

久日化学 (430141)

—国内光引发剂行业龙头

投资评级 增持 评级调整 首次评级 收盘价 19.48 元

投资要点:

- 久日化学成立于 1998 年,是精细化学品制造行业内 UV 光引发剂集研发、生产、销售、服务为一体的高新技术企业,拥有强大的技术实力和科研力量,建有“市级企业技术中心”和“天津市光引发剂技术工程中心”,在国内光引发剂行业处于优势地位。公司产品品种超过 20 个,年生产能力达万吨级,为全球品种最多、规模最大的光固引发剂生产商和供应商,国内市场占有率第一,部分产品品质及规模处于世界领先地位。2012 年 9 月公司成为国内首批、天津市首家在新三板挂牌的企业。
- 近 5 年来,公司收入和净利润均呈现稳定增长的态势,2012-2014 年公司营业收入分别为 2.35 亿元、3.24 亿元和 4.58 亿元,同比分别增长 40.84%、37.67%和 41.28%;2014 年公司收入结构中 TPO、184、1173 和 ITX 占比较高。2012-2014 年公司实现归属于母公司股东的净利润分别为 2936 万元、3606 万元和 4469 万元,同比分别增长 23.52%、22.82%和 24.37%。
- 公司本着“同业整合,横向拓展,纵向延伸”的发展战略,未来业务发展将继续以光引发剂的研发、生产、销售为中心,并拓展进入光固化单体领域,通过不断增强公司自主创新能力、提高产品技术含量、完善产品系列、不断拓展营销渠道及积极拓展国内外市场,以提升公司核心竞争力,保持行业领先优势。
- 公司收购常州华钛后,2015 年营业收入有望快速增长,预计 2015-2017 年公司营业收入分别为 7.06 亿元、8.31 亿元和 10 亿元,同比分别增长 54.3%、17.7%和 21.5%;实现归属于母公司所有者的净利润分别为 6151 万元、7340 万元和 8925 万元,对应每股收益分别为 0.92 元、1.1 元和 1.34 元。对应当前股价(4 月 30 日),2015-2017 年 PE 分别为 21 倍、18 倍和 15 倍,我们看好公司在光引发剂及紫外固化材料行业的发展前景,给予“增持”评级。

发布时间: 2015 年 4 月 30 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)
上证指数/深圳成指
50 日均成交额(百万元)
市净率(倍)
股息率

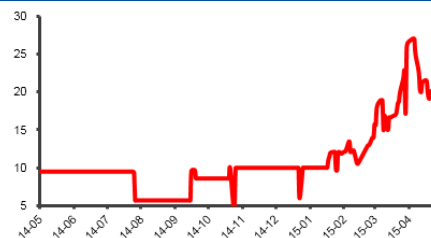
基础数据

流通股(百万股)
总股本(百万股) 66.75
流通市值(百万元)
总市值(百万元)
每股净资产(元) 5.01
净资产负债率

股东信息

大股东名称 赵国峰
持股比例 23.74%
国元持仓情况

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 李朝松
执业证书编号: S0020512080005
电话: 021-51097188-1929
电邮: lichao.song@gyzq.com.cn
地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	323.90	457.59	706.06	831.03	1009.70
营业收入增长率	37.67%	41.28%	54.30%	17.70%	21.50%
净利润(百万元)	36.06	44.85	61.52	73.37	89.22
净利润增长率	22.82%	24.37%	37.19%	19.25%	21.60%
EPS(元)	0.540	0.672	0.922	1.099	1.337
ROE	17.87%	14.06%	16.71%	17.18%	17.90%
P/E	36.06	28.99	21.13	17.72	14.57
P/B	6.44	4.08	3.53	3.05	2.61
EV/EBITDA	19.95	20.19	17.23	13.77	12.21

目 录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 公司是国内最大的光引发剂生产企业	3
1.2 股权结构及发展历程	4
第 2 部分 行业分析	5
2.1 光引发剂简介	5
2.2 紫外固化行业快速发展给光引发剂带来机会	6
2.3 行业竞争格局	7
第 3 部分 公司分析	8
3.1 公司竞争优势	8
3.2 公司经营分析	9
3.3 发展战略	10
第 4 部分 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测	11
4.2 估值建议	11
第 5 部分 估值与投资建议	11

