

# 世名科技 (300522)

## 原液着色前景明朗，电子色浆值得期待 增持（首次）

2020年10月20日

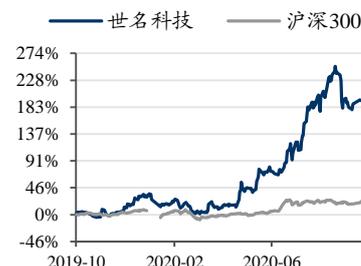
证券分析师 柴沁虎  
执业证号：S0600517110006  
021-60199793  
chaiqh@dwzq.com.cn  
证券分析师 陈元君  
执业证号：S0600520020001  
021-60199793  
chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	371	430	549	940
同比(%)	11.5%	15.7%	27.7%	71.2%
归母净利润(百万元)	74	89	108	162
同比(%)	9.6%	20.5%	21.9%	49.3%
每股收益(元/股)	0.41	0.49	0.60	0.89
P/E(倍)	74.16	61.53	50.46	33.79

### 投资要点

- **纳米分散技术是公司的核心竞争力。**公司主要从事 纳米色浆、功能性纳米分散体、电子化学品、电脑调色一体化等产品的研发、生产及销售。在部分纤维原液着色色浆、高品质涂料色浆等领域均实现了纳米级颜料色浆的生产能力。
- **商品色浆有一定的产业前景，但存在空间受限的问题。**目前公司主要生产水性商品色浆，公司产品在建筑涂料、乳胶和造纸等领域处于领先地位。和色粉或自磨色浆相比，商品色浆颜料利用率高，综合性能更好，产品的分散度更好，存储稳定性更好，与体系配伍性更好，这样产品在着色强度、颜色纯正度、鲜艳度以及产品均一性和稳定性等方面具有明显的优势。但是，建筑涂料、乳胶和造纸等领域增速乏力，整体而言，色浆的市场容量相对稳定，商品色浆的份额提升，但是部分行业空间相对有限。
- **原液着色是最具产业前景的色浆潜在使用领域。**随着染料技术的进步以及环保要求的提升，化纤行业开始将色浆均匀分散在纺丝液中直接制备有色纤维。原液着色应用范围较广，可以用于粘胶、涤纶、腈纶、氨纶和尼龙等纤维的着色。
- **电子业务打开未来空间。**2020年5月，公司公告计划建设1万吨高频覆铜板专用树脂及特种添加剂技术改造项目。具体方案为2,000吨PCB低聚物固体树脂、3,000吨高性能低聚物SMA树脂、2,000吨高分子聚合物分散剂、2,500吨功能性添加剂以及500吨光刻胶颜料分散液。本项目开发的主体产品低聚物母体树脂主要用于高频覆铜板专用树脂，光刻胶颜料分散液主要用于彩色光刻胶领域，都是国内尚处于产业空白的领域。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为0.89亿元、1.08亿元和1.62亿元，EPS分别为0.49元、0.60元和0.89元，当前股价对应PE分别为62X、50X和34X。考虑到公司原液着色顺应环保政策要求，电子级色浆具备先发优势，有望实现高端产品国产替代，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**电子级色浆业务进展低于预期；纤塑新材料项目建设进度低于预期的风险；环保督察带来的生产压力。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.22
一年最低/最高价	9.75/36.88
市净率(倍)	8.21
流通 A 股市值(百万元)	3578.90

### 基础数据

每股净资产(元)	3.68
资产负债率(%)	12.39
总股本(百万股)	180.73
流通 A 股(百万股)	118.43

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司简介</b> .....	<b>4</b>
1.1. 实际控制人持股比例较高 .....	4
1.2. 公司有昆山和常熟两个生产基地 .....	4
1.3. 公司的现金流能力较强 .....	5
<b>2. 旧城改造和原液着色具有较大产业空间</b> .....	<b>5</b>
2.1. 环保是色浆产业的发展驱动力 .....	6
2.2. 旧城改造和纺织着色的废水排放控制是公司的传统业务驱动力 .....	7
2.2.1. 外墙着色是建筑涂料用色浆的重要驱动力 .....	8
2.2.2. 造纸、乳胶用色浆需求平稳 .....	8
2.3. 原液着色是纺织色浆的重要发展方向 .....	9
2.3.1. 原液着色对色浆提出严苛的要求 .....	10
2.3.2. 原液着色的色浆需求增速较高 .....	10
2.3.3. 科技赋能，促进原液着色产业的发展 .....	11
<b>3. 借力纳米分散技术，发展电子产品</b> .....	<b>11</b>
3.1. 高性能低聚物 SMA 树脂属于细分利基市场 .....	12
3.1.1. 高分子分散剂用 SMA 为高端色浆奠定基础 .....	12
3.1.2. 高频高速覆铜板需要 SMA 相容剂 .....	12
3.2. 500 吨光刻胶颜料分散液 .....	13
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>13</b>
4.1. 基本假设 .....	13
4.2. 盈利预测与估值 .....	14
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2020 年中报) .....	4
图 2: 公司主要板块的营收构成 (亿元) .....	5
图 3: 公司主要板块的毛利率 (%) .....	5
图 4: 中国商品化色浆市场规模 (万吨) .....	6
图 5: 2011 年国内商品化色浆市场结构 .....	6
图 6: 中国染料颜料的产量 (万吨) .....	7
图 7: 中国建筑涂料的产量 (万吨) .....	8
图 8: 中国纸以及纸板的产销量 (万吨) .....	9
图 9: 中国胶乳产业的市场规模 (亿元) .....	9
图 10: 覆铜板分类及应用 .....	12
表 1: 盈利预测拆分 (单位: 百万元) .....	14
表 2: 可比公司估值表 (截至 2020 年 10 月 20 日收盘价) .....	14

## 1. 公司简介

世名科技（300522）总部位于苏州昆山。公司成立于2001年12月，2010年6月变更为股份制公司，2016年7月在深交所上市。

公司主要从事纳米色浆、功能性纳米分散体、电子化学品、电脑调色一体化等产品的研发、生产及销售，主要产品为环保型、超细化水性色浆。纳米级色浆及纳米级材料添加剂技术是公司的核心技术。

公司是国内色浆行业的龙头企业，产品广泛应用于涂料、纤维、胶乳等行业，在建筑涂料色浆、乳胶色浆和造纸色浆等细分市场处于领先地位。

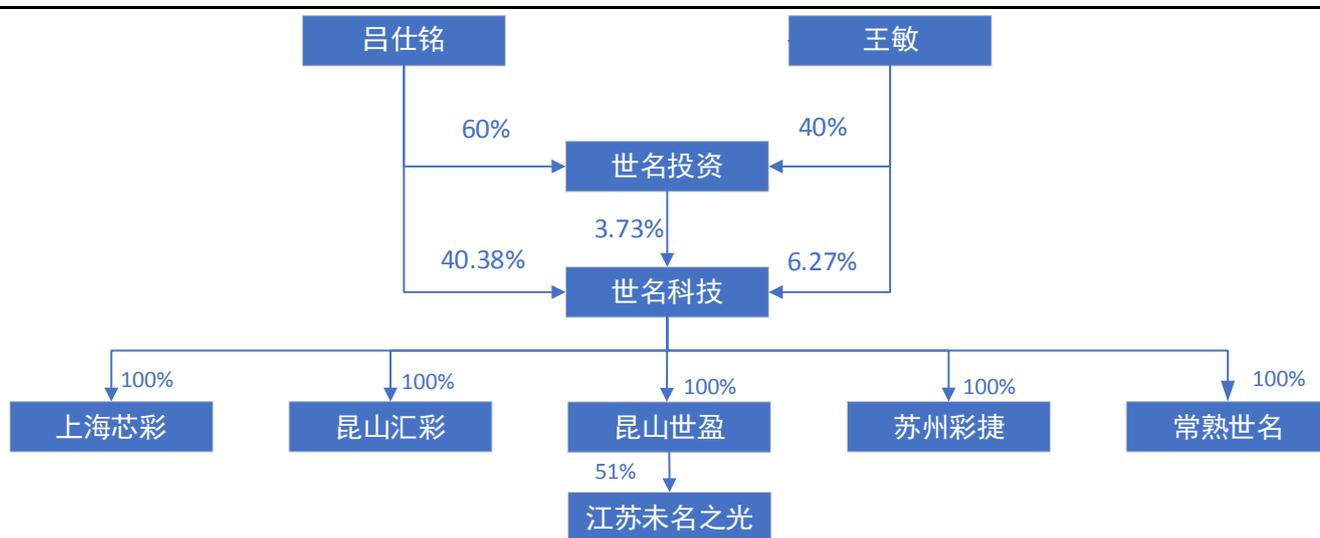
此外，作为国内少数几家具备提供全面色彩解决方案能力的企业，公司还能够为客户提供包括色浆、测配色软件、色卡及调色相关设备等在内的色彩整体解决方案。

### 1.1. 实际控制人持股比例较高

本公司的实际控制人为吕仕铭及王敏夫妇。

吕仕铭先生直接持股比例40.38%，王敏直接持股6.27%。此外，吕仕铭及王敏通过世名投资持股3.73%。

图 1: 公司股权结构 (截至 2020 年中报)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.2. 公司有昆山和常熟两个生产基地

昆山基地拥有色浆产能1万吨。

常熟基地是IPO募投项目的实施主体，主要从事纳米级水性色浆、纳米材料添加剂和溶剂型色浆的研发、生产和销售，项目投产后，新增2万吨水性色浆产能及4000吨

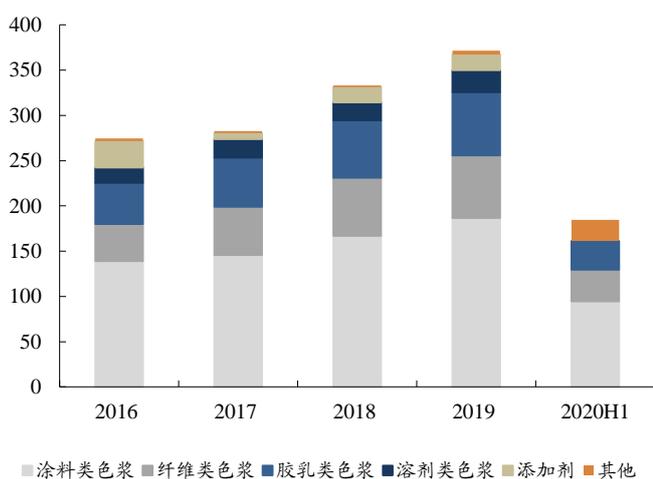
环保添加剂产能。常熟项目分阶段进行建设，第一阶段(年产 10,375 吨纳米级水性色浆、2,000 吨溶剂色浆及 2,680 吨纳米材料添加剂)于 2016 年 1 月建成，进入试生产阶段，并于 2017 年 7 月 20 日通过苏州市环保局竣工环保验收(苏环验[2017]73 号)，正式投产；第二阶段(年产纳米级水性色浆 9,625 吨、溶剂色浆 18,000 吨及纳米材料添加剂 5,360 吨)于 2019 年 1 月建成，进入试生产阶段。常熟世名于 2020 年 1 月 8 日收到苏州市行政审批局下发的《行政许可决定书》(苏行审环验准【2020】第 1 号)，常熟世名年产 5 万吨纳米级水性色浆和溶剂色浆及纳米材料添加剂项目验收申请通过审查验收，拥有年产 20,000 吨水性色浆、20,000 吨溶剂型色浆、8,040 吨纳米材料添加剂的实际产能。

