术体系和安全保障体系都离不开 PCB 产品，因此中国 PCB 行业的内增动力依然显著。

图 16：全球 PCB 产值（亿美元）



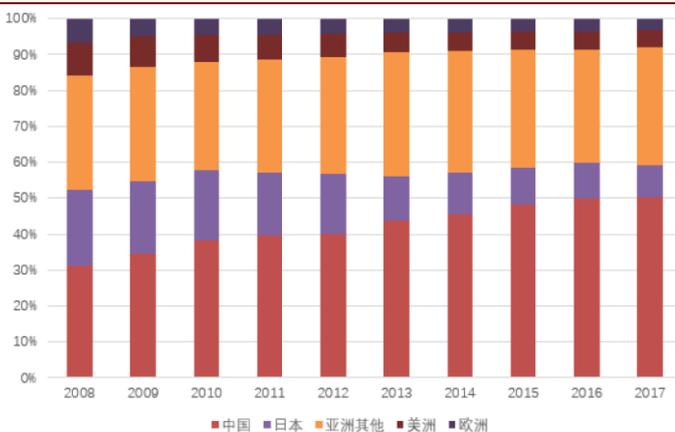
资料来源：中国产业信息网、招商证券

图 17：中国 PCB 行业产值及增速（亿美元）



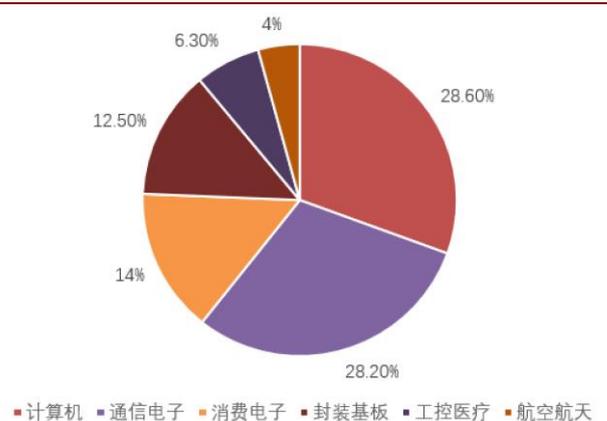
资料来源：中国产业信息网、招商证券

图 18：全球 PCB 行业产值区域分布及变化情况



资料来源：中国产业信息网、招商证券

图 19：PCB 下游各应用占比



资料来源：中国报告网、招商证券

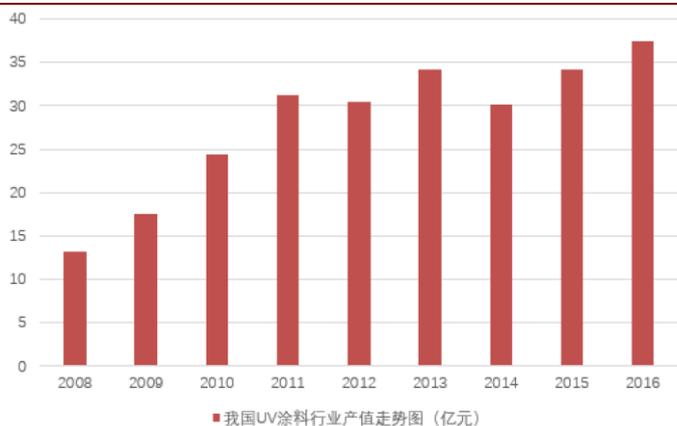
4.2、UV 涂料和 UV 油墨市场来自于对传统涂料和油墨市场的替代

UV 涂料具有防止污染及节能效果，广泛用于生产塑胶、真空电镀、PVC 地板、荫罩板、汽车顶板、木地板、橱柜面板、手机壳等表面涂装和基材的涂饰等，能赋予基材各种装饰效果，拥有出色的抗划伤、耐化学品和耐磨性能，还可以赋予基材一些特殊的功能，如防静电、防反射等。

我国以前主要使用溶剂型涂料，根据《中国涂料工业年鉴 2013》统计数据，2017 年全国生产涂料 2041 万吨，若环保的 UV 涂料保守替代率为 5%，那么 UV 涂料年产量将达到 102 万吨，而根据辐射固化委员会统计资料，2010 年国内 UV 涂料产量为 5.2 万吨，2016 年为 8.5 万吨，增幅为 63.5%。因此整个涂料市场伴随环保要求的提高，UV 涂料的使用量会逐步增加，市场空间巨大。

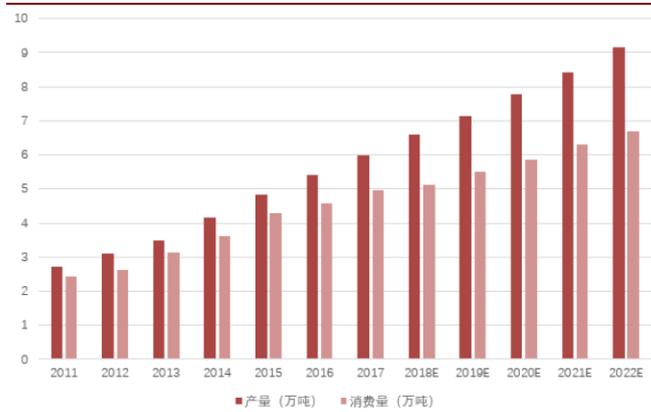
UV 油墨主要应用于彩色印刷、电子行业中，由于其具备的环保特性，近年来得到了飞速发展，以替代传统油墨产品，根据辐射固化专业委员会统计数据，2015 年国内 UV 油墨总产量 4.23 万吨。作为现代印刷工业的重要耗材，环保型的 UV 油墨的用量将大幅增加，进而推动上游相关行业相应发展，市场空间较大。

图 20：我国 UV 涂料行业产值走势图（亿元）



资料来源：中国产业信息网、招商证券

图 21：我国 UV 油墨供需平衡情况（万吨）



资料来源：中国产业信息网、招商证券

三、公司优势分析

1、巯基化合物规模和技术全球领先，与光引发剂生产有协同效应

巯基化合物产品虽然是一个小众的精细化工领域，但在新材料、医药、农药、橡塑助剂等产品中不可或缺，而且具有很高的技术门槛。目前公司已经形成了巯基化合物共计十大类，500 多个品种，是国内外同类产品规格和品种最齐全的企业之一。公司在巯基化合物领域市场份额较为稳定，主要竞争对手为日本住友精化，国内暂时还没有构成威胁的竞争对手。预计在未来环保趋严的背景下，巯基化合物的生产进入门槛会越来越高。

由于巯基化合物的应用广泛，下游的医药制造领域和农药制造领域都呈现逐年增长的趋势，而巯基化合物本身生产壁垒较高，所以生产商的议价能力在提升，而拥有巯基化合物及下游一体化生产的厂商将会享有显著的成本优势。

2017 年，公司巯基化合物收入占总收入的 56%，除了对外销售部分，还用于生产光引发剂产品，因此公司的两大产品巯基化合物和光引发剂产品是相辅相成的，也使得公司在该系列光引发剂产品中具有稳定的原料供应和显著的成本优势。

2、产品种类逐步完善，竞争优势不断增长

光引发剂的特点是种类繁多，公司的光引发剂 907 已经占据绝对的龙头地位。根据辐射固化专业委员会提供的数据，2015 年中国光引发剂 907 共生产 2300 吨，公司该产品产量 1528 吨，占到国内市场的 66%。精细化工行业是一个不但要求专利技术的行业，更是对工艺流程和生产诀窍有很高要求的行业。公司在 907 等优势产品上积累了大量工艺技术和生产诀窍，一直在上虞小批量生产 369、ITX、TPO 及 184 等其他光引发剂

