CMS 招商证券

强烈推荐-A（首次）

当前股价：78.0 元
2017 年 04 月 27 日

洁美科技 002859.SZ

纸质载带地位稳固，塑料载带、转移胶带即将进入放量期

我们判断公司业务将由薄型载带切入转移胶带，市场空间打开的同时带动公司业绩高速增长。预计 2017-2019 年净利润 1.88 亿、2.60 亿、3.36，对应 PE 为 42.3、30.6、23.7 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”投资评级。

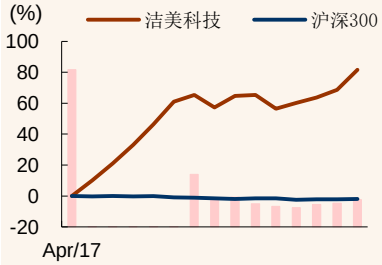
- **纸质载带龙头地位稳固**。公司是国内唯一一家形成原纸材料到后端深加工一体化的纸质载带生产商，凭借高性价比优势，不断蚕食日本、台湾载带制造商的市场份额，目前国内市占率超过 50%。此外，由于全球电子制造业向中国迁移，公司坐镇主场，未来纸质载带有望保持高速增长。我们认为纸质载带市场新进入者少，只要不犯错误，公司竞争优势将不断增加；
- **销量上升与产品结构优化双轮驱动，2017Q1 业绩高速增长**。2017Q1 公司营业收入 1.87 亿元，同比增长 37.12%；净利润 2548.85 万元，同比增长 42.30%，公司业绩增长不仅仅是纸质载带销量的上涨，产品结构不断优化进一步提升了公司的盈利能力。我们判断未来分切纸带的销售占比将逐渐减少，深加工纸带已成为趋势，未来几年公司毛利率依然有上升空间；
- **塑料载带伴随造粒机上线将获得快速发展**。公司目前已经成功研发利用透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子技术，相关设备已在定制中，自主生产塑料载带专用粒子即将上线。我们认为塑料载带业务将伴随造粒机上线获得快速发展，形成完整产业链闭环，公司有望复制纸质载带成功路径，利用前者的市场优势地位，进入全球知名电子元器件供应商塑料载带体系；
- **转移胶带进入放量前期，市场规模为薄型载带 10 倍**。我国转移胶带市场规模达到百亿级别，但需求基本依赖进口，由于进口产品价格高、交货周期和售后处在短板，国产替代具有较大的发展空间。公司年产 2 亿平方米转移胶带项目即将启动，公司拥有良好的客户基础，有望与载带业务形成集约化效应；
- **首次覆盖，给予“强烈推荐-A”投资评级。**；我们判断公司业务将由薄型载带切入转移胶带，市场空间打开的同时带动公司业绩高速增长。预计 2017-2019 年净利润 1.88 亿、2.60 亿、3.36，对应 PE 为 42.3、30.6、23.7 倍；
- **风险提示：塑料载带、转移胶带业务拓展低于预期。**

基础数据

上证综指	3152
总股本（万股）	10228
已上市流通股（万股）	2328
总市值（亿元）	80
流通市值（亿元）	18
每股净资产（MRQ）	11.9
ROE（TTM）	12.0
资产负债率	36.0%
主要股东	浙江元龙投资管理有
主要股东持股比例	49.23%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	143	143	143
相对表现	144	140	134



资料来源：贝格数据、招商证券

董瑞斌
021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

研究助理
周翔宇
zhouxiangyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	590	753	1086	1383	1697
同比增长	14%	28%	44%	27%	23%
营业利润(百万元)	99	157	216	302	392
同比增长	63%	58%	38%	39%	30%
净利润(百万元)	89	138	188	260	336
同比增长	61%	55%	36%	38%	29%
每股收益(元)	1.13	1.75	1.85	2.55	3.30
PE	69.0	44.6	42.3	30.6	23.7
PB	14.1	11.2	11.0	8.6	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司简介 4
1.1、股权结构 5
1.2、募投项目 6
二、薄型载带行业介绍 6
2.1 电子元器件薄型载带市场规模 7
2.2 薄型载带市场竞争格局 9
三、洁美科技竞争力分析 10
3.1 纸质载带龙头 10
3.2 塑料载带即将起步 12
3.3 转移胶带拥抱百亿市场 12
3.4 公司业务分拆 13

图表目录

图 1 公司主要客户 5
图 2 股权结构 5
图 3 薄型载带在表面贴装技术中的应用 7
图 4 薄型载带的定义 7
图 5 纸质载带 7
图 6 塑料载带 7
图 7 我国集成电路产量 8
图 8 我国半导体分离器产量 8
图 9 我国 LED 二级发光管产量 8
图 10 我国电子元件产量 8
图 11 电子薄型载带企业格局 9
图 12 电子专用原纸生产工艺关键技术 10
图 13 公司掌握载带原纸制造技术 11
图 14 公司营业收入及增速 11
图 15 转移胶带 12
图 16 全球 MLCC 产品需求走势图 13
图 17 中国 MLCC 产品需求 13

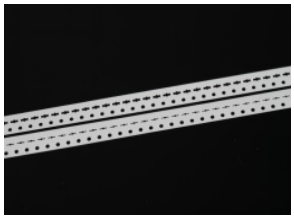
表 1: 公司主要产品 4
表 2: 募投项目（万元） 6
表 3: 2016 年纸质载带与塑料载带市场规模 8
表 4: 2016 年胶带市场规模 9
表 5: 纸质载带领域主要公司 10
表 6: 公司纸质载带分产品营收及毛利率 11
表 7: 公司业务分拆 14
附：财务预测表 15

一、公司简介

洁美科技是一家专业为电子元器件企业配套生产薄型载带的高科技企业，产品主要包括纸质载带、胶带、塑料载带等，公司产品主要应用于集成电路、片式电子元器件等电子信息领域。公司自 07 年起经过 3 年研发，掌握了原纸的技术，改变了高端纸质载带原料受制于境外企业的格局。2014、2015、2016 的营业收入分别为 5.19 亿元、5.90 亿元、7.53 亿元，对应归母净利润 0.56 亿元、0.89 亿元和 1.38 亿元。

2017 年第一季度公司营业收入 1.87 亿元，同比增长 37.12%；归属于上市公司股东净利润 2548.85 万元，同比增长 42.30%。

表 1：公司主要产品

大类	展示	作用
纸质载带		纸质载带具备价格低廉、回收处理方便等特点，主要用于厚度不超过 1mm 的电子元器件的封装，如电阻、电容、电感等。
胶带		配合载带对电子元器件进行封装。
塑料载带		主要用于厚度超过 1mm 的电子元器件的封装，如半导体分立器、集成电路和 LED 产品。

资料来源：招股说明书、招商证券

公司是国内少数能提供电子元器件封装用薄型载带一站式服务的企业之一，行业地位显著，主要客户包括韩国三星、日本村田、日本松下、国巨电子、日本京瓷、太阳诱电、风华高科、顺络电子、华新科技、厚声电子等一些国内外知名企业。

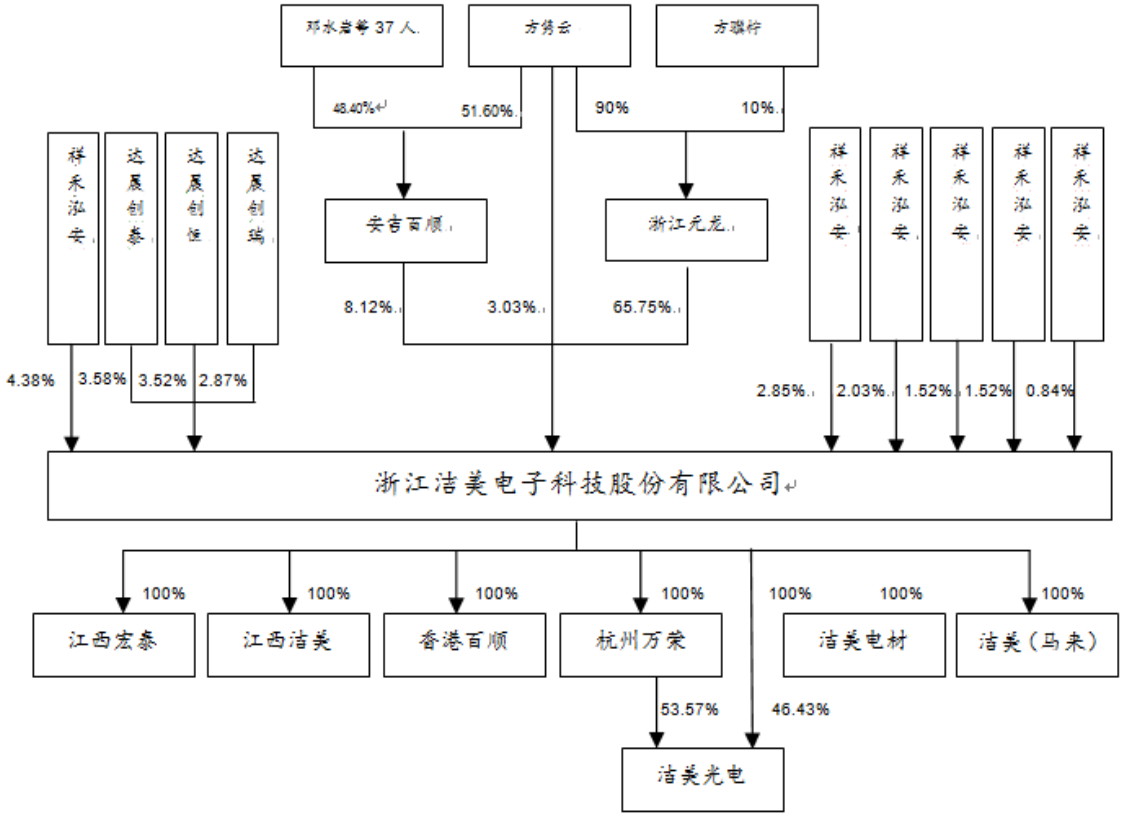
图 1 公司主要客户

资料来源：招商证券

1.1、股权结构

公司控股股东是浙江元龙投资管理有限公司，持有发行人 65.75%的股份。方隽云先生是公司的实际控制人，直接持有公司 3.03%的股份，并通过持有 90%的浙江元龙、51.6%的安吉百顺的股权和担任执行事务合伙人间接持有公司 73.87%的股份，合计控制公司 76.90%的股份。

图 2 股权结构



资料来源：招股说明书、招商证券

1.2、募投项目

公司于 2017 年 4 月 7 日上市，以 29.82 元/股的价格发行 2328 万股，共募集 63600 万元，募资资金将按照轻重缓急顺序投入以下项目：1、年产 2 亿平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目；2、年产 15 亿米电子元器件封装塑料载带生产线技术改造项目；3、年产 6 万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带生产项目；4、电子元器件封装材料技术研发中心项目；5、补充运营资金项目；6、偿还银行贷款。具体情况如下表：

表 2：募投项目（万元）

	投入募集资金	已投入金额	新增收入	新增利润
年产 2 亿平方米转移胶带	15500	14528.53	36600	6734.4
15 亿米塑料载带	10700	2080.99	24050	3242.7
年产 6 万吨纸质载带	12900	13260.55	25000	3876.8
研发中心	2500	65.36		
补充营运资金	10000			
偿还贷款	12000			
合计	63600	29935.43	85650	13853.9

资料来源：招股说明书、招商证券

1）**年产 2 亿平方米转移胶带生产线建设项目**：目前项目正在建设中，其中土建工程已完工。一期项目第一条生产线已经安装完毕，第二条、第三条生产线正在安装。建设期 3 年，第四年达产率为 80%，第五年 100%达产，税前投资回收期为 5.26 年（含工程建设期）。

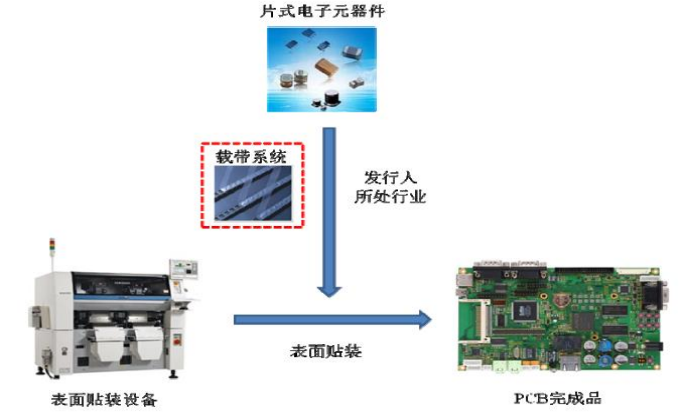
2）**年产 15 亿米电子元器件封装塑料载带生产线技术改造项目**：目前正在陆续购入生产设备。建设期 3 年，第一年建设 15 条生产线，投入建设投资的 40%；第二年建设 15 条生产线，投入建设投资的 40%，生产负荷达到 40%；第三年建设 10 条生产线，投入建设投资的 20%，生产负荷达到 75%；第 4 年生产负荷为 100%，税前投资回收期为 6.36 年（含工程建设期）。

3）**年产 6 万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带生产项目**：目前土建工程正在进行中，一期投资 1 条生产线，建设期为两年。第 3 年一期投产，当年达到项目生产能力的 60%，第 4 年完全达产。税后投资回收期为 6.82 年 。

二、薄型载带行业介绍

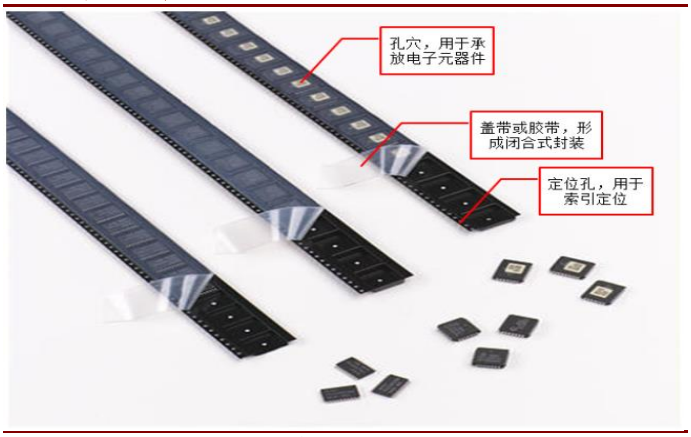
电子元器件薄型载带是伴随着电子元器件表面贴装技术（SMT）产生和发展起来的，是应用于电子封装领域的带状产品，广泛应用于小型元器件生产、运输、封装等环节。薄型载带具有特定厚度，在其长度方向上等距分布着用于盛放电子元器件的空穴和用于进行锁定定位的定位孔。

图 3 薄型载带在表面贴装技术中的应用



资料来源：招股说明书、招商证券

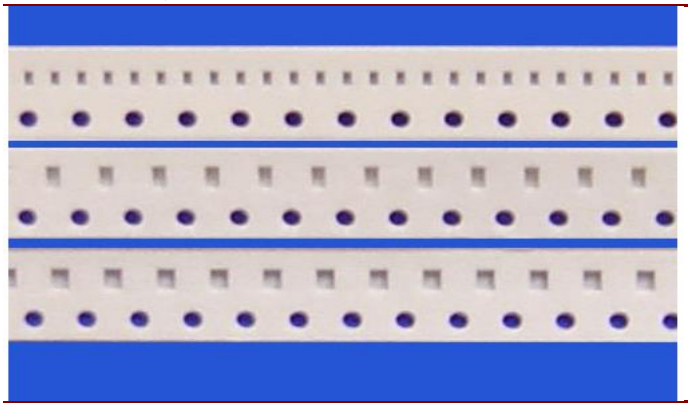
图 4 薄型载带的定义



资料来源：招股说明书、招商证券

薄型载带按材质大致可以划分为纸质载带与塑料载带两大类，其中纸质载带具备价格低廉、回收处理方便等特点，被电子元器件厂商广泛采用，主要用于不超过 1mm 的电子元器件封装，电子元件通常情况下体积小、厚度薄、为纸质载带主要应用对象；而半导体分立器件、集成电路与 LED 发光二极管一般为塑料载带应用对象。

图 5 纸质载带



资料来源：招商证券

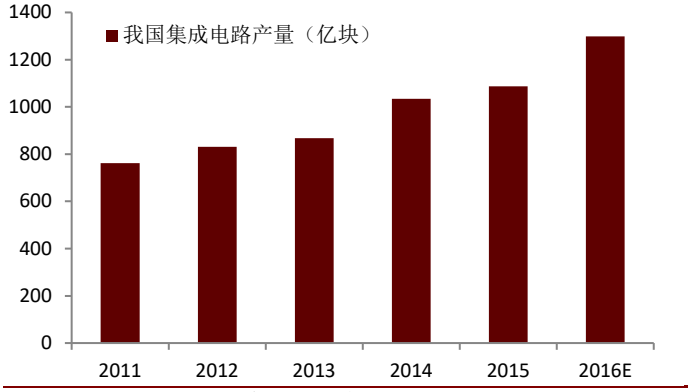
图 6 塑料载带

资料来源：招商证券

2.1 电子元器件薄型载带市场规模

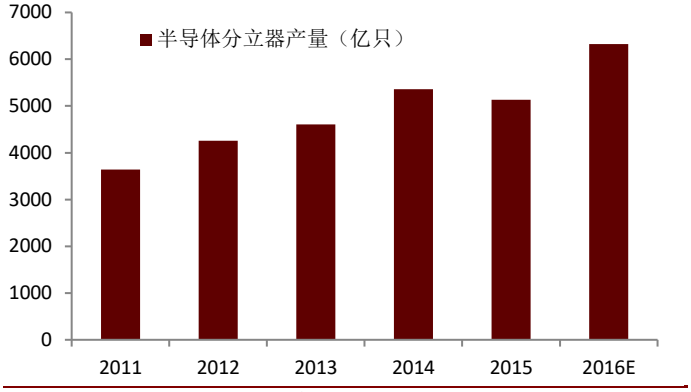
元器件薄型载带主要配套用于下游电子元器件行业，与电子元器件行业以及整个电子产业的变化息息相关。我国电子元器件行业发展成熟，已成为世界最大的电子元器件生产国和出口国，2016 年我国电子元件、半导体分立器件、集成电路与 LED 二级发光管分别生产 36,780.00 亿只、6,325.00 亿只、1,299.27 亿块与 3,726.00 亿只。

图 7 我国集成电路产量



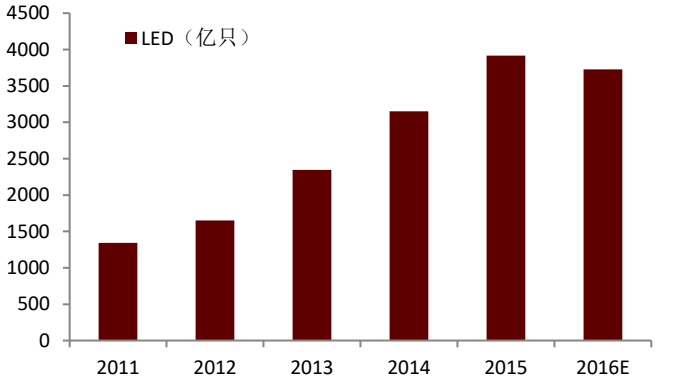
资料来源：中国产业信息网、招商证券

图 8 我国半导体分离器产量



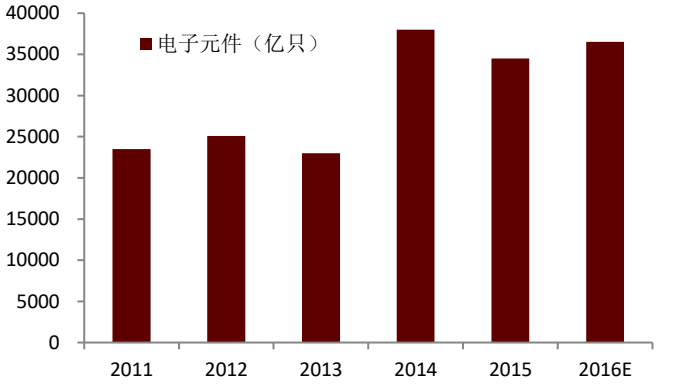
资料来源：招股说明书、招商证券

图 9 我国 LED 二级发光管产量



资料来源：中国半导体照明网、招商证券

图 10 我国电子元件产量



资料来源：招股说明书、招商证券

目前纸质载带上空穴之间的间距大多为 2mm、4mm，若取中间值 3mm，以 2016 年我国电子元件约 36,780.00 亿只的产量为基础，对应的纸质载带使用量约为 110.34 亿米；塑料载带上两孔穴之间的间距范围比较广，有 4mm、6mm、8mm、12mm、24mm 等多个规格，若取中间值 8mm，以 2016 年我国半导体分立器件、集成电路、LED 发光二极管等约 11,349.27 亿件的产量为基础，对应塑料载带使用量约为 90.80 亿米。

表 3：2016 年纸质载带与塑料载带市场规模

	需求量（亿米）	需求量*（万卷）	单价*（元/卷）	市场规模（亿元）
纸质载带	110.34	367.8	173.46	6.38
塑料载带	90.8	908.00	162.10	14.72

资料来源：招商证券

*注：按纸质载带平均 3000 米/卷；塑料载带平均 1000 米/卷；上市公司 2016 年单价估算

胶带作为薄型载带的配套产品，分为上胶带与下胶带。上胶带由 PET 薄膜、热熔胶、表面抗静电层构成，具有充分逸散静电功能，不吸附元件，热封温度范围广，粘结力极佳，封合后剥离力波动范围小且比较稳定；下胶带由薄纸、热熔胶、表面抗静电层构成，具有充分逸散静电功能，不吸附元件，热封温度范围广，粘结力佳。根据测算，2016 年纸质载带消耗量为 110.34 亿米，我们认为胶带的需求约为 220.68 亿米。

表 4：2016 年胶带市场规模

	需求量（亿米）	需求量*（万卷）	单价*（元/卷）	市场规模（亿元）
胶带	220.68	183.90	116.65	2.15

资料来源：招商证券

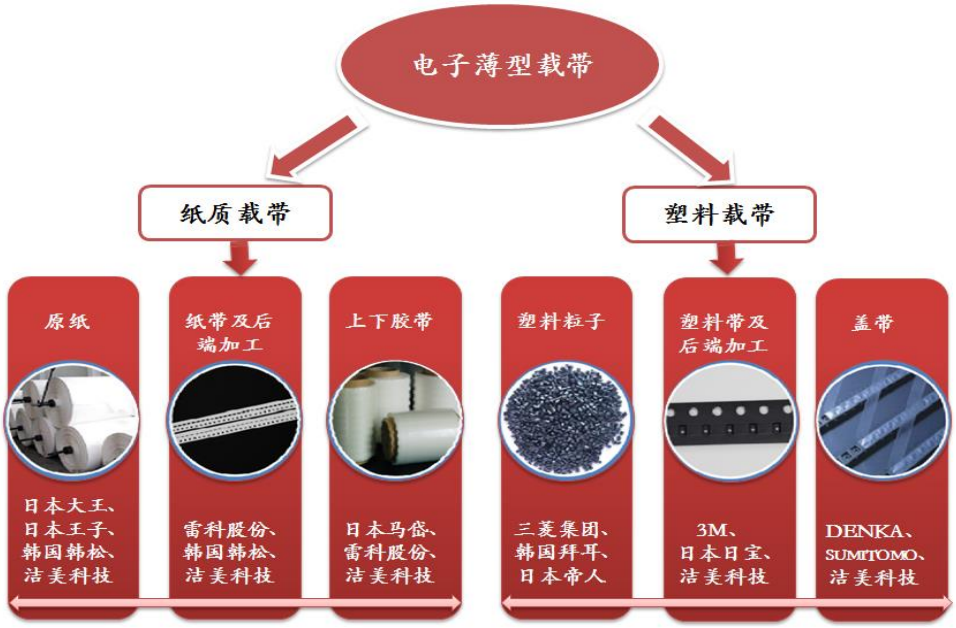
*注：按上下胶带平均 12000 米/卷；上市公司 2016 年单价估算

通过计算，我国 2016 年纸质载带、塑料载带、配套胶带市场规模分别为 6.38 亿元、14.72 亿元、2.15 亿元。我们认为电子元器件作为我国电子信息制造业的主力军，依然享有较高增速，未来几年下游电子厂商均有扩产计划，薄型载带需求量将持续上升。

2.2 薄型载带市场竞争格局

我们认为薄型载带属于利基市场。薄型载带与电子元器件的封装、运输、保存、使用等环节密不可分，下游电子元器件生产商对薄型载带具有严格且复杂的认证流程，对新进入者形成了较大的进入壁垒。目前行业中主要以中、日、韩等国企业为主，占据了大部分市场份额，其中日本生产企业起步较早，韩国企业依靠本土三星的扶持，最近几年发展较快，洁美科技因为研发出了纸质载带原料纸，已经打破了原有的市场格局，竞争力水平逐渐接近并在一些方面超越了日韩企业。

图 11 电子薄型载带企业格局



资料来源：招股说明书、招商证券

原材料是薄型载带行业的核心所在，对原材料的掌控程度直接影响企业的盈利能力。以纸质载带为例，核心在于电子专用原纸的生产工艺。原纸的生产工艺较为复杂，需要掌握多项关键技术和工艺流程，包括纸张表面处理，层间结合力控制、防静电处理、毛屑控制等，可以说掌握电子专用原纸生产工艺即在源头上控制了纸质载带的生产。目前全球范围内电子专用原纸的生产厂家集中在日本大王、韩国韩松、洁美科技等少数企业。

图 12 电子专用原纸生产工艺关键技术

资料来源：招商证券

纸质载带领域主要包括日本大王、韩国韩松、雷科股份与洁美科技，瓜分了纸质载带大部分市场份额，其中上市公司洁美科技后来居上，2016 年出货量占我国市场规模总量的 56%。塑料载带目前基本依赖进口，原材料被三菱垄断，后端加工企业主要包括 3M 以及洁美科技，2016 年上市公司洁美科技因无法生产塑料载带专用粒子，尚未形成规模化生产。

表 5：纸质载带领域主要公司

	原纸	纸带及后端加工	上下胶带	优势	劣势
日本大王	✓	-	-	历史悠久，规模大	生产加工成本昂贵，逐渐被中国企业赶超
韩国韩松	✓	✓	-	覆盖纸质载带前后端加工	规模较小，集中在以三星为主的韩国企业
雷科股份	-	✓	✓	纸质载带后端加工企业，具备一定先发优势	无法生产原材料，较为被动
洁美科技	✓	✓	✓	纸质载带形成产业链闭环	发展较日本企业较晚，研发生产投入较大

资料来源：招商证券

三、洁美科技竞争力分析

3.1 纸质载带龙头

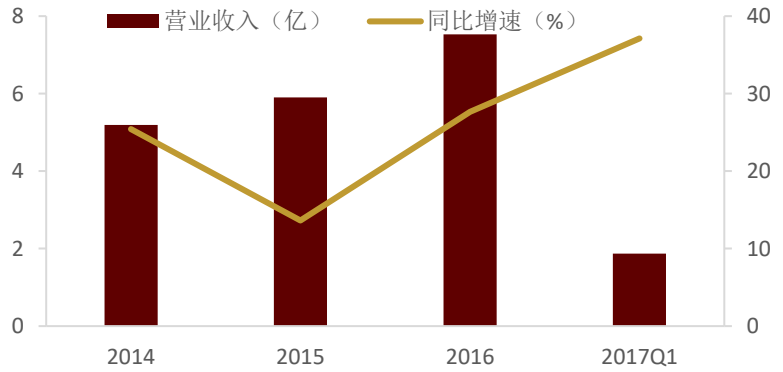
从原材料到深加工，形成完整产业链。公司经过多年积累，熟练掌握电子专用纸原纸制造工序与后端深加工以及上下胶带技术，形成了纸质载带完整产业链。我们认为掌握原纸技术有效降低了公司纸质载带生产成本，提升产品毛利率。由于电子专用纸市场空间有限，研发时间长，生产线无法轻易变更，我们判断国内大型造纸厂并不会切入该细分领域，公司在国内并无竞争对手。

图 13 公司掌握载带原纸制造技术

资料来源：招商证券

性价比优势明显，纸质载带市场份额不断提升。报告期内公司业绩稳步增长，2014 年、2015 年、2016 年、2017 年第一季度营业收入同比增长 25.43%、13.63%、27.66%、37.12%。我们认为公司业绩增长点主要在纸质载带，公司产品性价比优势明显，已逐渐蚕食日本、台湾等企业的市场份额。此外，由于全球半导体制造产业正向中国迁移，我们判断未来公司纸质载带市场份额有望进一步提升。本次年产 6 万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带生产项目将为公司后续业务扩张提供有力保障。

图 14 公司营业收入及增速



资料来源：Wind、招商证券

产品结构不断优化，毛利率有望进一步提升。报告期内公司纸质载带产品结构不断优化，分切纸带（未打孔）销售占比不断减少，而打孔纸带、压孔纸带销售占比不断提升。我们判断未来纸质载带前后端一体化生产将成为行业发展的趋势，公司深加工纸质载带占比将进一步提升。相对于分切纸带，打孔纸带与压孔纸带毛利率更高，我们认为从一季报侧面反映出公司产品结构优化，未来几年公司利润增速将高于收入增速。

表 6：公司纸质载带分产品营收及毛利率

	2014 年			2015 年			2016 年		
	营收（万元）	占比（%）	毛利率（%）	营收（万元）	占比（%）	毛利率（%）	营收（万元）	占比（%）	毛利率（%）

	2014 年			2015 年			2016 年		
打孔纸带	16157.15	41.09	32.62	20567.71	46.95	32.89	27329.27	49.15	36.7
分切纸带	19213.07	48.87	29.46	17608.67	40.19	32.56	20840.29	37.48	33.84
压孔纸带	3947.91	10.04	57.29	5632.51	12.86	58.49	7428.65	13.36	48.95
纸质载带	39318.13	100.00	33.55	43808.89	100.00	36.05	55598.21	100.00	37.26

资料来源：Wind、招商证券

3.2 塑料载带即将起步

自主研发塑料载带专用粒子，有望复制纸质载带成功路径。公司目前已经成功研发利用透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子的技术，相关设备已在定制中，未来公司将利用透明 PC 粒子生产黑色塑料载带，利用目前纸质载带的市场优势地位，进入全球知名电子元器件供应商塑料载带体系。公司已经拥有塑料载带后加工技术，若公司掌握塑料载带原材料生产技术，将再造一个塑料载带完整产业链闭环，后续有望向纸质载带看齐。

借鉴知名企业，直击高端塑料市场。公司以 3M、怡凡得等全球知名塑料载带生产企业为目标，将高端黑色塑料载带作为公司未来发展的战略目标，定位于进口替代高端封装载带产品。我们判断目前公司已经初步具备黑色 PC 粒子的生产力，预计 17 年下半年有望实现生产。

力争成为国内首家规划化塑料载带生产企业。塑料载带市场主要被发达国家的企业占据，国内虽然也有相应的生产企业，如山市公司以及新三板上市的海德龙，但受控于原材料无法自主生产，规模均较小，不具备核心竞争力。公司募投项目年产 15 亿米电子元器件封装塑料载带生产线并配合自主研发的专用塑料粒子有望实现塑料载带规模化生产，成为国内首家具备高端竞争力的塑料载带生产企业。

3.3 转移胶带拥抱百亿市场

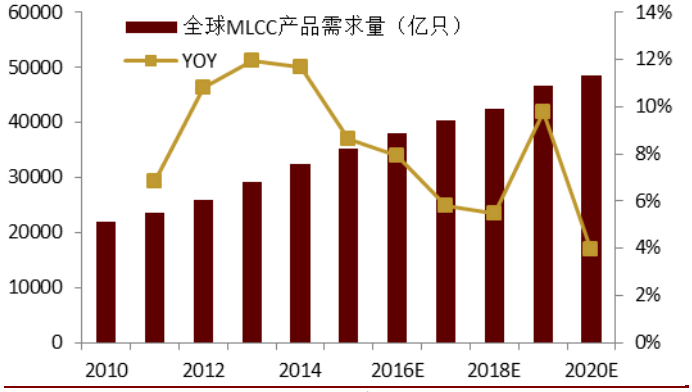
转移胶带是电子元器件制造过程中中间产品转移用材料，可作为 PCB、LED 行业的层压隔离膜及保护膜，胶黏保护膜产品的保护层、模切行业冲型耗材以及作为多层陶瓷电容器（MLCC）及叠层内置天线生产加工过程转移的承载体。

图 15 转移胶带

资料来源：公司官网、招商证券

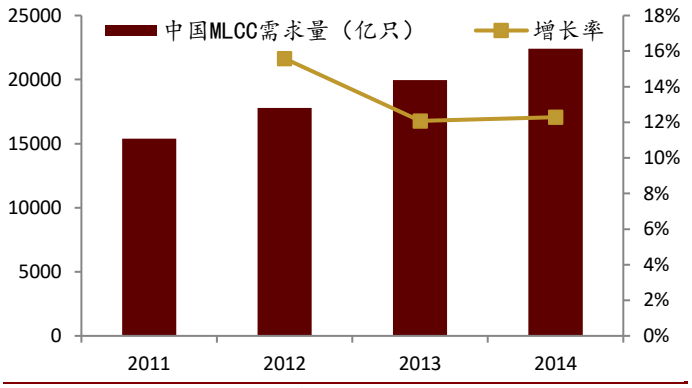
MLCC 需求迅速上升，进口替代需求增强。转移胶带的一个重要应用领域为 MLCC，作为应用最为广泛的基础元器件，MLCC 市场规模不断提升。中国是全球陶瓷电容器生产大国和消费大国，产销量位居全球前列。目前国内电子元器件生产企业所需的转移胶带主要以进口为主，由于进口产品价格相对较高，且交货周期和售后存在短板，国产替代进口具有较大的发展空间。

图 16 全球 MLCC 产品需求走势图



资料来源：Paumanok、CECA、博思数据中心、招商证券

图 17 中国 MLCC 产品需求



资料来源：招股说明书、招商证券

MLCC 转移胶带拥有百亿市场。据统计，我国 2014 年 MLCC 需求量为 22,400 亿只，以一个 MLCC 平均 400 层单层 MLCC 堆叠为基数，生产单层 MLCC 所消耗转移胶带面积为 5 平方毫米，则 2014 年我国 MLCC 行业所需的转移胶带的面积将达到 44.8 亿平方米。假设转移胶带价格为 3 元/平方米，我国 2014 年 MLCC 行业所需转移胶带市场规模为 134.4 亿元。根据 MLCC 行业高速增长趋势判断，我们判断 2017 年 MLCC 行业转移胶带市场规模有望达到 200 亿。

下游客户具备传导性，切入转移胶带领域具备天然优势。全球主要 MLCC 生产企业包括韩国三星、国巨电子、顺络电子、日本村田等长期与公司保持良好合作关系，公司一直为这些企业提供薄型载带一站式服务，为公司转移胶带推出提供客户基础。我们认为公司切入转移胶带具备天然优势，有望形成集约化效应。

年产 2 亿平方米电子元器件转移胶带项目即将启动，公司打破成长天花板。公司转移胶带生产项目第一期的三条产线将于 2017 年下半年到位，预计下半年会实现销售收入。公司由电子元器件薄型载带的利基市场切入转移胶带百亿市场，成长空间已经打开，作为国内唯一具备竞争力的企业，我们认为从稀缺性及成长性看公司都具备极大潜力。

3.4 公司业务分拆

表 7：公司业务分拆

纸质载带（一期，达产后形成年产 2 万吨纸质载带的能力）				
	2016	**2017**	**2018**	**2019**
募投项目达产率（%）①	—	60%	100%	100%
产能（亿米）②	93.11	118.93	135.73	162.88
产能（万卷）③	320	433.392	466.32	559.584
产品价格（元/卷）④	173.46	173.46	173.46	173.46
营业收入（万元）	55598.21	75176.18	80887.87	97065.44
毛利率（%）	37.26	38.26	39.26	40.26
转移胶带（一期，达产后形成年产 12,000 万平方米转移胶带生产能力）				
项目	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
募投项目达产率（%）	—	33%	100%	100%
产能（万平方米）⑤	0	4000	12000	12000
产品价格（元/平方米）⑥	—	1.83	1.83	1.83
营业收入（万元）	—	7320	21960	21960
毛利率（%）		30%	40%	40%
塑料载带（达产后形成 15 亿米塑料载带的能力）				
项目	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
募投项目达产率（%）	—	—	30 条生产线负荷 40%	40 条生产线负荷 75%
产能（亿米）	2	4	7.375	13.84
产能（万卷）⑦	20	40	73.75	138.4
产品价格（元/卷）⑧	162.1	162.1	162.1	162.1
营业收入（万元）	3212.2	6484	11954.875	22434.64
毛利率（%）	24.59	30	35	40
胶带				
项目	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
募投项目达产率（%）	—	—	—	—
产能（万卷）⑨	140	168	201.6	241.92
产品价格（元/卷）	116.65	116.65	116.65	116.65
营业收入（万元）	16331	19597.2	23516.64	28219.968
毛利率（%）	48.06	48.06	48.06	48.06

资料来源：招股说明书、招商证券

假设：

①纸质载带的生产技术每年提升，假设在原有生产设备不变的情况下每年产量提升 20%。

②2 万吨纸质载带约合 20 亿米纸质载带。

③每亿米纸质载带约能生产 3.43 万卷纸质载带产品，假设新增的纸质载带兑换比率保持不变。

④假设纸质载带后续三年的单位价格与 16 年相同并保持不变。

⑤公司转移胶带 2017 年已有一条生产线投入生产，二条生产线已组装完成，下半年可投产，预计产能增加 4000 万平方米。

⑥假设转移胶带在 2017-2019 年的价格相同，均为 1.83 元/平方米。

⑦假设每亿米塑料载带对应 10 万卷塑料载带。

⑧假设塑料载带价格在 2016-2019 年保持不变。

⑨假设胶带的产能增长与纸质载带技术提升导致的产能提升相同，自 2016 年起，每年增长 20%。假设胶带价格在 2016-2019 年保持不变。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	379	479	611	772	963
现金	84	78	72	90	130
交易性投资	2	0	0	0	0
应收票据	4	5	8	10	12
应收款项	192	260	348	444	545
其它应收款	5	4	6	8	10
存货	90	112	150	186	225
其他	2	19	27	34	42
非流动资产	478	664	808	943	1067
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	256	419	570	710	840
无形资产	59	63	56	51	46
其他	164	182	182	182	182
资产总计	**857**	**1143**	**1420**	**1715**	**2030**
流动负债	307	420	525	616	674
短期借款	202	188	205	226	208
应付账款	58	105	150	187	225
预收账款	0	0	0	1	1
其他	47	126	169	203	240
长期负债	113	172	172	172	172
长期借款	90	150	150	150	150
其他	23	22	22	22	22
负债合计	**421**	**591**	**697**	**788**	**846**
股本	79	79	102	102	102
资本公积金	183	183	183	183	183
留存收益	174	289	438	641	899
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	437	551	723	927	1185
负债及权益合计	**857**	**1143**	**1420**	**1715**	**2030**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	111	82	205	266	348
净利润	89	138	188	260	336
折旧摊销	22	27	38	49	59
财务费用	14	10	20	21	21
投资收益	(3)	1	2	2	2
营运资金变动	(8)	(94)	(59)	(82)	(86)
其它	(2)	(0)	15	15	16
投资活动现金流	(109)	(179)	(191)	(191)	(191)
资本支出	(119)	(178)	(189)	(189)	(189)
其他投资	10	(1)	(2)	(2)	(2)
筹资活动现金流	(52)	102	(20)	(57)	(117)
借款变动	(4)	144	17	20	(18)
普通股增加	0	0	23	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(40)	(40)	(40)	(56)	(78)
其他	(8)	(2)	(20)	(21)	(21)
现金净增加额	(50)	6	(6)	18	40

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	590	753	1086	1383	1697
营业成本	369	463	663	823	993
营业税金及附加	2	3	4	6	7
营业费用	32	34	49	63	77
管理费用	77	91	131	167	205
财务费用	13	0	20	21	21
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
投资收益	3	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	99	157	216	302	392
营业外收入	6	9	9	9	9
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	104	164	224	309	400
所得税	15	26	36	49	64
净利润	89	138	188	260	336
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	89	138	188	260	336
EPS（元）	1.13	1.75	1.85	2.55	3.30

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	14%	28%	44%	27%	23%
营业利润	63%	58%	38%	39%	30%
净利润	61%	55%	36%	38%	29%
获利能力					
毛利率	37.4%	38.6%	39.0%	40.5%	41.5%
净利率	15.1%	18.3%	17.3%	18.8%	19.8%
ROE	20.5%	25.1%	26.0%	28.1%	28.4%
ROIC	13.2%	14.8%	18.4%	20.9%	22.5%
偿债能力					
资产负债率	49.1%	51.8%	49.1%	46.0%	41.6%
净负债比率	34.0%	29.6%	25.0%	21.9%	17.6%
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	4.2	4.6	5.1	4.9	4.8
应收帐款周转率	3.2	3.3	3.6	3.5	3.4
应付帐款周转率	7.1	5.7	5.2	4.9	4.8
每股资料（元）					
每股收益	1.13	1.75	1.85	2.55	3.30
每股经营现金	1.41	1.04	2.01	2.61	3.41
每股净资产	5.53	6.98	7.09	9.09	11.62
每股股利	0.50	0.50	0.55	0.76	0.99
估值比率					
PE	69.0	44.6	42.3	30.6	23.7
PB	14.1	11.2	11.0	8.6	6.7
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名。

周翔宇，工学硕士。2016 年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。