

特种为矛，专用为盾，广信材料已启程

——广信材料（300537）深度报告

2017年04月25日

强烈推荐/维持

广信材料

深度报告

报告摘要：

公司是 PCB 油墨的龙头企业。公司属于精细化工行业中的电子化学品行业，主要从事专用油墨的研发、生产和销售，目前公司产能 6500 吨，其中液态感光固化油墨产能 5100 吨，紫外固化油墨 1200 吨，热固化油墨 200 吨，同时上市募集 8000 吨感光新材料项目，建设期 2 年，其中液态感光固化 6000 吨，紫外固化油墨 2000 吨。

辐射固化行业前景无限。辐射固化 (UV/EB) 聚合是一项环保、高性能、被归纳为具备“5E”特点的工业新技术。目前辐射固化涂料的整体占有率非常低，但是其自身优异的性能特点将逐渐使辐射固化的占有率进行提升。另外，世界各国竞相出台日趋严格的环境保护法规，也有助于推动 UV/EB 固化市场持续增长。

并购江苏宏泰，强强联合。江苏宏泰是中国大陆紫外光 (UV) 固化涂料研发和生产行业最具竞争力的民营企业之一。公司的消费电子油墨是公司的主要利润来源，国产手机占比较高，汽车涂料已经进入认证阶段，市场空间广阔，其他产品的研发有序进行。

特种用墨储备齐全，PCB 感光油墨主业稳步前行。公司的特种油墨目前主要是 LED 背光油墨和金属加工油墨。LED 油墨的技术难题公司已经解决，金属加工油墨是公司的特色产品，在富士康的应用有望得到拓展，其他特种油墨的研发已经取得多项突破，是公司未来公司发展的增量；未来几年，我们认为我国依旧是 PCB 产业继续转移的重要基地。目前公司 PCB 感光油墨已经满产满销，产能利用率高达 120%，已经遇到了生产瓶颈，公司已经有选择性的进行订单筛选，未来随着 8000 吨的募投项目将解决公司的生产瓶颈。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司 2017 年-2019 年的营业收入分别为 4.46 亿元、5.44 亿元和 6.71 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 0.84 亿元、0.96 亿元和 1.15 亿元，每股收益分别为 0.85 元、0.97 元和 1.16 元，对应 PE 分别为 45X、40X、33X。

“强烈推荐”评级。

风险提示：1.产品价格大幅下跌；2.募投项目不达预期

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	250.37	270.96	446.62	544.62	671.12
增长率 (%)	-6.74%	8.22%	64.83%	21.94%	23.23%
净利润 (百万元)	41.59	42.41	84.50	96.97	115.79
增长率 (%)	3.54%	1.99%	99.24%	14.75%	19.41%
净资产收益率 (%)	17.12%	8.81%	15.40%	15.48%	16.10%
每股收益 (元)	0.55	0.51	0.85	0.97	1.16
PE	69.95	75.43	45.52	39.67	33.22
PB	11.88	7.99	7.01	6.14	5.35

杨若木

010-66554032 y angrm@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480510120014

梁博

021-65465597 liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512060006

刘宇卓

010-66554030 liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480516110002

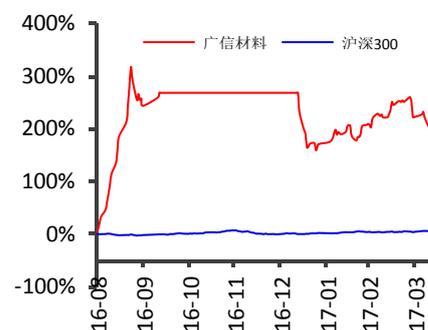
联系人:廖鹏飞

010-66554121 liaopf@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	38.47-13.23
总市值 (亿元)	38.47
流通市值 (亿元)	9.62
总股本/流通 A 股 (百万股)	10000/2500
流通 B 股/H 股 (百万股)	/
52 周日均换手率	5.83

52 周股价走势图



资料来源: WIND 资讯, 东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 广信材料是国内 PCB 油墨的龙头企业	4
1.1 公司的实际控制人是李有明先生	4
1.2 公司的营收稳定	5
2. 辐射固化行业前景无限	6
3. 特种用墨储备齐全，市场空间巨大	10
3.1 LED 油墨空间巨大	10
3.2 金属加工保护油墨是公司的传统强项	11
3.3 其他油墨研发有序进行	12
4. PCB 感光油墨主业稳步前行	13
5. 并购江苏宏泰，强强联合	15
5.1 消费电子专用油墨是宏泰的主要产品	15
5.2 汽车零部件专用涂料已经进入认证期	16
5.3 其他涂料产品取得进展	17
6. 盈利预测	18
7. 风险提示	18

表格目录

表 1: 各种涂料在各区域的占比	6
表 2: UV 固化的主要应用领域	7
表 3: 中国辐射固化涂料、油墨和胶黏剂市场消耗量	8
表 4: 公司目前研发的产品项目	12
表 5: 公司盈利预测表	19

插图目录

图 1: 公司的股权结构	4
图 2: 2011 年至今的营收情况(百万)	5
图 3: 2011 年至今的营收利润情况(百万)	5
图 4: 公司的三费情况	5
图 5: 近年公司的毛利率和净利率情况	5
图 6: 辐射固化具备 5E 特点	6
图 7: 辐射固化应用领域广泛	7
图 8: 全球油墨市场分类(百万美元)	9
图 9: LED 市场规模高速增长	10
图 10: LED 油墨市场规模高速增长	10

图 11: 全球智能手机出货量	11
图 12: 苹果手机出货量	11
图 13: PCB 成本拆分	14
图 14: PCB 的应用领域	14
图 15: PCB 行业向中国转移	14
图 16: PCB 国内增速高于国际增速	14
图 17: 公司的产量情况（吨）	15
图 18: 我国的手机增速较快	15
图 19: PCB 国内增速高于国际增速	15
图 20: 我国的手机增速较快	16
图 21: 汽车客户产量逐年增加	16
图 22: 汽车合资品牌发展迅速	17

1. 广信材料是国内 PCB 油墨的龙头企业

广信材料所处行业属于精细化工行业中的电子化学品行业，主要从事专用油墨的研发、生产和销售，是国内领先的电子产品专用油墨供应商，主要产品包括液态感光固化油墨、紫外光固化油墨、热固化油墨、其他油墨等。产品广泛应用于印刷电路板、电子产品精密加工、LED 照明等领域。

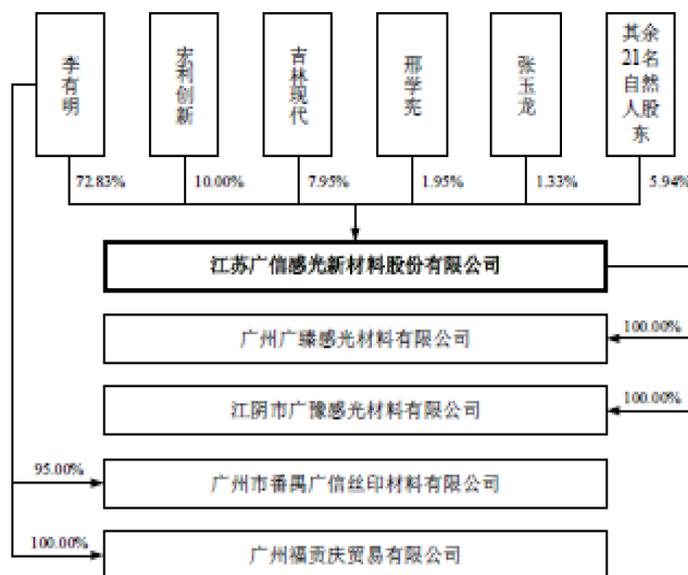
公司拥有高性能专用油墨的自主研发能力，是国内领先的电子产品专用油墨制造企业，目前已拥有多种专用油墨产品的核心配方，多项发明专利以及近 20 项实用新型专利。公司曾先后负责修订或起草油墨行业多个专业标准，在所处行业始终维持着较强的市场竞争力和较高的市场份额。

目前公司产能 6500 吨，其中液态感光固化油墨产能 5100 吨，紫外固化油墨 1200 吨，热固化油墨 200 吨，同时上市募集 8000 吨感光新材料项目，建设期 2 年，其中液态感光固化 6000 吨，紫外固化油墨 2000 吨。

1.1 公司的实际控制人是李有明先生

本公司的控股股东、实际控制人为李有明，其持有公司股份 5,461.9361 万股，持股比例为 72.83%。

图 1：公司的股权结构



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所整理

持有公司 5%以上股份除李有明外，还有宏利创新和吉林现代。宏利创新持有公司股份 750.00 万股，持股比例为 10.00%，宏利创新主营业务为投资管理，与公司主营业务不构成上下游或竞争关系，企业运作的基础是合伙协议，无实际控制人。吉林现代持有公司股份 596.6116 万股，持股比例为 7.95%，吉林现代主营业务为投资管理，

与公司主营业务间不构成上下游或竞争关系，无实际控制人。公司的实际控制人为李有明先生。

1.2 公司的营收稳定

公司致力于开发生产高品位、高科技含量的感光新材料。公司经过多年不懈的努力，结合国外先进的技术及工艺，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，以优良的品质和优质的服务深得广大用户的信赖，其中包括苹果 iPhone5 手机的制造商富士康的认可。

图 2: 2011 年至今的营收情况(百万)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

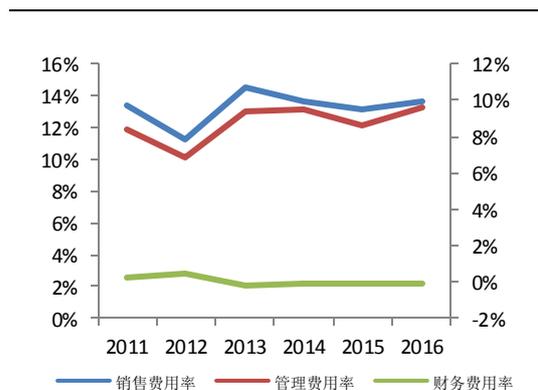
图 3: 2011 年至今的营收利润情况(百万)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

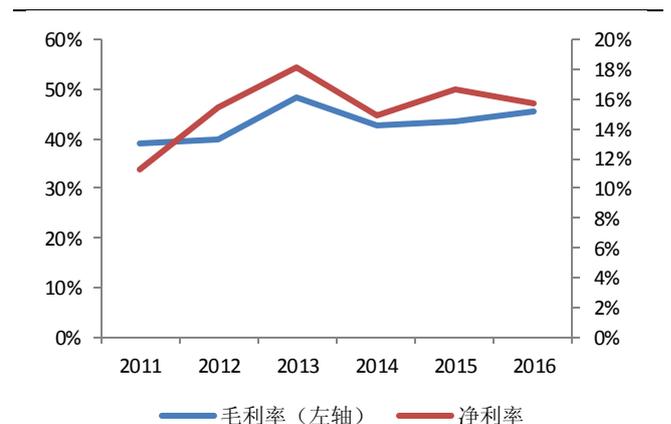
2014~2016 年公司营收和净利润的增速放缓, 主要原因是公司的产能遇到了瓶颈期, 公司 6500 吨的生产能力, 每年均为满产满销, 特别是 2016 年处于一个供不应求的状态, 我们预计未来随着募投产能的释放, 公司的营业收入和营业利润均会发生较大的变化。

图 4: 公司的三费情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 近年公司的毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司所属行业拥有较高的技术壁垒，所以公司的毛利率和净利率维持较高水平，毛利率常年维持在 40%以上，同时公司对三费的控制也较为平稳。

2. 辐射固化行业前景无限

辐射固化(UV/EB)聚合是一项环保、高性能、被归纳为具备“5E”特点的工业新技术：高效能 (Efficient)、适应性广 (Enabling)、经济 (Economical)、节能 (Energy Savings) 及环境友好 (Environmentally Friendly)，广泛应用于涂料、油墨、印刷电路板、胶黏剂等领域，并且持续快速成长。同时，随着原物料开发及合成技术的创新与改善，使得辐射光固化能够应用到更多的产业上，进而取代传统高污染的行业。

图 6: 辐射固化具备 5E 特点

		UV固化	传统固化
Efficient	生产效率高	✓	✗
	反应时间短	✓	✗
Energy saving	节约能源	✓	✗
Environmentally Friendly	挥发性溶剂	✗	✓
	辐射危害	✗	✓
Economical	加工速度快	✓	✗
	场地空间小	✓	✗
	涂层性能优异	✓	✗
	标准化生产	✓	✗
Enabling	多场合适用	✓	✗

资料来源：精细与专用化学品,东兴证券研究所整理

目前辐射固化涂料的整体占有率非常低，但是其自身优异的性能特点将逐渐使辐射固化的占有率进行提升。

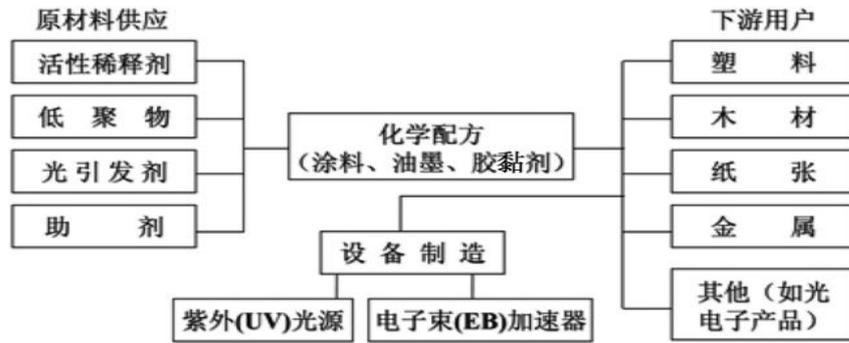
表 1: 各种涂料在各区域的占比(%)

	北美	欧洲	亚洲
溶剂型涂料	71	64	80
水性涂料	18	23	7
粉末涂料	9	11	11
辐射固化涂料	2	2	2

资料来源：中国感光学会辐射固化专委会,东兴证券研究所整理

目前应用客户已把辐射固化配方产品（涂料、油墨或胶黏剂）应用到塑料、木材、纸张、金属、皮革、石材、陶瓷、玻璃，以及光电子产品等基材的加工,该技术在电子

零件与光学零件、涂料与涂装涂层剂及 3D 打印中有广泛的应用，对应市场容量约千亿。

图 7：辐射固化应用领域广泛


资料来源：精细与专用化学品,东兴证券研究所整理

全球在木材和纸张基材使用的涂料，仍然保持涂料最大的消耗量，特别是在家具（家居家具、家具扁材、橱柜等）、木地板（镶木地板）、室外细木工产品层压产品和编织物产品等方面的应用引人注目。而在塑料基材/光电子产品领域中所使用的涂料，特别是一些非常规的应用中，包括光电子产品、汽车、化妆品（如指甲美容）等，是目前全球涂料消耗量增长最快的领域。在金属基材上，特别是管道和管材、卷材/罐材和汽车涂饰等应用，目前是欧美一些经济发达国家的一个新发展领域。

表 2：UV 固化的主要应用领域

应用领域	主要产品	主要用途	性能优点
光纤光缆	紫外固化光纤光缆 涂覆材料	保护光导玻璃纤维免受外界环境影响，保持其足够的机械强度和光学性能	光纤光缆涂覆材料已经 100% 采用了紫外固化技术，进一步提高了光纤质量，降低了光网成本
印刷电路板	紫外固化光刻胶	主要用于印刷电路板的细微图形加工，是制作印刷电路板电路图形的关键材料	图形精度高；与基板和铜导线的结合良好，耐热性高，在导线间隙内填充性好，次品率低；耐镀金、耐湿、耐热及电气绝缘性优良
家电产品	塑胶涂料、金属涂料	用于手机、笔记本电脑、MP3、鼠标以及数码相机等电子产品表面涂装	具有良好的光泽度、光稳定性、耐磨性和耐化学品性
汽车行业	透明清漆、汽车修补漆、反射灯罩	透明清漆主要用于汽车面漆的上层涂层，能赋予涂层高的光泽并满足面漆的各种要求；修补漆主要用于车身损坏需要修补时；反射灯罩属于汽车用塑胶涂料	具有无溶剂、快速固化、耐刻划、耐擦伤、高光泽、高硬度、环保节能等优点，无论从环保角度、生产效率、节约能源和消除火灾隐患等方面都较之传统热固化工艺向前推进了一大步
印刷包装	UV 油墨	在胶版印刷、柔版印刷、丝网	可以满足不同印刷版材和不同应

印刷、凹版印刷、甚至喷绘印刷需求，在光泽、耐磨、硬度、耐溶剂性、美观等方面具有其他固化方式不可比拟的优良品质，环保性能优异

家具建材	家具、地板、文体用品、乐器及建筑装修材料等用漆	用于实木板、木纹面板、木屑板、纤维板等制成器件上的涂料	环保性能优异，固化速度快、成本低，易于实现自动化操作
------	-------------------------	-----------------------------	----------------------------

资料来源：中国产业信息，东兴证券研究所

油墨是印刷行业最为重要的基础材料之一。油墨类型按不同的印刷方式，可分为胶印（平印）油墨、凹印油墨、凸印油墨、网印油墨、柔印油墨、移印油墨和喷墨油墨等。所有的油墨成分都是由呈色剂（颜料、染料等）、连接料、添加剂等成分构成的均匀混合物，目前已成为印刷和包装行业不可缺少的印刷材料。

在辐射固化材料市场中，辐射固化油墨是除了辐射固化工业涂料以外最为重要的配方产品。辐射固化油墨不同于一般的传统油墨，需采用低聚物作为连接料，特别是UV固化油墨还需要添加一种光引发剂作为催化剂引发油墨交联固射固化油墨虽然较之一般的传统油墨，具有无溶剂排放、环保节能、生产效率高，而且还能保证印刷质量等优点，然而主要由于其价格因素的影响，使其在全球整个油墨市场所占份额仍然很小。

表 3：中国辐射固化涂料、油墨和胶黏剂市场消耗量

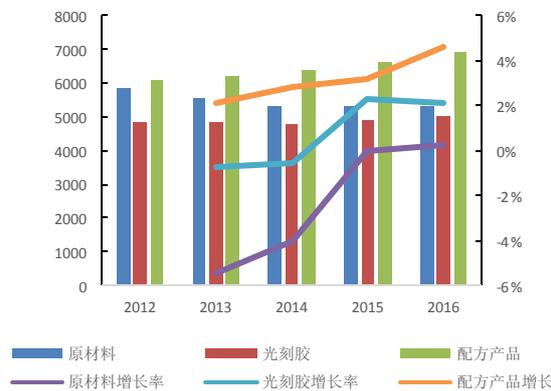
市场	2010年(吨)	2015(吨)	平均年增长率(%)
出版印刷			
油墨			
喷墨	2000	5000	20
其他	10000	19000	14
油墨总量小计	12000	24000	15
上光油	6000	13000	17
印刷小计	56000	75000	16
工业涂料			
木器	32000	52000	10
纸张和薄膜	10000	18000	12
小计	42000	70000	11
塑料涂料			
乙烯基地板	7000	12000	11
手机和电器	6000	13000	17
光纤涂料	4000	8000	15
汽车零部件	2000	4000	15
光盘涂料	1000	1000	0
其他	1000	1000	3
小计	21000	39000	4

金属涂料	3000	7000	18
工业涂料小计	24000	46000	12
电子学产品			
光刻加工	20000	50000	20
其他			
胶黏剂	3000	8000	5
其他	2000	5000	8
总计	105000	184000	15

资料来源：中国产业信息，东兴证券研究所

中国所消耗的辐射固化配方产品大部分集中在工业涂料市场，占总消耗量的 60%~65%。特别是竹木地板涂料、家具涂料、建材涂料和纸张涂料一直在持续增长。不过，其他类型的辐射固化涂料，例如塑料涂料和一些高档涂料(手机)增长也很快。在印刷油墨市场方面，增长最快的领域是喷墨、凹版印刷和胶版印刷。全球辐射固化一些新兴应用领域，例如工业地坪现场施工涂料、双重固化(光固化和热固化)涂料和汽车修补涂料等，估计中国市场不久也将迎头赶上。

图 8: 全球油墨市场分类（百万美元）



资料来源：Proceedings of RadTech NA 2016, 东兴证券研究所整理

由于一些强烈依赖 UV/EB 固化技术的产业，例如涂料、油墨，特别是半导体产业与平板显示器产业，今后估计仍然能够保持市场的稳定增长，那么就可以期待 UV/EB 固化国际市场不会出现衰退的局面。

根据北美辐射固化协会最近两年对全球各地区 UV/EB 固化市场的调查，表明亚洲在全球市场目前拥有 36% 的份额，居首位。北美地区市场和欧洲市场平分秋色，各占 27% 的份额，余 10% 的份额为世界其他地区所分享。推进全球 UV/EB 固化市场持续增长的原动力仍然是 UV/EB 固化本身独特的技术优势：即可以帮助企业提高生产率；改善基材涂膜的物理性能；技术本身具有跨界的创新能力的灵活性；以及固化成本仍能基本适应用户的要求。另外，世界各国竞相出台日趋严格的环境保护法规，也有助于推动 UV/EB 固化市场持续增长。

3. 特种用墨储备齐全，市场空间巨大

3.1 LED 油墨空间巨大

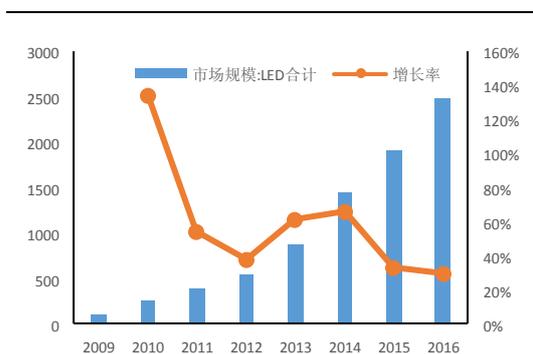
LED（发光二极管）是一种将电能转化为光能的半导体器件。随着行业的继续发展，技术的飞跃突破，应用的大力推广，LED的光效也在不断提高，价格不断走低。LED被称为第四代光源，具有节能、环保、安全、寿命长、低功耗、低热、高亮度、防水、微型、防震、易调光、光束集中、维护简便等特点，可以广泛应用于各种指示、显示、装饰、背光源、普通照明等领域。从各国政策来看，欧洲、澳大利亚、日本、美国等国纷纷启动白炽灯淘汰计划，支持LED产业发展。

根据2010年发布的《中国逐步淘汰白炽灯路线图》，自2016年10月1日开始，我国禁止进口和销售15W及以上普通照明白炽灯。节能灯、LED灯已经成为灯具市场上的主流产品，照明市场也迎来了又一发展机遇。

LED背光油墨是应用在LED灯具上的特殊功能性油墨，具有增强光照效果和保护几班的作用，目前LED背光油墨市场基本上被外资油墨企业所垄断。

我国的LED市场规模呈现高速发展的状态，从2010年开始，LED的市场规模增速超过30%，未来随着政策的持续推进，LED市场规模将继续保持高速增长。伴随着LED市场规模的整体扩大，LED背光油墨的市场空间大幅的增长，使用量持续增长，目前市场的规模大约在50亿左右。

图 9: LED 市场规模高速增长



资料来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟,东兴证券研究所整理

图 10: LED 油墨市场规模高速增长



资料来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟,东兴证券研究所

可以说LED背光油墨的市场空间巨大，LED背光油墨也就是行业内的白色阻焊油墨。白色阻焊油墨是印刷在LED线路板上用来遮盖表面线路的一层涂膜，这层阻焊油墨主要有两个作用：其一是阻焊，即在LED灯具线路板（PCB板）焊锡过程中防止不必要的锡附着在线路上造成线路短路；其二，反光，许许多多的LED发光芯片是直接焊接在线路板上，故覆盖在线路板上的阻焊油墨还具有反光作用。

众所周知，白色的反光效率最高，可以大大减少光的损耗。目前国内的部分厂家将LED油墨做成蓝白色，这是因为在印刷完这层阻焊油墨之后，有一道工序是焊锡，

焊锡过程的温度能达到 250℃ 以上，普通的阻焊油墨不能耐受这一温度，颜色会变黄，灯板表面黄变会影响灯板美观的同时也会导致光损增加。因此，需要加上一点蓝色颜料增加其遮盖力，中和高温产生的黄色。但是，加蓝色后会使反光效率降低，导致光的损耗，使 LED 不能发挥最大的效能。高温下易发生黄变，就是做成纯白色的难度。目前，纯白色的阻焊油墨的技术和产品基本上被国外的企业垄断。纯白色阻焊油墨技术主要掌握在国外大型跨国企业手中，如日本太阳油墨、日本积水化学、联致互动、安美特化学等。

在 2016 年公司的年报中，公司表明在技术上，公司白色阻焊油墨的技术水平达到国际先进、国内领先的程度，新产品能够批量生产。

在阿里巴巴等网站中，日本太阳和积水的价格在 90-100 元/kg 左右，由于 PCB 油墨更多的技术含量在配方的配比中，原材料端的成本变化较小，可以说 LED 油墨整体的毛利率相当可观，将超过 50%。

3.2 金属加工保护油墨是公司的传统强项

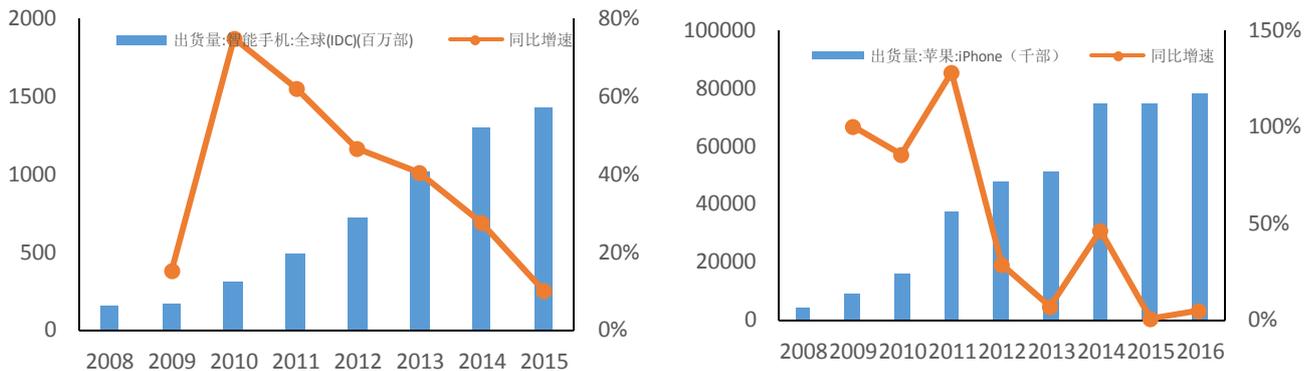
2012 年公司在金属材料精密加工保护油墨领域取得重大突破，公司产品成功应用于富士康代加工的 iPhone4~iPhone5s 系列手机的生产制造。2012 年、2013 年、2014 年及 2015 年上半年公司金属材料精密加工保护油墨的销售额占营收的比重分别为 14.68%、26.89%、16.20%、8.07%。在 5s 后由于富士康生产工艺的改变，公司的保护油墨未进入富士康的采购名单。

但是从应用的程度来看，公司取得较为宝贵的资源。

- 1、技术上的提高。富士康的整体认证流程较为严格，标准规范，对品质要求较高。在与富士康共同开发油墨的过程中，公司整体的科研实力得到提升，产品品质的稳定性得到了巩固。
- 2、客户关系的建立。油墨的认证流程较严，在采购名单之内的厂商由于产品的稳定性，一旦确定将伴随整个系列手机的全部生产过程。
- 3、市场知名度的提升，作为手机的全球龙头，iPhone 的应用的示范效应明显。
- 4、进入苹果产业链的拓展性。公司目前金属保护油墨与苹果进行合作较多，未来存在在其他产品继续合作的可能。

图 11: 全球智能手机出货量

图 12: 苹果手机出货量



资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

对于手机上用的保护油墨来说, 苹果手机整体的工艺和出货量相当重要, 近年来苹果经过前期的快速增长, 目前的增速在放缓, 但是整体的量依旧处于高位。而全球智能手机的出货量也在增长, 依旧有 10% 左右的增速, 而 iPhone 作为工匠精神的代表, 依旧引领了整体智能手机的发展方向。

公司的 2016 年年报中披露了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。未来公司在 iPhone 上的应用延续并拓展新的业务存在较大可能。

3.3 其他油墨研发有序进行

公司在 2016 年年报中披露, 2016 年公司在研发中取得了多项突破, 作为上市公司的第一年, 公司首次与资本市场相结合, 利用上市公司的影响, 有望在市场营销取得突破。

表 4: 公司目前研发的产品项目

项目	应用领域	公司进展	市场空间预测
液态感光低压喷涂阻焊油墨研发项目	PCB 应用领域, 由于传统的丝网印刷工艺费时费力费料, 生产效率不高, 严重制约了产能的迅速扩大。随着低压喷涂技术和设备的应用, 该技术解决了网印人员操作技能差异所造成品质的变化, 且可大幅提升制板效率, 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。	NA
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, 前景广阔。	2016 年该产品已经投过客户测试, 预计将为公司效益带来积极影响	NA

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，而开发适应于此印刷技术的油墨则为广信材料提供新的商机。介于国内市场上此类油墨的缺稀，本项目旨在开发一款适用于静电喷涂工艺的高质量阻焊油墨。该产品的批量生产能打破静电喷涂阻焊油墨进口为主要的现状，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。 NA
基于先进碳材料的水性导电油墨研究项目	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 NA
金属加工精密保护水性光固化油墨	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。	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 超过 20 亿

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在技术储备完善的情况下，未来公司需要进行的的就是保持产品的稳定性，进行渠道拓展，占领市场，未来公司的成长空间巨大。

4. PCB 感光油墨主业稳步前行

PCB（Printed Circuit Board）的中文名称为印制电（线）路板，又称印刷电（线）路板。PCB 是组装电子零件用的基板，是在通用基材上按预定设计形成点间连接及印刷元件的印刷板，其主要功能是使各种电子组件形成预定电路的连接，起中继传输作用。PCB 一般可以根据电路层数进行分类：分为单面板、双面板和多层板，其中多层板可达 4 层、6 层、甚至十几层。

PCB 下游产业涵盖范围相当广泛，包括计算机、通信、消费电子、封装基板、汽车电子、工控医疗、航空航天等领域。

根据 Prismark 的统计数据，2015 年全球 PCB 应用领域中，计算机领域的 PCB 市场规模最大，占比为 28.61%；其次为通信领域，占比为 28.21%；其他依次为消费电子、封装基板、汽车电子、工控医疗和航空航天领域。

图 13: PCB 成本拆分

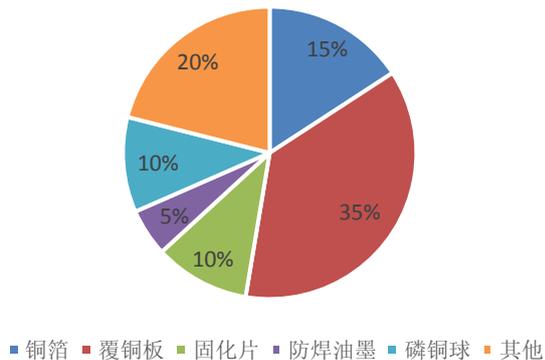
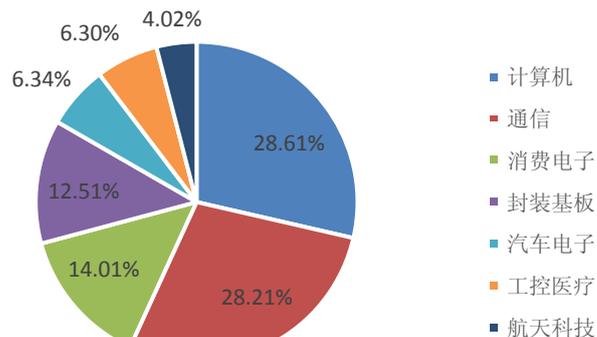


图 14: PCB 的应用领域



资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

资料来源: Prisma, 东兴证券研究所

全球的 PCB 行业总产值为 553 亿美元, 中国的 PCB 产值 262 亿美元, 占比为 47% 左右, 全球的 PCB 产能在向中国转移, 我国的 PCB 占比越来越高, 从 08 年的 31% 提升到 45% 以上。

我国的 PCB 行业虽然整体增速在下降, 但增速高于全球水平, 未来几年, 我们认为我国依旧是 PCB 产业继续转移的重要基地, 同时由于汽车电子、服务器、通信基础设施、可穿戴设备和 VR/AR 等新兴需求上的增长, 我们依旧认为 PCB 整个行业将持续增长。而整个行业的发展, 必将带动 PCB 油墨行业的整体增长。

图 15: PCB 行业向中国转移

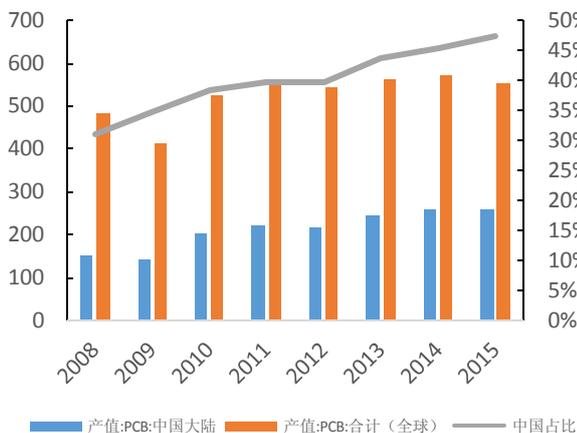


图 16: PCB 国内增速高于国际增速



资料来源: Prisma, 东兴证券研究所

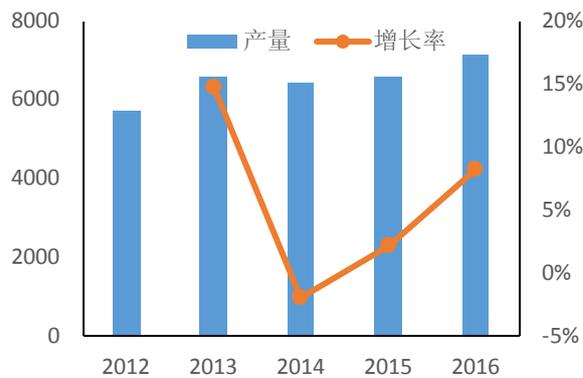
资料来源: Prisma, 东兴证券研究所

同时我国的 PCB 厂家目前还处于跑马圈地的阶段, 行业的竞争格局较为激烈, 对于 PCB 产量的扩张和品质的提升将持续进行, 而在 PCB 成本中占比较小的油墨对整体成本的增加敏感性较小, 更多的厂家将对 PCB 油墨的品质进行提升。可以说市场的龙头企业将优势更为明显。根据 Prisma 预测, 2017 年 PCB 感光油墨的国内市场空间约为 60~80 亿元人民币, 而其中阻焊油墨占油墨的 35% 左右, 整体的市场空间

在 20~30 亿左右。目前公司的市场份额占有率为 13%左右，目前市场占有率最高的为日本太阳，占比 50%以上。

随着国内国产化的大潮中，公司的市占率有望进一步提升。公司的产能为 6000 吨，目前公司已经满产满销，产能利用率高达 120%，已经遇到了生产瓶颈，公司已经有选择性的进行订单筛选，未来随着 8000 吨的募投项目将解决公司的生产瓶颈。

图 17: 公司的产量情况（吨）



资料来源：公司的公告，东兴证券研究所

5. 并购江苏宏泰，强强联合

江苏宏泰是中国大陆紫外光（UV）固化涂料研发和生产行业最具竞争力的民营企业之一，始终致力于消费电子专用涂料和汽车专用涂料等产品的研发、生产和销售；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。

江苏宏泰主要产品为“汉普诺（Hipro®）”系列紫外光固化涂料，主要用于消费电子产品（如：手机外壳）的表面处理，中高档化妆品包装物（如：香水瓶外壳）的表面处理，汽车车灯、轮毂和内饰的特种保护，货车复合材料箱体（轻质箱体）的特种保护，运动器材的外层保护，金属基材料保护等领域。

5.1 消费电子专用油墨是宏泰的主要产品

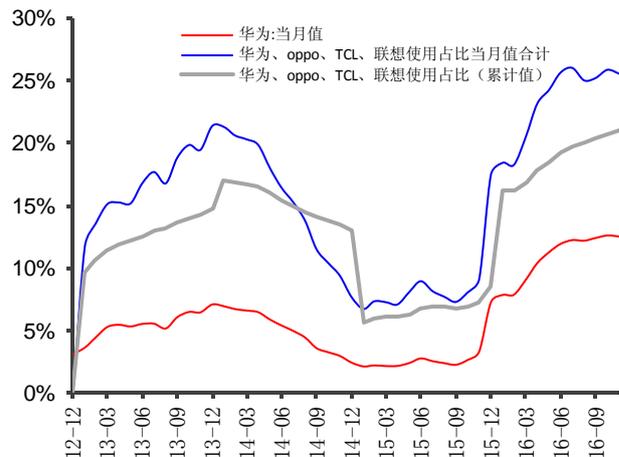
江苏宏泰销量最大的产品为 ABS 消费电子涂料产品，该类型产品具有优异的耐磨性和耐候性，同时可以使塑料材料具有金属质感。作为江苏宏泰的主攻方向，江苏宏泰的紫外光固化涂料产品应用在手机和笔记本电脑等高档电子消费品的外壳。在使用此种涂料后，不仅这些电子消费品的外壳 ABS 材料得到保护变得更加耐磨，同时使得产品更美观和富有质感。目前，江苏宏泰的消费电子产品涂料主要应用于华为、OPPO、酷派、联想以及 TCL 等国内知名手机品牌的产品上，在消费电子涂料领域具有明显的竞争。

图 18: 我国的手机增速较快

图 19: 国内品牌手机增速高于国际增速



资料来源：wind 资讯,东兴证券研究所

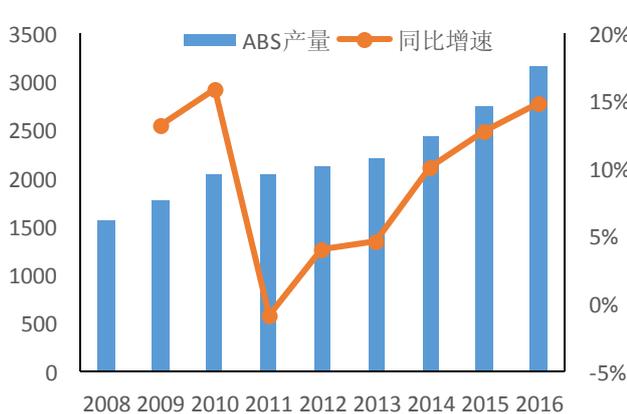


资料来源：wind 资讯,东兴证券研究所

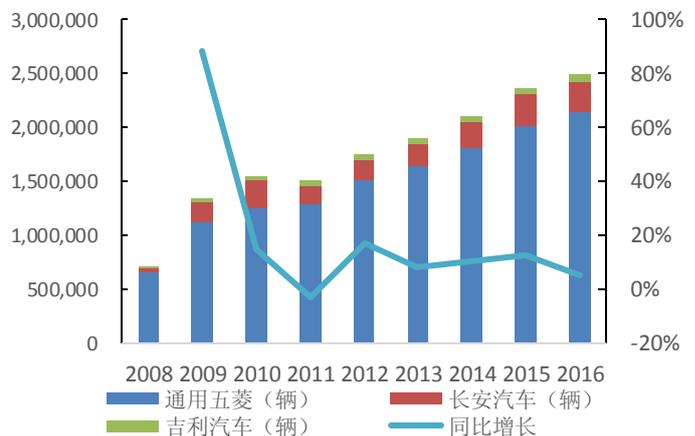
作为宏泰的最主要业务，手机外壳 UV 涂料的占有至关重要的地位，目前，我国的手机市场依旧保持较高的增长，手机特别是智能手机的潜力开发使手机的增长能够得以持续，同时我们也欣喜的看到了国产手机的市场份额在不断提升，在宏泰的主要客户中，华为手机的市占率持续提升，oppo、TCL、联想等的市场份额也整体保持上升趋势。

图 20: 我国的手机增速较快

图 21: 汽车客户产量逐年增加



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所



资料来源：中国汽车工业协会,东兴证券研究所

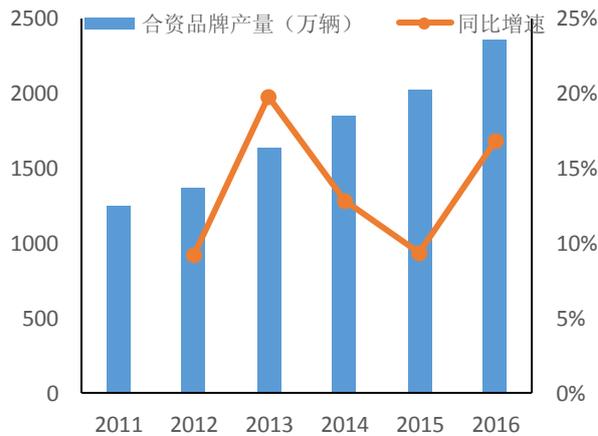
从源头上来看，ABS 的产量也维持较高的增速，其中很大一部分是由手机等电子产品所贡献，虽然未来市场存在金属外壳的替代关系，但是整体上手机行业处于一个良性发展的通道，行业整体仍有很大的上升空间，并且其消费属性能够不断带来增长，龙头企业的示范效应更为强烈，公司的重要客户华为近年来手机市占率持续增长，公司的产品在华为的应用占到 40%左右，未来有望继续开拓新的手机客户。

5.2 汽车零部件专用涂料已经进入认证期

车灯涂料领域是江苏宏泰未来的主要开拓方向之一。在该领域，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）。目前，江苏宏泰的车灯涂料产品主要应用在“通用五菱”、“长安”、“吉利”等国内汽车品牌的车灯制造。

图 22: 汽车合资品牌发展迅速



资料来源：wind 资讯,东兴证券研究所

江苏宏泰于 2016 年 4 月开始在美国佛罗里达州长达 36 个月的暴晒试验,如果在 2019 年顺利通过国外认证机构的产品质量检测,则江苏宏泰将有效解决汽车车灯涂料领域的资质瓶颈问题,公司涂料将有机会进入到合资品牌,有力拓宽江苏宏泰在汽车车灯涂料领域的增长空间。

5.3 其他涂料产品取得进展

目前宏泰还有其他的涂料研发已经有了实质性的进展,包括轻质箱体涂料、钢材临时防护涂料和运动器材专用涂料。

轻质箱体涂料。产品用于货车轻质箱体的外层保护,主要作用是保护箱体和使箱体美观。

钢材临时防护涂料。主要用于钢铁产品(油井管)的临时防护。钢材临时防护涂料涂覆在钢铁产品表面,具有防腐、防锈、耐酸碱等功能,有效提升钢铁产品的性能和质量。

运动器材专用涂料。随着我国居民可支配收入的不断提高,以及健康意识的不断提升,我国居民用于运动健身方面的消费逐年提升。江苏宏泰的紫外光固化涂料产品可应用于碳纤维材质的自行车和赛车头盔、网球拍、运动自行车、健身器械等运动产品的外层保护,使运动器材具有优异的耐磨性、耐刮伤性和抗腐蚀性,同时可增加被覆盖物的视觉美观度。

公司的轻质箱体保护涂料、化妆品包装、钢材临时防护涂料和运动器材防护涂料目前均具备量产能力，并且三种领域的市场空间均较大，未来一旦市场形成突破，都将成为公司的利润来源。

6. 盈利预测

公司属于精细化工行业中的电子化学品行业，主要从事专用油墨的研发、生产和销售，是国内领先的电子产品专用油墨供应商，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，并购江苏宏泰属于公司的横向拓展。我们预计公司 2017 年-2019 年的营业收入分别为 4.46 亿元、5.44 亿元和 6.71 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 0.84 亿元、0.96 亿元和 1.15 亿元，每股收益分别为 0.85 元、0.97 元和 1.16 元，对应 PE 分别为 45X、40X、33X。我们认为公司业绩确定性更高，未来三年收入增速有望超过 20%，给予“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

1. 产品价格大幅下跌
2. 募投项不达预期

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	249	458	574	714	827	营业收入	250	271	447	545	671
货币资金	38	122	134	204	227	营业成本	142	148	242	293	363
应收账款	120	135	184	224	276	营业税金及附加	2	3	4	4	5
其他应收款	6	3	5	6	7	营业费用	33	37	58	71	87
预付款项	3	2	2	2	2	管理费用	22	26	40	49	60
存货	46.24	50.14	80.58	98.45	121	财务费用	0	0	3	12	18
其他流动资产	0.00	120.00	120.00	120.00	120	资产减值损失	4.64	8.04	4.00	5.00	4.00
非流动资产合计	97.18	126.78	312.93	470.86	562	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.82	4.00	4.00	4.00
固定资产	67.95	64.41	210.28	354.70	455.15	营业利润	48	51	100	114	137
无形资产	25.82	25.23	22.71	20.19	18	营业外收入	1.69	0.38	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	0	0	6	6	6	营业外支出	0.10	0.06	0.00	0.00	0.00
资产总计	347	585	887	1185	1389	利润总额	49	51	101	115	138
流动负债合计	104	104	338	559	670	所得税	8	8	16	18	22
短期借款	0	0	174	374	445	净利润	42	42	85	97	116
应付账款	66	79	127	154	191	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	0	0	0	0	归属母公司净利润	42	42	85	97	116
一年内到期的非	0.00	0.00	10.00	0.00	0	EBITDA	52	56	127	169	204
非流动负债合计	0	0	0	0	0	BPS (元)	0.55	0.51	0.85	0.97	1.16
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	104	104	338	559	670	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-6.7%	8.2%	64.8%	21.9%	23.2%
实收资本(或股	75	100	100	100	100	营业利润增长	3.8%	6.1%	97.0%	14.9%	19.6%
资本公积	49	220	220	220	220	归属于母公司净利	3.5%	2.0%	99.2%	14.8%	19.4%
未分配利润	101	138	172	216	268	获利能力					
归属母公司股东	243	481	549	626	719	毛利率(%)	43%	45%	46%	46%	46%
负债和所有者权	347	585	887	1185	1389	净利率(%)	17%	16%	19%	18%	17%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	17%	9%	15%	15%	16%
经营活动现金流	45	42	54	112	133	偿债能力					
净利润	42	42	85	97	116	资产负债率(%)	30%	18%	38%	47%	48%
折旧摊销	4.48	6.00	24.60	42.07	49.06	流动比率	2.41	4.42	1.70	1.28	1.23
财务费用	0	0	3	12	18	速动比率	1.96	3.93	1.46	1.10	1.05
应收账款减少	0	0	48	27	37	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.75	0.58	0.61	0.53	0.52
投资活动现金流	-40	-144	-205	-201	-140	应收账款周转率	2	2	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.08	3.73	4.34	3.87	3.89
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	1	4	4	4	每股收益(最新摊	0.55	0.51	0.85	0.97	1.16
筹资活动现金流	-25	189	164	159	29	每股净现金流(最新	-0.26	0.86	0.12	0.70	0.22
应付债券增加	0	0	174	374	445	每股净资产(最新摊	3.24	4.81	5.49	6.26	7.19
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	25	0	0	0	P/E	69.95	75.43	45.52	39.67	33.22
资本公积增加	0	171	0	0	0	P/B	11.88	7.99	7.01	6.14	5.35
现金净增加额	-19	86	12	70	22	EV/EBITDA	54.76	66.13	30.62	23.84	19.91

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券化工行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA持证人，2013年起就职于中金公司，2016年加入东兴证券。

联系人简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015年就职于民生证券，2016年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。