

广信材料(300537)/化学制品
PCB 专用油墨龙头企业，并购宏泰实现强强联合
评级：买入(首次)

市场价格：39.53

目标价格：50

分析师：王席鑫

执业证书编号：S1450514050003

电话：021-20315135

Email：wangxx@r.qlzq.com.cn

分析师：肖晴

执业证书编号：S0740517020005

Email：xiaqing@r.qlzp.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 100 |
| 流通股本(百万股) | 25 |
| 市价(元) | 39.53 |
| 市值(百万元) | 3,953 |
| 流通市值(百万元) | 988 |

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 250.37 | 270.96 | 282.06 | 329.57 | 452.73 |
| 增长率 yoy% | -6.74% | 8.22% | 4.10% | 16.84% | 37.37% |
| 净利润 | 41.59 | 42.41 | 52.18 | 87.18 | 119.23 |
| 增长率 yoy% | 3.54% | 1.99% | 23.03% | 67.09% | 36.76% |
| 每股收益(元) | 0.55 | 0.42 | 0.52 | 0.87 | 1.19 |
| 每股现金流量 | 0.60 | 0.42 | 0.31 | 0.71 | 0.64 |
| 净资产收益率 | 17.12% | 8.81% | 10.06% | 14.40% | 16.45% |
| P/E | 0.00 | 115.04 | 74.30 | 44.47 | 32.52 |
| PEG | 0.00 | 57.83 | 3.23 | 0.66 | 0.88 |
| P/B | 0.00 | 10.14 | 7.48 | 6.40 | 5.35 |

备注：尚未考虑江苏宏泰并表带来的股本和利润变化

投资要点

- 公司是专用油墨行业龙头：**公司主要产品为 PCB 专用油墨和特种功能性油墨，产品广泛应用于印制电路板、电子产品精密加工、LED 照明等领域。目前公司拥有 6500 吨感光新材料的产能，其中液态固化感光油墨产能 5100 吨、紫外光固化油墨 1200 吨、以及热固化油墨 200 吨。公司目前 6,500 吨/年的产能已经无法百分百满足市场的需求，产能利用率达到 120%，随着募投项目年产 8000 吨感光材料项目建设并陆续投产，公司将突破产能瓶颈。
- PCB 产业向中国转移，专用油墨市场需求不断攀升：**近年来 PCB 全球行业规模保持着一个较平稳的发展，年增速约为 2% 左右，而国内 PCB 增速明显高于全球市场，中国 PCB 产业在全球的占比不断提高。行业统计数据显示，国内 PCB 专用油墨的整体市场规模超过 30 亿元，其中 PCB 阻焊油墨市场规模约为 23~25 亿元，线路油墨市场规模约为 6 亿元。专用油墨行业内的企业主要是来自于日本等外资企业，近年来以公司等为代表的专用油墨民营企业也逐步发展壮大起来，成为重要的市场主体。公司已经成为国内专用油墨行业的龙头企业，在 PCB 专用油墨细分领域阻焊油墨及标记油墨国内市占率领先，仅次于全球第一的日本太阳油墨。
- 特种功能性油墨是未来公司增长的主要看点：**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，主要应用于精密加工、LED 照明等领域。特种功能性油墨具有功能性强、技术门槛高等特点，目前市场参与者较少，下游客户粘性大，产品的利润率水平相对较高。公司精密加工保护油墨曾是富士康代工 iPhone 四代以及五代的原材料供应商之一，作为前几代产品的供应商，公司产品领先于市场其他企业，后续重新进入产业链的优势明显。LED 背光油墨公司正处于起步阶段，随着工艺的提升，公司逐步受到市场认可，近两年有望实现大的突破。
- 并购江苏宏泰，强强联手共同布局光固化蓝海：**2017 年公司发布重大重组方案，拟以 6.6 亿元收购江苏宏泰。江苏宏泰从事紫外光固化涂料的研发、生产和销售，产品主要应用于手机等消费电子产品、汽车、化妆品包装、运动器材等领域，得到华为、联想等品牌手机厂商的认可，并与中国石油旗下的管道公司、化妆品包装主要企业 Albea、以及国内通用五菱等汽车公司都有紧密的合作。并购江苏宏泰，实现在产品、技术以及客户三方面的协同效应，帮助公司在涂料市场上进一步提升市场影响力以及市占率。
- 投资建议：**PCB 专用油墨是公司近年来的主要收入和利润来源，特种功能性油墨近年来也在加速发展。2017 年我们预计公司主要增长来源于两个方面，一方面公司 PCB 油墨维持小幅度的增长，另一方面，公司功能性油墨中，精密加工保护专用油墨有望重回 iPhone 供应链体系，LED 油墨几年的收入也会有较大的增长。公司的新募投项目 8000 吨液态感光新材料将在 2017 年底正式投入生产，我们认为未来公司在其专用油墨产品上将会有较大产能以及产量的提升。同时，看好公司与江苏宏泰的强强联手，在产品、技术以及客户三方面的协同效应，帮助公司的在涂料市场上进一步提升市场影响力以及市占率。我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.52、0.87、1.19 元（尚未考虑江苏宏泰并表带来的盈利及股本变化），目标价 50 元，对应 17 年 96X PE。
- 风险提示事件：产品价格下降；新市场开拓低于预期**

内容目录

| | |
|--|--------|
| 1. 广信材料：PCB 专用油墨龙头企业 | - 4 - |
| 1.1 公司主营 PCB 专用油墨、特种功能油墨 | - 4 - |
| 1.2 公司股权相对集中 | - 7 - |
| 2. PCB 专用油墨业务稳定发展 | - 7 - |
| 2.1 PCB 产业重心已转移至国内，专用油墨市场可达百亿规模 | - 7 - |
| 2.3 专注技术研发，争做市场佼佼者 | - 10 - |
| 3. 特种功能性油墨是未来公司增长的主要看点 | - 12 - |
| 3.1 精密加工保护领域：有望重回苹果产业链 | - 12 - |
| 3.2 LED 背光领域：公司处于起步阶段，近年来市场认可度不断提升 | - 13 - |
| 4. 募投项目：解决产能瓶颈 | - 15 - |
| 4.1 年产 8000 吨感光新材料建设项目 | - 15 - |
| 4.2 并购江苏宏泰，强强联合共同开辟光固化蓝海 | - 16 - |
| 5. 盈利预测与估值 | - 18 - |
| 6. 风险提示 | - 19 - |
| 投资评级说明： | - 22 - |

图表目录

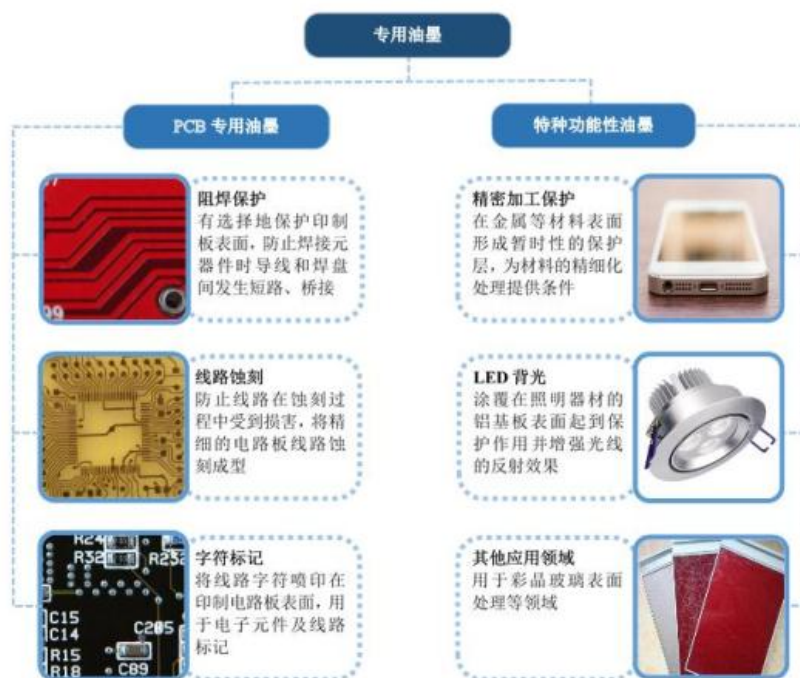
| | |
|-------------------------------|--------|
| 图表 1: 公司主营专用油墨的细分产品 | - 4 - |
| 图表 2: 感光专用油墨产品的应用机理 | - 4 - |
| 图表 3: 公司主要的产品及产品特点 | - 5 - |
| 图表 4: 公司近年主营业务收入及增速 | - 6 - |
| 图表 5: 公司近年归母净利润及增速 | - 6 - |
| 图表 6: 公司 2016 年营收结构 | - 6 - |
| 图表 7: 公司主要产品毛利情况 | - 6 - |
| 图表 8: 公司近年三费情况 | - 7 - |
| 图表 9: 公司近年销售利润率情况 | - 7 - |
| 图表 10: 公司股权结构及其子公司 | - 7 - |
| 图表 11: 单层板 | - 8 - |
| 图表 12: 双层板 | - 8 - |
| 图表 13: 中国大陆 PCB 下游应用分布 | - 8 - |
| 图表 14: 全球 PCB 行业规模 (亿美元) | - 8 - |
| 图表 15: 中国大陆 PCB 行业规模 (亿美元) | - 9 - |
| 图表 16: PCB 成本拆分 | - 9 - |
| 图表 17: PCB 专业油墨产业链 | - 9 - |
| 图表 18: PCB 专用油墨细分品种 | - 9 - |
| 图表 19: 专用油墨行业格局 | - 10 - |
| 图表 20: 公司在 PCB 行业的市场地位 | - 11 - |
| 图表 21: 精密加工保护专用油墨在电子信息产业链中的作用 | - 12 - |
| 图表 22: 全球手机出货量 (百万部) | - 13 - |
| 图表 23: iPhone 销量 (千部) | - 13 - |
| 图表 24: 中国淘汰白炽灯路线规划 | - 14 - |
| 图表 25: 中国白炽灯产量 (万只) | - 14 - |
| 图表 26: 中国 LED 灯管产值 (亿元) | - 14 - |
| 图表 27: 公司 8000 吨新材料建设募投项目规划 | - 15 - |
| 图表 28: 江苏宏泰紫外光固化涂料主要的下游应用 | - 16 - |
| 图表 29: 江苏宏泰合作企业 | - 17 - |
| 图表 30: 华为手机市场份额 (%) | - 17 - |
| 图表 31: 华为手机季度销售量 (百万部) | - 17 - |
| 图表 32: 中国汽车产量 (万辆) | - 18 - |
| 图表 33: 中国汽车销售产值 (万元) | - 18 - |
| 图表 34: 可比公司估值 | - 19 - |
| 图表 35: 财务报表 | - 20 - |

1. 广信材料：PCB 专用油墨龙头企业

1.1 公司主营 PCB 专用油墨、特种功能油墨

- 公司成立于 2006 年，自设立以来一直从事电子化学品的专用油墨的研发、生产和销售，公司主要产品为 PCB 专用油墨和特种功能性油墨，产品广泛应用于印制电路板、电子产品精密加工、LED 照明等领域。目前公司拥有 6,500 吨感光新材料的产能，其中液态固化感光油墨产能 5,100 吨、紫外光固化油墨 1,200 吨、以及热固化油墨 200 吨。公司已经成为国内专用油墨行业的龙头企业，在 PCB 专用油墨细分领域阻焊油墨及标记油墨国内市占率领先，仅次于全球第一的日本太阳油墨。

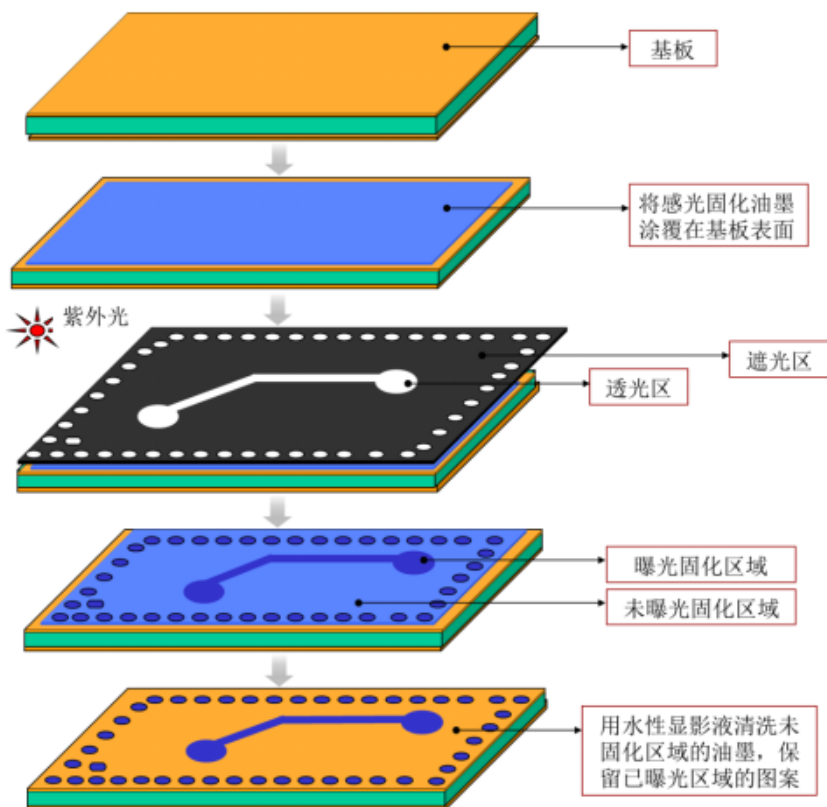
图表 1：公司主营专用油墨的细分产品



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 专用油墨在特定环境（如紫外光照射、特定温度等）下可产生活性自由基或阳离子，通过引发聚合、交联反应，从而在一定时间内由液态转化为固态，形成暂时或永久性的保护涂层。通过感光成像原理，感光专用油墨可在精确的目标区域形成保护涂层，满足电子信息产业的高精密度生产要求。

图表 2：感光专用油墨产品的应用机理



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 根据固化条件的差异，公司产品可以划分成三大主要产品：液态感光固化油墨（下游 PCB、电子精密加工、LED 背光、工艺品的加工保护）、紫外固化油墨（电路板和精密仪器、建材、印刷包装）、热固化油墨。

图表 3：公司主要的产品及产品特点

| 产品类型 | 固化原理 | 产品特点和市场前景 | PCB 专用油墨 | | | 特种功能油墨 | |
|----------|---|---|----------|------|------|--------|--------|
| | | | 阻焊保护 | 线路蚀刻 | 文字标记 | 精密加工 | LED 照明 |
| 液态感光固化油墨 | 紫外光固化和热固化双重处理后，产生交联架桥，形成三维网状结构，最终形成稳定的固态结构。 | 分辨率和图形精度很高，油墨成膜后的抗物理和耐化学性好，兼具热固化油墨和紫外固化油墨的优点，应用领域和市场空间广 | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ |
| 紫外固化油墨 | 吸收高强度紫外光引发聚合、交联，形成稳定的固态结构 | 固化速度快，环境友好，应用广泛 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| 热固化油墨 | 一定的温度下，通过交联反应等形成稳定网格结构，转化成固态 | 应用过程中生产工艺相对简单，固化后机械强度高，耐化学性好 | ✓ | | ✓ | | |

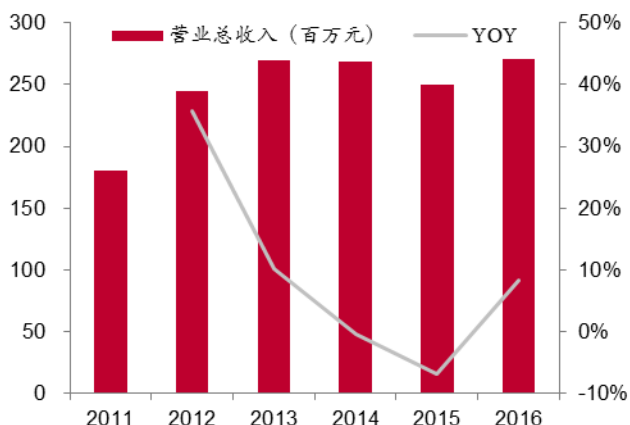
来源：中泰证券研究所

- 从过往几年公司数据来看，公司经历 14/15 年业绩下滑后，2016 年恢复增长。主要是因为 2014 年公司客户（富士康）代工的新一代 iPhone 手

机制造工艺发生重大变化等原因，公司研发的新一代金属材料精密加工保护油墨未应用于新一代 iPhone 手机 (iPhone 6 及 iPhone 6 Plus) 的生产制造，导致公司金属材料精密加工保护油墨的产销受到较大影响，也导致了 2014 度公司的总体盈利较 2013 年有所下滑。但随着近年来公司在其他的产品的稳定增长，重新恢复公司业务增长的步伐。

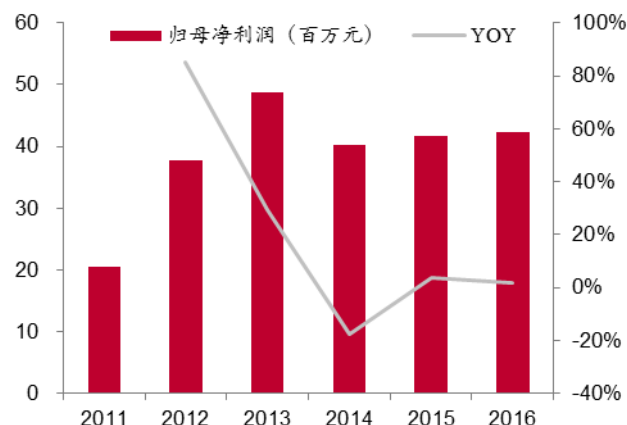
- 公司在 2016 年实现了主营业务收入 2.71 亿元，同比增长 8.22% (2015 年 2.50 亿元)；实现净利润 4241.3 万元，同比增长 1.99%。紫外光固化油墨同比大增 43.32%。
- 液态感光固化油墨是公司主要的收入和利润来源，占了将近 90%左右。紫外感光固化油墨毛利率 2013 年以后下滑比较多，主要是因为自 14 年下半年后 iPhone 新的几代产品没用公司的产品，而液态感光固化油墨和热固化油墨由于原材料价格下降和产品结构的调整，毛利有小幅度的上涨。
- 公司近几年的销售期间费用率基本维持稳定，其中销售费用率略高，主要原因是公司的销售过程具有小批量、多批次的特点，导致运输费和差旅费金额较高。管理费用率和财务费用率与行业同类公司基本相当。

图表 4: 公司近年主营业务收入及增速



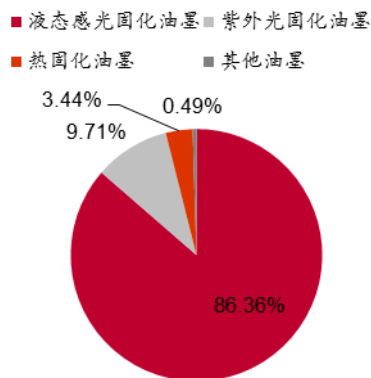
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司近年归母净利润及增速

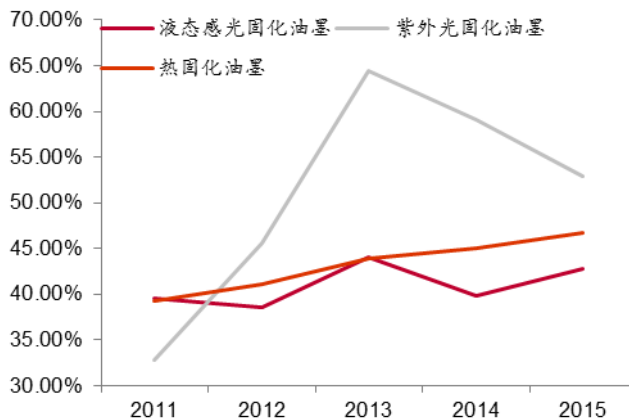


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司 2016 年营收结构

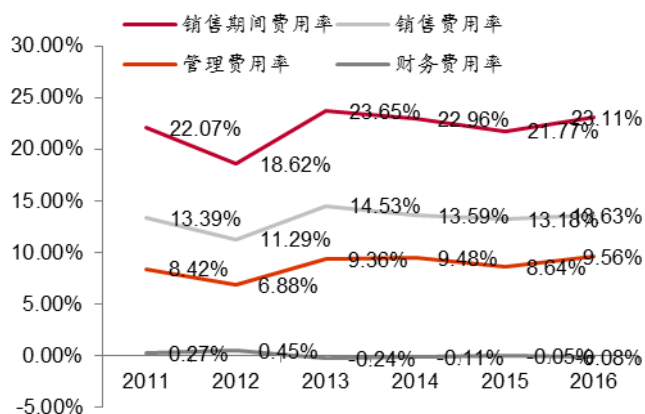


图表 7: 公司主要产品毛利情况



来源：Wind，中泰证券研究所

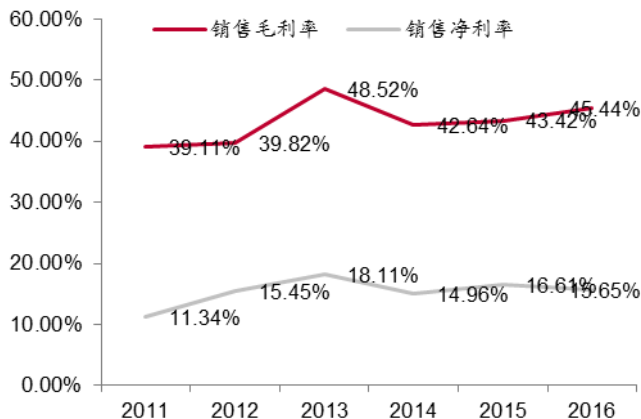
图表 8：公司近年三费情况



来源：Wind，中泰证券研究所

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9：公司近年销售利润率情况

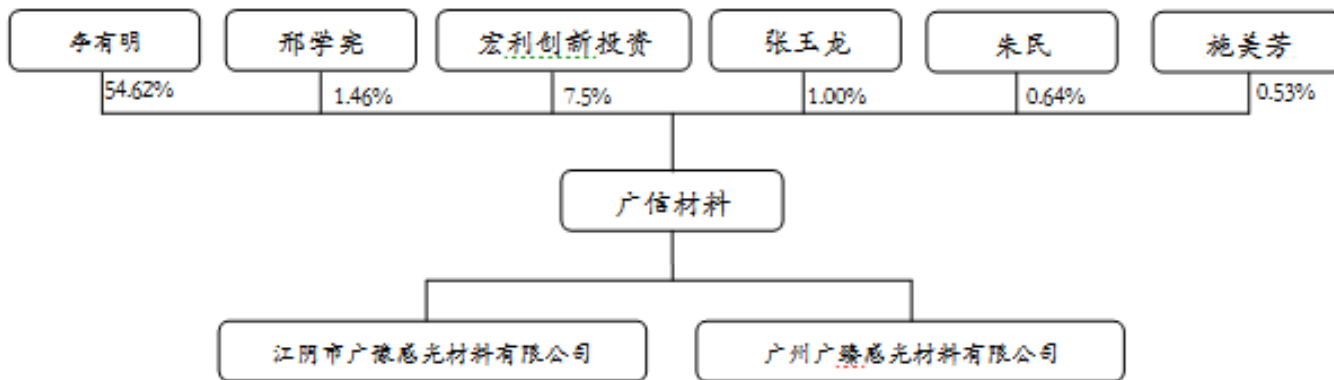


来源：Wind，中泰证券研究所

1.2 公司股权相对集中

- **公司股权结构：**公司控股股东李有明先生持有公司 54.62% 股权并且担任公司董事长。公司前五大股东目前持有公司 70.55% 股权，股权相对集中。

图表 10：公司股权结构及其子公司



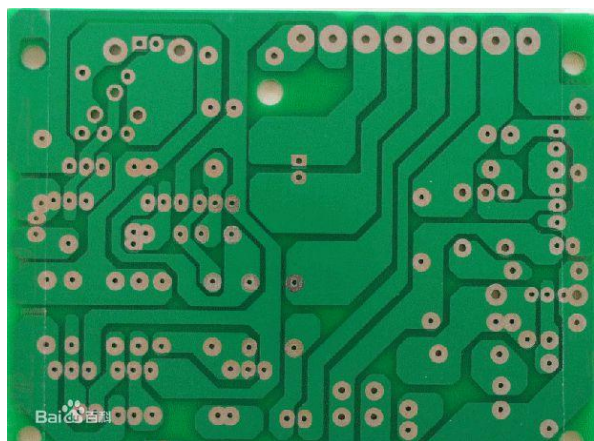
来源：Wind，中泰证券研究所

2. PCB 专用油墨业务稳定发展

2.1 PCB 产业重心已转移至国内，专用油墨市场可达百亿规模

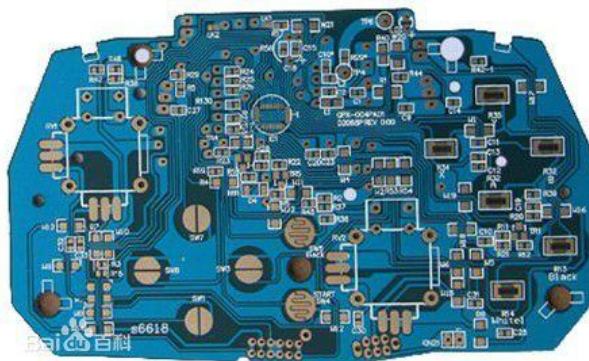
- 印制电路板是目前电子元器件的支撑体，也是最重要的电子部件。目前 PCB 一般分类为：单面板、双面板和多面板。常见的多层板一般为 4 层板或者 6 层板，但是复杂的多层板也可高达几十层。

图表 11: 单层板



来源: 中泰证券研究所

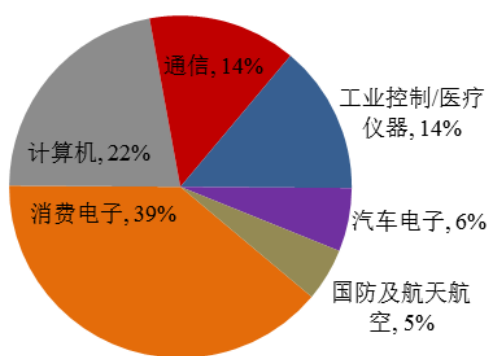
图表 12: 双层板



来源: 中泰证券研究所

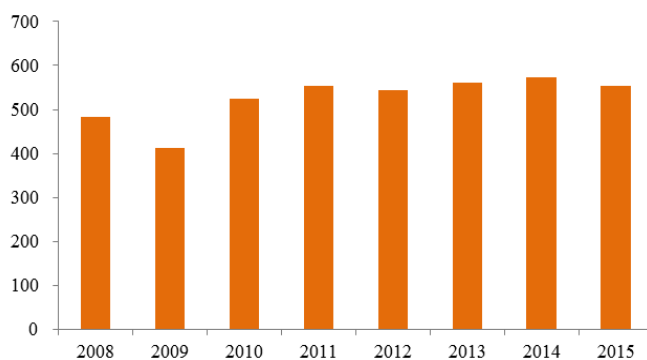
- **行业下游广泛, PCB 市场规模巨大:** PCB 电路板的下游应用也十分广泛, 几乎囊括了所有与电子相关联的行业以及消费端。从民用消费电子类到国防, 从汽车到航天, 从工业到医疗。由于涉及到不同行业不同领域, 整体基数巨大, 致使下游对于 PCB 的需求的巨大。根据 Prismark, 截止至 2015 年, 全球 PCB 行业产值已高达 553.25 亿美元。
- PCB 应用最为广泛的领域为电子产品领域。2000 年至 2015 年通信电子领域 CAGR 为 18.30%、汽车产量 CAGR 为 17.73%、国防 CAGR 为 14.40%, 医疗设备 2011 年至 2015 年 CAGR 也达到了 15.17%。下游行业可持续性增长的趋势以及潜力也同时带动了上游 PCB 行业的增长, 同时带动 PCB 专用油墨的应用市场的增长。

图表 13: 中国大陆 PCB 下游应用分布



来源: Prismark, 中泰证券研究所

图表 14: 全球 PCB 行业规模 (亿美元)

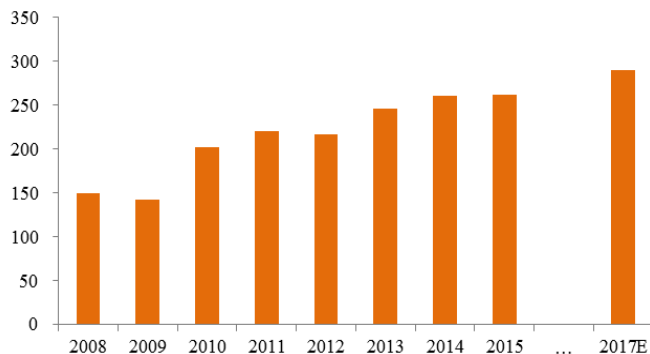


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **PCB 产业向中国转移, 专用油墨市场需求不断攀升:** 近年来 PCB 全球行业规模保持着一个较平稳的发展, 年增速约为 2% 左右, 但是国内 PCB 增速明显高于全球市场, 中国 PCB 产业在全球的占比不断提高。2008 年中国大陆 PCB 行业规模占全球 PCB 行业的 31.33% (中国: 150.37 亿美元; 全球 483.42 亿美元), 2015 年, 中国大陆 PCB 行业规模已经占到

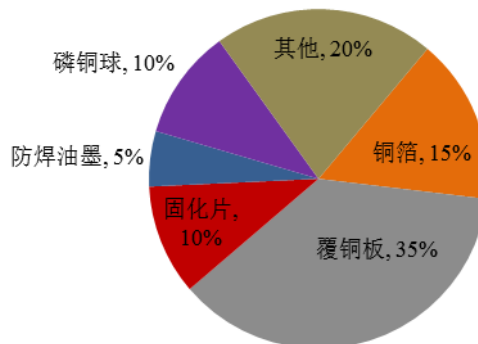
全球市场的 47.36% (中国: 262.00 亿美元; 全球 553.25 亿美元)。根据 Prismark, 预计 2017 年, 中国 PCB 市场规模将达 290 亿美元。随着国内 PCB 产值的快速增长, PCB 上游专用油墨行业需求也呈现快速增长的趋势。

图表 15: 中国大陆 PCB 行业规模 (亿美元)



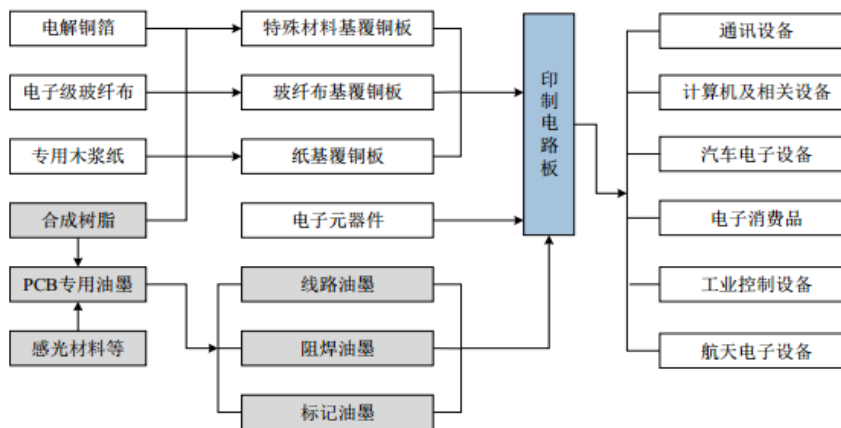
来源: Prismark, 中泰证券研究所

图表 16: PCB 成本拆分



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: PCB 专业油墨产业链



来源: 招股书, 中泰证券研究所

- 根据 Prismark 的预测数据, 2013 年全球 PCB 总面积达 2.98 亿平方米, 其中中国 PCB 总面积约 1.91 亿平方米, 占全球总量的 64%。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 32,000 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 10,000 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。

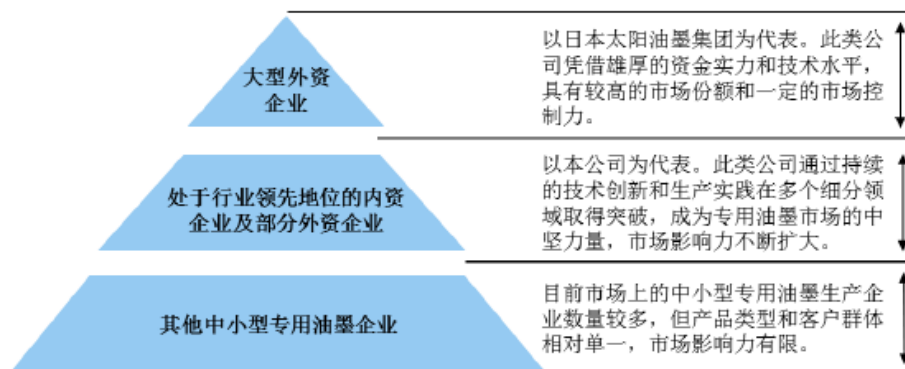
图表 18: PCB 专用油墨细分品种

| 类型 | 细分领域 | 行业规模 | 功能 |
|----------|------|----------|--|
| PCB 专用油墨 | 阻焊油墨 | 23-25 亿元 | 涂覆在印制电路板表面形成永久性保护层，有选择地保护印制板表面，防止焊接元器件时导线和焊盘间发生短路、桥接，阻焊油墨还具有防潮、防霉、防盐雾的作用 |
| | 线路油墨 | 约 6 亿元 | 涂覆在印制电路板基板表面，通过感光、显影、固化等技术手段在线路上形成暂时性的保护层，防止在加工过程中线路受到损害 |
| | 标记油墨 | 1-2 亿元 | 通过丝网印刷等手段将线路字符涂覆在印制电路板表面，用于电子元件及线路标记 |

来源：招股书，中泰证券研究所

- **PCB 专用油墨市场以外资为主，国内企业仍有较大发展空间：**专用油墨行业内的企业主要是来自于日本等地区的外资企业，目前世界最主要的专用油墨制造企业基本都已在我国建立了生产基地，并凭借技术、资金、生产、渠道等多方面的优势占据了较高的市场份额，对国内专用油墨市场形成一定控制。自 20 世纪 80 年代以来，日本的印制电路板行业便凭借技术优势处于全球领先地位，因此日本在专用油墨行业也一直处于垄断地位，直到 20 世纪 90 年代末，我国的专用油墨产品仍几乎完全依赖于从国外进口。进入 21 世纪以来，随着日资、台资和港资企业纷纷在国内建厂，国内专用油墨的市场规模逐渐增加，以广信材料等为代表的专用油墨民营企业也逐步发展壮大起来，成为重要的市场主体。

图表 19：专用油墨行业格局



来源：招股书，中泰证券研究所

2.3 专注技术研发，争做市场佼佼者

- **公司是国内 PCB 专用油墨行业龙头企业，**目前产品涵盖了 PCB 专用油墨中的所有细分产品，包括阻焊油墨、线路油墨和标记油墨等，是国内

PCB 专用油墨制造企业型号最为齐全的企业之一。

图表 20: 公司在 PCB 行业的市场地位

| 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% 2、永胜泰，市场占有率约 19% 3、广信材料，市场占有率约为 13% 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，市占率：约 25% 2、香港乐健实业，市占率：约 23% 3、公司在该市场占有率较低 |
| | 标记油墨 | 1-2 亿元 | 1、日本太阳油墨，市占率最大 2、广信材料，仅次于第一 |

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 公司是阻焊油墨、线路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；线路油墨领域，公司生产的高精度线路油墨适用于双面及多层板精密电路的制作。随着公司生产配方的持续优化和生产工艺的不断改进，近年来公司在线路油墨的行业影响力不断增加。
- 目前公司具备 40 人的研发团队，直接占据公司总人数的 23%（博士 3 人，硕士 3 人，其中专案带头人具有丰富的理论实践资质），并与江南大学共建有联合实验室，配备先进的实验及检测设备，硬体设施完善。

同时公司作为高新科技型企业，每年都至少研发有 3 至 5 个新专案产品，回应市场需求，保证企业的可持续发展。公司目前几个在研项目：

- 1) **塞孔油墨**：随着印制电路板装配要求的提高和进步，越来越多的印制电路板提出塞孔要求。其油墨本身固含量高、收缩低、高耐化性等优点可以避免塞孔不良、过孔发红等面油缺陷。该项技术在国外已经较为成熟，前景广阔。2016 年该产品已经通过客户测试，预计将为公司效益带来积极影响。
- 2) **液态感光低压喷涂阻焊油墨**：由于在 PCB 应用上传统丝网印刷工艺费时费力且低效，严重约束了产能的快速扩大。而随着公司在液态感光低压喷涂阻焊油墨技术上的突破，网印人员因操作技能产生的差异将被解决，提高了制版效率，降低了 PCB 企业生产成本的同时也提高了公司的竞争力。2016 年公司成功研发液态感光低压喷涂阻焊油墨，并已经在客户端使用，公司预计 2017 年将扩大市场，从而丰富公司结构、提高公司盈利能力。
- 3) **静电喷涂阻焊油墨**：静电喷涂工艺的出现，对改进 PCB 制作的质量有着重要作用，而开发适应于此印刷技术的油墨则为公司提供新的商机，国内市场上此类油墨缺稀，该产品的批量生产能打破静电喷

涂阻焊油墨进口为主的现状，为广大客户提供性价比更高的产品。2016 年静电喷涂阻焊油墨已经完成配方设计及实验室测试，目前处于配方优化及客户评估、试用过程。

- 4) **基于先进碳材料的水性导电油墨**：根据国外的研究和报道，该领域现阶段的研究主要集中在提高油墨的导电性上：主要措施是增加导电填料的含量，大幅度提高导电性，解决无机填料的含量高，涂层的施工性、成膜性、外观质量以及使用稳定性等性能下降，涂层韧性和附着力差等问题。目前国内有关水性导电油墨的研究还比较落后，性能优异的水性导电油墨产品比较匮乏，关键技术有待进一步突破，目前公司研发团队已经完成基础配方设计，开展配方优化及客户评估。

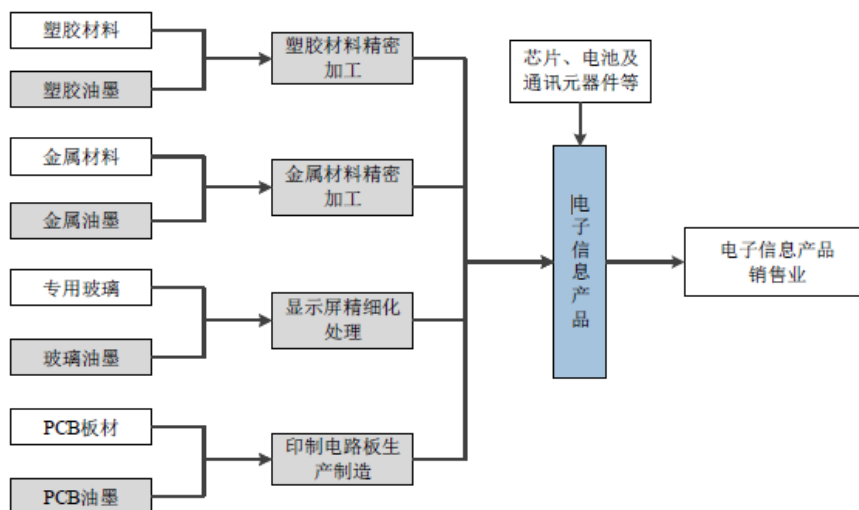
3.特种功能性油墨是未来公司增长的主要看点

- 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，主要应用于精密加工、LED 照明等领域。特种功能性油墨具有功能性强、技术门槛高等特点，目前市场参与者较少，下游客户粘性大，产品的利润率水平相对较高。

3.1 精密加工保护领域：有望重回苹果产业链

- 精密加工保护油墨是为了满足工业制造过程中对精密加工和超精密加工的要求而专门研制的油墨产品。公司目前推出了金属和塑胶两种材料的精密加工保护油墨，可有效满足工业制造过程中的精细化处理要求。

图表 21：精密加工保护专用油墨在电子信息产业链中的作用

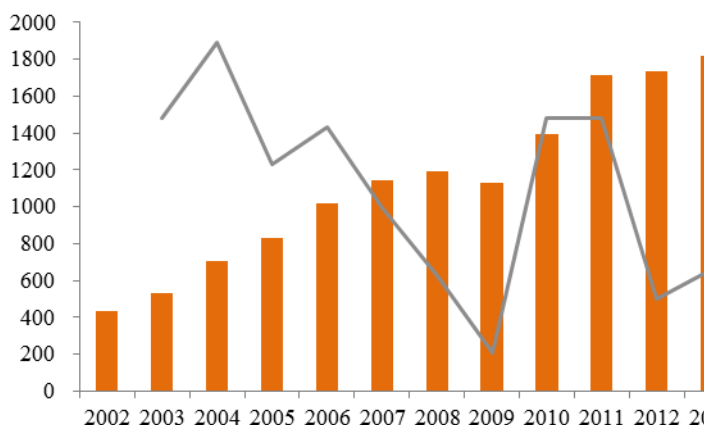


来源：招股书，中泰证券研究所

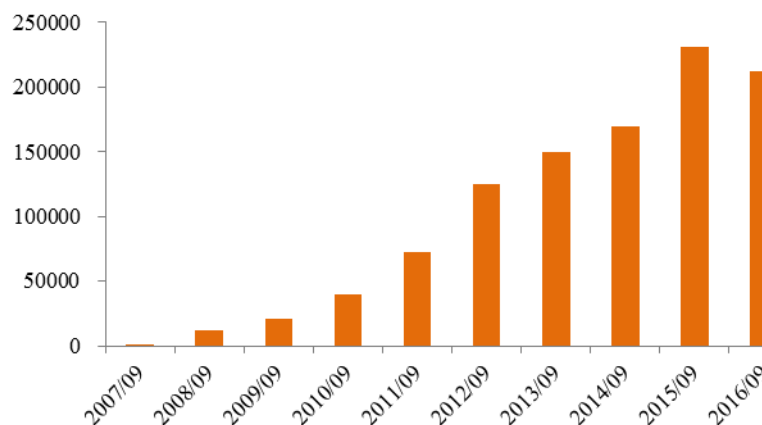
- 中国是世界电子信息产品制造业大国，2002 年至 2011 年，我国规模以上电子信息产品制造业增加值从 2,715 亿元增至 16,276 亿元，十年间增

长了6倍。2011年彩电、手机、计算机等主要电子信息产品产量占全球出货量的比重分别达到48.8%、70.6%和90.6%，均位居世界第一。

- 随着精密加工技术的不断发展和消费者要求的不断提高，电子产品加工行业对手机、平板电脑等电子消费产品在外观上的精细化处理要求也越来越高。近年来，为了吸引消费者关注、提升品牌价值，越来越多的消费电子品牌开始追求产品外观设计上的精细化处理，下游市场需求的兴起也相应带动了专用保护油墨等配套电子化学品行业的快速发展。

图表 22: 全球手机出货量 (百万部)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: iPhone 销量 (千部)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **有望重回苹果供应商链:** 公司精密加工保护油墨是富士康代工 iPhone 四代以及五代的原材料供应商之一，2014年下半年由于客户（富士康）代工的新一代 iPhone 手机的制造工艺发生重大变化等原因，公司金属材料精密加工保护油墨未应用于新一代 iPhone 手机 (iPhone6 及 iPhone6Plus) 的生产制造中，导致了 2014 度公司的总体盈利较 2013 年有所下滑。

虽然在过去三年内公司并未为苹果 (iPhone) 最新的机型供货，但由于此前长期与富士康等高端代工厂商的合作，公司在该领域的发展领先于市场上同行。

- **公司优势 - 金属加工精密保护水性光固化油墨:** 随着客户环保要求的不断提高，富士康提出了喷涂型金属精密加工保护油墨用水作为稀释剂的要求，公司研发团队已经完成配方设计及测试，该产品可以用于不锈钢和铝材精密加工的保护。

3.2 LED 背光领域: 公司处于起步阶段, 近年来市场认可度不断提升

- **LED 背光油墨是应用在 LED 灯具上的特种功能性油墨, 具有增强光照效果、提供基板保护等作用。** 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。同时, 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。

- 随着 LED 行业的持续发展、技术突破、推广成功以及成本的不断下降，LED 的光效也在不断的提高。LED 被称为第四代光源，具有节能、环保、安全、寿命长、低功耗、低热、高亮度、防水、微型、防震、易调光、光束集中、维护简便等特点，可以广泛应用于各种指示、显示、装饰、背光源、普通照明等领域。而 LED 油墨是一种能发射紫外线的发光二极管 (LED)，与之配套使用的在 LED 紫外光下瞬间固化的专用胶印油墨。
- 《中国淘汰白炽灯路线图》给予 LED 产业新机遇：由于白炽灯利用电能的效率低下，约为 90% 的电能都耗费在了发热上，然而 LED 灯的能耗只有白炽灯的 1/10，且就使用寿命而言 LED 灯可以长达 10 万小时，是普通白炽灯的 100 倍功效。自 2011 年我国政府推出了白炽灯的淘汰规划，我们发现在第二阶段，即 2012 年开始中国白炽灯的产量开始逐步下降。与此同时，自 2012 年开始 LED 灯的产值增长率也在不断加速提升，到了 2015 年其增长较去年同期增长了接近 100%。
- 随着白炽灯淘汰的进程不断进行，我们判断未来 LED 灯的使用量将会继续提高。同时更为重要的是在此之前安装使用的白炽灯也会随着时间的迁移而逐步需要更换。根据白炽灯理论使用小时 1000 小时，平均一天使用 8 小时的话，灯泡将会在 4.16 年后需要进行更换（1000 小时满负荷使用的理想理论情况下）。所以我们判断未来 LED 灯不仅仅有其自身市场的增长空间，更有着代替老一代需更换的白炽灯的增长空间。

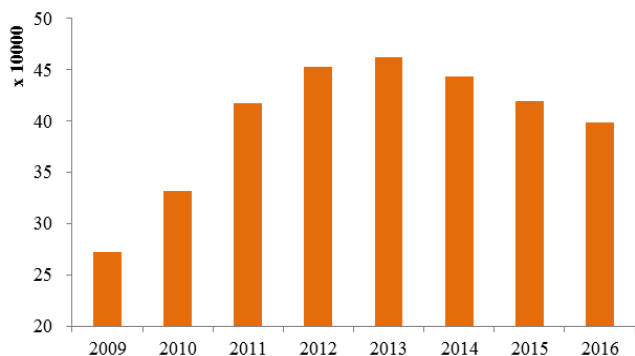
图表 24：中国淘汰白炽灯路线规划

| 阶段 | 时间 | 具体细节 |
|------|-----------|---|
| 第一阶段 | 2011/10/1 | 有关进口商、销售商应当按照本公告要求，做好淘汰前准备工作。 |
| 第二阶段 | 2012/10/1 | 禁止进口和销售 100 瓦及以上普通照明白炽灯。 |
| 第三阶段 | 2014/10/1 | 禁止进口和销售 60 瓦及以上普通照明白炽灯。 |
| 第四阶段 | 2015/10/1 | 2015 年 10 月 1 日至 2016 年 9 月 30 日为中期评估，对前期政策进行评估，调整后续政策。 |
| 第五阶段 | 2016/10/1 | 禁止进口和销售 15 瓦及以上普通照明白炽灯，或视中期评估结果进行调整。 |

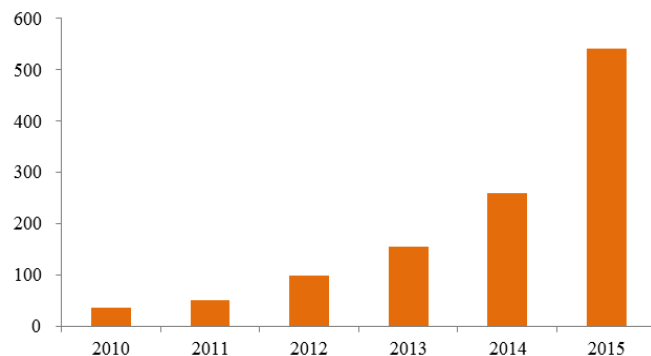
来源：中泰证券研究所

图表 25：中国白炽灯产量（万只）

图表 26：中国 LED 灯管产值（亿元）



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 目前中国已经成为全球最主要的 LED 应用产品生产基地,除 LED 大尺寸背光产品外,2012 年全球 65% 以上的 LED 应用产品在中国生产。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%,照此估算,未来几年中国 LED 背光油墨的市场规模将超过 20 亿元。
- 公司 LED 专用油墨尚处于起步阶段,部分领域取得突破,市场份额有望扩大:公司生产的 LED 背光油墨目前尚处于小批量生产阶段,市场份额相对较小。但随着产品配方的不断优化,近年来公司生产的 LED 背光油墨的市场认可度正不断提高。2016 年,公司 LED 油墨的客户为 LED 铝基板制造企业,主要客户为有铝基板生产制造能力的 PCB 制造企业。

4.募投项目: 解决产能瓶颈

4.1 年产 8000 吨感光新材料建设项目

- 募投项目解决产能瓶颈:公司作为 PCB 专用油墨行业的佼佼者,在品质以及口碑上具有相当高的行业水平,这直接致使公司目前 6,500 吨/年的产能已经无法百分百满足市场的需求,达到 120% 的满负荷生产。
- 公司于 2016 年 9 月开启 8000 吨感光新材料建设的项目。规划的产品均为目前市场的主流品种,是现有产品的升级和扩产。由于液态感光固化油墨和紫外光固化油墨的用途广泛,除上述常规品种外,公司还将根据下游客户的需求变化情况,生产具有特定功能性、差别化的专用油墨产品。
- 预计募投项目将在 2017 年底投产,届时公司将突破现有的产能瓶颈,应对 PCB 专用油墨不断扩张的市场。

图表 27: 公司 8000 吨新材料建设募投项目规划



来源：中泰证券研究所

4.2 并购江苏宏泰，强强联合共同开辟光固化蓝海

- 公司 2017 年 1 月公告收购江苏宏泰 100% 股权。此次资产重组作价 6.6 亿元，其中 60.00% 以股份形式支付，股价发行价格为 44.73 元/股。上市公司拟向不超过 5 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，拟募集配套资金金额不超过 3.14 亿元，用于支付本次交易的现金对价、投入江苏宏泰全资子公司湖南宏泰高端涂料新建项目中的研发及检测设备购置、支付中介机构费用及相关交易税费。
- **江苏宏泰是国内领先的紫外光固化企业：**江苏宏泰从事紫外光固化涂料的研发、生产和销售，产品主要应用于手机等消费电子产品、汽车、化妆品包装、运动器材等领域。江苏宏泰的竞争对手主要为阿克苏诺贝尔、PPG 等国外大型化工企业，以及湖南松井等国内专注于紫外光固化涂料的企业。江苏宏泰作为国内领先的紫外光固化涂料制造商，得到华为等品牌手机厂商的认可，在行业内享有较高的知名度。

图表 28：江苏宏泰紫外光固化涂料主要的下游应用



来源：中泰证券研究所

- **消费电子领域是宏泰主要的下游，与多家一线企业长期合作：**目前江苏宏泰所应对的固化涂料产品有较大的一部分主要供于消费电子产品的

壳，主要应用于华为、Oppo、酷派、联想及TCL等国内知名手机品牌上。在该细分行业内江苏宏泰是内资专用涂料企业中市场占有率最大。

图表 29：江苏宏泰合作企业

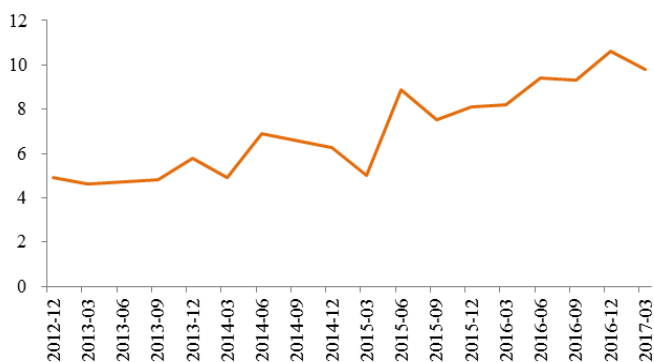


来源：中泰证券研究所

同时由于目前国产品牌手机不断的扩大市场占有率以及展开了对于全球市场的布局，未来中国自主国产品牌的崛起指日可待。随着国产品牌的发展，作为其上游且有着长期合作的江苏宏泰将会有着更加稳定的业绩增长的保障。

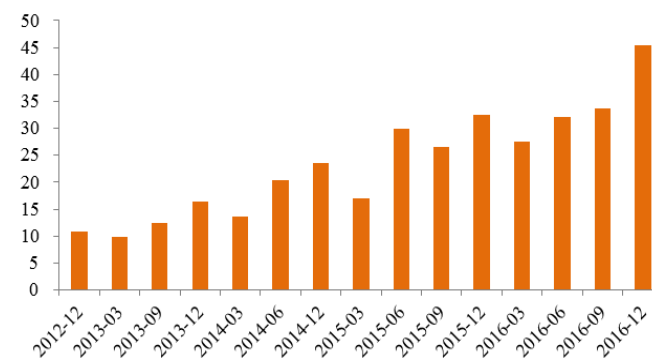
- 消费电子专用涂料与公司本身的精密加工保护油墨均用于手机等消费电子产品外壳加工处理，有助于提高公司对消费电子产品外壳加工的整体产品和服务提供能力。

图表 30：华为手机市场份额 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 31：华为手机季度销售量 (百万部)

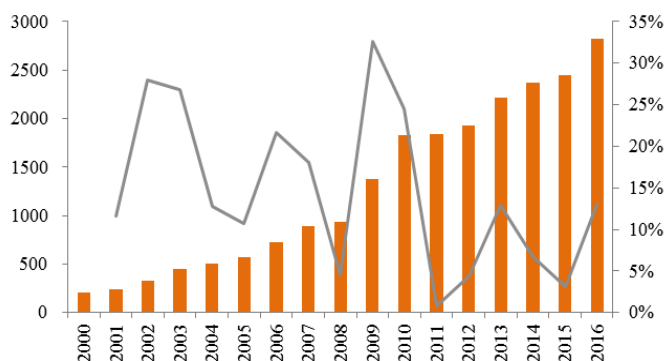


来源：Wind，中泰证券研究所

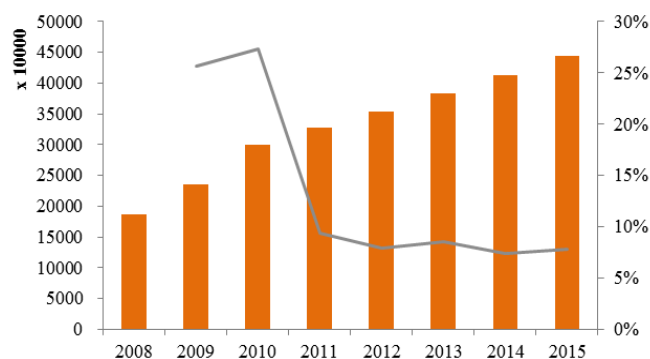
- 汽车零部件专用涂料是公司未来的发展重点之一：随着江苏宏泰在其传统业务上的稳中见涨，江苏宏泰也开始开拓其未来新发展方向：车灯涂料。目前江苏宏泰的产品可以分为两大类：一类产品用于车灯反射罩内，主要的作用是保护能够反射灯光的金属镀层，使这些灯光反射向车头前

方；另一类产品用于车灯罩外层，为透明涂料，主要起保护的作用（车灯罩的材质为PC，PC材质硬度较低，容易被刮伤）。

- 江苏宏泰已经可以针对汽车大灯面罩高耐候性的要求，研发出可以使用长达10万公里或5年的车灯涂料，有效防止汽车大灯或玻璃上可能会产生的雾气。
- 目前江苏宏泰的车灯涂料属于国内技术领头羊地位，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，并且正在进行国外汽车生产厂商所要求的资质认证工作，已经获得Florida暴晒实验成绩单。

图表 32：中国汽车产量（万辆）


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 33：中国汽车销售产值（万元）


来源：Wind，中泰证券研究所

- 江苏宏泰的产品还用于化妆品包装专用涂料、火车复合材料箱体涂料、钢材临时防护涂料和运动器材专用涂料。化妆品专用涂料方面，公司产品用在如迪奥、雅诗兰黛、玉兰油等国际知名化妆品的包装上；钢材临时防护涂料已经成功打入中国石油旗下油井管制造商；轻质箱体涂料及运动器材涂料下游刚刚兴起，成长空间广阔，预计未来都将成为公司发展的重要驱动力。
- **业绩承诺：**江苏宏泰在2014年度、2015年度和2016年1~9月营业收入分别为10,684.56万元、12,439.44万元和14,373.12万元，实现净利润分别为1,105.07万元、1,654.13万元和3,314.34万元，业绩增速快。本次重组中，江苏宏泰承诺2017年至2019年公司净利润分别不低于4800万元、5500万元、以及6200万元。

5. 盈利预测与估值

- PCB专用油墨是公司近年来的主要收入和利润来源，特种功能性油墨近年来也在加速发展。2017年，我们预计公司主要增长来源于两个方面，

一方面公司 PCB 油墨维持小幅度的增长, 另一方面, 公司功能性油墨中, 精密加工保护专用油墨有望重回 iPhone 供应链体系, LED 油墨几年的收入也会有较大的增长。

- 公司的新募投项目 8000 吨液态感光新材料将在 2017 年底正式投入生产, 我们认为未来公司在其 PCB 专用油墨产品上将会有较大产能以及产量的提升。
- 同时, 我们也非常看好公司与江苏宏泰的强强联手。通过并购江苏宏泰实现在产品、技术以及客户三方面的协同效应, 帮助公司的在涂料市场上进一步提升市场影响力以及市占率。
- 我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.52、0.87、1.19 元 (尚未考虑江苏宏泰并表带来的盈利及股本变化), 给予买入评级, 目标价 50 元, 对应 17 年 96X PE。

图表 34: 可比公司估值

| 公司简称 | 16 年营收 (百万元) | 16 年净利润 (百万元) | 净利润率 | PE TTM | 总市值 (2017 年 5 月 15 日) |
|----------------|--------------|---------------|-------|--------|-----------------------|
| 300537.SZ 广信材料 | 270.96 | 42.41 | 15.65 | 92.93 | 37.62 |
| 300576.SZ 容大感光 | 313.53 | 34.16 | 10.90 | 88.44 | 32.90 |
| 300429.SZ 强力新材 | 439.58 | 115.61 | 26.30 | 52.49 | 69.70 |
| 300398.SZ 飞凯材料 | 391.04 | 67.72 | 17.32 | 106.05 | 60.02 |

来源: 中泰证券研究所

6. 风险提示

- 募投项目不及预期, 募投项目投产到达产需要一定的时间, 期间仪器设备、厂房建设都需要如期完成, 如果一个环节出问题就会导致投产时间推迟;
- 下游需求增速不达预期, 公司部分新产品的增长是伴随着下游工艺的更新带来的需求的增长, 如果下游需求发生变化, 新的产品有可能推广不达预期。

图表 35: 财务报表

| 损益表(人民币百万元) | | | | | | 资产负债表(人民币百万元) | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业总收入 | 250 | 271 | 282 | 330 | 453 | 货币资金 | 38 | 122 | 131 | 162 | 204 |
| 增长率 | — | 8.2% | 4.1% | 16.8% | 37.4% | 应收款项 | 163 | 163 | 174 | 197 | 275 |
| 营业成本 | -142 | -148 | -156 | -182 | -250 | 存货 | 46 | 50 | 50 | 59 | 81 |
| %销售收入 | 56.6% | 54.6% | 55.5% | 55.3% | 55.2% | 其他流动资产 | 3 | 123 | 125 | 124 | 126 |
| 毛利 | 109 | 123 | 126 | 147 | 203 | 流动资产 | 249 | 458 | 480 | 543 | 685 |
| %销售收入 | 43.4% | 45.4% | 44.5% | 44.7% | 44.8% | %总资产 | 72.0% | 78.3% | 76.1% | 75.5% | 77.5% |
| 营业税金及附加 | -2 | -3 | -3 | -3 | -4 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.8% | 1.0% | 0.9% | 1.0% | 0.9% | 固定资产 | 69 | 100 | 117 | 142 | 162 |
| 营业费用 | -33 | -37 | -38 | -12 | -15 | %总资产 | 20.0% | 17.1% | 18.6% | 19.7% | 18.4% |
| %销售收入 | 13.2% | 13.6% | 13.5% | 3.5% | 3.4% | 无形资产 | 27 | 26 | 33 | 34 | 36 |
| 管理费用 | -22 | -26 | -34 | -39 | -52 | 非流动资产 | 97 | 127 | 151 | 176 | 199 |
| %销售收入 | 8.6% | 9.6% | 12.0% | 11.8% | 11.5% | %总资产 | 28.0% | 21.7% | 23.9% | 24.5% | 22.5% |
| 息税前利润(EBIT) | 52 | 58 | 51 | 94 | 131 | 资产总计 | 347 | 585 | 631 | 719 | 884 |
| %销售收入 | 20.8% | 21.2% | 18.2% | 28.4% | 28.9% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 0 | 0 | 2 | 2 | 3 | 应付款项 | 82 | 91 | 84 | 98 | 138 |
| %销售收入 | 0.0% | -0.1% | -0.7% | -0.6% | -0.6% | 其他流动负债 | 21 | 12 | 28 | 15 | 21 |
| 资产减值损失 | -5 | -8 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 104 | 104 | 112 | 114 | 159 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 1 | 8 | 8 | 8 | 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 1.6% | 12.9% | 7.7% | 5.6% | 负债 | 104 | 104 | 112 | 114 | 159 |
| 营业利润 | 48 | 51 | 61 | 104 | 142 | 普通股股东权益 | | | | | |
| 营业利润率 | 19.0% | 18.7% | 21.7% | 31.4% | 31.3% | 益 | 243 | 481 | 518 | 606 | 725 |
| 营业外收支 | 2 | 0 | 1 | 1 | 1 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 49 | 51 | 62 | 104 | 142 | 负债股东权益 | | | | | |
| 利润率 | 19.7% | 18.8% | 22.0% | 31.6% | 31.4% | 合计 | 1,187 | 2,233 | 2,386 | 2,847 | 3,418 |
| 所得税 | -8 | -8 | -10 | -17 | -23 | 比率分析 | | | | | |
| 所得税率 | 15.5% | 16.6% | 16.1% | 16.4% | 16.2% | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 42 | 42 | 52 | 87 | 119 | 每股指标 | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.554 | 0.424 | 0.522 | 0.872 | 1.192 |
| 归属于母公司的净利润 | 42 | 42 | 52 | 87 | 119 | 每股净资产(元) | 3.239 | 4.813 | 5.185 | 6.057 | 7.249 |
| 净利率 | 16.6% | 15.7% | 18.5% | 26.5% | 26.3% | 每股经营现金净流(元) | 0.603 | 0.416 | 0.312 | 0.713 | 0.641 |
| | | | | | | 每股股利(元) | 0.000 | 0.150 | 0.150 | 0.000 | 0.000 |
| | | | | | | 回报率 | | | | | |
| | | | | | | 净资产收益率 | 17.12% | 8.81% | 10.06% | 14.40% | 16.45% |

现金流量表(人民币百万元)

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|---------|--------|--------|
| | | | | | | 总资产收益率 | 12.00% | 7.25% | 8.27% | 12.12% | 13.49% |
| | | | | | | 投入资本收益 | | | | | |
| 净利润 | 42 | 42 | 52 | 87 | 119 | 率 | 21.48% | 13.35% | 11.10% | 17.64% | 21.05% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | |
| | | | | | | 营业总收入增 | | | | | |
| 非现金支出 | 10 | 15 | 7 | 8 | 9 | 长率 | -6.74% | 8.22% | 4.10% | 16.84% | 37.37% |
| | | | | | | EBIT 增长率 | 4.28% | 10.35% | -10.91% | 82.36% | 40.02% |
| 非经营收益 | 0 | -1 | -9 | -9 | -9 | 净利润增长率 | 3.54% | 1.99% | 23.03% | 67.09% | 36.76% |
| 营运资金变动 | -6 | -15 | -19 | -15 | -55 | 总资产增长率 | 6.90% | 68.82% | 7.83% | 14.03% | 22.91% |
| 经营活动现金 | | | | | | 资产管理能力 | | | | | |
| 净流 | 45 | 42 | 31 | 71 | 64 | 应收账款周转 | | | | | |
| 资本开支 | 45 | 26 | 30 | 33 | 31 | 天数 | 176.3 | 172.1 | 174.2 | 173.2 | 173.7 |
| | | | | | | 存贷周转天数 | 116.6 | 119.0 | 117.8 | 118.4 | 118.1 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转 | | | | | |
| 其他 | 5 | -118 | 8 | 8 | 8 | 天数 | 158.0 | 179.3 | 161.8 | 166.4 | 169.1 |
| 投资活动现金 | | | | | | 固定资产周转 | | | | | |
| 净流 | -40 | -144 | -22 | -25 | -23 | 天数 | 70.2 | 89.2 | 86.6 | 81.7 | 62.9 |
| 股权募资 | 0 | 203 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净负债/股东权 | -15.56 | -25.30 | -25.24 | -26.79 | -28.10 |
| | | | | | | 益 | % | % | % | % | % |
| 其他 | -25 | -14 | 0 | -15 | 0 | EBIT 利息保障 | | | | | |
| 筹资活动现金 | | | | | | 倍数 | -445.6 | -256.8 | -26.3 | -44.7 | -50.4 |
| 净流 | -25 | 189 | 0 | -15 | 0 | 资产负债率 | 29.89% | 17.73% | 17.81% | 15.80% | 18.02% |
| 现金净流量 | -20 | 86 | 9 | 31 | 41 | | | | | | |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。