第 1 部分 公司概况

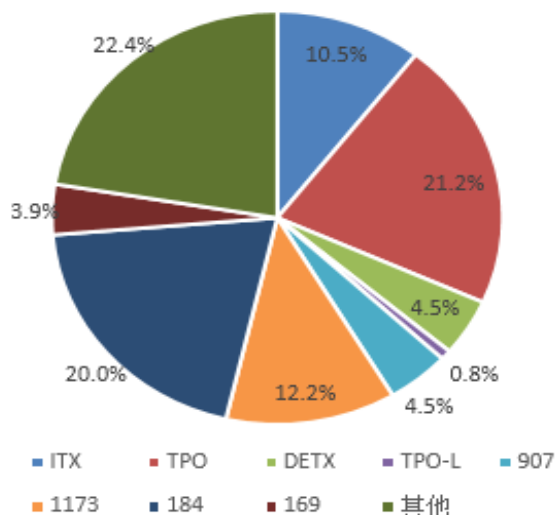
1.1 公司是国内最大的光引发剂生产企业

久日化学成立于 1998 年，是精细化学品制造行业内 UV 光引发剂集研发、生产、销售、服务为一体的高新技术企业，拥有强大的技术实力和科研力量，建有“市级企业技术中心”和“天津市光引发剂技术工程中心”，在国内光引发剂行业处于优势地位。公司产品品种超过 20 个，年生产能力达万吨级，为全球品种最多、规模最大的光固引发剂生产商和供应商，国内市场占有率第一，部分产品品质及规模处于世界领先地位。2012 年 9 月公司成为国内首批、天津市首家在新三板挂牌的企业。

公司主要的下游客户为涂料厂和油墨厂。公司提供的 UV 光引发剂产品种类全、性价比高且供货稳定，使得公司的业务得到快速发展，市场份额迅速提升。目前，公司收购华泰化学（常州久日）后，拥有三个子公司（山东久日、常州久日和天津瑞祥和商贸），每年向全球供应光引发剂达到万吨以上。

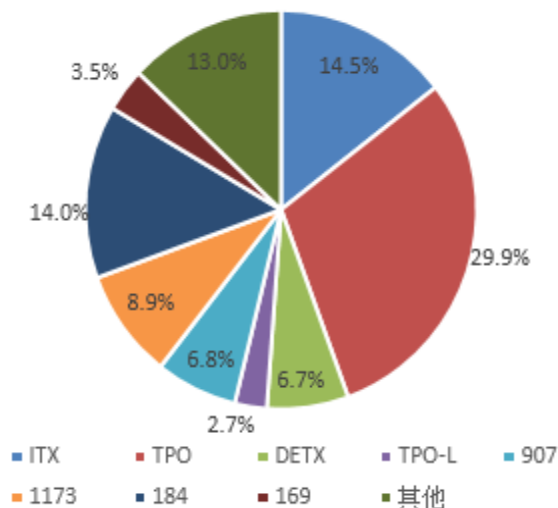
光引发剂是公司收入和利润的主要来源。近 5 年来，公司收入和净利润均呈现稳定增长的态势，2012-2014 年公司营业收入分别为 2.35 亿元、3.24 亿元和 4.58 亿元，同比分别增长 40.84%、37.67%和 41.28%；2014 年公司收入结构中 TPO、184、1173 和 ITX 占比较高。2012-2014 年公司实现归属于母公司股东的净利润分别为 2936 万元、3606 万元和 4469 万元，同比分别增长 23.52%、22.82%和 24.37%。

图表 1. 2014 年公司收入结构



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

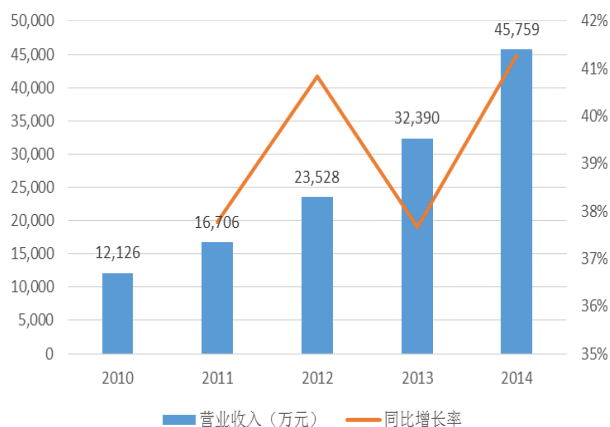
图表 2. 2013 年公司收入结构



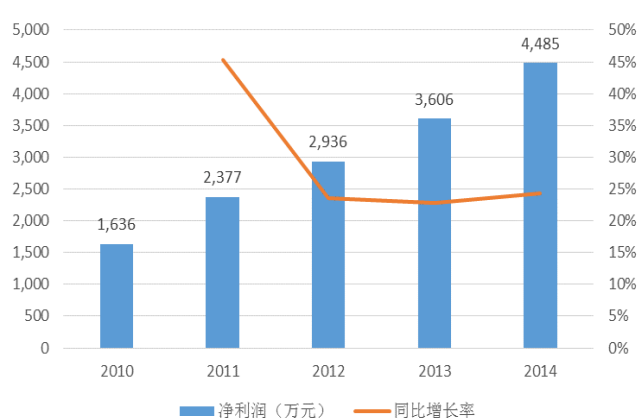
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图表 3. 公司营业收入及增速

图表 4. 公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究中心



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

1.2 股权结构及发展历程

实际控制人和控股股东为赵国峰。截至 2015 年 4 月底，公司总股本为 6675 万股，股东人数为 127 名。公司第一大股东赵国峰持有 1584.91 万股股份，占公司股份总数 23.74%；其配偶王立新持有公司 154 万股股份，占公司股份总数 2.31%；其控制的山东圣丰投资有限公司持有公司 110 万股股份，占公司股份总数 1.65%，三者合计持股 27.7%，处于相对控股地位，且其他股东持股较为分散。同时，赵国峰任公司董事长兼总经理，对公司整体经营管理能够产生重要影响，因此赵国峰为公司控股股东和实际控制人。

赵国峰先生，1967年8月出生，南开大学博士，南开大学化学学院教授，天津市政协委员。1998年-2000年，就职于南开大学生物化学科技开发公司，任总经理；2000年-2004年，就职于天津南开生物化工有限公司，任董事、总经理；2004年-2006年，就职于山东中氟化工科技有限公司，任董事、总经理；2007年至今任天津久日化学股份有限公司董事长、总经理。

图表 5 公司前十大股东情况

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例
赵国峰	1584.9	23.74%
解敏雨	621.8	9.32%
南海成长精选 (天津) 股权投资基金合伙企业	484.3	7.26%
徐俊华	374.9	5.62%
深圳市创新投资集团有限公司	327.9	4.91%
广东盈峰投资合伙企业	210	3.15%
牟桂芬	208.9	3.13%
陈发树	200	3.00%
天津天创盈讯创业投资合伙企业	191.9	2.88%
河北国创创业投资有限公司	190	2.85%
合计	4394.6	65.84%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

发展历程。1998 年，天津久日化学工业有限公司由公司董事长兼总经理赵国峰发起，南开大学的教授创业者们联合筹建，主要生产农药产品。2000 年，开始生产光引发剂 ITX 开始进入光引发剂行业。

2007 年，公司开始对产品结构进行战略调整，确定光引发剂为公司主要业务。
2008 年起，公司开始进入快速发展通道，销售收入和销售利润大幅增长。
2010 年，开始筹建新生产基地，在山东无棣化工园内建立占地 150 亩的现代化生产工厂。
2011 年 6 月，天津久日化学工业有限公司更名为天津久日化学股份有限公司，开始新的战略部署，立志于成为全球最卓越的光引发剂制造商和供应商。
2012 年 7 月，山东工厂正式投入生产。
2012 年 9 月，公司挂牌新三板。
2013 年，久日化学跃居国内光引发剂行业第一，向世界第一进发。
2014 年，公司收购行业常州华钛 100% 股权，进一步巩固行业领先优势。

融资情况。公司在新三板挂牌以来进行了三次增发融资，合计增发股份 1349 万股，融资总额 1.24 亿元，其中较主要融资为 2014 年增发募集资金 8028 万元收购常州华钛 100% 股权。

图表 6 公司增发融资情况

融资时间	发行价 (元/股)	发行数量 (万股)	发行后股本 (万股)	募集资金 (万元)	资金用途
2013 年 7 月	7.36	203.7	5530	1499	补充流动资金
2014 年 8 月	9.5	845	6375	8028	收购常州华钛 100% 股权
2015 年 4 月	9.5	300	6675	2850	补充流动资金
合计		1348.7		12377	

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

第 2 部分 行业分析

光引发剂是辐射固化行业的关键组成部分，对光固化产品的固化速率和固化程度起决定性作用。全球辐射固化行业正处于较快发展阶段，年增速 10% 左右，中国市场增速有望达到 20% 以上，市场需求旺盛。

2.1 光引发剂简介

光引发剂又称光敏剂或光固化剂，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光固化技术。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。通过光固化技术可以在多种基材表面（如纸张、木材、塑料、金属、皮革、石材、玻璃、陶瓷等）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，因此光固化涂料及油墨已在烟酒包装印刷、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。光固化产品主要以 UV 涂料、UV 油墨、UV 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，在日常生活中光固化产品随处可见。

因吸收辐射能不同，光引发剂可分为紫外光引发剂（吸收紫外光区 250-420nm）和可见光引发剂（吸收可见光区 400-700nm）。目前光固化技术主要为紫外光固化，所用的光引发剂为紫外光引发剂。可见光引发剂因对日光和普通照明光源敏感，在生产和使用上受到限制，仅在少数领域如牙科、印刷制版上应用。久日化学所生产的光引发剂产品主

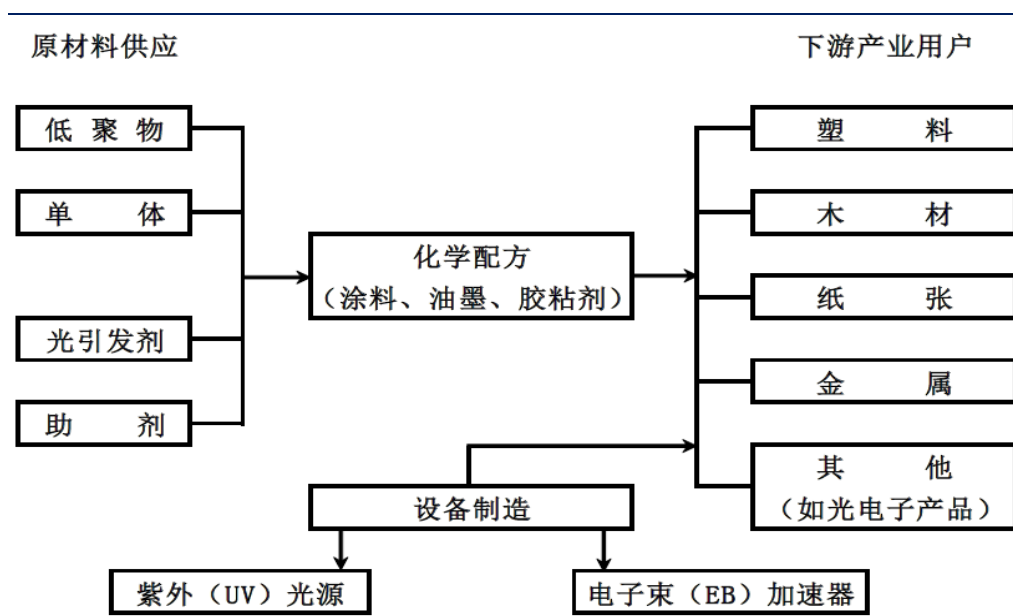
要为紫外光引发剂。

光引发剂作为光固化配方的关键组成部分，对光固化产品的固化速率和固化程度起决定性作用。在光固化产品中，光引发剂含量要比低聚物和稀释剂低得多，一般在 3%至 5%，但是由于其对固化速度和固化程度起决定性作用，且价格昂贵，成本占到光固化材料整体的 30%以上，因此光引发剂的发展对整个辐射固化行业

随着光固化技术的发展，光固化产品应用领域不断扩大，光引发剂的研发和生产也取得很大的进展，主要朝着低气味、低迁移、溶解性好、高引发效率方向发展，因此出现了大分子光引发剂、大分子助引发剂、可聚合光引发剂、自由基-阳离子混杂光引发剂等新型光引发剂。

我国的光引发剂研发和生产始于上世纪 70 年代，当时主要品种为安息香醚类光引发剂，90 年代中期开始工业生产，并进入快速发展阶段，自上个世纪末国内开始研发并生产大众化光引发剂产品如 BP、1173、184。随着部分高效的光引发剂产品专利过期，国内企业相继生产出 ITX、DETX、TPO、907 等高效光引发剂产品，但仍有部分高效的光引发剂产品还在专利保护期，被国外公司垄断。从 2000 年起，我国光引发剂生产和出口跃居世界第一，成为世界上最大的光引发剂生产国和出口国。

图表 7 辐射固化产业链情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2.2 紫外固化行业快速发展给光引发剂带来机会

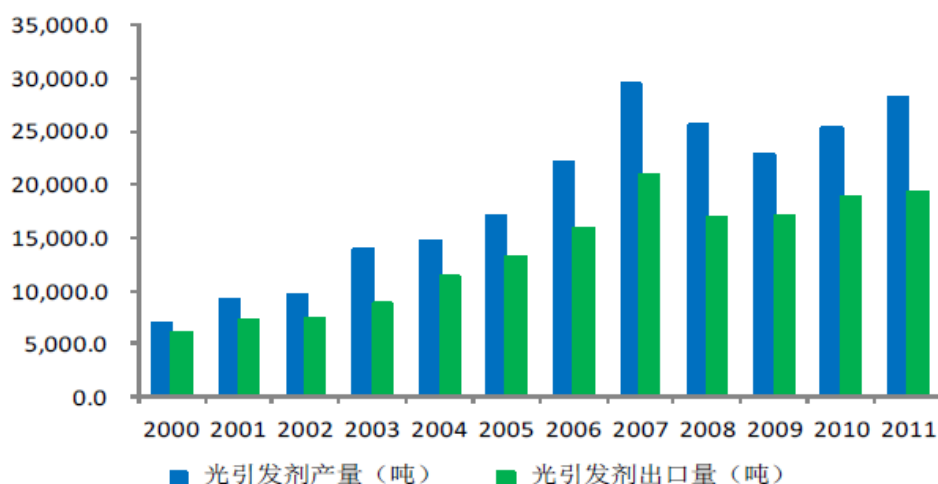
光引发剂作为 UV 涂料和油墨的重要组成部分，其整体状况直接受到 UV 固化行业的影响。从全球范围内来看，呈现以下几个特点：

- 行业的整体发展平稳保持在 10%左右。其中亚太地区是全球最重要的光固化市场，同时也是最大的市场。预计该地区 2014-2019 年年复合增长率将达 10%以上，其中中国和日本是该地区消费量最大的国家，中国市场的平均增速保持在 24%。
- 国家对环保要求日益严格，对生产中使用的油墨、涂料产品在环保方面的要求也越来越高。而 UV 固化技术相较传统的涂料，油墨恰恰是在环保方面具有得天独厚的

优势。对于在 UV 固化技术中占重要地位的光引发剂而言，也会具有非常良好的发展前景。环境保护压力急剧增大，减少涂料、油墨、胶粘剂中的挥发性有机溶剂已成为必然的趋势，光固化技术正是解决这一问题的措施之一。21 世纪以来，我国的光固化产业以很快的速度发展，已成为继美国、日本之后，全球第三大光固化产品的生产地区。整个化工生产行业会因环保问题和职工保障福利要求提高而逐步提高门槛，这样一方面会带来成本的上涨，另一方面，有实力的企业在做好相关提升后，对于没有能力适应新要求的落后企业具有越来越大的长期发展优势，那些对环境影响大的企业会逐步退出市场。因此，虽然短期内可能不规范企业会享受低投入和不规范生产的红利，但长期而言，这些方面的要求会加速行业的整合和提升。具备良好的环保基础和环保意识将成为光引发剂行业内的巨大竞争优势。

➤ 得益于光固化产品的有力带动，近年来，国内光引发剂产业保持着快速增长，年复合增长率超过 10%；同时在技术、工艺的改进、环保、安全、节能降耗等方面都有了明显的进步。目前我国已成为世界上光引发剂生产大国，而且还在快速增长，但由于我国光引发剂生产企业大都没有研发实力，只能仿制已商品化产品；绝大部分生产企业只能在大众化产品中重复，缺少原创性，生产工艺也缺少创新，我国光引发剂的整体水平尚有待提高。目前，我国光引发剂行业的产业特点表现为常规产品多、产品质量优、产品产量大，劣势体现在特殊品种产品（如大分子/可聚合型光引发剂、水性体系光引发剂、环保和健康友好型光引发剂等品种）的研发生产力量尚比较薄弱，为了我国光固化技术的长久健康发展，加大研发投入、开发具有自主知识产权的新型光引发剂产品已成为必然趋势。

图表 8 辐射固化产业链情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2.3 行业竞争格局

根据中国感光学会辐射固化专业委员会的统计，2011 年度，国内该行业内规模以上企业共有 17 家（产量在 100 吨以上），规模以上企业共计生产光引发剂 28,172 吨，其中产量排名前六名的企业产量合计达到 20,000 吨，占规模以上企业总产量的 71%，国内主要光引发剂生产企业有北京英力、浙江寿尔福、久日化学、长沙新宇等。

图表 9 光引发剂主要生产企业

公司名称	主要产品	国别
北京英力	TPO、1173、184、907、369	中国

浙江寿尔福	907、369	中国
长沙新宇	TPO、1173、184	中国
久日化学	ITX、TPO、PTX、TPO-L、907/184、DETX、369、PBZ、1173	中国
巴斯夫	651、184、907、369、819、784、1173、2959	德国
利柏迪	BP、651、184、1173、ITX、KIP150	意大利
沙多玛	651、184、1173、ITX	美国
陶氏化学	UV169(76)、UV169(92)	美国
大湖	ITX、CTX、CPTX、BMS	英国
科宁	BP、Photomer51、Photomer81	德国

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

行业壁垒。(1) 技术壁垒：辐射固化及光引发剂行业运用范围广，技术水平要求高，主要体现在产品性能优异、质量稳定和卫生环保性能好等方面，尤其是产品配方技术难度高、生产工艺复杂，稍有偏差就导致产品质量缺陷，废品率高且无回收价值，生产企业往往需要花费大量人力、财力研发产品配方和创新能力以满足市场需求，行业的技术壁垒较高。(2) 销售渠道壁垒。由于光引发剂产品下游客户（主要为涂料、油墨、胶粘剂等）分散且遍布各地，完善的营销渠道是企业规模化生产销售的必要保障，也成为国内光引发剂企业发展的核心竞争力之一。成熟的销售渠道不仅是产品销量的有力保证，也是及时反馈下游市场信息、把握下游企业需求、紧跟产业发展潮流的有力保证，更是与国际知名企业抗衡的重要砝码。现有厂商对市场渠道和销售渠道进行了充分的铺设和掌控，新进入者在短时间内很难建立起自己的销售渠道，从而丧失快速有效占领市场的能力。

第3部分 公司分析

3.1 公司竞争优势

➤ 研发技术优势。公司自成立以来不断加大研究开发和科技创新投入，打造科技为企业的核心竞争力。公司总部设有现代化研发中心，拥有多名专业水平高、产业化经验较丰富的技术骨干和一批年轻有朝气的后备技术力量，并聘请多名南开大学资深教授担任技术顾问。公司产品均为自主研发，至今已申请国家发明专利 31 项，已授权 16 项，其中大分子专利已通过 PCT 方式申请了国际专利，并进入到欧盟、美国、日本、韩国。凭借强大的技术实力和科研力量，公司被评为“国家级高新技术企业”，研发中心被天津市经济和信息委员会、天津市发展和改革委员会、天津市科学技术委员会等单位认定为“市级企业技术中心”和“光固化功能助剂工程技术中心”，并获批组建“天津市光引发剂技术工程中心”。公司的系列光引发剂开发及产业化项目已列入天津市重大产业化项目和自主创新项目。通过自主研发、科技成果转化、产学研合作等途径，公司形成了国内领先的企业技术创新体系与核心竞争力。公司积极与国内外大客户开展技术交流与合作，以迅速提高光固化技术方面的专业技术服务能力。公司充分利用自身在自由基光引发剂方面的知识和技术储备，为客户量身定制适合的产品。目前公司已具备针对客户需求提供专项技术解决方案的能力，如耐黄变体系解决方案、无苯型体系解决方案、低迁移性大分子引发剂解决方案，以及烟包油墨解决方案等。公司专业技术服务水平的不断提高，有利于公司为客户提供光引发剂方面的一站式服务，有效增强了下游客户对公司的信赖感和依赖程度。

- 市场与品牌优势。**公司是国内光固化行业的名牌企业之一,已通过 ISO9001:2008 质量体系认证。同时通过严格的生产管理和完善的品质控制,生产出的高品质产品,为公司赢得了信誉,使公司成为 UV 光固化行业的名牌企业之一。公司产品在中国国内、美洲、欧洲、亚洲均得到良好反响,并与国内、国际许多涂料和油墨企业建立了友好持久的合作关系。通过经销商、终端客户、横向联合其他原材料供应商相结合的营销模式,公司建立起较为立体、全面的营销网络,能够及时获取市场信息、把握行业动向。同时,公司于报告期内收购的华钛化学也在行业内有很高的知名度,通过本次并购,公司整合双方渠道,品牌知名度和覆盖率得到明显加强。
- 产品系列齐全优势。**公司现已是国内规模最大、产品品种最全的光引发剂生产企业,收购常州华钛后,公司多数产品已成为全球最大的生产者。光引发剂作为光固化配方产品的关键性原材料,在实际使用过程中,往往需要多品种的光引发剂搭配使用,而光引发剂本身在光固化产品配方中所占的比重并不高,客户对价格敏感度不高,因此多数下游厂家和经销商为了节约采购成本、保证配方产品质量,往往会选择向产品系列较为齐全的生产商一次采购齐全,公司十分重视产品系列的完善,该竞争优势对公司业务的迅速发展起到了重要作用。
- 规模优势。**2013 年公司在国内光引发剂行业占据第一位,2014 年又成功收购国内市场占有率位列第二位的常州华钛化学股份有限公司,整合过后,公司已成为全国规模最大、产品品种最全的光引发剂生产企业,市场地位得到进一步巩固,市场渠道更加完善,尤其在內销市场方面,直销客户比例将大幅提高。

图表 10 公司光引发剂主要产品

产品名称	主要特性	应用领域
ITX	高效、有色	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
DETX	高效、有色	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
TPO	低气味、深层、耐黄变	色漆、胶印、柔印、显示屏油墨等
PBZ	高效、低气味	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
TPO-L	吸收广、耐黄变、深层、水性适用	色漆、胶印、柔印、显示屏油墨等
184	高效、表层	木器、塑料、金属用清漆、复印清漆等
369	吸收广、低迁移、有色	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
907	高效、有色	胶印、柔印、显示屏、电子线路板油墨等
1173	高效、表层	木器、塑料、金属用清漆、复印清漆等

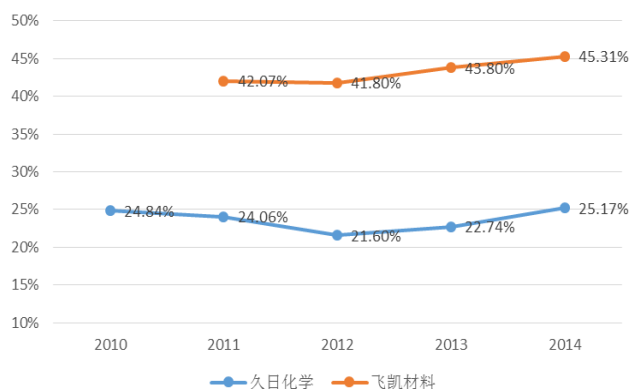
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

3.2 公司经营分析

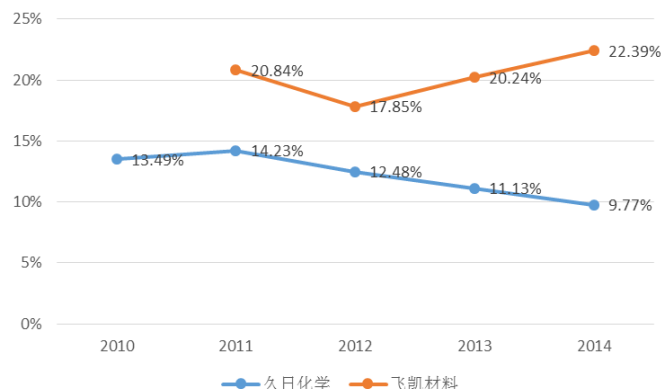
盈利能力。近 5 年公司销售毛利率稳定在 20%以上,但与国内紫外固化涂料上市公司飞凯材料相比,公司毛利率和净利率均偏低。公司销售净利率近三年呈现下滑趋势,由 2011 年的 14.2%下降至 2014 年的 9.77%,主要原因是公司期间费用率上升明显。

图表 11. 公司销售毛利率相对稳定

图表 12. 公司销售净利率有所下滑

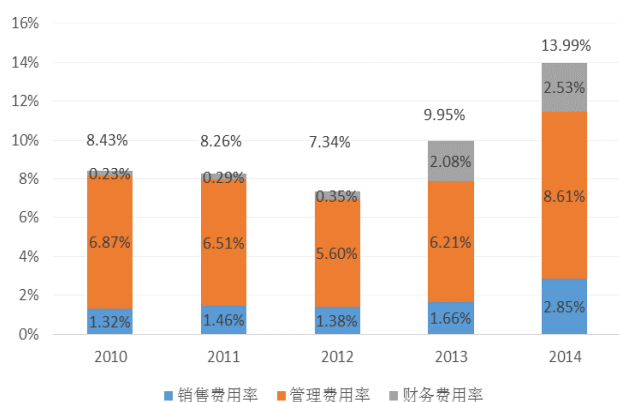


资料来源：wind、国元证券研究中心



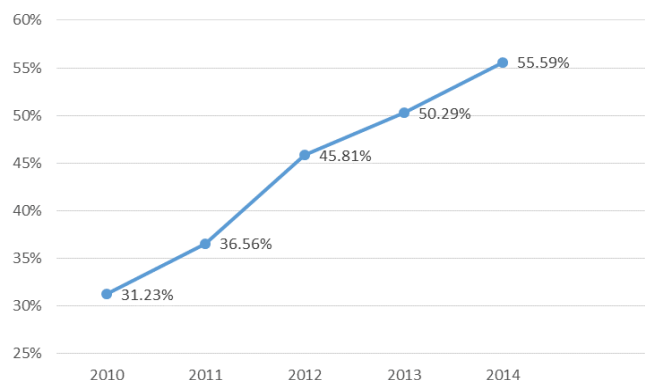
资料来源：wind、国元证券研究中心

图表 13. 公司期间费用率上升明显



资料来源：wind、国元证券研究中心

图表 14. 公司资产负债率逐年上升



资料来源：wind、国元证券研究中心

3.3 发展战略

公司本着“同业整合，横向拓展，纵向延伸”的发展战略，未来业务发展将继续以光引发剂的研发、生产、销售为中心，并拓展进入光固化单体领域，通过不断增强公司自主创新能力、提高产品技术含量、完善产品系列、不断拓展营销渠道及积极拓展国内外市场，以提升公司核心竞争力，保持行业领先优势。

同业整合。公司采取“收购+合作”方式进行同业整合，提升自身行业地位。目前，在行业整合进入深度区域后，公司通过收购和合作的方式进行产业整合。其中，公司于报告期内收购主要竞争对手之一——常州华钛。常州华钛主打产品包括 1173 和 184，产量占国内产量的 60%。公司在收购常州华钛后，进一步巩固了公司在行业的龙头地位，不仅提升了产能，更获得一大批客户资源，由于大部分客户选用混合型引发剂，因此公司获得额外协同效应，提升原有产品的销量。

横向拓展。由于光固化原材料不仅仅包括光引发剂，还有单体和树脂。由于单体和树脂用途更广泛，市场容量要远高于光引发剂。基于公司已拥有的大量稳定客户群，向单体和树脂（光固领域产品为主）渗透不但能够增加公司产品，也能提高收入，与原有产品能够产生高度的协同效应。

公司未来也存在纵向整合的空间。向行业下游的延伸整合，特别是高端涂料、油墨行业，将是公司未来发展方向，凭借对于核心材料光引发剂优势，有望未来推出具有竞争力的

高端涂料、油墨产品。

2015 年经营目标: 力争完成营业收入 6.8 亿元以上, 实现增长 48%以上; 税后利润 5400 万元以上, 增长 20%以上, 以实现总量大幅增长, 向着全球最卓越的光引发剂制造商和供应商的目标前进。

第4部分 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司收购常州华钛后, 2015 年营业收入有望快速增长, 我们看好公司保持收入和净利润双增长的态势, 预计 2015-2017 年公司营业收入分别为 7.06 亿元、8.31 亿元和 10 亿元, 同比分别增长 54.3%、17.7%和 21.5%; 实现归属于母公司所有者的净利润分别为 6151 万元、7340 万元和 8925 万元, 对应每股收益分别为 0.92 元、1.1 元和 1.34 元。

图表 15 公司光引发剂主要产品

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	323.90	457.59	706.06	831.03	1009.70
减: 营业成本	250.23	342.41	533.78	629.92	762.33
营业税金及附加	1.08	2.73	3.07	3.61	4.39
营业费用	5.36	13.05	20.55	23.27	28.27
管理费用	20.12	39.39	59.31	72.30	88.85
财务费用	6.75	11.59	17.72	17.64	21.34
资产减值损失	1.49	-0.21	2.03	1.76	2.54
营业利润	38.87	49.19	69.60	82.53	101.98
加: 其他非经营损益	4.22	3.95	2.77	3.82	3.01
利润总额	43.09	53.15	72.37	86.35	104.99
减: 所得税	7.03	8.46	10.86	12.95	15.75
净利润	36.06	44.69	61.51	73.40	89.25
减: 少数股东损益	0.00	-0.16	-0.01	0.03	0.03
归属母公司股东净利润	36.06	44.85	61.52	73.37	89.22

资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

4.2 估值建议

A 股上市公司中, 与公司业务类似的为飞凯材料, 且处于产业链的下游。对应当前股价 (4 月 30 日), 依据我们的盈利预测, 对应 2015-2017 年 PE 分别为 21 倍、18 倍和 15 倍, 我们看好公司在光引发剂及紫外固化材料行业的发展前景, 给予“增持”评级。

第 5 部分 估值与投资建议

- 行业竞争风险。光引发剂行业发展前景良好, 市场环境逐步成熟、市场规模迅速扩大, 新的竞争者可能会随之出现, 行业竞争日趋激烈。虽然公司不断加大研发力度,

同时公司具有丰富的行业经验，生产、销售的产品质量稳定，客户忠诚度和稳定度较高，但随着竞争对手的不断加入，竞争实力的逐步增强，新产品的推出，行业竞争日趋激烈，公司面临市场竞争不断加剧的风险。

- 核心技术人员流失风险。公司作为高新技术企业，拥有稳定、高素质的人才队伍对公司的发展壮大至关重要。随着行业竞争格局的不断演化，对人才的争夺必将日趋激烈，如果本公司未来不能在发展前景、薪酬、福利、工作环境等方面持续提供具有竞争力的待遇和激励机制，可能会造成人才队伍的不稳定，从而对本公司的经营业绩及长远发展造成不利影响。
- 综合管理水平风险。随着十多年来的快速发展，公司业务规模及员工人数有了较大增长，经营管理面临的压力日趋增大。随着市场规模不断扩大以及公司实施精细化管理策略的要求，未来公司在机制建立、战略规划、组织设计、运营管理、资金管理和内部控制等方面的管理水平将面临更大的挑战。虽然公司按照现代企业制度的要求建立了较为规范的管理体系，生产经营各方面运转情况良好，但随着公司不断发展和规模不断扩大，公司管理体系和组织结构将趋于复杂化，现有的管理体系、管理人员的数量和能力将对公司的发展构成一定的制约，公司面临是否能建立适应较大规模企业集团特征的管理体系和团队以确保公司高速、健康发展的风险。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn