

公司研究/首次覆盖

2017年05月17日

电子元器件/集成电路 II

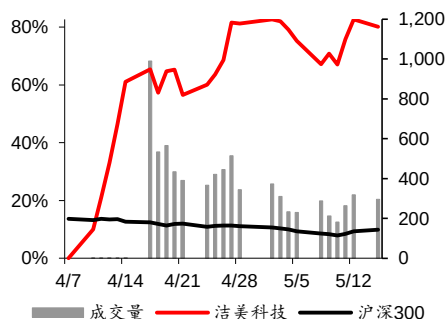
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 78.65
合理价格区间(元): 95.7~104.4

张騄 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

李和瑞 执业证书编号: S0570516110002
研究员 021-38476079
liherui@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

纸质载带龙头，新业务新亮点

洁美科技(002859)

纸质载带龙头，上市公司标的稀缺性，具有较高的价格优势

公司的主营业务为电子元器件薄型载带的研发、生产、销售和服务，国内无主营业务与其相同的上市公司，具备标的稀缺性，是国内电子元器件薄型载带领域的隐性龙头，2016年公司纸质载带的国内市场占有率高达54.02%，全球份额达30%。由于区位和成本优势，公司的产品具备较高的价格优势。下游客户主要为：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。

全产业链纵深发展，研发实力强，打破垄断，构建护城河

公司具备从原材料端（原纸）到成品端（纸质载带、塑料载带、胶带）的全产业链，生产的原材料用于内部供应，打通了核心原材料供给与后端精密加工环节，保证了特定产品的品质，达到控制成本的目的，同时供货更为稳定，而上述竞争对手均处于产业链中部分环节。公司历年来注重研发，研发投入逐年提升，2016年研发费用0.32亿元，同比增长10.34%。公司拥有包括载带原纸制造、纸质载带打孔、纸质载带压孔等在内的多项核心技术，成为其核心竞争力。

共享客户，塑料载带、转移胶带打开百亿市场空间

目前公司采购的相关原材料主要由美国普立万（Polyone）公司生产，采购单价较高，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。由于MLCC仅为转移胶带的其中一个重要应用领域，考虑到片式多层电感、天线等其他叠层元器件对转移胶带的需求，转移胶带市场还有较大的拓展空间，预测市场规模将达到百亿级别，相比于十亿级别的载带市场规模扩充了10倍。转移胶带产品的客户与现有客户之间具有较高的重合度，公司可以充分利用现有的客户资源进入转移胶带市场，抢夺市场占有率。

龙头、稀缺性，塑料载带、转移胶带带来原来10倍市场空间

我们看好公司在原有纸质载带方面的龙头地位及上下游一体化的业务模式，同时看好相当于原来业务10倍领域的塑料载带、转移胶带方面的拓展。参考同行业及次新股公司17年53.19X的平均PE估值水平，考虑到公司是次新股、稀缺性及龙头地位，我们认为公司17年的估值范围为55X-60X，对应目标价95.7~104.4元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业经营环境变化的风险；主要原材料价格波动风险；经营业绩波动风险；新领域拓展低于预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	102.28
流通A股(百万股)	23.28
52周内股价区间(元)	42.94-78.48
总市值(百万元)	7,914
总资产(百万元)	1,896
每股净资产(元)	11.86

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	590.16	753.37	1,096	1,478	1,899
+/-%	13.63	27.66	45.51	34.82	28.46
归属母公司净利润(百万元)	89.30	138.12	183.54	273.96	360.25
+/-%	60.70	54.67	32.89	49.27	31.50
EPS(元, 最新摊薄)	0.85	1.31	1.74	2.60	3.42
PE(倍)	91.28	59.02	44.41	29.75	22.63

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

薄型载带领军企业，保持盈利高水平增长	4
公司以纸质载带为主，营收及净利润持续增长	5
公司毛利率稳中有升	5
公司客户资源深厚，多为业内领军企业	6
公司上市募集资金建设转移胶带和塑料载带项目	7
纸质载带保持稳定，全产业链布局占据优势	8
薄型载带受益于 SMT 的产生而得到发展	8
电子产品向轻薄化发展	8
片式元器件及表面贴装技术的兴起	9
载带系统承担电子封装的基本功能	9
纸质载带与塑料载带各具优势，应用场景不同	10
公司掌握上游原料制备核心技术，全产业链纵深发展	11
公司研发实力强，掌握载带原纸制造技术，打破垄断，构建护城河	11
载带生产以中日韩厂商为主，公司是少有的具备完整产业链的厂商	12
高附加值纸质载带细分产品比重提升是未来公司发展方向	13
共享客户，塑料载带、转移胶带打开百亿市场空间	15
秉承纸质载带发展概念，未来重点布局高端黑色塑料载带	15
原材料自产是提升塑料载带收益空间的突破点	15
公司已成功研发黑色 PC 粒子技术，量产在即	16
转移胶带市场空间广阔，公司可利用现有客户快速开拓市场	16
盈利预测与投资建议	17
盈利预测	17
可比公司估值	17
风险提示	18
PE/PB – Bands	18

图表目录

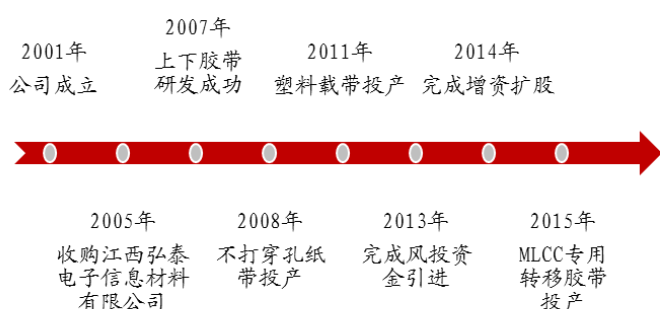
图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司主要产品.....	4
图表 5: 公司分产品营收构成 (2016 年报)	5
图表 6: 2013-2016 年公司分产品营收增速.....	5
图表 10: 公司上市募集资金投向	7
图表 12: 电子产品的发展阶段.....	8
图表 13: SMT 与原先通孔插装元器件对比	9
图表 14: 薄型载带示意图	10
图表 15: 薄型载带应用领域	10
图表 18: 公司主要核心技术	11
图表 19: 纸质载带原纸关键技术解决方案.....	12
图表 21: 公司主要竞争对手情况	13
图表 22: 公司高附加值纸质载带产品营收占比提升	14
图表 23: 压孔纸带毛利率远高于分切、打孔纸带.....	14
图表 26: 公司塑料载带直接材料成本及占比 (成本单位: 元)	16
图表 27: 公司塑料载带销售收入构成.....	16
图表 28: 主营业务收入预测情况	17
图表 29: 可比公司盈利预测与估值	18
图表 30: 洁美科技历史 PE-Bands	18
图表 31: 洁美科技历史 PB-Bands	18

薄型载带领军企业，保持盈利高水平增长

洁美科技成立于 2001 年，是一家专业为集成电路、片式电子元器件企业配套生产电子薄型载带和上下胶带产品的高科技企业。公司主营业务为电子元器件薄型载带的研发、生产和销售，产品主要包括纸质载带、胶带、塑料载带等。其中，纸质载带产品包括分切纸带、打孔纸带和压孔纸带（不打穿孔纸带）等，胶带产品包括上胶带、下胶带等，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。