产品，对这些产品的技术及工艺流程也已经完全掌握，并且在通行生产工艺基础上，利用自身多年的生产经验，在母液回收利用、提纯等方面更具优势，因此在内蒙古投资建设建设的 184、1173 和 TPO 等产品放量的风险很小。通过 TPO、184 和 1173 建设项目的投资建设，可以有效提升公司在光引发剂系统领域的竞争力，进一步完善公司产品结构，充分应对未来市场需求结构变化。未来随着这些新产品的逐步放量，公司产品的应用领域迅速扩展至彩色印刷、家装建材、液晶显示器、LED 灯、汽车油漆等，这种扩大的市场需求将推动对光引发剂的产品需求持续增长。

3、稳定的产品盈利能力在当前宏观背景下愈发稀缺

目前市场对于美国经济增速见顶已经有一定共识；受美国经济和新兴经济体增速下滑的影响，出口型为主的欧洲经济体可能无法独善其身；中国 10 月底的政治局会议内容表态看，对于经济下行的容忍度也在提升。目前，预计大宗类化学品的价格不会重复 16、17 年大幅疯狂上涨的局面，甚至有下调的可能，因此周期性特征显著，价格弹性大的化工产品的公司业绩将有下滑的风险。

公司属于精细化工领域，产品价格周期性特征较弱。2014 年以来，公司直销模式和经销模式下同样的光引发剂产品平均销售价格基本保持稳定，由于产品种类有别，经销模式下的光引发剂产品的平均销售价格还有逐年上升的趋势；巯基化合物直销模式下价格存在一定小幅的波动，定制加工业务的产品的平均销售价格相对稳定，这是因为定制加工业务主要采用“成本加成法”为定价原则，在订单开始生产之已约定产品销售价格。

公司已经建立了牢固的多层次多国别的销售体系，很多客户均是销售多种光引发剂产品的综合客户。因此随着公司产能的逐步增加，产品稳定的盈利能力会相应带来综合利润的提升，公司正进入快速发展期。

4、内蒙古新基地的建设将公司产能规划逐步落实

公司募集资金在内蒙古投资项目“29000 吨/年光引发剂、医药中间体项目”，分别为光引发剂及上游原料产能 1.1 万吨/年（TPO、184、1173 等），医用中间体以及巯基化合物产能 1.8 万吨/年。项目建设期 2 年，项目启动后，第三年可以部分投入生产并产生效益，第五年可以达到设计生产能力。按照当前产品市场价格，届时可实现年均销售收入 9.5 亿元，年净利润 2.7 亿元，投资回收期 5 年，具有较好的经济效益和社会效益。

四、财务预测与估值

1、主要假设

1) 公司在建项目按计划投产，主要产品可以实现顺利销售，内蒙古生产基地“2.9 万吨/年光引发剂、医药中间体项目”2019 年投产，假设巯基化合物和光引发剂 2019、2020 年分别新增销量 300 吨、500 吨；

2) 公司销售价格、毛利率相比 2018 年不发生大幅波动；主要产品税收政策在预测期保持不变。

表 4：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	385	436	534	640	759
巯基化合物及其衍生物	205	245	290	341	400
光引发剂	172	179	244	299	359
其他产品	8	12	10	10	10
收入增长率	0%	13%	22%	20%	19%
巯基化合物及其衍生物	7%	19%	18%	18%	17%
光引发剂	-7%	4%	36%	22%	20%
其他产品	16%	59%	-20%	0%	0%
毛利率	35%	32%	40%	42%	40%
巯基化合物及其衍生物	35%	36%	38%	42%	38%
光引发剂	32%	29%	42%	42%	42%
其他产品	-	23%	20%	20%	20%

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：各季度业绩回顾

(百万元)	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
营业收入	100	133	113	117	136
营业毛利	15	28	15	31	42
营业费用	1	2	4	2	3
管理费用	12	11	19	15	18
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1	0	2	1	-3
投资收益	0	0	0	0	2
营业利润	15	28	15	31	44
归属母公司净利润	13	24	17	27	40
EPS (元)	0.14	0.27	0.19	0.30	0.45
主要比率					
毛利率	30%	31%	36%	44%	44%
营业费用率	1%	1%	3%	2%	2%
管理费用率	12%	8%	17%	13%	13%
营业利润率	15%	21%	13%	27%	32%
有效税率	9%	15%	11%	16%	16%
净利率	13%	18%	15%	23%	30%
YoY					
收入	-5%	40%	13%	29%	36%
归属母公司净利润	-34%	39%	22%	153%	209%

资料来源：公司数据、招商证券

表 6：盈利预测简表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	385	436	534	640	759
营业成本	251	295	321	375	457
营业税金及附加	4	4	5	6	8
营业费用	8	9	11	13	15
管理费用	47	55	48	58	68
财务费用	1	4	(1)	(2)	(2)
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0	0
投资收益	(7)	3	3	3	3
营业利润	71	70	153	193	215
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	72	75	158	198	221
所得税	11	10	21	27	30
净利润	60	65	137	171	191
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	60	65	137	171	191
EPS (元)	0.67	0.53	1.11	1.39	1.55

资料来源：公司公告、招商证券

2、盈利预测与投资评级

中国将持续是光引发剂终端应用市场增长最快的地区，也是全球最大的光引发剂生产国和出口国。目前国际巨头并无产能扩增，国内生产商行业集中度非常也大大提高，公司 IPO 上市借助募集资金，迅速扩大主流光引发剂的产能规模，同时依托内蒙独有的地区优势，大力发展从原料到下游一体化经营战略，未来从成本和规模上，产品竞争优势非常明显。根据我们假设，预计公司 2018-2020 年实现每股收益 1.11 元、1.39 元和 1.55 元，对应 PE 为 18.7 倍、14.9 倍和 13.4 倍，估值低于同行业其他公司。我们首次覆盖，给予公司“强烈推荐-A”的投资评级。

表 7：可比公司估值表（截至 2018 年 11 月 8 日收盘）

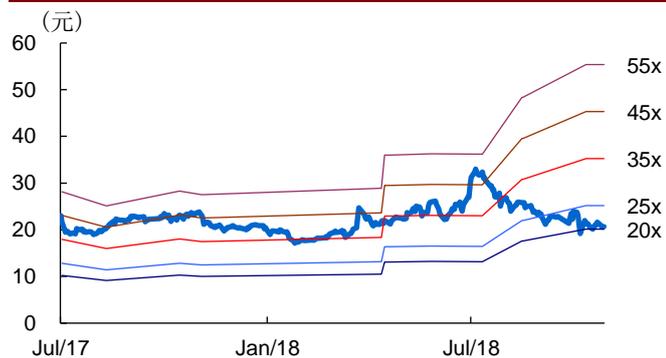
公司	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
	17	18E	19E	17	18E	19E	17	18E	19E			
光华科技	0.25	0.48	0.74	39%	92%	54%	57	30	19	4.5	11%	54
强力新材	0.49	0.6	0.83	9%	22%	38%	57	47	34	5.1	7%	76
平均				24%	57%	46%	57	38	27	4.8	9%	

资料来源：公司公告、招商证券（可比公司 EPS 均为 wind 一致预期）

五、风险提示

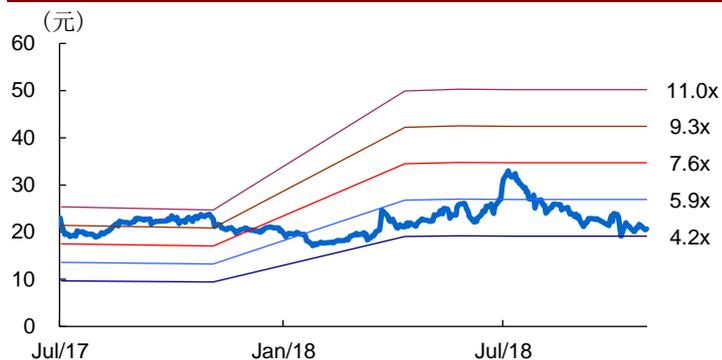
- 1) 新建项目中的光引发剂产能顺利释放，假如低于预期，使得我们产量假设偏高；
- 2) 光引发剂的市场依托下游的发展，假设下游增长乏力，对行业需求将不增长，对净利润增长有所影响。

图 22: 扬帆新材历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 23: 扬帆新材历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

附：财务预测表

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	250	446	486	559	705
现金	138	186	183	198	274
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8	6	8	9	11
应收款项	35	44	51	61	73
其它应收款	4	5	7	8	10
存货	63	80	87	101	124
其他	2	124	151	181	215
非流动资产	200	203	278	344	400
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	169	166	243	310	368
无形资产	17	17	15	14	12
其他	14	20	20	19	19
资产总计	451	649	765	903	1105
流动负债	168	82	85	93	105
短期借款	130	0	0	0	0
应付账款	22	24	26	30	37
预收账款	2	6	6	7	9
其他	14	52	53	55	59
长期负债	4	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	4	4	4	4
负债合计	172	85	89	97	109
股本	90	123	123	123	123
资本公积金	81	304	304	304	304
留存收益	107	137	249	379	570
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	279	564	675	806	997
负债及权益合计	451	649	765	903	1105

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	96	83	117	152	171
净利润	60	65	137	171	191
折旧摊销	23	23	25	35	44
财务费用	3	6	(1)	(2)	(2)
投资收益	7	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	2	(9)	(39)	(50)	(59)
其它	1	(0)	(1)	1	1
投资活动现金流	(29)	(143)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(21)	(26)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(8)	(117)	0	0	0
筹资活动现金流	(27)	142	(21)	(37)	4
借款变动	(22)	(112)	0	0	0
普通股增加	0	33	0	0	0
资本公积增加	0	222	0	0	0
股利分配	0	0	(25)	(41)	0
其他	(5)	(2)	4	4	4
现金净增加额	40	82	(4)	16	76

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	385	436	534	640	759
营业成本	251	295	321	375	457
营业税金及附加	4	4	5	6	8
营业费用	8	9	11	13	15
管理费用	47	55	48	58	68
财务费用	1	4	(1)	(2)	(2)
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0	0
投资收益	(7)	3	3	3	3
营业利润	71	70	153	193	215
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	72	75	158	198	221
所得税	11	10	21	27	30
净利润	60	65	137	171	191
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	60	65	137	171	191
EPS (元)	0.67	0.53	1.11	1.39	1.55

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	0%	13%	22%	20%	19%
营业利润	57%	-1%	118%	26%	12%
净利润	44%	8%	110%	25%	11%
获利能力					
毛利率	34.8%	32.5%	39.8%	41.5%	39.8%
净利率	15.6%	14.9%	25.6%	26.8%	25.1%
ROE	21.6%	11.6%	20.2%	21.3%	19.1%
ROIC	15.1%	11.3%	19.3%	20.5%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	13.2%	11.7%	10.7%	9.8%
净负债比率	28.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	5.5	5.7	6.0	6.7
速动比率	1.1	4.5	4.7	4.9	5.5
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.9	4.1	3.9	4.0	4.1
应收帐款周转率	9.8	11.1	11.2	11.4	11.3
应付帐款周转率	10.3	12.9	12.9	13.3	13.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.67	0.53	1.11	1.39	1.55
每股经营现金	1.07	0.67	0.95	1.24	1.39
每股净资产	3.10	4.57	5.48	6.54	8.08
每股股利	0.00	0.20	0.33	0.00	0.00
估值比率					
PE	30.9	39.1	18.7	14.9	13.4
PB	6.7	4.5	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	33.8	32.9	18.1	14.0	12.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业高级分析师。北京理工大学经济学硕士，化工学士。2016 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

钟浩：招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。