

2015年10月30日 星期五

## 光刻胶专用化学品龙头，并购佳英化工开启外延扩展之路

## 投资要点：

**光刻胶上游专用化学品龙头：**公司主要从事光刻胶专用化学品的研制，主要产品是光引发剂和光刻胶树脂两大系列，包含 PCB、LCD 和半导体三大主要应用领域，向全球光刻胶领导者旭化成、日立化成、长兴化学等供货，产品综合毛利率达到 45% 左右，高端 LCD 产品毛利高达 70%，随着募投项目的投产，LCD 和半导体领域化学品产能逐渐释放，收入和利润将会迈上一个新的台阶，三大领域支撑公司快速增长。

**光刻胶国产化替代空间大，上游核心原材料持续受益：**集成电路国产化，设计、制造、封测、材料和设备四个方面必须协同发展，材料领域的光刻胶和设备光刻机是全球集成电路技术演进的难题，从国外电子材料发展轨迹来看，通过配套国内集成电路的推进，从 PCB→LCD→半导体，材料领域有望迎头赶上。

- 1) 全球光刻胶市场规模近 350 亿元，中国市场近百亿元，超过 10% 的年增长，国产化水平严重不足，PCB 领域正快速跟进，LCD 以及 LED 领域配套当前国内面板产业的快速发展，有望突破实现替代，半导体领域技术差距 2-3 代，约 8-10 年，未来替代空间巨大；
- 2) 光引发剂基本能做到全面覆盖，半导体光引发剂有较大拓展空间；光刻胶树脂领域目前 LCD 光刻胶待产，半导体光刻胶树脂市场待公司突破；同时配套部光刻胶助剂依然是待挖掘的市场。随着覆盖面的逐渐拓宽，公司将成为全球覆盖面最全的光刻胶专用品企业；
- 3) 国产化后价格战，毛利率下滑的担忧：我们认为低端产品必然会出现上述现象，但是国内企业较低的成本以及国产化推进后的地理和产业配套优势，成熟产品依然可以维持在 40% 以上的毛利率，从 PCB→LCD→半导体，技术难度逐步提升，毛利率有继续提升的空间。

**并购佳英化工，外延扩张之路想象空间打开：**公司以 2.74 亿元收购上游原料供应商佳英化工，一方面丰富公司产品线，另一方面带来业绩的增长，同时也打开了外延扩张之路，期待未来通过外延并购等方式进入市场空间更为广阔的下游光刻胶领域，届时成长空间将真正打开。

**盈利预测：**预计佳英化工收购将在 16 年完成，考虑到收购带来的业绩增厚，预计 15-17 年摊薄后 EPS 分别为 1.09/1.75/2.43 元，参考目前估值水平和标的稀缺性，给予“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧和项目效益以及不及预期等。

财务和盈利预测摘要	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	275.93	330.00	650.00	840.00
增长率（%）	18.07%	19.59%	96.97%	29.23%
净利润（百万）	67.99	87.19	147.34	203.39
增长率（%）	18.73%	28.24%	69.00%	38.04%
每股收益（EPS/元）	0.85	1.09	1.75	2.43
市盈率（P/E）	122.13	95.24	59.32	42.72

评级：增持

上次评级：无

2015 年 10 月 29 日

收盘价（元）	103.81
52 周内高（元）	140.24
52 周内低（元）	20.98
总市值(亿元)	82.84
流通市值(亿元)	20.76

强力新材与沪深 300 的涨幅图



资料来源：WIND、众成研究

相关研究报告：

《电子化学品——光刻胶》

2015 年 8 月 12 日

分析师：陈业宝

证书编号：S1320515090001

邮箱：chenyebao@zczq.com

研究助理：桂亚洲

证书编号：S1320114110003

邮箱：guiyazhou@zczq.com

联系电话：0531-87037376

## 正文目录

1.	公司是全球光刻胶上游专用化学品领域龙头 .....	4
1. 1.	公司概况 .....	4
1. 2.	财务和收入概况 .....	4
1. 3.	现有产能和产能规划 .....	5
2.	光刻胶国产化替代空间巨大，上游核心原材料企业持续受益 .....	6
2. 1.	集成电路国产化不断推进，材料国产化必须配套发展 .....	6
2. 2.	光刻胶市场规模 .....	7
2. 3.	公司产品线全面，充分受益各领域带来的增长机会 .....	8
3.	并购上游供应商佳英化工，外延扩张之路想象空间打开 .....	9
4.	盈利预测与估值： .....	10
5.	风险提示 .....	10

## 图表目录

表 1: 光刻胶专用化学品构成 .....	4
表 2: 现有产能和募投项目产能 .....	5
表 3: 具体募投项目规划 .....	6
表 4: 国内按照应用领域划分如下 .....	7
表 5: 光引发剂 .....	9
表 6: 可比公司盈利预测预估值水平 .....	10
图 1: 公司产业链 .....	4
图 2: 公司营收和净利润平 .....	4
图 3: 公司毛利率和 ROE 水平 .....	5
图 4: 公司 11-14 年收入结构构成 .....	4
图 5: 公司 11-14 年毛利构成 .....	5
图 6: 微笑曲线——高壁垒产品具备高附加值 .....	8
图 7: 公司产品线 .....	8

## 1. 公司是全球光刻胶上游专用化学品领域龙头

### 1.1. 公司概况

公司主营业务是光刻胶专用化学品的研制，生产光刻胶使用的化学原料包括光引发剂（包括光增感剂、光致产酸剂）和光刻胶树脂、单体（或活性稀释剂）三种主要化学品成分和其他助剂。公司主要产品为光引发剂和光刻胶树脂两大系列。

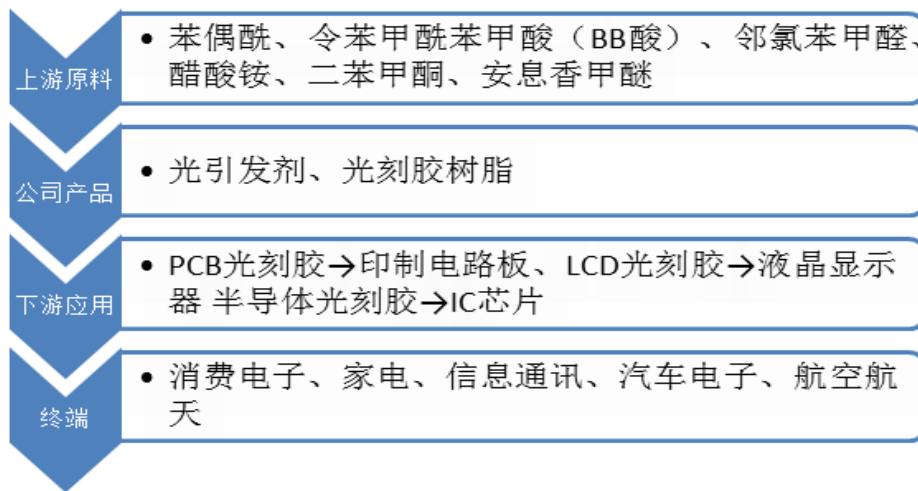
表 1：光刻胶专用化学品构成

原料	作用
光引发剂	光刻胶的关键组分，对光刻胶的感光度、分辨率等起决定性作用。因产生的活性中间体不同，可分为自由基型光引发剂和阳离子型光引发剂。
光增感剂	引发助剂，是指能吸收光能将能量转移给光引发剂或本身不吸收光能但协同参与光化学反应提高引发效率的物质。
光致产酸剂	在吸收光能后分子发生光解反应，产生强酸引发反应的物质，用于最尖端的化学增幅光刻胶。
光刻胶树脂	光刻胶中比例最大的组分，构成光刻胶的基本骨架，主要决定曝光后光刻胶的基本性能，包括硬度、柔韧性、附着力、曝光前和曝光后对特定溶剂的溶解度产生变化、光学性能、耐老化性、耐蚀刻、热稳定性等。
单体	含有可聚合官能团的小分子，也称之为活性稀释剂，一般参加光固化反应，降低光固化体系黏度，同时调节光固化材料的各种性能。
助剂	根据不同的用途添加的颜料、固化剂、分散剂等调节性能的添加剂。

资料来源：众成研究

公司的产品按照应用领域分类，主要有印制电路板（PCB）光刻胶专用化学品（光引发剂和树脂）、液晶显示器（LCD）光刻胶光引发剂、半导体光刻胶光引发剂及其他用途光引发剂（非光刻胶领域使用）四大类。

图 1：公司产业链



资料来源：众成研究、招股书

### 1.2. 财务和收入概况

2015年1-9月份实现营收24460.57万元，同比增长21%，净利润6677.49万元，同比增长30.95%，从12-14年年均复合增长率为24%，ROE维持在25%以上，预计15年全年可维持30%左右的增速，随着首发募投产能的逐渐释放，高毛利产品占比的提升，整体盈利水平将得到一次提升。

公司以PCB领域光刻胶化学品起家，整体收入维持占比在50%以上，后产品技术突破进入快速增长的LCD领域，从毛利构成来看PCB和LCD两块毛利已经相当，目前半导体领域初步突破获得认证，

募投扩大产能，未来将会形成 PCB、LCD 和半导体三足鼎立的局面。

图 2：公司营收和净利润水平

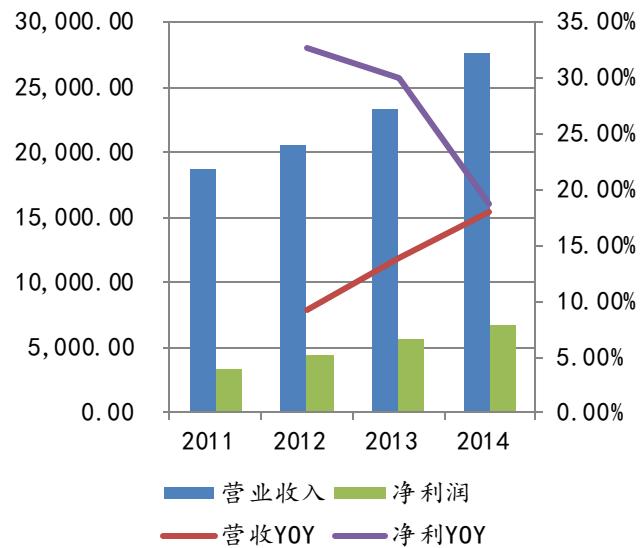


图 3：公司毛利率和 ROE 水平

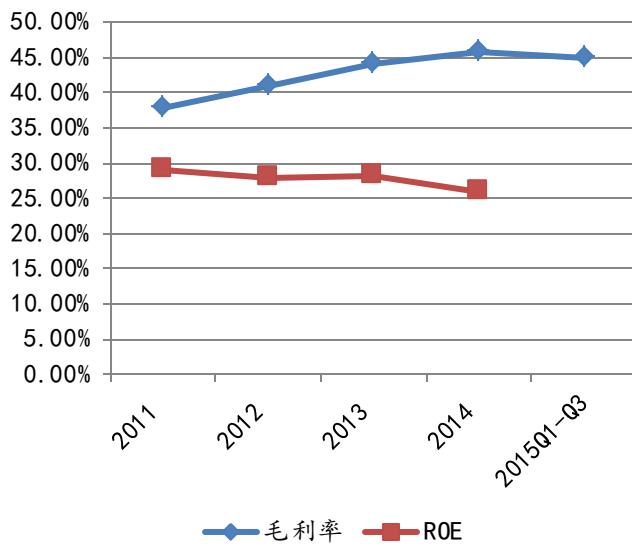


图 4：公司 11-14 年收入结构构成

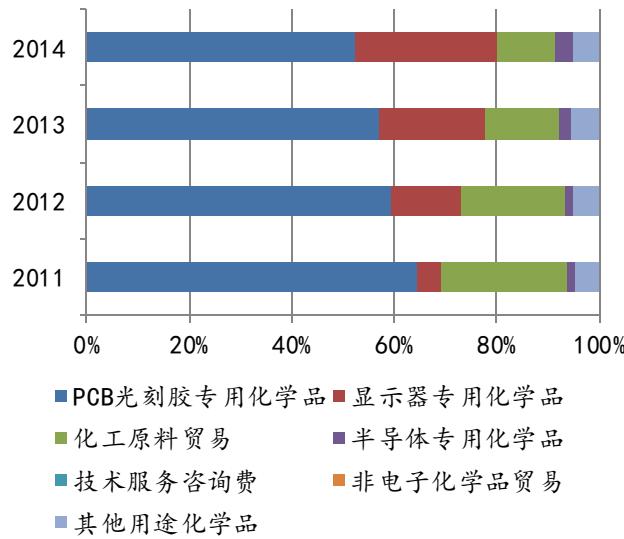
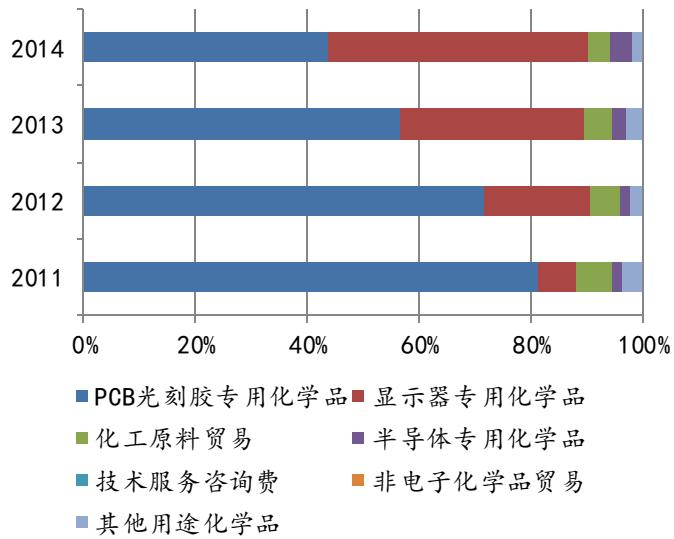


图 5：公司 11-14 年毛利构成



数据来源：wind、众成研究

### 1.3. 现有产能和产能规划

2014年，公司拥有光刻胶引发剂产能1300吨，光刻胶树脂产能2000吨，公司上市首发募集2.74亿元资金，用于年产620吨光刻胶专用化学品项目、年产4760吨光刻胶树脂项目、新材料中试基地项目以及其他运营资金项目等。

表 2：现有产能和募投项目产能

产品	已有产能	募投产能	合计产能
光刻胶引发剂	1300 吨	PCB 光刻胶引发剂 600 吨 半导体光刻胶引发剂 20 吨	1920 吨
光刻胶树脂	2000 吨	PCB 光刻胶树脂 4600 吨 LCD 光刻胶树脂 160 吨	PCB 光刻胶树脂 6600 吨 LCD 光刻胶树脂 160 吨

资料来源：招股书、众成研究

根据公司进度规划来看 15 年底所有项目进入投产期，其预计所有项目达产后可年均实现营收 3.13 亿元和净利润 8529 万元，我们预计在当前光刻胶需求快速增长阶段，项目实际达产进度可能会超预期。

表 3：具体募投项目规划

项目名称	具体项目	产能(吨)	建设时间	进度	项目收益
年产 620 吨 光刻胶专用 化学品项目	PCB 光刻胶	540	1 年半	91.29%	项目达产进度：30%、50%、75%、 100%，完全产后新增营收 1.12 亿元，净利润 3962 万元
	光引发剂	60			
	精制光引发剂	60			
	半导体光刻 胶光引发剂	20			
年产 4760 吨 光刻胶树脂 项目	PCB 光刻胶树脂	4600	1 年半	49.86%	项目达产进度：30%、50%、75%、 100%，完全产后新增营收 2.11 亿元，净利润 4567 万元
	LCD 光刻胶 树脂项目	160			
新材料中试 基地项目			1 年内	34.57%	
补充流动资金	主要用于“新建 年产 3070 吨次世 代平板显示器及 集成电路材料关 键原料和研发中 试项目”等	3070	1 年内	86.66%	非募投项目，已经审批通过，正 处于建设中试基地之中，通过认 证后，建厂批量生产

资料来源：公司公告、众成研究，进度采用公司半年报

## 2. 光刻胶国产化替代空间巨大，上游核心原材料企业持续受益

### 2.1. 集成电路国产化不断推进，材料国产化必须配套发展

13 年我国集成电路进口 2313 亿美元，与 2500 亿美元的原油进口相当，在这种情况之下，国家发布《集成电路产业发展推进纲要》，提出到 2015 年实现销售 3500 亿、2020 年均复合增长 20% 和 2030 年达到国际先进水平三步走的目标可见其空间。

集成电路设计、制造、封测、材料和设备四个方面协同发展，工欲善其事必先利其器，材料和设备产业是半导体制造、封测的基础，我国要突破集成电路关键装备和材料，加强集成电路装备、材料与工艺结合，研发光刻机、刻蚀机、离子注入机等关键设备，开发光刻胶、大尺寸硅片等关键材料，加强集成电路制造企业和装备、材料企业的协作，加快产业化进程，增强产业配套能力。

在半导体前进之路到了 28nm 之后，进入 22nm/20nm，传统的 193nm 光刻，包括使用浸液式、OPC 等技术已经无能为力，必须采用辅助的两次图形曝光技术(简称 DP)，但是这必将带来两大问题：一个是光刻加掩模的成本迅速上升，另一个是工艺的循环周期延长；另外一种是 FinFET 技术，近期苹果手机 A9 芯片问题，核心点在于三星和台积电 14/16nm 工艺，三星采用了尚未完全掌握的 FinFET 工艺，良品率以及漏电方面却在缺陷导致事件的出现。市场最为期待的是 EUV 技术的成熟，EUV 光刻胶的量产以及光刻机设备的降临是核心，在下一代光刻技术 EUV 尚未成熟之前，采用 DP 技术以及 FinFET 是不得已而为之的。因此当前光刻胶已经成为约束半导体演进的关键因素。

国内半导体领域技术与国际有较大差距过大，难以快速突破，并且一台二手的光刻胶就需要 5-6 千万元，一般企业难以承受；但是 LCD 及 LED 光刻胶领域突破可能性大，一方面验证周期短，研发难度不大，另一方面下游市场空间较大，尤其是 LCD 领域用光刻胶，京东方和华星光电用量大。

## 2.2. 光刻胶市场规模

全球光刻胶市场规模大概在 350 亿元左右，中国市场近百亿元，其中 PCB 市场接近 70 亿元，整体保持 7-8% 的增长；显示器领域 15-16 亿元，半导体领域 7-8 亿元，国内市场整体每年 10-15% 的增长，消费总量占据全球消费量约 15% 左右，其中高端部分占比严重不足，低端部分超过 15%，重点技术差距在半导体行业，有 2-3 代差距，约 8-10 年。

表 4：国内按照应用领域划分如下

主要类型	细分类型	国内规模	年增速	国产化进程
PCB 光刻胶 (320-450nm)	干膜光刻胶	32.1 亿元	7-8%	几乎全部依靠进口，飞凯材料湿膜光刻胶处于建设阶段
	湿膜光刻胶	20 亿元	5-6%	自给率 15% 左右，该领域国内厂家技术差距不大
	光固化阻焊油墨	17.2 亿元	7-9%	
LCD 光刻胶	彩色和黑色光刻胶	5 亿元	10%	几乎进口，国内永太科技处于项目建设阶段
	LCD 触摸屏用光刻胶	1.1-1.5 亿元	10% 以上	苏州瑞红约占 30%-40%，其他是台湾新应材及台湾凯阳
LED 光刻胶	TFT 正性光刻胶	5-6 亿元	个位数增长	大部分进口
	宽普 g/i/h 线 (365/405/433nm)	2-3 亿元	用量保持 25%	多进口，国内自由基引发剂以久日新材为主，阳离子引发剂销售以强力新材为主
	磺化橡胶类光刻胶	3000 万元	10-15%	用于 4-5 寸分立器件，已国产化，北京科华占 40%，苏州瑞红占 60%
半导体光刻胶	g/i 线光刻胶 (436/365nm)	2 亿元	15% 左右	自给率 10% 左右，北京科华 2000 万销售，苏州瑞红几乎没有，其余来自台湾和日本，下游用量最大的是无锡海力士达到 50%
	KrF/ ArF 光刻胶 (248/193nm)	5 亿元左 右	20% 左右	几乎全部进口，国内北京华科 248nm 通过中芯国际认证，其他都处于研发阶段，193nm 仅有北京科华立项

资料来源：强力新材招股书、互联网、众成研究

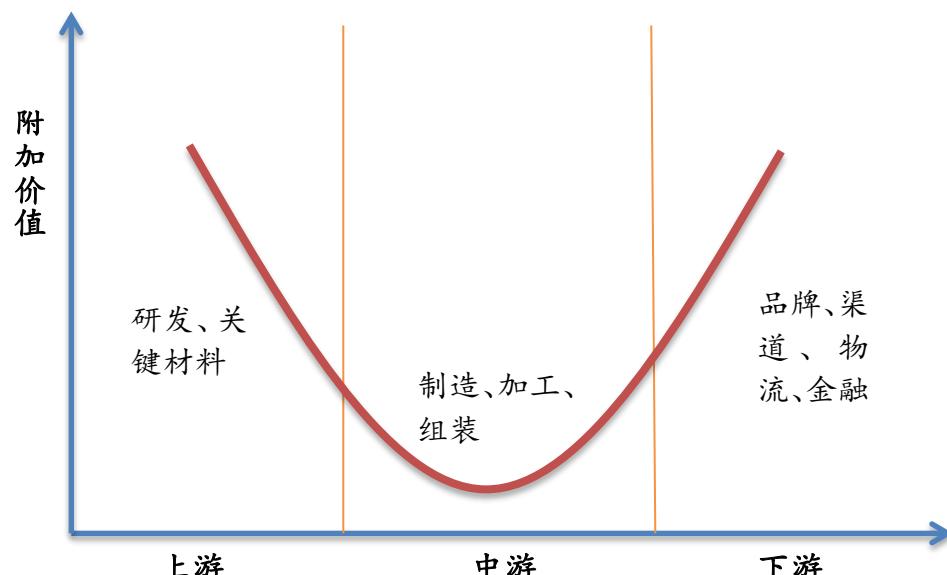
当前国内光刻胶企业整体水平良莠不齐，国内技术实力整体较强的两家光刻胶企业是北京科华和苏州瑞红，以技术水平较高的北京科华来说，其最为先进的是 248nm KrF 光刻胶，目前获得中芯国际认证，开始向外供货，但是相比国际主流技术，193nm ArF 以及其延伸技术甚至最新的 EUV 技术，差距仍然较大，短时间内看不到自主研发突破的可能。不过近期北京科华获得了上市公司南大光电注资，在上市平台资金支持以及国家政策支持之下，为光刻胶国产化做出贡献，我们认为国内光刻胶想要短时间内技术突破，必须开展海外并购寻求优质标的或优秀团队以跟进国际技术水平。

在电子产品领域存在一条微笑曲线，从上游核心材料到中游制造以及下游品牌、渠道和销售等，附加价值符合曲线变化，具备核心技术、高壁垒的产品附加值高，同时能长时间享受高毛利。例如 LED 行业，产品应用领域毛利率在 40% 以上，组装领域 15%-20%，芯片领域在 35%-50%，而以公司三部分产品毛利率来看，PCB 在 45% 左右，显示器 60%-70% 左右，半导体目前小批量市场可达到 40-50% 左右，未来半导体依然可提升。

从历史发展轨迹来看，基本上可以看到光刻胶领域有一条集成电路产业转移的线路存在，光刻胶作为配套产业是逐步进行转移的，半导体行业起始于欧美崛起于日本发展于台湾和韩国，因此在最核心的半导体光刻胶领域依然是由美国和日本等企业掌握，技术水平要求相对较低的 LCD 领域由于其他

日韩、台湾企业具备配套产业基础因此有企业掌握占据大量市场份额，在最末端的 PCB 领域依然是日韩、台湾等企业占据主体，但是随着产业向大陆的转移，国内企业已经开始从最末端低端领域开始向上爬升，展望未来随着国内半导体产业占据市场份额的增加以及配套产业的丰富会逐步由 PCB 走向最顶尖的半导体光刻胶领域。

图 6：微笑曲线——高壁垒产品具备高附加值



资料来源：众成研究

### 2.3. 公司产品线全面，充分受益各领域带来的增长机会

公司掌握核心技术，产品线覆盖 PCB、LCD 以及半导体三大领域，在国内处于龙头地位，光引发剂基本能做到全面覆盖，目前半导体光引发剂有 i 线以及可以用在 KrF 和 ArF 光刻胶里部分光致酸剂，依然具有拓展空间；光刻胶树脂领域目前 LCD 光刻胶待产，半导体光刻胶树脂市场待公司突破；除了前两大产品外，配套部分光刻胶助剂依然是可拓展的市场。随着覆盖面的逐渐拓宽，公司将成为全球覆盖面最全的光刻胶专用品企业。

图 7：公司产品线



资料来源：公司公告、众成研究

丰富的产品线以及充足的覆盖面在集成电路国产化推进过程之中充分受益，本土崛起带来的需求快速增长，凭借产品和技术优势抢占产业链条利润，保持高毛利水平。

市场对于国内产品技术突破打破国外垄断，出现的产品价格下降、毛利率下滑的担忧：我们认为低端产品必然会出现上述现象，从目前 PCB 产业毛利率的下滑可以看到，但是国内企业较低的成本以及国产化推进后的地理和配套优势，成熟产品依然可以维持在 40%以上的毛利率，而且光刻胶技术壁垒较高，从 PCB→LCD→半导体，技术难度逐步提升，LCD 以及半导体领域的市场处于快速增长阶段，短期内能保持较高毛利率，对于公司而言通过不断技术突破进入不同的细分市场，毛利率有继续提升的可能。

### 3. 并购上游供应商佳英化工，外延扩张之路想象空间打开

公司于 10 月 12 日公告，拟 75.68 元/股定增 142.7 万股+现金 1.62 亿元合计作价 2.7 亿元收购上游供应商佳英化工 100%股权，同时募集配套资金 1.82 亿元用于现金对价等，佳英化工承诺 15-18 年归属于母公司股东的净利润分别不低于 2100 万元、2600 万元、3050 万元和 3300 万元（收购 16 年完成，18 年承诺有效）。

佳英化工主要产品包括苯偶酰、安息香双甲醚等，同时正在筹建年产 5000 吨二苯甲酮项目，作为公司上游供应商，占据公司近几年生产原料采购的 10%左右，佳英化工所生产的苯偶酰是公司光刻胶专用化学品的主要原材料，同时佳英化工也是安息香双甲醚全球最大的引发剂制造商，全球市占率接近 80%。收购佳英化工，一方面有利于为公司后续扩产提供稳定的原材料，另一方面，也丰富了公司安息香类光引发剂产品。

光引发剂按照光解机理分为自由基聚合光引发剂和阳离子聚合光引发剂两大类，其中以自由基类型最为广泛，自由基型光引发剂按产生自由基的作用机理可分为裂解型光引发剂和夺氢型光引发剂。

表 5：光引发剂

类型	细分	介绍
苯偶姻及衍生物	安息香、安息香双甲醚、安息香乙醚、安息香异丙醚、安息香丁醚	安息香及其醚类是较为常用的光敏剂，使用量大（5-7%），吸收范围覆盖 240-380nm
苯偶酰类	二苯基乙酮、α, α-二甲氧基-α-苯基苯乙酮	苯偶酰类光敏剂引发效果较好，但其颜色发黄，吸收范围 320-450nm
烷基苯酮类	α, α-二乙氧基苯乙酮、α-羟烷基苯酮、α-胺烷基苯酮	
酰基磷氧化物	芳酰基膦氧化物、双苯甲酰基苯基氧化膦	
二苯甲酮类	二苯甲酮、2,4-二羟基二苯甲酮、米蚩酮	二苯甲酮是应用较早的一种光敏引发剂，最佳吸收范围是 240-350nm
硫杂蒽酮类	硫代丙氧基硫杂蒽酮、异丙基硫杂蒽酮	近年来发展起来的专用于无色或白色涂料的光敏剂，用量 1%左右可达到安息香醚类的效果，吸收范围 270-400nm

资料来源：互联网、众成研究

阳离子型光引发剂也是重要的光引发剂，包括二芳基碘鎓盐、三芳基碘鎓盐、烷基碘鎓盐、异丙苯茂铁六氟磷酸盐等。（公司半导体领域用在 KrF 光刻胶及 ArF 光刻胶里的锍鎓盐系列光致产酸剂以及碘鎓盐系列光致产酸剂等）

外延扩张之路打开：公司从上游展开收购，以便于丰富产品线，技术的突破和布局的完善从上游开始，横向拓展带来新的细分市场。

光刻胶是一种经过严格设计的复杂、精密的配方产品，由树脂、光引发剂、单体、添加剂等不同性质的原料，通过不同的排列组合，经过复杂、精密的加工工艺而制成。因此想要通过直接进入下游

领域难度较大，但是通过收购公司将大大节省研发时间。

我们期待公司进入下游光刻胶产品领域，其营收水平以及产品毛利率水平将远高于现有专用化学品的水平，成长空间将真正打开。

#### 4. 盈利预测与估值：

我们预计佳英化工收购可能在16年完成，考虑到此次定增收购对于公司总股本的摊薄以及业绩并表后带来的增厚，预计15-17年营业收入分别为3.3/6.5/8.4亿元，归属于母公司净利润分别为0.87/1.47/2.03亿元，估算总股本增加至8363万股，摊薄后EPS分别为1.09/1.75/2.43元。与市场可对比电子材料公司进行对比，考虑到标的的稀缺性，综合给予“增持”评级。

表 6：可比公司盈利预测预估值水平

公司	代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE(倍)		
				2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
飞凯材料	300398.SZ	68.19	70.92	1.18	1.69	2.27	57.85	40.28	30.04
光华科技	002741.SZ	55.00	66.00	0.73	0.94	1.21	75.34	58.58	45.48
上海新阳	300236.SZ	24.95	45.91	0.45	0.67	0.95	55.75	37.19	26.37
南大光电	300346.SZ	28.80	46.33	0.34	0.60	0.84	84.71	48.00	34.29
强力新材	300429.SZ	103.81	82.84	1.09	1.75	2.43	95.24	59.32	42.72

数据来源：部分采用WIND一致预期、众成研究

#### 5. 风险提示

项目投产后进度不及预期；产品毛利率大幅下滑；并购进展不及预期等。

## 财务预测

单位：百万元

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	275.93	330.00	650.00	840.00	货币资金	34.71	3.30	6.50	150.94
减：营业成本	149.72	170.00	365.00	465.00	应收和预付	62.89	63.46	190.52	136.57
营业税金及附加	1.68	2.01	3.96	5.12	款项				
营业费用	7.58	9.07	17.86	23.08	存货	52.29	19.57	134.72	61.84
管理费用	34.42	41.16	81.07	104.77	其他流动资产	0.44	0.44	0.44	0.44
财务费用	2.24	5.36	9.05	3.14	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.10	0.00	0.00	0.00	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	(0.42)	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	165.12	419.35	399.59	352.42
公允价值变动损益	(0.93)	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	33.82	30.14	26.46	22.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.69	0.34	0.00	0.00
营业利润	78.84	102.40	173.05	238.89	资产总计	349.96	536.61	758.22	724.99
加：其他非经营损益	0.80	0.00	0.00	0.00	短期借款	58.00	160.04	185.14	0.00
利润总额	79.64	102.40	173.05	238.89	应付和预收款项	28.61	36.50	102.64	74.60
减：所得税	11.76	15.36	25.96	35.83	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	67.88	87.04	147.10	203.05	其他负债	0.41	0.00	(0.00)	0.00
减：少数股东损益	(0.11)	(0.15)	(0.25)	(0.34)	负债合计	87.02	196.53	287.78	74.60
归属母公司股东净利润	67.99	87.19	147.34	203.39	股本	59.80	59.80	59.80	59.80
现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E	资本公积	43.99	43.99	43.99	43.99
经营性现金净流量	67.07	156.23	3.89	355.83	留存收益	158.36	235.65	366.25	546.54
投资性现金净流量	(69.02)	(274.41)	0.00	0.00	归属母公司股东权益	262.16	339.44	470.04	650.33
筹资性现金净流量	11.79	86.77	(0.69)	(211.39)	少数股东权益	0.78	0.64	0.39	0.06
现金流量净额	9.72	(31.41)	3.20	144.44	股东权益合计	262.94	340.08	470.44	650.39
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	负债和股东权益合计	349.96	536.61	758.22	724.99
EBIT	81.62	107.76	182.11	242.03	权益合计				
EBITDA	94.74	131.56	205.90	292.88					
EPS (元)	0.85	1.04	1.75	2.43					
PE (倍)	122.13	95.24	59.32	42.72					
PB (倍)	17.52	14.25	11.55	9.18					

数据来源：WIND、众成研究

## 免责条款

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

### 分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 投资评级和相关定义：

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。公司投资评级的量化标准：

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 免责声明：

本报告由众成证券有限责任公司（以下简称“本公司”）制作及发布，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。

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。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；若征得本公司同意进行引用、刊发或转载，需注明出处为“众成证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。