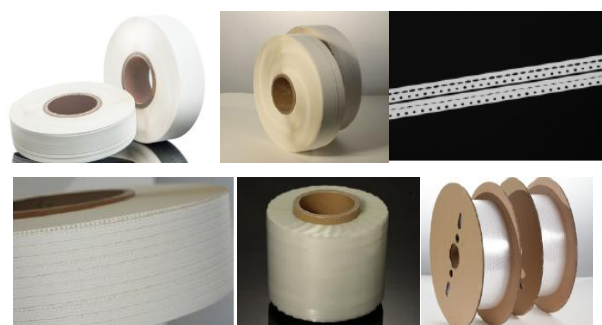
公司目前是国内专业为集成电路、片式电子元器件企业配套生产薄型载带系列产品的供应商，并且致力于为客户产品在生产和使用过程中所需耗材提供一站式解决方案。

图表1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

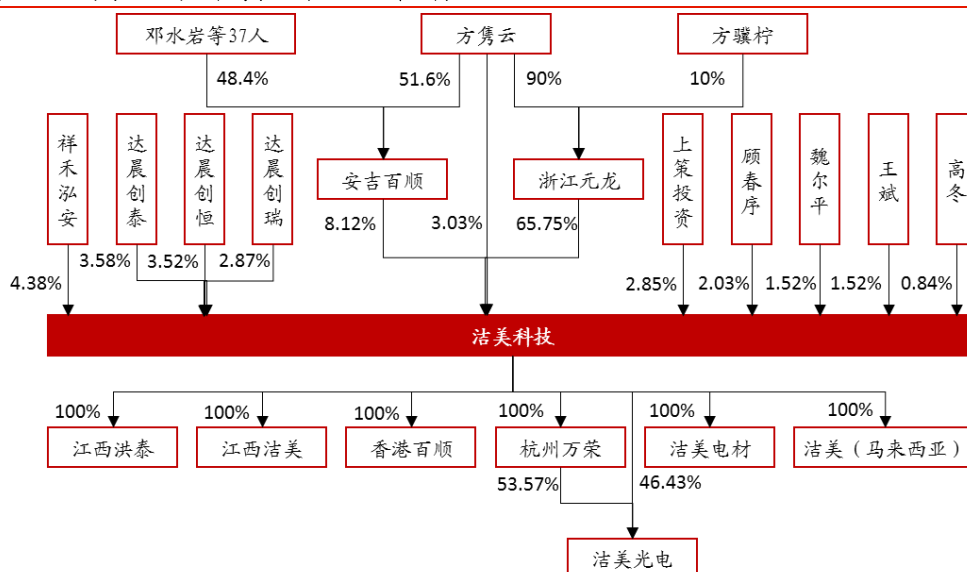
图表2：公司主要产品



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司的实际控制人是方隽云先生。截至公司上市初，方隽云直接持有公司 3.03%的股份，并通过持有浙江元龙 90%的股权间接控制公司 65.75%的股份、通过持有安吉百顺 51.60%的出资和担任执行事务合伙人间接控制公司 8.12%的股份，合计控制公司 76.90%的股份。

图表3：主要持股结构及下属子公司（2017 年 3 月）

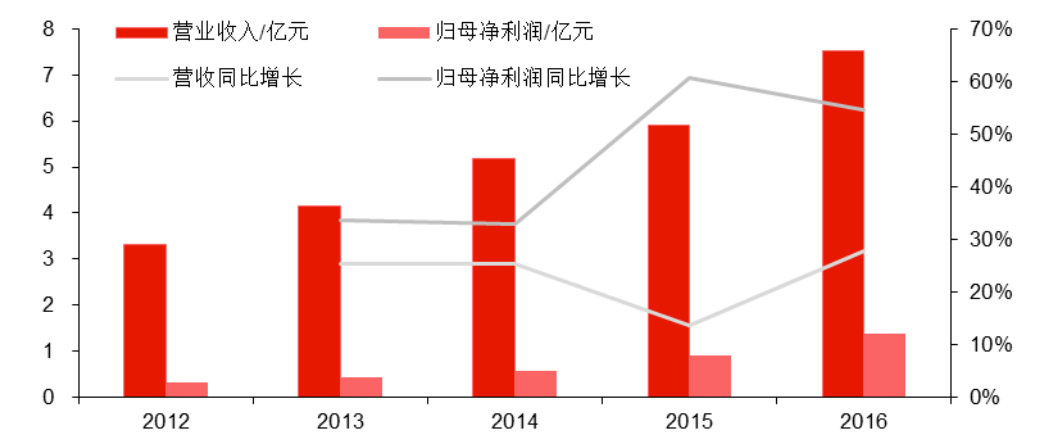


资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司以纸质载带为主，营收及净利润持续增长

2012 至 2016 年间，公司营收保持逐年增长，增长率除 2015 年下滑较大之外，均保持平稳。公司 2016 年总体营收 7.53 亿，同比增长 27.66%。2012 至 2016 年公司归母净利润提升较大，2015 和 2016 两年同比增长率均超过 50%，2016 年公司归母净利润 1.38 亿，同比增长 54.67%，表明公司营收稳定，盈利能力逐年提升。

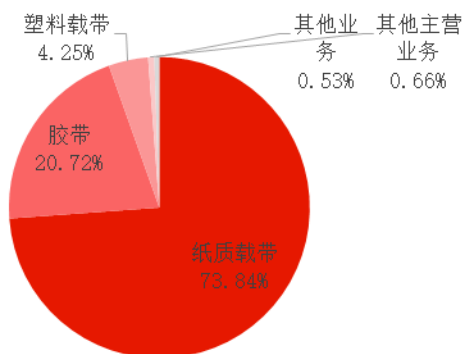
图表4： 2012-2016 年公司营收、净利润及其增长率



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

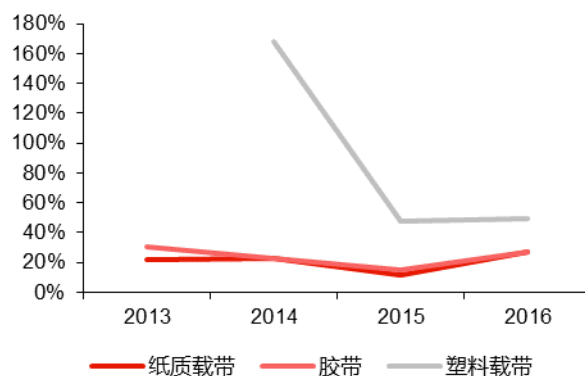
从营收结构来看，公司营收主要由纸质载带和胶带贡献，2016 年两者合计占公司总营收的 94.56%，但塑料载带增速相比其他两者有明显的优势，2016 年纸质载带、胶带、塑料载带营收增速分别为 27.66%、26.77%和 49.68%。

图表5： 公司分产品营收构成（2016 年报）



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

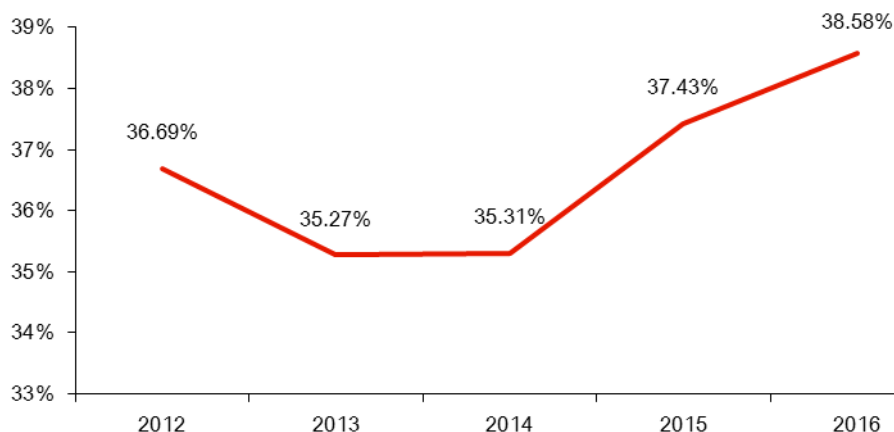
图表6： 2013-2016 年公司分产品营收增速



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司毛利率稳中有升

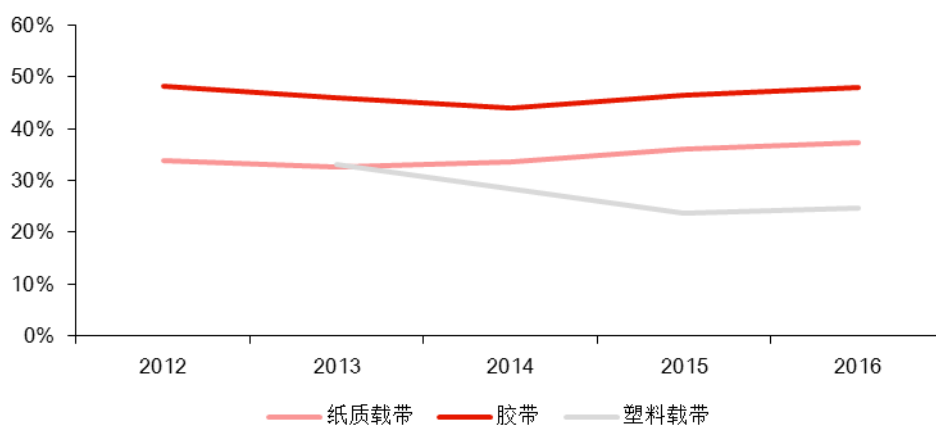
2012 至 2016 年间公司总体毛利率水平稳中有升，自 2013 年起逐年上升，2016 年提升到最高水平 38.58%，公司毛利率受纸质载带、胶带和塑料载带的毛利率水平影响。由于纸质载带业务毛利占比最大，因此对总体毛利率影响也最大。

图表7： 2012-2016 年公司总体毛利率水平稳中有升

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

分产品来看，公司胶带业务毛利率明显高于纸质载带和塑料载带业务，且保持稳定在 46% 左右，2016 年胶带毛利率为 48.06%，同比提升 1.54 个百分点，主要是由于胶带直接材料 PET 薄膜、聚乙烯、未涂布薄纸、塑料粒子等主要原材料采购成本下降导致成本降低所致。同样地，纸质载带毛利率在 2016 年取得小幅提升也是由于原材料成本下降所致。

而塑料载带毛利率呈现下降趋势主要是由于公司为扩大新产品市占率而采取降价措施，从而使得毛利率在 2013-2015 年间有所下降。

图表8： 2012-2016 年公司分产品毛利率情况

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司客户资源深厚，多为业内领军企业

目前公司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，其中韩国三星授予公司“优秀供应商”，日本村田授予公司“优秀合作伙伴”。此外，公司的各类主要产品（如纸质载带、上下胶带等）获得了下游多家客户的产品承认书并进入其供应商体系。

图表9： 公司主要客户



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司下游的电子元器件生产厂商多为行业中的领军企业。其中，国巨电子为全球领先的被动组件服务供货商，现今为全球第一大芯片电阻制造商、全球第三大积层陶瓷电容供货商，在磁性材料领域则名列全球第四；日本村田为全球最大的高端电子元件供应商；韩国三星是韩国第一大企业，不仅是终端消费产品的知名品牌，由于其垂直一体化战略的实施，其电子元件出货量也占据相当大的份额。

技术与产品代表了这一行业的发展方向，其对于电子元件配套使用的薄型载带质量标准有着严苛的要求，能够进入这些客户的供应商体系也从一个侧面反映出公司的技术实力和质量标准都达到了一个较高的水平。

公司上市募集资金建设转移胶带和塑料载带项目

2017 年 4 月公司在 A 股上市，首发价格 29.82 元，发行数量 2382 万股，募集资金 6.36 亿元，扣除发行费用后用于电子元件转移胶带生产向建设、封装塑料载带生产线技术改造等项目。

图表10： 公司上市募集资金投向

项目名称	总投资（万元）	募集资金投资（万元）	项目进度
年产 2 亿平方米电子元件转移胶带生产线建设项目	30,000	15,500	截至上市，累计投入 1.45 亿元；一期项目第一条生产线安装完毕，二、三条正在安装
年产 15 亿米电子元件封装塑料载带生产线技术改造项目	10,700	10,700	截至上市，累计投入 2,080.99 万元；正在建设中，陆续购入生产设备
年产 6 万吨片式电子元件封装薄型纸质载带生产项目	35,400	12,900	截至上市，累计投入 1.33 亿元；土建工程正在进行中，一期项目生产线正在安装
电子元件封装材料技术研发中心项目	2,500	2,500	截至上市，累计投入 65.36 万元；正在建设中，陆续购入生产设备
补充营运资金项目		10,000	
偿还银行借款		12,000	
合计		63,600	

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

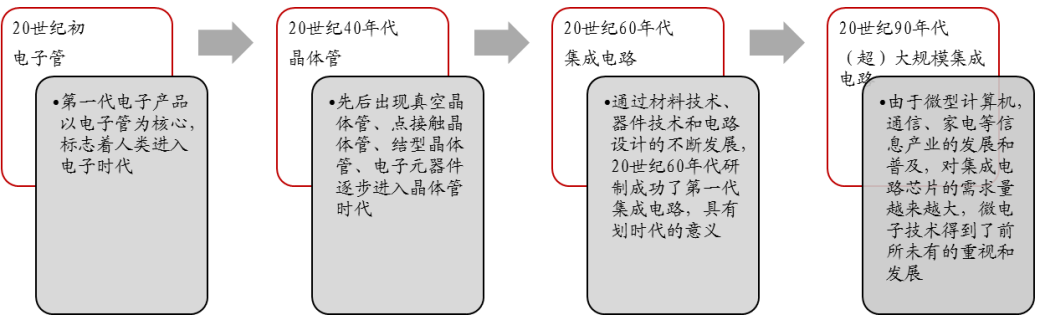
纸质载带保持稳定，全产业链布局占据优势

薄型载带受益于 SMT 的产生而得到发展

电子产品向轻薄化发展

电子元器件是信息技术的重要支撑，是电子装备、电子信息系统必不可少的重要部件。自发明以来，电子产品经历了从电子管、晶体管、集成电路到（超）大规模集成电路的四代发展。

图表11： 电子产品发展历史



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

随着现代信息产业的普及、科学技术的发展和电子工艺水平的不断提高，以及电子产品体积的微型化、性能和可靠性的进一步提升，电子元器件由大、重、厚向小、轻、薄发展。

图表12： 电子产品的发展阶段

项目	经典电子元器件	小型化电子元器件	微电子器件
图例			
核心有源器件	电子管	半导体分立器件	高频高速处理集成电路
整机装联工艺	以薄铁为支撑，通过管座和支架利用引线和导线将元器件连接，采用手工钎焊装联。	以插装方式将元器件安装在有通孔的印制电路板上，印制电路板既作为支撑又作为导体连接各种元器件。采用手工和自动插装机及波峰焊为主。	以 SMT 表面和芯片尺寸贴装 CSP 等方式将元器件安装在相应的印制电路板（表面贴装和高密度互连印制电路板上）。采用全自动贴装或智能化混合安装及再流焊、双波峰焊设备等装联设备。
技术生产特点	高电压、大体积、门类和品种少、长引线或管座、结构简单，生产规模小，年生产规模多以万计。以工夹具和简单机械设方式生产。	小型化、低电压、高可靠、高稳定、门类和品种大幅度增多、出现功能性和组合元器件，年生产规模多以亿计。单机和连动生产线，产品和零部件专业化生产。	微小型化、适于表面安装。高频特性好、宽带、一致性、高可靠、高稳定、高精度、低功耗、多功能、组件化、智能化、模块化。年生产规模多以十、百亿计。自动生产设备和生产线。对生产环境有不同净化要求。

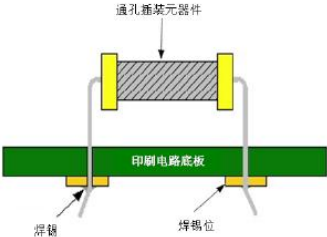
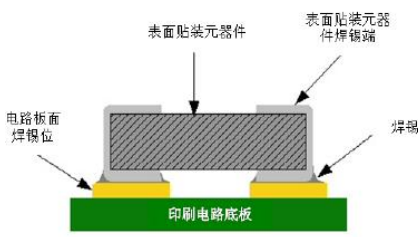
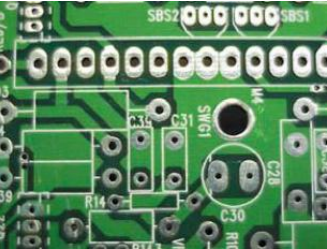
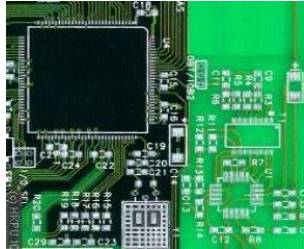
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

片式元器件及表面贴装技术的兴起

随着电子产品向着小型化、薄型化的发展，表面贴装技术（SMT）应运而生，由于片式元器件外型的标准化、系列化和焊接条件的一致性，以及先进的高速贴片机的不断诞生，使得表面贴装的自动化程度不断提升，生产效率大大提高。

目前绝大多数印刷电路板（PCB）或多或少地采用了这项低成本、高生产率、缩小 PCB 板体积的生产技术，并且促进了片式元器件的发展，原先的插孔式元器件被片式元器件取代已成大趋势。

图表13： SMT 与原先通孔插装元器件对比

项目	通孔插装元器件	表面贴装元器件
元器件焊锡方式图示		
对应印刷电路板图示		
对比	传统的通孔插装电路板所用之电子元器件的焊脚大多为针形的，电子元器件放置于印刷电路板的表面，而焊脚则在印刷电路板的底部与焊盘进行焊接。因此，印刷电路板上放置电子元器件的位置需要钻孔，其钻孔位大多为圆形或者鹅蛋形。	表面贴装技术所用的电子元器件，其不使用针脚形的焊脚，而是采用锡点位。电子元器件放置在印刷电路板表面，其焊脚的焊盘也放置于同一侧。因此，印刷电路板上放置电子元器件的位置不需要钻孔，其焊脚的焊盘设计多为长方形、正方形或圆点形等。

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

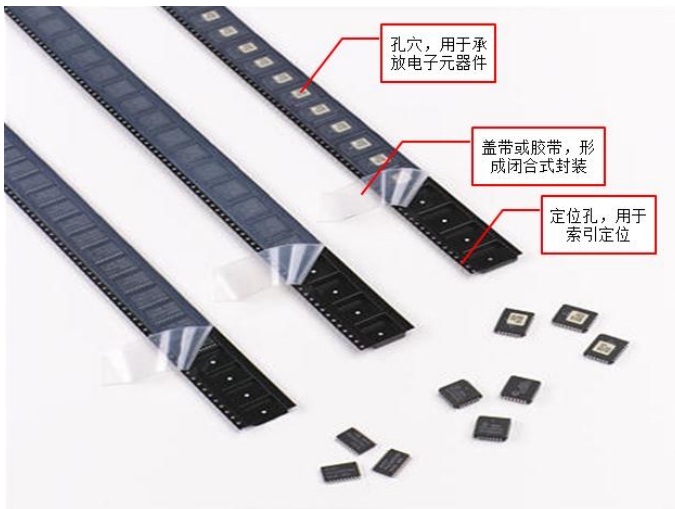
片式元器件是无引线或短引线的新型微小元器件，它适合于在没有穿通孔的印制板上安装，是表面贴装技术（SMT）的专用元器件。与普通元器件相比，片式元器件可以直接安装在印刷版上，所有焊点均在一个平面上。一般来说，片式元器件具有尺寸小、重量轻、可靠性高、高频特性好、易于实现自动化等优势。

载带系统承担电子封装的基本功能

薄型载带是指一种应用于电子封装领域的带状产品，它具有特定的厚度，在其长度方向上等距分布着用于承放电子元器件的孔穴(亦称口袋)和用于进行索引定位的定位孔。

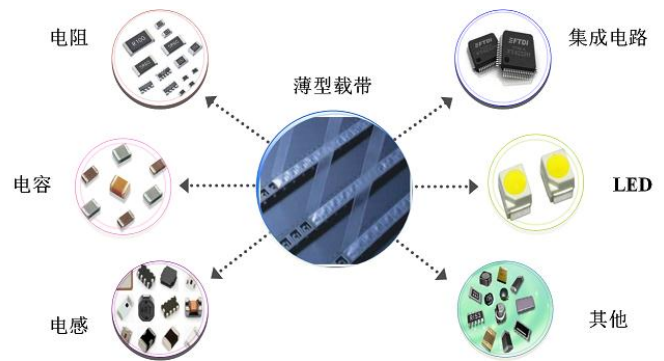
薄型载带随着 SMT 的产生而发展起来，主要应用于电子元器件贴装工业，其配合胶带或盖带使用，将电阻、电容、晶体管、二极管等一系列电子元器件承载收纳在薄型载带的口袋中，并通过薄型载带的配合胶带或盖带形成闭合式的包装，用于保护电子元器件在运输途中不受污染和损坏。电子元器件在贴装时，胶带或盖带被剥离，自动贴装设备通过薄型载带索引孔的精确定位，将口袋中盛放的元器件依次取出，并贴放安装在印刷电路板上，以实现片式电子元器件封装环节全自动、高效率、高可靠性、低成本安装。

图表14： 薄型载带示意图



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表15： 薄型载带应用领域



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

薄型载带主要用于下游电子元器件的表面贴装，可广泛应用于 IC、电阻、电感、电容、连接器、保险丝、开关、继电器、接插件、振荡器、二三极管等电子元器件。随着下游电子元器件种类、体积、性能的不断升级优化，其配套使用的薄型载带系统也在得到不断的发展和革新。

薄型载带作为电子元器件表面贴装技术的重要承载体和耗用件，处于电子信息产业链的最底层，是整个产业链的出发点和基础层。一方面，其实现了电子封装的基本功能，对电子元器件进行有序排列便于其在表面贴装机上进行高速自动化封装；另一方面也承担了其他众多附属功能，如防静电、防腐蚀、个性化封装、承载输送等，因此薄型载带在整个表面贴装工艺中起到了重要的基础作用，其产品质量直接决定了电子元器件的封装性能。

图表16： 薄型载带是电子产业链的基础层



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

纸质载带与塑料载带各具优势，应用场景不同

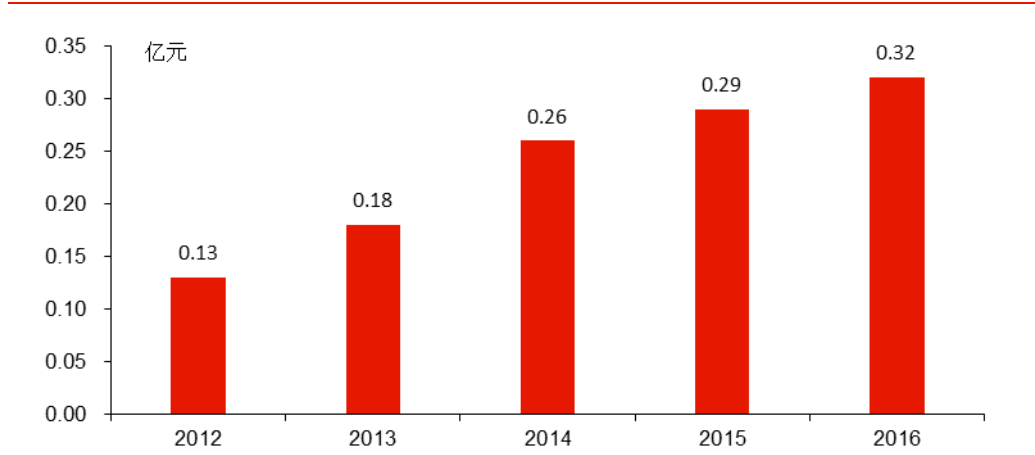
电子元器件薄型载带，按其所用原材料不同，主要分为纸质载带和塑料载带。纸质载带具备价格低廉、回收处理方便等特点，会被电子元器件厂商优先采用，主要用于厚度不超过 1mm 的电子元器件的封装；当电子元器件的厚度超过 1mm 时，受到纸质载带弯曲条件、厚度限制等因素，一般采用塑料载带进行封装。

公司掌握上游原料制备核心技术，全产业链纵深发展

公司研发实力强，掌握载带原纸制造技术，打破垄断，构建护城河

公司历年来注重研发,研发投入逐年提升,2016 年研发费用 0.32 亿元,同比增长 10.34%。公司拥有包括载带原纸制造、纸质载带打孔、纸质载带压孔等在内的多项核心技术,成为其的核心竞争力。

图表17: 公司研发投入逐年增长



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表18: 公司主要核心技术

核心技术名称	技术来源	技术所处阶段
载带原纸制造技术	自主研发	批量生产
纸质载带打孔技术	自主研发	批量生产
纸质载带压孔技术	自主研发	批量生产
纸质载带载物孔深度测量技术	自主研发	批量生产
胶带制成技术	自主研发	批量生产
塑料载带一体成型技术	自主研发	批量生产
塑料载带多层共挤技术	自主研发	批量生产

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

其中,载带原纸制造技术被用于纸质载带基材的制造,可满足各类尺寸纸质载带的使用性能要求。此前国内生产的电子元器件薄型载带原纸主要依赖于国外进口,对国内生产企业造成较大压力。

公司自 2007 年起历时近 3 年多的研发、小批量试制,打破了日本大王制纸株式会社、日本王子制纸株式会社等企业的技术封锁,成为国内具备电子专用纸生产能力的企业,并成功进入韩国三星、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、厚声电子等全球知名电子元器件生产企业纸质载带供应商体系,大幅降低电子元器件企业的封装成本,改变了高端纸质载带受制于境外企业的格局。

纸质载带原纸制备由打浆、调浆、抄造等步骤组成,其关键技术包括厚度波动控制、水分控制、粘性匹配控制、层间结合力控制和超级压光技术,公司对以上技术已经实现全部掌握。

图表19： 纸质载带原纸关键技术解决方案

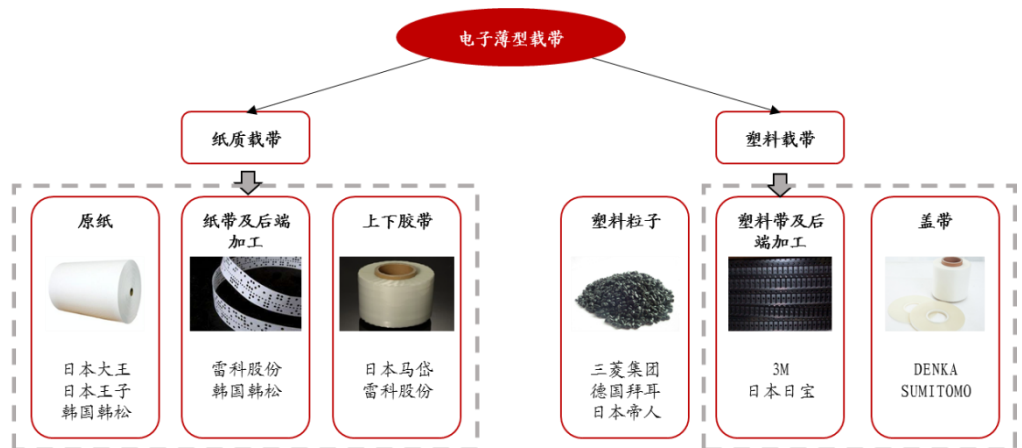
关键技术	内容	公司解决方案
厚度波动控制技术	将原纸的厚度需要保持在一个合理的波动区间里	使用浓度调节仪稳定纸浆浓度，使用多网多层挂浆，每个网单独使用一台低脉冲冲浆泵供浆，采用较低的上浆浓度，控制浆速大于网速，控制纸张紧密度，并使用两道压光
水分控制技术	水分波动范围一般要控制在 $\pm 1\%$ 以内	使用多压榨、多烘缸纸机抄造，烘缸分组分段控制温度，使用 QCS 定量水分控制系统
粘结匹配性控制技术	热熔胶带与原纸表面在高温下贴合具有特定的粘结强度，表面涂布粘性调节剂使载带表面热封上下胶带时粘结牢固，在按一定角度揭起上胶带时保持剥离力在控制范围之内	使用机内表面施胶或涂布技术，使用自研制表面处理剂
层间结合力控制技术	原纸应具有较高的层间结合强度，使其反复缠绕十几次不会出现层间剥离现象	在纸板层间喷淋复合粘合剂，使得原纸的层间结合力得到较大的提升
超级压光技术	增强原纸表面的平整度和厚度均匀性，使得原纸平滑度能够符合 SMT 编带中与胶带的粘合剥离强度要求	通过多个压光辊轮对原纸进行多次反复压制

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

载带生产以中日韩厂商为主，公司是少有的具备完整产业链的厂商

行业整体竞争格局较为分散，全产业链产品种类齐全的厂商具备竞争优势

电子元器件薄型载带行业目前主要以中、日、韩等国企业为主，占据了大部分的市场份额，其中日本生产企业的起步较早技术相对较为领先，韩国生产企业在最近几年时间内发展较快、海外销售持续增长，中国大陆及台湾地区也陆续涌现出优秀的生产企业，其竞争力水平逐步接近并在一些方面超越了日韩企业。

图表20： 电子元器件薄型载带主要企业

（虚线范围为洁美科技现有产品系列）

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

从产业链的横向角度来看，目前电子元器件封装行业的生产企业多数产品种类较为单一，往往只关注于某些特定的产品领域，或提供纸带、或提供胶带、或提供塑料载带，而较少有企业构建整个产业链条的完整产品线，行业的竞争格局主要体现在不同的细分领域。

从产业链的纵向角度来看，行业内多数企业只生产同一层次下的一类或几类产品，或生产原纸、或生产载带、或生产胶带，而较少有企业对上下游进行延伸，形成产业链的纵向一体化，因而处于同一层次产品的企业间竞争较为激烈，而在产业链上有所延伸的企业得益

于有效成本控制和产品附加增值，在行业中具有较强的核心竞争能力。

公司竞争优势在于其产品的多样性和全产业链布局

目前公司在电子元器件薄型载带行业中的竞争对手主要为一些国外知名的企业，包括日本大王制纸株式会社、日本王子制纸株式会社、雷科股份有限公司、3M 等。

图表21： 公司主要竞争对手情况

名称	简介	涉及载带产品
日本大王制纸株式会社	日本规模最大的纸业生产商之一，为日本三大综合制纸公司之一，创立于 1943 年，至今已有 70 余年历史。该公司纸类产品丰富，包括新闻用纸、出版用纸、印刷用纸、情报用纸、包装用纸、原纸纸板、机能材、家庭用品等。大王制纸株式会社资本金 397 亿日元，2015 财年营业收入 4,741 亿日元。	原纸
日本王子制纸株式会社	一家有着百年历史的日本纸业生产商，具有完整产业链的综合造纸集团，产品主要有新闻用纸、出版印刷用纸、白板纸、包装用纸、信息用纸、瓦楞纸板等。王子制纸株式会社创业于 1873 年，为日本三大综合制纸公司之一，目前资本金 1,038.8 亿日元。	原纸
雷科股份有限公司	成立于 1988 年，为台湾上市公司，资本金为 8.39 亿新台币，经营范围包括 SMD 电子材料、SMT 相关设备、雷射设备、Laser Scriber、LED Tapping machine、IS 资讯服务、PLC 数位化家庭娱乐产品、LED 照明产品等。	纸带及后端加工
3M	创建于 1902 年，是世界著名的产品多元化跨国企业，涉及领域包括：工业、化工、电子、电气、通信、交通、汽车、航空、医疗、安全、建筑、文教办公、商业及家庭消费品等。	塑料带及后端加工

资料来源：智研数据中心，华泰证券研究所

相比较而言，洁美科技的优势在于：

其一，公司的主营业务为电子元器件薄型载带的研发、生产、销售和服务，国内无主营业务与其相同的上市公司，具备标的稀缺性，是国内电子元器件薄型载带领域的隐性龙头；

其二，公司具备从原材料端（原纸）到成品端（纸质载带、塑料载带、胶带）的全产业链，生产的原材料用于内部供应，打通了核心原材料供给与后端精密加工环节，保证了特定产品的品质，达到控制成本的目的，同时供货更为稳定，而上述竞争对手均处于产业链中部分环节；

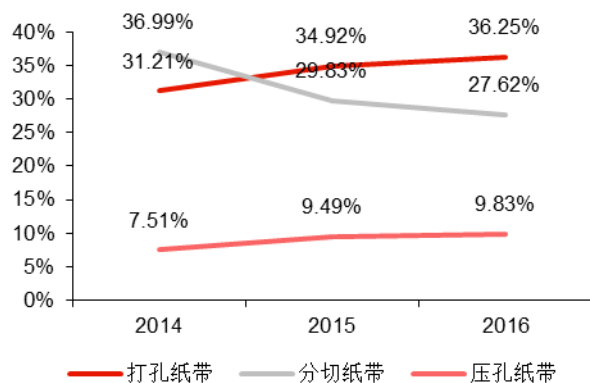
其三，由于区位和成本优势，公司的产品具备较高的价格优势。

高附加值纸质载带细分产品比重提升是未来公司发展方向

纸质载带分为分切纸带、打孔纸带、压孔纸带，其中打孔纸带、压孔纸带为分切纸带的后道工序，售价较高，压孔纸带的毛利率更是远高于其他两者，2016 年分切、打孔、压孔纸带的毛利率分别为 33.84%、36.70%和 48.95%。

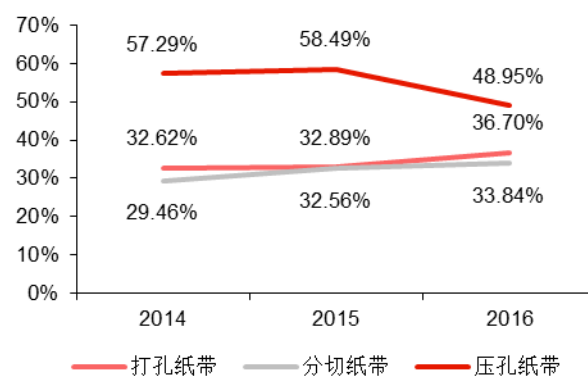
2013 至 2016 年，公司压孔和打孔纸带营收占比均有提升，毛利率最低的分切纸带产品营收占比下降，使得纸质载带产品总体毛利率提升。这表明公司优化纸质载带细分产品结构、打孔纸带、压孔纸带高附加值产品比重提升取得了较为明显的效果。

图表22： 公司高附加值纸质载带产品营收占比提升



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表23： 压孔纸带毛利率远高于分切、打孔纸带



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

目前，公司生产的压孔纸带的孔穴公差已经可以达到 $\pm 0.015\text{mm}$ ，优于行业 $\pm 0.03\text{mm}$ 孔穴公差的标准；胶带表面电阻由原来的 $10^{12}\Omega$ 降到 $10^8\Omega$ ，静电排除能力增强，有效减少了元器件因静电产生黏料，其次，拉力极差由 40g 降到 20g，剥离稳定性提高，从而能够满足客户更高层次的需求，进一步提振公司毛利率水平，增强盈利能力。

共享客户，塑料载带、转移胶带打开百亿市场空间

由于客户群体和市场方向的一致性，公司除传统纸质载带业务外，同时大力发展塑料载带和转移胶带业务，为未来公司业绩带来新的增长点。

秉承纸质载带发展概念，未来重点布局高端黑色塑料载带

原材料自产是提升塑料载带收益空间的突破点

塑料载带与纸质载带功能类似，包括黑色塑料载带和透明塑料载带，主要用于厚度超过 1mm 时电子元器件的封装，如：集成电路、半导体分立器件和 LED 的封装。公司的塑料载带主要针对半导体和集成电路市场，相比于国内大部分做 LED 塑料载带的企业，半导体和集成电路对于载带产品的要求更高。

图表24： 公司塑料载带产品

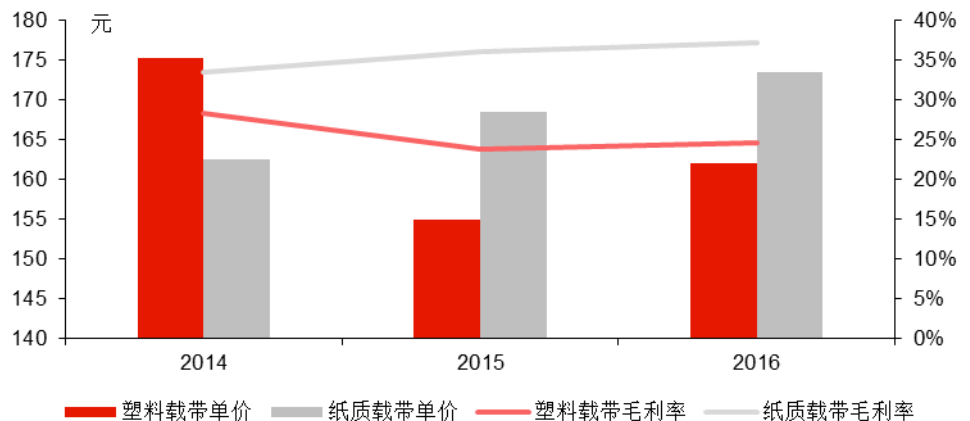


资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

塑料载带是公司 2013 年推出的新产品，自推出以来，其单价呈现先降后升的趋势，主要是由于公司在刚推出产品时，为与客户建立长期的合作关系扩大市场占有率，主动下降了其销售价格。2016 年度，公司塑料载带销售单价较上期上升 4.59%，主要系美元对人民币平均汇率上升所致。

与纸质载带相比，在 2014 年塑料载带单价高于纸质载带的情况下，毛利率却低于纸质载带。此外，2016 年二者单价差缩小，塑料载带毛利率却与纸质载带相差更多，塑料载带毛利率提升困难的根本原因在于成本的把控，纸质载带原材料多数自产，而塑料载带原材料目前主要来源于进口或外购，增大了材料成本。因此与纸质载带类似，实现材料自给是塑料载带进一步发展的主要约束。

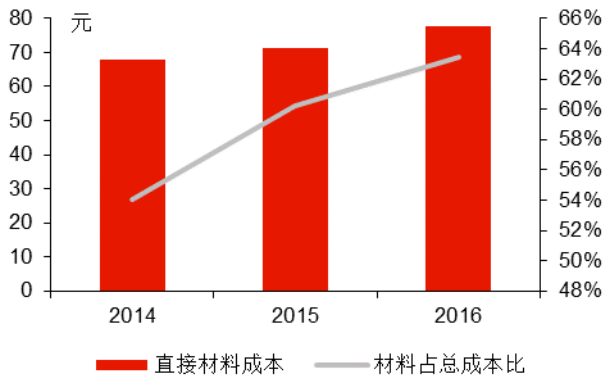
图表25： 公司塑料及纸质载带单价和毛利率对比（纸质载带单价：元）



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

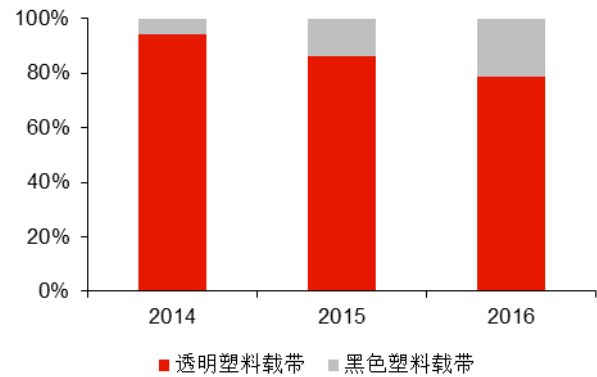
分析塑料载带成本构成可以得出，直接材料成本占据总成本的 50% 以上且呈现逐年提升的趋势，主要系产品销售结构变动所致，单位成本较高的黑色塑料载带销售占比从 2014 年度的 5.64% 上升至 2016 年度的 21.32%，导致塑料载带直接材料逐年上升。直接材料成本占比居高进一步表明了原材料自产的重要性。

图表26： 公司塑料载带直接材料成本及占比（成本单位：元）



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表27： 公司塑料载带销售收入构成



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司已成功研发黑色 PC 粒子技术，量产在即

黑色塑料载带具有良好的导电性能，广泛应用于电晶体、二极管、半导体等对静电敏感的元器件封装，目前高端黑色塑料载带主要由 3M、怡凡得（advantek）生产，高端黑色塑料载带是公司未来发展的战略布局。

公司一贯以全球电子元器件薄型载带优秀企业为目标，专注研发生产替代进口的高端封装载带产品。在塑料载带领域，公司秉承与开发纸质载带相同的理念，以 3M、怡凡得（advantek）等全球知名塑料载带生产企业为目标，先行采购黑色 PC 粒子简单加工成塑料载带并已实现初步量产。目前公司采购的相关原材料主要由美国普立万（Polyone）公司生产，采购单价较高，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，将大幅降低原材料成本，提高毛利率水平。

转移胶带市场空间广阔，公司可利用现有客户快速开拓市场

转移胶带属于电子元器件制造过程中中间产品转移用材料，其用途非常广泛，可以作为 PCB、LED 行业的层压隔离膜及保护膜、胶粘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。

在公司招股说明书中对转移胶带的市场规模进行了大致测算，转移胶带是在生产过程中使用，需求比载带更大，以转移胶带的重要应用领域多层陶瓷电容器（MLCC）为例，2014 年我国 MLCC 行业所需的转移胶带的面积就将超过 44.8 亿平方米。由于 MLCC 仅为转移胶带的其中一个重要应用领域，考虑到片式多层电感、天线等其他叠层元器件对转移胶带的需求，转移胶带市场还有较大的拓展空间，预测市场规模将达到百亿级别，相比于十亿级别的载带市场规模扩充了 10 倍。

同时，公司转移胶带产品的客户与现有客户之间具有较高的重合度，2016 年公司纸质载带的国内市场占有率高达 54.02%，公司可以充分利用现有的客户资源进入转移胶带市场，抢夺市场占有率。

盈利预测与投资建议

盈利预测

公司的营收来源主要为纸质载带（打孔纸带、分切纸带和压孔纸带），胶带和塑料载带，在纸质载带方面，公司在全球的占有率 30%，在中国占有率 50%，同时成长性较好，未来将大力拓展塑料载带和转移胶带，整体市场空间 100 亿，相比于 10 亿市场空间的纸质载带，市场空间更大。基于原有的技术积累和大部分客户重叠，以及独有的上下游一体化的商业模式，我们看好公司在新领域的拓展，预计公司 17-18 年可实现营收 10.96 亿、14.78 亿和 18.99 亿元，归属于母公司净利润 1.84 亿、2.74 亿和 3.60 亿元。

图表28：主营业务收入预测情况

项目(单位：百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
打孔纸带	收入	273.29	371.67	427.43	478.72
	YOY	32.87%	36.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	36.70%	37.00%	38.00%	39.00%
分切纸带	收入	208.40	275.09	302.60	329.83
	YOY	18.35%	32.00%	10.00%	9.00%
	毛利率	33.84%	33.90%	34.00%	34.50%
压孔纸带	收入	74.29	102.52	117.90	132.05
	YOY	31.88%	38.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	48.95%	48.00%	47.00%	45.00%
胶带	收入	155.73	197.78	237.33	284.80
	YOY	26.76%	27.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	48.06%	48.00%	48.00%	48.00%
塑料载带	收入	32.12	64.24	122.06	219.70
	YOY	49.67%	100.00%	90.00%	80.00%
	毛利率	24.59%	28.00%	32.00%	35.00%
转移载带	收入		73.20	256.20	435.54
	YOY			250.00%	70.00%
	毛利率		32.00%	38.00%	38.00%
其他主营业务	收入	5.19	5.97	6.86	7.89
	YOY	15.85%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	10.20%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	收入	4.35	5.74	7.58	10.00
	YOY	32.62%	32.00%	32.00%	32.00%
	毛利率	4.56%	4.50%	4.50%	4.50%
合计	收入	753.37	1096.21	1477.95	1898.53
	YOY	27.65%	45.51%	34.82%	28.46%
	毛利率	38.58%	38.06%	38.71%	38.99%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

可比公司估值

我们看好公司在原有纸质载带方面的龙头地位及上下游一体化的业务模式，同时看好相当于原来业务 10 倍领域的塑料载带、转移胶带方面的拓展。参考同行业及次新股公司 17 年 53.19X 的平均估值水平，考虑到公司是次新股、稀缺性及龙头地位，我们认为公司 17 年合理估值范围为 55X-60X，对应目标价 95.7~104.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表29： 可比公司盈利预测与估值

可比公司	股价(元) 2017/05/15	EPS(元) 2017E	EPS(元) 2018E	PE 2017E	PE 2018E
洁美科技	77.38	1.74	2.60	44.41	29.75
风华高科	8.27	0.20	0.24	42.32	34.46
顺络电子	18.54	0.63	0.83	29.42	22.30
兆易创新	188.98	3.33	4.26	56.76	44.39
碳元科技	33.95	0.43	0.47	78.06	71.62
上海新阳	29.83	0.50	0.72	59.36	41.51
平均值				53.19	42.86

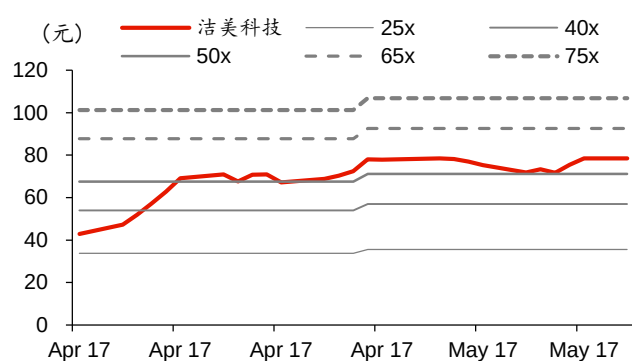
资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

行业经营环境变化的风险；
主要原材料价格波动风险；
经营业绩波动风险；
新领域拓展低于预期风险。

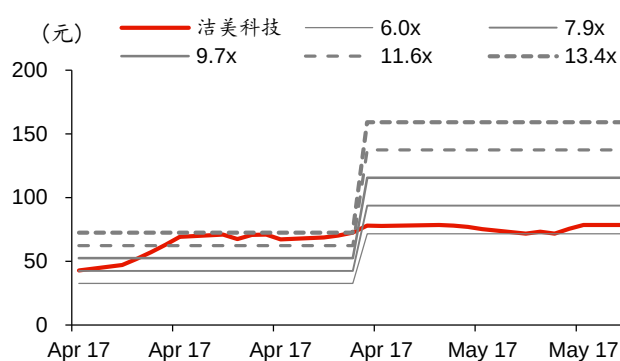
PE/PB – Bands

图表30： 洁美科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表31： 洁美科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	378.67	478.93	1,427	1,753	2,175
现金	83.83	78.17	835.81	962.72	1,165
应收账款	192.46	260.27	391.20	530.77	680.38
其他应收账款	4.56	4.31	12.03	12.54	16.26
预付账款	0.64	2.56	2.90	4.25	5.27
存货	90.43	112.26	166.05	220.99	282.53
其他流动资产	6.75	21.37	19.33	21.40	25.09
非流动资产	478.44	663.66	722.60	763.11	791.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	255.53	418.72	554.68	631.99	675.12
无形资产	58.99	62.72	70.78	76.92	83.67
其他非流动资产	163.92	182.22	97.14	54.21	32.85
资产总计	857.10	1,143	2,150	2,516	2,966
流动负债	307.26	419.58	498.15	589.43	680.58
短期借款	201.69	188.42	222.24	207.54	209.25
应付账款	58.47	104.97	138.52	191.69	242.17
其他流动负债	47.10	126.19	137.39	190.20	229.17
非流动负债	113.24	171.72	171.04	172.00	171.59
长期借款	90.00	150.00	150.00	150.00	150.00
其他非流动负债	23.24	21.72	21.04	22.00	21.59
负债合计	420.51	591.30	669.19	761.44	852.17
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	79.00	79.00	105.34	105.34	105.34
资本公积	183.41	183.41	903.20	903.20	903.20
留存公积	174.10	288.52	472.42	746.38	1,107
归属母公司股	436.60	551.29	1,481	1,754	2,114
负债和股东权益	857.10	1,143	2,150	2,516	2,966

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	111.43	82.36	94.12	239.10	291.78
净利润	89.30	138.12	183.54	273.96	360.25
折旧摊销	21.95	27.47	50.85	66.81	79.62
财务费用	13.42	0.22	8.16	(9.43)	(16.74)
投资损失	(3.46)	0.88	(0.71)	(0.64)	(0.41)
营运资金变动	(8.40)	(98.13)	(132.27)	(92.36)	(130.07)
其他经营现金	(1.39)	13.81	(15.45)	0.76	(0.87)
投资活动现金	(109.12)	(178.66)	(108.66)	(106.86)	(107.72)
资本支出	119.15	177.92	100.00	100.00	100.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	10.03	(0.74)	(8.66)	(6.86)	(7.72)
筹资活动现金	(51.86)	102.44	772.18	(5.33)	18.41
短期借款	(163.07)	(13.27)	33.82	(14.70)	1.71
长期借款	90.00	60.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	26.34	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	719.79	0.00	0.00
其他筹资现金	21.21	55.71	(7.76)	9.37	16.70
现金净增加额	(46.58)	8.14	757.65	126.90	202.48

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	590.16	753.37	1,096	1,478	1,899
营业成本	369.28	462.75	679.03	905.87	1,158
营业税金及附加	2.47	3.05	4.49	6.03	7.75
营业费用	31.87	34.24	54.39	72.36	92.26
管理费用	76.99	90.96	138.74	185.14	237.22
财务费用	13.42	0.22	8.16	(9.43)	(16.74)
资产减值损失	1.05	3.65	2.79	3.08	2.98
公允价值变动收益	0.48	(0.93)	(0.23)	(0.35)	(0.41)
投资净收益	3.46	(0.88)	0.71	0.64	0.41
营业利润	99.01	156.68	209.10	315.20	416.79
营业外收入	6.02	8.50	7.67	7.95	7.86
营业外支出	0.95	0.77	0.84	0.84	0.83
利润总额	104.07	164.42	215.93	322.31	423.82
所得税	14.77	26.30	32.39	48.35	63.57
净利润	89.30	138.12	183.54	273.96	360.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	89.30	138.12	183.54	273.96	360.25
EBITDA	134.38	184.37	268.11	372.57	479.67
EPS (元)	0.85	1.31	1.74	2.60	3.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	13.63	27.66	45.51	34.82	28.46
营业利润	63.30	58.25	33.45	50.74	32.23
归属母公司净利润	60.70	54.67	32.89	49.27	31.50
获利能力 (%)					
毛利率	37.43	38.58	38.06	38.71	38.99
净利率	15.13	18.33	16.74	18.54	18.98
ROE	20.45	25.05	12.40	15.62	17.04
ROIC	14.72	15.99	17.95	22.36	25.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.06	51.75	31.13	30.27	28.73
净负债比率 (%)	69.37	57.23	55.62	46.96	42.16
流动比率	1.23	1.14	2.87	2.97	3.20
速动比率	0.94	0.87	2.53	2.60	2.78
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.75	0.67	0.63	0.69
应收账款周转率	3.05	3.16	3.30	3.21	3.14
应付账款周转率	7.13	5.66	5.58	5.49	5.34
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	1.31	1.74	2.60	3.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	0.78	0.89	2.27	2.77
每股净资产(最新摊薄)	4.14	5.23	14.06	16.65	20.07
估值比率					
PE (倍)	91.28	59.02	44.41	29.75	22.63
PB (倍)	18.67	14.79	5.50	4.65	3.86
EV_EBITDA (倍)	60.80	44.31	30.47	21.93	17.03

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com