### 1.3. 公司的现金流能力较强

公司营收结构中涂料类色浆占比超过 50%，其次为胶乳类色浆和纤维类色浆。毛利贡献结构与营收结构基本相同，涂料类色浆毛利贡献接近 60%，是目前公司最主要的利润来源。

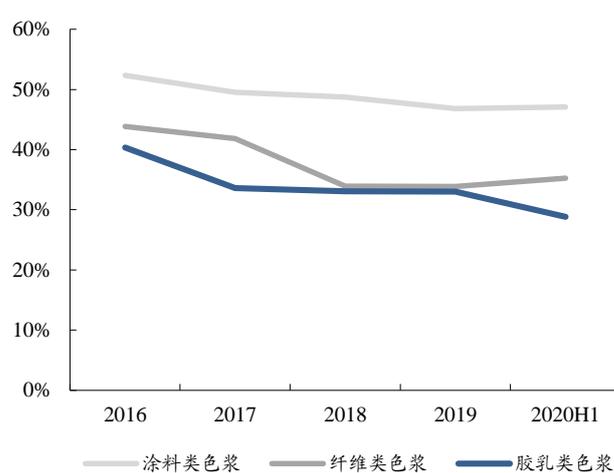
公司重视产品研发，在产品和服务方面优势突出，营业收入和净利润呈现出稳步增长的势头。2015-2019 年公司营业收入和净利润复合增长率分别为 12.6%、10.5%，处于稳定发展阶段。2019 年，依托涂料、纤维、胶乳等行业的传统技术优势，公司积极拓展色彩行业下游应用领域，2019 年营业收入和净利润分别实现了 11.5%、9.6% 的增长。受新型冠状病毒肺炎疫情影响，公司 2020 年一季度订单量较上年同期有一定幅度下降，经营受到影响，随着生产进入正常化，公司业绩向好，2020 年上半年实现营业收入同比增长 2.22%，归母净利润同比增长 1.98%。

图 2：公司主要板块的营收构成（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：公司主要板块的毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 旧城改造和原液着色具有较大产业空间

色浆、色粉、色片、色油、色膏和色母粒是颜料的常见着色方式。其中色粉作为一种比较原始的使用方式，在众多领域中均有使用。色片和色膏用量较小。色母粒主要使用在塑料行业。色浆主要使用在涂料、油墨、造纸、乳胶和纺织等行业。

全球范围颜、染料的需求相对平稳。但是，商品化色浆的份额在不断提升。同时旧城改造、纺织过程的三废排放控制等细分需求对色浆提出新的要求，部分技术驱动型的色浆企业高成长性仍可保证。

## 2.1. 环保是色浆产业的发展驱动力

色浆是颜料的一种使用方式，是将粉末状颗粒颜料与树脂、功能添加剂、助溶剂等混合，并经加工后得到的一种颜色、着色强度和流变性符合一定规范的颜料浓缩浆，主要用于替代传统的颜料直接着色方式。

根据用途不同，色浆可分为建筑涂料色浆、工业涂料色浆、乳胶色浆、造纸色浆、胶带色浆、纺织纤维色浆、合成革色浆等。

根据所使用原材料的不同，色浆可分为无机色浆和有机色浆。其中，无机色浆包括钛白色浆、碳黑色浆和氧化铁色浆等。

根据生产形式的不同，色浆可以分为自磨色浆和商品化色浆。目前国内市场中，自磨色浆仍占主导地位，商品化色浆的占比大约在 10%，但是目前占比也在稳步提升。

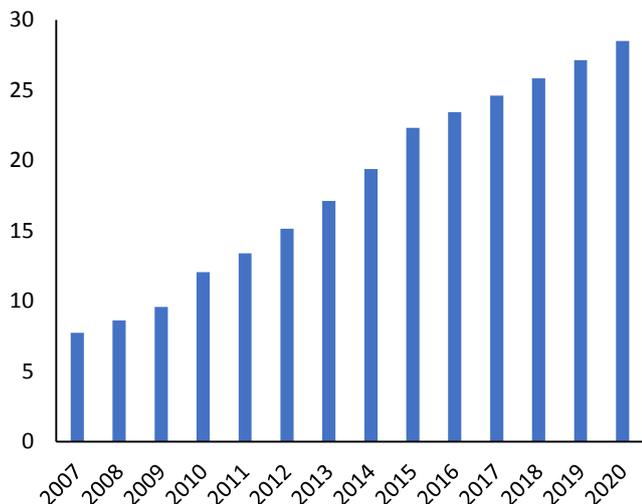
早期，企业多使用色粉或自磨色浆。90 年代后期，随着环保趋严，商品色浆产业逐步崛起。与自磨色浆相比，商品色浆的优势较为明显。

首先，商品色浆的颜料利用率可达近 100%，而自磨色浆的颜料利用率只有 80% 左右。其次，商品色浆的三废排放较低。1 吨商品化色浆可以减少 5-10 吨废水排放，降低废水排放 50% 以上，有明显的环保优势。最后，颜料的显色是由光线对其发色基团与助色基团的作用结果，颜料粒子的粒径大小和粒径分布对其颜色性能有很大的影响。商品色浆的颜料颗粒平均粒径小于 500 纳米（0.5 微米），远低于 20-25 微米的行业标准。部分产品颜料颗粒平均粒径小于 100 纳米（0.1 微米），达到纳米级色浆水平。颗粒度纳米化以后，产品的分散度更好，存储稳定性更好，与体系配伍性更好，这样产品在着色强度、颜色纯正度、鲜艳度以及产品均一性和稳定性等方面具有明显的优势。

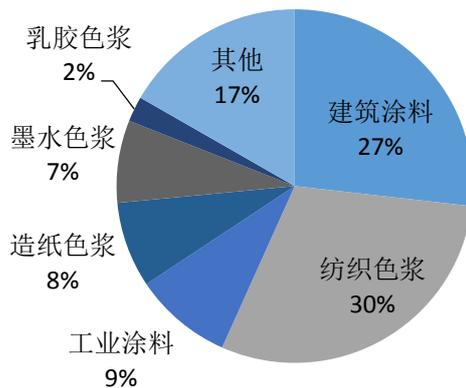
我国商品色浆产业增长迅速，但整体而言，色浆市场仍以自磨色浆为主。2010 年我国商品色浆的市场规模约 12 万吨，2020 年的市场规模大约 25-30 万吨。

图 4：中国商品化色浆市场规模（万吨）

图 5：2011 年国内商品化色浆市场结构



数据来源：中国涂料，东吴证券研究所



数据来源：中国涂料，东吴证券研究所

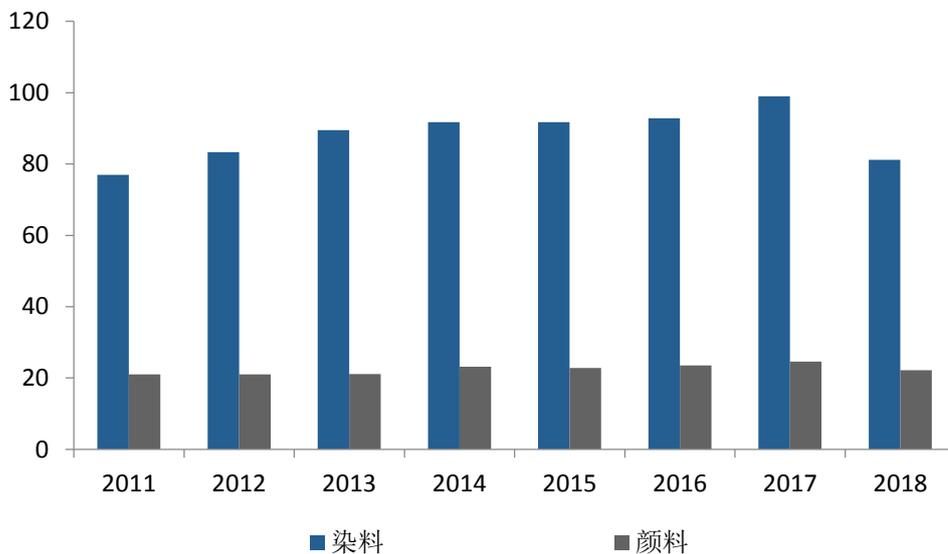
目前公司主要是以商品化方式生产水性色浆，其下游行业为建筑涂料、纺织、造纸、乳胶等行业。

公司的产品分散度好，环境污染小，产品基本不含 APEO 和甲醛。

## 2.2. 旧城改造和纺织着色的废水排放控制是公司的传统业务驱动力

颜、染料是色浆的最重要的原料，中国是全球最重要的颜、染料生产国。从国内数据看，全球范围的颜、染料的需求整体平稳。

图 6：中国染料颜料的产量（万吨）



数据来源：前瞻产业信息网，东吴证券研究所

色浆的需求相对平稳，但是商品色浆的份额在稳步提升，并且在建筑、纺织等下游领域具有结构性机会。

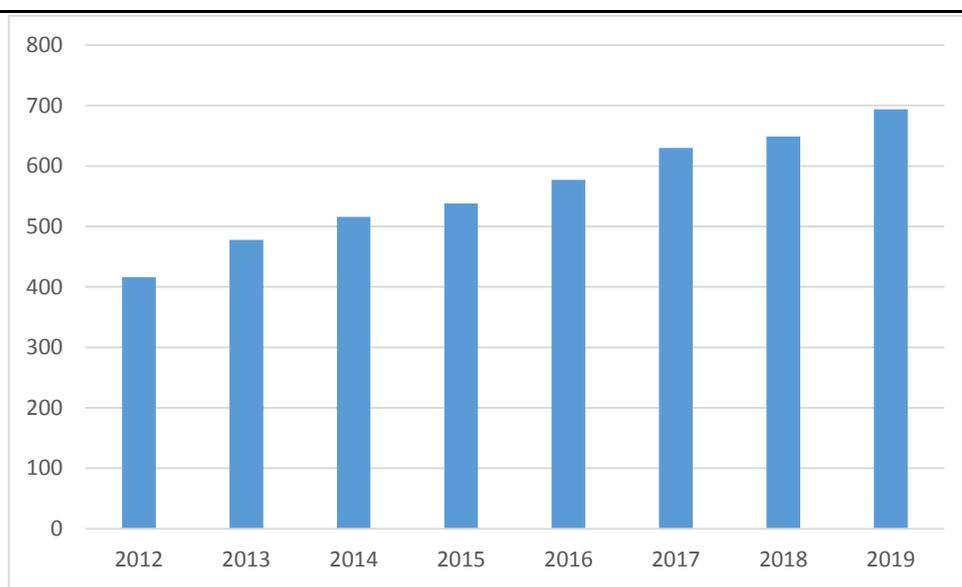
### 2.2.1. 外墙着色是建筑涂料用色浆的重要驱动力

建筑涂料行业是色浆最重要的使用领域，也是我国最早使用色浆的领域。

我国建筑涂料行业从上世纪 90 年代初期开始使用色浆，到目前已经有 20 多年历史。目前我国建筑涂料中约有 90% 为水性涂料，大多使用水性色浆作为着色剂。

我国建筑涂料产量从 2012 年的 416 万吨上升到 2019 年的 694 万吨。建筑涂料下游主要用于建筑业，受疫情影响，2020 年前两季度建筑业房屋竣工面积分别下滑 27.32%、12.57%，但建筑涂料基本需求面还在，工程项目、订单等较常年推后，另外，在精装修趋势影响下，未来工程端建筑涂料需求将有较大释放空间，我们预计 2020 年我国建筑涂料的产量变化不大，或将维持在 700 万吨左右。

图 7: 中国建筑涂料的产量 (万吨)



数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

在“房住不炒”的背景下，建筑涂料的传统下游色浆需求整体平稳。

在国际上，有不少国家运用色彩季节理论对城市景观进行设计，制定城市建筑色彩规划，如巴黎的主体色定为米黄色，伦敦的主体色为土黄色，罗马的主题色为橙黄色。

我国部分城市也开始进行颜色规范。北京早在 2000 年就强调城市建筑外立面主要采用以灰色调为主的复合色，成都强调以复合灰为城市建筑主色调，无锡强调建筑的整体色调为清新淡雅的浅色调。此外，徐州、杭州、哈尔滨、西安、厦门等很多城市都明确在城市规划中引入城市建筑色彩的规划。

通过公共色彩规划、立法等来规范色彩应用已经开始普及。旧城改造为城市色彩产业提供了一个很好的契机。不过，外墙涂料的耐候性具有极高的技术门槛，也为龙头企业的脱颖而出创造了机会。

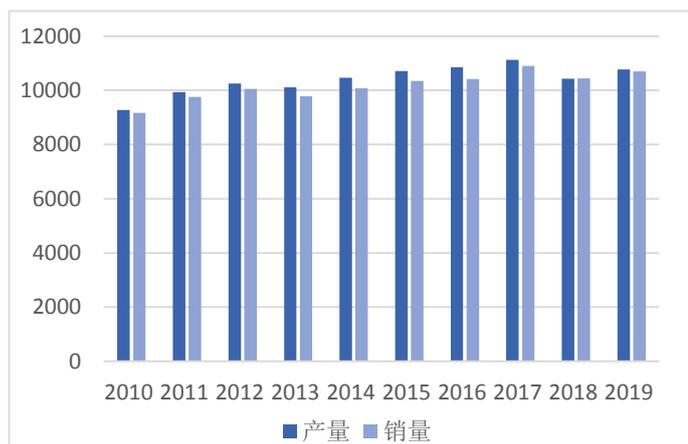
### 2.2.2. 造纸、乳胶用色浆需求平稳

公司造纸类色浆、乳胶类色浆在市场中也占据领先地位。

我国的造纸产业发展平稳，据中国造纸协会的数据，2019 年全国纸及纸板生产量 10765 万吨，同比增长 3.16%，消费量 10704 万吨，同比增长 2.54%。

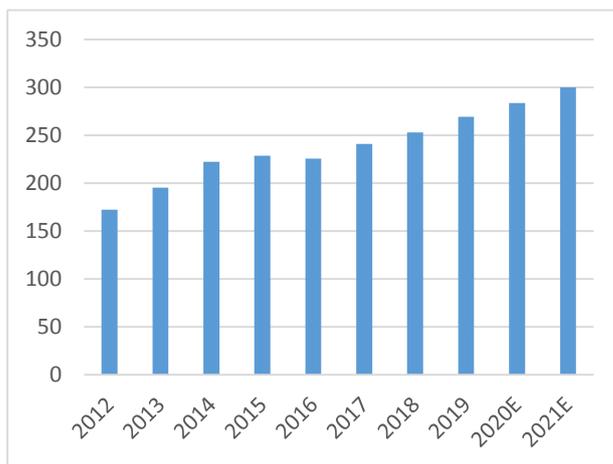
胶乳是橡胶产业的一个子行业，我国胶乳产业的市场规模发展平稳，2015 年我国胶乳的市场规模 230 亿元，据智研咨询预测，2020 年市场规模 280 亿元左右。

图 8: 中国纸以及纸板的产销量 (万吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 中国胶乳产业的市场规模 (亿元)



数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

### 2.3. 原液着色是纺织色浆的重要发展方向

原液着色纤维是指在纺丝溶液或熔体中加入着色剂，经纺丝过程得到的有色纤维，也称为无染纤维或纺前染色纤维。

原液着色纤维不仅可以大幅度降低生产过程中的三废排放，而且产品耐候性会显著提升。目前，原液着色纤维已广泛应用于产业用纺织品、服用纺织品、家用纺织品，其中在汽车内饰、户外用品、绣花线等产品中用量较大。

2019 年 3 月，公司公告，计划变更募投项目内容，继续实施原定的 2 万吨水性色浆生产线及自用添加剂建设项目。同时，投资 2 亿元，在昆山市周市镇建设纤塑新材料生产项目。环保压力促进原液着色产业的发展

原液着色纤维加工成纺织品可省去染色工序，减少大量废水排放，能从源头上有效解决传统印染行业面临的高能耗、高水耗和高 COD 排放等突出问题。据测算，相对于后染加工，每吨原液着色纤维加工成纺织品可分别降低废水和 CO<sub>2</sub> 排放 32 吨和 1.2 吨，降低电耗和蒸汽消耗 230kW.h 和 3.5m<sup>3</sup>。目前，每年纺织印染废水排放 20-23 亿吨，约占全国工业废水排放量总量约 11%。根据纺织工业“十三五”发展规划，到 2020 年，纺织行业单位工业增加值能耗累计下降 18%，单位工业增加值取水下降 23%，主要污染物排放总量排放下降 10%。原液着色是达到上述目标的重要环节。

传统的化纤着色染料利用率低，一般不超过 50%，原液着色的利用率基本接近 100%。用原液着色纤维加工下游产品相比常规纤维染色后加工可节约 30%~50%的生产成本。而且，原液着色产品在品质稳定性、颜料浓度、分散性、耐迁移性等方面具有显著的质量优势。

在环保法规日趋严苛，绿色发展、绿色消费观念日益深入人心的背景下，原液着色纤维近年来快速发展。

美国普立万公司 2015 年推出纤维级液体色母解决方案，液体色母以高压注射到聚酯熔体中，大幅减少了颜色转换过程中废料的产生。2018 年推出适用于锦纶和涤纶的细旦丝及海岛丝的蓝光超黑液体色母。

美国英威达公司 2016 年建成世界上首条专门生产原液染色聚酰胺 66 膨化变形长丝（BCF）的生产线，以满足不断增长的原液染色聚酰胺 BCF 市场需求。

2017 年世界原液着色纤维约占化纤总产量的 13.9%，化纤用色母粒的需求量为 25~30 万吨。2010 年以来原液着色纤维产量的年均增长率达到 14%，高于化纤总产量年均 9.2% 的增长率。其中，原液着色聚酯长丝的年均增长率为 12%、原液着色聚酯短纤的年均增长率为 26%，聚酰胺 6 长丝年均增长 71%，再生纤维素短纤维为 49%。

### 2.3.1. 原液着色对色浆提出严苛的要求

与传统纤维染色技术相比，原液着色技术不但可以赋予制备的彩色纤维良好的耐日晒、皂洗、不怕汗渍等特点，而且省去了下游产品的染色环节，减少了能源和水资源的消耗。

但是，原液着色对颜料的纯度、粒径、粒径分布都提出新的特殊要求。

首先，颜/染料的热稳定性要好，常规的偶氮类染料可能难以胜任。

其次，颜/染料的纯度要好，杂质控制不当容易造成断丝。

最后，颜/染料的分散技术对产品性能至关重要。

由于化纤母粒对着色剂有着严苛的要求，新增母粒产能将集中在技术雄厚、重视新产品开发的优势企业。

纺织纤维色浆属于公司新进入的应用领域，2014 年收入占比 10.9%，呈现爆发性增长态势。目前公司已与国内一线企业建立起长期稳定的供应关系。未来公司将继续加大对原液着色用水性色浆市场的开拓，分享行业发展盛宴。

### 2.3.2. 原液着色的色浆需求增速较高

原液着色应用范围较广，可以用于粘胶纤维、涤纶纤维、腈纶纤维、氨纶纤维等纤维的着色。

随着纤维原液着色技术的发展以及国家的政策支持，纤维制造企业采用色母粒、功能母粒、原液着色色浆等材料制造差别化纤维规模有显著增大的趋势。

2017 年国内原液着色纤维产量大约 500 万吨左右，占化学纤维总产量的 10%。采用原液着色生产纤维的主要品种有聚酯纤维、聚酰胺 6 纤维、再生纤维素纤维和聚丙烯腈纤维。其中，聚酯纤维占到了原液着色纤维的 90%，约 440 万吨，占聚酯纤维总产量的 11.2%。黑色纤维的产量约 300~325 万吨，约占原液着色纤维产量的 60%。据《我国化纤母粒行业发展现状及趋势》的预测，未来 5 年我国原液着色化纤会保持 10~15% 的年均增长率，产量将从目前的 500 万吨增至 800~1000 万吨，主要需求将集中在浙江、江苏及福建等 3 省。

2017 年我国对色母粒的需求量为 13~15 万吨，其中黑色母粒的市场需求量最大，为 8~10 万吨。按照我国化纤产量占世界化纤总产量的 68.7% 计算，我国原液着色纤维的比重仍偏低。

原液着色纤维的开发与应用是工信部发布的《纺织工业“十三五”发展规划》、《化纤工业“十三五”发展指导意见》的重点工作。目前原液着色的化纤产量只占化纤总量的 10% 左右，增长空间广阔，符合未来的发展趋势。

### 2.3.3. 科技赋能，促进原液着色产业的发展

2018 年，公司将纺织着色产业确定为继涂料产业之后的战略核心产业。

2019 年，公司与江南大学合作申报的“纳米颜料制备及原液着色湿法纺丝关键技术”取得中国纺织工业联合会颁发的科学技术成果鉴定证书，技术达到国际先进水平。公司与江南大学等合作申报的“纳米颜料胶囊制备及其在印染中的应用关键技术”取得中国纺织工业联合会颁发的科学技术成果鉴定证书，技术达到国际领先水平。

2019 年，公司与江南大学、浙江理工大学等单位合作的“纳米颜料胶囊的制备及其在纺织品印染中的应用技术”获中国纺织工业联合会科学技术奖技术发明一等奖。

2019 年 11 月，公司和中国纺织科学研究院有限公司签署战略合作协议，就聚酯、聚酰胺原液着色项目的聚合纺丝技术、专用色浆、色油与纤维色母粒、功能母粒等研发、生产及市场推广等内容，建立全面战略合作关系。

## 3. 借力纳米分散技术，发展电子产品

2020 年 5 月，公司公告，以常熟世名为实施主体，投资 6000 万元，建设年产 1 万吨高频覆铜板专用树脂及特种添加剂技术改造项目。

具体方案为 PCB 低聚物固体树脂 2,000 吨、高性能低聚物 SMA 树脂 3,000 吨、高分子聚合物分散剂 2,000 吨、功能性添加剂 2,500 吨、光刻胶颜料分散液 500 吨。

同时，削减溶剂型色浆产能 5,960 吨、纳米材料添加剂产能 4,040 吨。

本项目开发的主体产品低聚物母体树脂系列（PCB 低聚物固体树脂、高性能低聚物 SMA 树脂）主要用于高频覆铜板专用树脂、水性高分子分散剂等。

### 3.1. 高性能低聚物 SMA 树脂属于细分利基市场

高性能低聚物 SMA 母体树脂系列主要用于水性分散剂、覆铜板树脂，该项技术为欧美等企业垄断。

高性能低聚物 SMA 母体树脂的生产工艺属于聚合反应，通过连续化微反应器平台进行生产。

常熟世名已掌握一系列聚合物分散剂母体合成工艺技术，产品从结构、理化指标及应用性能上与进口高端产品基本一致，产品逐渐被电子化学品及相关产品市场认可。

#### 3.1.1. 高分子分散剂用 SMA 为高端色浆奠定基础

高品质色浆对颜料的粒径、分散稳定、助剂选择、保湿、相容性有很高的要求。

优秀的色浆必须具备着色力强、流动性好、长时间储存不结块，不沉淀、不返粗、固含量高、产品粘度稳定、泡沫低，不风干，遇冰冻可融化后再使用，不发霉、尽可能低的 VOC，批次间色差少等性能。

公司的多款分散剂实现了自主生产，掌握了制备高品质分散剂的核心技术，具备较好的技术壁垒和较低的技术扩散风险。

为了更好服务原液着色化纤产业的发展，海外企业纷纷开发无分散剂的产品，以控制分散剂对化纤制品的最终性能的影响、提高色浆在纺丝原液中的相容性和纺丝时间。

#### 3.1.2. 高频高速覆铜板需要 SMA 相容剂

按照结构分类，覆铜板可以分为刚性、挠性和特殊材料基覆铜板。刚性覆铜板又可以进一步按照基材，分为纸基、玻纤布基和复合基覆铜板。

由于环氧树脂原料易得，价格便宜以及具有优良的加工性能，目前的覆铜板基材，不管是数量上，或者技术上，都是以环氧树脂做的 FR-4 板材为主。但是，传统的环氧树脂存在介电常数、节点损耗较高，耐热性和尺寸稳定性差的缺点，不能适应高性能覆铜板的要求，聚苯醚树脂具有低介电常数、高耐热性、良好的尺寸稳定性和低吸水性等特点，聚苯醚改性环氧树脂可以为高性能覆铜板提供较为理想的基材。

公司的产品主要定位高频、高速覆铜板专用树脂。

据公司公告，公司开发的 PCB 低聚物固体树脂，是基于高性能低聚物 SMA 树脂体系基础上的产品升级，具有耐热稳定性好，较高玻璃化温度与软化点等特点，产品的耐热性、介电性质、膨胀性、吸水性等是重要的技术指标。

图 10: 覆铜板分类及应用

刚性分类	按基材分类	主要应用场景
刚性 CCL	纸基 CCL	通讯设备、家用电器、电子玩具、计算机周边设备等产品。
	玻纤布基 CCL	计算机、游戏机、打印机、通讯设备、移动电话基站设备等产品
	复合基 CCL (CEM1~5 系列)	环氧树脂类电子产品、家用电器 聚酯树脂类 通讯设备 多元脂类, 满足特殊的绝缘性、耐热性、强度等场景 特殊性树脂
挠性 CCL	聚酯树脂 CCL	汽车电子、办公自动化设备等领域
	聚酰亚胺 CCL	手机、数码相机、摄像机、笔记本电脑等便携式电子设备, 汽车电子、办公自动化设备、仪器仪表、医疗器械、航空航天、国防等领域
特殊材料基 CCL (无机)	金属芯基	在大功率集成电路、汽车和摩托车、办公自动化、大功率电器设备和电源设备等领域
	陶瓷类基板	在大功率多芯片组件、高频开关电源、变频器、调速电极以及汽车、航天等领域
	耐热热塑性基板	无线网络、卫星通讯、移动电话接收基站等领域

数据来源：生益科技公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 500 吨光刻胶颜料分散液

光刻胶颜料分散液（光刻胶色浆）主要用于显示器彩色滤光片用光刻胶，是在彩色滤光片中呈现色彩特征的物质，相关产业目前主要有海外企业垄断。

光刻胶颜料分散液制备技术及工艺与公司现有业务有一定的相通性，核心技术都是颜料改性技术、超细化加工技术以及溶剂型色浆加工技术。但是，光刻胶颜料分散液在原材料品质控制、粒径大小及分布、纳米颗粒稳定性与耐光性、饱和度等性能有着更为苛刻的技术要求，迥然不同的品控机制。

公司拥有多年的色浆生产加工经验，具备纳米级色浆的生产水平，产品的颜料颗粒平均粒径可以小于 100 纳米，产品在部分纤维原液着色色浆、高品质涂料色浆等领域均实现了纳米级颜料色浆的产业化。

据公告介绍，公司已初步完成了相关产品的实验室研究，目前尚处于配方优化阶段，后续还需要经过测试验证、中试、试生产和客户验证等阶段才能完成商业化应用。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 基本假设

常熟世名第二阶段项目 19 年 1 月份建成，产能负荷逐步提升，预计需要 3 年时间达到满产。

纤塑新材料项目预计 21 年底建成，22 年整体负荷假设为 50%；

常熟世名科技投资的 1 万吨高频覆铜板专用树脂及特种添加剂技术改造项目 20 年底建成，21 年中达产。

表 1: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)

		2019	2020E	2021E	2022E
传统色浆业务	营业收入	367.48	429.86	367.48	367.48
	毛利	144.42	171.73	144.42	144.42
纤塑新材料	营业收入	-	-	-	300.00
	毛利	-	-	-	105.00
电子树脂 PCB	营业收入	-	-	44.25	66.37
	毛利	-	-	19.91	29.87
电子树脂 SMA	营业收入	-	-	66.37	99.56
	毛利	-	-	29.87	44.80
电子浆料	营业成本	-	-	70.80	106.19
	毛利	-	-	33.98	50.97

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

#### 4.2. 盈利预测与估值

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.89 亿元、1.08 亿元和 1.62 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.60 元和 0.89 元，当前股价对应 PE 分别为 62X、50X 和 34X。考虑到公司原液着色顺应环保要求，电子级色浆具备先发优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表 (截至 2020 年 10 月 20 日收盘价)

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
世名科技	54.62	30.22	0.41	0.49	0.60	74.16	61.53	50.46	8.21
亚士创能	117.54	60.34	0.59	1.53	2.25	102.94	39.32	26.80	8.15
松井股份	96.48	121.20	1.56	1.53	2.20	77.69	79.26	55.09	9.19
三棵树	422.13	156.98	1.01	2.19	3.15	155.43	71.61	49.90	24.50

数据来源: wind (除世名科技外为 wind 一致预期)，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**纤塑新材料项目建设进度低于预期的风险。**投产后，项目收入占公司营业收入较大，建设进度是否达到预期，对公司未来业绩影响较大。受疫情影响，公司项目建设受阻，进度存在不及预期的风险。

**光刻胶等电子用色浆业务的进展低于预期。**电子用色浆业务与公司传统业务存在一

定差异，可能遇到技术难题导致进展不及预期。

**环保督察带来的生产压力。**色浆产业生产伴随三废排出，环保政策收紧将对公司正常生产带来压力。

世名科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>481</b>	<b>537</b>	<b>595</b>	<b>666</b>	<b>营业收入</b>	<b>371</b>	<b>430</b>	<b>549</b>	<b>940</b>
现金	252	286	313	256	减:营业成本	220	251	321	565
应收账款	57	63	69	76	营业税金及附加	3	4	5	9
存货	56	70	91	193	营业费用	21	25	31	53
其他流动资产	115	118	121	140	管理费用	55	63	80	137
<b>非流动资产</b>	<b>229</b>	<b>232</b>	<b>250</b>	<b>331</b>	财务费用	-3	-4	-2	3
长期股权投资	0	1	2	2	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	137	143	160	230	加:投资净收益	2	4	4	4
在建工程	26	23	23	34	其他收益	5	4	5	5
无形资产	31	30	30	29	<b>营业利润</b>	<b>81</b>	<b>98</b>	<b>121</b>	<b>180</b>
其他非流动资产	35	35	35	35	加:营业外净收支	-0	3	1	1
<b>资产总计</b>	<b>710</b>	<b>769</b>	<b>845</b>	<b>996</b>	<b>利润总额</b>	<b>81</b>	<b>101</b>	<b>122</b>	<b>181</b>
<b>流动负债</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>101</b>	减:所得税费用	8	12	14	19
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-0	0	0	0
应付账款	26	26	26	26	<b>归属母公司净利润</b>	<b>74</b>	<b>89</b>	<b>108</b>	<b>162</b>
其他流动负债	33	34	45	75	EBIT	73	93	113	173
<b>非流动负债</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	EBITDA	89	105	127	191
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	4	4	4	4	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>63</b>	<b>64</b>	<b>75</b>	<b>105</b>	每股收益(元)	0.41	0.49	0.60	0.89
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.56	3.88	4.24	4.91
					发行在外股份(百万股)	121	181	181	181
归属母公司股东权益	646	705	770	891	ROIC(%)	17.8%	20.5%	23.0%	25.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>710</b>	<b>769</b>	<b>845</b>	<b>996</b>	ROE(%)	11.3%	12.6%	14.1%	18.1%
					毛利率(%)	40.9%	41.6%	41.6%	39.9%
					销售净利率(%)	19.7%	20.6%	19.7%	17.2%
					资产负债率(%)	8.9%	8.4%	8.8%	10.5%
					收入增长率(%)	11.5%	15.7%	27.7%	71.2%
					净利润增长率(%)	9.6%	20.5%	21.9%	49.3%
					P/E	74.16	61.53	50.46	33.79
					P/B	8.49	7.78	7.12	6.15
					EV/EBITDA	58.76	49.76	40.85	27.44

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

