

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2019年07月16日

**市场数据**

目前股价	14.87
总市值（亿元）	28.70
流通市值（亿元）	13.85
总股本（亿股）	19,303
流通股本（亿股）	9,317
12个月最高/最低	16.50/8.14

**分析师**

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

✉ zoulanlan@cgws.com

联系人（研究助理）：张玉龙

S1070119070024

☎ 021-31829730

✉ zhangyulong@cgws.com

**股价表现**


数据来源：wind

# 业绩增长拐点显现，三大主业齐发力

## ——广信材料（300537）公司深度报告

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	882.53	1226.54	1511.71
(+/-%)	38.03%	38.98%	23.25%
净利润	0.95	1.29	1.58
(+/-%)	72.33%	35.56%	23.05%
摊薄 EPS	0.49	0.67	0.82
PE	29.17	21.52	17.49

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- PCB 油墨龙头企业，产能与技术双发力推动公司成长：** 公司是国内 PCB 油墨领军企业，当前拥有液态感光固化油墨 5100 吨/年，紫外光固化油墨 1200 吨/年，热固化油墨 200 吨/年，公司新增募投项目“年产 8000 吨感光新材料项目”预计将在 2019 年下半年投产。公司研发能力在国产品牌厂中遥遥领先，上市后公司研发支出有较大幅度提升，其中 2018 年公司研发支出达到 3036.83 万元，同比增长 63.28%。随着新增产能的在逐步投放叠加技术水平的不断提升，公司业绩有望持续提升。
- 子公司江苏宏泰良性发展，涂料业务打开广阔成长空间：** 公司全资子公司江苏宏泰主要产品消费电子外观件涂料、汽车车灯涂料及包装涂料等拥有良好发展前景。当前，消费电子外观件涂料已成功应用于华为、OPPO 等国产品牌手机产品，带动业绩进入爆发期。长期来看国产手机崛起、降成本和 5G 应用也将持续为宏泰业务注入活力。此外，宏泰去年以 1.6 亿元现金方式收购阳光新材 100% 股权，阳光新材承诺其在 2018-2020 年经审计后的净利润分别不低于 1200 万元、1770 万元、2630 万元。本轮江苏宏泰对于阳光新材的收购，有效加固了其兑现本年度净利润不低于 6200 万元业绩承诺的安全壁垒。
- 整合资源打造长期竞争力，长期受益环保供给侧改革：** 公司上市后积极整合资源，打造长期竞争力。2017 年公司用自有资金收购台湾长兴材料旗下的长兴（广州）精细涂料有限公司 100% 股权和创兴精细化学（上海）有限公司 60% 以上的股权。长兴材料是亚洲最大合成树脂厂以及全球最大的干膜光阻剂供货商之一，并且是全球前三大 UV 光固化树脂供货商。此次收购有助于公司快速进行产能布局，加强与国际领先技术的引进和融合。
- 布局光刻胶+新能源，新领域为公司发展带来新机遇：** 2018 年 11 月，公司同台湾广至签署了合作开发的印刷电路板柔性基板用等用途的紫外光型正型光刻胶项目，成功跻身光刻胶领域；同年 12 月，公司拟向东莞市航盛新能源材料有限公司增资 3000 万元，收购其 60% 股权，进一步进入新能源领域。自此，公司形成了专用油墨、专用涂料、新能源材料三大业

务为发展基础的格局，公司业务领域、产品结构及应用领域得到了进一步拓展，我们看好公司长期发展的能力。

- **盈利预测：**预计 2019-2021 年，公司实现营收 8.83 亿，12.27 亿，15.12 亿，同比增长 38.0%，39.0%，23.3%；实现归母净利润 0.95 亿，1.29 亿，1.58 亿，同比增长 72.3%，35.6%，23.0%，对应 PE 29X、21X、17X。
- **风险提示：**产能释放不及预期风险及资产减值风险。

## 目录

1. 公司概况.....	5
1.1 广信材料经营情况简介.....	5
1.2 收购江苏宏泰，扩展 UV 涂料发展空间.....	7
1.3 收购台湾长兴旗下资产，原料端竞争力得到加强.....	8
1.4 布局光刻胶+新能源，向新材料领域积极迈进.....	9
2. 乘 PCB 产能转移东风，公司引领国产化进程.....	9
2.1 PCB 产业向我国快速转移，国产油墨行业迎契机.....	9
2.2 PCB 油墨市场国内企业奋起直追.....	11
2.3 PCB 油墨市场的国内领先者.....	12
3. 江苏宏泰：工业级紫外光固化涂料领军企业，成长路径清晰.....	15
3.1 手机仿阳极涂料受益手机外观件去金属化，5G 有望带动爆发式增长.....	16
3.2 车灯涂料和轻量化车窗涂料支撑宏泰长期发展.....	17
3.3 国内领先工业级紫外光固化涂料企业，产能投放打开成长空间.....	19
4. 紫外固化涂料环保优势突出，长期受益供给侧改革.....	20
4.1 供给侧改革严格限制 VOC 排放，环保涂料迎来增长期.....	20
4.2 公司 UV 涂料业务乘环保之风，EB 涂料渐行渐近.....	22
5. 布局光刻胶+新能源，新领域为公司发展带来新机遇.....	22
5.1 光刻胶进口替代空间大，利好公司长期发展.....	22
5.2 进军新能源，收购东莞航盛为公司注入新动力.....	24
6. 盈利预测与估值水平.....	25
7. 风险提示.....	26
7.1 附：盈利预测表.....	26

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司产品分类概况.....	5
图 3: 公司股权结构.....	6
图 4: 公司历年营收及增速.....	6
图 5: 公司历年净利润及增速.....	6
图 6: 公司历年费用及费用率情况.....	7
图 7: 公司历年经营现金流净额.....	7
图 8: 江苏宏泰三大生产基地.....	7
图 9: 江苏宏泰主要产品.....	8
图 10: 世界 PCB 产值发展情况.....	9
图 11: 中国大陆 PCB 产值发展情况.....	9
图 12: PCB 厂商原材料成本结构.....	10
图 13: PCB 阻焊油墨的市场竞争格局.....	12
图 14: 公司研发支出情况.....	14
图 15: 全球智能手机出货量情况.....	16
图 16: 华为手机全球市场份额.....	16
图 17: 2019 年 1 季度智能手机销售份额分布情况.....	16
图 18: 应用高防阳极 ALE 涂料的手机外观件.....	17
图 19: 国内汽车历年销量(万辆).....	18
图 20: 江苏宏泰车灯防雾产品.....	18
图 21: 江苏宏泰汽车轻量化产品.....	18
图 22: 江苏宏泰涂料在油井管中的应用.....	19
图 23: 江苏宏泰涂料在化妆品中的应用.....	19
图 24: 江苏宏泰盈利情况分析.....	20
图 25: 2010-2018 年我国涂料产量情况.....	21
图 26: 环保涂料的发展趋势.....	22
图 27: 全球光刻胶市场格局.....	23
图 28: 光刻胶应用分类.....	23
图 29: 国内光刻胶市场规模及同比增长率.....	23
图 30: 纯电动新能源汽车产量累计值.....	24
表 1: PCB 油墨的市场规模分类.....	11
表 2: 公司产能情况.....	12
表 3: 公司部分新型油墨产品储备.....	14

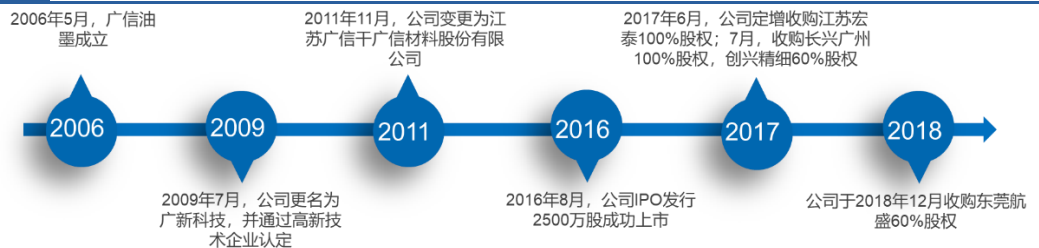
# 1. 公司概况

## 1.1 广信材料经营情况简介

江苏广信感光新材料股份有限公司，属于精细化工行业的电子化学品行业，主要从事专业油墨的研发、生产和销售。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企业。专用油墨产品作为印刷电路板、电子元器件、电子整机等产品生产过程中的重要化学材料其性能的提升对促进电子信息等行业的产业升级有着深远影响。

公司前身广信油墨成立于 2006 年 5 月，由境外法人股东金信油墨出资设立。2009 年 7 月，广信油墨更名为广信科技，并通过了高新技术企业认定。2011 年 11 月，公司整体变更为江苏广信感光新材料股份有限公司。2016 年 8 月公司 IPO 发行 2500 万股份成功上市。2017 年 6 月，公司宣布定增收购江苏宏泰 100% 股权，同年 7 月，公司收购长兴广州 100% 股权，创兴精细 60% 股权。2018 年 12 月，公司以现金增资收购东莞航盛 60% 股权。

图 1: 公司发展历程



资料来源：公司公告，长城证券研究所

当前公司的实际控制人及第一大股东均为李有明先生，持有公司股份比例 45.33%，截至 2019 年 7 月，公司累计拥有 6 家子公司，4 家全资子公司。

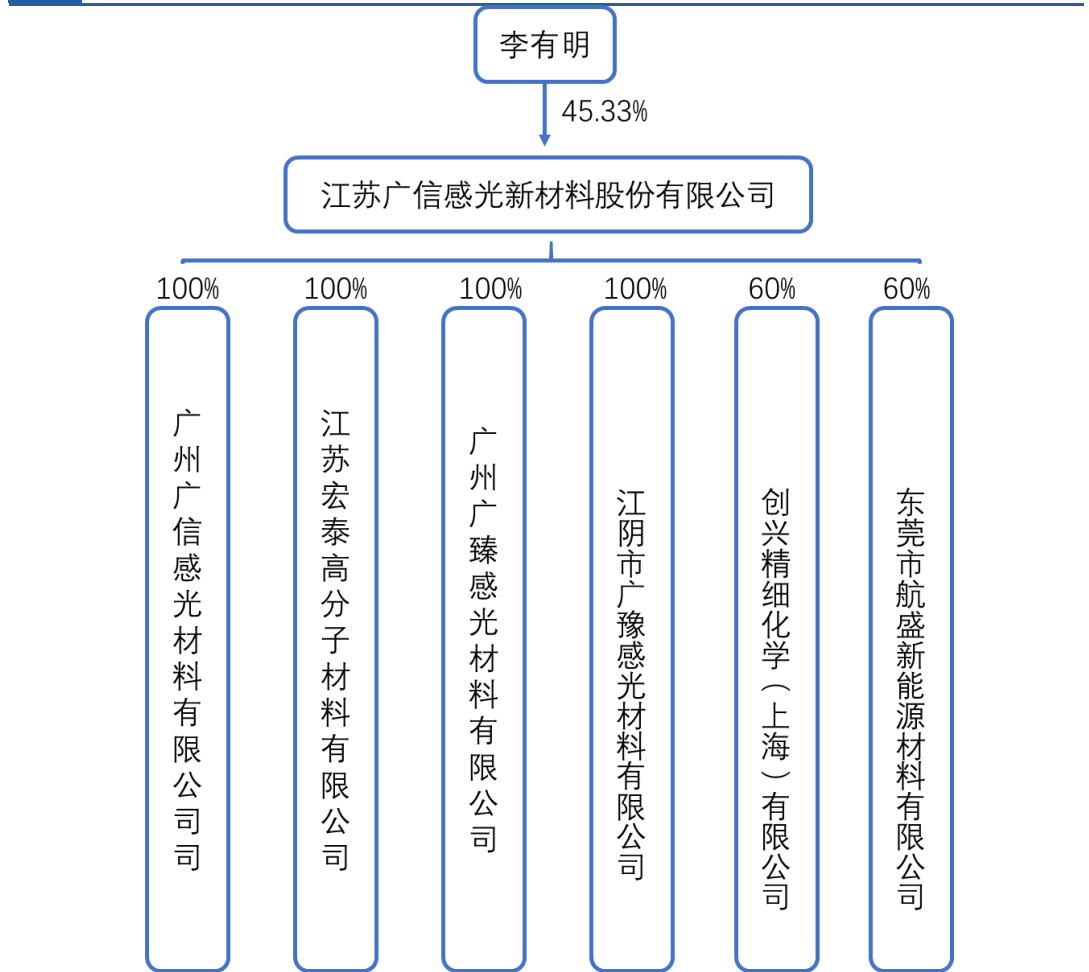
公司产品广泛应用于印刷电路板、电子产品精密加工以及 LED 照明等领域。作为高新技术企业，公司多年来一直致力于专业油墨的研究开发以及生产制造，目前已成功运用自有技术研制出多种达到国际水平的产品。

图 2: 公司产品分类概况



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

图 3: 公司股权结构



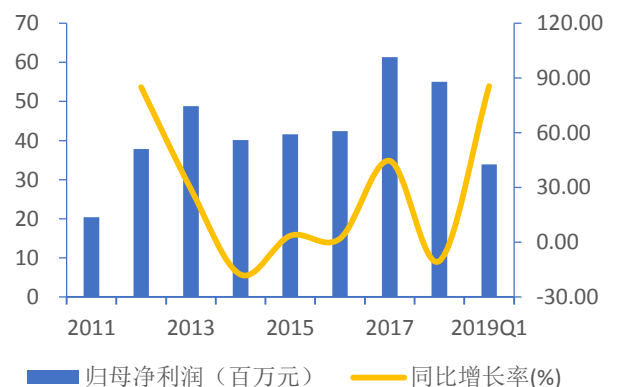
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

业绩方面, 公司 2018 年实现营业收入 6.39 亿元, 同比增长 42.40%, 综合产品毛利率 37.29%, 营业利润 5041.00 万元, 同比下降 24.12%; 归母净利润 5502.93 万元, 同比下降 10.28%。利润出现下滑的主要原因在于报告期内子公司江苏宏泰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, 基于谨慎性原则, 江苏宏泰对其应收账款计提了 3693.18 万元的坏账准备。2019 年第一季度, 公司实现营收 2.14 亿元, 同比增长 55.53%, 归母净利润 3391.78 万元, 较上年同期增长 85.53%。销售规模及盈利水平不断提高。

图 4: 公司历年营收及增速



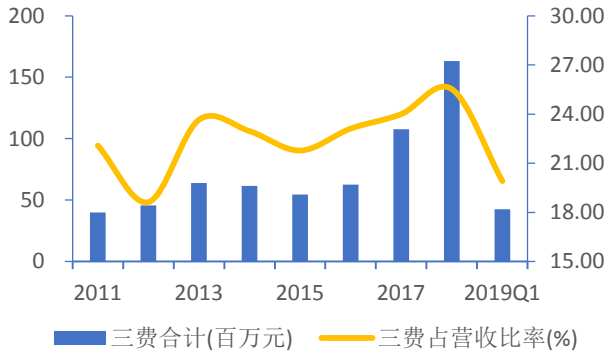
图 5: 公司历年净利润及增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

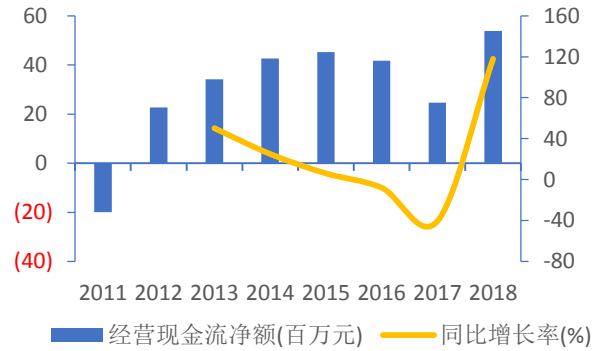
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 6: 公司历年费用及费用率情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所, 注: 根据一致性原则, 2018-2019 年研发费用采用并入管理费用计算比较

图 7: 公司历年经营现金流净额



资料来源: Wind, 长城证券研究所

公司于 2016 年 8 月上市之后, 积极进行业务布局。公司先后收购江苏宏泰、广州长兴、创兴上海等, 业务范围和产能规模不断扩大, 期间公司费用率有所上升, 经营现金流一度受到影响, 但随着公司各项业务的顺利整合, 盈利水平有望不断提升。

## 1.2 收购江苏宏泰, 扩展 UV 涂料发展空间

公司积极进行外延扩张, 2017 年以发行股份及支付现金方式收购江苏宏泰 100% 股权, 标的作价 6.6 亿元。江苏宏泰成立于 2002 年, 主要产品为“汉普诺 (Hipro)”系列紫外光固化涂料, 可广泛应用于消费电子、汽车零部件 (汽车灯)、化妆品包装、货车复合材料箱体、钢材临时防护和运动器材等领域。公司是第一支工业化 UV 涂料的研发者, 现在已经通过了 ISO9001、ISO14001、TS16949 汽车质量管理体系认证。公司拥有江苏、湖南、广东三大制造基地, 总制造规模 38900 平米, 生产能力近 3 万吨。

图 8: 江苏宏泰三大生产基地



资料来源: 江苏宏泰官网, 长城证券研究所

江苏宏泰近年来发展迅速, 2017 年的主营业务收入 2.33 亿元, 同比增长 17.32%; 净利润 5,193.49 万元, 同比增长 22.10%。其业绩增长主要来源于主营产品紫外光固化涂料的需求和利润大幅增加。江苏宏泰 2017 年、2018 年和 2019 年的业绩承诺分别为 4800、5500 和 6200 万元。2018 年江苏宏泰实现净利润 4029.95 万元, 这主要是由于宏泰基于谨慎性原则, 宏泰对其应收账款计提了 3693.18 万元的坏账准备, 倘若加回计提坏账准备, 江苏

宏泰 2018 年净利润将达到为 7723.13 万元，同比增长 48.70%。总体而言公司仍维持良好的盈利能力，经营状况稳定。

江苏宏泰作为业内优质电子油墨标的，重组将使公司突破专用油墨领域的限制，进军下游的紫外光固化涂料领域。同时可以发挥两家在客户资源、技术研发及产品供应链上的协同效益，在光固化油墨涂料领域得到增强。

图 9: 江苏宏泰主要产品



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所。

江苏宏泰于 2018 年 9 月以 1.6 亿元现金方式收购阳光新材 100% 股权。阳光新材成立于 2004 年，公司专注于 UV 新材料研发、生产和销售，主要生产高性能紫外光固化涂料与亲水涂料，产品应用于地板、家具、塑料、电子、汽车、空调电器等行业。阳光新材承诺其在 2018 年、2019 年、2020 年经审计后的净利润分别不低于 1200 万元、1770 万元、2630 万元。本轮江苏宏泰对于阳光新材的收购，加固了其兑现业绩承诺安全壁垒的同时，也进一步提升了母公司的盈利能力。

### 1.3 收购台湾长兴旗下资产，原料端竞争力得到加强

公司于 2017 年用自有资金对长兴材料持有的长兴（广州）精细涂料有限公司 100% 股权和创兴精细化学（上海）有限公司 60% 以上的股权进行收购，收购资金为公司自有资金。长兴材料工业股份有限公司于 1964 年成立于台湾高雄市，主营产品为合成树脂、电子材料和特殊化学品，产品销往 61 个国家和地区，是亚洲最大合成树脂厂以及全球最大的干膜光阻剂供货商之一，并且是全球前三大 UV 光固化树脂供货商。长兴材料拥有的生产和销售据点遍布亚洲、欧洲和美洲，其中中国有 32 处，包括 17 家工厂。2018 年长兴材料总资产为 543.60 亿新台币，营业收入 433.00 亿新台币，拥有合成树脂产能超 50 万吨，全球有效市场占有率 2.5%；拥有电子材料产能近 500 万吨，全球有效市场占有率 4.7%；电子材料全球有效市场占有率达到 17.0%。



公司收购的长兴材料子公司长兴广州成立于 2003 年，注册资本 490 万美元，主营精细化工涂料。收购长兴广州有利于和广州广臻协同发展，拓展中国华南地区的市场竞争力，降低物流成本，增加公司在精细化工涂料的市场空间。创兴精化注册资本 1300 万美元，成立于 2007 年，是一家主营电子用涂料和高性能 UV 涂料为主的外商独资企业。收购创兴精化有利于提高公司在电子涂料领域的技术水准。

## 1.4 布局光刻胶+新能源，向新材料领域积极迈进

2018 年 11 月，公司同台湾广至签订了《技术委托开发合同》，本合同技术开发项目为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，产品可以使用水性显影液显影。公司此次与台湾广至合作的产品的开发期限为 2018 年 11 月 15 日至 2021 年 10 月 30 日。光刻胶作为微电子制造光刻工艺的关键材料，根据中国产业信息网数据，截至 2017 年，全球光刻胶市场规模近 80 亿美元，其中 PCB 光刻胶市场占比达到 25% 左右。公司为国内 PCB 油墨龙头企业，下游 PCB 客户资源众多，布局光刻胶领域能够进一步提高公司在 PCB 行业的竞争优势的同时，新材料领域的不断拓展也有望为公司带来新的利润增长点。

此外，2018 年 12 月，公司还拟向东莞市航盛新能源材料有限公司增资 3000 万元，增资后持有航盛新能源 60% 股权。东莞航盛也做出了业绩承诺，航盛能源 2019-2021 年度扣非后净利润不低于 500 万元、1200 万元和 1500 万元或扣非前净利润不低于 800 万元、1600 万元和 2000 万元。东莞航盛是一家专注于高性能锂离子电池电解液的开发、制造和销售的高科技企业，产品应用于各种类型的锂离子电池，包括动力电池、三 C 产品电池、储能电池等。

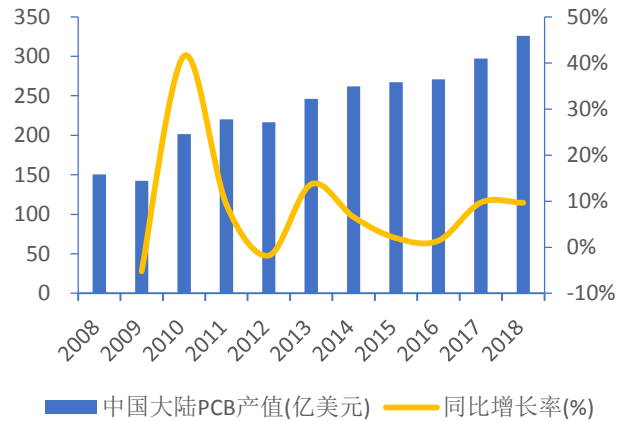
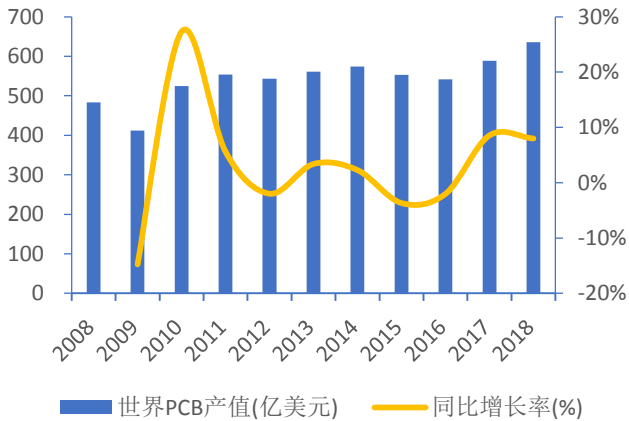
随着公司在新材料领域的不断推进，公司已逐步形成专用油墨、专用涂料以及新材料三大主业共同发展的格局，公司的盈利能力以及抗风险能力均得到明显增强。

## 2. 乘 PCB 产能转移东风，公司引领国产化进程

### 2.1 PCB 产业向我国快速转移，国产油墨行业迎契机

图 10: 世界 PCB 产值发展情况

图 11: 中国大陆 PCB 产值发展情况



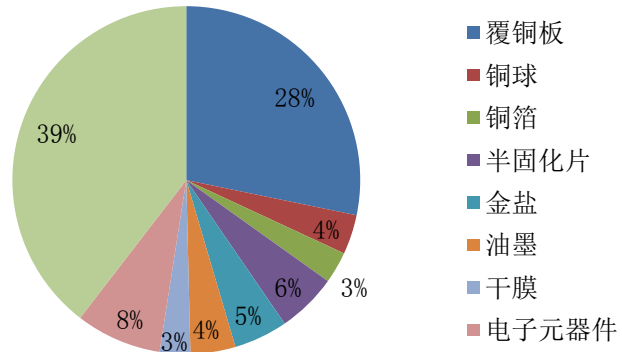
资料来源: Prismaark, 长城证券研究所

资料来源: Prismaark, 长城证券研究所

根据 Prismaark 统计,截至 2018 年,全球范围内 PCB 行业产值已达 635 亿美元,从 20 世纪 40 年代开始,PCB 已经成为电子行业中最重要子行业之一。近年来全球 PCB 产业产值已占电子元件产业总产值的 1/4 以上,是电子元件细分产业中比重最大的产业,随着电子信息产业的逐步发展,预计未来 PCB 整体规模将有望超过 700 亿美元。国内方面,在内需市场潜力和生产制造优势的促使下,我国 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。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%,而到 2014 年我国大陆地区 PCB 市场规模超过 260 亿美元,占全球 PCB 行业市场规模 45%。2018 年国内 PCB 产值进一步增加到 326 亿美元,全球占比突破 50%。过去十多年,全球 PCB 行业持续向国内迁移,我国已成为全球 PCB 第一生产大国。

PCB 上游原材料主要包括覆铜板 (CCL)、胶片、铜箔、半固化片、化学药水、阳极镍/铜/锡、干膜、油墨等,其中 CCL 和胶片在原材料成本构成中占比最高,约为一半,PCB 油墨占原材料成本较低约 5%。尽管 PCB 油墨占比相对较低,但其在 PCB 制造中具有极高的技术壁垒。这主要是由于 PCB 制造涉及干制程、湿制程几十道工序,工艺流程长,控制点繁琐,影响品质因素众多,因此 PCB 化学品制备必须满足高性能、高纯度、高质量等品质的要求,需要对产品或使用的材料中的水分及阴离子、金属离子等微量杂质进行严格控制。新兴企业不仅需要掌握核心生产技术,还需要通过长期的研究开发及生产积累才能达到相应的工艺水平。此外,PCB 化学品质量及性能会严重影响到下游生产的成品率及最终产品的质量,客户对产品的使用需要一个磨合期,至少经过一年以上验证,一旦认证使用后,对技术品牌具有极高的依赖度,不会轻易更换产品供应商。因此行业新进入者往往很难在短时间内获得市场的认可,即使掌握生产的技术及工艺,也需要较长时间才能克服品牌认可所形成的进入障碍。

图 12: PCB 厂商原材料成本结构



资料来源：景旺电子招股说明书，长城证券研究所

长期以来，我国在 PCB 原材料的进口依赖十分的严重，除了常规的铜箔基板可自给自足外，其它关键性产品如前处理化学品、孔金属化化学品、完成表面处理化学品、光阻干膜、阻焊油墨等原辅材料大部分需依赖进口。近几年来，国内 PCB 化学品企业通过加大研发投入，有效提升产业整体技术水平。部分优势企业与 PCB 厂商深度合作，通过对配方不断创新和改良，已逐步拥有自己的专利和核心配方，并逐步将市场打入大型 PCB 厂商，包括外资企业，其品牌得到市场的高度认同。

同时，近年来由于全球经济发展速度放缓，对电子产品的终端需求造成了一定冲击，PCB 等行业盈利空间受到挤压，因此价格因素逐渐成为 PCB 生产企业选择供应商的重要因素。国产 PCB 化学品性价比优势得到进一步体现，市场开始由国外厂商向国内优势企业转移，进口替代趋势为国内企业带来发展机会。这方面在 PCB 油墨和 PCB 药水领域可见端倪。

## 2.2 PCB 油墨市场国内企业奋起直追

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。

根据中国电路板协会 CPCA 数据，每平方米 PCB 电路板需专用油墨 0.5kg，2016 年我国电路板产量达到 2.67 亿平方米，相应的专用油墨的需求量为 13.35 万吨，行业市产规模约 40-60 亿元。目前涵盖的 PCB 专用油墨主要可以细分为以下三种产品，阻焊油墨、线路油墨和标记油墨。其中份额最大的是阻焊油墨，行业规模 23-25 亿元。

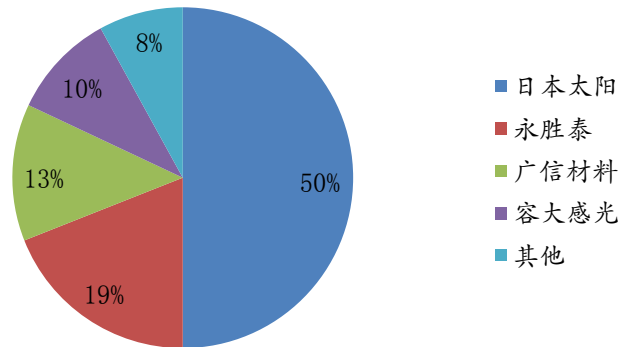
表 1: PCB 油墨的市场规模分类

应用领域	下游行业	细分行业	行业规模
传统领域	印制电路板	阻焊油墨	23 至 25 亿元
		线路油墨	约 6 亿元
		标记油墨	1 至 2 亿元
新兴领域	电子信息产品制造	金属材料精密加工	N/A
		塑胶材料精密加工	N/A
	LED 行业	LED 背光油墨	约 20 亿元
	其他新型行业	彩晶玻璃加工等	N/A

资料来源：公司招股说明书，长城证券研究所

目前国内 PCB 专用油墨高端市场主要仍被日本太阳等外资企业控制。随着全球制造产业向中国加速转移,经过多年的自主研发及技术积累,国内部分供应商已经逐步掌握了 PCB 油墨关键原材料合成树脂的合成技术,改变了过去对进口合成树脂的依赖。同时外资供应商受运输距离、生产成本高等劣势导致市场占有率逐渐降低。国产品牌性价比优势逐渐凸显,以广信材料、容大感光等为代表的内地 PCB 油墨供应商逐步发展壮大,相关产品已逐渐进入富士康、深南电路、景旺电子等大型 PCB 厂商。目前广信材料的阻焊油墨产品在国产品牌中市占率排名第一。

图 13: PCB 阻焊油墨的市场竞争格局



资料来源: 景旺电子招股说明书, 长城证券研究所

## 2.3 PCB 油墨市场的国内领先者

广信材料自成立以来便专注于 PCB 油墨的国产化,参与制定多个国内行业标准,是国内专用油墨的技术革新派和产业引领者。公司专用油墨产品覆盖印制电路板、精密加工制造、LED 照明等多个细分领域,公司新产品研发创新能力、油墨生产加工技术以及市场影响力均处于行业前列。

公司阻焊油墨、线路油墨、标记油墨的客户均为 PCB 制造企业,代表客户包括依顿电子、博敏电子、广州三祥、昆山华新等;精密加工保护油墨的客户为精密加工企业或电子产品制造企业,代表客户为富士康;LED 油墨的客户为 LED 铝基板制造企业,主要客户为有铝基板生产制造能力的 PCB 制造企业。优质的客户结构,过硬的产品品质建立的客户粘性,使得公司主要产品的销售价格高于大部分内资专用油墨企业。

从产能规模来看,公司目前拥有感光新材料 6500 吨/年,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,公司新增募投项目“年产 8000 吨感光新材料项目”预计将在 2019 年下半年投产。

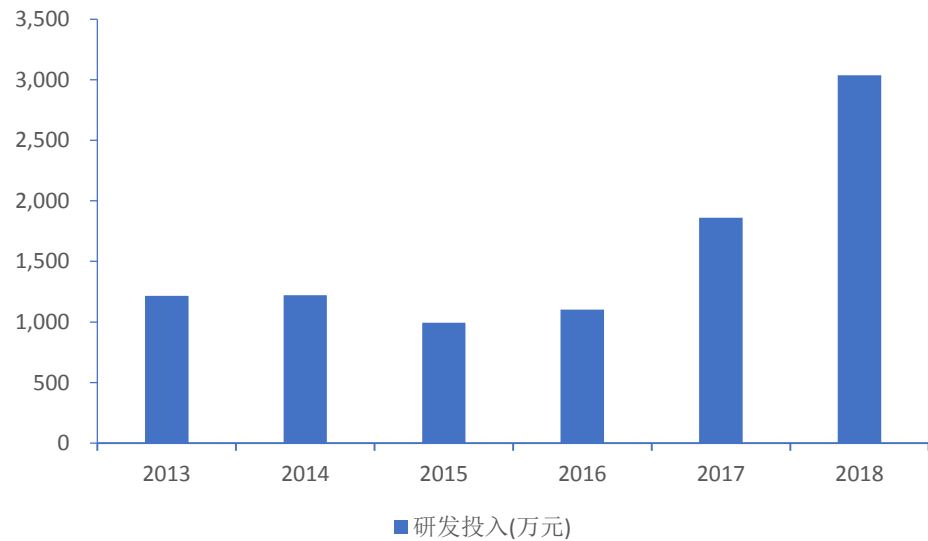
表 2: 公司产能情况

产能进度	总计 (吨)	细分种类	细分种类产能 (吨)	备注
现有产能	6500	液态感光固化油墨	5100	大部分为阻焊油墨
		紫外光固化油墨	1200	大部分为精密加工油墨
		热固化油墨	200	大部分为标记油墨
新建产能 (募投项目)	8000	液态感光固化油墨	6000	应用于印制电路板、精密加工保护、LED 背光等
		紫外光固化油墨	2000	应用于印制电路板、精密加工保护等

资料来源: 长城证券研究所、公司招股说明书

公司研发能力在国内品牌厂中遥遥领先, 上市后公司研发支出有较大幅度提升, 其中 2018 年公司研发支出更是达到 3036.83 万元, 同比增长 63.28%。公司积极吸纳业内优秀研发人员, 截至 2018 年底, 公司已拥有研发及技术人员 198 人, 其中博士学历 7 人、硕士学历 22 人, 本科学历 123 人, 日本资深技术顾问 1 名、台湾资深技术顾问 1 名。核心技术团队具有很强的理论功底, 能自主设计部分功能性树脂结构, 多名人员具有 10 年以上研发经验。公司的技术研发投入夯实了自主创新能力和持续发展能力, 拉开与国内竞争对手的距离。

图 14: 公司研发支出情况



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司技术具备高端延展性, 配方存在高壁垒, 研发的新型特种油墨产品不断推出, 未来将逐渐放量。目前公司正在积极开拓台资大客户, 保障新增产能的顺利消化。

表 3: 公司部分新型油墨产品储备

产品	备注
液态感光低压喷涂阻焊油墨	低压喷涂技术用于解决 PCB 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。 2017 年公司液态感光低压喷涂阻焊油墨在客户端得到推广应用。
高端塞孔油墨	随着电子产品向“轻、薄、短、小”方向发展, PCB 也向高密度、高难度发展, 因此出现大量 SMT、BGA 的 PCB, 贴装元器件时要求塞孔。塞孔油墨在国内比较稀缺。2017 年底公司成功推出 EGS9 与 EHP70 两系列产品, 并于年底通过多家客户认证, 预计将在 2018 年上半年放量生产。
静电喷涂阻焊油墨	静电喷涂工艺用于提高 PCB 产线的自动化程度。静电喷涂油墨属于阻焊油墨的高端产品, 基本以进口为主。公司开发的静电喷涂阻焊油墨 ESGP02 在 2017 年下半年在客户端得到稳定使用。
高端哑黑油	高端哑黑油墨主要用于户外显示屏(以 RGB LED 为光源者)涂层, 随着 LED Chips 的缩小化, 对于油墨解析度的要求大幅上升。公司于 2017 年度研发推出 EKM5HP、EKM6HP 与 EKM9HP 等几款油墨, 目前均在客户端顺利导入, 预计 2018 年初开始量产。

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

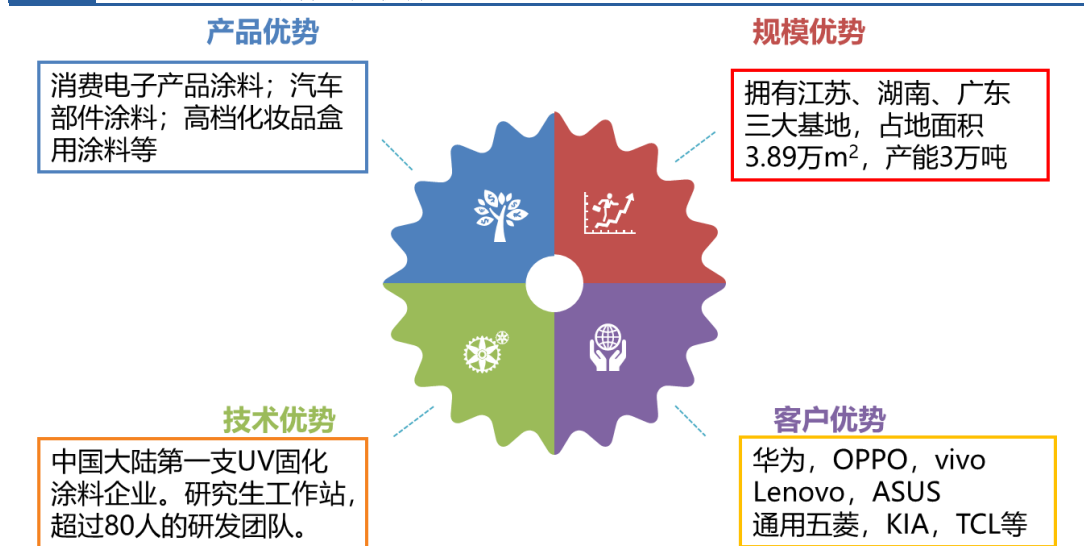
公司优质的客户结构，领先的研发创新能力，新增产能的释放，叠加 PCB 产业向我国转移带来的外部机会，公司将长期受益于进口替代，看好公司成长为 PCB 油墨领域国际领先型企业。

### 3. 江苏宏泰：工业级紫外光固化涂料领军企业，成长路径清晰

2017 年广信材料以发行股份及支付现金方式收购江苏宏泰 100% 股权，标的作价 6.6 亿元。2017 年 6 月开始将标的公司将纳入公司合并报表范围。江苏宏泰成主要产品为“汉普诺 (Hipro)”系列紫外光固化涂料，可广泛应用于消费电子、汽车零部件（汽车灯）、化妆品包装、货车复合材料箱体、钢材临时防护和运动器材等领域。

江苏宏泰成立于 2002 年，是中国第一支工业化 UV 涂料的研发者与专利持有者。江苏宏泰目前拥有江苏、湖南、广东三大制造基地，总制造规模 38900 平米，生产能力近 3 万吨。此外，宏泰企业研发中心还被授牌为江苏省 UV 固化工程研究中心，并设有研究生工作站，有超过 80 人的研发团队。

图 15：江苏宏泰专用涂料业务优势



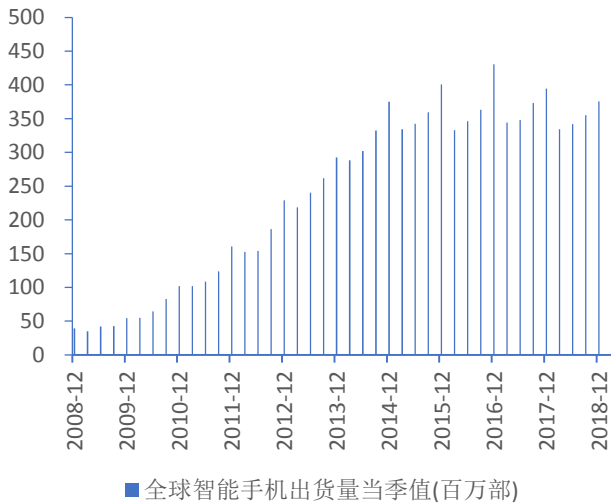
资料来源：公司公告，江苏宏泰官网，长城证券研究所

消费电子专用涂料是目前江苏宏泰销量最大的产品。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。汽车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，防止车灯起雾；另一类产品用于塑料车窗，为透明涂料，主要起保护的作用。

江苏宏泰的紫外光固化涂料还包括化妆品包装专用涂料、货车复合材料箱体涂料、钢材临时防护涂料和运动器材专用涂料。化妆品包装涂料主要用于化妆品包装盒的外层保护，兼有美观功能，如粉底盒和口红管涂料等。多样化的客户需求为宏泰发展提供充足的市场空间。

### 3.1 手机仿阳极涂料受益手机外观件去金属化,5G 有望带动爆发式增长

图 16: 全球智能手机出货量情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

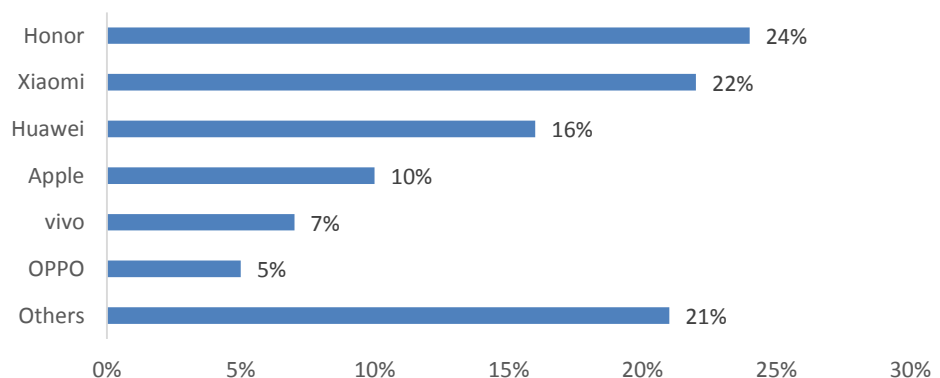
图 17: 华为手机全球市场份额



资料来源: wind, 长城证券研究所

近年来, 智能手机经历高速发展期, 整体出货量进入稳定发展期。2018 年全球智能手机出货量达到 14.1 亿部, 同上一年的基本持平。根据 Counterpoint 公布的 2019 年第一季度中国智能手机市场在线销售份额报告显示, 市场前六大智能手机品牌市场份额占比近 80%, 其中小米、OPPO 和 vivo 受益于海外市场表现强劲, 企业发展依旧迅猛。而纵观过去几年以华为为代表的国产手机表现, 其在全球的市场占有率不断上升。根据中关村消息, 华为 2018 年的出货量比 2017 年高出 3 成以上, 达到 2.6 亿部, 市场份额同比提高 4.2 个百分点, 与苹果仅相差 0.2 个百分点。我们认为, 在总量平稳的情况下, 国产手机品牌的逐步升级将带动相关产业链高速发展。

图 18: 2019 年 1 季度智能手机销售份额分布情况



资料来源: Counterpoint, 长城证券研究所

江苏宏泰的手机涂料产品主要应用于华为、OPPO 等国产品牌。华为、OPPO 和 VIVO 是国产手机中销量最高的三个品牌, 手机市场占有率居前, 且近年来不断升高。终端手机的畅销为江苏宏泰手机业务提供了良好的前景。同时江苏宏泰积极推进产品的创新研究,



公司拥有先进的抗指纹纳米保护涂料，可应用于手机触屏、陶瓷、玻璃等，不断开发下游手机厂的需求。

仿阳极手机外观件涂料是江苏宏泰的拳头产品，主要用于塑料机壳。涂料喷涂在塑料上可以呈现出金属效果，用于仿制 CNC 金属外观件的效果。相对于 CNC 外观件而言，塑料机壳+仿阳极涂料的方案能做出类似的外观效果，而且大幅降低成本。

图 19: 应用高防阳极 ALE 涂料的手机外观件



资料来源：公开资料，长城证券研究所

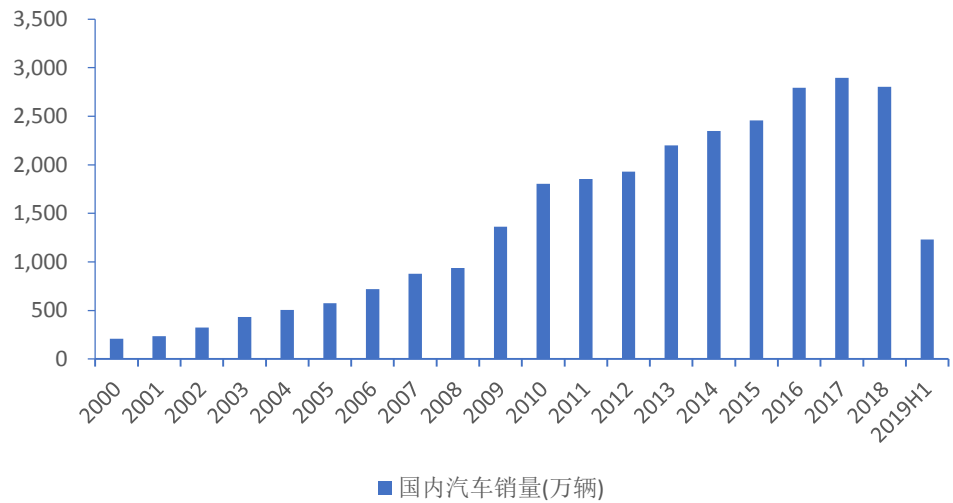
随着 5G 时代的临近，塑料手机壳将迎来再次爆发。5G 对手机外壳的信号传输能力提出更高的要求，但是传统的金属外壳有电磁屏蔽等特点，会影响手机网络传输速度。工程塑料由于对射频信号影响小，而且相对于金属、陶瓷等便于大规模生产，将脱颖而出。但是作为手机外壳，会对塑料的散热、耐磨、质感等提出更高的要求。公司仿阳极涂料可以有效提升手机塑料外壳性能与美观程度，有望借此迎来大爆发。

### 3.2 车灯涂料和轻量化车窗涂料支撑宏泰长期发展

目前车厂普遍在车灯灯罩内使用防雾涂层来防止汽车大气起雾。汽车防雾涂料能够有效防止汽车大灯上产生雾气，已经成为汽车生产的标配。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。除此之外，江苏宏泰正在进行国外汽车生产厂商所要求的资质认证工作，预期今年有望通过国外机构认证。

我国汽车销售量自 2000 年以来就不断攀升，根据中国汽车工业协会数据，2018 年我国汽车销售量为 2803.89 万辆，中国汽车的销量在 2000 到 2018 的 18 年间增长了 10 余倍。2019 年上半年国内汽车销售 1231.80 万辆，从销量和增速看中国汽车市场已经步入成熟期。公司现在主要的竞争对手是日本油酯，其产品价格为 400 元/千克，江苏宏泰汽车防雾涂料价格有明显成本优势。以 2018 年汽车销售量作为参考，全国汽车年大灯年需求量约为 5600 万只。因为竞争对手日本油酯的存在，国产涂料公司进入壁垒高。随着宏泰在车灯涂料技术的不断发展，公司未来有望逐步实现汽车防雾涂料市场的进口替代。

图 20: 国内汽车历年销量(万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 长城证券研究所

世界范围对节能和环保的要求越来越高, 汽车产业也在积极进行车身减重, 从而降低对能源的消耗。据统计, 汽车质量每降低 1% 则油耗可降低 0.6% ~ 1.0%, 能耗又与尾气排放密切相关。因此, 汽车轻量化对节能和环保意义重大。

对于传统的无机玻璃车窗, PC 轻量化塑料车窗能大幅减少汽车车窗重量, 并降低整车的重心。聚碳酸酯 (PC), 是一种无定型、无毒、高度透明的热塑性工程塑料。PC 密度为  $1.2 \text{ g/cm}^3$ , 无机玻璃密度为  $2.5 \text{ g/cm}^3$ , 理论减重 50%, 实际应用中减重约为 30-40%。而且 PC 作为塑料车窗设计自由度大, 抗冲击性强, 造型流线化, 可以整合多个零部件; 并且 PC 红外吸收、隔热、隔音性能好, 拥有更低的起雾点; 而且能有效防止交通事故中玻璃碎片飞溅而引起的对人身的伤害。

但是 PC 的耐候性、耐磨、耐刮擦性不足, 这就需要涂层技术来提高 PC 汽车车窗的表面性能。江苏宏泰开发的高耐候有机硅硬质涂料, 可用于汽车塑料车窗表面涂覆, 该复合材料将来有望取代现在的汽车天窗玻璃甚至挡风玻璃。在此领域中, 公司现在的竞争对手主要为迈图。目前公司产品在积极对接汽车客户, 长期来看, 汽车涂料可望长期支撑公司发展。

图 21: 江苏宏泰车灯防雾产品



资料来源: 公司资料, 长城证券研究所

图 22: 江苏宏泰汽车轻量化产品

高耐候有机硅硬质涂料: 汽车轻量化领域有广泛应用

- 对PC具有优异的附着力
- 优秀的化学品腐蚀抵抗能力
- 优异的耐候性
- 优异的抗刮擦性和耐磨性



应用于汽车的A柱、B柱等有很高的耐候、耐磨要求的户外塑料保护

资料来源: 公司资料, 长城证券研究所

### 3.3 国内领先工业级紫外光固化涂料企业，产能投放打开成长空间

由于紫外光固化涂料可应用在多种基材的特种保护和精密加工，应用领域十分广泛。江苏宏泰在电子化学品涂料和汽车领域涂料发展迅猛，随着江苏宏泰自身实力的不断增强，其业务领域也不断丰富和多元化。

江苏宏泰金属基材光固化保护涂料主要用于钢铁产品（油井管）的临时防护，通过技术突破，在性价比和服务方面击败了德国企业戈德曼，并已经与中石化合作了 7 年。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。目前，江苏宏泰的钢材临时防护涂料已销售给中国石油天然气股份有限公司下属的油井管制造商，应用于石油勘探、开采油用井管生产制造的临时防护。

宏泰的化妆品包装专用涂料主要用于化妆品包装盒的外层保护，兼有美观功能，如粉底盒和口红外管涂料等。化妆品属于快速消费品行业，消费者在选购化妆品时，影响选购的因素除了品牌影响力、口碑、价格等方面以外，化妆品的外包装是否美观吸引人，也是重要因素。在使用涂料之后，可以使化妆品的外包装具有金属质感和光泽，有效提升产品包装的美观度和品质。目前，江苏宏泰的主要化妆品包装涂料最终用于迪奥、雅诗兰黛、玉兰油等国际知名化妆品的包装物。

图 23: 江苏宏泰涂料在油井管中的应用



资料来源：公开资料，长城证券研究所

图 24: 江苏宏泰涂料在化妆品中的应用



资料来源：公开资料，长城证券研究所

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。随着人民健身意识的不断增强，我国运动器材行业市场前景十分广阔，运动器材专用涂料预计可成为江苏宏泰产品系列的重要组成部分。

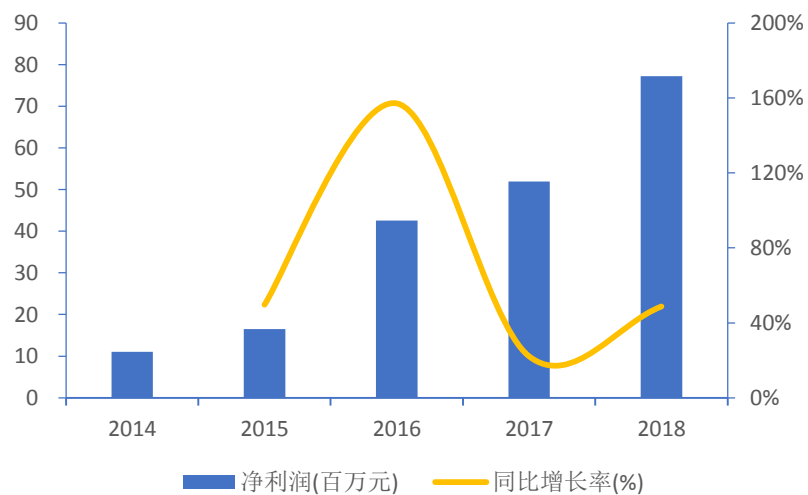
江苏宏泰发展良好，目前依然保持较高的产能利用率，近几年各种类型涂料接近满产满销。江苏宏泰新产线采用全自动进料系统，可进一步降低损耗、控制成本，产能可达 3 万吨。2017 江苏宏泰研发了领先市场的高仿阳极 ALE 工艺并成功应用于 OPPO 新款手机，成为国内在新工艺上可与阿克苏、贝格、卡秀竞争的优秀企业。

江苏宏泰产品储备充足，有强劲的发展后劲。目前公司借助汽车车灯领域多年产品应用经验及客户基础，继续深化与南宁瞭望、常州星宇、浙江嘉利等国内知名车灯厂家合作，并与小糸、斯坦雷、法雷奥开展交流合作。车灯有机硅硬质涂料佛罗里达和亚利桑那暴

晒实验进展顺利。纳米抗指纹涂料是江苏宏泰 2017 年研发的新产品，已在国内知名企业批量应用，未来将成为江苏宏泰业绩新的增长点。高固含 UV 涂料在 ALBEA 部分基材上已批量生产。

2017 年江苏宏泰实现销售 23,285.70 万元，净利润 5,193.49 万元，并表净利润 3037.2 万元，超出收购时的业绩承诺 4800 万元。尽管 2018 年由于宏泰的主要客户龙昕科技因实际控制人涉嫌违规担保、相关诉讼等事项等原因，宏泰对其应收款计提了 3693.18 万元的坏账准备，2018 年宏泰实现净利润仅为 4029.95 万元，但是倘若加回计提坏账准备，江苏宏泰 2018 年净利润将达到为 7723.13 万元，同比增长 48.70%，仍旧远超业绩承诺 5500 万元。当前龙昕科技事件已经平息，宏泰运营情况良好，预期仍将为广信材料公司整体业绩助力。

图 25: 江苏宏泰盈利情况分析



资料来源：公司公告，长城证券研究所，注：江苏宏泰 2018 年净利润采用公布净利润加回计提坏账分析处理

## 4. 紫外固化涂料环保优势突出，长期受益供给侧改革

### 4.1 供给侧改革严格限制 VOC 排放，环保涂料迎来长期

UV 感光涂料是一种环保新型涂料。涂料用于涂覆在被保护或被装饰的物体表面，并能与被涂物形成牢固附着的连续薄膜，通常是以树脂、或油、或乳液为主，添加或不添加颜料、填料，添加相应助剂，用有机溶剂或水配制而成。涂料一般有四种基本成分：成膜物质（树脂、乳液）、颜料（包括体质颜料）、分散介质和添加剂（助剂）。

涂料按照形态可分为溶剂型涂料、水性涂料及粉末涂料。按照用途可分为建筑涂料、工业涂料和维护涂料等。其中溶剂型涂料是以有机溶剂为分散介质而制得的，溶剂型涂料存在着污染环境、浪费能源以及成本高等问题。溶剂型涂料含有挥发性的有机化合物

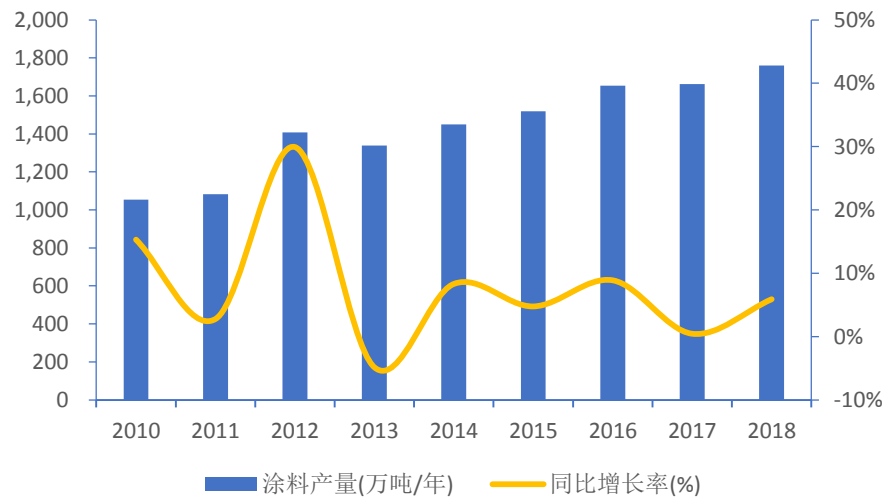
(VOC), 是污染环境和损害消费者健康的“隐形杀手”, 也有观点认为溶剂型涂料是造成雾霾的重要原因之一。

VOC (volatile organic compounds) 即挥发性有机物, 是一类有机化学物质的统称, 在常温常压下通常具有高蒸汽压。VOC 的危害主要有两个方面: 其一为直接影响人体健康, 其二为充当 PM2.5 和臭氧形成过程中的前体物和参与物, 间接影响人体健康。工业 VOC 的重点排放行业包括: 石油炼制、石油化工、煤化工、干洗业、电子工业、纺织印染、印刷包装、农药、制药、涂料、人造板、储罐管道、涂装和铸造等行业。就 VOC 排放的时空分布而言, 我国工业部门的 VOC 排放源主要集中分布在东部、南部和北部地区, 西部地区分布较少。可以看出, 京津冀及山东省、长三角以及珠三角地区的 VOC 排放量明显高于其他区域。

近年来, 国家对节能、环保政策的重视和强化, 出台了一系列 VOC 控制方案, 以及史上最严的“2+26”城市大气污染防治方案, 为我国未来五年开展大气污染治理奠定了基础。在大气十条中明确提出要推进挥发性有机物污染的治理工作。针对石油、化工以及其他生产和使用有机溶剂的行业企业, 要求采取措施对管道、设备进行日常维护、维修, 以减少物料泄漏, 实现从源头控制挥发性有机物的排放。而传统的溶剂型涂料首当其冲。

涂料行业在高速成长的房地产、汽车、船舶、运输、交通基础设施、家电、食品等行业的带动下, 呈现出“产量连连攀升、发展势头强劲”的特点。根据中国涂料行业协会数据, 2018 年, 我国涂料总产量为 1759.79 万吨, 同比增长 5.9%, 近 5 年涂料产量整体保持了年均近 10% 的复合增长率。我国已发展成为全球第一大涂料生产和消费大国。近年来, 为了应对国家相关部门和行业协会制定出台了诸多 VOC 控制政策, 以及部门明确强调涂料行业应向绿色、环保方向发展, 水性涂料及粉末涂料等环境友好型产品逐步开启了代替传统溶剂型涂料的路程。

图 26: 2010-2018 年我国涂料产量情况



资料来源: 国家统计局, 中国涂料行业协会, 长城证券研究所

长期看, 消费者对于环保的要求提升, 水性涂料和粉末涂料的渗透率不断提升是必然事件; 比如从 2004 年 4 月 1 日起欧盟已禁止生产、销售和使用油性漆; 过去 10 年时间里, 全球水性涂料的市场规模在不断扩大, 2017 年, 全球水性涂料市场规模约为 624 亿欧元, 根据慧聪网报道, 全球水性涂料市场到 2022 年的复合年增长率将达到 5.7%, 达到 827 亿欧元。在欧美市场, 80% 以上的汽车涂料都是水性涂料, 50% 以上的赏光面漆已基本实

现水性化，而我国当前水性涂料占涂料市场的比重仍然较低，不足 20%，随着环保政策及技术水平的不断进步，我国环保性涂料大有潜力。

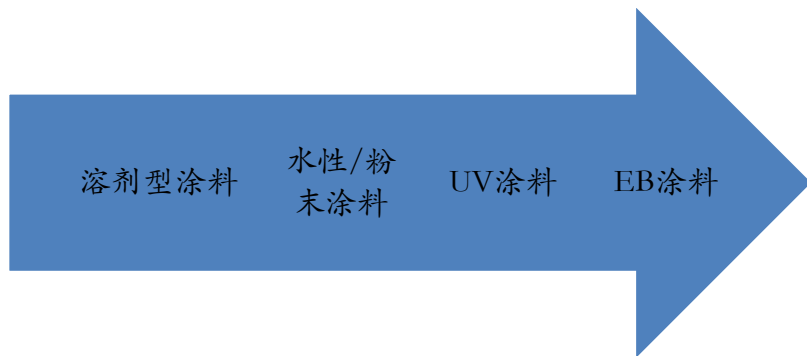
## 4.2 公司 UV 涂料业务乘环保之风，EB 涂料渐行渐近

所有环保涂料之中，紫外光固化涂料有着广阔的前景。紫外光固化涂料（UV coating）是以紫外光为涂料固化能源，不需加热，可在纸张、塑料、皮革和木材等易燃底材上迅速固化成膜。紫外光固化技术和水性/粉末涂料相结合，更是综合了传统粉末/水性涂料和光固化技术的优点，并在一定程度上克服了两类涂料的缺点。光固化涂料不含挥发性溶剂，被誉为 21 世纪的绿色、环境友好型涂料。

国内 UV 涂料生产发展很快，但应该看到 UV 涂料在国内涂料生产总量上所占比例还是很小，截至 2017 年底，UV 涂料产量仅为 9.3 万吨左右，产量只占国内涂料总量的 0.56%，相比国际上辐射固化产品占涂料总量比例一般在 1.7%~2.0% 之间，还有很大差距。这一方面说明国内 UV 涂料的品种还较少，另一方面也反映了在推广应用上不足。因此我国 UV 涂料发展还有很大的潜力。

EB（electronic beam，电子束）固化涂料是与 UV 固化涂料相似但更为环保的产品，也是公司研发储备的重点项目。EB 固化通过高能电子束使涂料膜产生自由基而引发高分子均聚物和活性稀释剂交联成膜。EB 固化在组份上不需要光引发剂，因此更为环保。公司持续 EB 涂料研发投入，并不断推出 EB 固化新产品，有望率先在国内市场推出国产品牌的 EB 产品。

图 27：环保涂料的发展趋势



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

## 5. 布局光刻胶+新能源，新领域为公司发展带来新机遇

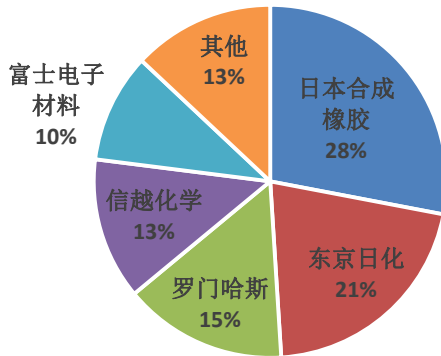
### 5.1 光刻胶进口替代空间大，利好公司长期发展

光刻胶是由光引发剂、树脂以及各类添加剂等化学品组成的对光敏感的感光性材料。光刻胶是电子化学品中技术壁垒最高的材料，也是半导体集成电路生产制造的核心材料，

光刻工艺的成本约为整个芯片制造工艺的 35%，并且耗费时间约占整个芯片工艺的 40%-60%。

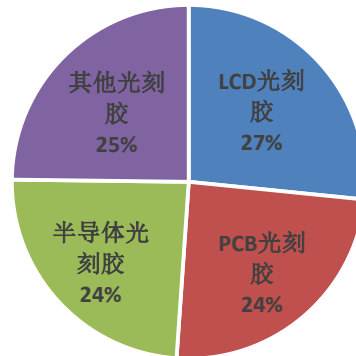
光刻胶基于应用领域不同一般可以分为半导体集成电路（IC）光刻胶、PCB 光刻胶以及 LCD 光刻胶三个大类。其中，PCB 光刻胶占全球市场 24.5%，半导体 IC 光刻胶占全球市场 24.1%，LCD 光刻胶占全球市场 26.6%。全球目前光刻胶市场规模为 350 亿元，其中我国市场规模在 100 亿元左右。

图 28: 全球光刻胶市场格局



资料来源: 中国产业信息网、长城证券研究所

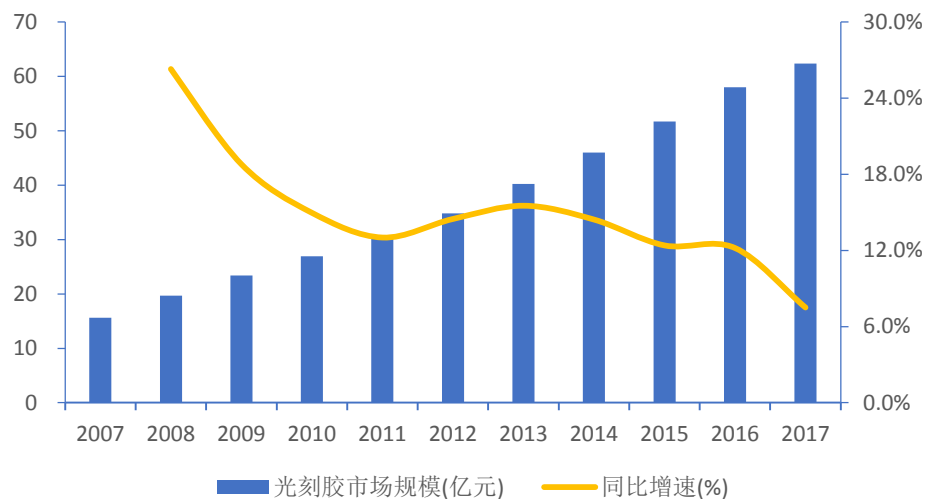
图 29: 光刻胶应用分类



资料来源: 中国产业信息网、长城证券研究所

然而，国内光刻胶市场仍主要被日本合成橡胶、东京日化（TOK）、罗门哈斯、信越化学、富士电子材料等化工寡头垄断。根据中国产业信息网数据，我国当前光刻胶年均消费量约 1400 吨，但对外依存度高达 80%，这主要是由于国内光刻胶生产企业普遍存在规模较小、产品质量不高等问题，很难满足高端产品需求。但是随着集成电路行业的快速发展以及国家政策的大力支持，国内光刻胶厂商正积极的向光刻胶高端化领域进军，根据国内主要光刻胶生产与研发机构制定的中国光刻胶发展线路图推算，到 2020 年国产光刻胶的市场占有率有望达到 30% 以上，销售额达到 10 亿美元以上。预计未来随着国内企业技术的不断成熟和新建项目的陆续投产，光刻胶进口替代空间巨大。

图 30: 国内光刻胶市场规模及同比增长率



资料来源: 中国产业信息网, 新世界产业研究中心, 长城证券研究所

广信材料同台湾广至合作开发的印刷电路板柔性基板用等用途的紫外光型正型光刻胶项目有望为公司注入新动力，本项目开发期限为 2018 年 11 月 15 日-2021 年 10 月 30 日，研究开发经费由公司提供，总金额 800 万元。从公司长远发展来看，光刻胶业务有望在提高公司产品类型、核心竞争力和行业影响力的同时，不断提升公司的盈利水平。

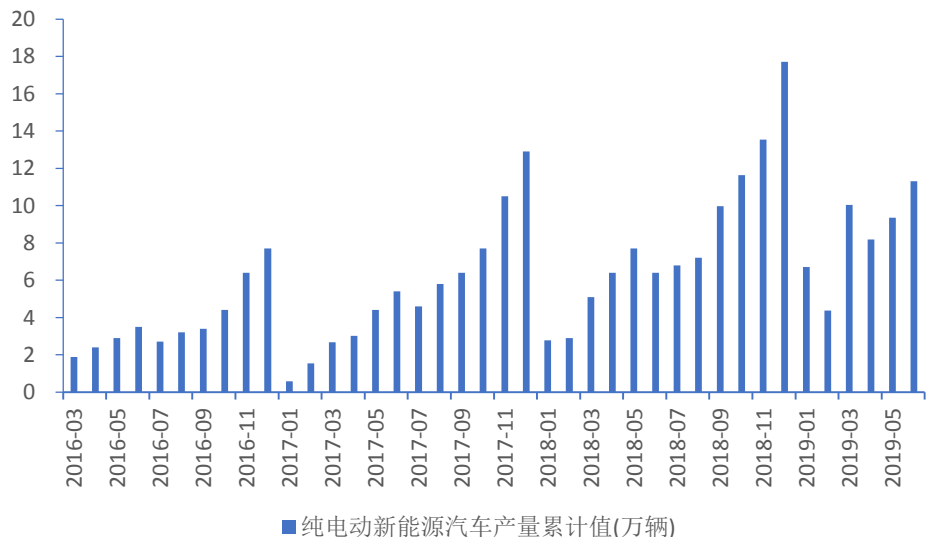
## 5.2 进军新能源，收购东莞航盛为公司注入新动力

锂电池电解液是电池中离子传输的载体。一般由锂盐和有机溶剂组成。电解液在动力电池中扮演类似“人体血液”的角色。同锂离子电池的其它部件相比，电解液的存在和应用就更为宽广，它作为离子传输的媒介，在动力电池中扮演类似“人体血液”的角色，它的作用是在正极和负极之间进行离子和其它离子化合物的传输，它的性能优劣直接决定了电池锂离子电池的离子电导率、倍率、容量和输出电压等电化学性能。

当前锂电池领域的应用主要分为动力锂电池、3C 锂电池以及储能锂电池。动力锂电池主要应用在新能源汽车、电动自行车以及新能源专用车等领域。3C 锂电池主要应用于手机、笔记本电脑、照相机等电子产品领域。储能锂电池主要应用于电网储能、基站备用电源等领域。

需求端方面，以锂电池最重要的下游应用是新能源汽车为例，根据中国汽车工业协会数据显示，2018 年我国新能源汽车全年累计总产量 125.99 万辆，同比增长 61.09%。其中，纯电动产量 98.11 万辆，同比增长 49.76%；插电式混动产量 27.85 万辆，同比增长 119.12%。新能源汽车的高速发展，为锂电池的需求持续增添动力。尽管如此，目前新能源汽车渗透率仍不足 3%，渗透率提升空间仍然巨大，随着未来国内新能源汽车的销量持续增加，我们看好锂电池行业的发展前景。

图 31：纯电动新能源汽车产量累计值



资料来源：中国汽车工业协会，长城证券研究所

公司此前一直致力于打造自身核心竞争力，努力成为国内领先的专业油墨、专用涂料制造商，通过深耕，在细分行业领域不断强化公司的行业地位。随着 2018 年底，公司以现金增资收购东莞航盛 60% 股权，成功跻身新能源领域，公司如今形成了专用油墨、专用涂料、新能源材料三大业务为发展基础的格局，公司业务领域、产品结构及应用领域得到了进一步拓展。



## 6. 盈利预测与估值水平

**假设一：**公司本部 PCB 油墨业务稳步发展，2019 年盈利能力保持稳定；募投项目于 2019 年底成功投产，并于 2020、2021 年逐步放量，带动本部业绩加速上升。

**假设二：**公司全资子公司江苏宏泰涂料业务持续发展，成功兑现 2019 年业绩承诺，PVD、抗指纹纳米保护涂料等产品保持稳定增长，业绩稳步增长；孙公司湖南阳光新材良性发展，持续提升盈利能力。

**假设三：**收购子公司东莞航盛受益于新能源锂电行业的高速发展，成功兑现 2019-2021 年度扣非后净利润不低于 500 万元、1200 万元和 1500 万元的业绩承诺。

预计 2019-2021 年，公司实现营收 8.83 亿，12.27 亿，15.12 亿，同比增长 38.0%，39.0%，23.3%；实现归母净利润 0.95 亿，1.29 亿，1.58 亿，同比增长 72.3%，35.6%，23.0%，对应 PE 29X、21X、17X。

## 7. 风险提示

产能释放不及预期风险及资产减值风险。

### 7.1 附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位: 百万元											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	449.01	639.39	882.53	1226.54	1511.71	成长能力					
营业成本	258.07	400.99	545.73	753.03	927.13	营业收入增长	65.7%	42.4%	38.0%	39.0%	23.3%
营业费用	49.82	59.30	92.67	122.65	151.17	营业成本增长	74.6%	55.4%	36.1%	38.0%	23.1%
管理费用	57.73	68.37	150.03	202.38	241.87	营业利润增长	31.4%	-24.1%	50.5%	68.5%	29.7%
财务费用	0.19	5.17	5.00	5.00	5.00	利润总额增长	33.8%	-11.9%	75.6%	35.6%	23.0%
投资净收益	2.76	0.34	0.00	0.00	0.00	净利润增长	44.6%	-10.3%	72.3%	35.6%	23.0%
营业利润	66.44	50.41	75.87	127.83	165.75	获利能力					
营业外收支	1.65	9.60	29.50	15.00	10.00	毛利率(%)	42.5%	37.3%	38.2%	38.6%	38.7%
利润总额	68.09	60.01	105.37	142.83	175.75	销售净利率(%)	13.7%	8.5%	10.7%	10.5%	10.5%
所得税	6.76	5.56	10.54	14.28	17.58	ROE(%)	5.0%	4.3%	7.0%	8.6%	9.6%
少数股东损益	0.00	-0.57	0.00	0.00	0.00	ROIC(%)	4.6%	3.9%	4.6%	5.0%	5.4%
净利润	61.33	55.03	94.83	128.55	158.18	营运效率					
资产负债表											
单位: 百万元											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	销售费用/营业收入	11.1%	9.3%	10.5%	10.0%	10.0%
流动资产	643.86	690.50	1351.29	1771.10	2148.25	管理费用/营业收入	12.9%	10.7%	17.0%	16.5%	16.0%
货币资金	166.53	134.66	482.15	670.08	825.88	财务费用/营业收入	0.0%	0.8%	0.6%	0.4%	0.3%
应收账款	327.63	384.10	598.29	767.03	915.72	投资收益/营业利润	4.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	34.10	28.88	58.06	62.77	86.15	所得税/利润总额	9.9%	9.3%	10.0%	10.0%	10.0%
存货	103.34	128.42	186.99	248.24	287.61	应收账款周转率	1.94	1.80	1.80	1.80	1.80
非流动资产	921.80	1106.23	1201.53	1341.04	1463.92	存货周转率	3.36	3.46	3.46	3.46	3.46
固定资产	181.23	185.32	255.56	360.77	446.61	流动资产周转率	0.81	0.96	0.86	0.79	0.77
资产总计	1565.66	1796.73	2552.82	3112.14	3612.17	总资产周转率	0.42	0.38	0.41	0.43	0.45
流动负债	299.74	478.95	1151.79	1582.55	1924.41	偿债能力					
短期借款	90.00	126.12	671.87	1051.96	1295.20	资产负债率(%)	21.0%	29.1%	46.8%	52.2%	54.5%
应付账款	139.51	169.71	251.13	329.58	385.38	流动比率	2.15	1.44	1.17	1.12	1.12
非流动负债	28.28	43.17	43.17	43.17	43.17	速动比率	1.80	1.17	1.01	0.96	0.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
负债合计	328.02	522.11	1194.96	1625.72	1967.58	EPS	0.32	0.29	0.49	0.67	0.82
股东权益	1237.64	1274.62	1357.87	1486.42	1644.60	每股净资产	6.37	6.56	7.00	7.66	8.48
股本	193.03	193.03	193.03	193.03	193.03	每股经营现金流	0.29	0.70	-0.37	-0.14	0.35
留存收益	208.07	242.83	337.66	466.21	624.39	每股经营现金/EPS	0.90	2.47	-0.75	-0.21	0.43
少数股东权益	8.04	7.47	7.47	7.47	7.47	估值比率					
负债和股东权益	1565.66	1796.73	2552.82	3112.14	3612.17	PE	45.10	50.27	29.17	21.52	17.49
现金流量表											
单位: 百万元											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	PEG	2.98	5.34	0.95	0.77	0.41
经营活动现金流	24.70	53.84	-71.16	-27.01	67.30	PB	2.25	2.18	2.05	1.87	1.69
其中营运资本减少	-34.85	64.57	-186.20	-181.20	-122.74	EV/EBITDA	34.31	32.79	24.72	19.41	16.09
投资活动现金流	-254.24	-97.15	-110.51	-160.15	-149.74	EV/SALES	6.01	4.35	3.38	2.59	2.16
资本支出	28.95	42.50	95.30	139.51	122.88	EV/IC	2.04	1.97	1.46	1.25	1.11
筹资活动现金流	276.48	10.84	-16.58	-5.00	-5.00	ROIC/WACC	0.66	0.55	0.66	0.82	0.91
现金净增加额	46.98	-32.77	-198.25	-192.16	-87.44	REP	3.09	3.59	2.21	1.52	1.21
盈利预测											
单位: 百万元											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	Yoy(%)	65.7%	42.4%	38.0%	39.0%	23.3%
营业收入	449	639	883	1227	1512	净利润	61	55	95	129	158
Yoy(%)	65.7%	42.4%	38.0%	39.0%	23.3%	Yoy(%)	44.0%	-10.3%	72.3%	35.6%	23.0%
净利润	61	55	95	129	158	摊薄EPS	0.32	0.29	0.49	0.67	0.82
Yoy(%)	44.0%	-10.3%	72.3%	35.6%	23.0%	P/E(倍)	45.1	50.3	29.2	21.5	17.5
摊薄EPS	0.32	0.29	0.49	0.67	0.82						
P/E(倍)	45.1	50.3	29.2	21.5	17.5						

### 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

#### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>