

2017年03月03日  
证券研究报告·调研报告

广信材料 (300537) 化工

买入 (首次)

当前价: 40.11 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 辐射固化龙头，有望重回苹果供应链

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 我们近日前往公司调研，了解了广信经营现状和相关业务。广信材料是 A 股优质电子化学品标的。公司拟并购光固化涂料领域细分龙头江苏宏泰，在极大消化估值的同时，横向扩展辐射固化产品，打开主业发展空间。且借助江苏宏泰技术优势，广信有望突破 LED 油墨技术难点，抢占高端进口替代市场。加之 iPhone 8 外壳设计方案有望使广信材料重回苹果主流机型供应体系，广信材料和江苏宏泰产品和客户互补，未来发展值得期待。
- 专用油墨领跑者联合光固化涂料细分龙头，优势互补打开发展空间。** 广信材料是国内领先的专用油墨制造企业，其产品主要应用于 PCB、电子产品精密加工、LED 照明等行业。江苏宏泰是中国大陆紫外光固化涂料研发和生产行业最具竞争力的民营企业之一，二者同属快速发展（增速超 18%）的辐射固化市场，在技术研发、客户资源和原材料采购等方面协同效应明显。我们认为广信材料此次收购在极大消化估值的同时，横向扩展辐射固化产品，打开主业发展空间。
- LED 油墨有望突破，高端进口替代空间广阔。** 16 年国内 LED 照明产品产量约 80 亿只，同比增长 33%，到 2020 年全球 LED 照明产品渗透率有望从目前 31.3% 升至 60%，发展迅速。全球 65% 以上的 LED 应用产品在中国生产，但 LED 油墨市场基本上被外资油墨企业所垄断。公司 LED 油墨毛利率高，但存在技术痛点，严重制约其放量。通过并购江苏宏泰实现技术共享后，广信材料 LED 油墨有望实现配方突破，解决关键技术瓶颈进而放量，进口替代的潜力巨大。
- iPhone 8 外壳工艺改变，广信有望重回苹果主流机型供应体系。** iPhone 8 大概率采用双面 3D 玻璃+不锈钢金属中框设计，因广信材料产品曾用于 iPhone5S 等系列手机，有较大概率重回苹果供应链。且江苏宏泰拥有 3D 玻璃专用透明涂料，想象空间较大。若 iPhone 8 取得成功，其外壳设计有望被众多手机厂商效仿，广信材料与江苏宏泰产品与客户互补，我们看好公司在该领域的发展。
- 盈利预测与投资建议。** 暂不考虑此次收购，估算 16 年、17 年和 18 年 EPS 分别为 0.44 元、0.69 元和 0.84 元，对应动态 PE 分别为 91 倍、58 倍和 48 倍（若考虑并购，则 17 年 PE 40 倍），首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 并购、整合低于预期的风险、iPhone 8 推进不及预期及公司产品不能成功入选 iPhone 8 供应体系的风险。

| 指标/年度         | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 250.37 | 273.19 | 350.63 | 416.64 |
| 增长率           | -6.74% | 9.11%  | 28.34% | 18.83% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 41.59  | 44.23  | 69.43  | 83.80  |
| 增长率           | 3.54%  | 6.35%  | 56.99% | 20.70% |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.42   | 0.44   | 0.69   | 0.84   |
| 净资产收益率 ROE    | 17.12% | 8.56%  | 11.84% | 12.50% |
| PE            | 96     | 91     | 58     | 48     |
| PB            | 16.51  | 7.76   | 6.84   | 5.99   |

数据来源: Wind, 西南证券

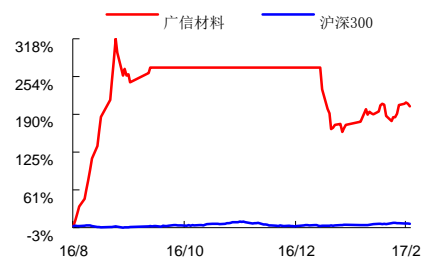
### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23617478  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 1.00        |
| 流通 A 股(亿股)   | 0.25        |
| 52 周内股价区间(元) | 13.23-55.28 |
| 总市值(亿元)      | 40.11       |
| 总资产(亿元)      | 5.65        |
| 每股净资产(元)     | 4.69        |

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 公司概况：国内专用油墨领跑者</b> .....              | <b>1</b>  |
| <b>2 辐射固化增长迅速，强强联合优势突出</b> .....           | <b>3</b>  |
| 2.1 PCB 油墨领军企业，受益于下游面板提价 .....             | 4         |
| 2.2 并购江苏宏泰，横向延伸光固化涂料细分领域 .....             | 6         |
| 2.3 辐射固化细分龙头强强联合，协同效应明显 .....              | 9         |
| <b>3 研发协同，LED 油墨有望突破</b> .....             | <b>10</b> |
| 3.1 绿色光源 LED，照明市场快速增长 .....                | 10        |
| 3.2 LED 油墨有望突破，高端布局再下一城 .....              | 11        |
| <b>4 iPhone 8 魅力新生，公司有望重回主流机型供应链</b> ..... | <b>13</b> |
| <b>5 盈利预测</b> .....                        | <b>14</b> |
| <b>6 风险提示</b> .....                        | <b>14</b> |

## 图 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 公司所处产业链.....                    | 1  |
| 图 2: 公司 2013 年以来营业收入及增速.....         | 1  |
| 图 3: 公司 2013 年以来净利润及增速.....          | 1  |
| 图 4: 公司 2013 年净利率、毛利率情况.....         | 2  |
| 图 5: 公司 2013 年以来三费率情况.....           | 2  |
| 图 6: 公司 2015 年收入结构.....              | 2  |
| 图 7: 公司 2015 年毛利结构.....              | 2  |
| 图 8: 公司股权结构.....                     | 3  |
| 图 9: UV 固化产品的下游应用领域.....             | 3  |
| 图 10: UV/EB 固化配方产品国内需求预测.....        | 3  |
| 图 11: 广信材料主要油墨产品.....                | 4  |
| 图 12: 全球及中国 PCB 产值与增长.....           | 5  |
| 图 13: 2015 年全球 PCB 产值分布图.....        | 5  |
| 图 14: 江苏宏泰产品应用领域示例.....              | 7  |
| 图 15: 江苏宏泰产品结构.....                  | 8  |
| 图 16: 江苏宏泰产能、产量及产能利用率.....           | 8  |
| 图 17: 淘汰白炽灯进度图.....                  | 10 |
| 图 18: 全球 LED 照明市场规模及增速.....          | 10 |
| 图 19: 全球 2011-2016 年 LED 照明渗透率.....  | 10 |
| 图 20: 中国 2011-2016 年 LED 总产值及增速..... | 11 |
| 图 21: LED 铝基板用白油.....                | 11 |
| 图 22: 公司 LED 油墨附加值最高.....            | 11 |
| 图 23: 激光抽刻和金属贴片工艺对比.....             | 13 |
| 图 24: iPhone 8 外媒曝光图.....            | 13 |

## 表 目 录

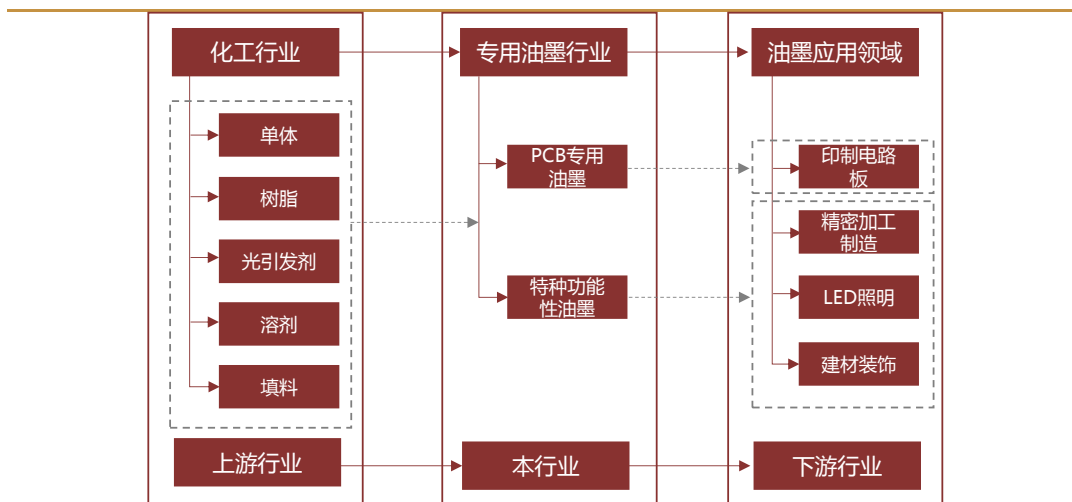
|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 表 1: PCB 专用油墨市场竞争格局.....       | 5  |
| 表 2: PCB 阻焊油墨技术参数.....         | 6  |
| 表 3: 江苏宏泰主要产品类别及下游方向.....      | 7  |
| 表 4: 江苏宏泰目前正在研发的新产品及其主要优势..... | 8  |
| 表 5: 分业务收入及毛利率.....            | 14 |
| 附表: 财务预测与估值.....               | 15 |

## 1 公司概况：国内专用油墨领跑者

广信材料是国内领先的电子产品专用油墨制造企业，致力于开发生产高品位、高科技含量的感光新材料，主要应用于印制电路板、电子产品精密加工、LED 照明等行业，其性能的提升对促进电子信息等行业的产业升级有着深远影响。

公司生产的 PCB 油墨已达世界同类产品技术水平，符合 RoHS 环保指令的要求，深得广大用户的信赖。公司通过了 ISO9001 资质标准认证和 ISO14000 环境体系认证，是国家高新技术企业。公司现已建有无锡市企业技术中心和无锡市 PCB 配套油墨工程技术研究中心两大研发平台，并牵头制订了《印制电路用标记油墨》和《印制电路用阻焊剂》2 项行业重要标准。公司的主打产品阻焊油墨 KSM-S6188 系列、KSM-180 系列产品都已获得美国 UL 安全认证。

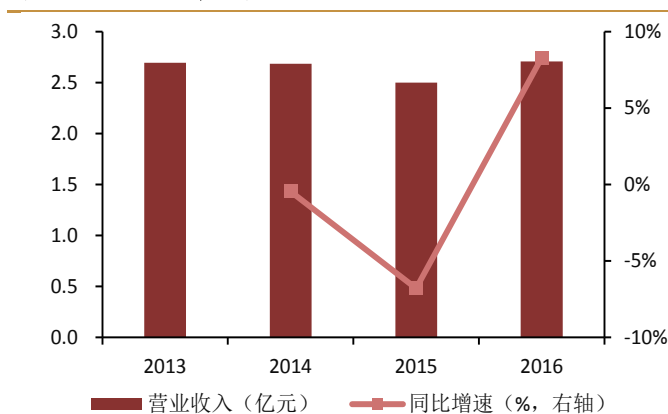
图 1：公司所处产业链



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

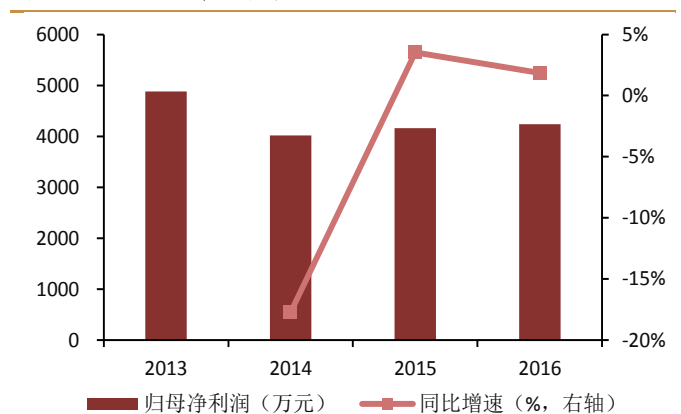
**业绩状况：**公司 2013 年、2014 年、2015 年及 2016 年分别实现主营业务收入 2.7 亿元、2.7 亿元、2.5 亿元及 2.7 亿元；归属于母公司净利润分别为 4883 万元、4016.5 万元、4158.6 万元、4235.7 万元，营业收入和净利润都比较稳定。

图 2：公司 2013 年以来营业收入及增速



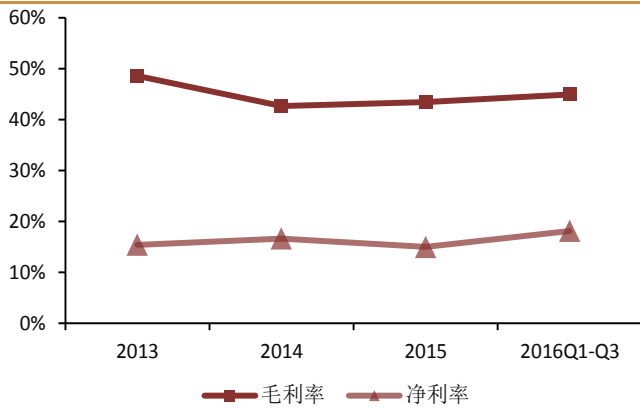
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2013 年以来净利润及增速

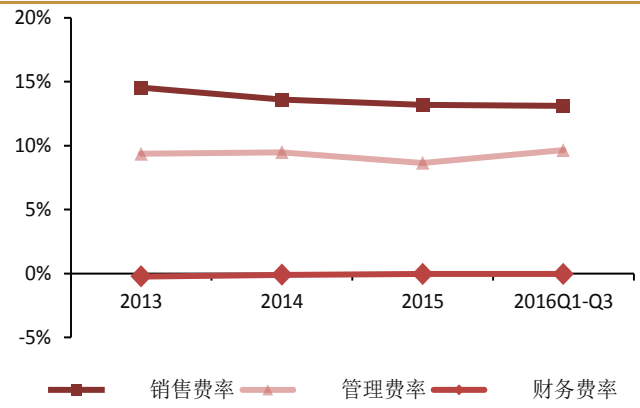


数据来源：Wind，西南证券整理

公司毛利润、净利润稳中有升，分别保持在 44%、18% 左右的较高水平。公司三费基本保持稳定，销售费用略有下降，管理费用微升，财务费用始终处于低水平，利息收入略大于利息支出。

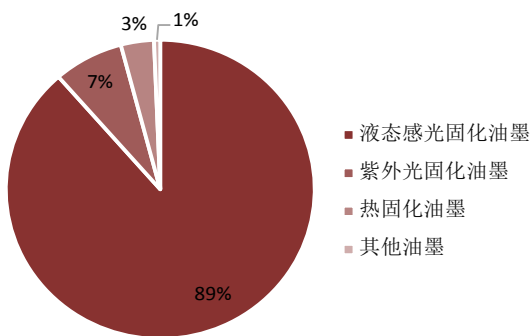
**图 4：公司 2013 年净利率、毛利率情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

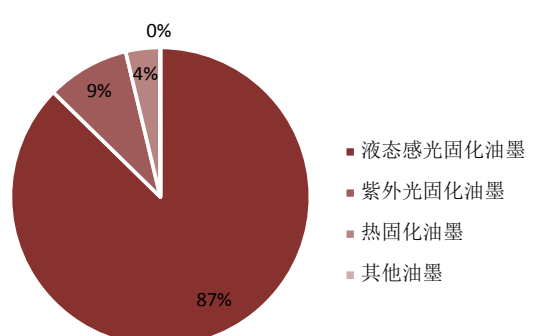
**图 5：公司 2013 年以来三费率情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**主营业务结构：**液体感光固化油墨一直是公司最主要的收入来源，2015 年分别占据 89% 的收入和 87% 毛利，紫外光固化油墨作为国家重点鼓励发展的油墨产品，也是近年来公司重点研发的产品，报告期内公司通过持续的研发投入，不断推出紫外光固化型的特种功能性油墨，使紫外光固化油墨成为公司产品的重要组成部分。

**图 6：公司 2015 年收入结构**


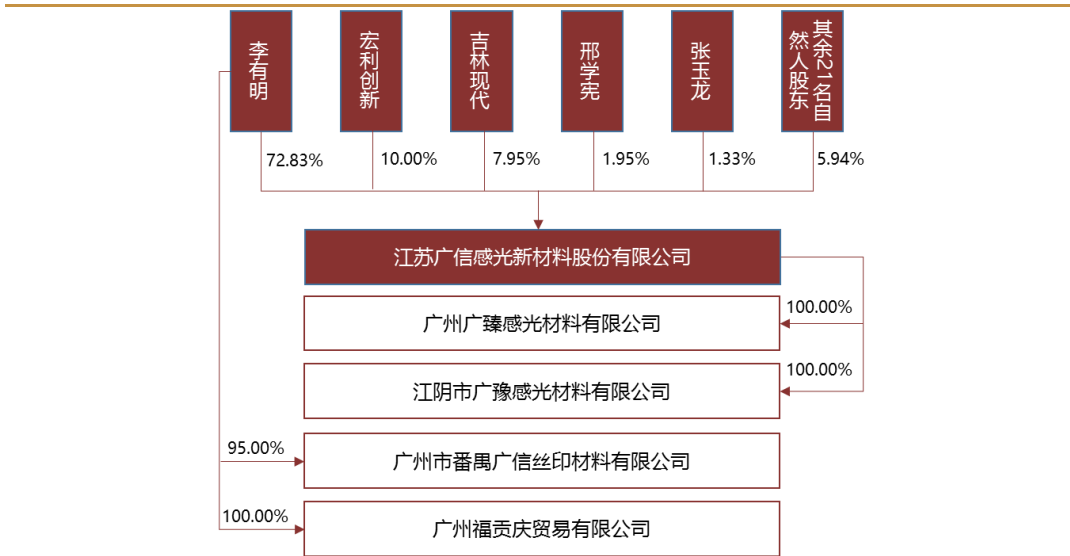
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 7：公司 2015 年毛利结构**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**公司股权结构：**公司控股股东、实际控制人为李有明，持有公司股份 5461.9 万股，持股比例为 72.83%。公司旗下有 2 家全资子公司，广臻材料目前主要从事公司专用油墨产品的销售业务，广豫材料作为公司募投项目的实施主体，承担募投项目的建设工作。

图 8：公司股权结构



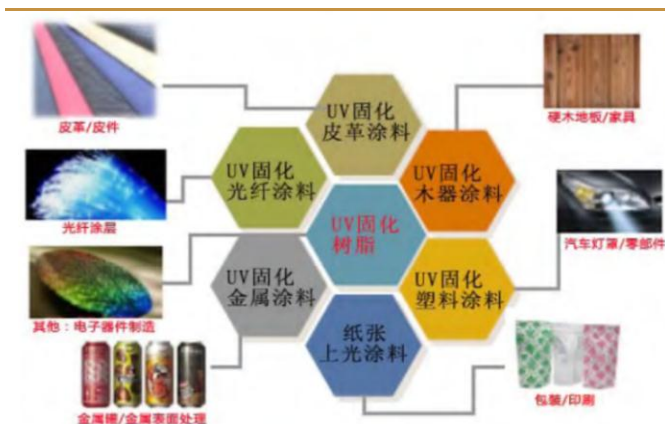
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 2 辐射固化增长迅速，强强联合优势突出

“辐射固化”，又称“UV/EB 固化”，是一类具有反应活性化学配方借助于紫外线（UV）光子照射或者电子束流（EB）照射，可在常温下从液体迅速转变成固体的过程。UV/EB 固化是一种节能减排、环保高效的绿色技术，传统溶剂型涂料由于会排放挥发性化合物（VOC），污染环境，影响人体健康，不符合环境和发展的要求，而辐射固化涂料不含挥发性溶剂，被誉为“21 世纪的绿色涂料，环境友好型涂料”。

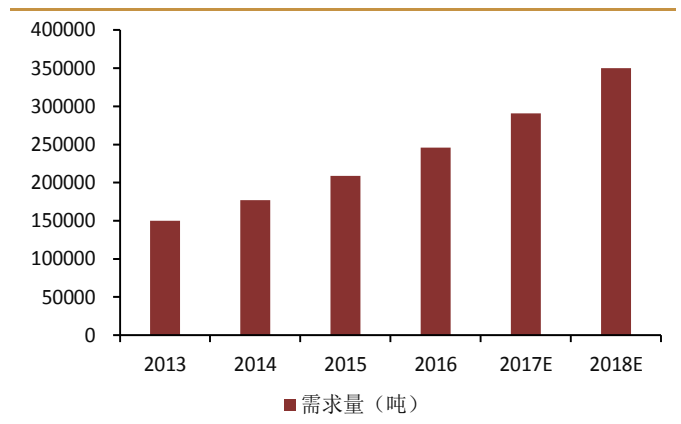
据估计，UV/EB 固化配方产品 2015 年全球市场用量大约 53.3 万吨。其中，亚洲所占市场份额最大，其次为 EMEA 地区，包括欧洲、中东和非洲地区，再次为美洲。在亚洲地区中，中国占市场份额最大。据我国辐射固化专业委员会统计资料预测，2013 年我国市场需求量为 15 万吨，预计到 2018 年需求量为 35 万吨，年均增长 18.5%。

图 9：UV 固化产品的下游应用领域



数据来源：《精细与专用化学品》，西南证券整理

图 10：UV/EB 固化配方产品国内需求预测



数据来源：辐射固化专业委员会，西南证券整理

UV/EB 固化技术应用十分广泛。以 UV 固化树脂作为涂料为例，包括 UV 固化木器涂料（用于硬木地板 / 家具等）、UV 固化塑料涂料（汽车灯罩 / 零部件等）、UV 固化皮革涂料（皮革 / 皮件等）、UV 固化光纤涂料（光纤涂层）、UV 固化金属涂料（金属罐 / 金属表面处理等）、纸张上光涂料（包装 / 印刷等）。另外，UV 固化树脂作为光致抗蚀剂、胶黏剂、油墨和涂料还可用于电子器件制造。

## 2.1 PCB 油墨领军企业，受益于下游面板提价

广信材料致力于开发生产高品位、高科技含量的感光新材料，是国内领先的电子产品专用油墨制造企业。专用油墨可分为 PCB 专用油墨和特种功能性油墨，PCB 专用油墨为印制电路板生产过程中所需要的配套油墨产品。PCB 专用油墨在印制电路板的生产制造过程中起着不可或缺的作用，其质量的好坏会直接影响印制电路板的性能表现。特种功能性油墨是公司近年来为顺应市场发展潮流重点研制的新型油墨产品。

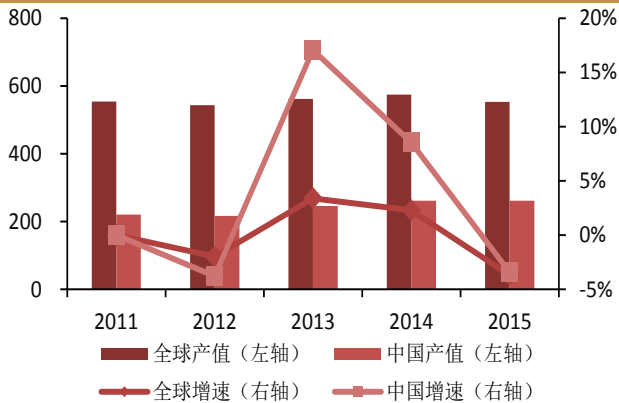
图 11：广信材料主要油墨产品



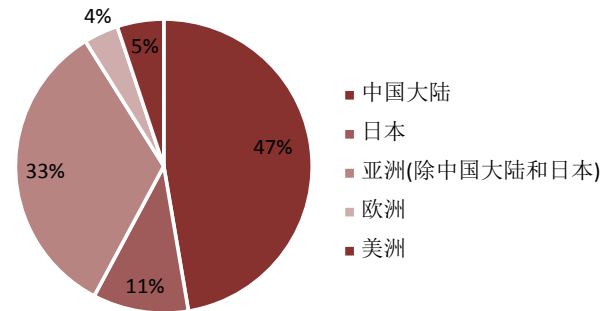
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

PCB 感光油墨是 PCB 产业的配套原材料之一，其需求状况直接受到 PCB 行业规模及其发展状况的影响，市场规模也与 PCB 市场规模情况基本保持一定比例的同向变动。近年来，随着我国经济发展模式逐步转型，电子信息等新兴产业正处于蓬勃发展的阶段，未来市场发展前景广阔。受此影响，作为电子信息基础产业之一的 PCB 行业也将保持持续增长态势。

2015 年全球印制电路板行业的市场规模约为 553 亿美元。根据 Prisma 的预测数据，在电子整机产品的消费驱动下，未来几年全球 PCB 行业仍将保持稳定的增长态势，预计 2017 年全球 PCB 行业的市场规模将达到 657 亿美元。进入 21 世纪以来世界 PCB 产业开始从欧美、日本等发达国家加速向中国转移。目前，中国是 PCB 行业的第一制造大国，2015 年中国市场规模达到 262 亿美元。近年来，在中国成为电子产品制造大国的同时，全球 PCB 产能也在向中国转移，中国已成为 PCB 行业增长速度最快的国家，预计 2017 年中国内地 PCB 行业的市场规模将达到 290 亿美元。

**图 12：全球及中国 PCB 产值与增长**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 13：2015 年全球 PCB 产值分布图**


数据来源：wind，西南证券整理

行业统计数据显示，目前国内对 PCB 阻焊油墨的年需求量约为 3.2 万吨，对应的市场规模约为 23~25 亿元；国内对 PCB 线路油墨的年需求量约为 1 万吨，对应的市场规模约为 6 亿元。国内 PCB 专用油墨的整体市场规模超过 30 亿元。但主要市场份额掌握在日本太阳油墨和台湾永胜泰手中，中国大陆仅有广信新材和深圳容大。

**表 1：PCB 专用油墨市场竞争格局**

| 类型       | 细分领域 | 行业规模     | 市场竞争格局   |
|----------|------|----------|--|
| PCB 专用油墨 | 阻焊油墨 | 23~25 亿元 | 1、日本太阳油墨，市场占有率约为 50%<br>2、台湾永胜泰，市场占有率约 19%<br>3、广信新材，市场占有率约为 13%<br>4、深圳容大，市场占有率约为 10% |
|          | 线路油墨 | 约 6 亿元   | 1、深圳容大，市场占有率约为 25%<br>2、香港乐键实业，市场占有率约为 23%<br>3、本公司线路油墨市场占有率相对较低                       |
|          | 标记油墨 | 1~2 亿元   | 1、日本太阳油墨，市场占有率最大<br>2、广信材料，市场占有率次于日本太阳油墨   |

数据来源：公司公告，西南证券整理

2006 年，公司成立并开始从事 PCB 专用油墨的研发、生产和销售，相继开发出多种高性能、高质量的专用油墨产品，经过多年的专注发展，公司已成为 PCB 阻焊油墨领域市场份额最高的内资企业，无论是新产品的研发创新能力、油墨的生产加工技术还是市场影响力，公司都处于行业前列。

公司在专用油墨行业的竞争地位主要依赖于公司通过多年经营所形成的技术优势、产品优势、客户优势、品牌优势和管理优势，其中技术优势和产品优势是公司的核心竞争力。专用油墨作为功能性材料，其市场竞争力主要取决于油墨的性能和质量，公司通过自有技术生产的专用油墨产品在多个技术指标上均已处于行业前列，为公司的盈利能力提供了坚实保障。



**表 2：PCB 阻焊油墨技术参数**

| 项目    | 特征                        | 备注        |
|-------|---------------------------|-----------|
| 精密度   | 50 微米                     | 行业先进      |
| 细度    | 8 微米                      | 行业先进      |
| 耐热性   | 75 摄氏度环境下 70 分钟           | 行业先进      |
| 耐锡焊性能 | 可经受高于 288 摄氏度的高温          | 行业先进      |
| 耐溶剂性能 | 25 摄氏度酒精中浸泡 20 分钟无变化      | 高于行业标准    |
| 耐酸性   | 25 摄氏度酸性溶液中浸泡 20 分钟无变化    | 高于行业标准    |
| 耐碱性   | 25 摄氏度碱性溶液中浸泡 20 分钟无变化    | 高于行业标准    |
| 绝缘性能  | 电阻大于 $1.0 \times 10^8$ 欧姆 | 高于行业标准    |
| 环保性能  | 符合 RoHS 环保标准              | 通过 SGS 检测 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

由于公司产品的性能和质量可有效满足客户的生产需求，公司的产品拥有较强的市场竞争力，公司主要产品的销售价格高于大部分内资专用油墨企业，随着募投项目的投产产生规模效益将进一步加大公司利润空间。同时，公司作为阻焊油墨行业标准和军用标准的主要起草者，在研发创新能力、产品质量和技术水平上位居行业前列，与外资竞争者差距不断缩小，进口替代优势明显。

PCB 油墨生产需要单体、树脂、无机填料、溶剂、助剂等多种化工原料，原材料成本约占 70-80%。2016 年下半年以来，随着原油、煤炭等能源价格的回升，化工原材料价格出现了大面积反弹，在成本压力上升的情况，公司产品存在涨价预期。同时 2016 年年初以来，下游 PCB 板受铜箔价格大幅上涨影响，价格随之跟涨，同时 PCB 下游需求因新能源汽车拉动而整体回暖，涨价有望持续。而阻焊油墨仅占 PCB 产值的 2-3%，在油墨上游原料端和下游 PCB 板材端价格共同上涨的情况下，PCB 油墨产品存在较大的提价空间。

## 2.2 并购江苏宏泰，横向延伸光固化涂料细分领域

广信材料于 16 年 10 月发布重大资产重组停牌公告，拟收购光固化细分领域龙头企业江苏宏泰，目前证监会对该行并购事项行政许可申请予以受理，此次发行股份购买资产事宜尚需获得中国证监会核准。

江苏宏泰是中国大陆紫外光(UV)固化涂料研发和生产行业最具竞争力的民营企业之一，多年来一直致力于消费电子专用涂料、汽车专用涂料等紫外光固化涂料的研发、生产和销售，其主要产品为“汉普诺”系列紫外光固化涂料，主要用于消费电子产品的表面处理，中高档化妆品包装物的表面处理，汽车车灯、轮毂和内饰的特种保护，货车复合材料箱体（轻质箱体）的特种保护，运动器材的外层保护，金属基材料保护等领域。

公司产品打破了国外巨头 PPG、阿克苏诺贝尔等公司对紫外光固化涂料的垄断，抢占了国内消费电子产品、汽车零部件等领域的紫外光固化涂料市场，具有较强的竞争优势。

图 14：江苏宏泰产品应用领域示例



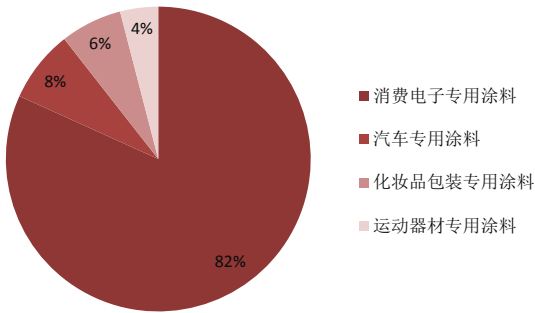
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：江苏宏泰主要产品类别及下游方向

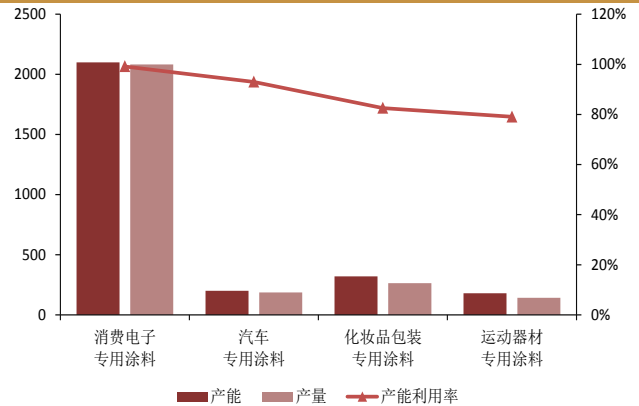
| 产品类别             | 运用方向  | 主要客户   | 空间测算(万吨) |           |
|------------------|---|--|----------|-----------|
|                  |   |  |          |           |
| 消费电子专用涂料         | ABS 消费电子涂料产品,具有优异的耐磨性和耐候性,同时可以使塑料材料具有金属质感         | 主要应用于华为、OPPO、酷派、联想以及 TCL 等国内知名手机品牌的产品上   | 手机专用涂料   | 2.65-3.52 |
|                  |   |  | PC 专用涂料  | 0.45      |
| 汽车零部件专用涂料        | 车灯反射罩内,保护能够反射灯光的金属镀层,以及用于车灯罩外层,起保护作用的透明涂料         | 江苏宏泰的车灯涂料产品主要应用在“通用五菱”、“长安”、“吉利”等国内汽车品牌的车灯制造。 <b>车灯涂料正在进行 Florida 曝晒实验,通过后可打开全球车灯市场。</b> | 车灯涂料     | 0.5       |
|                  |   |  | 内饰涂料     | 0.5       |
|                  |   |  | 轮毂涂料     | 2         |
| 化妆品包装专用涂料        | 主要用于化妆品包装盒的外层保护,兼有美观功能,如粉底盒和口红管涂料等                | 最终用于迪奥、雅诗兰黛、玉兰油等国际知名化妆品的包装物  |          |           |
| 货车复合材料箱体(轻质箱体)涂料 | 轻质箱体涂料产品用于货车轻质箱体的外层保护,主要作用是保护箱体和使箱体美观             | 轻质箱体涂料产品是 2016 年江苏宏泰新开拓的产品。复合材料的轻质箱体在国内刚刚兴起,成长空间广阔,轻质箱体涂料有望成为江苏宏泰未来业绩增长的重要驱动力之一          |          |           |
| 钢材临时防护涂料         | 主要用于钢铁产品(油井管)的临时防护。具有防腐、防锈、耐酸碱等功能,有效提升钢铁产品的性能和质量。 | 已销售给中国石油天然气股份有限公司下属的油井管制造商   |          |           |
| 运动器材专用涂料         | 应用于碳纤维材质的自行车和赛车头盔、网球拍、运动自行车、健身器械等产品的外层保护          | 随着人民健身意识的不断增强,我国运动器材行业市场前景十分广阔,运动器材专用涂料预计可成为江苏宏泰产品系列的重要组成部分                              |          |           |

数据来源：公司公告，西南证券整理

从江苏宏泰产品结构来看,2016 年前三季度消费电子专用涂料占公司收入比重最大,达到 82%,是江苏宏泰的主要收入来源。同时公司产品产能利用率皆高企,并有部分产能系通过委托东莞嘉卓成化工科技有限公司加工获得。

**图 15：江苏宏泰产品结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 16：江苏宏泰产能、产量及产能利用率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

为应对产能制约问题,江苏宏泰在全资子公司湖南宏泰新建有 8000 吨产能, 目前湖南宏泰生产线已经建设完毕, 于 2017 年初正式生产。同时, 江苏宏泰在新产品研发方面持续投入大量的人力、物力和财力, 拥有丰富的产品线储备, 始终保持很强的市场竞争力。产能扩充后, 江苏宏泰亦可适时加大新产品推广力度, 促进公司跨越式发展。

**表 4：江苏宏泰目前正在研发的新产品及其主要优势**

| 产品名称                | 产品优势  |
|---------------------|---|
| 耐候性 5000 小时 PC 硬化涂料 | 针对汽车大灯面罩高耐候性的要求, 研发出可使用达 10 万公里或 5 年的车灯涂料                 |
| 汽车用防雾涂料             | 有效防止汽车大灯及玻璃上产生雾气影响驾驶                                      |
| 汽车车厢轻量化涂料           | 降低汽车重量, 从而降低运输耗油量, 减少有害气体排放                               |
| 耐候性汽车内外饰涂料          | 传统汽车内外饰是通过水电镀的方案实现, 对环境污染严重。该产品通过真空蒸镀或减镀替代水电镀, 对环境的影响大大减小 |
| 汽车轮毂涂料              | 替代传统热固化汽车轮毂涂料, 进行快速连续化作业, 提高生产效率, 降低能耗                    |
| 金属家电用水性涂料           | 提高家用电器的抗油污、易清洁性能, 对于抗油渍和盐分的性能得到提高                         |
| 3D 玻璃涂料             | 提高 3D 玻璃的抗油污、易清洁性能及抗划伤性能                                  |
| 指纹识别涂料              | 超高硬度、高介电性   |

数据来源：公司公告，西南证券整理

近年来, 江苏宏泰业绩实现快速增长, 14-16 年 Q1-Q3 分别实现营收 1.1 亿、1.2 亿和 1.4 亿, 实现归母净利润 1105 万元、1654 万元和 3314 万元。江苏宏泰 2016 年业绩实现翻倍增长, 主要因为自 2015 年下半年以来, 其电子消费专用涂料产品得到华为等品牌手机厂商的认可, 下游客户从二级模厂逐步向一级模厂转换, 中间环节的减少使得产品价格大幅提高, 同时在满足客户需求基础上对各类涂料产品配方进行优化, 产品成本有了明显的下降, 公司产品毛利率由 2014 年的 34% 快速提升至 2016 年前三季度的 55%。

截止至 16 年前三季度, 公司电子专用涂料一级模厂占比 68.8%, 二级模厂占比 31.2%, 下游客户结构仍有进一步优化的空间, 且随着上游石化原材料的大幅涨价, 公司涂料类产品亦存在提价预期。我们认为随着公司新增产能的释放、新产品的投放, 以及与广信材料合并带来的巨量协同效应, 江苏宏泰有望步入历史快速发展时期, 实现其承诺业绩 17-19 年净利润分别不低于 4800、5500、6200 万元难度不大。

## 2.3 辐射固化细分龙头强强联合，协同效应明显

广信材料主要业务为应用于印制电路板、电子产品精密加工、LED 照明等领域，而江苏宏泰主要产品为用于消费电子产品、汽车零部件、化妆品包装、运动器材等领域的紫外光固化涂料，二者的油墨产品和涂料产品在原材料构成、制造工艺、固化方式等方面存在较多共同点，而其主要用途和应用领域存在较多互补之处。我们认为此次合并双方协同效应明显，有望打造出国内辐射固化产品领域的巨大航母。

并购协同效应主要体现在：

1) 研发协同。广信材料的油墨产品和江苏宏泰的涂料产品在原材料构成、制造工艺、固化方式等方面拥有较多共同点，因此，在产品研发环节也存在互通。广信材料与江苏宏泰均拥有专门的研发部门和专业的研发队伍，通过本次交易，双方研发团队将相互交流、相互借鉴，形成良好的协同效应，整体研发能力将得到进一步提升，自主创新能力和持续发展能力也将进一步提高。例如 LED 特白油领域有望突破。

2) 客户协同。广信材料主要客户包括富士康科技集团旗下企业等电子产品代工企业，为手机外壳加工提供精密加工保护油墨。电子产品代工企业同样是江苏宏泰的主要客户群体，其中以东莞捷荣技术股份有限公司等为华为、联想等系列手机提供代工的企业为代表，目前江苏宏泰的消费电子专用涂料主要用于华为、OPPO 等手机的外壳加工。上市公司和标的公司的客户互相补充，覆盖大部分手机品牌的代工企业，拥有良好的协同效应。此外，本次收购还能为上市公司带来汽车零部件、化妆品包装、运动器材等领域的优质客户。通过本次收购，上市公司将迅速获得标的公司的优质客户资源。

3) 采购协同。广信材料与江苏宏泰生产经营所需的主要原材料均由树脂、单体、光引发剂等石油化工类产品构成，上游原材料供应商存在一定程度的重合。通过本次交易，广信材料和江苏宏泰将共享优质供应商资源，提升采购环节的话语权，控制采购成本，进一步提升整体盈利能力。

### 3 研发协同，LED 油墨有望突破

#### 3.1 绿色光源 LED，照明市场快速增长

LED 照明具有节能、环保、使用寿命长、发光效率高等特点，无论从节约电能、降低温室气体排放的角度，还是从减少环境污染的角度，LED 照明成为主流光源是照明行业的必然发展趋势。

《轻工业“十二五”发展规划》提出，要重点推广节能灯，大力发展三基色荧光灯，积极发展以发光半导体器件(LED)为代表的固态照明产品，逐步淘汰白炽灯。提高功能性灯具、装饰性灯具的设计水平，增强照明效果。《电子信息制造业“十二五”发展规划》指出，在“十二五”期间要重点发展 LED 行业，推进景观照明、液晶显示背光源、户外大屏幕显示以及室内商业照明等应用。

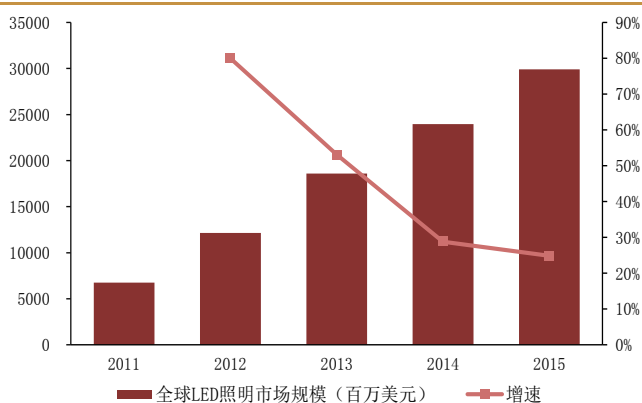
图 17：淘汰白炽灯进度图



数据来源：发改委，西南证券整理

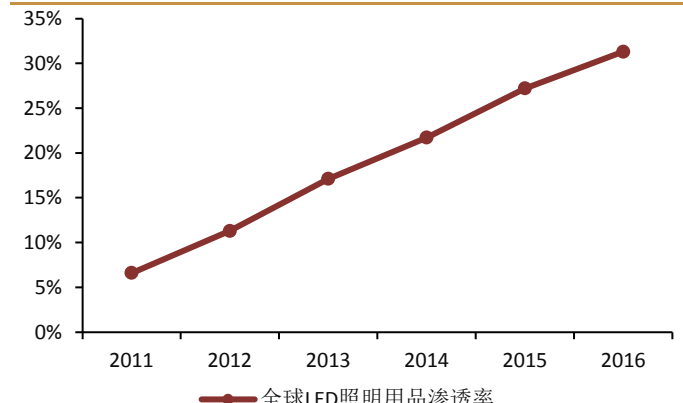
根据 Digitimes 数据，2016 年全球 LED 照明市场规模为 346.4 亿美元，同比增长 15.8%，LED 照明的全球渗透率较 15 年提升 4.1 个百分点，从 2011 年不到 10%，迅速增长到 2016 年的 31.3%，而到 2020 年 LED 照明产品的渗透率则有望超过 60%。

图 18：全球 LED 照明市场规模及增速



数据来源：wind，西南证券整理

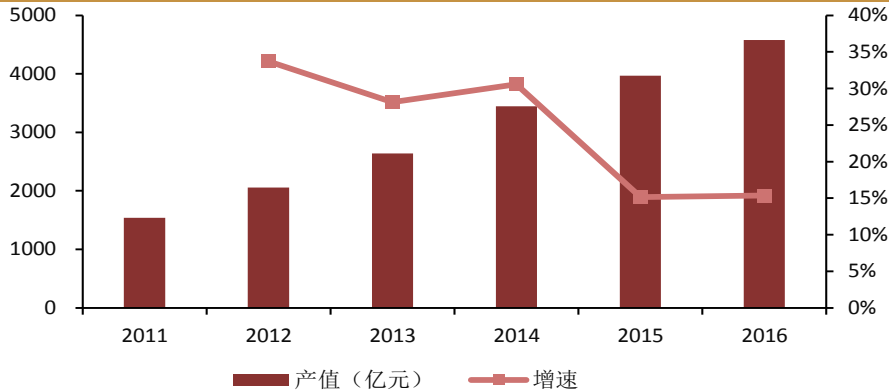
图 19：全球 2011-2016 年 LED 照明渗透率



数据来源：wind，西南证券整理

全球 65% 以上的 LED 应用产品在中国生产，2016 年中国 LED 总产值超过 4500 亿元，增速 15% 以上，其中 LED 应用产值达到 3697 亿元。根据 OFweek 数据，2016 年我国 LED 照明产品国内市场渗透率达到 42%，同比增长 10%，其中国内 LED 照明产品产量约 80 亿只，同比增长 33%，LED 照明行业有着广阔的发展空间。

图 20：中国 2011-2016 年 LED 总产值及增速



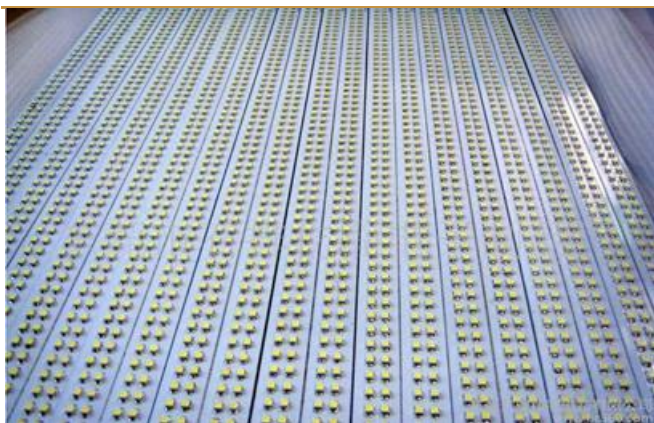
数据来源：发改委，西南证券整理

### 3.2 LED 油墨有望突破，高端布局再下一城

LED 油墨是涂覆在 LED 照明产品内部器件上的油墨，由于 LED 本身的光照强度有限，为了提高照明质量，需要利用专用油墨的反光作用来增强光线的反射效果，提供均匀的光照效果，因此 LED 背光油墨对提高 LED 照明器具的照明效果有着至关重要的作用。LED 背光油墨不仅可以通过其良好的反射性增强照明强度和照明效果，还可以有效保障 LED 基材在长时间使用过程中的安全性和稳定性，是 LED 照明行业不可或缺的化学材料。近年来，LED 照明行业的快速发展和 LED 背光油墨技术的突破有着密切的联系。

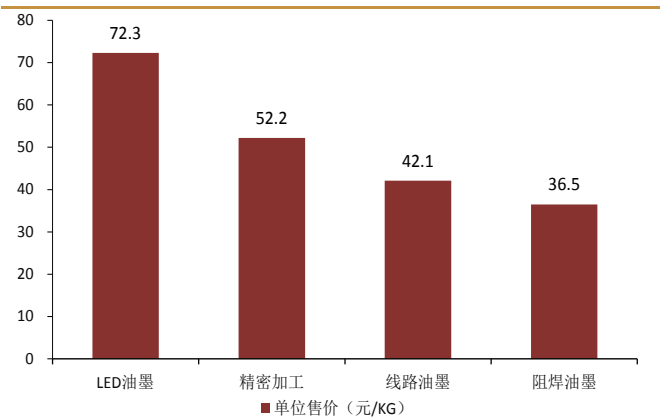
在 LED 照明器材的生产过程中，LED 背光油墨的成本约占总生产成本的 2~3%，根据公司公告测算，2016 年中国 LED 背光油墨的市场规模超过 20 亿元。随着 LED 照明在全球范围的应用普及，预计 LED 照明行业在未来仍将保持快速、稳定的发展，同时也对 LED 背光油墨等电子化学品的需求提供了强有力的支撑。

图 21：LED 铝基板用白油



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：公司 LED 油墨附加值最高



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的 LED 油墨单位售价在其所有产品中最高，2016 年 Q1 达到 72.3 元/KG，远高于其目前主打产品传统 PCB 阻焊油墨的 36.5 元/KG 售价。按 PCB 阻焊油墨 40%的毛利率，估算，LED 油墨产品毛利率有望超过 60%，盈利能力强劲。

但目前 LED 油墨市场基本上被外资油墨企业所垄断，日本积水的市场占有率最高。公司生产的 LED 油墨市场份额相对较小，目前全年销售量不超过 75 吨。主要原因在于 LED 背光油墨必须拥有良好的耐候性，以确保 LED 灯具在不同使用环境下的正常使用，而公司 LED 油墨存在技术难题，严重制约其放量。

但随着广信材料与江苏宏泰的技术共享，LED 油墨产品配方有望不断优化，逐步打开这一快速增长的进口替代市场。江苏宏泰核心产品之一便是汽车车灯专用涂料，主要为车灯反射罩内，起保护作用并能够反射灯光的白色金属镀层，与广信 LED 油墨存在技术的互补。广信材料 LED 油墨有望通过与江苏宏泰的技术共享而实现配方突破，进口替代的潜力巨大。

## 4 iPhone 8 魅力新生，公司有望重回主流机型供应链

2013-2014 年，公司通过向富士康旗下企业、采购平台及供应商供应精密加工保护油墨，将其产品成功用于 iPhone 系列手机（包括 iPhone 4、iPhone 4S、iPhone 5、iPhone 5S 等）的精密制造。目前 5C 类产品仍在公司使用相关油墨，但因为技术工艺的改变，iPhone 5s 等系列产品皆没有在使用公司精密加工保护油墨等产品。iPhone 5s 的后壳 logo 采用激光抽刻工艺，技术较为成熟，成本相对低廉且良率较高。不过 iPhone 6、7 则采用的是质感更加出色的金属贴片，成本提高的同时触感和金属光泽都有所提升。抽刻工艺 logo 在频繁用机过程中会出现暗色和划痕，而金属贴片材质在硬度和抗腐蚀程度上均有较大程度提升。

图 23：激光抽刻和金属贴片工艺对比



数据来源：百度图片，西南证券整理

图 24：iPhone 8 外媒曝光图



数据来源：搜狐新闻，西南证券整理

而在经过 iPhone 7 的销量下滑之后，iPhone 8 系列产品因承担着拯救销量以及 iPhone 10 周年纪念的任务而被寄予厚望。据报道，iPhone 8 系列产品很可能采用双面 3D 玻璃+不锈钢金属中框设计，而不锈钢金属中框加工就需要用到广信材料精密加工保护油墨等类似加工油墨。广信材料因曾是 iPhone 5S 系列手机之前的富士康最主要供应商，一旦 iPhone 8 采用双面 3D 玻璃+不锈钢金属中框的设计，公司将有较大概率重回苹果主流机型供应链体系。

同时，江苏宏泰已经成功开发了 3D 玻璃专用透明涂料，可以有效地解决手机正面和反面玻璃表面容易集聚指纹的痛点，这一涂料技术在业内处于领先状态，目前也正在与知名手机厂商进行工程样机研发。广信材料并购江苏宏泰之后，江苏宏泰有望借助广信材料渠道打入富士康采购体系，想象空间巨大。若 iPhone 8 取得成功，双面 3D 玻璃+不锈钢金属中框外壳设计有望被众多手机厂商效仿，广信材料与江苏宏泰产品与客户互补，我们看好公司在该领域的发展。



## 5 盈利预测

### 关键假设:

假设 1: 17 年随着公司募投项目的投产, 液态感光固化油墨销量同比增加 20%, 由于产品配方的改进, 17、18 年毛利率提升至 44%。

假设 2: 公司产品成功入选 iPhone 8 供应体系, 广信材料紫外光固化油墨因而销量增加, 17 年预计同比增加 150%, 毛利率提升至 55%;

假设 3: 三费率先升后降。

基于以上假设, 我们预测公司 16-18 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元  |     | 2015A  | 2016E  | 2017E   | 2018E  |
|----------|-----|--------|--------|---------|--------|
| 液态感光固化油墨 | 收入  | 221.60 | 243.76 | 292.51  | 221.60 |
|          | 增速  | 0.6%   | 10.00% | 20.00%  | 0.6%   |
|          | 毛利率 | 42.80% | 43.00% | 44.00%  | 44.00% |
| 紫外光固化油墨  | 收入  | 18.35  | 19.27  | 48.17   | 55.39  |
|          | 增速  | -52.2% | 5.00%  | 150.00% | 15.00% |
|          | 毛利率 | 52.86% | 52.00% | 55.00%  | 55.00% |
| 热固化油墨    | 收入  | 8.66   | 8.23   | 7.82    | 7.89   |
|          | 增速  | -4.7%  | -5.00% | -5.00%  | 1.00%  |
|          | 毛利率 | 46.65% | 47.00% | 47.00%  | 47.00% |
| 其他       | 收入  | 1.76   | 1.94   | 2.13    | 2.34   |
|          | 增速  | 158.8% | 10.00% | 10.00%  | 10.00% |
|          | 毛利率 | 7.39%  | 8.00%  | 8.00%   | 8.00%  |
| 合计       | 收入  | 250.37 | 273.19 | 350.63  | 416.64 |
|          | 增速  | -6.74% | 9.11%  | 28.34%  | 18.83% |
|          | 毛利率 | 43.42% | 43.51% | 45.36%  | 45.32% |

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 6 风险提示

并购、整合进程低于预期的风险、iPhone 8 推进不及预期及公司产品不能成功入选 iPhone 8 供应体系的风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |               |               |               |               | 现金流量表 (百万元)       |               |                |               |               |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
|               | 2015A         | 2016E         | 2017E         | 2018E         |                   | 2015A         | 2016E          | 2017E         | 2018E         |
| 营业收入          | 250.37        | 273.19        | 350.63        | 416.64        | 净利润               | 41.59         | 44.23          | 69.43         | 83.80         |
| 营业成本          | 141.66        | 154.33        | 191.58        | 227.83        | 折旧与摊销             | 5.11          | 6.83           | 10.09         | 11.99         |
| 营业税金及附加       | 1.93          | 2.35          | 2.96          | 3.49          | 财务费用              | -0.12         | -0.86          | -1.58         | -1.72         |
| 销售费用          | 33.01         | 36.88         | 44.88         | 52.50         | 资产减值损失            | 4.64          | 5.00           | 5.00          | 5.00          |
| 管理费用          | 21.62         | 24.59         | 28.05         | 33.33         | 经营营运资本变动          | -26.58        | -8.17          | -37.51        | -27.17        |
| 财务费用          | -0.12         | -0.86         | -1.58         | -1.72         | 其他                | 20.62         | -5.00          | -5.00         | -5.00         |
| 资产减值损失        | 4.64          | 5.00          | 5.00          | 5.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>45.26</b>  | <b>42.02</b>   | <b>40.44</b>  | <b>66.90</b>  |
| 投资收益          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 资本支出              | -40.99        | -105.00        | -35.00        | -35.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 其他                | 1.28          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-39.71</b> | <b>-105.00</b> | <b>-35.00</b> | <b>-35.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>47.64</b>  | <b>50.90</b>  | <b>79.73</b>  | <b>96.21</b>  | 短期借款              | 0.00          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | 1.60          | 1.39          | 2.40          | 2.90          | 长期借款              | 0.00          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>49.24</b>  | <b>52.29</b>  | <b>82.13</b>  | <b>99.11</b>  | 股权融资              | 0.00          | 229.75         | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 7.65          | 8.06          | 12.70         | 15.31         | 支付股利              | 0.00          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 净利润           | 41.59         | 44.23         | 69.43         | 83.80         | 其他                | -24.76        | 0.86           | 1.58          | 1.72          |
| 少数股东损益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-24.76</b> | <b>230.61</b>  | <b>1.58</b>   | <b>1.72</b>   |
| 归属母公司股东净利润    | 41.59         | 44.23         | 69.43         | 83.80         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-19.71</b> | <b>167.63</b>  | <b>7.02</b>   | <b>33.62</b>  |
|               |               |               |               |               |                   |               |                |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   |               |               |               |               | 财务分析指标            |               |                |               |               |
|               | 2015A         | 2016E         | 2017E         | 2018E         |                   | 2015A         | 2016E          | 2017E         | 2018E         |
| 货币资金          | 37.80         | 205.43        | 212.45        | 246.07        | <b>成长能力</b>       |               |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 165.29        | 176.89        | 229.12        | 271.15        | 销售收入增长率           | -6.74%        | 9.11%          | 28.34%        | 18.83%        |
| 存货            | 46.24         | 48.51         | 60.14         | 72.03         | 营业利润增长率           | 3.77%         | 6.85%          | 56.63%        | 20.68%        |
| 其他流动资产        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 净利润增长率            | 3.54%         | 6.35%          | 56.99%        | 20.70%        |
| 长期股权投资        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | EBITDA 增长率        | 5.56%         | 8.04%          | 55.18%        | 20.67%        |
| 投资性房地产        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>获利能力</b>       |               |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 69.39         | 163.44        | 184.33        | 203.43        | 毛利率               | 43.42%        | 43.51%         | 45.36%        | 45.32%        |
| 无形资产和开发支出     | 25.82         | 30.10         | 34.27         | 38.32         | 三费率               | 21.77%        | 22.18%         | 20.35%        | 20.19%        |
| 其他非流动资产       | 1.97          | 1.82          | 1.67          | 1.52          | 净利率               | 16.61%        | 16.19%         | 19.80%        | 20.11%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>346.52</b> | <b>626.19</b> | <b>721.97</b> | <b>832.51</b> | ROE               | 17.12%        | 8.56%          | 11.84%        | 12.50%        |
| 短期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | ROA               | 12.00%        | 7.06%          | 9.62%         | 10.07%        |
| 应付和预收款项       | 89.75         | 94.21         | 116.92        | 140.13        | ROIC              | 19.10%        | 14.24%         | 16.97%        | 17.50%        |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | EBITDA/销售收入       | 21.02%        | 20.81%         | 25.17%        | 25.56%        |
| 其他负债          | 13.83         | 15.06         | 18.70         | 22.24         | <b>营运能力</b>       |               |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>103.58</b> | <b>109.27</b> | <b>135.62</b> | <b>162.36</b> | 总资产周转率            | 0.75          | 0.56           | 0.52          | 0.54          |
| 股本            | 75.00         | 100.00        | 100.00        | 100.00        | 固定资产周转率           | 5.20          | 2.59           | 2.14          | 2.18          |
| 资本公积          | 48.62         | 253.37        | 253.37        | 253.37        | 应收账款周转率           | 2.07          | 2.21           | 2.39          | 2.30          |
| 留存收益          | 119.32        | 163.55        | 232.98        | 316.78        | 存货周转率             | 3.13          | 3.26           | 3.53          | 3.45          |
| 归属母公司股东权益     | 242.94        | 516.92        | 586.35        | 670.15        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 119.74%       | —              | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>资本结构</b>       |               |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>242.94</b> | <b>516.92</b> | <b>586.35</b> | <b>670.15</b> | 资产负债率             | 29.89%        | 17.45%         | 18.79%        | 19.50%        |
| 负债和股东权益合计     | 346.52        | 626.19        | 721.97        | 832.51        | 带息债务/总负债          | 0.00%         | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         |
|               |               |               |               |               | 流动比率              | 2.41          | 3.94           | 3.70          | 3.63          |
|               |               |               |               |               | 速动比率              | 1.96          | 3.50           | 3.26          | 3.19          |
|               |               |               |               |               | 股利支付率             | 0.00%         | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         |
|               |               |               |               |               | <b>每股指标</b>       |               |                |               |               |
|               |               |               |               |               | 每股收益              | 0.42          | 0.44           | 0.69          | 0.84          |
|               |               |               |               |               | 每股净资产             | 2.43          | 5.17           | 5.86          | 6.70          |
|               |               |               |               |               | 每股经营现金            | 0.45          | 0.42           | 0.40          | 0.67          |
|               |               |               |               |               | 每股股利              | 0.00          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|-----|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅 | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰 | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 郎珈艺 | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 黄丽娟 | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
| 北京 | 赵佳  | 地区销售总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩 | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
|    | 徐也  | 机构销售   | 010-57758595  | 18612694479 | xye@swsc.com.cn       |
|    | 任骁  | 机构销售   | 010-57758566  | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
| 广深 | 张婷  | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁  | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 刘予鑫 | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |