

紫外固化材料龙头，电子化学品发展可期

投资要点

- **17 年光纤行业产量大幅增长，公司主业有望企稳回升。**公司传统主营业务为**光纤光缆涂覆材料**的生产与销售，在国内有 60% 的市场占有率，2016 年受国际巨头降价的影响，该业务毛利率由 47.9% 下降至 42.9%；Wind 数据显示 2017 年 1-8 月我国光缆累计产量上涨 11.2%，随着 5G 技术的发展、海外市场的拓展，我们预测未来主业有望恢复增长。
- **收购和成显示，液晶显示材料业务前景广阔。**近年来全球 LCD 产业持续向国内转移，按内地面板厂商已建和在建产线来看，预测我国 2017、2018、2019 年将分别消耗 282 吨、362 吨、475 吨的液晶材料，同比增速分别为 12.8%、28.4%、31.2%。由于液晶显示材料技术壁垒较高，国内混合液晶市场基本由国外垄断，能生产 TFT 液晶显示材料的只有诚志永华、和成显示、八亿时空等少数几家；公司着眼未来，通过收购和成显示进军**液晶显示材料**领域。和成显示近年来业绩靓丽，2016 年液晶显示材料实现营业收入 3.5 亿元（混晶收入 3.3 亿元），同比增长 74%，实现净利润 0.8 亿元，同比增长 91%，超预期完成公司的业绩承诺（6500 万元）。公司 2017、2018 年承诺业绩分别为 8000 和 9500 万元，我们认为随着公司进口替代扩大市场份额，17、18 年依旧有超出业绩承诺的可能，有望大幅提升上市公司盈利能力，国内液晶显示材料领域的发展潜力也将打开上市公司后续的发展空间。
- **国内半导体行业景气度高涨，电子化学品业务有望快速拓展。**近年来我国半导体市场优于全球市场，半导体销售额增长率常年维持在 15% 以上，占全球比例也在不断增长。公司电子化学品业务主要有湿化学产品和封装材料，其中湿化学产品以光刻胶为代表，公司 **PCB 用湿膜光刻胶**项目已投产，未来发展值得期待；另外，公司通过收购大瑞科技进军**封装用锡球**领域、参股长兴昆电进军**封装用环氧塑封料**领域，未来发展值得期待。
- **盈利预测与投资建议：**考虑收购、不考虑募集配套资金，预计公司 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益分别为 0.32 元、0.52 元和 0.68 元，对应动态 PE 分别为 77 倍、47 倍和 36 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**紫外固化光纤光缆涂覆材料市场价格下降的风险；外延并购项目不及预期的风险；面板行业产能过剩的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	391.04	621.64	1237.90	1530.10
增长率	-9.50%	58.97%	99.13%	23.60%
归属母公司净利润（百万元）	67.79	127.21	208.51	274.19
增长率	-35.57%	87.66%	63.91%	31.50%
每股收益 EPS（元）	0.17	0.32	0.52	0.68
净资产收益率 ROE	8.67%	8.41%	12.27%	14.22%
PE	145	77	47	36
PB	12.58	6.45	5.75	5.06

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

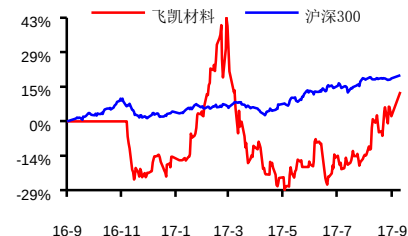
分析师：商艾华
 执业证号：S1250513070003
 电话：021-50755259
 邮箱：shah@swsc.com.cn

分析师：黄景文
 执业证号：S1250517070002
 邮箱：hjw@swsc.com.cn

联系人：徐文浩
 电话：010-57631196
 邮箱：xuwenh@swsc.com.cn

联系人：李海勇
 电话：0755-23605349
 邮箱：lihaiy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.64
流通 A 股(亿股)	3.64
52 周内股价区间(元)	15.13-101.0
总市值(亿元)	86.63
总资产(亿元)	12.83
每股净资产(元)	2.18

相关研究

目 录

1 多年深耕，国内紫外固化材料领域绝对龙头	1
1.1 公司简介：国内紫外固化领域龙头企业	1
1.2 光纤光缆景气度高涨，主业有望企稳	2
1.3 转型电子化学品业务，未来发展值得期待	4
2 面板产业内地转移，液晶显示材料发展可期	5
2.1 LCD 产线增长迅速，液晶显示材料需求旺盛	5
2.2 收购合成显示、参股八亿时空，液晶显示材料有望贡献较大业绩	10
3 半导体产值逐步放大，封装市场需求旺盛	12
3.1 半导体产值快速上升，封装需求随之而来	12
3.2 收购大瑞科技、参股长兴昆电，测封业务潜力巨大	13
4 盈利预测	18
5 风险提示	18

图 目 录

图 1：公司股权结构及子（孙）公司业务情况	1
图 2：紫外固化光纤光缆涂覆材料产品展示	2
图 3：2016 年紫外固化光纤光缆业务收入占比为 81%	2
图 4：公司 2016 年营业收入及净利润有所下降	2
图 5：公司 2016 年毛利率及净利率有所下降	2
图 6：近年来中国光缆产量快速增长	3
图 7：国内光纤光缆主要生产厂商	3
图 8：未来几年国内光纤光缆涂覆材料需求预测	4
图 9：公司先后外延并购的公司	5
图 10：公司各类产品及相关产能	5
图 11：液晶材料生产流程	5
图 12：全球各月份面板出货量	6
图 13：全球各月份面板出货面积	6
图 14：国内面板厂商出货量市占率持续提升	8
图 15：单晶及混晶市场规模测算	9
图 16：和成显示营业收入及净利润快速增长	11
图 17：和成显示 2016 年营业收入占比	11
图 18：八亿时空营业收入及净利润快速增长	11
图 19：八亿时空 2015 年营业收入占比	11
图 20：半导体封装发展历程	12
图 21：2010 年后全球半导体市场销售额逐步上涨	12
图 22：2016 年全球半导体封装市场销售额触底回升	12
图 23：我国半导体市场销售额快速上涨	13
图 24：近年来我国半导体材料市场规模及预测	13
图 25：半导体封装锡球	13
图 26：半导体锡球用途展示	13
图 27：我国各年封装用锡球需求量预测	14
图 28：国内锡合金焊接球市场占有率	14
图 29：大瑞科技锡球产品	15
图 30：大瑞科技净利润情况	15
图 31：台湾半导体材料销售额增长缓慢	15
图 32：大瑞科技营业收入预测（万元）	15
图 33：环氧塑封材料	16
图 34：国内环氧塑封料需求预测	16

表 目 录

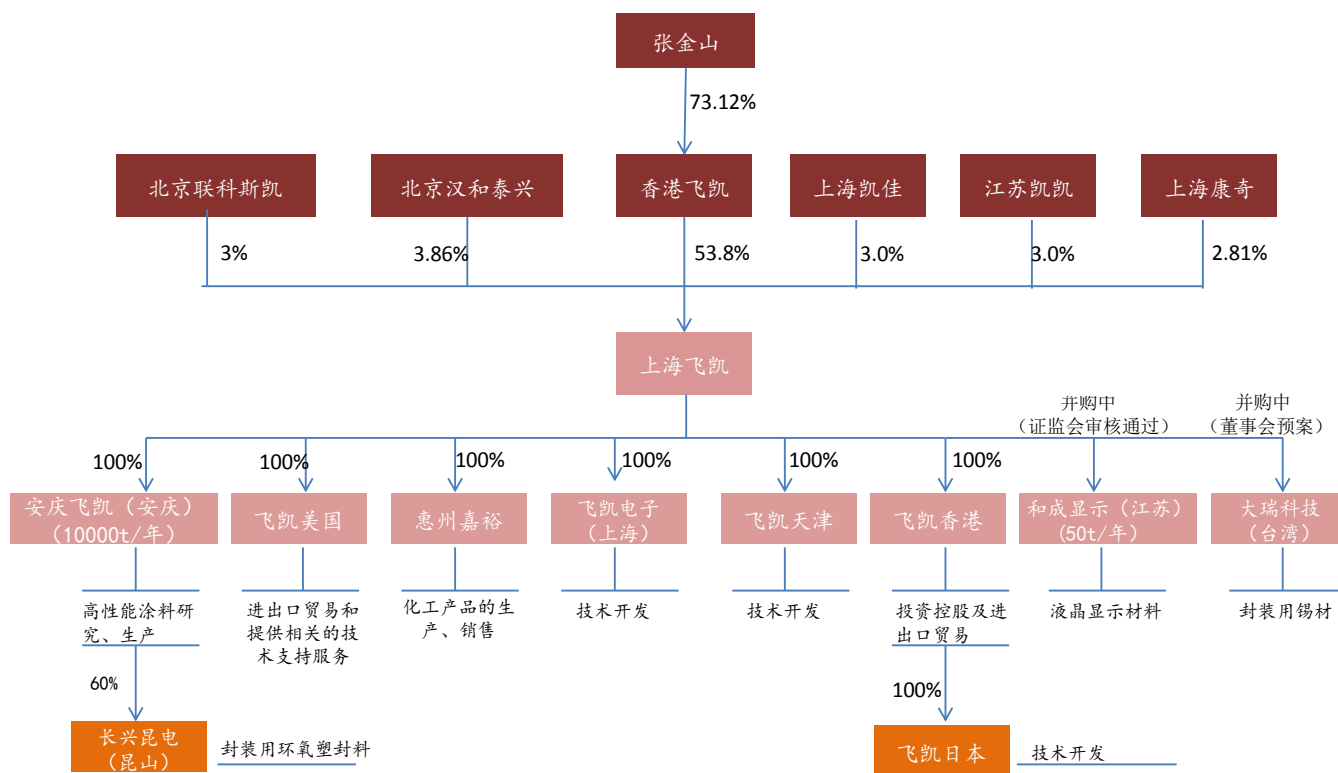
表 1：公司主要客户 17 年上半年业绩靓丽	3
表 2：公司主要电子化学业务	4
表 3：近年来国家出台的显示面板和相关材料政策	6
表 4：我国液晶面板厂商及各自产能	8
表 5：国内主要混晶及单晶供给商	10
表 6：2012 年国内主要的环氧塑封料制作企业及市场份额	17
表 7：分业务收入与毛利率	18
附表：财务预测与估值	19

1 多年深耕，国内紫外固化材料领域绝对龙头

1.1 公司简介：国内紫外固化领域龙头企业

公司简介及股权结构。飞凯材料是一家专业从事高科技领域适用的紫外固化材料等新材料的研发、生产和销售的高科技企业。公司于 2002 年成立，2014 年在深交所创业板上市，目前已建立一套完善的紫外固化材料新产品的研发创新机制，组建了国内领先的紫外固化材料研发基地。公司主要客户有亨通光电、中天科技、烽火通讯等，产品已出口至美国、韩国、印度等国家。公司实际控制人为张金山，通过其持股 73.1% 的香港飞凯控股有限公司持有上海飞凯光电材料股份有限公司 53.8% 股权。

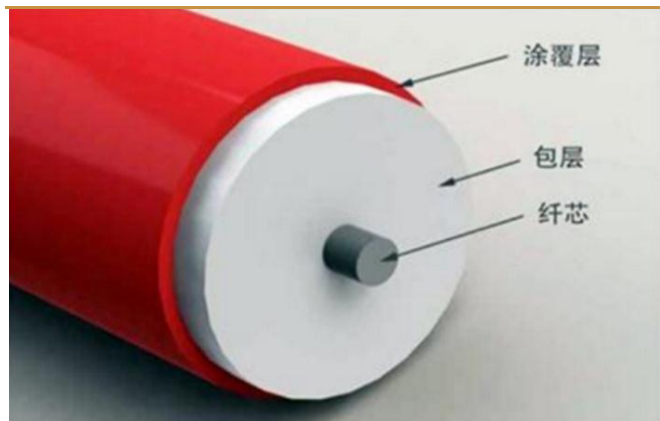
图 1: 公司股权结构及子(孙)公司业务情况



数据来源: wind, 西南证券整理

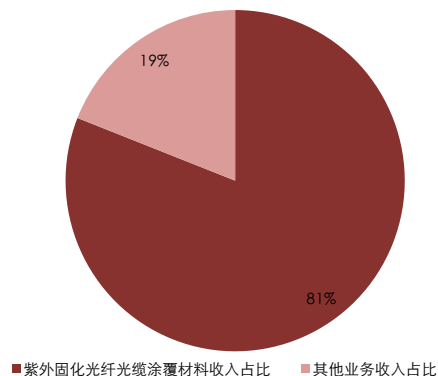
主营业务介绍。公司主营业务为紫外固化材料的生产和销售，核心产品为紫外固化光纤光缆涂覆材料；紫外固化光纤光缆涂覆材料用于保护光导玻璃纤维免受外界环境影响、保持其足够的机械强度和光学性能，是通信光纤的重要组成部分。光纤涂覆树脂技术壁垒高，全球仅飞凯材料、帝斯曼、日本 JSR、迈图少数几家公司掌握此技术，公司凭借性价比优势，在国内市场占有率达 60%，全球市场占有率约 30%，产品已出口至美国、韩国、印度。

图 2：紫外固化光纤光缆涂覆材料产品展示



数据来源：西南证券整理

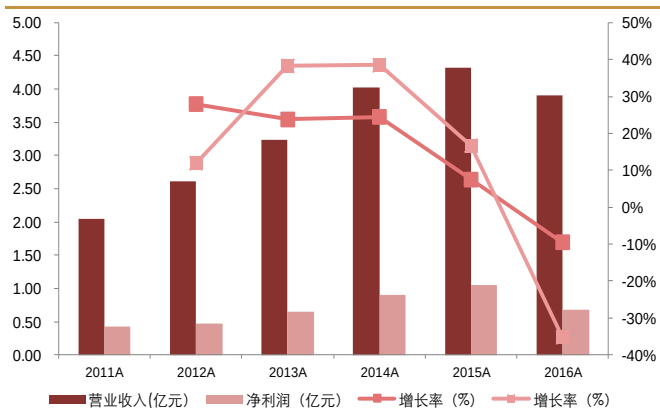
图 3：2016 年紫外固化光纤光缆业务收入占比为 81%



数据来源：Wind，西南证券整理

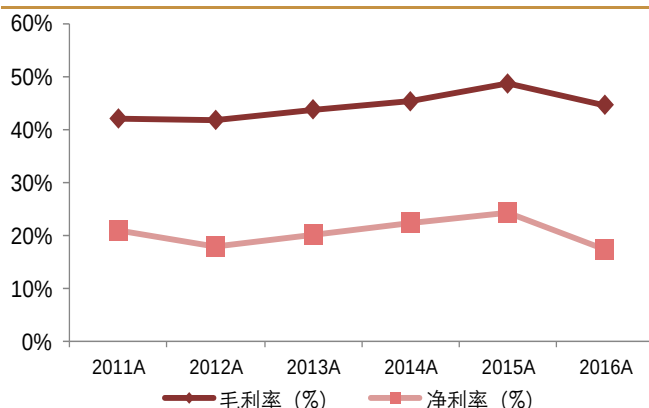
业绩状况及盈利能力。公司 2016 年实现营业收入 3.9 亿元，同比下降 9%，实现净利润 6772 万元，同比下降 35.6%，主要原因在于公司为保持市场占有率而降低紫外固化光纤光缆涂覆材料的价格；2017 年上半年，公司实现营业收入 2.5 亿元，同比增长 27.7%，紫外固化光纤光缆涂覆材料的销售保持平稳，我们预计 2017 年全年营业收入将保持较快增速。

图 4：公司 2016 年营业收入及净利润有所下降



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2016 年毛利率及净利率有所下降

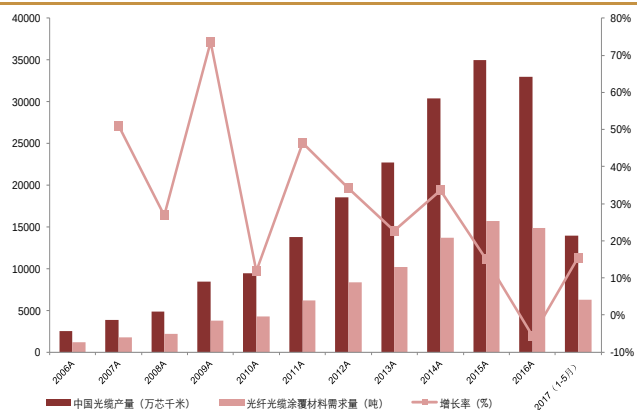


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 光纤光缆景气度高涨，主业有望企稳

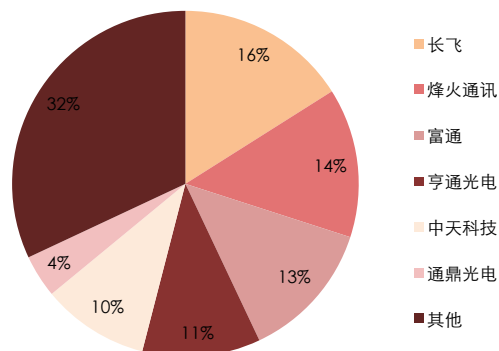
光纤光缆产量大幅增长。近年来随着我国大力推进宽带网络建设，光纤行业发展迅猛，我国已经成为世界第一大光纤生产国；2016 年光纤的产量是 32949.2 万芯千米，以每生产 1 万芯公里光纤大约需要 0.45 吨的光纤光缆涂覆材料计算，相应的光纤光缆涂覆材料需求量是 14827.1 吨；2017 年前 8 个月我国已生产光缆 23370.5 万芯千米，同比增长 11.2%，显示出良好的发展态势。

图 6：近年来中国光缆产量快速增长



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：国内光纤光缆主要生产厂商



数据来源：电缆网，西南证券整理

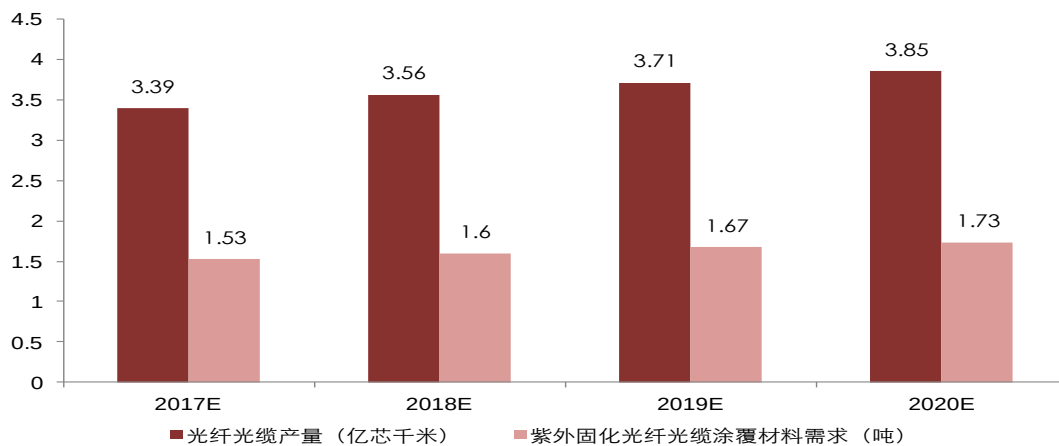
通讯业主要客户业绩靓丽。公司下游核心客户 2017 年上半年业绩靓丽，其中光纤行业龙头亨通光电、中天科技、烽火通信净利润增幅均较大，我们认为龙头的靓丽业绩是光纤行业高景气度的印证，未来有望加大对公司产品需求。

表 1：公司主要客户 17 年上半年业绩靓丽

公司名称	股票代码	半年净利润（亿元）	同比增长（%）
亨通光电	600487	8.41	68.9%
中天科技	600522	9.55	29.9%
烽火通信	600498	4.90	22.0%
永鼎股份	600105	1.53	11.1%
特发信息	000070	1.24	39.2%
通光线缆	300265	0.42	-34.5%
凯乐科技	600260	3.73	340.3%

数据来源：Wind，西南证券整理

光纤光缆涂覆材料市场空间广阔。从光纤人均芯公里看，目前中国仅为 1.3 左右，美国已经达到 2.26，假定到 2020 年中国人均芯公里达到 2 芯公里，则总的铺设的光纤光缆将会达到 32 亿芯公里左右，减去目前已经累计生产的 18 亿芯公里，还有 14 亿芯公里的需求等待释放，也即是 5.4 万吨的光纤光缆涂覆材料的需求，市场空间广阔。

图 8：未来几年国内光纤光缆涂覆材料需求预测


数据来源：西南证券整理

1.3 转型电子化学品业务，未来发展值得期待

转型电子化学品业务。除主业之外，公司近年来积极拓展电子化学品业务，募资建设的 3500t/a 的光刻胶项目已经于 2016 年投产，收购的长兴昆电 60% 股权也已经完成，产品广泛应用于印刷电路板、集成电路、电子信息等各行各业，下游已经进入长电科技、中芯国际等龙头企业。

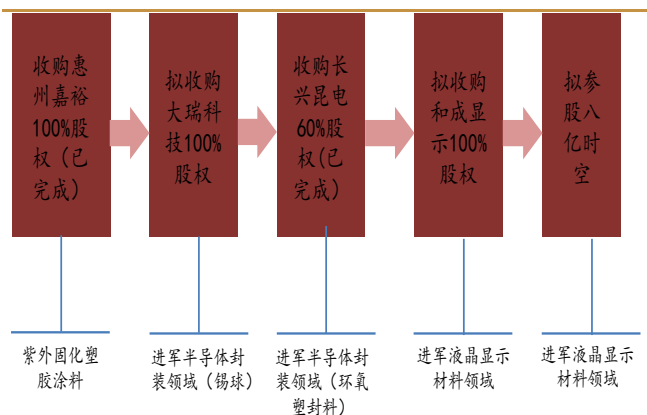
表 2：公司主要电子化学业务

分类产品	产品名称	介绍
光刻胶产品	LPR 液态感光线路油墨	负性液态感光型线路油墨，应用于生产高精度线路板（内层线路制造）
	LED 光阻	主要包括芯片正胶、负胶、干法 PSS 胶、湿法 PSS 胶，及临时粘贴剂等光阻配套产品
半导体配方产品	蚀刻液	有分别针对不同金属的蚀刻液，可选择的金属蚀刻速率和有选择性蚀刻的金属蚀刻液
	清洗液	针对半导体、TFT-LCD、LED 制造等所开发的各种清洗液
	剥离液	针对集成电路制造中使用的各种光刻胶，包括正胶、负胶、干膜、PI 等
	显影液	针对集成电路制造中使用的各种光刻胶，提供相应的显影药液，具有高效稳定的显+E19 影速率
印刷线路板油墨	阻焊油墨	应用于高精度电路板防焊制作
SMT 系列材料	抗电镀油墨	应用于线路板生产的抗电镀油墨产品
	无铅锡膏	一种环保型、用于 SMT 工艺的产品，产品回焊后的残留极少且有相当高的绝缘阻抗
封装材料	助焊剂	在焊接工艺中能帮助和促进焊接过程，同时具有保护作用、阻止氧化反应的化学物质
	氟素三防漆	显著提高电子组件在极端环境下的长期稳定性，适用于高品质的 PCB 防水防潮绝缘应用
	环氧树脂塑封料	应用于二、三极管、桥接、表面贴装等分立器件及积体电路（IC）等电子零件之封装

数据来源：公司官网，西南证券整理

外延并购，进军液晶显示材料和半导体封装领域。除已有电子化学品业务之外，公司通过收购和成显示、参股八亿时空拓展液晶显示材料业务，通过收购大瑞科技和长兴昆电拓展半导体封装业务；目前除长兴昆电收购项目已完成之外，其他外延项目仍在进行。从我国面板和半导体行业发展的状况来看，未来液晶显示和半导体封装业务有望取得较快发展。

图 9：公司先后外延并购的公司



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司各类产品及相关产能



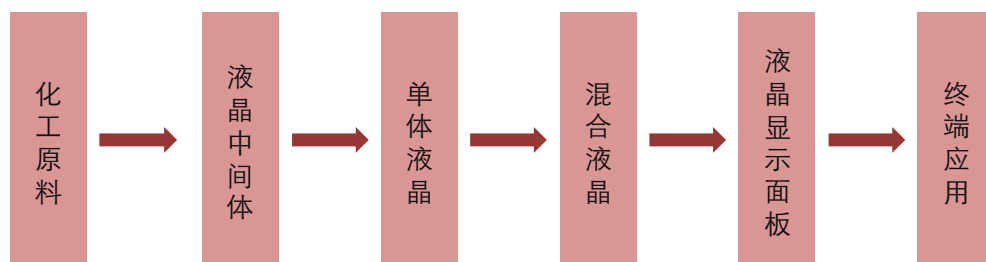
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 面板产业内地转移，液晶显示材料发展可期

2.1 LCD 产线增长迅速，液晶显示材料需求旺盛

混合液晶制作工艺流程。液晶材料是生产液晶显示器（LCD）的关键性光电专用材料之一，其技术直接影响着液晶显示整机性能；液晶材料在制造过程中共有三个主要环节：首先是从基础化工原料合成制备液晶中间体，第二步是由液晶中间体合成液晶单体，第三步由液晶单体以不同比例混合在一起形成混合液晶，最后经过 LCD 制造商和其他材料组装在一起，成为液晶显示面板，装上电子部件。液晶显示材料的需求直接受到下游 LCD 行业景气度的影响。

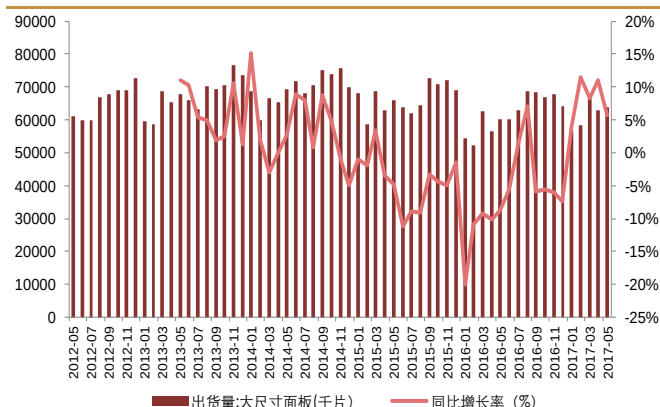
图 11：液晶材料生产流程



数据来源：西南证券整理

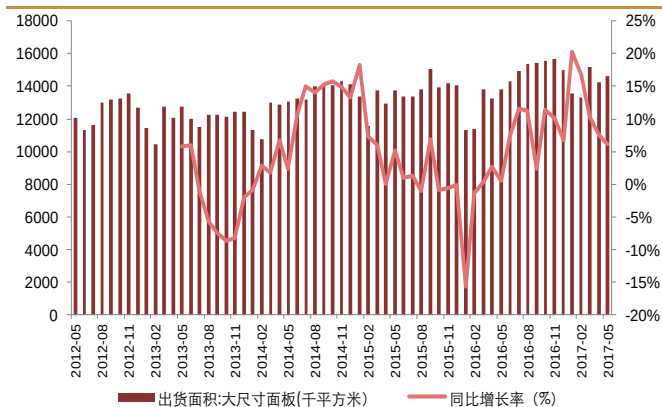
全球大尺寸面板出货面积快速增长。近年来液晶显示面板向大尺寸方向发展，2016 年出货量为 745053.3 万片，同比下降 6.8%，但出货面积达到 16977.8 万平方米，同比增长 4.1%，相对于 2013 年的复合增长率为 5.6%；2017 年前 5 个月大尺寸面板已累计出货 7094.5 万平方米，同比增长 11.7%，保守估计全年面板出货总面积将出现 9% 的增速，则 2017 年全球面板出货面积为 1.85 亿平方米左右。

图 12：全球各月份面板出货量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：全球各月份面板出货面积



数据来源：Wind，西南证券整理

国家政策强力支持国产面板和相关材料的发展。鉴于我国电子产品所需面板大量依靠进口，核心技术缺乏的状况，为增强国产面板和相关配套材料的竞争力，我国各级政府机构相继出台一系列产业扶持政策；例如 2014 年出台的《2014-2016 年新型显示产业创新发展行动计划》，提出“到 2016 年，要基本建成配套体系，初步实现上游设备、材料的规模化生产能力，装备种类覆盖率超过 40%，材料种类覆盖率超过 80%”的目标；在相关政策的支持下，国内“京东方”、“华星光电”、“中电熊猫”等面板企业和“和成显示”、“诚志永华”获得了快速的发展；鉴于政策出台和落地之间的延后效应，未来我国面板和显示材料行业有望加速放量，协同发展。

表 3：近年来国家出台的显示面板和相关材料政策

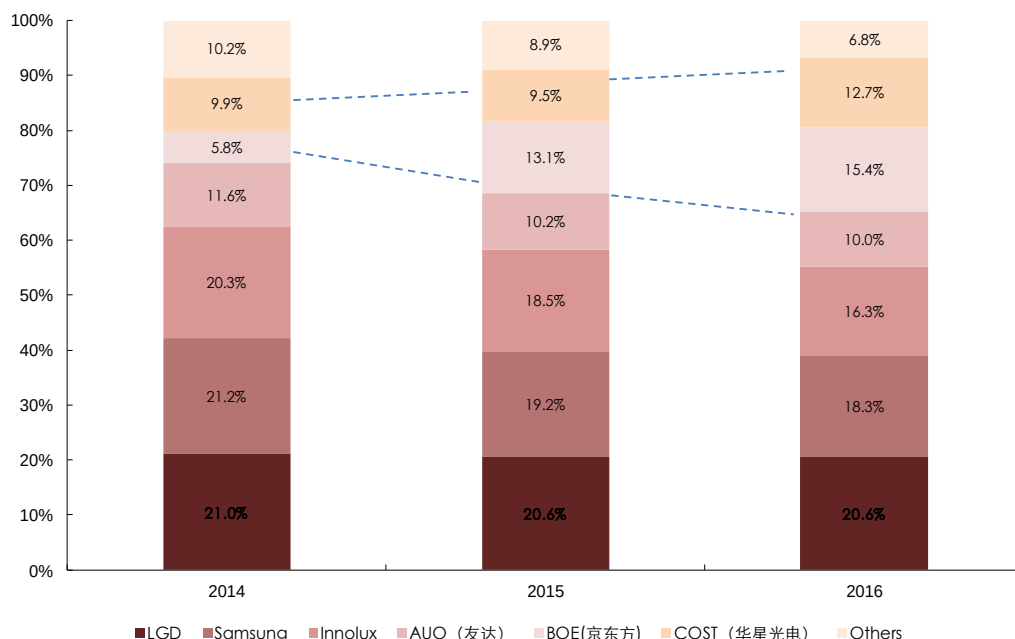
文件名称	时间	颁布单位	主要内容
《装备制造业技术进步和技术改造投资方向(2010 年)》	2010	工信部	将“TFT-LCD 用衬垫物固化炉、TFT-LCD 用划线机、TFT-LCD 用偏光片除泡机、TFT-LCD 物理气相沉积(PVD)和化学气相沉积(CVD)薄膜工艺设备、PDP 面板生产用曝光机、PDP 面板生产用封排炉”等电子信息装备列入优先发展的重点产业；
《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	2010	国务院	将“新一代信息技术产业”作为努力实现快速健康发展的重点发展领域，提出着力发展“新型显示”等核心基础产业
《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》	2011	工信部、商务部、知识产权局	将“新型显示专用设备、敏感元器件/传感器件生产设备”电子专用设备等项目列为优先发展的重点产业
《工业转型升级规划 2011-2015 》	2011	国务院	提出“统筹规划、合理布局，重点支持高世代薄膜晶体管液晶显示器件（TFT-LCD）面板发展，提高等离子体显示器件（PDP）产业竞争力，加快大尺寸有机电致发光显示器件（OLED）、电子纸、三维（3D）显示、激光显示等新型显示技术的研发和产业化，展发上游原材料、元器件及专用装备等配套产业，完善新型显示产业体系，平板显示产业规模占全球比重提高到 20% 以上”
《重大技术装备自主创新指导目录》（2012 年修订版）	2012	工信部、财政部、科技部、国资委	将“液晶显示用玻璃基板成套生产设备、CELL 摩擦机、Panel 贴片机、LCM 成套生产设备”等 TFT-LCD 生产设备列入“电子及光伏制造设备”领域需要突破的关键技术
《电子信息制造业“十二五”发展规划》	2012	工信部	将“新型显示器件”、“电子专用设备和仪器”作为发展重点，提出“在集成电路、新型显示器件、关键元器件、重要电子材料及电子专用设备仪器等领域突破一批核心技术”、“大力发展平板显示器件生产设备和测试仪器，形成整机需求为牵引、面板产业为龙头、材料及设备仪器为基础、产业链各环节协调发展的良好态势”等目标

文件名称	时间	颁布单位	主要内容
《电子专用设备仪器“十二五”规划》	2012	工信部	提出“依托企业建立产业联盟突破核心技术、关键设备与材料”、“引导电子元器件企业与上游材料、设备企业开展合作，突破原材料、设备核心技术”等主要任务
《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	2012	国务院	提出“积极有序发展大尺寸薄膜晶体管液晶显示（TFT-LCD）、等离子显示（PDP）面板产业，完善产业链。加快推进有机发光二极管（OLED）、三维立体（3D）、激光显示等新一代显示技术研发和产业化。攻克发光二极管（LED）、OLED 产业共性关键技术和关键装备、材料，提高 LED、OLED 照明的经济性”，并将“高世代 TFT-LCD 生产线工艺、制造装备及关键配套材料制备技术，高清晰超薄 PDP 及 OLED 等新型显示技术”列入关键技术开发
《新型显示科技发展“十二五”专项规划》	2012	科技部	将“开发新型显示产业配套材料、重要装备、低成本技术、低功耗技术和产品设计技术”作为应用研究的重要方向
《国家发展改革委关于修改〈产业结构调整指导目录〉有关条款的决定》	2013	发改委	将“TFT-LCD、PDP、OLED、激光显示、3D 显示等新型平板显示器件生产专用设备”列为鼓励类发展项目
《鼓励进口技术和产品目录（2014 年版）》	2014	发改委、 财政部、商务部	将“TFT-LCD、OLED 面板、配套材料制造技术和专用设备的设计制造技术，3D 显示、激光显示制造技术和专用设备的设计制造技术”列入“鼓励引进的先进技术”，将“TFT-LCD、OLED、激光显示、3D 显示等新型平板显示器件生产专用设备设计制造”列入“鼓励发展的重点行业”
《2014-2016 年新型显示产业创新发展行动计划》	2014	发改委、工信部	将“完善产业配套，提升供给水平”列为重要任务，提出“进一步完善新型显示产业链，提高关键材料及设备的配套水平，加快形成自主发展能力”
《中韩自贸协定》	2015	商务部	面板产业的关税将采取“8+2”的策略，在协定生效后，将有长达 8 年的“保护期”，维持目前 5% 的关税，直至第 9 年关税降为 2.5%，第 10 年才降为零关税；
《产业关键共性技术发展指南(2015 年)》	2015	工信部	发展柔性显示器技术：柔性显示器技术的开发最重要的是如何在柔性基板上做出能够媲美玻璃上的器件特性与显示效果

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

全球面板产能正加速向内地转移。全球的液晶面板生产线主要被 5 家企业掌控，分别是中国台湾地区的友达光电、奇美电子，日本的夏普以及韩国的三星、LG-飞利浦。2016 年，受台湾地震、韩国工厂出售传统 LCD 产线及日系厂商夏普被收购等影响，国外企业 LCD 产能持续下降。随着面板产线逐渐向内地转移，国内厂商出货量市场占有率持续提升，至 2016 年国内厂商出货量市场占有率已提升至 30% 左右。

图 14：国内面板厂商出货量市占率持续提升



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

国内面板产能测算。国内面板行业较为集中，主要有京东方、华星光电、中电熊猫等龙头厂商，目前我国已经有 15 条 G6 以上的高世代生产线量产，若按我国已建和待建产线来看，我国 2017、2018、2019 年全年面板产能将达到 7846 万平方米和 10051 万平方米及 13190 万平方米；

考虑产线迅速增加带来的产能过剩的影响。目前面板行业景气度依然较高，基本上处于满产满销的状态，国外面板龙头开工率在 80%-90%，考虑到未来国内产线迅速增长可能带来产能过剩的影响，我们预计未来几年国内面板行业开工率将维持在 90%左右；

表 4：我国液晶面板厂商及各自产能

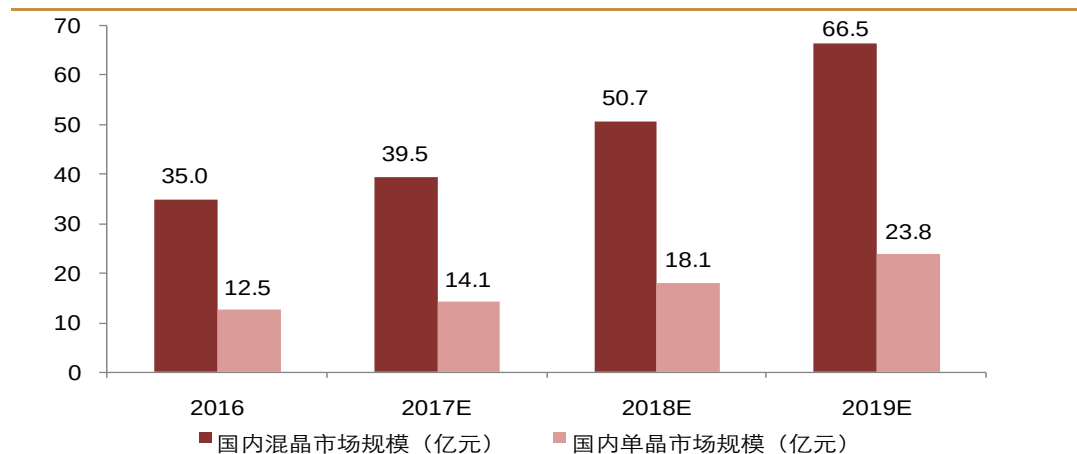
厂商	世代	月产能 (K)	量产时间	月产面积(万平方米/月)	产线所在地
京东方	10.5 (LCD)	120	2018Q1	118.89	合肥
	8.5 (LCD)	90	2011 年 9 月	49.50	北京
	8.5 (LCD)	100	2014 年 2 月	55.00	合肥
	8.5 (LCD)	120	2017 年 2 月	66.00	福州
	8.5 (LCD)	90	2015 年 4 月	49.50	重庆
	5(LCD)	75	2005 年 5 月	11.83	北京
	6(LCD)	100	2010 年 10 月	27.75	合肥
	4.5(LCD)	45	2009 年 10 月	6.19	成都
天马	4.5 (LCD)	30	2008 年 3 月	4.13	上海
	4.5 (LCD)	30	2010 年 6 月	4.13	成都
	4.5 (LCD)	30	2010 年 12 月	4.13	武汉
	6 (LTPS)	30	2016 年 9 月	8.33	厦门

厂商	世代	月产能 (K)	量产时间	月产面积(万平方米/月)	产线所在地
华星光电	8.5 (LCD)	18	2011 年 8 月	9.90	深圳
	11 (LCD)	140	2019 年 3 月	139.44	深圳
	8.5 (LCD)	100	2016 年 9 月	55.00	深圳
中国电子 (中电熊猫)	8.6 (LCD)	60	2018 年 7 月	33.00	成都
	8.6 (LCD)	60	2017 年 8 月	33.00	咸阳
	8.5 (LCD)	60	2015 年 3 月	33.00	南京
	6 (LCD)	60	2011 年 3 月	24.98	南京
鸿海/夏普	6 (LCD)	40	2017	11.10	贵州
	6 (LTPS)	40	2018	11.10	郑州
	6 (LCD)	30	2016	8.33	厦门
	6 (LCD)	30	2017	8.33	武汉
龙腾光电	5.5 (LCD)	90	2006	9.46	昆山
三星 (苏州)	8.5 (LCD)	100	2013 年 11 月	55.00	苏州
LGD (广州)	8.5 (LCD)	120	2014 年 9 月	66.00	广州
惠科	8.5 (LCD)	60	2017 年 2 月	33.00	重庆
	11 (LCD)	90	2019	89.17	昆明
中航光电子	5 (LCD)	90	2009	14.19	上海
友达昆山	6 (LTPS)	45	2016 年 11 月	12.49	昆山
深超光电	5.5 (LCD)	90	2008 年 10 月	14.19	深圳
华映光电	6 (LCD)	12	2017Q4	20.81	莆田
信利	4.5 (LCD)	90	2016 年 10 月	12.38	惠州

数据来源: 公司公告, 中商情报网, 中国产业信息网, 西南证券整理

未来几年国内液晶显示材料需求量测算。按每平方米液晶屏耗用液晶材料 4g 计算, 2017、2018、2019 各年消耗的液晶材料将为 **282 吨、362 吨、475 吨**, 再按每吨混晶材料 1400 万元、每吨单晶 500 万元计算, 2017、2018、2019 各年混晶市场规模为 39.5、50.7、66.5 亿元, 单晶市场规模为 14.1、18.1、23.8 亿元。

图 15: 单晶及混晶市场规模测算



数据来源: 西南证券

2.2 收购合成显示、参股八亿时空，液晶显示材料有望贡献较大业绩

国内主要液晶显示材料厂商。液晶显示材料（特别是混合液晶）的核心专利技术主要被德国、日本企业掌握。单晶产品具有种类繁多、工艺复杂等特点，国外生产混晶企业与国内企业展开合作，主要向国内企业采购单晶，并且逐步扩大单晶生产的外包比例给国内企业，国内是全球液晶单体和中间体最大的产地和供应地。而混晶市场，国外生产者占据主导地位，由于 TFT 液晶材料的高技术壁垒，导致中高端液晶材料市场多年来一直处于垄断状态，德国默克（Merck）、日本智索、日本 DIC 株式会社（DIC）市场份额合计高达 96%，大陆液晶材料企业以 TN、HTN、STN 型系列的中低端液晶材料为主。目前，国内生产液晶材料的企业有 10 多家，大多以生产中间体、单体为主，具有混晶生产能力的只有和成显示、诚志永华、八亿时空等少数企业。

表 5：国内主要混晶及单晶供给商

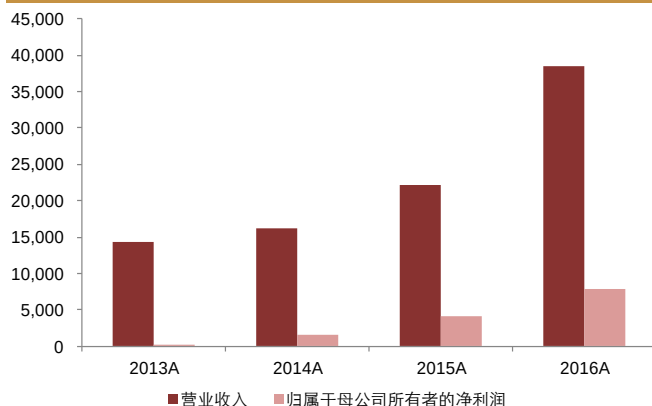
公司名称	产地	主要产品	产能	供应对象	2016 年相关业务收入
江苏和成显示科技股份有限公司	南京	单体/混合晶体 (TFT、TN、STN 等)	50t/年	下游 LCD 厂商	35004.21 万元
北京八亿时空液晶科技股份有限公司	北京	单体/中间体/混合晶体 (TFT、TN、STN 等)	100t/年（部分投产）	默克、智索、DIC	4888.14 万元（2015 年）
石家庄诚志永华显示材料有限公司	石家庄	混合液晶 (TFT、TN、STN 等)	50t/年	下游 LCD 厂商	38650.79 万元
烟台显华化工科技有限公司	烟台	单体/混合液晶 (TFT、TN、STN 等)	单体（30t/年）、 混合晶体（30t/年）	下游 LCD 厂商	—
中节能万润股份有限公司	烟台	单体/中间体	单体（30t/年）、 中间体（30t/年）	下游 LCD 厂商	—
西安瑞联新材料股份有限公司	西安	单体	200 吨	液晶混合体厂商	43370.01 万元
北京清华亚王液晶材料有限公司	北京	单体/混合晶体 (TN、HTN、STN 等)	混合晶体（25t/年）	下游 LCD 厂商	—
河北迈尔斯通电子材料有限公司	石家庄	单体/中间体/混合晶体	单体（50t/年）、 混合晶体（30t/年）	下游 LCD 厂商	—

数据来源：公司公告，西南证券整理

收购和成显示。2016 年 11 月，公司公告通过发行股份及支付现金收购江苏和成显示 100% 股权，2017 年 9 月 7 日正式收购完成。合成显示是一家专业从事液晶显示材料及节能相关材料的研发、生产与销售的高新技术企业，公司目前拥有年产 60 吨液晶材料的生产能力，客户为京东方、华星光电、中电熊猫等国内知名面板企业，占目前国内混合液晶市场需求的 12% 左右，单晶市场占有率为 2% 左右。

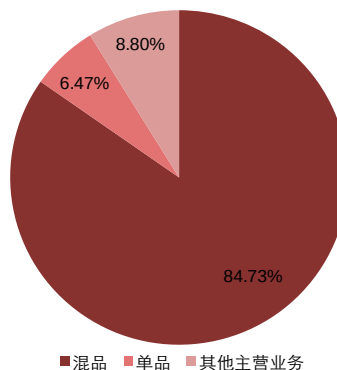
和成显示近年来业绩靓丽，2016 年液晶显示材料实现营业收入 3.5 亿元（混晶收入 3.3 亿元），同比增长 74%，实现净利润 0.8 亿元，同比增长 91%，超预期完成公司的业绩承诺（6500 万元）。公司 2017、2018 年承诺业绩分别为 8000 和 9500 万元，我们认为随着公司进口替代扩大市场份额，17、18 年依旧有超出业绩承诺的可能。

图 16：和成显示营业收入及净利润快速增长



数据来源：wind，西南证券整理

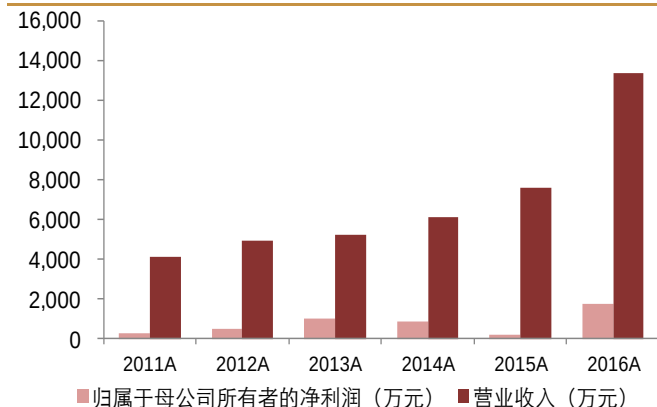
图 17：和成显示 2016 年营业收入占比



数据来源：wind，西南证券整理

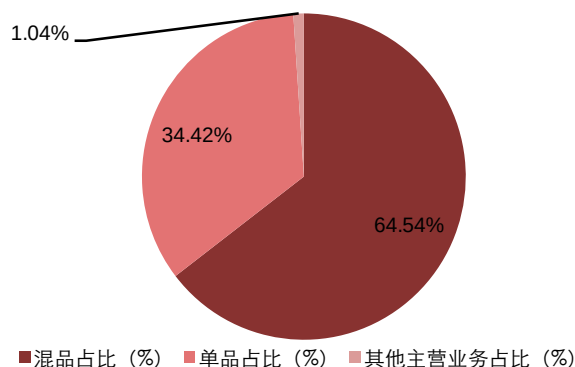
参股八亿时空。2016 年 12 月，公司公告出资 2000 万元认购八亿时空非公开发行的股票 155.5 万股，该股票已于 5 月 18 日在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让，公司目前持有八亿时空 2.4% 股权。八亿时空主营业务为液晶材料的研发、生产和销售，主要产品为 TN/STN/TFT 型混合液晶材料、单体液晶、其它显示用液晶材料及相关化学品，公司 2016 年业绩靓丽，净利润同比增速达 773%，主要原因为向京东方销售 TFT 混合液晶和向韩国、台湾销售单晶增加。八亿时空下游面板客户为京东方，材料客户为达兴材料（台湾）、DONGJIN SEMICHEM CO.,LTD（韩国）、河北迈尔斯通电子材料等，未来随着面板行业的发展，对液晶材料需求的增加，公司业绩还会继续增长。

图 18：八亿时空营业收入及净利润快速增长



数据来源：wind，西南证券整理

图 19：八亿时空 2015 年营业收入占比



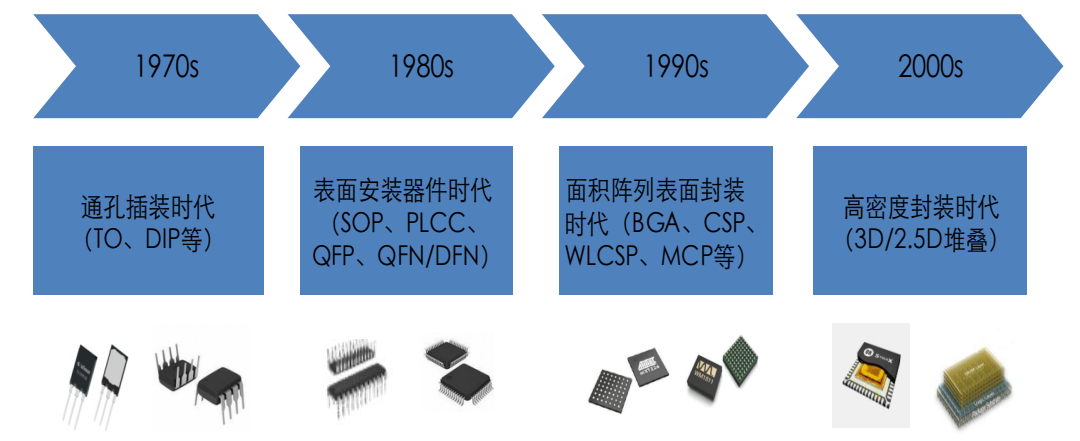
数据来源：wind，西南证券整理

3 半导体产值逐步放大，封装市场需求旺盛

3.1 半导体产值快速上升，封装需求随之而来

半导体封装简介。半导体封装就是给芯片穿上“衣服”，保护芯片免受物理、化学等环境因素的损伤，增强芯片的散热性能，将其标准规格化以便于将芯片的 I/O 端口连接到 PCB、玻璃基板等，以实现电气连接，确保电路正常工作，是集成电路产业链必不可少的环节。

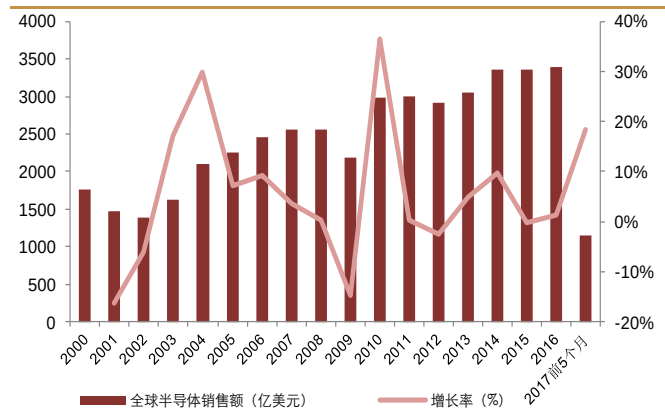
图 20：半导体封装发展历程



数据来源：西南证券整理

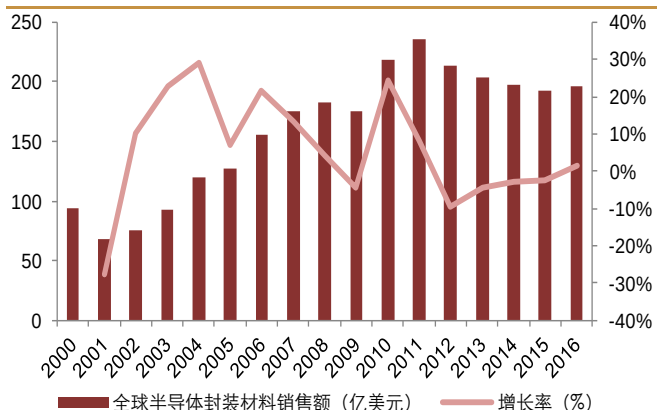
世界半导体市场销售额稳步增长，封装市场 2016 年触底回升。回顾过去几年半导体发展过程，2008 年至 2009 年，受到全球金融危机的影响，半导体销售额出现负增长；2010 年以后受益于消费能力释放，全球半导体市场逐步回暖；至 2016 年全球半导体市场销售额已达 3397 亿美元，相较于 2010 年的 CAGR 为 2.2%。2017 年前 5 个月全球半导体已累计销售 1151.4 亿美元，同比增长 18.5%；依据 WSTS 的预测，2017 年全球半导体市场增速将达到 3.1%。全球半导体封装材料销售额自 2011 年开始下降，至 2016 年触底回升，我们认为随着 2017 年全球半导体市场回暖，全球半导体封装市场销售额有望实现新的突破。

图 21：2010 年后全球半导体市场销售额逐步上涨



数据来源：Wind，西南证券整理

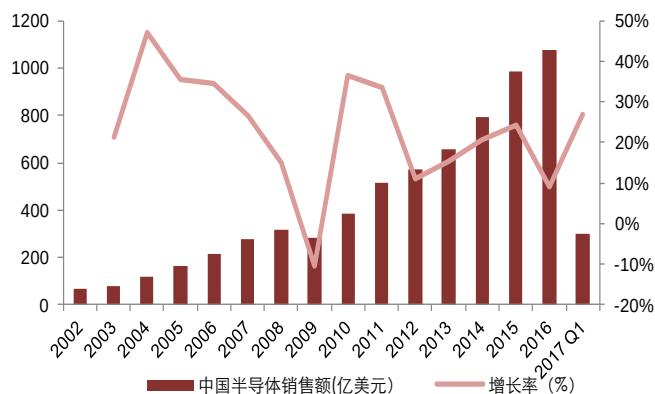
图 22：2016 年全球半导体封装市场销售额触底回升



数据来源：Wind，西南证券整理

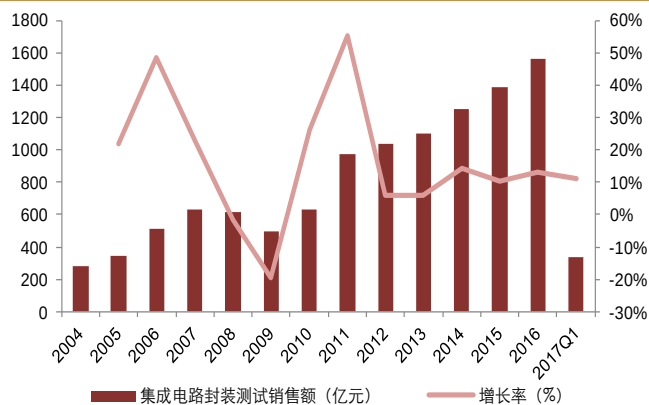
我国半导体市场需求快速上升,封装市场有望充分受益。近年来我国半导体市场优于全球市场,半导体销售额增长率常年维持在15%以上,占全球比例也在不断增长;2017年一季度国内半导体市场依据实现销售额302亿美元,同比增长27%。国内封装测试业销售收入增速自2012后维持在10%左右,2017年一季度已实现销售收入336.5亿元,同比增长11%,我们预计后续几年国内封测市场销售额仍将维持10%以上的增长率增长。

图 23: 我国半导体市场销售额快速上涨



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 24: 近年来我国半导体材料市场规模及预测



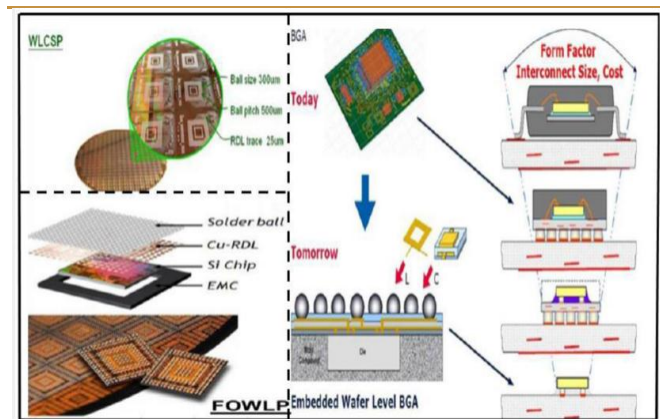
数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 收购大瑞科技、参股长兴昆电, 测封业务潜力巨大

3.2.1 收购大瑞科技, 进军封装用锡球领域

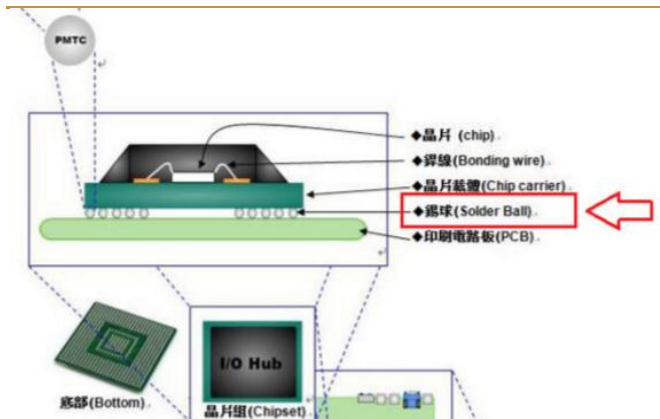
锡球封装市场处于成长期。锡球在半导体封装技术上是做为焊接材料来用的, BGA 锡球是用来代替 IC 组件封装结构中的引脚, 从而满足电性互连以及机械连接要求的一种连接件。从目前来看, 我国中低阶的芯片封装是以打线为主, 有成本的优势; 中高阶的芯片封装以锡球为主, 有效能的优势; 其中打线封装的市场已经是平稳期, 而锡球封装的市场则是在成长期。

图 25: 半导体封装锡球



数据来源: 上海新阳公告, 西南证券整理

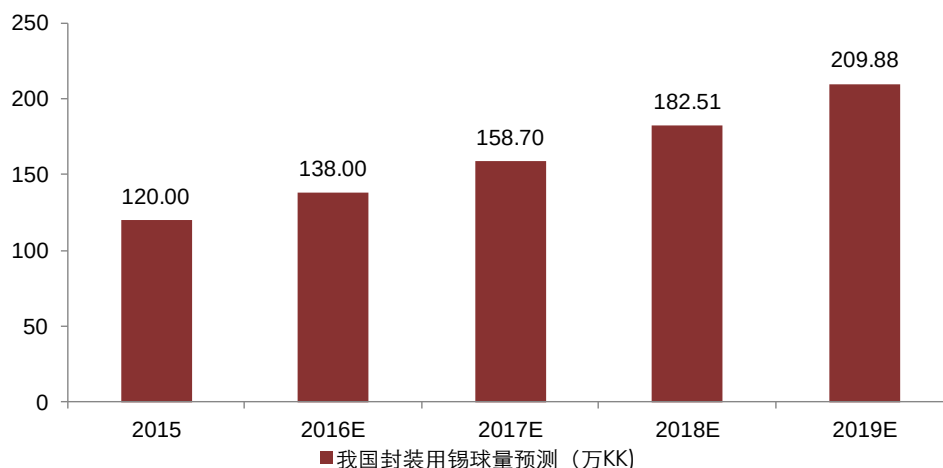
图 26: 半导体锡球用途展示



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

我国封装用锡球市场有望取得快速发展。截至 2015 年底，中国封装客户保守估计每月约有 10 万 KK 的锡合金焊接球需求量，或 1500 万的需求金额。鉴于我国半导体行业较高的景气度，我们假设国内锡球需求量保持与半导体行业相同的速度（15%）增长，则到 2019 年，每月大约有 17.5 万 KK 的锡合金焊接球需求量，全年将超过 200 万 KK。

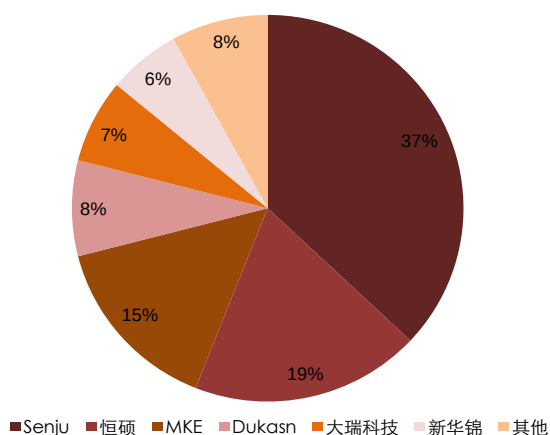
图 27：我国各年封装用锡球需求量预测



数据来源：西南证券

国内企业发展潜力巨大。全球主要锡合金焊接球厂商为日本千住和韩国 Duksan，日本千住主要产品项目为焊材、FLUX 回焊机具、设备制造销售等，其锡合金焊接球全球市场占有率为 40%，中国市场占有率为 37%；韩国 Duksan 主要产品为半导体锡合金焊接球、锡粉及 OLED 相关材料，锡合金焊接球全球市场占有率约为 20%，中国市场占有率约为 8-10%。国内目前有云南锡业、新华锦和重庆群威电子材料有限公司能提供锡合金焊接球产品，但是市场占有率都不高，目前国内锡合金焊接球市场占有率大致为：千住(37%)，恒硕(19%)，MKE(15%)，Duksan(8%)，大瑞科技(7%)，新华锦(6%)及其他(8%)。

图 28：国内锡合金焊接球市场占有率

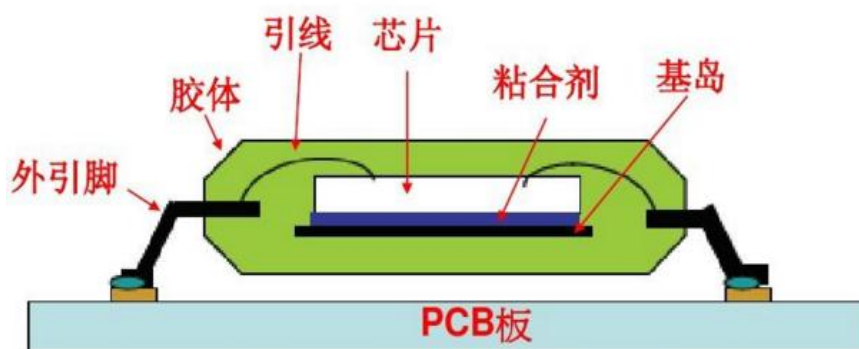


数据来源：上海新阳公告，西南证券整理

3.2.2 参股长兴昆电，进军封装用环氧塑封料领域

环氧塑封料（EMC）是用于半导体封装的一种热固性化学材料，主要由环氧树脂、硬化剂、充填剂等混合后加工而成。

图 33：环氧塑封材料

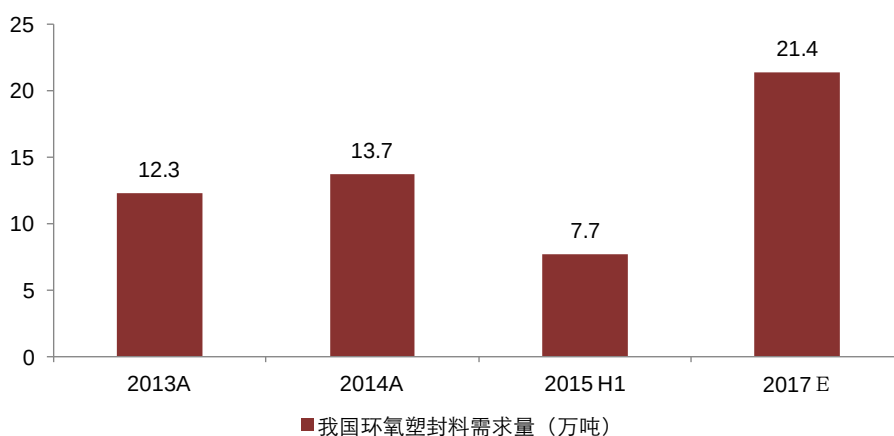


数据来源：长电科技，西南证券整理

国内环氧塑封料需求有望加速。据国家统计局的数据，我国环氧塑封料 2014 年需求量为 13.7 万吨，同比增长 11.4%，2015 年上半年需求量为 7.7 万吨；为测算 2017 年国内环氧塑封料的需求量，我们做如下假设：

- 1) 考虑到半导体行业有季节性特征，下半年需求往往较上半年旺盛，2015 年下半年需求量比上半年高出 10%；
- 2) 鉴于国内半导体行业和测封行业较高的景气度，假设以后各年国内对环氧塑封料维持与半导体行业相同的速度(15%)增长。

图 34：国内环氧塑封料需求预测



数据来源：国家统计局，西南证券

海外企业掌握高端技术。国外环氧塑封料起步较早、投入较大、技术发展较为成熟，占据了大部分中高端市场。目前环氧塑封料生产厂家主要集中在日本、美国、韩国、新加坡等国，主要有住友电木、日东电工、信越化学、日立化成、松下电工、Hysol、Plaskon、Samsung等，此外中国台湾地区也有一些规模可与国外企业相比较的大厂，例如台湾长春等厂家。

国内环氧塑封市场竞争激烈，绿色化、环保化是发展趋势。近年来随着封装业不断向中国转移，中国也将成为世界主要塑封料消费大国，会促使国外厂商不断向国内转移。伴随着多家海外环氧塑封料大型企业进入我国设厂生产，今后国内环氧塑封料市场竞争将越来越激烈。为了适应无铅环保的要求，今后封装用环氧塑封料将向绿色环保型发展。

大陆企业供给量占 80%。国内生产 EMC 的厂商约 11 家，产品以满足内销为主，目前大陆封装用 EMC 总用量中中国大陆占八成、海外进口约占两成；未来国内企业将加速提升技术水平以适应激烈的市场竞争。

表 6：2012 年国内主要的环氧塑封料制作企业及市场份额

企业名称	企业性质	所在地	国内销量（吨）	市场份额（%）
长春封塑料（常熟）有限公司	台日合资	江苏苏州	12500	10.72%
汉高华威电子有限公司	德资控股	江苏连云港	10000	8.57%
江苏中鹏新材料股份有限公司	民营股份制	江苏连云港	72000	61.72%
苏州住友电木有限公司	日资	江苏苏州	4500	3.86%
日立化成工业（苏州）有限公司	日资	江苏苏州	4000	3.43%
长兴电子材料（昆山）有限公司	台资	江苏苏州	3800	3.26%
北京科化新材料有限公司	国资股份制	北京	2800	2.40%
北京中新泰合电子科技有限公司	民营股份制	北京	2800	2.40%
广州华塑电子有限公司	私营	广东	1600	1.37%
浙江恒耀电子材料有限公司	私营	浙江	1350	1.16%
无锡创达电子有限公司	民营股份制	江苏无锡	1300	1.11%
合计			116650	100.00%

数据来源：《2012 年度江苏省半导体塑封料产业调研报告》，西南证券整理

收购长兴昆电 60%股权。公司 2016 年 11 月公告通过全资子公司安庆飞凯收购长兴中国持有的长兴电子材料（昆山）有限公司 60%股权，目前该项目已经完成。长兴昆电主要专业生产应用于半导体器件、集成电路等封装所需的环氧塑封料。依据预测的 2017 年国内环氧塑封料材料的需求量，结合大陆供货比例推算出对国内环氧塑封企业总需求量为 17.1 万吨，假设市场占有率不发生较大变化，对长兴昆电的环氧塑封材料需求为 5574 吨，目前国内环氧树脂市场主流价格为 1.4 万元每吨，保守估计环氧塑封料市场价格为 1.5 万元每吨左右，则对长兴昆电环氧塑封料的需求金额为 8361 万元，为公司贡献 5017 万元的收入。同时 2018、2019 年长兴昆电收入预测分别为 9620 万元、11060 万元。

4 盈利预测

假设一：受益于需求端推动，公司紫外固化涂覆材料项目 2017 年营业收入企稳，之后各年价格稳定，销量维持稳步增长；

假设二：完成和成显示的收购并纳入合并报表，并表 3 个月的收入；同时受益于 LCD 产业内地转移的加速，和成显示营业收入快速上涨为公司贡献较大的业绩；

假设三：公司 2017 年 10 月完成大瑞科技的收购并纳入合并报表，并表 3 个月的收入；

假设四：三费率保持稳定。

表 7：分业务收入与毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E	
紫外固化光线光缆涂覆材料		收入	315.1	346.6	363.9	382.1
		增速	-13.3%	10.0%	5.0%	5.0%
		毛利率	43%	43.0%	44.0%	45.0%
其他主营业务		收入	76.0	83.6	91.9	101.1
		增速	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
		毛利率	52.1%	52.5%	52.5%	52.5%
和成显示		收入	—	128.44	663.67	905.42
		增速	—	—	416.7%	36.4%
		毛利率	—	43.4%	44.8%	45.6%
半导体封装	大瑞科技	收入	—	12.9	60.7	75.1
		增速	—	—	370.4%	23.8%
		毛利率	—	20.0%	20.0%	20.0%
	长兴昆电	收入	—	50.2	57.7	66.4
		增速	—	—	15.1%	15.0%
		毛利率	—	30.0%	30.0%	30.0%
合计		收入	391.0	621.6	1237.9	1530.1
		增速	-9.5%	59.0%	99.1%	23.6%
		毛利率	44.7%	44.5%	43.2%	44.0%

数据来源：西南证券

预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 6.2 亿元、12.4 亿元和 15.3 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 1.3 亿元、2.1 亿元和 2.7 亿元。暂不考虑发行股份募集配套资金，估算 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益分别为 0.32 元、0.52 元和 0.68 元，首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

紫外固化光纤光缆涂覆材料市场价格下降的风险；外延并购项目不及预期的风险；面板行业产能过剩的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016 A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016 A	2017E	2018E	2019E
营业收入	391.04	621.64	1237.90	1530.10	净利润	67.72	128.21	209.51	276.19
营业成本	216.43	345.06	702.63	856.35	折旧与摊销	22.50	42.33	45.18	45.18
营业税金及附加	5.46	5.96	12.31	15.67	财务费用	6.45	13.28	15.34	11.81
销售费用	23.75	32.08	63.26	73.75	资产减值损失	1.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	88.10	117.24	237.68	287.35	经营营运资本变动	-99.60	-41.92	-123.68	-108.78
财务费用	6.45	13.28	15.34	11.81	其他	59.61	-30.00	-28.00	-31.00
资产减值损失	1.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	58.64	111.90	118.35	193.40
投资收益	2.17	30.00	30.00	30.00	资本支出	-125.43	-965.83	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-50.39	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-175.82	-935.83	30.00	30.00
营业利润	51.08	138.02	236.69	315.16	短期借款	125.72	119.82	-45.94	-140.67
其他非经营损益	22.41	12.82	9.79	9.77	长期借款	12.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	73.49	150.83	246.48	324.93	股权融资	0.00	628.55	0.00	0.00
所得税	5.77	22.63	36.97	48.74	支付股利	0.00	-13.56	-25.44	-41.70
净利润	67.72	128.21	209.51	276.19	其他	-88.82	-15.77	-15.34	-11.81
少数股东损益	-0.06	1.00	1.00	2.00	筹资活动现金流净额	49.32	719.05	-86.72	-194.18
归属母公司股东净利润	67.79	127.21	208.51	274.19	现金流量净额	-66.98	-104.89	61.63	29.22
资产负债表（百万元）	2016 A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016 A	2017E	2018E	2019E
货币资金	167.05	62.16	123.79	153.01	成长能力				
应收和预付款项	237.53	331.02	476.66	587.47	销售收入增长率	-9.50%	58.97%	99.13%	23.60%
存货	54.68	78.86	159.70	199.38	营业利润增长率	-53.13%	170.21%	71.49%	33.15%
其他流动资产	57.17	37.36	85.38	115.36	净利润增长率	-35.63%	89.31%	63.41%	31.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-34.69%	141.96%	53.50%	25.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	449.60	548.08	523.71	499.34	毛利率	44.65%	44.49%	43.24%	44.03%
无形资产和开发支出	116.16	941.21	920.43	899.65	三费率	30.25%	26.16%	25.55%	24.37%
其他非流动资产	61.32	61.30	61.27	61.24	净利率	17.32%	20.62%	16.92%	18.05%
资产总计	1143.51	2059.99	2350.95	2515.47	ROE	8.67%	8.41%	12.27%	14.22%
短期借款	244.25	364.07	318.13	177.46	ROA	5.92%	6.22%	8.91%	10.98%
应付和预收款项	55.86	97.79	192.19	234.88	ROIC	7.32%	9.56%	11.23%	13.73%
长期借款	12.41	12.41	12.41	12.41	EBITDA/销售收入	20.46%	31.15%	24.01%	24.32%
其他负债	49.82	61.83	120.26	148.27	营运能力				
负债合计	362.34	536.10	642.99	573.02	总资产周转率	0.37	0.39	0.56	0.63
股本	104.00	401.55	401.55	401.55	固定资产周转率	1.89	1.64	2.98	3.91
资本公积	293.01	624.01	624.01	624.01	应收账款周转率	2.78	3.35	5.32	5.53
留存收益	383.62	497.27	680.33	912.83	存货周转率	4.11	5.17	5.84	4.73
归属母公司股东权益	781.11	1522.83	1705.90	1938.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.67%	—	—	—
少数股东权益	0.06	1.06	2.06	4.06	资本结构				
股东权益合计	781.17	1523.89	1707.96	1942.45	资产负债率	31.69%	26.02%	27.35%	22.78%
负债和股东权益合计	1143.51	2059.99	2350.95	2515.47	带息债务/总负债	70.84%	70.23%	51.41%	33.14%
					流动比率	1.54	1.00	1.37	1.93
					速动比率	1.37	0.84	1.11	1.57
					股利支付率	0.00%	10.66%	12.20%	15.21%
业绩和估值指标	2016 A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	80.03	193.63	297.21	372.15	每股收益	0.17	0.32	0.52	0.68
PE	144.95	77.24	47.13	35.84	每股净资产	1.95	3.79	4.25	4.84
PB	12.58	6.45	5.75	5.06	每股经营现金	0.15	0.00	0.00	0.00
PS	25.13	15.81	7.94	6.42	每股股利	0.00	0.03	0.06	0.10
EV/EBITDA	32.18	52.06	33.55	26.34					
股息率	0.00%	0.14%	0.26%	0.42%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn