

2017年06月07日

广信材料 (300537)

——电子油墨领军者，横向拓展高端紫外涂层领域，内生外延打造感光材料龙头

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据： 2017年06月06日

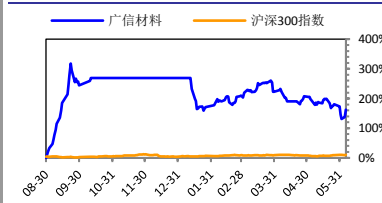
收盘价(元)	21.56
一年内最高/最低(元)	55.28/11.03
市净率	4.4
息率(分红/股价)	0.70
流通A股市值(百万元)	862
上证指数/深证成指	3102.13/9915.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	4.9
资产负债率%	16.46
总股本/流通A股(百万)	160/40
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持
沈衡 A0230117050016
shenheng@swsresearch.com

联系人
马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是国内 PCB 油墨龙头企业，长期受益进口取代。**公司目前拥有感光油墨产能 6500 吨/年，主要产品为 PCB 专用油墨，占营业收入的 90%以上，其中阻焊油墨在国内企业中市场占有率第一。由于国内 PCB 油墨起步较晚，目前低端产品竞争激烈，高端产品依赖进口，主要市场仍被日本太阳油墨占据。随着 PCB 产业不断向中国大陆转移，PCB 油墨国产化替代迎新机遇，公司作为国产化龙头将长期受益。公司通过 IPO 募投项目新建 8000 吨产能，预计将于今年年底投产，前期产能瓶颈突破，未来将迎来快速发展期。
- **精密加工油墨大概率重回苹果生产线，高端产品不断突破打开成长新空间。**公司特种油墨具有高附加值的特点，其中精密加工保护油墨在 2013 年应用于 iPhone 系列手机生产，但由于 iPhone 6 系列手机生产工艺变化，该项业务大幅下滑。最新款 iPhone 将在生产过程中使用加工油墨保护金属边框，公司该油墨已经通过委外环保检测，大概率通过客户端测试，重回 iPhone 生产线，有望受益苹果大年催化。此外公司 LED 油墨有望迎来放量，低压喷涂油墨、静电喷涂油墨、塞孔油墨等多个新兴项目同步推进，未来将打开成长新空间。
- **并购国内消费电子 UV 涂料龙头，强强联合共促未来高速增长。**公司拟以 6.6 亿收购江苏宏泰，江苏宏泰是国内紫外光固化涂料领先企业，在手机类消费电子领域市场占有率最高。2016 年我国涂料产量 1899.8 万吨，同比增长 10.6%，目前我国紫外光固化涂料占比仅约 0.5%，而全球平均水平约 2%，欧洲发达国家占比 4%，随着国家对环保要求日趋严格，紫外光固化涂料因其低污染、低能耗的优势，渗透率必将不断提升，受益行业自身增长趋势和渗透率提升，紫外固化涂料市场空间广阔。江苏宏泰与公司同处紫外固化技术领域，在业务、客户、技术和采购等方面具有显著的协同效应，交易完成将实现强强联合，提升行业竞争力，江苏宏泰 2017-19 年业绩承诺不低于 4800、5500、6200 万，将大幅增厚公司业绩。
- **盈利预测与估值：**公司是国内 PCB 油墨龙头企业，长期受益进口替代，并购江苏宏泰强强联合，未来将迎来高速增长期。暂不考虑并购江苏宏泰的影响，预计 2017-19 年归母净利润分别为 0.54、0.84 和 1.12 亿，对应 EPS 0.34、0.52、0.70，对应 PE 63X、42X、31X。公司为次新股，市值较小，未来成长确定性高，考虑江苏宏泰业绩承诺后备考业绩 2017 年 1.02 亿，2018 年 1.39 亿，按增发后市值计算对应 PE 41X、30X，在电子化学品公司中估值较低，且公司增发价格为 27.86 元/股，目前股价倒挂 23%，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**产能释放不及预期，加工油墨未进入苹果产线，产品价格大幅下跌

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	271	60	320	478	638
同比增长率(%)	8.22	2.52	18.10	49.38	33.47
净利润(百万元)	42	8	54	84	112
同比增长率(%)	1.97	2.18	27.32	55.56	33.33
每股收益(元/股)	0.42	0.08	0.34	0.52	0.70
毛利率(%)	45.4	40.6	46.3	48.5	48.5
ROE(%)	8.8	1.7	10.1	13.5	15.3
市盈率	51		63	42	31

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司是国内 PCB 油墨龙头企业，长期受益进口替代，并购江苏宏泰强强联合，未来将迎来高速成长期。暂不考虑并购江苏宏泰的影响，预计 2017-19 年归母净利润分别为 0.54、0.84 和 1.12 亿，对应 EPS 0.34、0.52、0.70，对应 PE 63X、42X、31X。公司为次新股，市值较小，未来成长确定性高，考虑江苏宏泰业绩承诺后备考业绩 2017 年 1.02 亿，2018 年 1.39 亿，按增发后市值计算对应 PE 41X、30X，在电子化学品公司中估值较低，且公司增发价格为 27.86 元/股，目前股价倒挂 23%，首次覆盖，给予“增持”评级。按照相对估值法对广信材料进行估值，选取电子化学品上市公司容大感光、飞凯材料、上海新阳、扬帆新材等四家上市公司进行对比，可比公司 2017 年平均 PE 55 倍。公司并购江苏宏泰后估值将快速消化，仍有提升空间。

关键假设点

公司新建产能未来两年得以快速释放，产品价格保持稳定，新产品不断突破

有别于大众的认识

1. 市场可能认为同行业容大感光明年也有 1 万吨印刷电路板感光油墨投放，两家公司大幅产能扩张将出现价格战局面，导致产品价格大幅下跌。

目前国内 PCB 油墨低端市场竞争激烈，高端市场依赖进口。以阻焊油墨为例，日本太阳油墨及其子公司台湾永胜泰市占率近 70%，广信材料及容大感光合计不足 30%，我们认为对于龙头企业而言，经过多年发展，产品性能已接近日本太阳油墨，而成本低 20-30%，性价比优势突出，未来将共同争夺日本太阳油墨的市场份额，实现进口替代。两家企业发展战略都集中于高端化发展，同时产能将按照市场情况逐步投放，因此出现价格战造成产品价格大幅下跌的可能性不大。

2. 市场可能认为 PCB 行业发展趋势放缓，行业规模不大，公司未来缺乏成长空间。

虽然目前公司业务重心在于 PCB 油墨市场，但是由于紫外固化技术下游应用领域众多，公司已延伸至如精密加工、LED 等应用市场，因此我们认为公司并不是单纯的 PCB 行业公司，而是一个具有紫外固化核心技术的电子化学品平台型企业。根据感光协会辐射固化专委会数据预测，2013 年我国辐射固化市场需求量 15 万吨，预计到 2018 年将达到 34 万吨，复合年增长率 18%。公司利用其紫外固化技术，未来有望延伸至 3D 打印、光刻胶等高端应用领域，江苏宏泰也在开拓汽车灯等高端涂料应用，未来新领域的延伸将为公司不断打开新的成长空间。

股价表现的催化剂

精密加工保护油墨进入苹果生产线，产能建设超预期，产品价格上涨

核心假设风险

产能释放不及预期，精密加工保护油墨未进入苹果生产线，产品价格大幅下跌

目录

1. 国内专用油墨龙头企业	6
1.1 PCB 油墨龙头企业，产能受限业绩稳定	6
1.2 管理层深耕行业，积极资本运作加速公司发展	9
1.3 募投项目扩建产能，支撑未来长期发展	10
2. PCB 油墨进口取代正当时，技术延伸打开成长新空间	10
2.1 日本太阳油墨全球独大，中国大陆收入占比超 40%	10
2.2 PCB 产业持续向国内转移，PCB 油墨国产化替代有望加速	12
2.3 LED 油墨技术突破在即，未来放量可期	13
2.4 精密加工保护油墨大概率重回苹果生产线	15
2.5 新兴产品不断突破，未来充满看点	17
3. 积极并购江苏宏泰，优势协同共促未来发展	17
3.1 紫外固化涂料领先企业，业绩维持高速增长	17
3.2 紫外固化涂料应用广泛，江苏宏泰未来空间广阔	18
3.3 协同效应显著，强强联合未来可期	21
4. 盈利预测与投资建议	22

图表目录

图 1: 公司主要油墨产品及功能.....	6
图 2: 2016 年营业收入同比增长 8.22%.....	7
图 3: 2016 年归母净利润同比增长 1.99%.....	7
图 4: 近年来公司产能利用率已达到 100%.....	8
图 5: 2016 年资产负债率较 2013 年下降约 50%.....	8
图 6: 2016 年液态感光固化油墨收入占比 86.3%.....	8
图 7: 2015 年细分产品中阻焊油墨收入占比 86.8%.....	8
图 8: 公司紫外感光材料产品毛利率维持 40%以上.....	8
图 9: 董事长李有明持有公司 54.62%股权.....	9
图 10: PCB 产业链.....	10
图 11: 油墨产品约占 PCB 总成本 5%.....	10
图 12: 日本太阳油墨应用领域.....	11
图 13: 2016 年太阳油墨营业收入 498.0 亿日元, 营业利润 109.6 亿日元.....	11
图 14: 刚性线路板材料占收入 70.7%.....	11
图 15: 最近三年中国大陆地区收入占比 40%以上.....	11
图 16: 全球及中国大陆 PCB 产值 (亿美元) 及占比.....	12
图 17: 2016 年大陆 PCB 产值占全球 50%.....	12
图 18: 我国 PCB 线路板产量预计将维持 10%的增长.....	12
图 19: 我国 PCB 油墨需求量 (万吨) 将维持 10%的增长.....	12
图 20: 2011-2016 年中国 LED 应用产值复合增长率 26%.....	14
图 21: LED 背光油墨 (白油).....	14
图 22: LED 油墨收入约占总营收 2%.....	14
图 23: LED 油墨单价为阻焊油墨两倍.....	14
图 24: 2011-2016 我国电子信息制造业收入复合增长率 10%.....	15
图 25: 精密加工保护油墨产业链.....	15
图 26: 公司金属精密加工保护油墨应用.....	16
图 27: 2015 年精密加工保护油墨占比下滑至 6.5%.....	16
图 28: 精密加工保护油墨单价为阻焊油墨 1.4 倍.....	16

图 29: 江苏宏泰产品应用领域	17
图 30: 江苏宏泰下游主要合作企业	17
图 31: 江苏宏泰消费电子涂料占收入 80%	18
图 32: 江苏宏泰业绩快速增长	18
图 33: 紫外固化涂料应用广泛	19
图 34: 全球紫外固化涂料市场规模 (亿美元) 复合年增长率预计 10.5%	19
图 35: 我国辐射固化市场需求量 (万吨) 复合增速 18%	19
图 36: 近十年来我国涂料产量 (万吨) 复合增长率约 14%	20
图 37: 智能手机出货量快速增长	20
图 38: 2016 年智能手机市场份额	20
表 1: 公司主要产品分类及应用	6
表 2: 公司募投项目	10
表 3: PCB 专用油墨产品及用途	11
表 4: PCB 专用油墨细分市场	13
表 5: 估值对比表	22
表 6: 关键假设表	23
表 7: 合并损益表	23
表 8: 合并资产负债表	24
表 9: 合并现金流量表	24

1. 国内专用油墨龙头企业

1.1 PCB 油墨龙头企业，产能受限业绩稳定

江苏广信感光新材料股份有限公司是一家开发生产感光新材料的公司，目前拥有感光油墨产能 6500 吨/年，其中包括液态感光固化油墨 5100 吨/年，紫外光固化油墨 1200 吨/年，热固化油墨 200 吨/年。

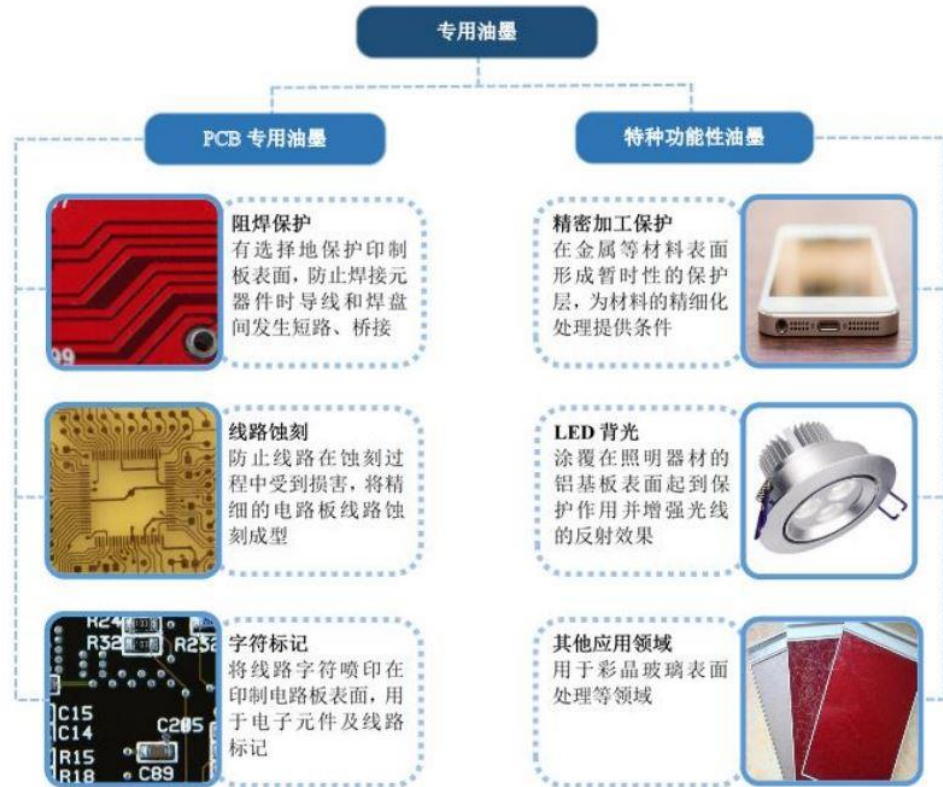
表 1：公司主要产品分类及应用

产品分类	固化原理	产品特点和市场前景
液态感光固化油墨	液态感光固化油墨通过紫外光固化和热固化双重处理后，反应产生交联架桥，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均较好，兼顾热固化油墨和紫外光固化油墨的优点，应用领域和市场前景广阔。
紫外光固化油墨	紫外光固化油墨通过吸收高强度紫外光引发聚合、交联反应，最终形成稳定的固态结构。	固化速度快，生产效率高，属于环境友好型油墨，广泛应用在电子信息行业、包装印刷行业及建筑装饰行业，具有广阔的市场前景。
热固化油墨	热固化油墨在一定温度条件下，通过交联反应等反应过程形成稳定的网格结构，从而转化为固态。	应用过程的生产工艺相对简单，固化后机械强度高，耐化学性好。

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司油墨产品主要分为 PCB 专用油墨和特征功能性油墨两大类，覆盖 PCB（印制电路板）、精密加工制造、LED 照明等多个细分领域。公司经过多年的技术积累和发展，已发展成为国内油墨龙头企业，是中国感光学会辐射固化专业委员会副理事长单位、第九届全国印制电路专委会副主任委员单位、全国印制电路标准化技术委员会副主任单位、中国印制电路行业第二届“民族”品牌企业，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。

图 1：公司主要油墨产品及功能



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

近三年来公司经营业绩基本维持稳定。公司 2016 年实现营业收入 2.71 亿元, 同比增长 8.22%, 实现归母净利润 4241 万元, 同比增长 1.99%。2017 年一季度公司营业收入 6002 万元, 同比增长 2.52%, 归母净利润 844 万元, 同比增长 2.17%。

图 2: 2016 年营业收入同比增长 8.22%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 2016 年归母净利润同比增长 1.99%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

受限于产能瓶颈, 目前产能利用率已达到 100%, 并实现满产满销。公司近年来业绩并无明显增长, 主要是受制于产能规模, 2013 年以来产能利用率已达到 100%。在此期间公司并未扩建产能, 我们认为主要是公司上市之前资产负债率较高, 2013-2015 年均均在 30% 以上。根据招股说明书披露, 公司扩建 8000 吨产能需投入 2.7 亿元, 对未上市的公司而言, 扩建

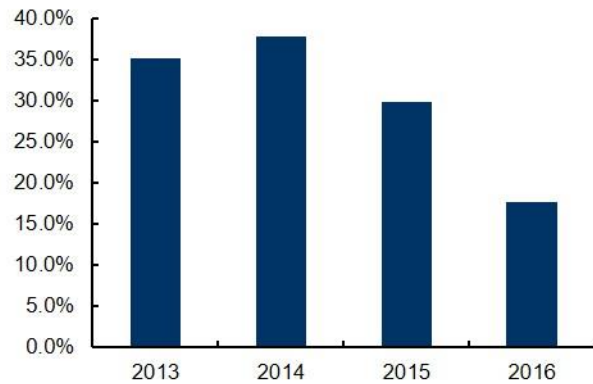
产能将带来较大的资金压力，导致资产负债率进一步提高，财务费用增加，反而不利于公司发展。因此公司前期并未激进扩张。

图 4：近年来公司产能利用率已达到 100%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：2016 年资产负债率较 2013 年下降约 50%



资料来源：Wind，申万宏源研究

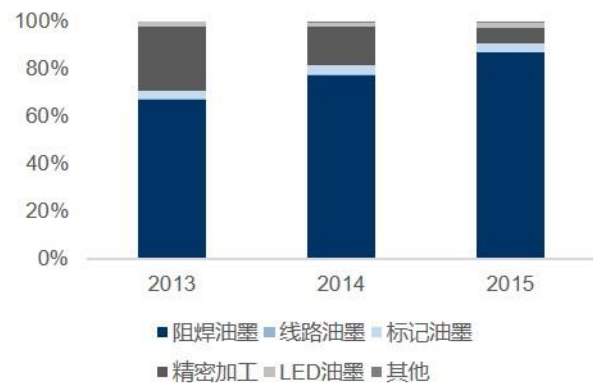
公司主营 PCB 油墨，是国内阻焊油墨第一品牌。从业务分类看，液态感光油墨是公司营业收入的主要来源，2016 年收入占比 86.3%，而根据招股说明书披露的细分产品来看，公司营业收入主要来源于 PCB 油墨（包括阻焊油墨、线路油墨、标记油墨），2015 年 PCB 油墨占比 91%，特种油墨（包括精密加工油墨、LED 油墨）占比 9%，而 PCB 油墨中阻焊油墨是公司主要产品，2015 年阻焊油墨收入占总收入的 86.8%。

图 6：2016 年液态感光固化油墨收入占比 86.3%



资料来源：Wind，申万宏源研究

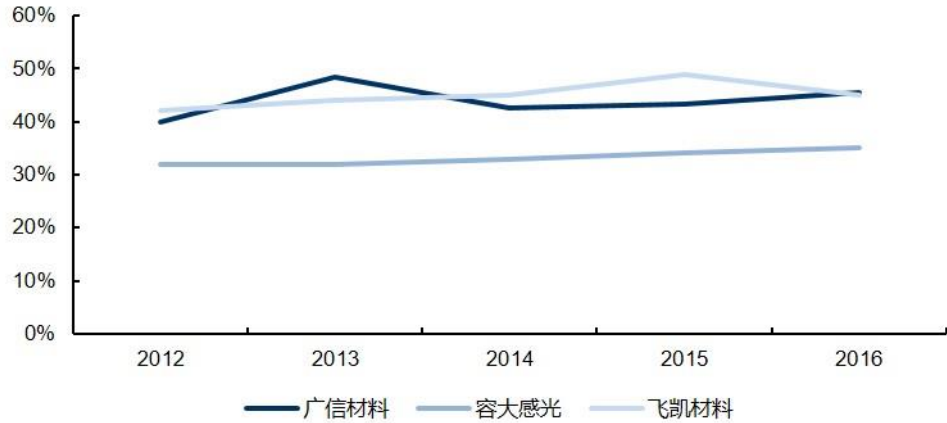
图 7：2015 年细分产品中阻焊油墨收入占比 86.8%



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

近年来公司紫外感光材料产品始终维持 40% 以上的高毛利率水平，与飞凯材料的紫外固化光纤涂料产品毛利率水平接近，对比经营同类产品的容大感光，公司毛利率高于约 10 个百分点，足见公司在产品结构，生产经营管理方面处于业内领先水平。

图 8：公司紫外感光材料产品毛利率维持 40% 以上

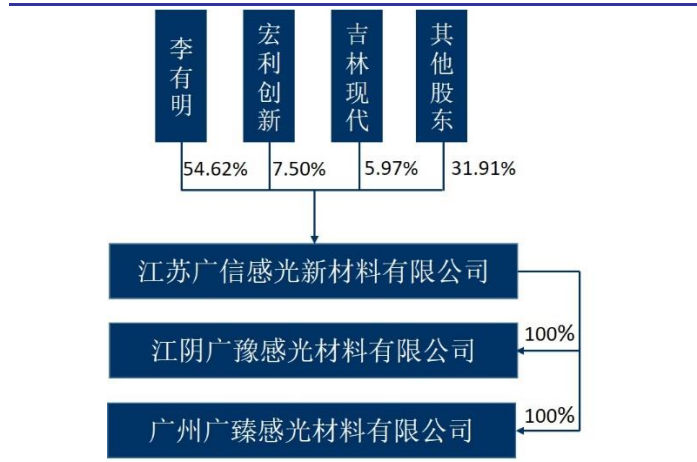


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 管理层深耕行业，积极资本运作加速公司发展

公司股权结构集中。控股股东、实际控制人为董事长李有明先生，持股比例 54.62%。

图 9：董事长李有明持有公司 54.62% 股权



资料来源：公司公告，申万宏源研究

管理层做大做强公司的意愿强烈，上市之初便积极资本运作。董事长李有明先生自 1991 从事电子化学材料以来，在 PCB 专用油墨制造行业已有二十多年经验，对紫外感光行业具有深刻的理解和丰富的资源，使公司在上市之初便得以展开同行业并购。公司公告拟以发行股份及支付现金的方式购买陈朝岚等 8 名交易对方持有的江苏宏泰 100% 股权，交易价格为 6.6 亿元，其中 60% 以发行股份方式支付，股份发行价格为 27.86 元/股，共计发行 14,213,924 股；交易价格的 40% 以现金方式支付。同时公司拟向不超过 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。目前该事项已获证监会核准批文。

1.3 募投项目扩建产能，支撑未来长期发展

募投项目打破产能瓶颈。由于近年来受产能限制，公司业务规模无法进一步扩张，导致业绩并没有明显增长。公司通过本次 IPO 募投“年产 8000 吨感光新材料项目”，包括液态感光固化油墨产能 6000 吨/年，紫外光固化油墨产能 2000 吨/年，该项目预计 2017 年 11-12 月实现试生产及验收。**募投项目在扩张产能的同时，将实现技术和品质进一步升级，未来产能释放将打开快速成长通道，支撑公司长期发展。**

表 2：公司募投项目

项目名称	预计总投资(万元)	产品类别	产品应用	产能(吨/年)
年产 8000 吨感光新材料项目	27001.52	液态感光固化油墨	印制电路板、精密加工保护、LED 背光等	6000
		紫外光固化油墨	印制电路板、精密加工保护等	2000

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

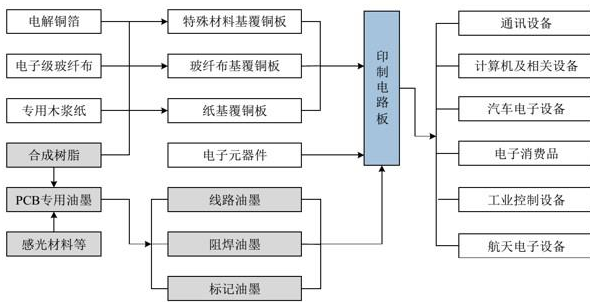
2. PCB 油墨进口取代正当时，技术延伸打开成长新空间

2.1 日本太阳油墨全球独大，中国大陆收入占比超 40%

印制线路板或印刷电路板简称 PCB (Printed Circuit Board)，是电子元器件的支撑体，是电子元器件电气连接的载体。通常把在绝缘材料上按预定设计制成印制线路、印制组件或者两者结合而成的导电图形称为印制电路。电子设备采用印制板后，由于同类印制板的一致性，从而避免了人工接线的差错，并可实现电子元器件自动插装或贴装、自动锡焊、自动检测，保证了电子设备的质量，提高了劳动生产率、降低了成本，并便于维修。

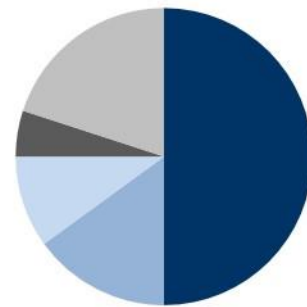
PCB 的产业链比较长，专用油墨、玻纤纱、环氧树脂、玻纤布、铜箔、树脂片、覆铜板、印刷线路板、电子设备整机装配是一条产业链上紧密相连的上下游产品，其中油墨产品约占 PCB 总成本的 5%。

图 10：PCB 产业链



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 11：油墨产品约占 PCB 总成本 5%



■ CCL、胶片 ■ 铜箔 ■ 磷铜球 ■ 油墨 ■ 其他

资料来源：FOXCONN，申万宏源研究

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,其在印制电路板的生产制造过程中起着不可或缺的作用,并且 PCB 专用油墨质量的好坏会直接影响印制电路板的性能表现。作为印制电路板行业的重要配套材料,PCB 专用油墨属于重要的电子化学品。目前 PCB 专用油墨主要可以细分为阻焊油墨、线路油墨和标记油墨等品种。

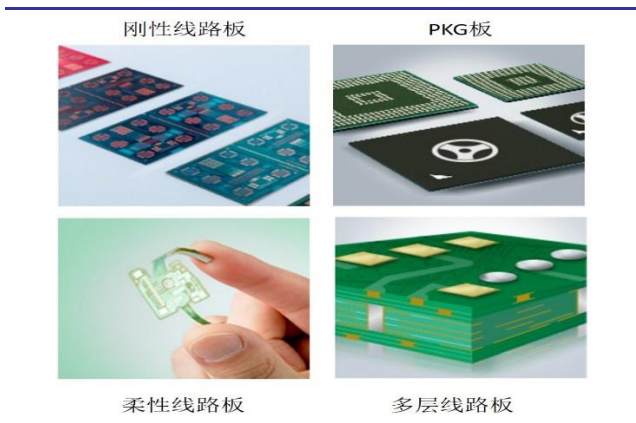
表 3: PCB 专用油墨产品及用途

产品类别	主要用途
阻焊油墨	涂覆在印制电路板表面形成永久性的聚合物保护膜,具有防焊、保护、美观等作用
线路油墨	用于印制电路板精细电路的加工保护
标记油墨	用于电子元件及线路的文字标记

资料来源:招股说明书,申万宏源研究

日本太阳油墨全球独大,中国大陆收入占比超 40%。目前全球 PCB 油墨市场呈现日本太阳油墨一家独大的格局,占据了全球 60%的市场份额。太阳油墨产品包括湿膜和干膜,下游覆盖刚性线路板、PKG 板、柔性线路板和多层线路板等多个应用领域。2016 年日本太阳油墨营业收入 498.0 亿日元(约 30.7 亿人民币),营业利润 109.6 亿日元(约 6.8 亿人民币),其中刚性线路板材料占收入 70.7%。从地域收入看,2013-2016 年三年中国大陆地区收入占比均在 40%以上,已成为太阳油墨收入来源最大的地区。

图 12: 日本太阳油墨应用领域



资料来源:日本太阳油墨网站,申万宏源研究

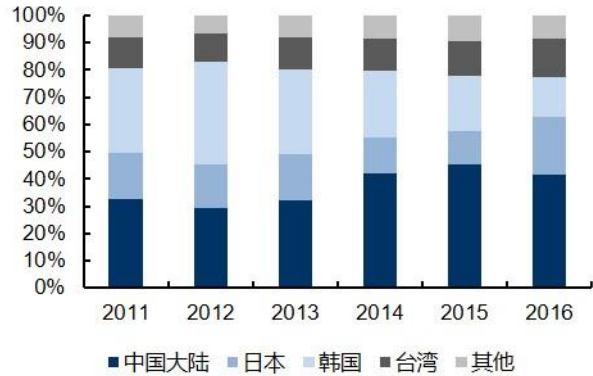
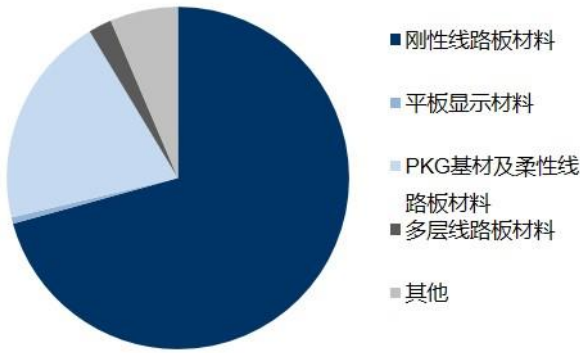
图 14: 刚性线路板材料占收入 70.7%

图 13: 2016 年太阳油墨营业收入 498.0 亿日元,营业利润 109.6 亿日元



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 15: 最近三年中国大陆地区收入占比 40%以上



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

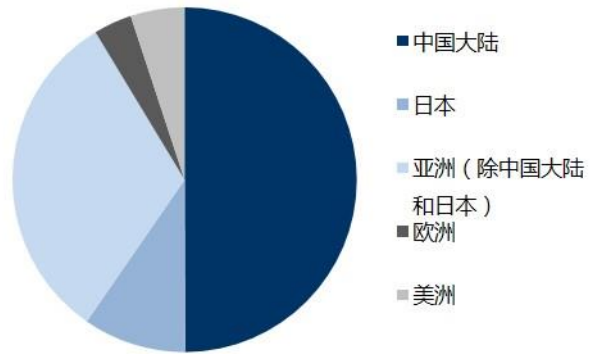
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

2.2 PCB 产业持续向国内转移, PCB 油墨国产化替代有望加速

过去十多年来, 全球 PCB 行业持续向亚洲尤其是中国大陆迁移, 中国大陆迅速成为电子产品和 PCB 生产大国。近年来全球 PCB 产业发展放缓, 而国内方面内需市场潜力和生产制造优势促使中国 PCB 产业在数年内成倍增长, 已成为 PCB 行业增长速度最快的国家。据 PrismaMark 统计, 2008 年中国大陆 PCB 行业的市场规模仅 150 亿美元, PCB 产值占全球 31%; 到 2016 年中国大陆 PCB 产值达到 271 亿元, 占全球比例已达到 50%。

图 16: 全球及中国大陆 PCB 产值 (亿美元) 及占比

图 17: 2016 年大陆 PCB 产值占全球 50%



资料来源: PrismaMark, 申万宏源研究

资料来源: PrismaMark, 申万宏源研究

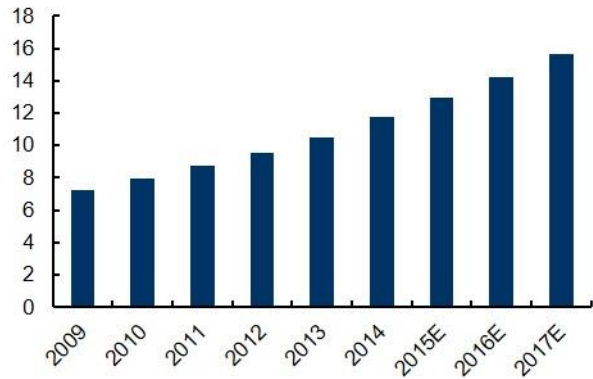
尽管近几年全球 PCB 行业受价格影响产值有所波动, 但是我国 PCB 产量仍维持着 10% 左右的速度增长, PCB 油墨需求量也日益增长。根据中国电路板协会 CPCA 数据, 每平方米 PCB 需油墨 0.5kg 计算, 2014 年油墨需求量约 11.8 万吨, 预计 2017 年油墨需求量将达到 15.5 万吨, PCB 油墨需求量仍将保持稳定增长。

图 18: 我国 PCB 线路板产量预计将维持 10% 的增长

图 19: 我国 PCB 油墨需求量 (万吨) 将维持 10% 的增长



资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究



资料来源：申万宏源研究

目前国内低端 PCB 油墨产品竞争激烈，而高端产品主要依赖进口。随着 PCB 行业的发展，PCB 油墨产业在国内逐渐起步，虽然性能上逐渐接近进口油墨水平，但是由于盲目追求扩张，缺少对基础研究的投入，导致产品品质稳定性差。根据草根调研了解，一般低端客户通常采用价格便宜的国产油墨，而高端客户对品质要求较高，往往会指定油墨供应商。同时由于高端客户对产品一致性和稳定性要求较高，对油墨产品具有较高的依赖性，通常不会轻易更换油墨供应商，因此 PCB 油墨产品向高端客户渗透的难度较高。

随着 PCB 产业不断向国内转移，PCB 油墨的国产化迎来重要窗口期。目前国内 PCB 专用油墨高端市场主要被日本太阳油墨等外资企业控制，以阻焊油墨市场为例，日本太阳油墨及子公司永胜泰占据近 70% 的市场份额。日本太阳油墨 2016 年在中国大陆收入约 12 亿元，但是由于外资企业运输距离远，产品制备成本高，服务响应慢等问题，国产品牌性价比优势日渐突出，市占率正在不断提升。公司 PCB 专用油墨产品经过十多年的发展，目前已成为国产化龙头企业，阻焊油墨市场占有率约 13%，国内企业市占率第一。目前公司主要下游客户包括博敏电子、依顿电子等电路板企业，2017 年开拓了青岛富士康，显示了公司产品向高端化的逐步迈进。未来高端客户占比的进一步提升，产能瓶颈的突破，将推动公司业绩快速成长，长期受益国产化替代。

表 4：PCB 专用油墨细分市场

产品类别	行业规模	市占率
阻焊油墨	23 至 25 亿元	日本太阳油墨：50%；永胜泰（太阳油墨子公司）：19% 广信材料：13%；容大感光：10%
线路油墨	约 6 亿元	容大感光：25%；广信材料：小于 1%
标记油墨	1 至 2 亿元	广信材料：约 5%；日本太阳油墨：>5%

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2.3 LED 油墨技术突破在即，未来放量可期

我国 LED 行业进入高速发展期，已成为全球最主要的 LED 应用产品生产基地。LED 是由半导体材料通过半导体工艺制备的固体发光器件，其发光原理是利用半导体材料的特性将电能转化为光能而发光。LED 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 作为新型照明光源都具有替代传统照明光源的极大潜力。随着 LED 技术的日益成熟，受行业需求迅速增长和国家产业政策引导等因素的共同驱动，我国 LED 行业进入高速发展期，2011 年我国 LED 应用产值 1160 亿，2016 年已接近 3700 亿元，复合年增长率 26%，中国已经成为全球最主要的 LED 应用产品生产基地。

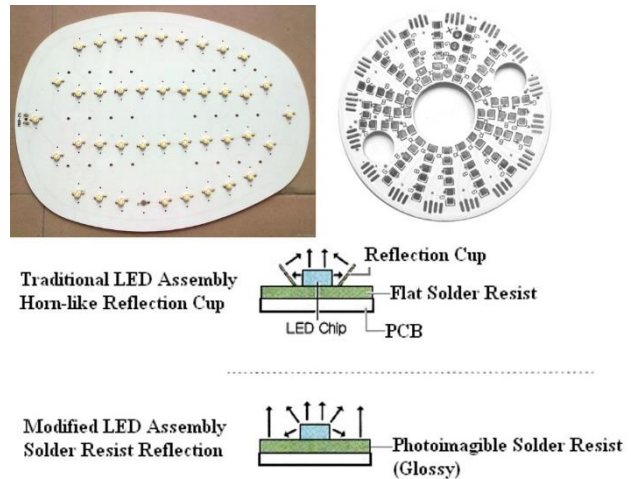
图 20: 2011-2016 年中国 LED 应用产值复合增长率

26%



资料来源：高工产研 LED 研究所，申万宏源研究

图 21: LED 背光油墨（白油）



资料来源：申万宏源研究

随着 LED 产业的迅速发展，LED 背光油墨等相关电子化学品迎来发展机遇。LED 照明灯具的技术要求主要体现在光强度、演色性和光照均匀度等方面。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。中国 LED 背光和照明领域的产值约占 LED 应用领域总产值的 70%，LED 背光油墨成本约占总生产成本的 2~3%，按此估算中国 LED 背光油墨的市场规模超过 50 亿元，并预计仍将以 10% 以上的增速增长。由于国内企业起步较晚，目前国内 LED 背光油墨市场主要被日本太阳油墨，安美特、台湾联致等企业所垄断。

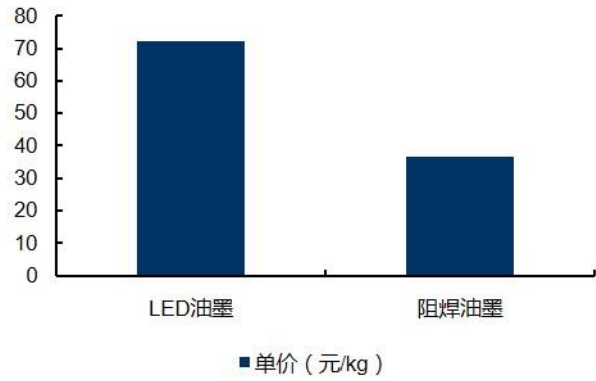
公司 LED 油墨技术实现突破，已进入小批量供应阶段。LED 油墨具有高附加值，产品单价为阻焊油墨的两倍，公司 LED 油墨年收入约 500 多万，占总营收比例约 2%。由于 LED 油墨对耐候性要求较高，目前公司产品在长期使用后容易出现发黄现象，因此限制了该产量的放量。公司正在积极调整工艺，并且随着未来并购江苏宏泰后，江苏宏泰在紫外汽车灯涂料领域拥有领先技术，可帮助公司解决 LED 油墨耐候性不佳的问题，未来 LED 油墨产品有望进入放量阶段，将成为新的利润增长点。

图 22: LED 油墨收入约占总营收 2%

图 23: LED 油墨单价为阻焊油墨两倍



资料来源：招股说明书，申万宏源研究



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2.4 精密加工保护油墨大概率重回苹果生产线

近几十年来,电子信息产品制造行业经历了突飞猛进的发展,根据 Prismark 数据,2013 年全球电子整机产品产值高 1.99 万亿美元,预计 2017 年全球电子整机产品的产值将达到 2.37 万亿美元。2016 年我国电子信息制造业收入达到 12.2 万亿元,预计未来仍将保持 10% 的增速。

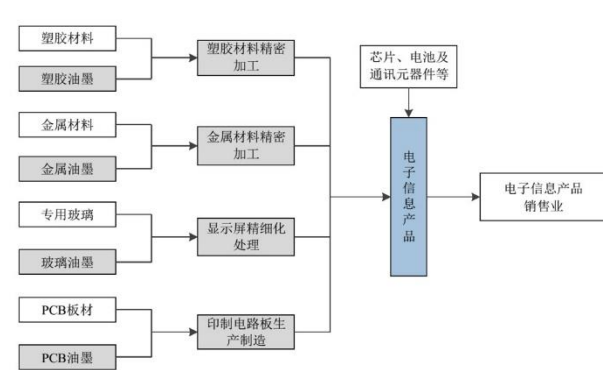
精密加工保护油墨是为了满足工业制造过程中对精密加工和超精密加工的要求而专门研制的油墨产品。电子信息产品不仅性能持续提升,外观设计要求也不断提高。为了在追求高性能的同时,推动电子信息产品向轻薄化、精致化方向发展,不断挑战加工精度和表面质量的极限,精密和超精密加工技术应运而生。

图 24: 2011-2016 我国电子信息制造业收入复合增长率 10%



资料来源：工信部，申万宏源研究

图 25: 精密加工保护油墨产业链



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

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。由于

电子信息产品制造业精密化发展对精密加工保护油墨产生的需求，随着电子信息产品制造行业市场规模的不断扩大，保守估计国内对金属保护油墨和塑胶保护油墨的年需求量可达数千吨。

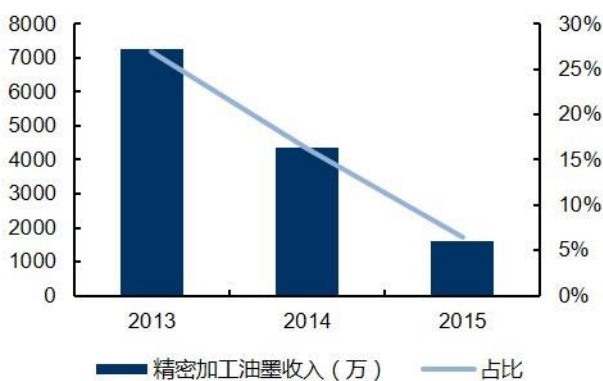
图 26：公司金属精密加工保护油墨应用



资料来源：申万宏源研究

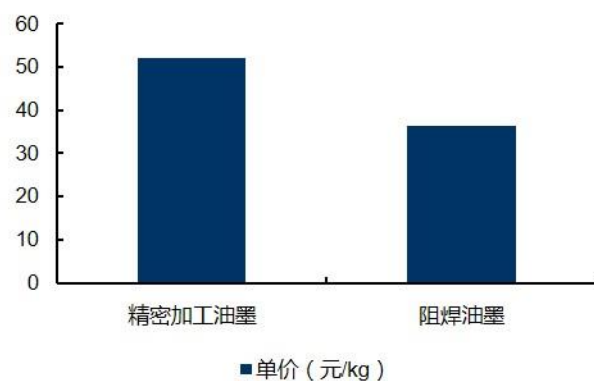
公司金属精密加工保护油墨在 2012 年取得关键突破，开始批量生产，主要应用于富士康代工的 iPhone（包括 iPhone 4、4S、5、5S 及 SE 等系列手机）的零配件制造。2013 年相应产品收入达到 7200 多万，占总营收比例的 27%。但是由于公司金属精密加工保护油墨客户单一，iPhone 6 系列开始生产工艺有所改变，不再使用油墨保护的加工方式，导致公司该项业务快速下滑，2015 年收入仅 1615 万元，占总营收比例下滑至 6.5%。尽管公司业务收入受到影响，但是公司与富士康仍然保持着紧密的合作关系。2017 年是苹果诞生十周年，备受期待的新款 iPhone 手机基本确定采用双面玻璃加金属边框的形式。新款 iPhone 将在生产过程中使用加工油墨保护金属边框，公司该油墨已经通过委外环保检测，大概率通过客户端测试，重回 iPhone 生产线，产品高附加值将带来额外业绩提升。

图 27：2015 年精密加工保护油墨占比下滑至 6.5%



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 28：精密加工保护油墨单价为阻焊油墨 1.4 倍



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2.5 新兴产品不断突破，未来充满看点

近年来公司通过不断研发创新，诸多新兴项目逐渐突破，未来将进一步丰富公司产品结构，为持续发展提供新动力。

液态感光低压喷涂阻焊油墨研发项目：低压喷涂技术可有效解决网印人员操作技能差异所造成品质的变化，大幅提升制板效率，降低 PCB 企业生产成本，提升企业竞争力。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，2017 年预计将扩大市场，从而丰富公司产品结构、提升公司效益。

塞孔油墨研发项目：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。目前公司产品已经通过客户测试，预计将为公司效益带来积极影响。

静电喷涂阻焊油墨的研发及产业化：静电喷涂工艺的出现，对改进 PCB 制作的质量有着重要作用，而国内市场上此类油墨的缺稀。目前公司静电喷涂阻焊油墨已经完成配方设计及实验室测试，处于配方优化及客户评估、试用过程，未来将为公司发展带来新机遇。

基于先进碳材料的水性导电油墨研究项目：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. 积极并购江苏宏泰，优势协同共促未来发展

上市公司拟以 6.6 亿元收购江苏宏泰高分子有限公司，江苏宏泰主要从事紫外光固化涂料的研发、生产和销售，与上市公司同处紫外光固化领域，协同效应显著。**江苏宏泰承诺 2017-2019 年净利润分别不低于 4800、5500、6200 万元。本次收购若顺利完成将大幅增厚上市公司业绩。**

3.1 紫外固化涂料领先企业，业绩维持高速增长

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，其核心研发和管理团队在该行业积淀多年，早在 1992 年就研发出了第一批商品化的紫外光固化涂料产品，具有丰富的行业经验和技術积累。公司主要产品为“汉普诺”系列紫外光固化涂料，主要用于如手机外壳等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，货车复合材料箱体的特种保护，运动器材的外层保护，金属基材料保护等领域。下游主要客户为手机制造商、汽车零部件制造商、化妆品包装制造商、运动器械制造商等。

图 29：江苏宏泰产品应用领域

图 30：江苏宏泰下游主要合作企业

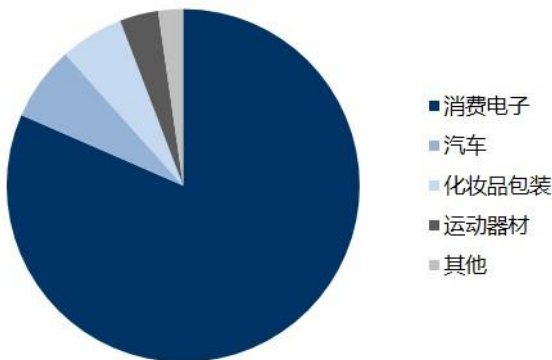


资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

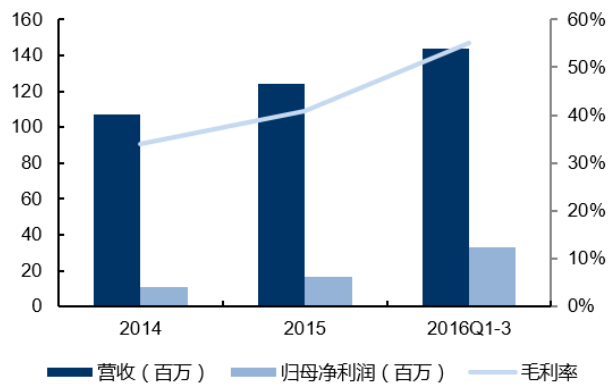
目前，消费电子领域是江苏宏泰产品主攻方向，2016年前三季度消费电子领域收入占比为80%，销量最大的产品为ABS消费电子涂料产品，该类型产品具有优异的耐磨性和耐候性，同时可以使塑料材料具有金属质感。公司消费电子产品涂料主要应用于华为、OPPO、酷派、联想以及TCL等国内知名手机品牌的产品上，在消费电子涂料领域具有明显的竞争优势。近年来，江苏宏泰业绩快速增长，2015年实现净利润1654万元，同比增长49.7%，而2016年前三季度即已实现净利润3314万，毛利率从2014年34%提升至55%。这主要是由于自2015年下半年以来，江苏宏泰涂料产品得到华为等品牌手机厂商的认可，直接客户从二级模厂逐步由终端品牌商的一级模厂取代，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较大幅度改进，配方调整使得单价较低的原材料占比显著提高，产品成本有了明显下降。

图 31：江苏宏泰消费电子涂料占收入 80%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：江苏宏泰业绩快速增长



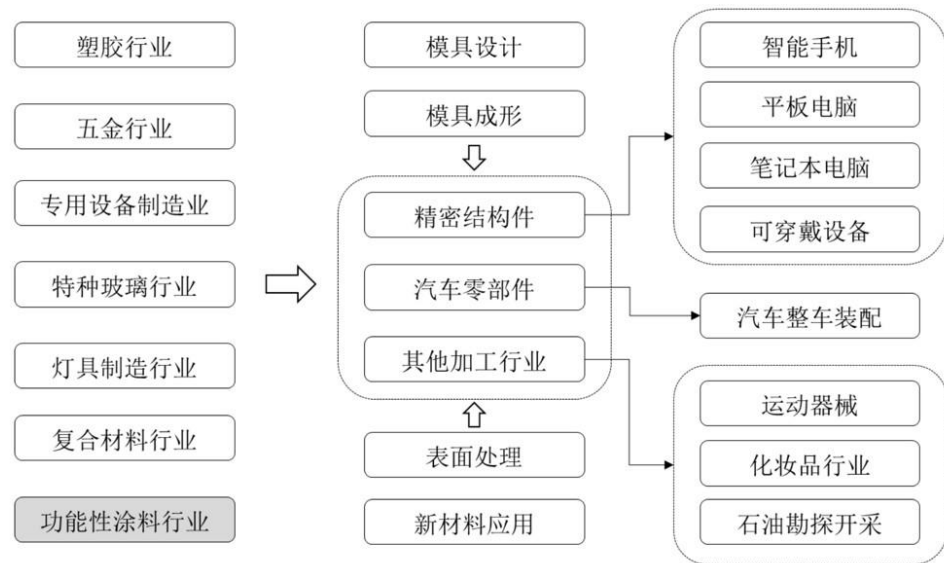
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 紫外固化涂料应用广泛，江苏宏泰未来空间广阔

紫外光固化涂料是紫外光固化材料的一种，通过紫外光照射，紫外光固化涂料可在基体表面实现快速固化并形成固态涂膜，从而使基体表面拥有一定功能性（如抗腐蚀、耐刮伤、耐黄变等）。紫外光固化涂料具有高效、适应性广、节能、环境友好、经济等特点，因此市场规模不断扩大，并逐步替代传统的热固化涂料，目前已成为多个领域的重要功能

性材料。同时相比传统溶剂型涂料几乎不排放挥发性化合物，符合环境和发展的要求，被誉为“21 世纪的绿色涂料”，将成为未来表面涂料发展的主流。

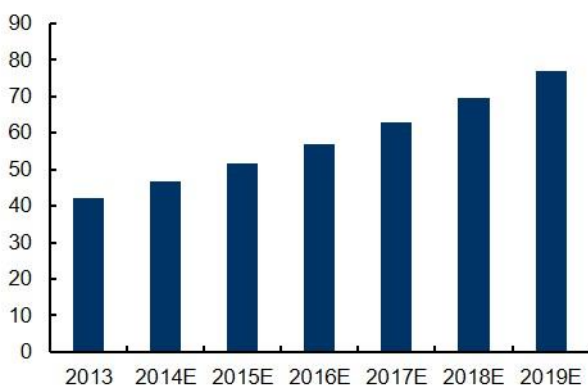
图 33：紫外固化涂料应用广泛



资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据 Marketsand Markets 研究报告，2013 年全球紫外光固化涂料市场价值约为 42.2 亿美元，预计到 2019 年将有望达到 75.9 亿美元，年复合增长率约为 10.5%。根据中国感光协会辐射固化专委会的统计数据，2013 年我国辐射固化市场需求量为 15 万吨，预计到 2018 年需求量将达到 34 万吨，复合年增长率 18%。

图 34：全球紫外固化涂料市场规模（亿美元）复合年增长率预计 10.5%



资料来源：Markets and Markets，申万宏源研究

图 35：我国辐射固化市场需求量（万吨）复合增速 18%

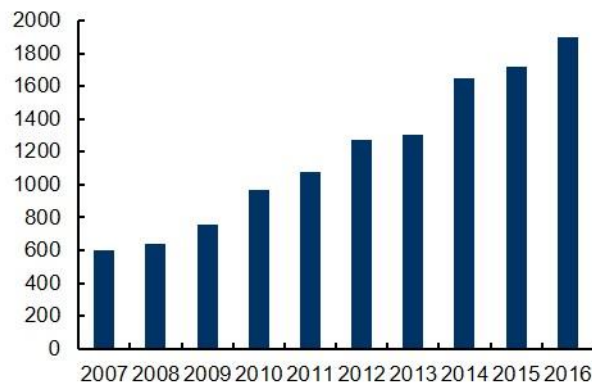


资料来源：感光协会辐射固化专委会，申万宏源研究

2016 年，涂料行业全年规模以上工业企业产量达 1899.8 万吨，同比增长 10.6%，近十年来我国涂料产量复合年增长率约 14%。全球光固化涂料占工业涂料的市场份额为 1.7%-2.0%，欧洲的比例约 4%，而我国光固化涂料仅占到工业涂料市场份额的 0.5%，远低于

于全球平均水平和欧洲发达国家水平。随着我国对环保要求的日益趋严，光固化技术凭借其环境友好、资源节约的特点，渗透率势必得到提升。

图 36: 近十年来我国涂料产量(万吨)复合增长率约 14%



资料来源：中国涂料在线，申万宏源研究

消费电子是江苏宏泰涂料产品最主要的应用领域，其中绝大部分都应用于智能手机精密结构件的表面处理。近年来，随着互联网产业走向成熟，移动互联的快速崛起引领了智能终端设备蓬勃发展，以智能手机为代表的终端设备通过持续创新，出货量持续增长。根据 IDC 数据统计，2012 年全球智能手机出货量 7.25 亿部，2016 年达到 14.7 亿部，我国 2013 年智能手机出货量 2.58 亿部，2016 年达到 5.28 亿部，均实现翻倍增长。随着通信技术的不断发展，预计未来消费者的手机替代需求也将持续增加，根据 IDC 预测 2020 年全球智能手机的出货量将达到 17.10 亿部。目前，江苏宏泰的专用手机涂料产品主要应用于华为、OPPO、酷派、联想、TCL 等国产品牌手机的精密件表面处理，近年来得益于国产品牌手机的快速崛起，江苏宏泰手机专用涂料的产销规模不断增加。

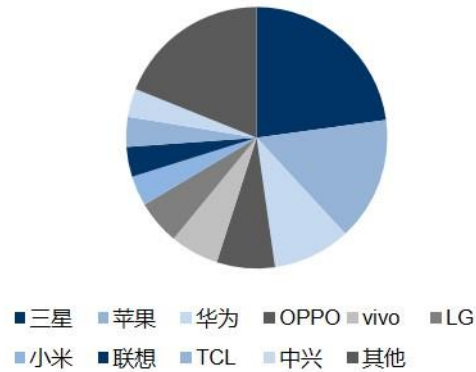
虽然此前江苏宏泰手机涂料主要应用于 ABS 塑料机壳，而近年来金属机身占比正在不断提高，随着未来新一代 iPhone 手机的推出，业内普遍预测“金属中框+前后双 3D 玻璃”将会成为未来高端手机的标配。由于紫外固化涂料核心技术相通，基底的改变并不会对涂料产品的更换带来很大的技术壁垒，公司已成功开发了 3D 玻璃专用透明涂料，可以有效地解决手机正面和反面玻璃表面容易集聚指纹的痛点，目前正与知名手机厂商进行工程样机研发。中长期来看，随着 5G、无线充电等技术的应用将成为大势所趋，而金属外壳的电磁屏蔽效应局限性使得其渗透率将不断下滑，新型的 3D 玻璃有望成为高端机的主导，而中低端机型可能会回归工程塑料外壳。因此，从长期来看，一方面 3D 玻璃专用涂料可满足高端机型的加工需求；另一方面，适用于中低端机型的塑料专用涂料可以公司带来较为稳定的利润。

图 37: 智能手机出货量快速增长

图 38: 2016 年智能手机市场份额



资料来源：工信部，IDC，申万宏源研究



资料来源：TrendForce，申万宏源研究

江苏宏泰的汽车涂料产品目前主要用于汽车车灯罩和反光罩的生产加工，未来还有望应用于汽车轮毂、汽车内饰、车窗玻璃等领域。经过多年的技术积累，江苏宏泰的汽车涂料产品在产品性能和质量上已处于行业前列，并得到了下游客户的一致认可。汽车零配件行业具有很高的资质门槛，国外汽车生产厂商普遍要求零配件供应商通过其资质认证，且认证周期较长，汽车车灯涂料的资质认证周期一般在 3-5 年。目前江苏宏泰的产品应用于通用五菱、长安、奇瑞等国产品牌汽车的零部件生产。为了切入外企汽车品牌的供应链系统，江苏宏泰于 2016 年 4 月委托国外认证机构对汽车车灯涂料产品进行性能认证，目前测试数据均符合要求，公司车灯产品未来有望以此进入外企汽车品牌供应链，打开成长新空间。

除了电子消费品和汽车产品以外，江苏宏泰的专用涂料产品还应用在化妆品包装、轻质箱体保护、钢材临时防护以及运动器材防护等领域，未来公司依靠新领域业务的不断开拓，将保障其长期成长性。

3.3 协同效应显著，强强联合未来可期

由于上市公司与江苏宏泰均处于紫外固化技术领域，因此在业务、客户、技术、采购等方面均存在优势互补，未来将充分发挥协同效应，实现 1+1>2 的效果，有效提升行业竞争力，加速上市公司发展。

业务协同：上市公司油墨产品主要应用于 PCB 板、电子产品精密加工、LED 照明等领域，江苏宏泰主要产品则应用于消费电子产品、汽车零部件、化妆品包装、运动器材等。两者在原材料构成、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。本次交易完成后，上市公司将扩充产品线，丰富业务结构，有助于增强上综合竞争能力，提高抗风险能力和持续经营能力。

客户协同：上市公司主要客户除国内知名印制电路板生产企业以外，还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，主要应用于 iPhone 系列手机的金属外壳加工处理。而江苏宏泰产品通过手机模组厂应用于华为、OPPO 等手机的外壳加工。两者客户互相补充，覆盖大部分手机品牌的代工企业，同时可以

加速新产品的加速渗透。此外，江苏宏泰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，丰富客户资源。

技术协同：两家公司在原材料构成、制造工艺、固化方式等方面拥有较多共同点，研发环节存在互通。本次交易完成后，双方研发团队将实现技术共享和互补，研发能力将得到进一步。

采购协同：两家公司主要原材料均由树脂、单体、光引发剂等构成，上游原材料供应商存在一定程度的重合。本次交易完成后，两家公司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，进一步盈利能力。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1、假设公司募投 8000 吨/年产能 2017 年释放 10%，2018 年释放 50%，2019 年释放 100%。
- 2、公司油墨产品原材料主要为不饱和树脂、引发剂等石油化工产品，基于石油价格维持区间震荡，下游 PCB 持续涨价，假设公司油墨产品价格基本维持稳定。
- 3、公司手机精密加工油墨进入富士康 iPhone 生产线，假设今年 iPhone 8 出货量 8000 万台，每台油墨价值量 0.5 元，公司占 50% 份额，预计该业务今年收入 2000 万，18 和 19 年为 5000 万，本次富士康所用油墨为水性油墨，附加值高，预计毛利率 70%。

投资建议：公司是国内 PCB 专用油墨龙头企业，长期受益进口替代，募投项目将打破产能瓶颈，新兴产品持续突破，未来成长确定性高。精密加工保护油墨大概率重回苹果生产线，有望受益苹果大年行业催化。公司上市之初便积极资本运作，并购江苏宏泰将大幅增厚业绩。暂不考虑并购江苏宏泰的影响，预计 2017-19 年归母净利润分别为 0.54、0.84 和 1.12 亿，对应 EPS 0.34、0.52、0.70，对应 PE 63X、42X、31X。公司为次新股，市值较小，未来成长确定性高，考虑江苏宏泰业绩承诺后备考业绩 2017 年 1.02 亿，2018 年 1.39 亿，按增发后市值计算对应 PE 41X、30X，在电子化学品公司中估值较低，且公司增发价格为 27.86 元/股，目前股价倒挂 23%，首次覆盖，给予“增持”评级。（对应 6-6 日股价 21.56）

按照相对估值法对广信材料进行估值，选取电子化学品上市公司容大感光、飞凯材料、上海新阳、扬帆新材等四家上市公司进行对比，可比公司 2017 年平均 PE 55 倍。公司并购江苏宏泰后估值将快速消化，仍有提升空间。

表 5：估值对比表

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 (2017/6/6)	EPS				PE			
					16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
300576	容大感光*	28	0.80	35.15	0.57	0.50	0.65		50	70	54	
300398	飞凯材料	56	3.64	15.43	0.65	0.37	0.71	1.10	80	42	22	14
300236	上海新阳	57	1.94	29.40	0.28	0.44	0.74	1.07	159	67	40	27

股票代码	简称	总市值	总股本	股价	EPS			PE			
300637	扬帆新材*	29	1.20	24.06	0.67	0.57	0.61	0.80	42	39	30
	平均								55	39	24
002108	广信材料	34	1.60	21.56	0.42	0.34	0.52	0.70	111	63	42

资料来源：申万宏源研究，*标注数据来自 wind 一致性预期，其余为申万宏源研究覆盖报告预测

表 6：关键假设表

液态感光固化油墨	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售量 (吨)	5757	6240	6840	9240	12240
不含税平均价格 (万元/吨)	3.85	3.75	3.70	3.70	3.70
销售收入 (百万)	222	234	253	342	453
销售毛利 (百万)	95	101	106	144	190
毛利率 (%)	43%	43%	42%	42%	42%
紫外光固化油墨	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售量 (吨)	454	531	731	1531	2531
不含税平均价格 (万元/吨)	4.04	4.95	4.90	4.90	4.90
销售收入 (百万)	18	26	36	75	124
销售毛利 (百万)	10	17	23	48	79
毛利率 (%)	53%	65%	64%	64%	64%
热固化油墨	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售量 (吨)	192	210	210	210	210
不含税平均价格 (万元/吨)	4.53	4.45	4.50	4.50	4.50
销售收入 (百万)	9	9	9	9	9
销售毛利 (百万)	4	5	5	5	5
毛利率 (%)	47%	52%	52%	52%	52%
其他油墨	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售量 (吨)	93	84	90	90	90
不含税平均价格 (万元/吨)	1.74	1.58	1.60	1.60	1.60
销售收入 (百万)	2	1	1	1	1
销售毛利 (百万)	0	0	0	0	0
毛利率 (%)	0%	0%	1%	1%	1%
苹果手机加工油墨	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售收入 (百万)			20	50	50
销售毛利 (百万)			14	35	35
毛利率 (%)			70%	70%	70%

资料来源：申万宏源研究

表 7：合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	250	271	320	478	638
营业总成本	203	221	255	378	504
营业成本	142	148	172	246	328
营业税金及附加	2	3	3	5	6
销售费用	33	37	48	72	96
管理费用	22	26	37	56	75

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
财务费用	(0)	(0)	(2)	(1)	(1)
资产减值损失	5	8	(2)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	48	51	64	100	133
营业外收支	2	0	1	1	1
利润总额	49	51	65	101	134
所得税	8	8	11	17	23
净利润	42	42	54	84	112
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	42	42	54	84	112

资料来源：申万宏源研究

表 8：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	249	458	402	508	677
现金及等价物	38	122	31	31	92
应收款项	165	166	191	270	349
存货净额	46	50	60	87	116
其他流动资产	0	120	120	120	120
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	69	100	314	282	249
无形资产及其他资产	28	26	26	26	26
资产总计	347	585	743	816	953
流动负债	104	104	207	196	222
短期借款	0	0	88	28	0
应付款项	99	97	113	162	215
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	104	104	207	196	222
股本	75	100	100	100	100
资本公积	49	220	220	220	220
盈余公积	19	24	30	40	52
未分配利润	101	138	186	260	359
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	243	481	536	619	731
负债和股东权益合计	347	585	743	816	953

资料来源：申万宏源研究

表 9：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	42	42	54	84	112
加：折旧摊销减值	10	15	30	32	32
财务费用	0	0	(2)	(1)	(1)
非经营损失	(0)	(1)	0	0	0
营运资本变动	(6)	(15)	(17)	(56)	(55)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	45	42	65	59	88
资本开支	45	26	246	0	0

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(40)	(144)	(246)	0	0
吸收投资	0	203	0	0	0
负债净变化	0	0	88	(60)	(28)
支付股利、利息	25	9	(2)	(1)	(1)
其它融资现金流	0	(5)	0	0	0
融资活动现金流	(25)	189	90	(59)	(27)
净现金流	(20)	86	(91)	0	61

资料来源：申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。