

久日化学（430141）被市场低估的光引发剂行业龙头

评级 买入 首次

公司深度报告

太平洋证券股份有限公司

经营证券业务许可 Z32253000

已获业务资格：证券投资咨询

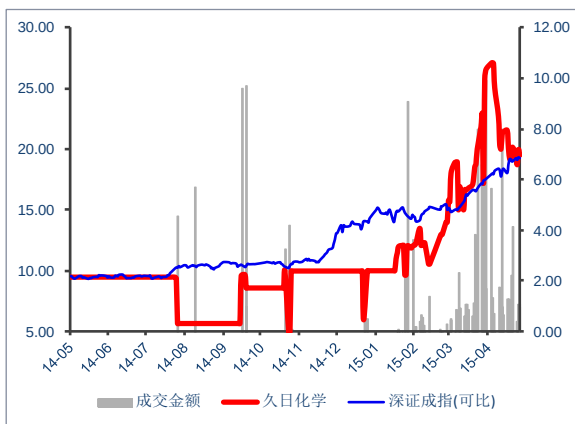
研究员：姚鑫

电 话：010-88321661

Email: yaixin@tpyzq.com

执业证书编号：S1190210080004

市场表现



公司基础数据

当前价（元）：20.28

30 日股价区间（元）：10.50-31.00

总股本/流通股（万股）：6675.00/4721.63

每股净资产（元）：5.01

资产负债率（%）55.38

相关报告

投资要点

- ◆ 公司是全球最大的光引发剂生产企业，也是国内首批、天津市首家在新三板挂牌企业。从 2007 年到现在，公司业务重心始终围绕光引发剂这个核心产品，通过产品规模扩张，新产品研发和行业的横向兼并，实现了在光引发剂市场的绝对龙头地位，目前营销网络已经涵盖中国、美国、巴西、韩国、德国等国家和地区。
- ◆ 光引发剂主要应用在辐射固化行业，其独特的用途决定了未来市场空间完全依赖于光固化产品的需求前景。北美 40 余年经验表明，光固化产品市场的增长具备一种长期驱动力，这就是光固化技术不断向新的领域渗透。预计未来 5 年全球光固化产品的市值将保持 11.5% 的复合增长率。
- ◆ 中国将是全球光固化产品市场容量最大和发展最快的地区。首先，光固化产品主要应用于涂料/油墨，而我国是世界第一大涂料/油墨生产国和消费国；其次，我国光固化涂料在工业涂料中的占比（0.5%）远低于世界平均水平（1.72%-2.0%），产业结构亟需升级；第三，涂料行业“十二五”规划中明确提出把环境友好型涂料作为发展目标，国家鼓励发展光固化涂料的倾向已成为不争的事实；第四，我国生产企业的数量和技术都有了长足发展，部分技术达到国际先进水平。光引发剂作为光固化产品的关键成分，将依托中国光固化行业的快速发展，迎来自身的需求增长。
- ◆ 公司竞争优势在于：市场规模国内排名第一，在行业内已成为绝对龙头企业；产品系列齐全，满足下游企业一次性采用多种产品的需要，同行企业产品种类较为单一；核心技术全部自主研发并达到了国际先进水平，技术优势是公司迅猛发展的最重要因素。
- ◆ 根据市场已披露信息，我们预测公司 2015~2017 年 EPS 分别为 1.02、1.46 和 1.91 元/股，对应市盈率分别为 19.17 倍、13.37 倍和 10.20 倍，远低于 A 股中小板 58 倍 PE 和化工新材料 37 倍 PE，结合 FCFF 绝对估值和光固化行业相关公司（飞凯材料、强力新材）的估值水平，我们认为公司的目标股价区间为 35.37-41.89 元，给予公司“买入”的投资评级。

- ◆ **风险提示：**原材料价格大幅波动风险；宏观及行业政策风险；公司在建项目拖延风险。

合规提示：根据久日化学公告，太平洋证券是久日化学的做市商之一，持有久日化学 150 万股；久日化学公司的信息来源于公开披露信息，分析师独立客观对公司进行分析判断，未利用非公开信息及未受到利益关联方的影响。

目 录

公司合理价值区间为 35.37-41.89 元	4
(一) 绝对估值	4
(二) 相对估值	4
(三) 综合估值	5
主要风险	6
公司概况	6
(一) 公司是全球最大的光引发剂生产企业	6
(二) 过去三年财务数据显示公司成长性和偿债能力良好	7
(三) 公司实际控制人为董事长兼总经理赵国锋先生	8
行业分析	8
(一) 光引发剂的市场空间完全依赖于光固化产品的未来需求	8
(二) 北美经验表明，光固化产品市场的增长具备长期动力	9
(三) 未来五年，全球光固化产品市值将保持 11.5% 的复合增长率	10
(四) 预计亚洲市场光引发剂市场增长率为 37%	12
(五) 我国是全球光固化产品市场容量最大和发展最快的地区	12
(六) 依托光固化市场的发展，我国光引发剂行业也将迎来快速发展期	14
公司竞争优势分析	14
(一) 公司是我国光引发剂的市场龙头，没有之一	14
(二) 公司核心技术全部为自主研发，部分已达国际先进水平	15
(三) 公司产品种类齐全，这在光引发剂行业尤为重要	15
财务预测与投资建议	16

图表目录

图表 1: 绝对估值的基本假设条件.....	4
图表 2: FCFF 模型的估值结果.....	4
图表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	4
图表 4: P/E 法和 P/B 法对公司相对估值的区间.....	5
图表 5: 公司股价区间	5
图表 6: 公司发展历程	6
图表 7: 公司各产品在主营业务中的收入占比.....	7
图表 8: 公司各产品的盈利能力 (14 年毛利率)	7
图表 9: 公司收入增长情况.....	7
图表 10: 公司盈利增长情况.....	7
图表 11: 公司过去三年期间费用率.....	8
图表 12: 公司资本结构和偿债能力.....	8
图表 13: 最新 300 万股发行后公司前 10 名股东持股情况.....	8
图表 14: 北美 UV/EB 配方产品消费量 (公吨)	9
图表 15: 2011 年北美 UV/EB 配方产品市场份额.....	9
图表 16: 全球 UV 固化涂料在主要应用领域的销量和市值分布 (2013)	10
图表 17: 全球光固化涂料市值增长情况.....	11
图表 18: 光固化涂料的主要市场分布.....	11
图表 19: UV 油墨在美、欧、日的消费增长情况.....	11
图表 20: 欧洲所有印刷方式中 UV 油墨的增长情况.....	11
图表 21: 全球 UV 固化油墨市场增长预期.....	12
图表 22: 我国光引发剂的生产和出口情况.....	13
图表 23: 我国 UV 固化涂料的生产情况.....	13
图表 24: 我国 UV 固化油墨的生产情况.....	13
图表 25: 我国涂料的产量.....	14
图表 26: 我国涂料消费量的同比增长情况.....	14
图表 27: 我国光引发剂行业前五家企业收入规模.....	15
图表 28: 光引发剂的市场分布.....	15
图表 29: 公司财务预测	16

公司合理价值区间为 35.37-41.89 元

(一) 绝对估值

我们采用三阶段模型，对公司的价值进行现金流贴现。我们预计公司 2016-2018 年收入增长率分别为 33%、35%、35%；2019-2024 年以 5.6% 的幅度开始线性递减，2025 年开始以 1% 的速度永续增长。基于此假设下，FCFF 对公司的估值为 34.10 元。根据 FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析数据来看，公司绝对估值区间为 32.53-35.76 元。

图表 1：绝对估值的基本假设条件

假设	数值
无风险利率	4.03%
股票市场溢价	7.27%
BETA	1.36
股权成本	13.92%
税率	25.00%
税后债务成本	4.69%
股权比例	38.77%
债务比例	61.23%
WACC	8.27%
永续增长率	1.00%

数据来源：太平洋证券研究院

图表 2：FCFF 模型的估值结果

DCF估值	现金流折现值	价值百分比
盈利预测阶段	133.63	5.00%
第一阶段	216.88	8.11%
第二阶段	1,049.06	39.24%
终值	1,273.96	47.65%
营业价值	2,673.53	100.00%
+ 非核心资产价值	0.00	
- 少数股东权益	0.00	
- 净债务	397.54	
总股本价值	2,275.99	
股本（百万股）	66.75	
每股价值（元）	34.10	

数据来源：太平洋证券研究院

图表 3：FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

敏感性测试结果		长期增长率（g）				
WACC	34.10	0.10%	0.55%	1.00%	1.45%	1.90%
	6.33%	41.63	44.22	47.23	50.80	55.07
	6.78%	37.52	39.63	42.06	44.89	48.24
	7.23%	34.02	35.76	37.74	40.03	42.69
	7.68%	31.01	32.46	34.10	35.96	38.11
	8.13%	28.41	29.62	30.99	32.53	34.28
	8.58%	26.14	27.17	28.31	29.60	31.04
	9.03%	24.14	25.02	25.99	27.07	28.28

资料来源：太平洋证券研究院

(二) 相对估值

在选取同行业公司比较时，从事光固化技术的公司较少，主营业务比较接近的是飞凯材料（300398）和强力新材（300429）。从主营业务看，飞凯材料主要生产光固化光纤涂覆材料，属于公司的同行业但偏下游企业；强力新材主要生产光刻胶专用化学品，分为光刻胶用光引发剂（包括光增感剂、光致产酸剂等）和光刻胶树脂两大系列，部分业务和公司相近，因此

我们将这两个公司作为我们相对估值的对比公司。不过，强力新材的特殊之处在于其在 15 年 3 月 24 日刚上市，而 A 股新股普遍在热炒之后价格一般都有 20% 的回调，然后处于比较稳定的状态，因此在选用强力新材时，我们对估值倍数做了 20% 的折价修正。

相对估值法我们采用了比较传统的 PE 法和 PB 法。

图表 4：P/E 法和 P/B 法对公司相对估值的区间

市盈率 (P/E)							
公司	A 股市价 (元)	每股收益 (元/股)			P/E		
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
飞凯材料 (300398.SZ)	85.18	1.39	1.85	2.55	61.28X	46.04X	33.40X
强力新材 (300429.SZ)	65.39	1.14	1.35	1.50	45.89X	38.75X	34.87X
本公司	39.03	0.76	1.02	1.46	53.58X	42.40X	34.14X

溢价水平	-10%	~	10%
价格区间 (元)	35.13		42.94

市净率 (P/B)							
公司	A 股市价 (元)	每股净资产 (元/股)			P/B		
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
飞凯材料 (300398.SZ)	85.18	8.15	9.75	12.30	10.45X	8.74X	6.93X
强力新材 (300429.SZ)	65.39	7.00	8.11	9.38	7.47X	6.45X	5.58X
本公司	42.71	5.14	6.17	7.62	8.96X	7.59X	6.25X

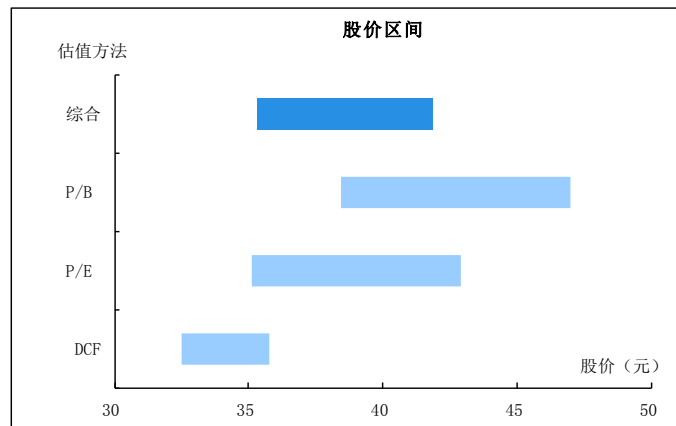
溢价水平	-10%	~	10%
价格区间 (元)	38.44		46.98

资料来源：太平洋证券研究院

(三) 综合估值

从两种相对估值结果来看，P/E 法与 P/B 法得出的估值水平要高于化工新材料行业的平均估值，我们认为这主要是由于市场对光固化行业的前景比较乐观，给予一定的溢价。结合前面论述的绝对估值法，我们认为，久日化学的合理估值区间为 35.37-41.89 元。

图表 5：公司股价区间



资料来源：太平洋证券研究院

主要风险

- ◆ 原材料价格大幅波动风险；
- ◆ 宏观及行业政策风险；
- ◆ 公司在建项目拖延或更改风险。

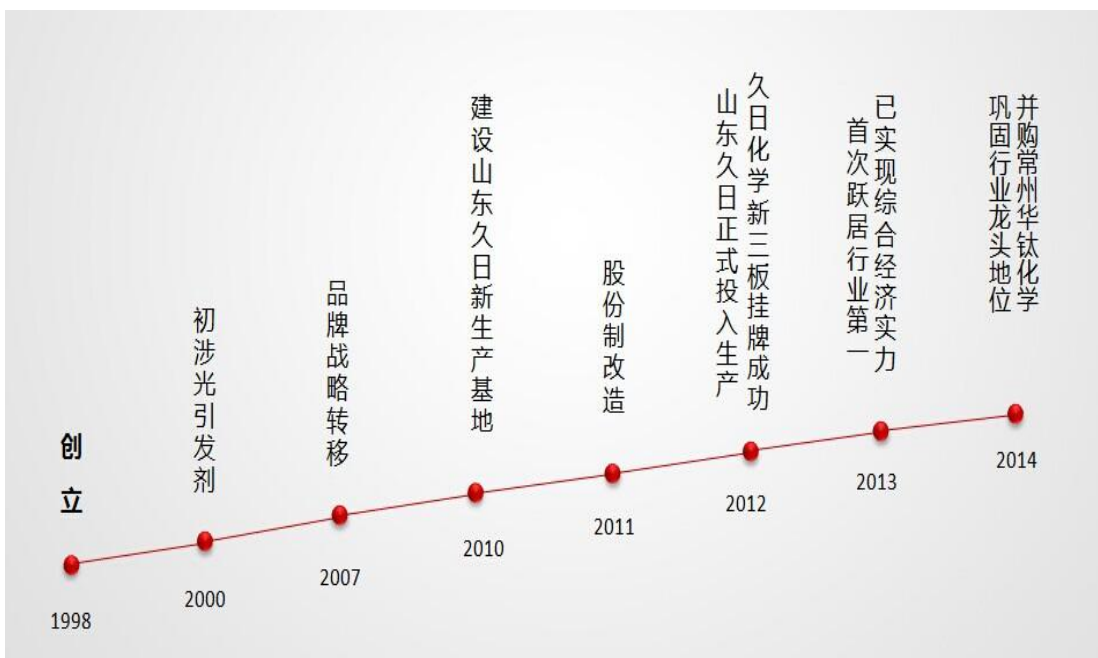
公司概况

（一）公司是全球最大的光引发剂生产企业

天津久日化学股份有限公司是全球最大的光引发剂生产企业。公司成立于 1998 年，于 2012 年 9 月 7 日成为国内首批、天津市首家在新三板挂牌企业。

公司是专业性光引发剂制造商，主营光引发剂的研发、生产、销售，兼有部分农药及其他精细化工产品，其中光引发剂产品占公司销售收入的 90% 以上。从 2007 年到现在，公司的业务重心始终围绕光引发剂这个核心产品，通过既有产品规模的扩张，新产品的研发和行业的横向兼并等多种途径，不仅在市场规模上享有绝对的龙头地位，在技术上也居于国内一线水平，且部分产品品质达到国际产品标准。公司已申请国家发明专利 31 项，已授权 17 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、日韩市场。

图表 6：公司发展历程



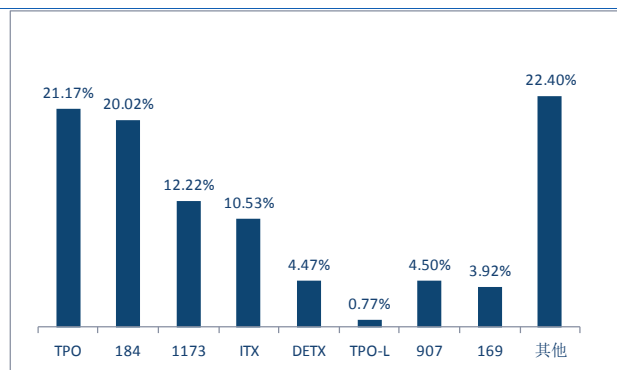
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

（二）过去三年财务数据显示公司成长性和偿债能力良好

2014 年公司实现主营业务收入 4.6 亿元，同比增长 41.3%；实现营业利润 4.9 亿元，同比增长 26.6%；归属于挂牌公司股东扣除非经常性损益后的净利润 4.1 亿元，同比增长 26.3%；实现每股收益 0.76 元。

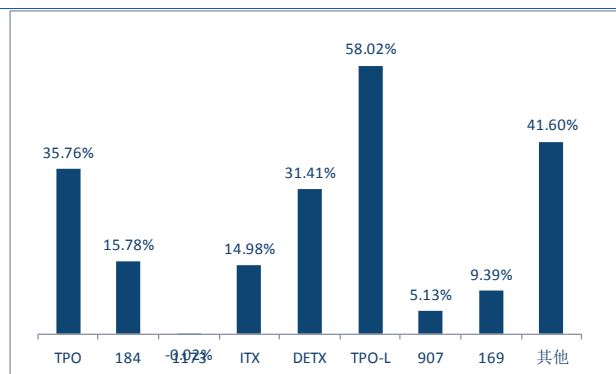
公司光引发剂产品众多，其中 TPO、184、1173、ITX 四种产品分别占 14 年公司总收入的 21.2%、20.0%、12.2%和 10.5%，四者合计占 63.9%，剩余收入由众多产品贡献，且每种产品在总收入中的贡献均不超过 5%。根据 2014 年年报数据，TPO 产品仍然是公司最大的收入来源，毛利率保持在 35.7%，盈利能力良好；184、1173 收入分别较去年同期增长了 101.6%和 94.3%，主要由于报告期内收购了常州华泰化学，合并报表所致。不过作为两种传统的光引发剂产品，184 毛利率为 15.8%，较去年有近 10 个百分点的提升，显示出整合带来的盈利提升；而 1173 产品则逊色一些，仅保持了盈亏平衡；ITX 收入较去年同比增加 2.6%，毛利率为 14.3%，盈利能力尚可。而剩余产品中，虽然对总收入贡献比例较低（<5%），但盈利能力普遍较好，比如 DETX 和 TPO-L，毛利率达到了 31.4%和 58.1%。总体来看，收购常州华泰之后，公司总毛利率为 25.2%，较去年提高了 3 个百分点，盈利能力略有提升。

图表 7：公司各产品在主营业务中的收入占比



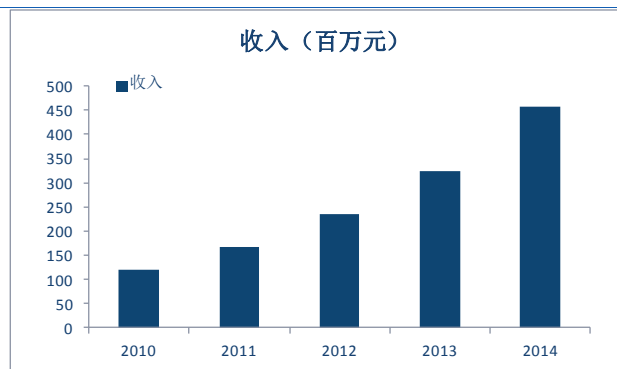
数据来源：公司年报，太平洋证券研究院

图表 8：公司各产品的盈利能力（14 年毛利率）



数据来源：公司年报，太平洋证券研究院

图表 9：公司收入增长情况



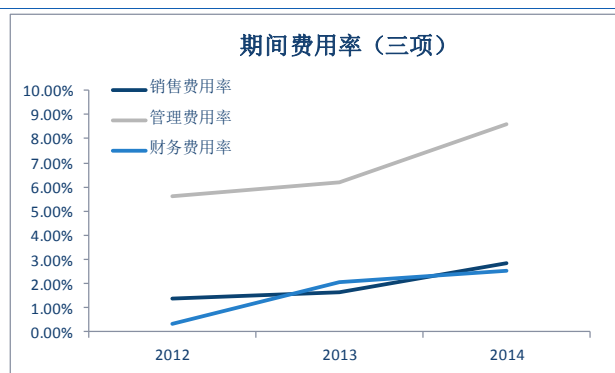
数据来源：公司年报，太平洋证券研究院

图表 10：公司盈利增长情况



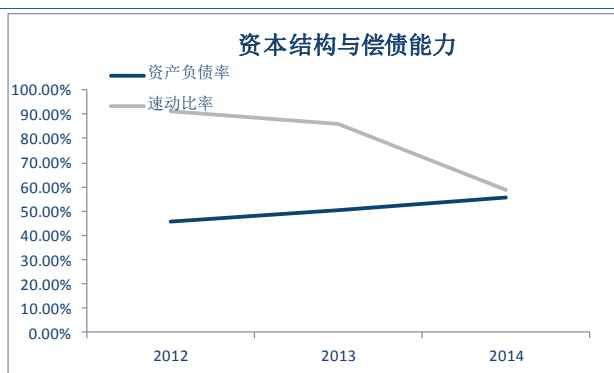
数据来源：公司年报，太平洋证券研究院

图表 11：公司过去三年期间费用率



数据来源：公司年报，太平洋证券研究院

图表 12：公司资本结构和偿债能力



数据来源：公司年报，太平洋证券研究院

（三）公司实际控制人为董事长兼总经理赵国锋先生

公司第一大股东赵国锋持有 1584 万股，占公司股份总数 24.8%；其配偶王立新持有公司 154 万股，占公司股份总数 2.4%；其控制的山东圣丰投资有限公司持有公司 110 万股，占公司股份总数 1.7%，三者合计持股 29.0%，处于相对控股地位；根据 2015 年 4 月 21 日公司股票发行书内容，300 万股发行完成后，赵国锋仍为公司第一大股东，其本人及一致行动人合计持有公司 27.7% 的股份，处于相对控股地位。同时，赵国锋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，且其他股东持股较为分散。从而，赵国锋为公司控股股东和实际控制人。

图表 13：最新 300 万股发行后公司前 10 名股东持股情况

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	限售股份数量（股）
赵国锋	15,849,109	23.74	12,116,332
解敏雨	6,128,033	9.32	4,663,525
南海成长精选（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	4,843,000	7.26	0
徐俊华	3,479,000	5.62	0
深圳市创新投资集团有限公司	3,278,689	4.91	0
广东盈峰合伙企业（有限合伙）	2,100,000	3.15	0
牟桂芬	2,089,180	3.13	0
陈发树	2,000,000	3.00	0
天津天创盈讯创业投资合伙企业（有限合伙）	1,919,436	2.88	0
河北国创创业投资有限公司	1,900,000	2.85	0
合计	43,946,447	65.84	16,779,857

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

行业分析

（一）光引发剂的市场空间完全依赖于光固化产品的未来需求

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

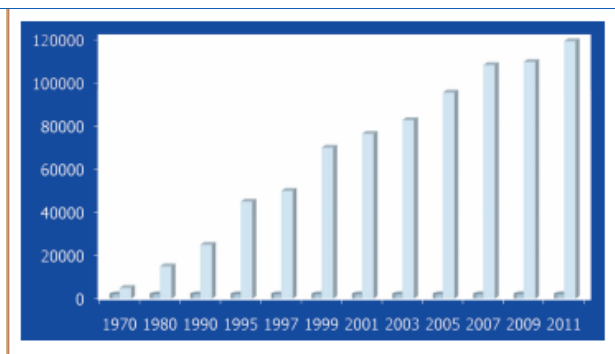
术。紫外光固化体系主要由光活性体系、光活性低聚物、光引发剂和助剂 4 部分组成，当紫外光照射紫外光固化体系时，将激发分解体系中的光引发剂，生成活性游离基，撞击体系中的双键并反应形成增长链，这一反应继续延伸，使光活性单体和低聚物中的双键打开，交联形成紫外光固化产品。因此，光引发剂在紫外光固化中起着重要的作用，同时，光引发剂的独特用途决定了其发展将十分依赖于光固化技术的发展，市场空间也将依赖于未来光固化产业的需求前景。

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。

（二）北美经验表明，光固化产品市场的增长具备长期动力

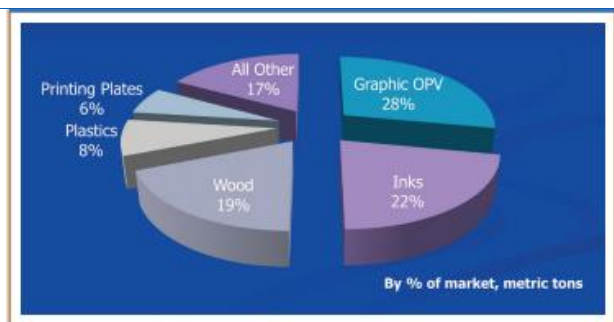
根据以往的 Rad Tech International 的统计数据，北美市场上辐射固化产品（UV/EB）增长每年都超过了 7%。主要产品中，光固化涂料可在多种基材上实现固化涂装，同样光固化油墨也可以在多种承印物上开展印刷，胶粘剂涉及到的加工材料也是多种多样的。根据 2011 年来北美 UV/EB 配方产品的市场分布，我们看到，Graphic OPV 仍然是最大的应用领域，油墨排名第二，这两块市场始终占据了 UV/EB 产品 50% 的市场份额，木材和印刷版的 UV/EB 配方产品市场份额占比略微出现了下滑，取而代之的是其他材质的 UV/EB 配方产品。因此，推动北美 UV/EB 产品长达 40 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。

图表 14：北美 UV/EB 配方产品消费量（公吨）



数据来源：RTI，太平洋证券研究院

图表 15：2011 年北美 UV/EB 配方产品市场份额



数据来源：RTI，太平洋证券研究院

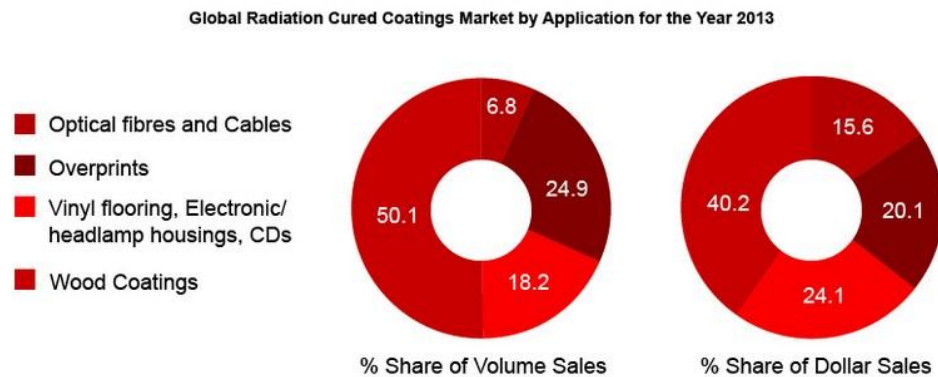
Rad Tech International 报告还认为，对于主要的光固化产品，预计未来全球 UV 固化涂料的市场将保持最高的复合增长率，UV 固化油墨次之，胶粘剂维持小幅增长。由于 UV 固化涂料和 UV 固化油墨在光固化产品中占到八成，因此我们重点分析这两个行业的市场情况。

（三）未来五年，全球光固化产品市值将保持 11.5% 的复合增长率

占光固化产品 59% 的 UV 固化涂料市场将保持 10.6% 的复合增长率

木器是 UV 固化涂料的最大应用领域。UV 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，消费需求最大的是中国，其次是德国和美国。

图表 16：全球 UV 固化涂料在主要应用领域的销量和市值分布（2013）



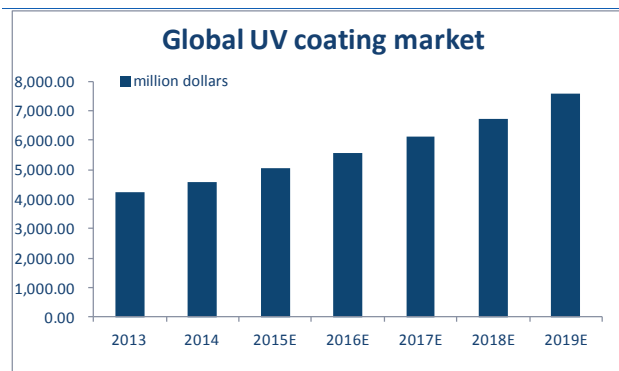
资料来源：RADTECH REPORT ISSUE，太平洋证券研究院

工业涂料是 UV 固化涂料增长最快的应用领域。除了木器、塑料等主要领域外，UV 固化涂料在其他多个终端领域的应用也显著增长，其中工业涂料是发展速度最快的终端应用领域，预计 2014-2019 年的年复合增长率将达 9.3%，到 2019 年，预计约有四分之三工业涂料新增消费需求都将源自 UV 固化涂料产品。未来 UV 固化涂料在用于电子产品零部件的塑料涂料以及地坪涂料等领域的应用也在明显加速发展。总体而言，UV 固化涂料在工业涂料领域的应用增长是全球性的，而在电子产品领域的应用增长主要是在亚太地区。

欧洲是 UV 固化涂料最大的消费市场，但亚太地区是最重要的市场，同时也是潜力最大的市场。预计亚太地区 2014-2019 年 UV 固化涂料市场的年复合增长率将达 9.7%。其中中国和日本是该地区消费量最大的国家，其次是韩国。中国 UV 固化涂料市场将是增长速度最快的，主要是受到其制造业增长的带动，同样，电子和工业涂料等终端用户领域对高性能涂料的需求也驱动 UV 固化涂料市场快速发展，各项环保法规的日益完善也带动了对 UV 固化涂料这类环境友好型产品的创新和发展。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。

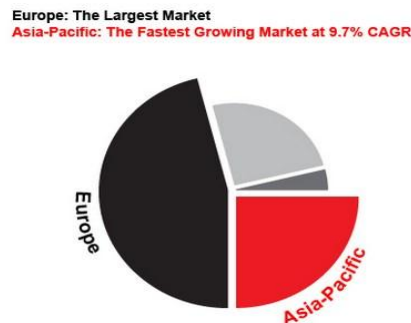
美国市场研究公司 Marketsand Markets 最新研究报告认为，环保压力、在金属和光纤电缆等新领域的应用将支撑 UV 固化涂料市场继续高速发展，其市值在 2020 年以前都至少维持 10.6% 的增长率。

图表 17：全球光固化涂料市值增长情况



数据来源：太平洋证券研究院

图表 18：光固化涂料的主要市场分布

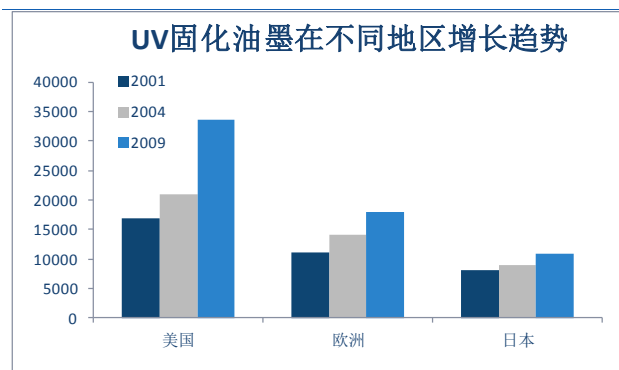


数据来源：RADTECH REPORT ISSUE, 太平洋证券研究院

占光固化产品 19%的 UV 固化油墨市值至少保持 5%的年复合增长率

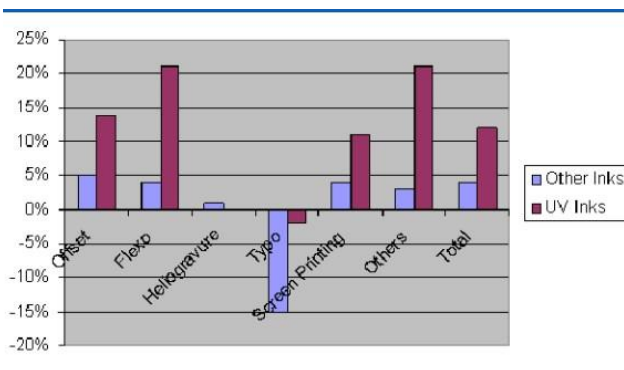
UV 固化油墨市场以欧美发达国家为主导，但发展中国家发展最快。UV 固化油墨市场的最大终端行业客户是包装和商业出版印刷，因此从某种角度讲，UV 印刷油墨行业集中体现了全球和区域经济的发展。地区分布上，无论在产量还是销售额上，美国仍保持是最大的单个区域市场。欧洲市场受 UV 固化油墨、自由基型油墨和阳离子油墨的推动也有所发展。

图表 19：UV 油墨在美、欧、日的消费增长情况



数据来源：中国辐射固化协会，太平洋证券研究院

图表 20：欧洲所有印刷方式中 UV 油墨的增长情况

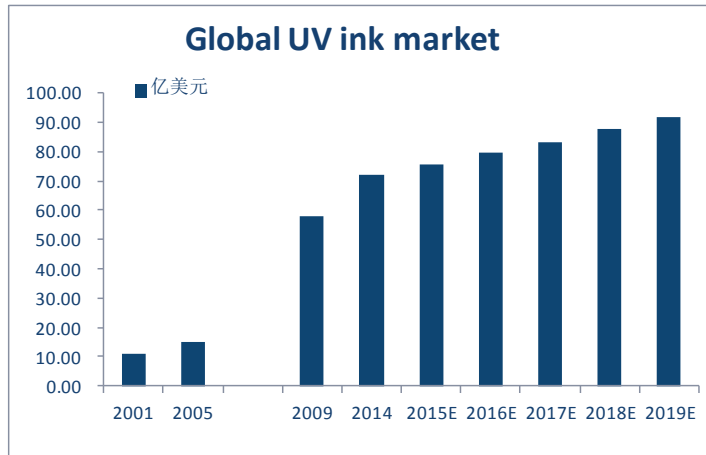


数据来源：中国辐射固化协会，太平洋证券研究院

虽然全球 UV 固化油墨市场主要由发达国家主导，但是发展中国家更多表现在市场的快速增长上。其中亚太地区，尤其是中国和印度，是 UV 固化油墨市场发展最快的地区。预计到 2017 年，亚太地区 UV 固化油墨行业的复合年均增长率最快将达 5.5%。其中，出版和商业 UV 印刷油墨是亚洲的一个增长领域。

未来拉动全球 UV 固化油墨市场的增长主要来自于三个方面，第一是环保油墨的发展；第二是 UV 固化油墨和喷墨油墨等新兴产品的技术创新；第三是辐射固化油墨和能源节约技术的发展。Marketsand Markets 研究认为，UV 固化油墨的全球市场增长速度略低于 UV 涂料，至 2019 年行业的复合增长率至少在 5%左右。不过亚太地区，尤其是中国的需求增长率至少在 10%以上。

图表 21：全球 UV 固化油墨市场增长预期



资料来源：Marketsand Markets，太平洋证券研究院

UV 固化材料整体市场中，UV 固化涂料（木器、塑料、金属等）和 UV 固化油墨（胶印、丝印、柔印等）的市场份额约占到 78%左右（2013 年数据），其中，涂料占到了 59%。根据市场分布的比例以及各产品未来市场的增速，我们保守测算出全球 UV 固化产品未来五年的市场增长率在 11.5%左右。

（四）预计亚洲市场光引发剂市场增长率为 37%

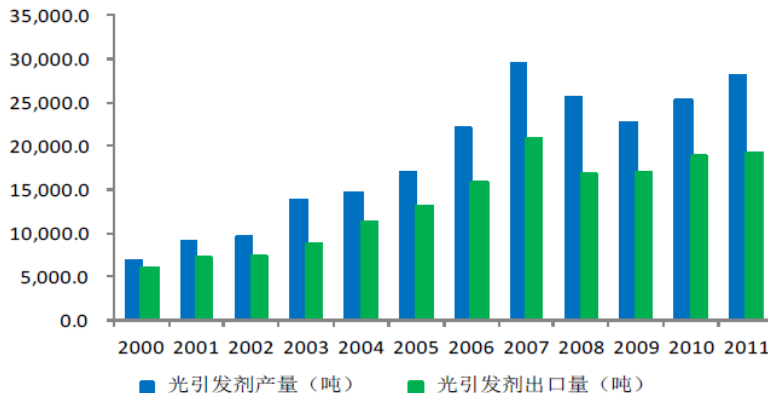
我们在前面已经阐述，光引发剂的市场空间必然依赖于光固化产品的市场需求。通过传统应用领域的测算，我们认为 11.5%的年复合增长率可以作为保守预测的下线，因为新兴的应用领域比如 3D 打印添加剂领域、喷墨印刷领域、喷墨工业领域、手指甲应用领域、层压粘合剂领域、水性 UV 领域、现场应用紫外领域、金属装饰领域、电子领域及食品包装应用领域的光固化产品市场增长率将高于这一平均水平，并且这些领域的市场份额也在不断扩大。考虑到这些行业的增长，辐射固化北美协会两年一期的市场调查报告认为，预计光引发剂未来两年北美市场增长 28%，欧洲市场增长 27%，亚洲市场增长 37%，其他市场为 8%。

（五）我国是全球光固化产品市场容量最大和发展最快的地区

我国光引发剂生产规模跃居世界第一

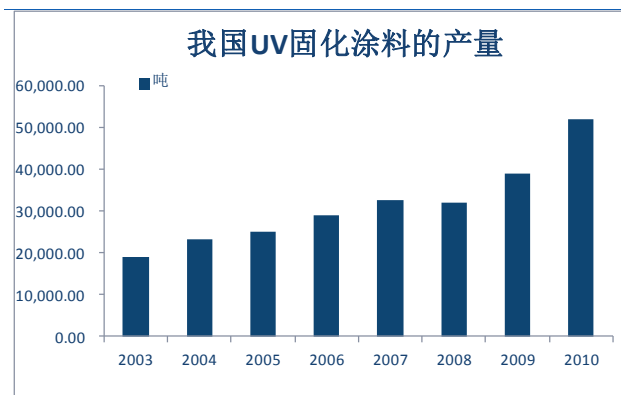
我国自上世纪 90 年代初开始工业化生产 UV 固化产品，并进入了快速发展阶段。为了满足国内发展的需要，90 年代中我国开始研发并生产大众化的传统光引发剂产品如 BP、1173、184。随着部分高效的光引发剂产品专利过期，国内企业相继生产出 ITX、DETX、TP0、907 等高效光引发剂产品，但仍有部分高效的光引发剂产品还在专利保护期，被国外公司垄断。从 2000 年起，我国光引发剂生产和出口跃居世界第一，成为世界上最大的光引发剂生产国和出口国。

图表 22：我国光引发剂的生产和出口情况



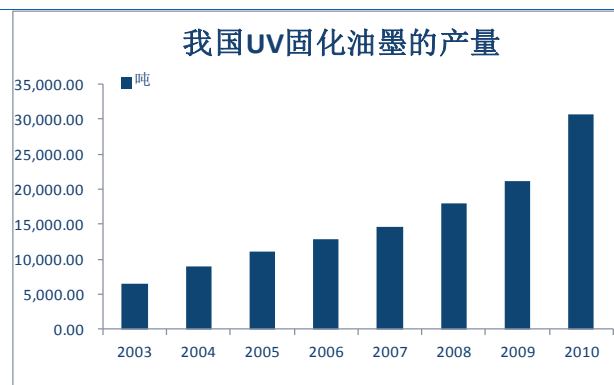
资料来源：《公司股份报价转让说明书》，太平洋证券研究院

图表 23：我国 UV 固化涂料的生产情况



数据来源：中国辐射固化协会，太平洋证券研究院

图表 24：我国 UV 固化油墨的生产情况



数据来源：中国辐射固化协会，太平洋证券研究院

我国光固化产品技术成长迅速，市场空间巨大

全球 UV 固化产品增长最快的地区当属亚太地区，其中，中国又是 UV 产品市场容量最大和发展最快的地区。这是因为：

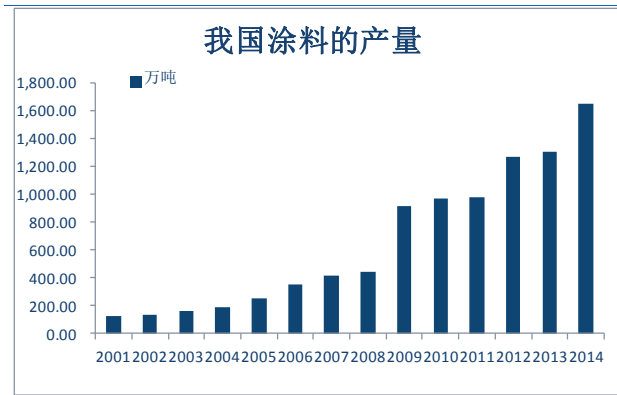
第一，UV 固化产品主要应用于涂料和包装印刷，我国是世界第一大涂料/油墨生产国和消费国，2014 年我国涂料产量为 1648 万吨，占全球 30%；表观消费量 1647 万吨，占全球 31%。2002-2014 年我国涂料表观消费量复合增长率达到 15.6%，远高于全球 5.4% 的平均水平。涂料/油墨巨大的市场空间为 UV 固化产品未来的市场奠定了坚实的基础；

第二，全球 UV/EB 涂料占工业涂料的市场份额为 1.72%-2.0%，欧洲这一比例是 4%，而我国 UV 固化涂料仅占到工业涂料市场份额的 0.5%，远低于全球平均水平和欧洲发达水平。我国 UV 固化涂料在工业涂料中的应用仍然较低，但却暗藏了市场机会，因为只有远远不饱和的市场才能为 UV 固化涂料未来的持续成长提供充足动力；

第三，我国生产企业的数量和 UV 固化技术都有了长足发展。1993 年辐射固化行业刚起步时企业仅有 25 家，到现在已经有 300 多家，这其中也涌现了一些优秀企业，比如天津久日化

学、浙江佑谦特种材料、成都博深、中山千佑化学、广州博兴化工等公司。目前我国的 UV 固化研究已经涉及到 UV 新型涂料的应用、UV 树脂的研发、3D 打印技术与应用、微波无极紫外光源的开发及应用、LED 光源、光固化弹性体、光刻胶的应用、自修复材料、防腐自修复涂层等国际前沿领域，部分企业的产品技术也达到了国际先进水平。

图表 25：我国涂料的产量



数据来源：Wind 资讯，太平洋证券研究院

图表 26：我国涂料消费量的同比增长情况



数据来源：Wind 资讯，太平洋证券研究院

环保趋严将加速光固化技术在我国推广

环境保护已经确立为我国的一项基本国策，也是未来国家重点扶持的技术领域。与现在普遍使用的传统加热固化方法相比，光固化具有速度快、无需加入、较少使用溶剂、高效节能、固化过程可自动操作等优点。随着未来环保压力越来越大，减少污染，减少涂料、油墨、胶粘剂中的挥发性有机溶剂、降低能耗已成为必然的趋势，光固化技术正是我国大力鼓励发展的技术之一。涂料行业的“十二五”发展规划中，明确提出把环境友好型涂料作为发展目标，将结构调整作为行业导向。这表明，国家鼓励发展光固化涂料的倾向已成为不争的事实，给支持涂料行业大力创新与科研开发指明了方向。

(六) 依托光固化市场的发展，我国光引发剂行业也将迎来快速发展期

中国光固化产业目前具备市场空间巨大，技术水平快速提高、国家政策重点鼓励的“天时地利人和”之势，未来十年，中国光固化市场将是快速成长的十年。光引发剂作为光固化产品的关键材料，为了配套光固化市场的发展，光引发剂行业的发展壮大符合国家环保、节能的产业政策趋势。光引发剂也将承载着这股“东风”，迎来自身行业发展的“黄金十年”！

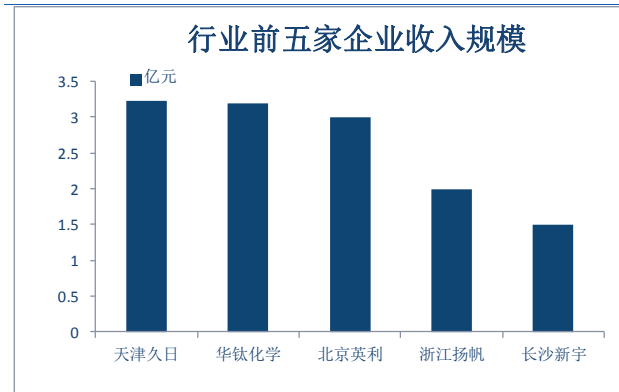
公司竞争优势分析

(一) 公司是我国光引发剂的市场龙头，没有之一

世界光引发剂生产 80%集中在中国，而中国的产能也想对集中。根据中国感光学会辐射固化专业委员会的统计，2012 年，中国光引发剂行业中产量在 100 吨以上的企业为 9 家，产量共计 24,689 吨，其中前六名企业的产量合计达 20,000 吨，占比 88%。2013 年，前 6 名的企业产量占规模以上企业总产量的 90%左右。其中，光引发剂产量前五名依次为天津久日化学股份有限公司、常州华钎化学股份有限公司、北京英力科技发展有限公司、长沙新宇高分

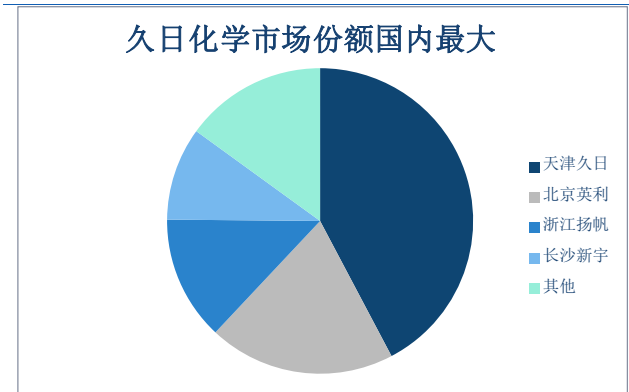
子科技有限公司、浙江扬帆精细化工有限公司。公司与华钛化学分别居于第一、第二名。2014年9月，公司收购华钛化学100%的股权，行业两大龙头合并，至此公司成为了我国光引发剂市场的绝对龙头，也是全球重要的光引发剂产品制造商和供应商。

图表 27：我国光引发剂行业前五家企业收入规模



数据来源：太平洋证券研究院

图表 28：光引发剂的市场分布



数据来源：太平洋证券研究院

(二) 公司核心技术全部为自主研发，部分已达国际先进水平

久日化学是以技术为背景的规模型生产企业，技术优势是本公司能迅猛发展的最重要因素。董事长兼总经理赵国锋博士为南开大学化学学院教授，不仅具有深厚的专业知识，还具备丰厚的高等院校资源，从公司研发中心聘请的多名南开大学资深教授任技术顾问就可见一斑。公司至今已申请国家发明专利17项，其中已授权10项；科技进步三等奖1项；天津市火炬计划2项；天津市自主创新产品3项；天津市专利金奖；天津市科技小巨人企业；天津市科技企业创新工程二等奖1项，并在2014年获得了第十六届中国专利优秀奖和2014年天津市专利优秀奖。

公司现有核心技术均为自主研发，自主技术占核心技术的比重为100%。在多项产品中，公司 DETX 产品技术在国内处于领先地位，能够满足国内外客户的高品质要求，这也使得公司的 ITX、DETX 保持了较高的市场份额，约占全球市场份额的75%左右。另外，TPO-L 精制工艺为公司独有技术，处于国际领先地位。

公司先进的技术水平和丰富的专利储备，加上严格的生产管理和完善的品质控制，确保为客户持续生产出高品质的产品，保持公司的行业领先优势。

(三) 公司产品种类齐全，这在光引发剂行业尤为重要

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，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，产品种类涉及20多个，这使得公司成为国内光引发剂行业产品系列最为齐全的企业，该竞争优势对公司业务的迅速发展起到了重要作用。

财务预测与投资建议

未来三年公司财务预测

根据市场已披露信息，结合我国光固化行业的快速发展，我们预测公司 2015~2017 年 EPS 分别为 1.02、1.46 和 1.91 元/股，对应市盈率分别为 19.17 倍、13.37 倍和 10.20 倍。

投资建议：首次给予“买入”的投资评级

首先，公司目前的估值水平远低于 A 股中小企板 58 倍 PE 的平均估值，也低于化工板块中特种化工 37 倍 PE 的市盈率，更是低于光固化行业的两个上市公司飞凯材料（300398）和强力新材（300429）的估值水平，我们认为公司估值偏低。其次，公司的成长方向明确，成长空间较大。主要来自于：第一公司利用在国内市场现有技术和规模优势，完善的产品系列，会继续进行行业整合，提升市场份额，实现行业垄断目标；第二公司向树脂、单体、助剂等其他光固化国际先进技术领域拓展，实现光固化产业全品种原料供应；第三在完成上述目标后，向产业链下游延伸，进军 UV 固化油墨、UV 固化涂料领域，从光引发剂原材料生产商转型为光固化产业企业。另外，考虑到公司盈利能力优异，2014 年和 2013 年主要财务指标已达到中小板及创业板的门槛，未来不排除有转板的可能。因此综合来看，公司具有较高的投资价值，根据同行的估值水平，我们认为公司的目标股价区间为 35.37-41.89 元，较目前股价有 74.41%-106.56% 的上升空间，首次给予“买入”的投资评级。

图表 29：公司财务预测

资产负债表(百万)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	27.8	54.5	55.4	63.5	129.0	167.7
应收和预付款项	89.0	119.6	181.6	186.2	206.4	295.1
存货	22.5	45.5	86.4	75.1	100.3	152.5
其他流动资产	139.2	219.4	329.5	324.4	435.2	614.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	137.9	177.6	309.1	460.5	588.3	736.7
无形资产和开发支出	1.1	8.0	61.0	61.5	61.8	62.2
长期待摊费用	0.0	0.0	1.5	1.5	1.5	1.5
其他非流动资产	139.4	186.2	407.8	525.2	653.9	803.3
资产总计	278.8	406.0	738.0	850.5	1090.3	1419.3
短期借款	79.7	128.5	236.6	80.0	80.0	80.0
应付和预收款项	48.0	74.7	173.1	315.3	449.0	605.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
负债合计	127.7	204.2	410.3	461.0	603.5	805.1
股本	53.3	55.3	63.8	66.8	66.8	66.8
资本公积	56.1	68.7	139.6	165.1	165.1	165.1
留存收益	37.0	70.1	103.3	171.2	268.4	395.9
归属母公司股东权益	151.1	201.8	327.7	411.6	508.9	636.4
少数股东权益	151.1	201.8	319.1	319.1	319.1	319.1
股东权益合计	278.8	406.0	738.0	730.7	828.0	955.5
负债和股东权益合计	0.0	0.0	0.0	1191.7	1431.5	1760.6

现金流量表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
NOPLAT	27.8	37.9	49.7	74.7	101.6	131.9
经营性现金流	0.0	0.0	0.0	235.8	197.7	157.3
投资性现金流	0.0	0.0	0.0	-154.9	-132.8	-154.9
融资性现金流	0.0	0.0	0.0	-138.5	-8.2	-9.4
现金增加额	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0
FCFF	69.8	46.7	43.2	59.0	85.8	49.3

利润表(百万)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	235.3	323.9	457.6	635.0	860.0	1118.1
营业成本	184.5	250.2	342.4	473.0	640.0	832.1
营业税金及附加	0.9	1.1	2.7	3.8	5.2	6.7
销售费用	3.3	5.4	13.0	15.9	21.5	28.0
管理费用	13.2	20.1	39.4	50.8	68.8	89.4
财务费用	0.8	6.7	11.6	10.4	8.2	9.4
资产减值损失	1.4	1.5	-0.2	0.6	0.9	1.1
投资收益	0.3	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	31.6	38.9	49.2	80.4	115.5	151.4
其他非经营损益	2.2	4.2	4.0	2.5	3.4	4.5
利润总额	33.8	43.1	53.1	82.9	119.0	155.9
所得税	4.4	7.0	8.5	15.1	21.7	28.4
净利润	29.4	36.1	44.7	67.8	97.3	127.5
少数股东损益	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
母公司股东净利润	29.4	36.1	44.8	67.8	97.3	127.5

财务指标(%)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率	21.60	22.74	25.17	25.50	25.58	25.58
销售净利率	12.48	11.13	9.77	10.68	11.31	11.40
ROE	13.27	10.53	7.81	9.24	12.48	14.29
ROA	13.27	10.53	7.81	8.54	10.03	10.16
ROIC	14.07	12.57	9.61	10.17	11.62	11.92
销售收入增长率	40.84	37.67	41.28	38.76	35.45	30.00
EBIT 增长率	24.80	43.98	29.89	44.17	36.19	30.00
净利润增长率	23.52	22.82	23.93	51.78	43.42	31.03

估值倍数	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
EPS(X)	0.55	0.65	0.70	1.02	1.46	1.91
PE(X)	35.34X	29.87X	27.69X	19.17X	13.37X	10.20X
PB(X)	6.87X	5.34X	3.79X	3.16X	2.56X	2.04X
PS(X)	4.41X	3.33X	2.71X	2.05X	1.51X	1.16X
EV/EBITDA(X)	32.75X	23.78X	21.16X	14.98X	11.56X	9.83X

资料来源：太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610）8832-1818

传真：（8610）8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。