

推荐 (维持)

科创板企业解读——久日新材

2019年06月21日

重点公司

投资要点

相关报告

《《绿色高效制冷行动方案》出台, VIP 龙头受益》2019-06-16
《水泥产量增长势头良好, 静待产业链需求复苏》2019-06-16
《淡季价格仍坚挺, 持续关注竣工板块》2019-06-10

分析师:

李华丰

lihuafeng@xyzq.com.cn

S0190517050001

陈晨

chenchen90@xyzq.com.cn

S0190518070006

- **光固化行业景气持续向好, 环保政策+技术创新, 行业有望步入高速发展期。**中国 UV 涂料产量与中国涂料产量比值多年徘徊于 0.4%~0.5%, 国际平均水平为 2.8%~3.2%, 我国远低于国际平均水平, 市场规模增长空间巨大。在环保政策推动下, 预计将得到更快的发展, 我们测算至 2020 年, 光引发剂的市场空间将达到 30 亿元以上。
- **行业集中趋势日益明显, 全产品线企业望受益。**2011 年光引发剂企业已经集中至 17 家, 2013 年 13 家, 2014 年天津九日化学收购常州华钛后, 集中趋势愈发明显。此外, 市场发展趋势要求生产商须具备调整常规光引发剂性能的研发实力, 逐渐由常规光引发剂生产商转变为光固化技术解决方案提供商, 拥有丰富产品线的生产企业, 将有望攫取更高市场份额。
- **光引发剂领军企业, 多品种优势布局。**公司是全国产量最大、品种最全的光引发剂生产供应商, 光引发剂业务市场占有率约 30%, 在光固化领域具有全球影响力。公司现已拥有 184、1173、TPO、369、907、DETX、ITX 等十余个光引发剂产品的量产能力。目前公司拥有湖南、山东、江苏三个布局合理的现代化生产基地, 对于 184、TPO、1173、907 等主流光引发剂品种, 公司可有效保证同时在两个以上基地生产。
- **收入稳健增长, 18 年去产能拉动业绩大幅提高。**近年来公司收入稳健增长, 2018 年度公司净利润增幅较大, 主要因国家环保监管趋紧, 小产能退出, 行业供需平衡打破, 致光引发剂价格显著上升, 公司产品平均售价提高 42.8%, 盈利能力大幅提升。此外, 公司研发投入位居行业前列, 产品体系最为完善, 虽受制于产品结构, 公司毛利率较低, 但近年来差距逐步收窄。
- **募投强化综合实力, 产能扩张与研发改建并举。**公司拟在山东省东营港经济开发区新建年产 87,000 吨光固化系列材料建设项目, 主要生产产品包括 27,000 吨光引发剂 1173、184、TPO、TPO-L 和 60,000 吨单体 TMPTA、TPGDA。同时, 公司拟于天津市通过改建方式建设光固化技术研究中心, 重点研发方向主要围绕光引发剂及其应用领域展开, 使之具有更为灵活的适应性及更为稳定的技术性能, 优化绿色环保工艺。

注: 上方内容主要根据《天津久日新材料股份有限公司科创板首次公开发行股票招股说明书(申报稿)》梳理, 不涉及具体投资建议或观点。

风险提示: 行业需求大幅下滑、原材料价格大幅波动

目 录

1、久日新材：光引发剂领军企业，多品种优势布局.....	3 -
1.1、公司基本情况	3 -
1.2、实控人持股近三成，股权架构稳定	4 -
2、光固化行业景气持续向好	6 -
2.1、节能高效的新兴材料	6 -
2.2、光固化材料渗透率稳步提升，市场空间持续扩大.....	6 -
2.3、环保政策+技术创新，行业有望步入高速发展期	8 -
2.4、行业集中趋势日益明显，全产品线企业望受益.....	9 -
3、拥有全产品体系的国内光引发剂龙头	11 -
3.1、收入稳健增长，18 年去产能拉动业绩大幅提高.....	11 -
3.2、全产品体系打造一站式原料供应商，盈利水平有望提升.....	12 -
4、募投强化综合实力，产能扩张与研发改建并举.....	15 -
5、风险提示	16 -
图表 1 公司主要光引发剂产品	3 -
图表 2 公司股权结构图	5 -
图表 3 光固化材料产业链	6 -
图表 4 2012-2017 年我国 UV 涂料产量	7 -
图表 5 2012-2017 年我国 UV 油墨产量	7 -
图表 6 2012-2017 国内 UV 涂料占比	7 -
图表 7 2012-2017 国内 UV 油墨占比	7 -
图表 8 市场空间测算	8 -
图表 9 2016-2020 国内 UV 涂料市场空间（亿元）	8 -
图表 10 2016-2020 国内 UV 油墨市场空间（亿元）	8 -
图表 11 国家相关产业政策	8 -
图表 12 行业内主要企业基本情况	10 -
图表 13 国内主要企业光引发剂销售收入情况（万元）	10 -
图表 14 公司光引发剂销量及均价情况	11 -
图表 15 公司主要盈利指标变动趋势	11 -
图表 16 公司主营业务收入拆分（万元）	11 -
图表 17 公司分产品毛利率	11 -
图表 18 2018 年研发费用及专利数对比	12 -
图表 19 可比公司产品体系对比	12 -
图表 20 公司光引发剂细分收入占比（万元）	12 -
图表 21 扬帆新材光引发剂细分收入占比（万元）	12 -
图表 22 强力新材光引发剂细分收入占比（万元）	13 -
图表 23 固润科技光引发剂细分收入占比（万元）	13 -
图表 24 可比公司光引发剂产能情况	13 -
图表 25 公司与可比公司综合毛利率对比	14 -
图表 26 公司与可比公司综合毛利率对比	14 -
图表 27 公司与可比公司光引发剂产品毛利率对比.....	15 -
图表 28 募集资金投资项目	16 -

报告正文

1、久日新材：光引发剂领军企业，多品种优势布局

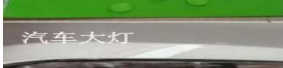
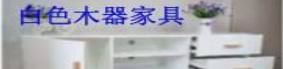
1.1、公司基本情况

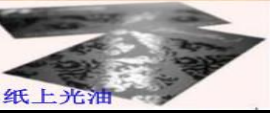
公司前身天津久日化学工业有限公司，成立于 1998 年 10 月 30 日。主要从事系列光引发剂的研发、生产和销售，所处行业为《战略性新兴产业分类（2018）》之“先进石化化工新材料”，是全国产量最大、品种最全的光引发剂生产供应商，光引发剂业务市场占有率约 30%，在光固化领域具有全球影响力。

根据中国感光协会辐射固化委员会统计数据，2017 年度公司光引发剂产量占我国产量的 27.40%，向美国、欧洲、日本等国出口销售收入连年增长。公司已拥有 184、1173、TPO、369、907、DETX、ITX 等十余个光引发剂产品的量产能力。除光引发剂外，公司还进行少量精细化学品的生产和销售，并销售单体产品。

目前公司拥有湖南、山东、江苏三个布局合理的现代化生产基地，对于 184、TPO、1173、907 等主流光引发剂品种，公司可有效保证同时在两个以上基地生产。

图表 1 公司主要光引发剂产品

产品型号	产品主要功能特点	主要应用领域	主要应用领域图片
184	白色固体，与活性稀释剂相容性好，光引发效率高，耐黄变，侧重于表面固化	184 可以与 TPO 等低黄变的光引发剂应用于白色体系，主要应用领域为：家具木器清漆、地板涂料、电子产品涂层、胶粘剂、汽车内饰、家居装饰、纸上光油、塑料制品等等	  
TPO	黄色固体粉末，在稀释剂中溶解性好，光引发剂效率高，耐黄变，侧重于厚涂层固化，有光漂白效果，热稳定性好，储存稳定性好	TPO 适合于厚涂层的固化、白色配方固化和 UVLED。主要应用领域为：家具木器清漆、PCB 油墨、电子产品涂层、胶粘剂、印刷油墨、汽车内饰、光纤、家居装饰、纸上光油等等	  

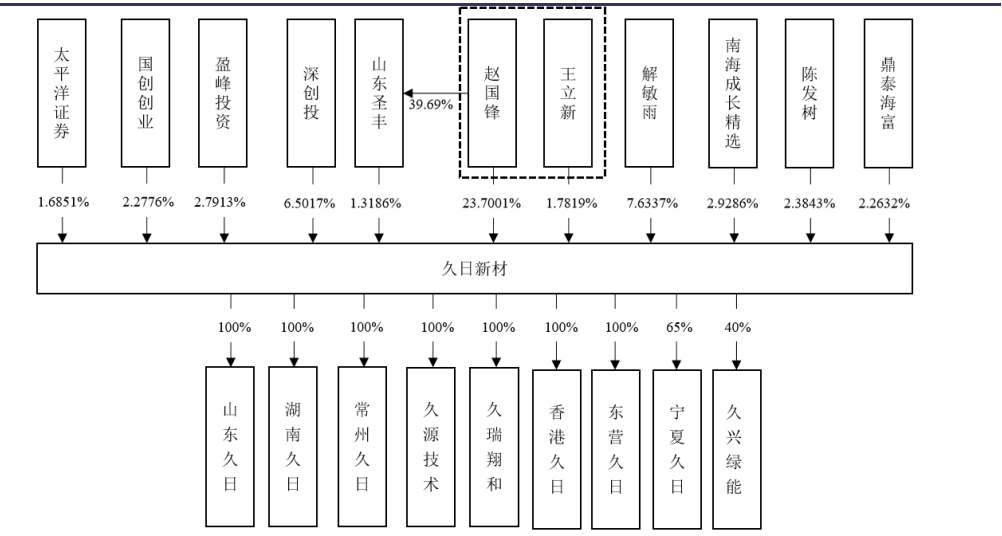
1173	无色或浅黄色液体, 便于使用, 与低聚物和活性稀释剂相容性好, 引发效率高并具有良好的耐黄变性能; 合成工艺较简单, 成本相对较低。	与 TP0 等搭配有较好的固化效果, 主要应用领域为: 家具木器清漆、地板涂料、电子产品涂层、家居装饰、纸上光油、塑料制品等。	电子产品  地板  实木地板  纸上光油
907	白色固体粉末, 在活性稀释剂中溶解性好, 具有很高的光引发活性, 与 ITX 或者 DETX 搭配在有色油墨体系中非常高效。	907 在实际使用过程中可以与 ITX 或 DETX 光引发剂配合使用用于有色体系中, 主要应用领域为: PCB 油墨、胶粘剂、印刷油墨、家居装饰等等。	PCB 板 
DETX	黄色粉末, 是高效的夺氢型光引发剂, 固化后黄变较重, 常用于有色配方体系。	主要应用领域为: PCB 油墨、电子产品涂层和制造、胶粘剂、印刷油墨、家居装饰等, 适用于 UVLED 应用。	3D 打印  电子产品 
ITX	黄色固体粉末, 是高效的夺氢型光引发剂, 黄变较重, 气味相对较小, 适用于有色配方体系。	ITX 由于曝光后黄变现象比较严重, 所以不适合于浅色体系, 适合于有色光固化体系, 主要应用领域为: PCB 油墨、电子产品涂层、胶粘剂、印刷油墨、家居装饰、化妆品包装等等。	3D 打印  化妆品 
369	属于 α-氨基酮类光引发剂, 属于裂解型光引发剂, 外观为黄色固体粉末, 具有很高的光引发活性, 曝光后气味较小, 吸收波长较长, 适用于 UVLED 油墨。	369 与 ITX 和 DETX 等搭配, 适合于光固化色漆和油墨中, 尤其是黑色涂料和油墨, 其应用领域非常广泛: PCB 油墨、电子产品涂层、胶粘剂、印刷油墨、美甲、汽车内饰、家居装饰等	电子产品  美甲  汽车内饰 

资料来源: 公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、实控人持股近三成，股权架构稳定

赵国锋、王立新为公司实际控制人。其中公司董事长、总经理赵国锋持有公司 1977 万股股份, 占股份总数 23.7%, 董事王立新持有公司 148.6 万股股份, 占股份总数 1.78%, 两者共占股份 25.48%。

图表 2 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

2、光固化行业景气持续向好

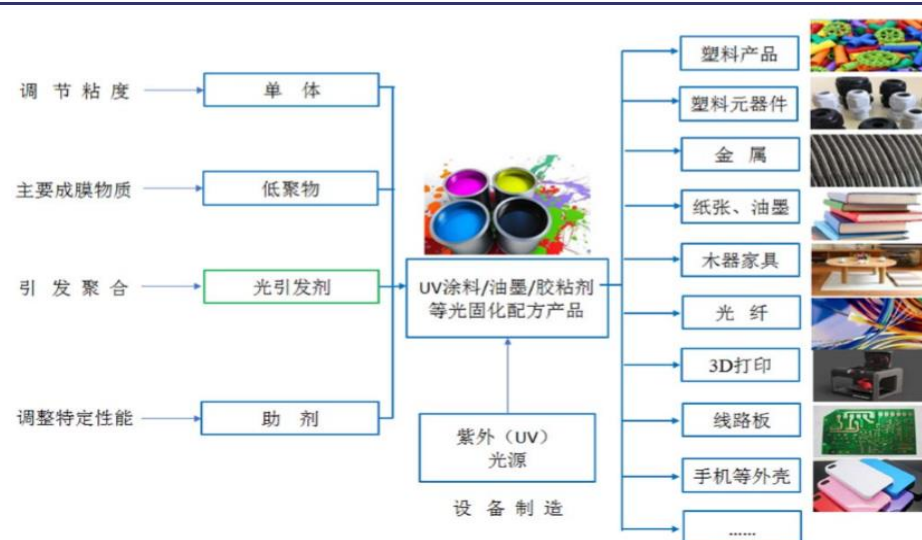
2.1、节能高效的新兴材料

光固化技术是一种高效、环保、节能、适用性广的材料处理和加工技术，被誉为 21 世纪绿色工业的新技术。公司所生产的光引发剂产品主要应用于光固化配方产品的生产制造。

光固化是指在光（紫外光 UV 或可见光）的照射下，光引发剂吸收特定波长的光子，产生自由基或阳离子，引发交联反应，在极短的时间里生成网状结构的高分子聚合物，进而实现固化。光固化材料由光引发剂、单体、低聚物和助剂混合而成，其中光引发剂是光固化材料中的核心组成部分，其性能对光固化材料的固化速度和固化程度起关键性作用。

光固化材料主要包括 UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等，其中 UV 涂料及 UV 油墨是目前主要的光固化材料。光固化材料是传统溶剂型涂料、油墨、胶粘剂的重要替代产品，系其具备环保、高效、节能、适应性广等优良特性，因而广泛应用于木器涂装、塑料制品涂装、装饰建材涂装、纸张印刷、包装印刷、汽车部件、电器/电子涂装、印刷线路板制造、光纤制造、3D 打印等领域。尤其随着世界各国对环保要求的不断提高和技术进步，光固化行业自身持续技术进步使得使用光固化材料的成本更低、效率更高，为光固化材料催生出更加丰富的应用场景，为相关产品带来广阔的市场需求。

图表 3 光固化材料产业链



资料来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、光固化材料渗透率稳步提升，市场空间持续扩大

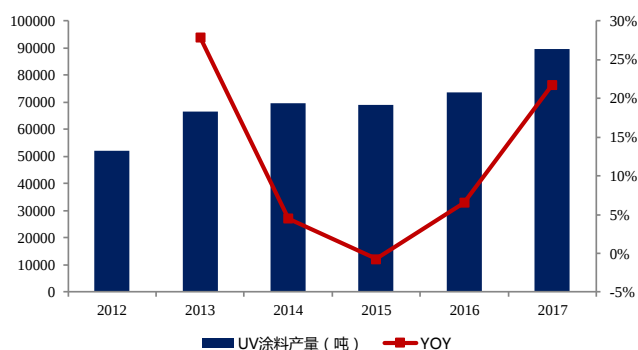
传统溶剂型涂料和油墨以有机溶剂为稀释剂，生产和使用过程中存在对人体有害、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

造成大气污染、易造成安全生产事故等缺陷。因此，近年来随着环保和安全生产监管的逐步加强、人民生活水平的不断提升，以及 UV 光固化配方产品环境友好且高效节能等特性不断被发掘，以 UV 涂料、UV 油墨为主的 UV 光固化配方产品市场需求不断扩大。

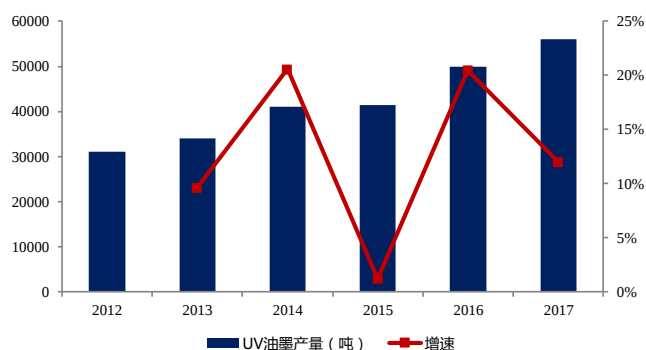
中国感光学会辐射固化专业委员会统计数据显示，2012 年-2017 年，我国 UV 涂料年复合增长率达 11.15%，我国 UV 油墨年复合增长率达 11.73%。

图表 4 2012-2017 年我国 UV 涂料产量



数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

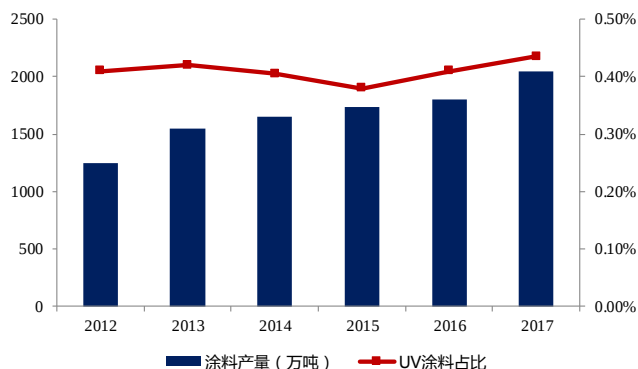
图表 5 2012-2017 年我国 UV 油墨产量



数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

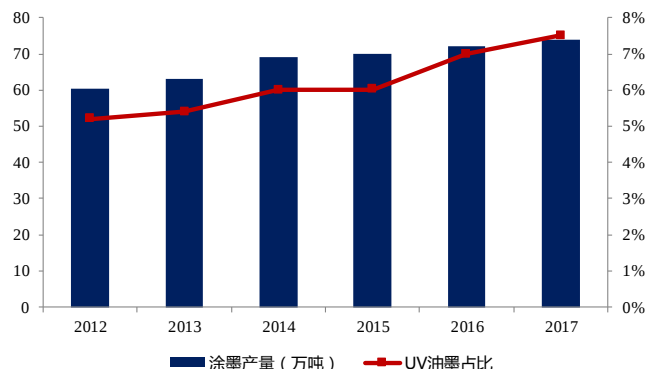
虽然 UV 涂料产量增长迅速，根据中国感光学会编著的《2016-2017 感光影像学学科发展报告》，中国 UV 涂料产量与中国涂料产量比值多年徘徊于 0.4%~0.5%，国际平均水平为 2.8%~3.2%，我国远低于国际平均水平，市场规模增长空间巨大。与此同时，2012 到 2017 年期间中国 UV 油墨产量与油墨产量的占比呈现逐年上升趋势。在环保政策推动下，预计未来油墨技术换代速度将会加快，UV 油墨将得到更快的发展。

图表 6 2012-2017 国内 UV 涂料占比



数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7 2012-2017 国内 UV 油墨占比



数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

根据我国辐射固化专业委员会统计资料，2018 年 UV 涂料需求量为 35 万吨，年均增长 18%，至 2020 年需求量有望达 47.8 万吨，按 30 元/千克的单价测算，2020 年 UV 涂料的市场空间可达 143.4 亿元。UV 油墨方面，根据汇智联恒数据，2020 年 UV 油墨市场空间可达 59.5 亿元。仅考虑光固化材料中的主要产品 UV 油墨及 UV 涂料，按照光引发剂占光固化材料整体成本约 15% 计算，我们测算至 2020 年，

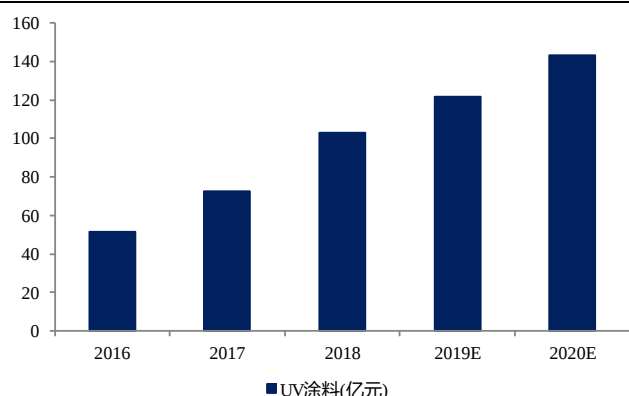
光引发剂的市场空间将达到 30 亿元以上。

图表 8 市场空间测算

UV 光固化产品	2016	2017	2018	2019E	2020E
UV 涂料价格 (元/千克)	20.8	25	30	30	30
UV 涂料需求量 (万吨)	24.6	29.1	34.3	40.5	47.8
UV 涂料市场空间 (亿元)	51.30	72.70	102.95	121.48	143.35
UV 油墨市场空间 (亿元)	37.25	41.42	46.64	52.33	59.5
UV 光固化产品市场空间 (亿元)	88.55	114.12	149.59	173.81	202.85
UV 光引发剂市场空间 (亿元)	13.28	17.12	22.44	26.07	30.43

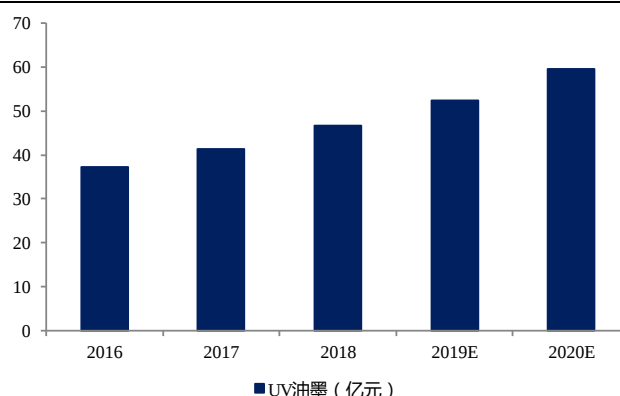
数据来源：互联网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9 2016-2020 国内 UV 涂料市场空间 (亿元)



数据来源：互联网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10 2016-2020 国内 UV 油墨市场空间 (亿元)



数据来源：互联网、兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、环保政策+技术创新，行业有望步入高速发展期

近年来，我国加大力度推动生态文明建设和生态环境保护，预计未来环保监管的不断加严将继续推动 UV 光固化产业稳定增长，有关法规政策对 UV 光固化产业发展起到了积极促进作用。

图表 11 国家相关产业政策

时间	相关政策	说明
2019 年 2 月	生态环境部颁布《2019 年全国大气污染防治工作要点》	要求加快推进重点行业挥发性有机物 (VOCs) 治理; 制定实施重点行业 VOCs 综合整治技术方案, 明确石化、化工、工业涂装、包装印刷等行业的治理要求; 积极配合有关部门, 制定出台涂料等产品 VOCs 含量限值国家标准。
2019 年 3 月	生态环境部常务会议审议并原则通过《挥发性有机物无组织排放控制标准》、《涂料、油墨以及胶粘剂工业大气污染物排放标准》	—
2019 年 2 月	江苏省生态环境厅发布《关于进一步做好建设项目环评审批工作的通知》	提出“禁止建设生产和使用高 VOCs 含量的溶剂型涂料、油墨、胶粘剂等项目。”
2018 年 8 月	河北省人民政府发布《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》	要求“禁止建设生产和使用高 VOCs 含量的溶剂型涂料、油墨、胶粘剂等项目”, “到 2020 年实现全省 VOCs 排放总量较 2015 年下降 20%。”

数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

而作为一种先进的材料表面处理技术，UV 光固化技术的高效、节能、经济等特

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

点，能够满足下游家具、建材、印刷、PCB、金属加工、光纤、3D 打印等众多制造业自动化、清洁化、提升效率、降低成本的业务发展需要。

以玻璃印刷行业为例，长期以来，玻璃印刷行业以自干、热固油墨为主。自干油墨虽然节能，但各种指标不能完全满足产品的要求，热固油墨有良好的各种指标，但加工过程耗电较大，固化速度慢（相对 UVLED 印刷而言），不符合低碳、环保的要求。热固油墨有单组份和双组份（双组份配有固化剂）但都需要经过 150 度-180 度的烘烤 8-25 分钟才能干燥。相比之下，UVLED 技术潜力巨大，在未来有望完全代替烤箱等传统的固化系统，提高 UV 玻璃油墨固化效率。并且 UV 固化机绿色环保，不含汞，通过环保检测，无毒、无味、无苯。在塑封覆膜时省却了调胶、上胶、加热、烘干等程序，提高效率，降低成本。

同时，近年来以 UVLED、大分子光引发剂、水性 UV 光固化配方产品等新技术、新产品为代表，UV 光固化技术的应用领域、应用场景正持续拓展。

随着 iPhone 和 iPad 风靡全球，超薄、触屏、智能系统的 MID 产品成为最新消费新宠。在这个越来越追求超薄超轻、立体美观的时代，传统的螺纹和卡扣已经无法满足这一需求，为了实现无间隙和扁平薄的外观点，组装制程中越来越多采用胶粘剂来粘接、贴合组件。而 UVLED 光固化技术满足了短时间粘接固化的要求，使得手机轻薄更进一步。此外，水性 LED 固化漆喷涂中使用水为绿色介质，彻底消除了危害环境和人工健康的溶剂释放，使得传统喷房等政府安监消防部门重点监控设施投资大幅度减少，并保障了工厂稳定日常安全运营。

2.4、行业集中趋势日益明显，全产品线企业望受益

目前在国际市场，光引发剂企业基本形成了以巴斯夫、意大利 Lamberti、IGM Resins 等大型跨国企业为主的垄断局面，随着 Lamberti 被 IGM Resins 兼并，垄断趋势日益增强，这些企业拥有较强的技术实力、产品创新研发和应用研发实力，但是由于 1、中国成为世界工厂，光引发剂的终端应用市场，如手机、家电、电路板等行业正由国外向中国等新兴国家转移；2、国外整体实体经济的长期低迷不振；3、光引发剂企业并购风波给研发体系带来动荡；4、关键产品的化合物专利到期，中国生产工艺技术水平的迅速提高，研发能力日益增强等因素的共同影响，国外光引发剂的产能一直未有效扩大。

在国内，光引发剂生产企业从初的几百家，经过十多年充分市场竞争后，集中趋势日益明显，根据辐射固化专业委员会的统计，2011 年光引发剂企业已经集中至 17 家，2013 年 13 家，2014 年天津九日化学收购常州华钛后，集中趋势愈发明显。目前行业内的主要企业包括、天津久日新材、北京英力（已被 IGM Resins 收购）等。未来，伴随国内对化工企业环保要求的逐步严格、下游应用领域向更高精尖端发展，国内行业不排除进一步集中的可能。

随着光固化技术的发展，其对光引发剂以及整个配方产品的性能提出了新要求。在研究开发解决方案时，通常不同光引发剂之间的搭配使用以及光引发剂混合物与树脂、单体的相互配合是重要的研究方向。市场发展趋势要求生产商具备调整常规光引发剂性能的研发实力，为客户提供技术解决方案，向下游渗透，参与到下游客户的产品开发过程中去，逐渐由常规光引发剂生产商转变为光固化技术解决方案提供商，拥有丰富产品线的生产企业，将有望攫取更高市场份额。

图表 12 行业内主要企业基本情况

公司名称	基本情况	主要光引发剂产品型号
IGM Resins (艾坚蒙)	IGM Resins 于 1999 年在荷兰设立，目前是全球 UV 涂料、油墨行业的领先原料及技术服务供应商。其产品主要包括光引发剂、丙烯酸酯和添加剂。2014 年 IGM Resins 并购北京英力科技发展有限公司，在中国拥有了光引发剂生产工厂和合成应用研发团队；2015 年 IGM Resins 并购意大利 Lamberti 公司光引发剂业务；2016 年并购德国 BASF（巴斯夫）的 Irgacure 系列光引发剂业务，拥有了其在意大利的光引发剂生产工厂及相关产品专利。	1173、184、127、2959、369、379、907 等
扬帆新材 (300637.SZ)	扬帆新材主要从事光引发剂和疏基化合物及其衍生物的研发、生产及销售，主要产品为光引发剂、疏基化合物系列产品等。扬帆新材于 2017 年 4 月在 A 股创业板上市。2016-2018 年，扬帆新材分别实现营业收入 3.85 亿元、4.36 亿元、5.26 亿元，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润分别为 6,114.84 万元、6,061.57 万元、12,822.53 万元。	907、369、TP0、184、ITX、BMS 等
强力新材 (300429.SZ)	强力新材专业从事电子材料领域各类光刻胶专用电子化学品的研发、生产和销售及相关贸易业务。光刻胶专用化学品，分为光刻胶用光引发剂（包括光增感剂、光致酸剂等）和光刻胶树脂两大系列。光刻胶专用化学品按照应用领域分类，主要有 PCB 光刻胶专用化学品、LCD 光刻胶专用化学品、半导体光刻胶专用化学品。强力新材于 2015 年 3 月在 A 股创业板上市。2016 年度、2017 年度、2018 年度，强力新材分别实现营业收入 4.40 亿元、6.40 亿元、7.39 亿元，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润分别为 10,086.15 万元、12,062.54 万元、13,428.32 万元。	光刻胶光引发剂
固润科技 (835595.OC)	固润科技主要从事光引发剂的研发、生产及销售，主要产品为光引发剂。固润科技于 2016 年 1 月在新三板挂牌。2016、2017 年度、2018 年固润科技分别实现营业收入 7,241.15 万元、8,635.62 万元、3.02 亿元，实现归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益的净利润分别为 704.09 万元、601.99 万元、1.15 亿元。	TP、XBPO、FMT
双键化工 (4764.TW)	双键化工主营业务为塑胶添加剂、光固化材料、电子化学品、数位印花墨水等产品的研发、制造与销售。双键化工于 2016 年在台湾证券交易所上市。双键化工的光固化材料产品主要包括 UV 光固化树脂、单体、光引发剂。2016 年度、2017 年度、2018 年度双键化工分别实现营业收入 41.23 亿元新台币、41.05 亿元新台币、45.30 亿元新台币。	1173、184

数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13 国内主要企业光引发剂销售收入情况（万元）

公司简称	2016 年度	2017 年度	2018 年度
双键化工	32120.53	36428.57	-
扬帆新材	17,210.67	17,922.72	25,209.59
强力新材	34,211.03	51,163.50	58,989.56
固润科技	7,241.15	8,635.62	8,760.22
久日新材	54,681.82	67,130.89	95,894.29

数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

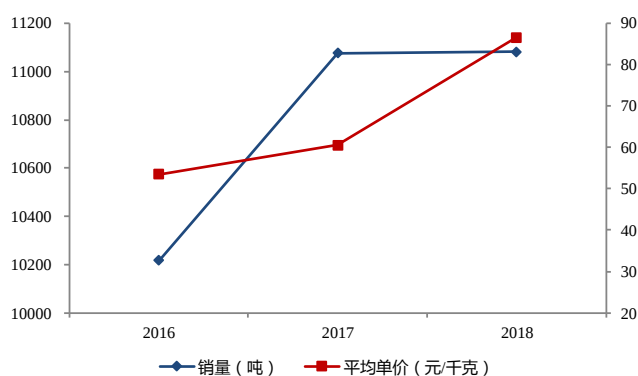
3、拥有全产品体系的国内光引发剂龙头

3.1、收入稳健增长，18 年去产能拉动业绩大幅提高

2016-2018 三年间，公司收入及业绩逐年稳健增长，2017、2018 年分别实现 15.85%、35.87% 的营收增速，22.18%、247.74% 的归母净利润增速。

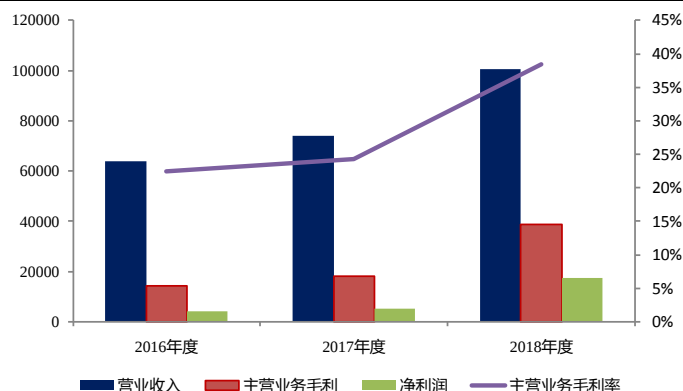
其中 2018 年度净利润增幅较大，主要因国家环保监管趋紧，小产能退出，行业供需平衡打破，导致光引发剂价格显著上升，公司产品平均售价提高 42.8%，使得盈利能力大幅提升。

图表 14 公司光引发剂销量及均价情况



数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

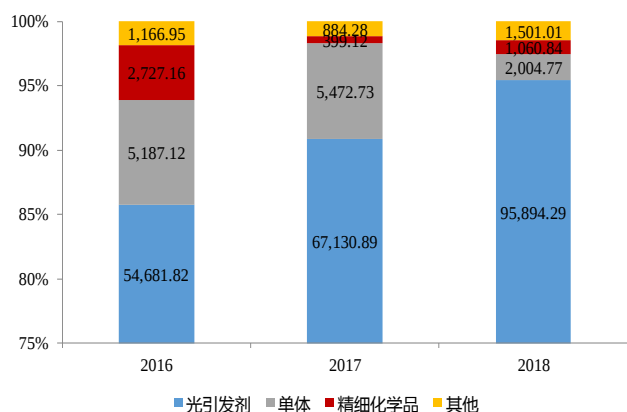
图表 15 公司主要盈利指标变动趋势(万元)



数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

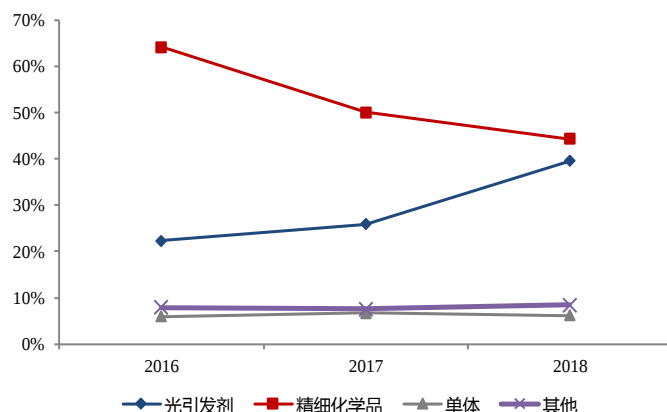
公司主营业务收入主要来自于光引发剂、精细化学品和单体的销售，其中光引发剂的销售收入为公司主营业务收入的主要来源；受 TPO/TPO-L、184、1173 等主要产品价格上涨、产能扩张影响，光引发剂毛利显著上涨，带动公司整体毛利率稳步提升，16-18 年分别达到 22.53%、24.38%、38.44%。

图表 16 公司主营业务收入拆分 (万元)



数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17 公司分产品毛利率



数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、全产品体系打造一站式原料供应商，盈利水平有望提升

(1) 研发投入居行业前列

截至 2019 年 3 月 31 日，公司研发技术人员共 130 名，占比 13.92%。公司拥有专利 43 项，其中发明专利 37 项、实用新型 6 项，已申请尚在审查中的发明专利 32 项，并积累了大量非专利技术。此外，公司主持 2 项、参与 4 项行业标准的编制。与同行业相比，公司 2018 年专利数、研发费用及研发费用率均位居可比公司第二位，仅次于强力新材，研发投入居行业前列。

图表 18 2018 年研发费用及专利数对比

公司名称	扬帆新材	强力新材	固润科技	久日新材
专利数	39	≥46	12	43
研发费用（万元）	2191.84	4855.21	1188.1	4320.09
研发费用率	4.2%	6.6%	3.9%	4.3%

数据来源：Wind、公开信息整理、兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 产品体系最为完善

不同的光引发剂型号其性能特点有所不同，下游 UV 光固化材料生产企业通常对多种型号光引发剂产品进行混合复配使用，以满足具体应用领域的个性化需求。行业内，大多数光引发剂生产企业仅具备供应单一或少数几类产品型号的能力，而公司现已具备包括 184、TPO、1173、907、369、DETX、ITX 在内的十余种光引发剂的规模化生产能力，产品范围涵盖主流品种及专用领域，较之竞争对手，公司是全国产量最大，业内产品线最为齐全的龙头供应商，尤其在 UV 涂料中处于龙头地位，拥有为下游优质客户提供一站式原料供应的能力。

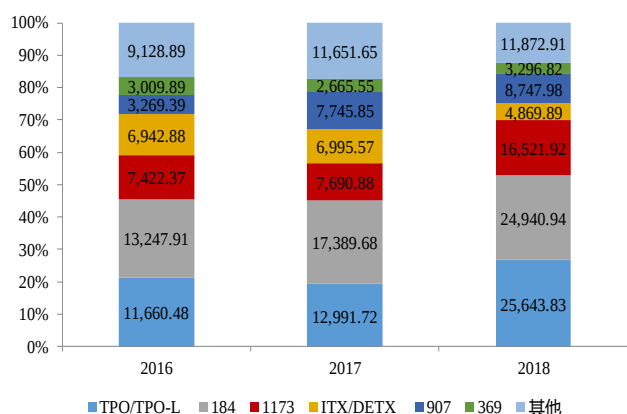
图表 19 可比公司产品体系对比

公司名称	产品体系
久日新材	184、TPO、1173、907、DETX、ITX、369 等 (占比最高产品 TPO 占光引发剂收入仅 25%，产品结构分散)
扬帆新材	ITX、907、TPO、DETX、369、184、1173、BMS、BDK、EDB、EAB、2-EAQ 等 (2016 年 907 占光引发剂收入 80%以上)
强力新材	PCB 光刻胶光引发剂、LCD 光刻胶光引发剂
固润科技	AX-2、FMT、XBPO、TPO、TPO-L、ITX、DETX、907、369、BP、CBZ、184、1173 等 (2018 年 TPO 占光引发剂收入 60%以上)

数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

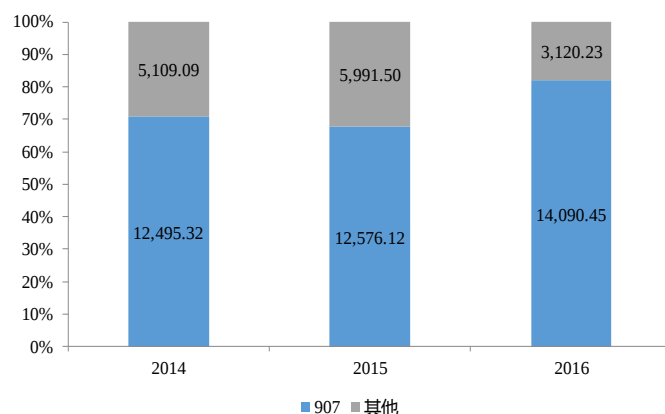
图表 20 公司光引发剂细分收入占比（万元）

图表 21 扬帆新材光引发剂细分收入占比（万元）



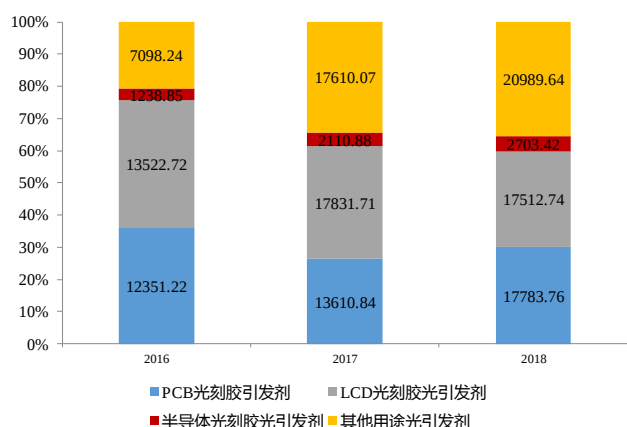
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22 强力新材光引发剂细分收入占比（万元）

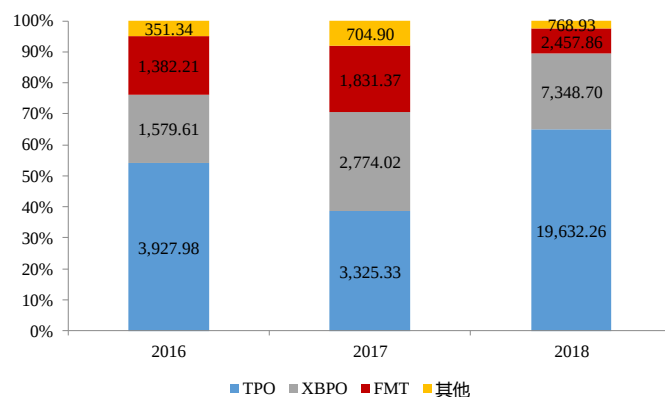


数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 23 固润科技光引发剂细分收入占比（万元）



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

（3）产能优势突出

2018 年度，公司拥有十余种光引发剂产品共计约 1.3 万吨生产能力，中国感光学会辐射固化专业委员会统计数据显示，2017 年度公司光引发剂产量达全行业的 27.40%；同时，公司构建了湖南、山东、江苏三个布局合理的现代化生产基地，对于主流光引发剂品种，公司可有效保证同时在两个以上基地生产，为产品序列齐备提供可靠保障，增强客户对公司供货能力的信任。此外，公司计划利用本次公开发行股票募集资金在东营久日投资建设年产能 87,000 吨光固化材料项目，此举将进一步强化公司在光引发剂产品供应领域的竞争优势。

图表 24 可比公司光引发剂产能情况

公司名称	光引发剂产能	产能布局
久日新材	1.3 万吨	已有湖南、山东、江苏三个生产基地；募投项目山东省年产能 87,000 吨光固化材料项目在建。
扬帆新材	约 2000 吨	已有江西及浙江两大生产基地；内蒙古 29,000t/a 光引发剂、医药中间体项目生产基地在建。
强力新材	15 年：≥ 约 1920 吨	已有常州生产基地，年产 12000 吨环保型光引发剂原材料及中试车间项目在建。
固润科技	约 2000 吨	已有湖北生产基地，2018 年 4 月绿色环保光固化新材料产业基地项目正式破土动工，同时年产 1500 吨 TPO 生产线项目正式投产。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

数据来源：互联网、兴业证券经济与金融研究院整理

(4) 毛利率差距有望缩小

2016-2019Q1 年间，公司综合毛利率逐年提升，但仍低于行业平均水平。我们认为公司毛利率较低，主要与产品结构相关。

如强力新材生产的光引发剂主要类型为 PCB 光刻胶光引发剂、LCD 光刻胶光引发剂，产品销售价格较高，毛利率较高，18 年 PCB 及 LCD 光刻胶光引发剂毛利率分别为 42.55%，58.75%。而久日新材则以通用性光引发剂为主，主要应用领域为 UV 涂料、UV 油墨和 UV 胶粘剂，产品毛利率较低。

907 产品方面，可比公司扬帆新材（907 占光引发剂收入 80%左右）产量占国内产量超过 70%，预计采购成本优势较为明显，因此公司 907 产品毛利率较扬帆新材明显偏低。

TPO 产品方面，公司 16-17 年毛利率较固润科技高，18 年提价后，毛利率略低于固润科技，或与细分品类提价幅度不同有关。

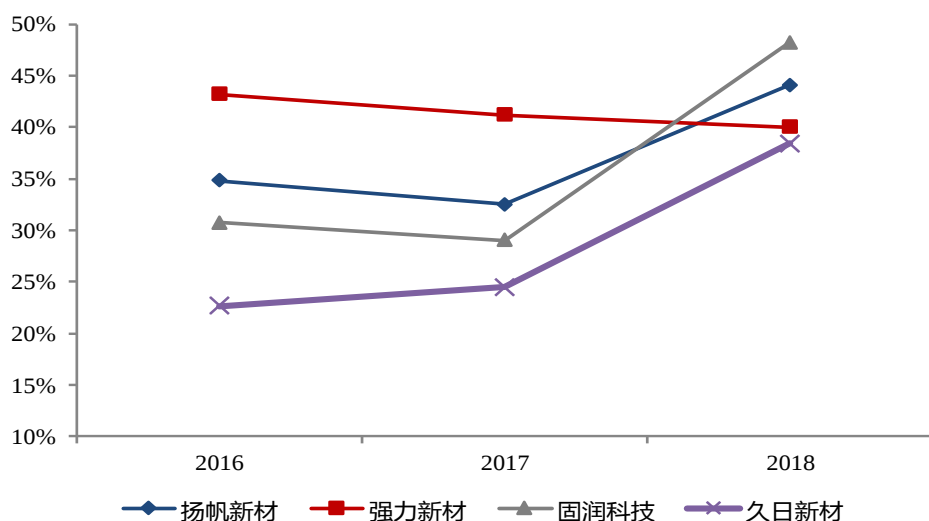
后续若公司高端产品占比提升，生产量增大，我们认为公司与可比企业毛利率的差距有望缩小。

图表 25 公司与可比公司综合毛利率对比

公司名称	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-3 月
扬帆新材	34.83%	32.50%	44.08%	尚未披露
强力新材	43.19%	41.21%	40.04%	36.25%
固润科技	30.72%	29.03%	48.20%	尚未披露
平均值	36.25%	34.25%	44.11%	36.25%
公司	22.64%	24.46%	38.45%	42.27%

数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26 公司与可比公司综合毛利率对比



数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

图 27 公司与可比公司光引发剂产品毛利率对比

公司简称	产品名称	2016 年度	2017 年度	2018 年度
扬帆新材	光引发剂（主要为 907）	41.31%	28.81%	42.64%
强力新材	PCB 光刻胶光引发剂	40.01%	45.64%	42.55%
	LCD 光刻胶光引发剂	73.00%	66.71%	58.75%
	其他用途光引发剂	31.72%	28.23%	35.76%
	全部光引发剂	51.76%	47.05%	45.06%
固润科技	TPO	22.92%	14.68%	48.04%
	XBPO	37.02%	36.52%	37.02%
	FMT	52.22%	59.35%	69.79%
	全部光引发剂	30.72%	29.03%	48.20%
久日新材	TPO/TPO-L	25.18%	25.19%	42.45%
	907	18.63%	19.96%	29.28%
	全部光引发剂	22.33%	25.88%	39.52%

数据来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

4、募投强化综合实力，产能扩张与研发改建并举

公司此次募集资金投资项目主要包括“年产 87,000 吨光固化系列材料建设项目”

及“光固化技术研究中心改建项目”，共计募集资金 13.95 亿元。

图表 28 募集资金投资项目

项目	投资总额 (万元)	利用募集资金投资额 (万元)
年产 87,000 吨光固化系列材料建设项目	134,071.42	134,071.42
光固化技术研究中心改建项目	5,470.66	5,470.66
合计	139,542.08	139,542.08

数据来源：公开信息整理、兴业证券经济与金融研究院整理

(1) 年产 87,000 吨光固化系列材料建设项目

公司拟在山东省东营港经济开发区新建年产 87,000 吨光固化系列材料建设项目，主要生产产品包括 27,000 吨光引发剂 1173、184、TPO、TPO-L 和 60,000 吨单体 TMPTA、TPGDA。单体 TMPTA、TPGDA 是与光引发剂搭配用于制造下游产品的原材料之一。

(2) 光固化技术研究中心改建项目

同时，公司拟于天津市通过改建方式建设光固化技术研究中心，重点研究方向主要围绕光引发剂及其应用领域展开，对光引发剂产品进行深入研究，使之具有更为灵活的适应性及更为稳定的技术性能，优化绿色环保工艺，对新型光引发剂产品和特殊性能的光固化单体、树脂产品进行研究开发，并研究推动下游 UV 光固化材料在更广领域的应用。

公司的募投项目符合市场对光引发剂产品差异化及组合使用需求的趋势，将扩大公司生产规模，进一步巩固公司的市场地位，利于公司长远发展。

5、风险提示

行业需求大幅下滑、原材料价格大幅波动

注：上方内容主要根据《天津久日新材料股份有限公司科创板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》梳理，不涉及具体投资建议或观点。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn