

**投资评级：增持(首次评级)**

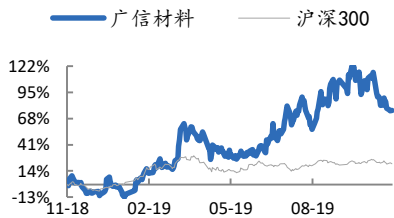
 当前价格(元): 18.18  
合理价格区间(元): 18.93~22.71

**证券分析师**
**雷涛**

 资格编号: S0120518060001  
电话: 021-68761616-6307  
邮箱: leitao@tebon.com.cn

**联系人**
**奚嘉**

 电话: 021-68761616  
邮箱: xijia@tebon.com.cn

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-14.8	-13.3	9.1
相对涨幅 (%)	-13.2	-13.6	7.6

资料来源: 德邦研究所

**相关研究**

# 油墨产能释放在即，涂料业务持续高景气

## 广信材料(300537)

**投资要点:**

- 国内领先的专用油墨、专用涂料制造商。**公司是国内 PCB 油墨龙头企业，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。2017 年公司收购江苏宏泰，进军光固化涂料领域。2018 年，江苏宏泰收购湖南阳光，继续加强对于 UV 新材料的布局。同时公司收购航盛能源进军锂离子电池电解液领域，并委托台湾广至合作开发光刻胶项目，为公司长期发展注入新的动力；
- PCB 油墨国产化迎来机遇，募投产能释放在即。**公司是国内较早从事电子感光化学材料业务的企业之一，公司 PCB 感光油墨产品包括阻焊油墨、线路油墨、字符油墨以及其他油墨，应用领域包括单面板、双面板、多层板以及 5G 通讯板等，可覆盖 PCB 公司绝大部分的需求。目前公司 8000 吨油墨项目建设已经全部完成，生产线进入试生产调试阶段，产能释放在即。公司新产能释放后，将极大缓解产能瓶颈的情况，为公司开拓新客户提供了基础；
- 涂料业务快速发展，成长空间巨大。**子公司江苏宏泰主要从事紫外光固化涂料的研发和生产，产品应用涵盖消费电子、汽车部件等领域。公司手机涂料客户包括华为、OPPO 等一线品牌厂商，中国手机品牌的快速成长为江苏宏泰的发展提供了良好的机遇，随着公司技术能力和服务水平的进步，公司市场份额有望持续提升。此外，公司发力汽车涂料，国产替代空间巨大，公司车灯涂料产品通过 AMECA 权威机构的认证，我们持续看好江苏宏泰业务的发展；
- 布局光刻胶业务，助力长期成长。**公司与台湾广至签订《技术委托开发合同》，开发“印刷电路板柔性基板用等用途的紫外光型正型光刻胶”技术项目。我国半导体材料产业相对薄弱，尤其在光刻胶领域，中高端产品依然被国外厂商垄断。公司在 PCB 油墨领域有较长时间的布局，客户优势明显。公司借助外部优质研发资源，有效拓展产品线，为公司长期发展注入新的动力；
- 投资建议:**首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2019-2021 年营收为 8.61、11.52、14.86 亿元，净利润为 1.09、1.46、1.93 亿元，对应 EPS 为 0.56、0.76、1.00 元，对应 2019-2021 年市盈率为 32, 24, 18 倍。可比公司 2020 年平均 PE 为 24.54 倍，考虑公司未来两年的成长性，我们认为公司合理估值水平为对应 2020 年 25-30 倍，对应目标价 18.93-22.71 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:**原材料大幅波动的风险；募投项目产能释放不及预期；下游客户需求不及预期。

**股票数据**

总股本(百万)	193.03
流通 A 股(百万)	193.03
52 周内股价区间(元)	22.0-8.63
总市值(百万)	3,370.26
总资产(百万)	1,906.26
每股净资产(元)	6.90

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	449	639	861	1152	1486
(+/-) YoY (%)	65.7	42.4	34.6	33.9	29.0
净利润(百万元)	61	55	109	146	193
(+/-) YoY (%)	44.6	-10.3	97.4	34.5	31.9
全面摊薄 EPS (元)	0.32	0.29	0.56	0.76	1.00
毛利率 (%)	42.5	37.3	34.8	35.7	36.3
净资产收益率 (%)	5.0	4.3	8.0	9.9	11.9

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 国内领先的专用油墨、专用涂料制造商 .....	5
2. PCB 油墨国产化迎来机遇，募投产能释放在即 .....	7
2.1 PCB 行业向国内转移，油墨国产化迎来机遇 .....	7
2.2 募投项目打破产能瓶颈，新产能释放在即 .....	9
2.3 原材料价格影响短期利润，未来有望回归正常 .....	10
3. 江苏宏泰：国内手机涂料龙头，成长空间大 .....	11
3.1 国内领先涂料厂商，国产替代空间广阔 .....	11
3.2 手机后盖材料变化，涂料及油墨要求提升 .....	14
3.3 发力汽车涂料，市场空间巨大 .....	15
4. 布局光刻胶业务，助力长期成长 .....	17
5. 业绩预测与投资建议 .....	18
5.1 盈利预测关键假设 .....	18
5.2 投资建议 .....	19
6. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1 公司发展历史.....	5
图 2 公司股权结构.....	6
图 3 公司营收（亿元）及增速.....	6
图 4 公司 2019H1 主营业务占比.....	6
图 5 公司净利润（亿元）及增速.....	7
图 6 公司毛利率和净利率情况.....	7
图 7 全球 PCB 产值（亿美元）及增速.....	8
图 8 2019-2024 年全球 PCB 产值规模预测（亿美元）.....	8
图 9 中国大陆 PCB 产值（亿美元）及增速.....	8
图 10 各地区 PCB 产值复合增长率情况.....	8
图 11 深南电路 2017H1 原材料采购占比.....	8
图 12 PCB 阻焊油墨市场格局.....	9
图 13 公司上市前产能情况（吨）.....	10
图 14 公司专用油墨毛利率情况.....	10
图 15 2016Q1 年公司成本拆分.....	10
图 16 久日新材产品价格走势（元/千克）.....	11
图 17 环氧树脂价格走势（元/吨）.....	11
图 18 江苏宏泰部分产品.....	12
图 19 2016 年江苏宏泰产品下游应用分布.....	12
图 20 全球智能手机出货量（百万部）及增速.....	13
图 21 中国智能手机出货量（百万部）及增速.....	13
图 22 NCVM 涂层结构.....	14
图 23 中国汽车销量（万辆）及增速.....	15
图 24 中国汽车原厂漆市场需求.....	16
图 25 汽车涂料细分市场占比.....	16
图 26 江苏宏泰汽车涂料产品.....	17
图 27 2017 年全球光刻胶应用领域.....	17
图 28 全球光刻胶市场份额.....	17
图 29 中国光刻胶需求量（万吨）.....	18
图 30 中国光刻胶市场规模（亿元）.....	18
图 31 公司 PE/PB Band.....	19

表 1 公司 PCB 感光油墨产品 .....	9
表 2 公司募投项目情况 .....	10
表 3 2019Q2 手机品牌出货量排名（百万部） .....	13
表 4 中国电子电器涂料类 TOP10 .....	13
表 5 不同材料手机后盖对比 .....	14
表 6 公司 AF 防指纹涂料产品 .....	15
表 7 国内主要汽车涂料生产企业及市场分布 .....	16
表 8 国内光刻胶市场情况 .....	18
表 9 公司营收预测（百万） .....	19
表 10 可比公司估值 .....	19

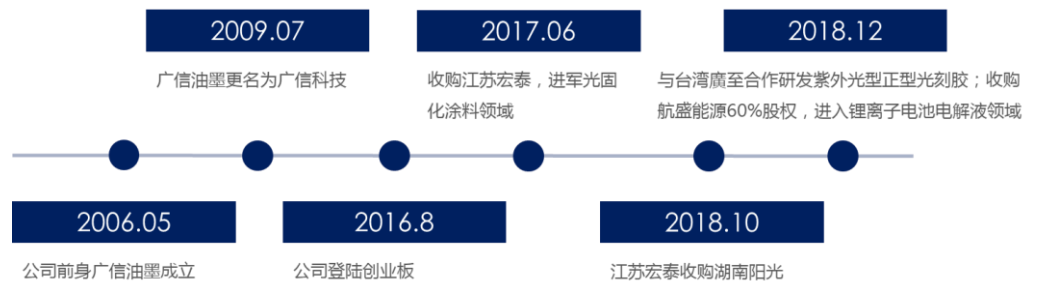
## 1.国内领先的专用油墨、专用涂料制造商

广信材料的前身为广信油墨,成立于2006年5月,2016年8月公司登陆创业板。公司拥有高性能专用油墨的自主研发能力,是国内领先的电子产品专用油墨制造企业。专用油墨产品是印制电路板、电子元器件、电子整机等产品生产过程中的重要化学材料,公司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。

2017年6月,公司收购江苏宏泰,进军光固化涂料领域。江苏宏泰是我国紫外光固化涂料行业领先企业,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,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。2018年10月,江苏宏泰收购湖南阳光,继续加强对于UV新材料的布局。

2018年12月,公司与台湾广至签订《技术委托开发合同》,合作开发紫外光型正型光刻胶技术项目,作为现有光固化产品和技术的有效补充和延伸。此外,公司收购航盛能源60%股权,涉足锂离子电池电解液行业。航盛能源专注于高性能锂离子电池电解液的开发、制造和销售,产品应用于汽车动力电池、储能电池、数码电池等各个领域。

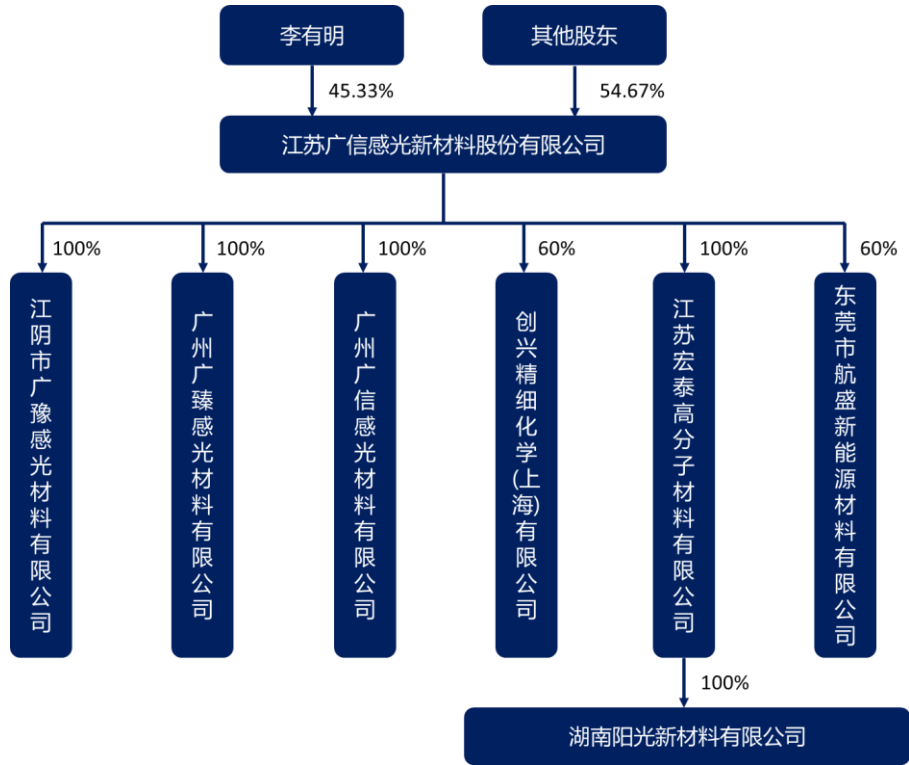
图1 公司发展历史



资料来源:公司官网,德邦研究所

公司股权较为集中,第一大股东及实际控制人李有明先生持有公司45.33%的股份。公司目前拥有6家子公司,其中有4家全资子公司。

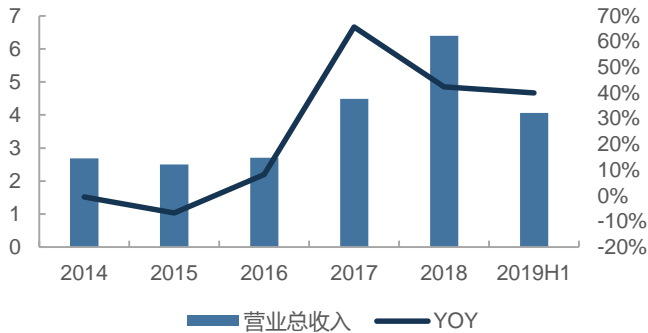
图2 公司股权结构



资料来源: Wind, 德邦研究所

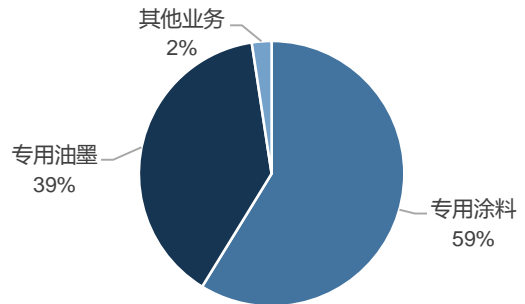
2017年公司收购江苏宏泰,进军光固化涂料领域,公司营收开始快速增长。2018年及2019年上半年公司营收增速均在40%左右,江苏宏泰为公司的成长注入了新的动能。2019年上半年,公司专用涂料业务营收占比达59%,专用油墨业务占比39%,涂料业务已经成为公司收入的第一大来源。

图3 公司营收(亿元)及增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

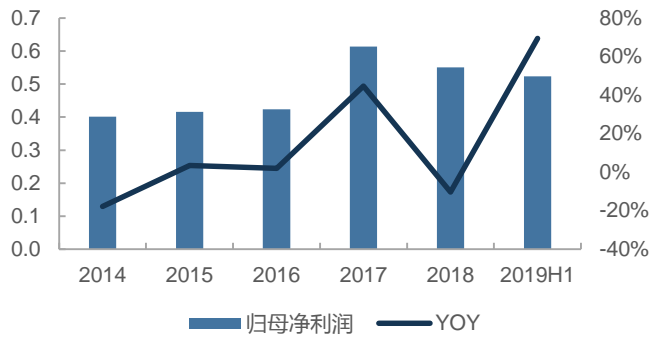
图4 公司2019H1 主营业务占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

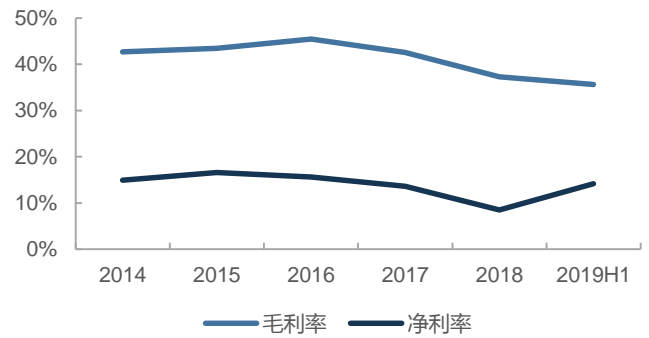
公司并表江苏宏泰后,净利润也有较大的提升。2018年公司净利润出现下滑,主要是由于江苏宏泰的客户龙昕科技因违规担保等原因致使龙昕科技经营受到影响,公司出于谨慎性原则对应收款进行了部分计提坏账准备。江苏宏泰2018年实现净利润4,029.95万元,截至2018年末净利润累计完成率为96.61%,其中对龙昕科技已计提坏账准备3,693.18万元。如果剔除龙昕科技的影响,公司2018年净利润仍能有接近50%的增长。2019年上半年,公司实现净利润5237万,同比增长69%,公司盈利能力仍在不断提升。

图5 公司净利润(亿元)及增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

图6 公司毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

我们认为公司的竞争优势主要有:

**第一, 重视研发投入, 技术处于国内领先水平。**公司在 PCB 油墨领域深耕多年, 无论是新产品的研发创新能力还是油墨的生产加工技术, 都处于行业前列, 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。公司还先后负责修订或牵头起草了国家工信部行业标准 (阻焊油墨)、中国印制电路行业协会行业标准 (阻焊油墨及标记油墨)、军用印制板设计制造验收标准等多个专业标准。在紫外光固化涂料领域, 子公司江苏宏泰拥有完善的研发团队。公司消费电子涂料产品丰富, 指标优异, 符合一线手机厂商技术要求; 公司车灯涂料产品还通过了 AMECA 认证, 技术实力获得认可。强大的技术实力是公司持续发展的基础, 是公司在激烈的市场竞争中脱颖而出 的保证。

**第二, 本地化服务能力强, 响应速度快。**近年来国内 PCB 企业快速成长, 市场份额不断扩大, 国内手机品牌也迅速崛起, 销量稳步增长。下游行业景气度的持续提升也为公司 PCB 油墨和手机涂料业务提供了难得的发展机遇。公司作为国内领先企业, 主要竞争对手包括国外大厂如 PCB 油墨领域的太阳油墨, 3C 涂料领域的 PPG、阿克苏诺贝尔等, 与国外大厂相比, 公司更贴近本土企业, 在多地设有生产基地和技术服务中心, 响应速度快, 本地化服务优势明显。

**第三, 各板块业务协同效应强, 客户优势突出。**公司目前主要业务 PCB 油墨和紫外光固化涂料以及未来重点布局的光刻胶领域在原理上有较强的相通性和延展性, 下游客户集中于电子行业, 终端应用均为电子和通信产品, 协同效应较强。公司 PCB 油墨客户包括依顿电子、博敏电子等, 手机涂料客户包括华为、OPPO 等, 客户实力较强, 知名度高。公司借助现有客户的优势, 在横向和纵向上的扩展更有抓手, 有助于公司新建产能的消化以及新业务的开拓。

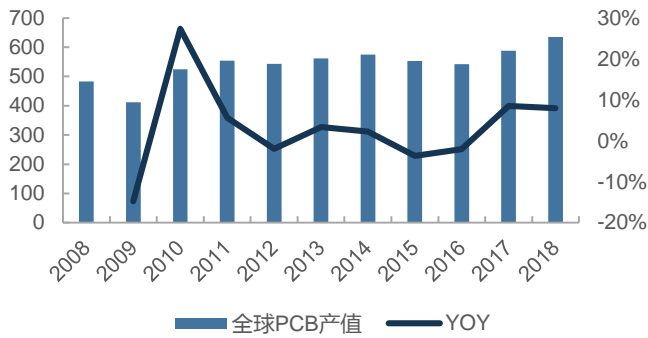
## 2.PCB 油墨国产化迎来机遇, 募投产能释放在即

### 2.1PCB 行业向国内转移, 油墨国产化迎来机遇

2018 年全球 PCB 产值 635.5 亿美元, 同比增长 8.0%。PCB 行业虽然会受到宏观经济的影响, 但是整体增速保持相对稳定。尽管 2015 和 2016 年全球 PCB 产值出现负增长, 但是由于智能手机及汽车电子的旺盛需求以及全球经济的复苏, 2017 年 PCB 产值增速超过 8%, 2018 年依旧保持快速的增长态势。预计 2024 年全球 PCB 产值有望超过 750 亿美元。5G、物联网、自动驾驶、人工智能等新兴应用将为电子产业带来快速发展的机遇, 从而带动 PCB 市场的稳定增长。

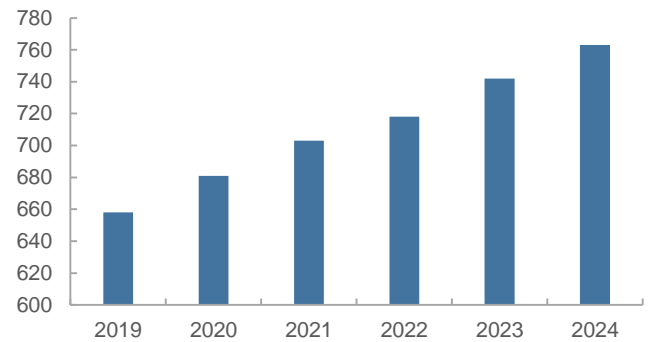


图7 全球 PCB 产值 (亿美元) 及增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

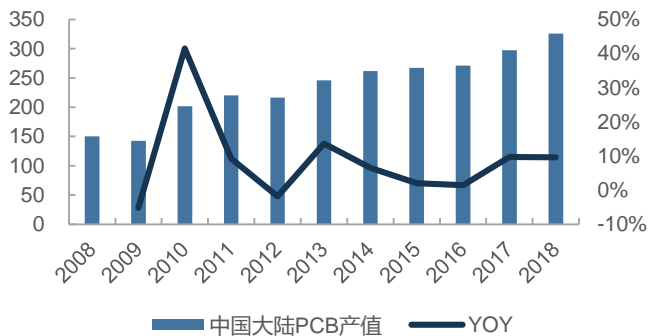
图8 2019-2024 年全球 PCB 产值规模预测 (亿美元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 德邦研究所

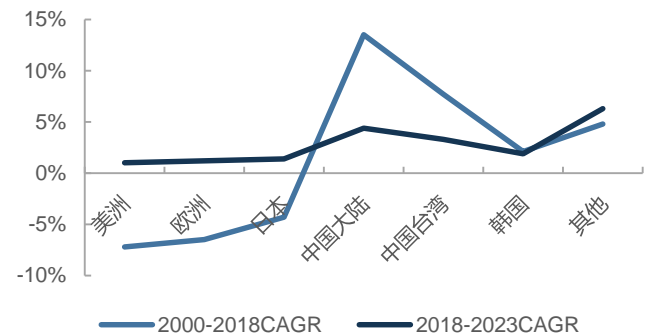
PCB 行业经历了从欧美到日本到台湾再到大陆的转移路径。2008 年大陆 PCB 产值 150.37 亿美元, 全球占比约为 31%, 至 2018 年大陆 PCB 产值已经达到 326 亿美元, 同比增长 9.6%, 产值全球占比超过 50%。由于国内廉价的劳动力成本以及完善的产业配套资源, 未来 PCB 产能向大陆转移的趋势将持续存在。2000-2018 年, 中国大陆 PCB 产值复合增长率达 13.5%, 远远领先于其他地区。根据 PrismaMark 预测, 中国大陆 2018-2023 年 PCB 产值复合增长率将达到 4.4%, 也远超欧美、日本和韩国。

图9 中国大陆 PCB 产值 (亿美元) 及增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

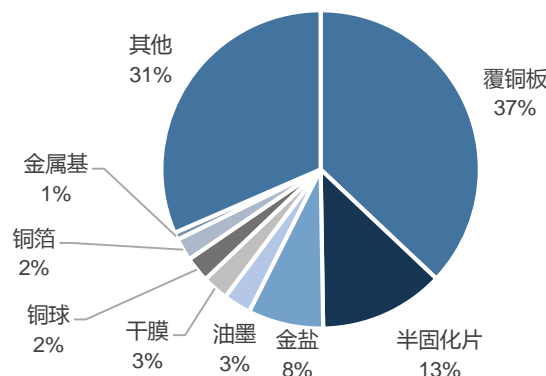
图10 各地区 PCB 产值复合增长率情况



资料来源: PrismaMark, 德邦研究所

PCB 产能在向国内转移, PCB 上游原材料的国产化率也在不断提高。PCB 上游原材料包括覆铜板、半固化片、金盐、铜箔、铜球、油墨、干膜以及其他化工原料等。其中油墨所占原材料成本比例约 3%。

图11 深南电路 2017H1 原材料采购占比

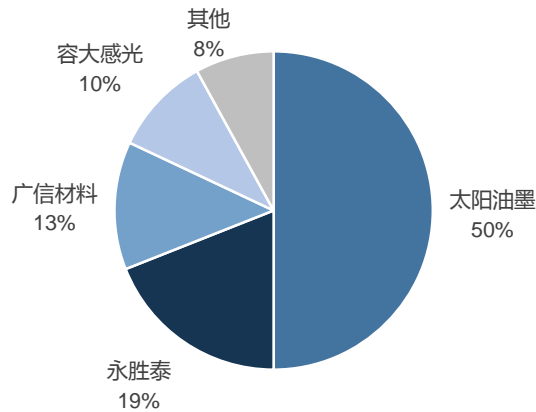


资料来源: 深南电路招股说明书, 德邦研究所



PCB 专用油墨涉及精细化工和电子信息两大领域，专用性特征明显，研发人员需要具有精细化工的专业知识，并对 PCB 行业有较为深入的理解。因此 PCB 油墨专业性强、技术门槛较高。长期以来，以日本太阳油墨为代表的国外厂商凭借着资金、技术和管理上的优势形成了对我国专用油墨行业的控制地位，直到近年来，以广信材料等公司为代表的内资企业快速发展，在 PCB 专用油墨领域占有一席之地，才逐步打破外资垄断的局面。在 PCB 专用油墨中，阻焊油墨用量最大，我国 PCB 阻焊油墨市场规模约 23-25 亿元，其中太阳油墨市场份额约 50%，广信材料市场份额约 13%，替代空间依然较大。

图 12 PCB 阻焊油墨市场格局



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

## 2.2 募投项目打破产能瓶颈，新产能释放在即

公司是国内较早从事电子感光化学材料业务的企业之一，经过十余年的发展，公司逐步掌握了电子感光化学品的多项核心技术，建立了稳定的销售渠道，并借助自身的 product 优势、服务优势和区位优势，已成为研发实力突出、产品系列齐全、销售体系完善的电子感光化学品供应商。

公司 PCB 感光油墨产品包括阻焊油墨、线路油墨、字符油墨以及其他油墨。公司的 PCB 感光阻焊油墨除具备常规性能外，还有工艺使用宽容度大、耐热冲击性好、批次稳定性高等特点。公司的 PCB 感光线路油墨具备感光速度快、解像度高、附着力好、抗电镀、抗蚀刻性好、容易褪膜等特点。公司 PCB 油墨应用领域包括单面板、双面板、多层板以及 5G 通讯板等，可覆盖 PCB 公司绝大部分的需求。

表 1 公司 PCB 感光油墨产品

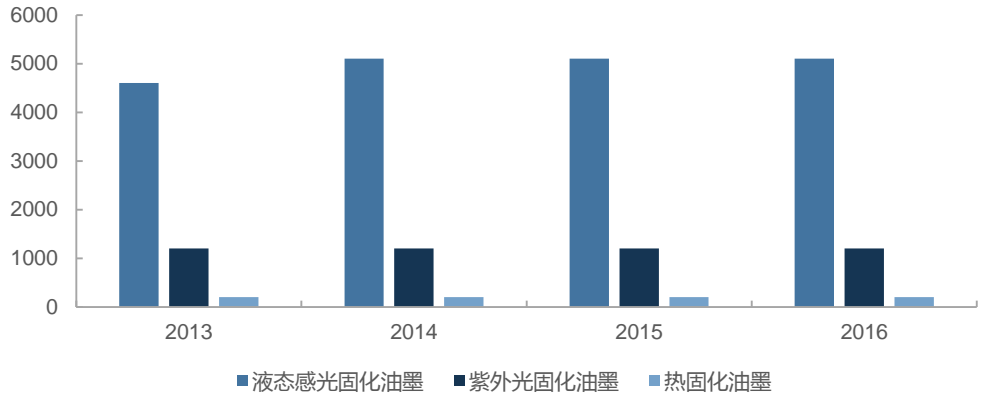
产品类别	代表产品	主要功能	应用领域
感光阻焊油墨	丝网印刷型感光阻焊油墨	可对所覆盖精密电子线路发挥绝缘、防潮、防高温、防腐蚀等保护作用	用于单面板、双面板、多层板等各种 PCB 板
	LED 板用白色感光阻焊油墨		
	静电喷涂型感光阻焊油墨		
感光线路油墨	内层感光线路油墨	将电子线路图形转移到 PCB 板上	用于单面板、双面板、多层板等各种 PCB 板
	外层感光线路油墨		
感光字符油墨	紫外光固化字符油墨	可直接用丝印方式将图形转移到 PCB 板上	通常用于单面 PCB 板
其他油墨	5G 通信用 Low Dk/Df 专用油墨	环保低卤素、低侧蚀、高感光、高信 赖性、低介电常数/介电损耗	5G 通信用 Low Dk/Df 材料
	精密加工保护油墨、玻璃油墨等	保护载体的作用，抗磨、耐氧化、耐 腐蚀	精密仪器加工、白色家电等领域

资料来源：公司公告，德邦研究所

公司 PCB 油墨客户近年来相对稳定，主要客户包括依顿电子、博敏电子、欧珑电气等。近两年国内 PCB 行业景气度较高，但是公司受制于产能限制，无法大规模

开拓新客户。公司上市前 PCB 油墨产能稳定在 6500 吨，其中液态感光固化油墨产能 5100 吨，紫外光固化油墨产能 1200 吨，热固化油墨产能 200 吨。公司产能利用率一直维持在较高水平，目前也处于满产满销状态。

图 13 公司上市前产能情况 (吨)



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

公司 2016 年上市募集资金投入 8000 吨油墨产能项目建设，包括 6000 吨液态感光固化油墨和 2000 吨紫外光固化油墨。目前公司新增产能项目建设已经全部完成，已通过消防验收，生产线将进入试生产调试阶段，产能释放在即。公司新产能释放后，新增产能将根据市场情况适时调整生产，将极大缓解产能瓶颈的情况，为公司开拓新客户提供了基础。公司新厂区为半自动数字化车间，立体化生产线及先进生产设备的使用将大幅度提高公司的产能及产品质量，高性能专用油墨产品的比例将显著提高，为公司进一步加速进入更多中高端客户和产品打下基础。

表 2 公司募投项目情况

产品类别	产品应用	产量 (吨/年)
液态感光固化油墨	印制电路板、精密加工保护、LED 背光等	6,000.00
紫外光固化油墨	印制电路板、精密加工保护等	2,000.00
合计	-	8,000.00

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

### 2.3 原材料价格影响短期利润，未来有望回归正常

受上游部分原材料涨价等影响，公司油墨产品毛利率近两年持续下滑。2017 年上半年公司专用油墨业务毛利率还在 40% 左右，至 2019 年半年报，公司专用油墨毛利率已经降到了 23.67%。公司 PCB 油墨产品原材料主要包括树脂、单体、填料、光引发剂和溶剂等。公司 2016 年 Q1 产品成本中，树脂占比 31%，单体占比 13%，填料占比 10%，光引发剂占比 9%，溶剂占比 7%。

图 14 公司专用油墨毛利率情况

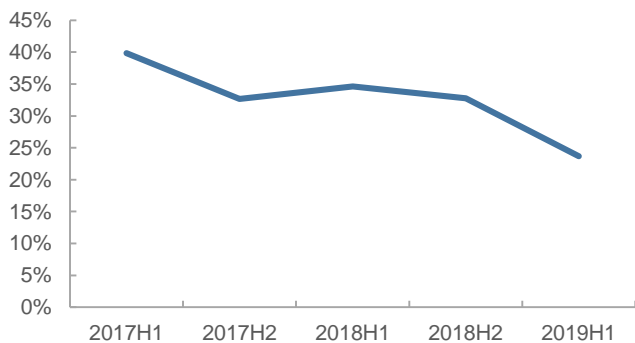
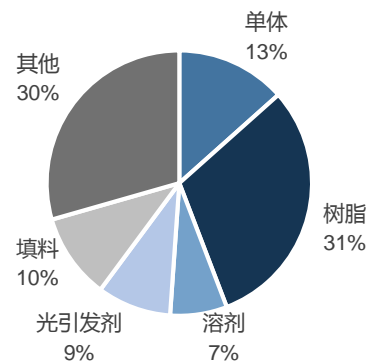


图 15 2016Q1 年公司成本拆分

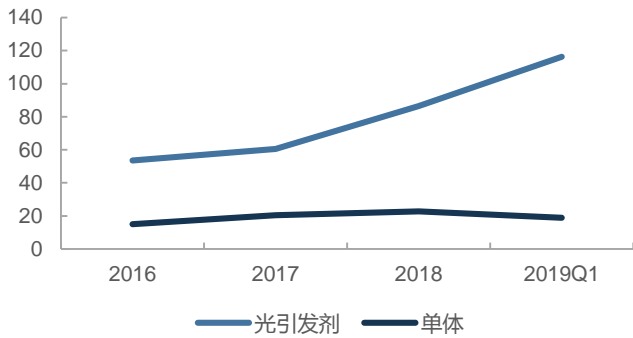


资料来源: Wind, 德邦研究所

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

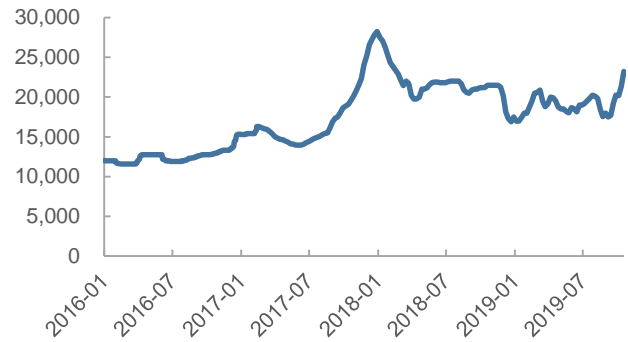
2017年以来,国内环保政策趋严,随着一些小厂产能的退出,上游原材料的价格也在持续上涨。从久日新材产品价格走势看,光引发剂近三年价格一直呈上升趋势,2019年一季度均价较2016年上涨了117%;单体价格也有所上升,但是2019年一季度已经有回落趋势,2019年一季度均价较2016年上涨了25%。与此同时,由于原材料环氧氯丙烷供应紧张,环氧树脂近几年的价格也呈上升趋势。原材料价格的上涨给公司的盈利能力造成了一定的压力,公司毛利率相应的有一定下滑。

图 16 久日新材产品价格走势 (元/千克)



资料来源: 久日新材招股说明书, 德邦研究所

图 17 环氧树脂价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 德邦研究所

久日新材今年登陆科创板,募集资金投入年产 87,000 吨光固化系列材料建设项目,将新增 27,000 吨光引发剂及 60,000 吨单体年生产能力。扬帆新材也将原募投项目“5,000t/a 光引发剂系列产品建设项目”变更为“29,000t/a 光引发剂、医药中间体项目”。随着国内龙头企业产能的不断提升,光引发剂和单体的供需关系将得到改善,价格也有望回到正常水平。

### 3.江苏宏泰:国内手机涂料龙头,成长空间大

#### 3.1国内领先涂料厂商,国产替代空间广阔

江苏宏泰高分子材料有限公司成立于 2002 年,主要从事紫外光固化涂料的研发和生产,多年来致力于消费电子涂料和汽车车灯涂料的研发。公司产品应用涵盖消费电子、汽车部件、高端化妆品包装、金属材料、薄膜卷材、玻璃制品、复合材料等领域。通过十多年的努力,现已成为国内外众多品牌信赖的涂料系统解决方案供应商,如华为、OPPO、现代、起亚、Albea 等。

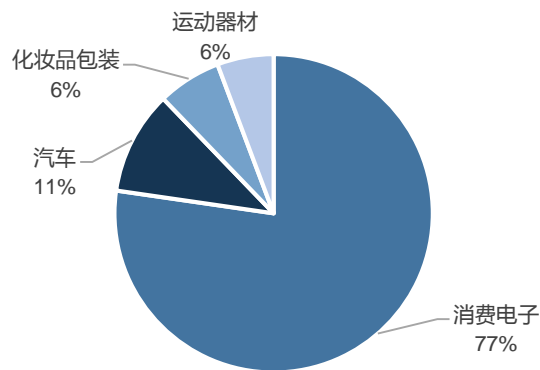
图 18 江苏宏泰部分产品



资料来源：江苏宏泰官网，德邦研究所

江苏宏泰 2016 年销售产品中，消费电子专用涂料占比达 77%，是公司的主要营收来源。消费电子专用涂料主要应用在手机和笔记本电脑等高档电子消费品的外壳，使其更加美观、富有质感以及更加耐磨。

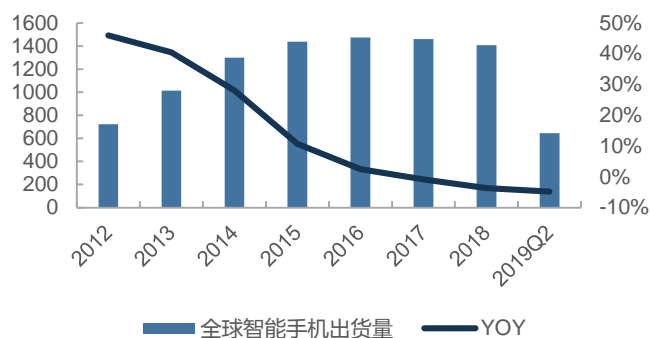
图 19 2016 年江苏宏泰产品下游应用分布



资料来源：公司公告，德邦研究所

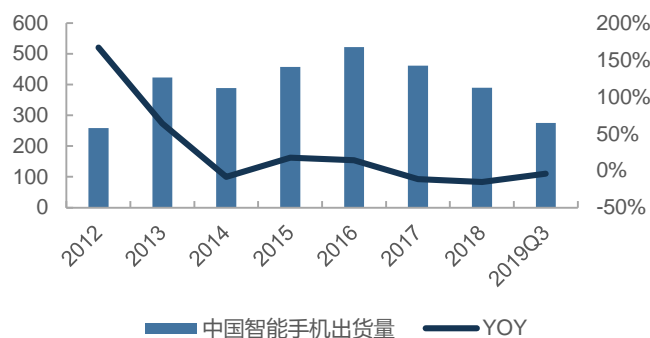
2017 年以来全球手机销量略有下滑，但总体依然平稳，全球每年智能手机出货量约在 14 亿部左右。中国智能手机销量也从 2017 年开始下滑，但是今年前三季度跌幅开始收窄。中国智能手机出货量每年约在 4 亿部左右，约占全球总出货量的 30% 左右，是全球最主要的手机消费市场之一。预计随着 5G 手机的推出，未来两年有望出现换机潮。

图 20 全球智能手机出货量（百万部）及增速



资料来源：IDC，德邦研究所

图 21 中国智能手机出货量（百万部）及增速



资料来源：工信部，德邦研究所

以每部手机涂料及油墨价值量 2 元计算，全球手机涂料及油墨需求量约为 28 亿。以江苏宏泰 2018 年营收 2.73 亿元估算，江苏宏泰在全球手机涂料及油墨市场占有率不到 10%，未来增长的空间依然巨大。一方面，中国手机品牌正在迅速崛起，华为手机出货量已经超过苹果成为全球第二，与第一三星的差距也在进一步缩小。小米和 OPPO 也依然保持在全球前五。中国手机品牌的快速成长为国内手机涂料厂商提供了难得的发展机遇。另一方面，随着以江苏宏泰为代表的国内手机涂料厂商技术不断进步，服务意识不断增强，国产涂料和油墨在终端厂商的份额也在不断提升。

表 3 2019Q2 手机品牌出货量排名（百万部）

公司	2019Q2 出货量	2019Q2 市场份额	2018Q2 出货量	2018Q2 市场份额	YOY
三星	75.5	22.7%	71.5	21.0%	5.5%
华为	58.7	17.6%	54.2	15.9%	8.3%
苹果	33.8	10.1%	41.3	12.1%	-18.2%
小米	32.3	9.7%	32.4	9.5%	-0.2%
OPPO	29.5	8.9%	29.4	8.6%	0.3%
其他	103.4	31.0%	112.4	32.9%	-8.0%
合计	333.2	100.0%	341.2	100.0%	-2.3%

资料来源：IDC，德邦研究所

国内涂料产业首家财经媒体《涂界》发布了“2019 年中国涂料行业专业细分市场竞争力排行榜”。在电子电器涂料类 TOP10 中，江苏宏泰排名第五，在纯内资厂商中排名第一。公司技术和规模在国内均处于领先地位，随着公司业务不断发展，也有望挑战国际巨头 PPG、阿克苏诺贝尔等厂商在 3C 涂料领域的地位。

表 4 中国电子电器涂料类 TOP10

排名	公司
1	PPG（中国）
2	阿克苏诺贝尔（中国）
3	武藏涂料（中国）
4	卡秀堡辉涂料有限公司
5	江苏宏泰高分子材料有限公司
6	惠尔明（福建）化学工业股份有限公司
7	佳泰集团（国际）实业有限公司
8	湖南松井新材料有限公司
9	万辉化工控股有限公司
10	贝科工业涂料（上海）有限公司

资料来源：《涂界》，德邦研究所



### 3.2手机后盖材料变化，涂料及油墨要求提升

金属机壳在手感、美观、散热、强度方面都有不小的优势，随着 CNC 和压铸技术的进步，过去几年金属机壳渗透率快速提升，成为市场上最流行的背板材料。但金属具有电磁屏蔽的特性，在 5G 时代将确定退出手机后盖市场。未来 5G 手机后盖材料将以塑料和玻璃为主。

表 5 不同材料手机后盖对比

	塑料	金属	玻璃	陶瓷
外观	差	居中	居中	好
手感	差	居中	居中	好
着色难度	简单，可做多种表面图案	居中，容易出现油漆脱落的情况	困难，一般贴膜，镀膜增加纹理	简单，可做多种表面图案
重量	厚度较厚，质量轻	厚度最薄，质量轻	厚度较厚，重	厚度控制一般
刚性	差，塑料变形明显	居中，有一定的塑性变形	好，塑性变形差	好，塑性变形小
脆性	居中	好	差，但能满足跌落试验	材料改性后显著塑性增强，可满足跌落试验
硬度/耐磨度	差	居中	居中	较好
散热性	差	好	较差	无影响
成本	最低	居中	较高	高
电磁屏蔽性	无影响，可一体成型	极大影响，需要用塑料隔断	无影响，可一体成型	无信号屏蔽

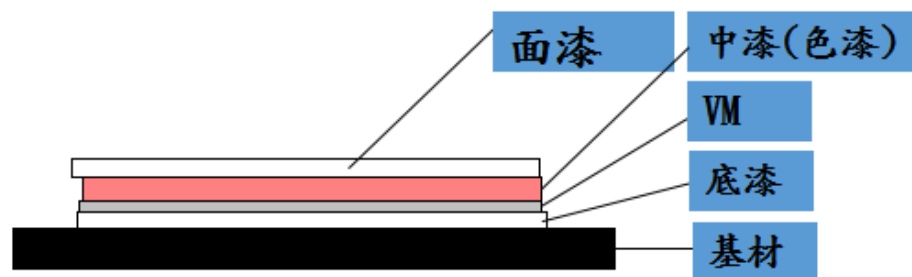
资料来源：新材料在线，德邦研究所

金属后盖多采用阳极氧化的方式进行表面装饰，阳极氧化后的金属本身便具有良好的外观效果，可以不使用涂料进行装饰。如果要进行染色，一般采用有机染料进行着色，因此金属后盖对于涂料的需求不大。

玻璃后盖本身是透明的，为表面装饰提供了更大的发挥空间。玻璃后盖的装饰方法主要有两种：一种是直接在玻璃表面进行装饰，包括丝网印刷法、喷绘法、镀膜法以及激光雕刻光栅法等；另一种是粘贴装饰膜的方法，通常以 PET 为基片，通过 UV 油墨转印形成纹理层，用 PVD 镀膜产生彩色，再用丝网印刷出花纹图案。

目前中高端手机玻璃后盖流行采用 PVD 的方式进行表面装饰，即在玻璃表面镀不同材料不同厚度的膜，通过光的干涉而呈现不同的颜色。在 PVD 的基础上，又拓展出 NCVM 工艺，NCVM 是不连续镀膜技术或不导电电镀技术，可应用于塑料或玻璃基材形成金属光泽，同时镀层又处于特殊绝缘结构，不对电磁信号产生衰减。与 PVD 类似，NCVM 涂层包括底漆、中漆、面漆等，同时又对耐磨等功能有较高要求。

图 22 NCVM 涂层结构



资料来源：艾邦高分子，德邦研究所

除了装饰外，玻璃很容易沾染指纹，因此手机玻璃盖板、玻璃后盖都需要进行抗指纹处理。江苏宏泰开发出了 AF 抗指纹纳米涂层，具备优异的抗指纹、耐刮擦、滑爽高、高透光率、膜层超薄等特性，在不易沾染指纹、脏污，且易于清洁的同时还可提高物体表面的耐刮擦以及爽滑手感，尤其还保持表面的原有外观。产品可应用于手机玻璃盖板、玻璃后盖、陶瓷电池盖及阳极氧化电池盖等领域。

表 6 公司 AF 防指纹涂料产品

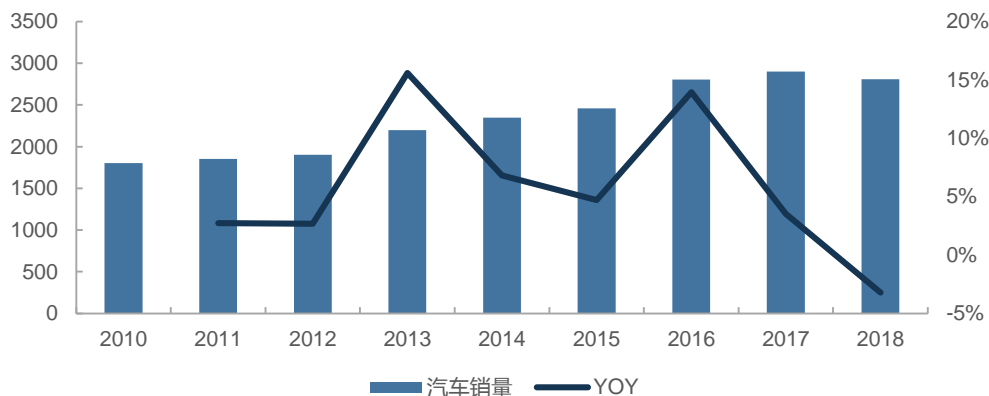
品名	型号	产品特性
钢化玻璃 AF 喷涂药液	AF-3004	该药液主要应用于钢化玻璃的表面抗指纹喷涂处理，初始水滴角 $\geq 110^\circ$ ，耐钢丝绒 5000 圈、橡皮擦 3000 圈、耐药品 3000 圈后均 $\geq 100^\circ$ 。
钢化玻璃 AF 喷涂药液	AF-3011	该药液主要应用于钢化玻璃的表面抗指纹喷涂处理，低温固化后，初始水滴角 $\geq 110^\circ$ ，耐钢丝绒 5000 圈、橡皮擦 3000 圈、耐药品 3000 圈后均 $\geq 100^\circ$ 。
钢化玻璃 AF 蒸镀原液	AF-2001	该药液主要应用于钢化玻璃的表面抗指纹蒸镀处理，初始水滴角 $\geq 110^\circ$ ，耐钢丝绒 7500 圈、橡皮擦 3000 圈、耐药品 3000 圈后均 $\geq 100^\circ$ 。
阳极氧化 AF 喷涂药液	AF-1101	该药液主要应用于阳极氧化金属的基材处理，能显著提高 AF 药液在阳极氧化基材上的耐磨性能。
阳极氧化 AF 喷涂药液	AF-3102	该药液主要应用于阳极氧化金属的表面抗指纹喷涂处理，初始水滴角 $\geq 110^\circ$ ，耐钢丝绒 2000 圈、橡皮擦 2000 圈后均 $\geq 85^\circ$ 。
阳极氧化 AF 蒸镀原液	AF-2101	该药液主要应用于阳极氧化金属的表面抗指纹蒸镀处理，初始水滴角 $\geq 110^\circ$ ，耐钢丝绒 2000 圈、橡皮擦 2000 圈后均 $\geq 85^\circ$ 。
陶瓷 AF 蒸镀原液	AF-2201	该药液主要应用于陶瓷的表面抗指纹蒸镀处理，初始水滴角 $\geq 110^\circ$ ，耐钢丝绒 2000 圈、橡皮擦 2000 圈后均 $\geq 85^\circ$ 。

资料来源：江苏宏泰，德邦研究所

### 3.3 发力汽车涂料，市场空间巨大

我国汽车销量近年来稳定增长，连续多年保持全球最大的汽车市场地位。根据中汽协数据，2018 年我国汽车销量达 2808.1 万辆，虽然较 2017 年有所下滑，但仍处较高水平。

图 23 中国汽车销量（万辆）及增速

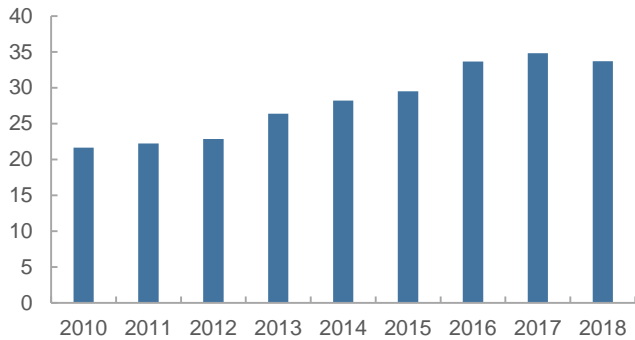


资料来源：中汽协，前瞻产业研究院，德邦研究所

汽车销量的增长也带动了汽车涂料需求的提升。汽车涂料可分为汽车原厂漆、汽车修补漆、汽车零部件涂料及其他涂料，其中汽车原厂漆占比最大，约 44%，其次为汽车修补漆，占比约 26%。以平均每辆新车涂料需求 12 千克计算，2018 年我国汽车原厂漆市场需求达 33.70 万吨，汽车涂料整体需求超过 70 万吨。

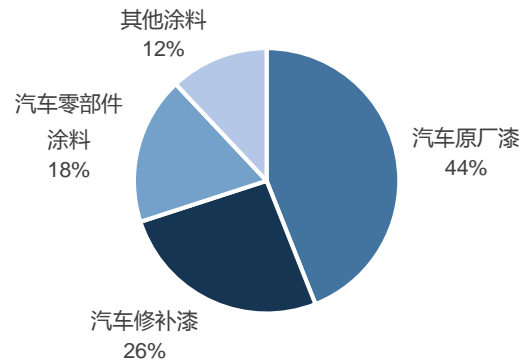


图 24 中国汽车原厂漆市场需求



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

图 25 汽车涂料细分市场占比



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

目前我国原厂漆市场有 80%左右的份额被国际品牌占领，主要生产商有关西、巴斯夫、杜邦、PPG、立邦、KCC 等。日系汽车以关西涂料、立邦涂料为主；韩系汽车以 KCC 涂料为主；欧美系汽车以艾仕得涂料、PPG 涂料、巴斯夫涂料、阿克苏诺贝尔为主。汽车涂料国产替代空间巨大。

表 7 国内主要汽车涂料生产企业及市场分布

厂家名称	主要产品	主要客户
关西涂料	阴极电泳漆、中涂漆、本色面漆、单光清漆、修补漆、塑料件用漆	一汽、二汽、上海大众、上海通用、广州本田、长安福特、东南汽车
立邦涂料	前处理材料、阴极电泳漆、中涂漆、本色面漆、金属底色漆、单光清漆、低温修不起、塑料件用漆	广州本田、天津丰田、天津夏利、武汉本田、郑州日产、襄樊日产、海南马自达、长安铃木、长城、双环、比亚迪
艾仕得	ES21 和 ES27 阴极电泳漆、OEM 水性涂料、单光清漆、低温单双组份面漆、塑料件用漆、汽车修补漆	一汽大众、上海大众、成都丰田、长安福特、广州本田、奇瑞、神龙、悦达起亚、马自达、一汽夏利
PPG	前处理材料、电泳漆、全套 OEM 汽车涂料、汽车修补漆、塑料件用漆、密封胶	一汽大众、上海大众、上海通用、奔驰、华晨宝马、神龙、奇瑞、海南马自达
巴斯夫	阴极电泳漆、全套 OEM 汽车涂料、汽车修补漆、清漆	克莱斯勒、上海大众、一汽大众、上海通用、沈阳华晨、一汽轿车、北京现代、长安福特、广州本田、奇瑞、神龙、悦达起亚、马自达、一汽夏利
韩国 KCC	阴极电泳漆、全套 OEM 汽车涂料、清漆	北京现代、悦达起亚

资料来源：中国产业信息网，德邦研究所

江苏宏泰在汽车涂料领域有了一定时间的布局，产品包括车灯涂料、内饰涂料、防雾涂料和轮毂涂料等。车灯涂料领域是江苏宏泰主要开拓方向之一，公司车灯涂料产品 CD-3M12 通过 AMECA 权威机构的认证，进入 AMECA 认证名录。CD-3M12 产品专用于车灯 PC 面罩的硬化处理。其漆膜附着力佳、丰满度好、坚韧性强、耐磨性高、耐腐蚀性强、不黄变、耐久性优异、QUV 测试  $\geq 3000\text{hr}$ ，能满足于汽车市场日益提高的需求。通过权威机构认证，一方面说明公司产品质量可靠，性能优异，另一方面也有助于公司产品切入更多一线客户品牌。我们持续看好公司在汽车涂料领域的发展。

图 26 江苏宏泰汽车涂料产品



资料来源：江苏宏泰，德邦研究所

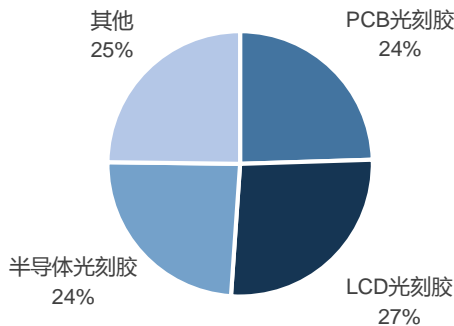
### 4. 布局光刻胶业务，助力长期成长

公司于 2018 年 11 月 25 日与台湾广至公司签订《技术委托开发合同》，委托台湾广至研究开发“印刷电路板柔性基板用等用途的紫外光型正型光刻胶”技术项目。开发可应用于印刷电路板柔性基板、LCD 及 LED 显示面板、半导体元器件等领域的高分辨率紫外光型正型光刻胶。

光刻胶广泛应用于光电信息产业的微细图形加工，是微细加工技术的关键材料。按照细分领域大致可以分为 PCB 光刻胶、LCD 光刻胶、半导体光刻胶和其他光刻胶。从 2017 年全球份额看，这几类光刻胶市场占比大致相当。

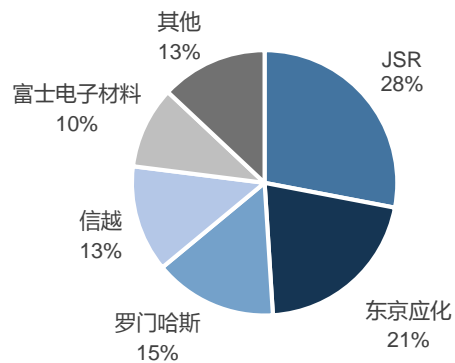
光刻胶生产工艺复杂，技术壁垒高。光刻胶的参数和质量对于下游产品的良率影响很大，下游企业对于光刻胶供应商的认证也相对谨慎和漫长。因此光刻胶企业与下游厂商的合作一般来讲比较稳定，对于新进入者来讲壁垒较高。目前全球光刻胶大部分市场均被国外公司垄断，行业集中度较高，前五大厂商市场占有率达 87%。其中，日本厂商又占据了领先地位，日本 JSR、东京应化、日本信越与富士电子材料市占率合计达 72%。

图 27 2017 年全球光刻胶应用领域



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

图 28 全球光刻胶市场份额

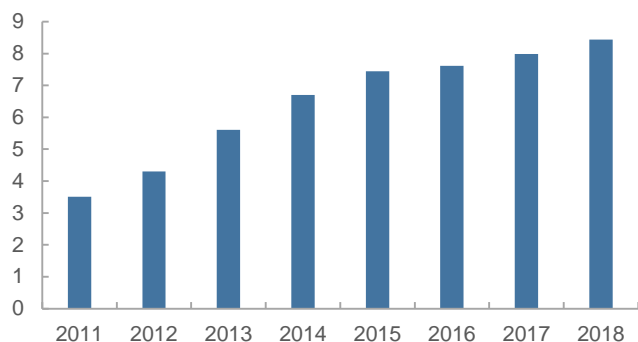


资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

随着 PCB、面板、半导体等产业向中国转移，我国对于光刻胶的需求稳步提升，为国内光刻胶企业提供了发展的机会。2018 年中国光刻胶需求量为 8.44 万吨，市场规模约为 62.3 亿元。近两年，中美贸易战的持续进行给中国企业敲响了警钟，国产替代成为产业链关注的重点。而日韩贸易摩擦也让中国电子制造行业认识到关键

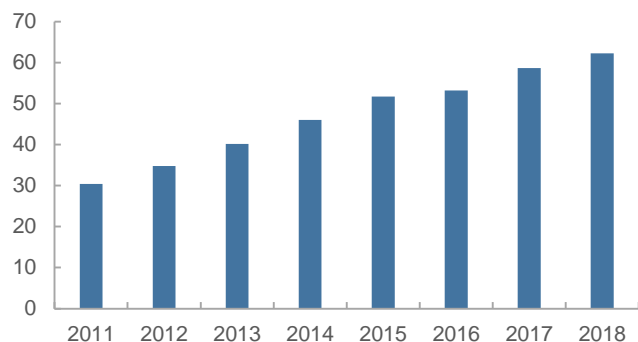
材料的重要性，中国光刻胶企业遇到了难得的发展机遇。

图 29 中国光刻胶需求量 (万吨)



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

图 30 中国光刻胶市场规模 (亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

近年来，随着国内相关企业对于光刻胶关注的提升以及研发投入的增加，部分企业在中低端光刻胶领域取得了一定的成绩。例如在 LED 光刻胶、CF 光刻胶、部分半导体光刻胶等领域，北京科华、苏州瑞红等公司在国内市场获得了一定的份额。但是总体来讲，国内光刻胶产业依然很薄弱，产品相对低端，市场占有率较低，具有较大的提升空间。

表 8 国内光刻胶市场情况

领域	类型	规模 (亿元)	国产化情况	国内公司
PCB 光刻胶	干膜光刻胶	40	几乎全进口	-
	湿膜及阻焊油墨	35	46%	广信材料、容大感光、东方材料、北京力拓达、飞凯材料
LCD 光刻胶	CF 彩色光刻胶	16	5%，永太科技已通过华星光电验证	永太科技、鼎材科技、北旭新材、阜阳欣奕华
	CF 黑色光刻胶	5.5		上海新阳、阜阳欣奕华
	触控屏用光刻胶	1~1.5	30~40%	苏州瑞红
	TFT Array 光刻胶	5~6	大部分进口	苏州瑞红、北京科华、容大感光、深圳道尔顿
LED 光刻胶	宽普 g/i/h 线	2~3	100%	苏州瑞红、北京科华、容大感光
	分立器件光刻胶	0.5	10%	苏州瑞红、北京科华
半导体光刻胶	g 线/i 线光刻胶	2	15%	苏州瑞红、北京科华、潍坊星泰克
	KrF/ArF 光刻胶	5	几乎全进口	苏州瑞红、北京科华

资料来源：新材料在线，德邦研究所

广信材料在 PCB 油墨领域有较长时间的积累，客户优势明显。公司紫外光固化产品与光刻胶产品在原理上有较强的相通性和延展性，公司在已有的技术和市场积累基础上借助优质研发资源，作为现有光固化产品和技术的有效补充和延申，有效拓展光刻胶产品线，进一步进入 LCD/LED、半导体领域，为公司长期发展注入新的动力。

## 5. 业绩预测与投资建议

### 5.1 盈利预测关键假设

**专用涂料：**我们预计江苏宏泰涂料产品在国内手机品牌中的渗透率会持续提升，汽车涂料业务有望放量。预计 2019-2021 年公司专用涂料业务营收增速分别为 60%、35%和 30%；

**专用油墨：**我们预计随着公司新增产能的释放，未来两年公司专用油墨营收有

望快速增长,预计2019-2021年公司专用油墨业务营收增速分别为5%,31%和27%;

表9 公司营收预测 (百万)

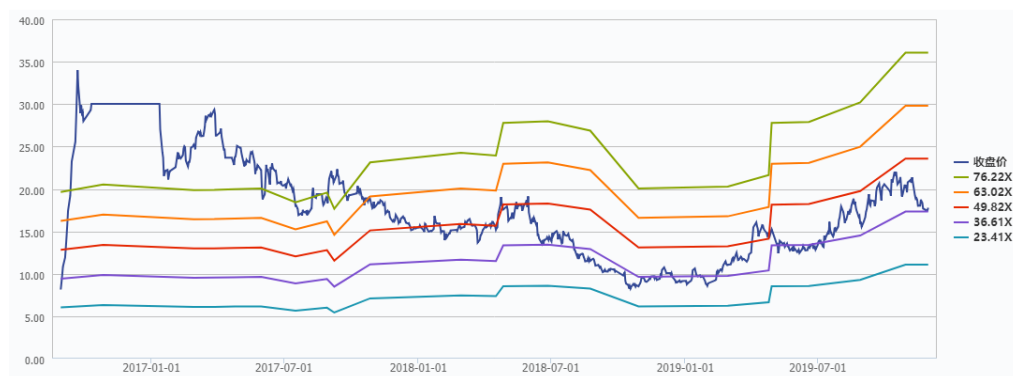
		2018	2019E	2020E	2021E
专用涂料	营收	328	525	709	922
	YOY	98%	60%	35%	30%
专用油墨	营收	300	315	413	524
	YOY	6%	5%	31%	27%
其他业务	营收	11	20	30	40
	YOY		88%	50%	33%
合计	营收	639	861	1152	1486
	YOY	42%	35%	34%	29%

资料来源: Wind, 德邦研究所

## 5.2 投资建议

预计公司2019-2021年实现营收分别为8.61、11.52、14.86亿元,同比增长34.6%、33.9%、29.0%;实现归母净利润分别为1.09、1.46、1.93亿元,同比增长97.4%、34.5%、31.9%。公司上市以来估值中枢在50倍。

图31 公司 PE/PB Band



资料来源: Wind, 德邦研究所

2018年可比公司平均PE为40.32倍,2019年平均PE为29.67倍,2020年平均PE为24.54倍,考虑到目前已经到四季度,因此我们采用2020年业绩来给公司估值,我们给予公司2020年25-30倍PE的估值,2020年对应目标价为18.93-22.71元,首次覆盖给予增持评级。

表10 可比公司估值

公司	股票代码	PE (2018)	PE(2019E)	PE(2020E)	市值(亿元)
容大感光	300576	39.67	-	-	21.79
飞凯材料	300398	23.55	22.14	17.87	67.45
强力新材	300429	57.73	37.19	31.21	70.07
平均		40.32	29.67	24.54	
广信材料	300537	62.40	31.35	23.50	34.34

注:可比公司2019年业绩预测取自Wind一致性预期

资料来源: Wind, 德邦研究所

## 6.风险提示

**原材料大幅波动的风险。**受上游原材料涨价因素的影响，近两年公司专用油墨产品毛利率处于下滑的状态，如果上游原材料价格继续上涨，将对公司利润造成影响。

**募投项目产能释放不及预期。**公司 8000 吨油墨项目建设已经全部完成，仍需通过相关部门的消防验收，产能释放时间进度具有不确定性。

**下游客户需求不及预期。**公司下游包括 PCB、手机、汽车等领域，如果下游客户需求出现萎缩，将对公司业绩造成不利影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>639</b>	<b>861</b>	<b>1152</b>	<b>1486</b>
每股收益	0.29	0.56	0.76	1.00	营业成本	401	561	740	947
每股净资产	6.56	7.02	7.63	8.42	毛利率%	37.3	34.8	35.7	36.3
每股经营现金流	0.28	0.52	0.38	0.61	营业税金及附加	9	8	11	14
每股股利	0.00	0.10	0.16	0.21	营业税金率%	1.3	1.0	1.0	1.0
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	59	63	84	108
P/E	32.24	32.31	24.02	18.20	营业费用率%	9.3	7.3	7.3	7.3
P/B	1.40	2.59	2.38	2.16	管理费用	68	86	115	149
P/S	5.49	4.08	3.05	2.36	管理费用率%	10.7	10.0	10.0	10.0
EV/EBITDA	18.28	27.60	19.59	14.81	研发费用	30	41	55	71
股息率%	0.0	0.6	0.9	1.1	研发费用率%	4.7	4.7	4.7	4.7
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>72</b>	<b>102</b>	<b>147</b>	<b>198</b>
毛利率	37.3	34.8	35.7	36.3	财务费用	5	5	4	2
净利率	8.6	12.6	12.7	13.0	财务费用率%	0.8	0.6	0.3	0.2
净资产收益率	4.3	8.0	9.9	11.9	资产减值损失	49	3	4	5
资产回报率	3.1	5.5	6.5	7.5	投资收益	0	1	1	1
投资回报率	5.1	7.0	9.6	12.2	<b>营业利润</b>	<b>50</b>	<b>94</b>	<b>140</b>	<b>191</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	10	25	20	20
营业收入增长率	42.4	34.6	33.9	29.0	<b>利润总额</b>	<b>60</b>	<b>119</b>	<b>160</b>	<b>211</b>
EBIT 增长率	-9.2	42.0	44.4	34.5	EBITDA	97	125	175	226
净利润增长率	-10.3	97.4	34.5	31.9	所得税	6	11	15	20
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	9.3	9.6	9.4	9.5
资产负债率%	29.1	31.5	34.4	36.9	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>55</b>	<b>109</b>	<b>146</b>	<b>193</b>
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3					
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	135	150	189	266
应收账款周转天数	221.1	216.7	218.9	217.8	应收账款	413	511	691	887
存货周转天数	105.5	107.0	106.2	106.6	存货	128	165	216	277
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	其它流动资产	14	21	25	32
固定资产周转率	3.5	4.8	5.9	7.1	流动资产合计	691	847	1120	1462
					长期股权投资	0	0	0	0
					固定资产	185	177	214	202
					在建工程	68	88	43	48
					无形资产	143	138	133	127
					非流动资产合计	1106	1143	1130	1117
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1797</b>	<b>1989</b>	<b>2251</b>	<b>2580</b>
净利润	55	109	146	193	短期借款	126	104	100	100
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	应付账款	170	216	286	365
非现金支出	74	27	32	33	预收账款	1	1	2	2
非经营收益	-7	-19	-14	-14	其它流动负债	182	263	344	442
营运资金变动	-68	-17	-89	-91	流动负债合计	479	584	731	909
<b>经营活动现金流</b>	<b>54</b>	<b>99</b>	<b>73</b>	<b>118</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-41	-35	5	5	其它长期负债	43	43	43	43
投资	-56	0	0	0	非流动负债合计	43	43	43	43
其他	0	1	1	1	<b>负债总计</b>	<b>522</b>	<b>627</b>	<b>774</b>	<b>952</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-97</b>	<b>-35</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	实收资本	193	193	193	193
债权募资	39	-22	-4	0	普通股股东权益	1267	1356	1472	1625
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	7	6	5	3
其他	-28	-27	-36	-46	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1797</b>	<b>1989</b>	<b>2251</b>	<b>2580</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>11</b>	<b>-49</b>	<b>-40</b>	<b>-46</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-32</b>	<b>15</b>	<b>39</b>	<b>78</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-12-2

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所



## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。