

洁美科技 (002859)

证券研究报告
2019年08月20日

纸质载带 Q3 有望恢复景气，塑料载带和离型膜打开成长空间

1. 国内薄形载带行业龙头

公司产品种类丰富，主要有纸带载带、塑料载带、胶带、离型膜等，股权结构集中稳定，董事长持股达 57.58%，客户有韩国三星、日本松下、国巨电子等知名电子元器件企业。公司积极向产业链上下延伸，在行业中有较强的竞争力。18 年营收 13.11 亿元，同比+31.58%，纸质载带贡献了 75.9% 的营收，归母净利润为 2.75 亿元，同比+40.30%。

2. 纸质载带：MLCC 去库存接近尾声，Q3 有望恢复增长

纸质载带需求与电子元器件行业息息相关，科技智能化和电子化趋势驱动全球 MLCC 数量增长，未来 MLCC 行业的增长将带动公司纸质载带的增长。同时公司自供原纸、优化收入结构且扩大产能，纸质载带未来将继续提供公司主要收入。

高规 MLCC 供需两旺：5G 智能手机硬件升级、汽车电子对高规 MLCC 需求增加，高规格车载、5G、工业 MLCC 持续高景气，供需两旺。**中低规格 MLCC 去库存接近尾声：**上一轮景气周期带来了大量 MLCC 库存，18Q3 至今 MLCC 企业（台湾国巨、华新科等）月度营收不断下降，目前月度营收有企稳回暖趋势，我们判断中低规格 MLCC 去库存接近尾声，Q3 台系客户有望逐步恢复稼动率。

3. 塑料载带&离型膜规模量产，打开成长空间

塑料载带，主要用于封装半导体分立器件、集成电路和 LED 的电子元器件，三大产业均在发展期，2016 年我国塑料载带使用量约为 90.80 亿米，公司约占 1.92%，有一定成长空间。公司黑色 PC 粒子技术趋于成熟，自供塑料粒子降低成本，布局高端黑色塑料载带，未来产能释放带来增长。

离型膜：主要用于 MLCC、PCB 和偏光片中作保护膜。MLCC 由于下游需求叠加供给端产能紧张，有望持续景气到 20 年；PCB 产业逐渐向大陆转移；偏光片受益于未来 3 年大陆面板产能释放，三者均驱动了国产离型膜增长。公司 2018 年开始量产离型膜，新增 5 条产线投产后产能为目前 4 倍。

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 19-21 年营收分别为 15/18.9/26.4 亿元，19-21 年净利润分别为 2.78/3.97/5.47 亿元；给予公司目标价 38.5 元（对应 2020 年 25 倍 PE），首次覆盖给予买入评级。

风险提示：产品拓展不及预期/原材料涨价/汇兑损失/下游需求不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	996.41	1,311.10	1,500.12	1,890.15	2,640.21
增长率(%)	32.26	31.58	14.42	26.00	39.68
EBITDA(百万元)	320.90	408.80	353.36	492.49	666.37
净利润(百万元)	196.22	275.30	277.76	397.17	546.61
增长率(%)	42.07	40.30	0.89	42.99	37.63
EPS(元/股)	0.76	1.07	1.07	1.54	2.11
市盈率(P/E)	39.29	28.01	27.76	25.00	23.21
市净率(P/B)	5.73	4.95	4.25	3.70	3.12
市销率(P/S)	7.74	5.88	5.14	4.08	2.92
EV/EBITDA	27.84	19.11	20.33	15.01	10.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子制造
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	29.83 元
目标价格	38.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	258.47
流通 A 股股本(百万股)	108.46
A 股总市值(百万元)	7,710.16
流通 A 股市值(百万元)	3,235.43
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	22.44
一年内最高/最低(元)	39.57/24.00

作者

潘暉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
张健	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010002	
zjian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 国内薄型载带行业龙头.....	4
1.1. 公司主营薄型载带.....	4
1.2. 股权结构稳定，客户平台优质.....	6
1.3. 现有产品结构全覆盖，提供一站式服务.....	7
2. 纸质载带：MLCC 去库存接近尾声，Q3 有望恢复增长.....	9
2.1. 高规 MLCC 持续高景气，中低规 MLCC 价格见底.....	9
2.2. 议价能力强，保持高盈利能力中枢.....	13
3. 塑料载带&离型膜规模量产，打开成长空间.....	14
3.1. 下游市场广阔，塑料载带业务潜力巨大.....	14
3.2. 黑色 PC 粒子自产技术突破，材料成本降低.....	16
3.3. 离型膜应用广泛，市场需求旺盛，加速规模出货.....	17
4. 盈利预测与投资建议.....	21

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司产品介绍.....	4
图 3：薄型载带应用环节.....	7
图 4：产品下游应用.....	7
图 5：薄型载带产品图.....	7
图 6：薄型载带分类.....	7
图 7：洁美科技 2012-2018 年历年营业收入/亿元.....	8
图 8：洁美科技 2012-2018 年历史净利润/亿元.....	8
图 9：洁美科技 2018 年各项业务占比/%.....	8
图 10：洁美科技 2012-2018 年毛利率/%及净利率/%.....	8
图 11：薄型载带主要竞争对手.....	8
图 12：纸质载带产品图.....	9
图 13：纸质载带结构示意图.....	9
图 14：打孔纸带及压孔纸带流程图.....	9
图 15：MLCC 下游市场需求占比/%.....	10
图 16：1990-2018 全球人均电容容量需求趋势/B mF.....	10
图 17：iPhone 和特斯拉电动车对 MLCC 的需求量.....	11
图 18：国巨单季营收和环比增速（亿新台币）.....	12
图 19：华新科单月营收和环比增速（亿新台币）.....	12
图 20：针、阔木浆价格走势（美元/吨）.....	12
图 21：洁美科技 2015-2018 年纸质载带产品占比/%.....	13
图 22：洁美科技 2012-2018 年胶带营业收入情况/亿元.....	13

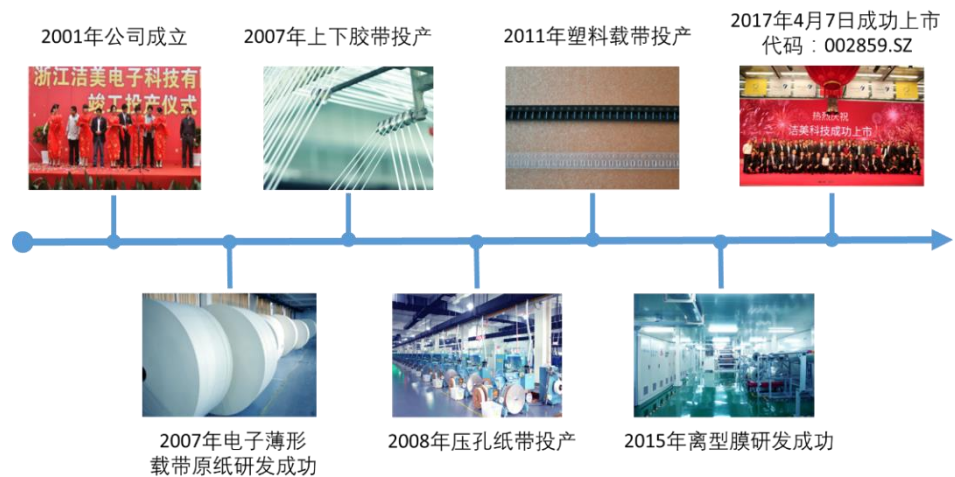
图 23: 洁美科技 2012-2018 纸质载带营业收入/亿元.....	14
图 24: 洁美科技 2012-2018 年纸质载带毛利/亿元与毛利率/%.....	14
图 25: 塑料载带产品图.....	14
图 26: 塑料载带制作工艺图.....	14
图 27: 中国集成电路产量/亿块.....	15
图 28: 全球半导体销售额/十亿美元.....	15
图 29: 中国 LED 行业市场规模.....	15
图 30: 2016 年全球塑料载带市场区域分布.....	16
图 31: 全球塑料载带市场规模.....	16
图 32: 2014-2019 年聚碳酸酯价格 (元/吨).....	16
图 33: 洁美科技 2014-2016 年塑料载带产量/万卷.....	17
图 34: 洁美科技 2014-2016 年塑料产品结构占比/%.....	17
图 35: 洁美科技 2013-2018 年塑料载带营收/亿元与毛利率/%.....	17
图 36: 公司离型膜项目生产工艺流程图.....	18
图 37: 中国 MLCC 行业规模.....	18
图 38: 2017-2018 年 MLCC 厂商扩产计.....	18
图 39: PCB 产品图.....	19
图 40: 中国 PCB 年产值.....	19
图 41: 偏光片产品结构图.....	20
图 42: 中国偏光片市场.....	20
图 43: 偏光片全球竞争格局.....	20
表 1: 十大股东明细 (截至 2018 年财报).....	6
表 2: 2016 年公司前五大客户.....	6
表 3: 洁美科技离型膜生产情况.....	21
表 4: 洁美科技收入构成及预测/亿元.....	21
表 5: 洁美科技各产品毛利率及预测/%.....	21
表 6: 可比公司估值法.....	22

1. 国内薄型载带行业龙头

1.1. 公司主营薄型载带

浙江洁美电子科技股份有限公司于 2001 年成立于浙江省，专业为片式电子元器件、IC 半导体器件配套生产电子薄形载带及配套产品，，主要产品有分切纸带、打孔纸带、压孔纸带、上下胶带、塑料载带及配套盖带、离型膜等。公司拥有多项专利与核心技术，为全球客户提供电子元器件使用及支撑所需耗材的一站式服务和整体解决方案。2017 年 4 月 7 日，公司在深圳证券交易所中小板上市，股票代码：002859.SZ。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：公司产品介绍

1	纸质载带	分切纸带		由多层原木浆纤维制成，其中包括针叶浆及阔叶浆等原生纤维浆；表面通过特殊施胶处理，能有效抑制毛屑的产生。
2		打孔纸带		采用精密烧毛处理技术，有效控制冲孔毛屑产生；利用特殊模具，有效抑制冲孔纸屑回填现象发生。
3		压孔纸带 (不打穿孔纸带)		精密程度高、未完全打穿，不使用下胶带，可节约成本提高生产效率并有效抑制元件粘料的发生；无毛屑，能彻底避免打孔纸带存在毛屑而产生 SMT 原件吸取不良反应。
4	胶带	上胶带		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，粘接力极佳，封合后剥离力波动范围小且比较稳定。
5		下胶带		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，粘接力佳。
6	塑料载带	透明 PC 载带		主要应用于片式被动元件等领域，以聚碳酸酯（PC）粒子为原料，采用粒子一体化高速成型工艺，宽度规格有 8、12、16mm 等。
7		黑色防静电 PC 载带		主要应用于片式分立器件、LED、集成电路等封装领域，以聚碳酸酯（PC）粒子为原料，采用粒子一体化高速成型工艺，宽度规格有 8、12、16mm 等。
8		黑色防静电 PS 载带		主要应用于片式分立器件、LED、集成电路等封装领域，以 PS/ABS/PS 复合片材为原料，采用德国成型工艺，宽度规格有 8、12、16mm 等。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，客户平台优质

公司总股本为 2.58 亿股，根据 2018 年财报，公司前十大股东共持 177668270 股，占总股本比例为 68.73%。董事长方隽云先生通过持有浙江元龙 90%的股权、持有安吉百顺 51.6%的出资和担任执行事务合伙人，直接和间接共持有公司 57.58%的股份，是公司实际控制人。

董事长方隽云先生管理经验丰富，历任中国包装进出口浙江公司部门经理、杭州轩星贸易有限公司总经理、董事长。2001 年 4 月，方隽云先生创立洁美科技并一直担任公司董事长、总经理，同时兼任多个洁美控股参股公司的董事和经理职位。






表 1：十大股东明细（截至 2018 年财报）

股东名称	占总股本比例(%)
浙江元龙投资管理有限公司	48.71
安吉百顺投资合伙企业(有限合伙)	6.01
香港中央结算有限公司(陆股通)	2.92
方隽云	2.25
浙江上策投资管理有限公司	1.71
上海祥禾泓安股权投资合伙企业(有限合伙)	1.59
深圳市达晨创恒股权投资企业(有限合伙)	1.54
深圳市达晨创泰股权投资企业(有限合伙)	1.45
深圳市达晨创瑞股权投资企业(有限合伙)	1.42
兴业证券-兴业-兴业证券金麒麟 5 号集合资产管理计划	1.13
合计	68.73

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司客户资源优质，持续深化与包括韩国三星、日本村田、日本松下、国巨电子、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电子元器件生产企业的长期战略合作，为上述企业提供电子元器件封装用薄型载带，间接服务于电子元器件下游终端消费电子企业如苹果、三星、华为、小米、富士康等智能终端产品制造商，良好的客户群体为公司业务拓展与新品销售提供了稳定的平台。

表 2：2016 年公司前五大客户

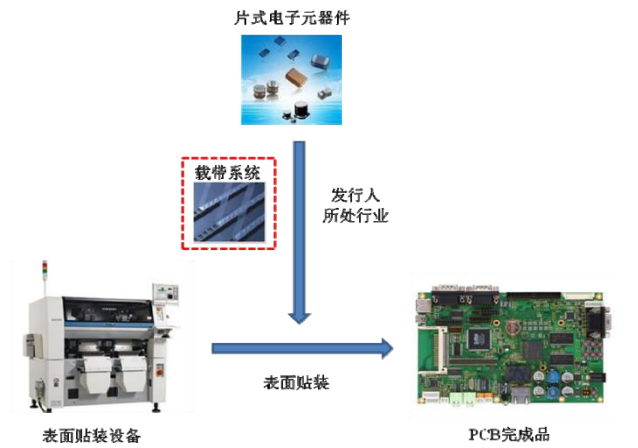
排名	客户	营收占比	品牌
1	Yageo Co., Ltd.	23.72%	
2	华新科技	16.46%	
3	SAMSUNG ELECTRO-MECHANICS.,Ltd.	13.43%	
4	风华高科	6.50%	
5	厚声电子	6.00%	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 现有产品结构全覆盖，提供一站式服务

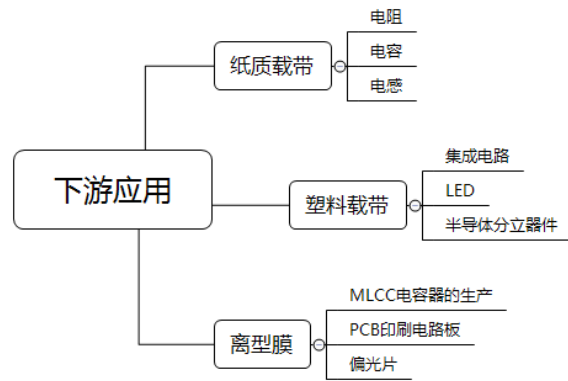
公司产品种类丰富，横向一体化优势明显。公司是集原纸生产、分切、打孔、胶带、塑料载带、离型膜生产于一体的综合配套生产企业，能为下游客户提供一站式整体解决方案。拥有世界先进水平的生产线和从原纸制造到后端深加工的完整产业链。

图 3：薄型载带应用环节



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

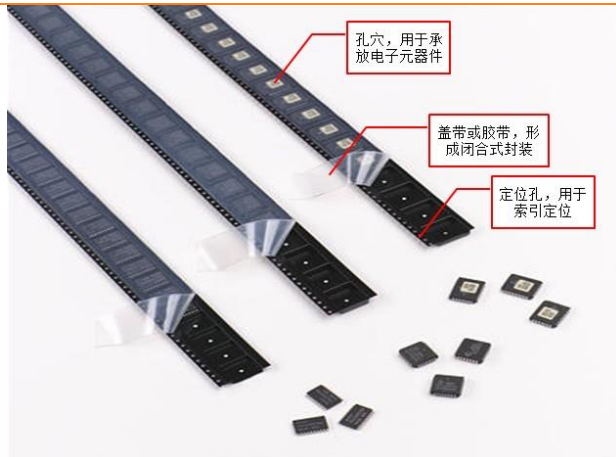
图 4：产品下游应用



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

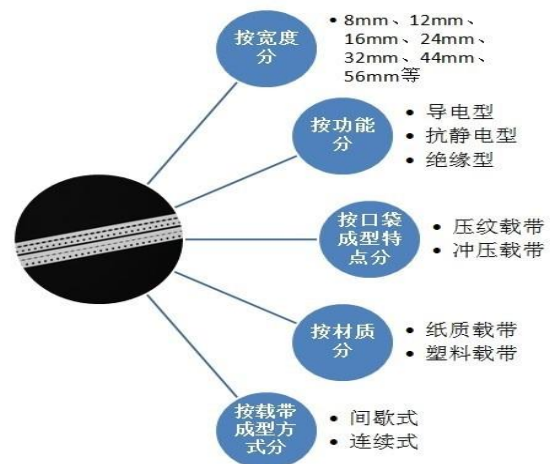
薄型载带主要应用于电子元器件贴装工业，其配合胶带或盖带使用，将电阻、电容、晶体管、二极管等一系列电子元器件承载收纳在薄型载带的口袋中并形成闭合式的包装，用于保护电子元器件在运输途中不受污染和损坏。电子元器件在贴装时，胶带或盖带被剥离，自动贴装设备通过薄型载带索引孔的精确定位，将口袋中盛放的元器件依次取出，并贴放安装在印刷电路板上，以实现片式电子元器件封装环节全自动、高效率 and 低成本安装。

图 5：薄型载带产品图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

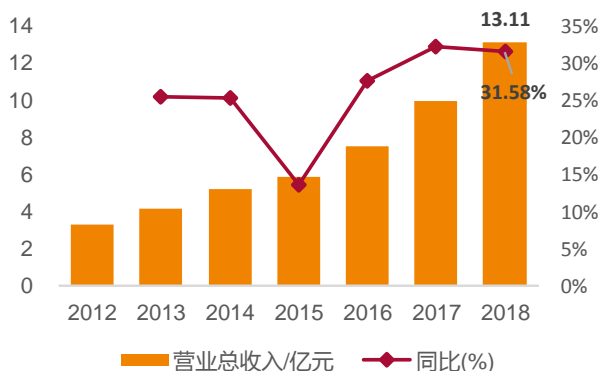
图 6：薄型载带分类



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

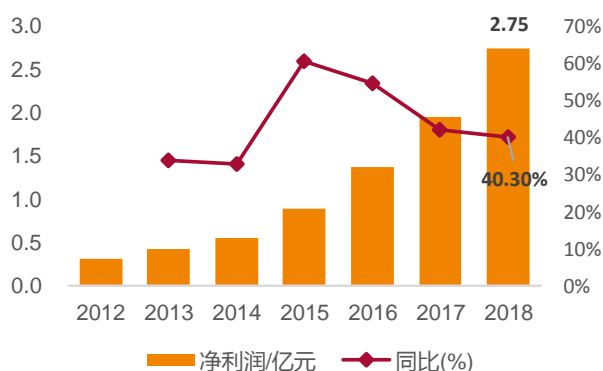
公司营收稳步上升，纸质载带贡献主要收入。公司年营业收入从 2012 年的 3.3 亿元增长到 2018 年的 13.11 亿元，六年间年均复合增速约为 26%，净利润复合增速为 44%。2018 年年报显示，公司 2018 年实现营收 13.11 亿元，同比增长 31.58%，归母净利润为 2.75 亿元，同比增长 40.30%；公司收入结构中，纸质载带贡献了 75.9% 的营业收入，是目前最主要的收入来源。

图 7：洁美科技 2012-2018 年历年营业收入/亿元



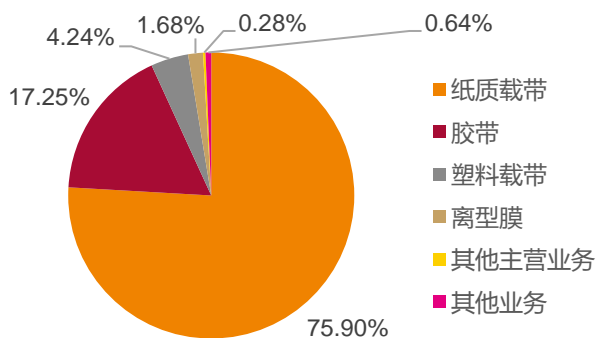
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：洁美科技 2012-2018 年历史净利润/亿元



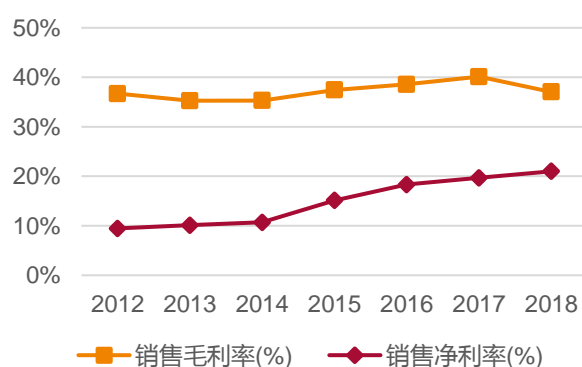
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：洁美科技 2018 年各项业务占比/%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

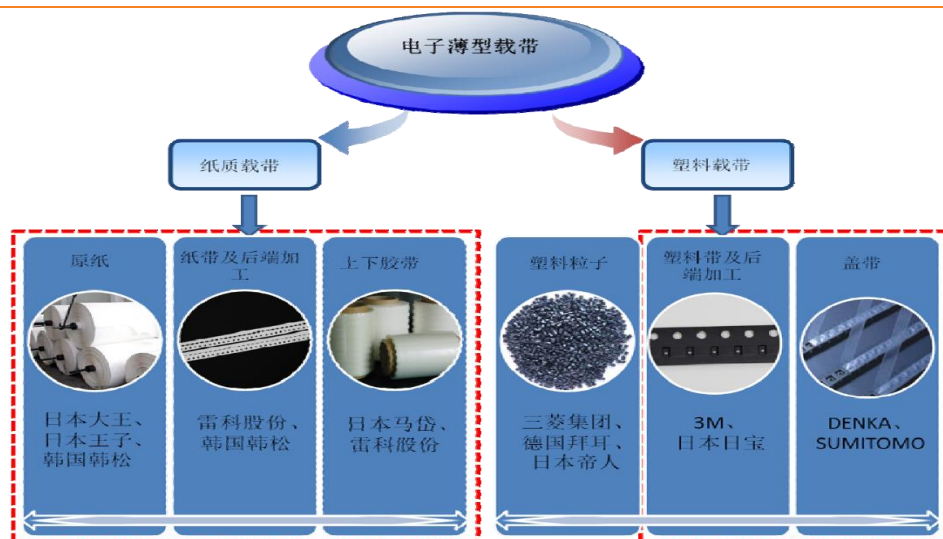
图 10：洁美科技 2012-2018 年毛利率/%及净利率/%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司受益于延伸布局产业链，行业中具有较强竞争力。产业链横向：大多电子元器件封装企业聚焦某些特定的产品，比如纸带、胶带或塑料载带；产业链纵向：行业多数企业只生产同一层次下的一或几类产品，比如原纸、载带或生产胶带。因此在产业链上有所延伸的洁美科技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竞争能力。公司的主要竞争对手有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 11：薄型载带主要竞争对手



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 纸质载带：MLCC 去库存接近尾声，Q3 有望恢复增长

2.1. 高规 MLCC 持续高景气，中低规 MLCC 价格见底

纸质载带的性能非常适合作为电子元器件的载体。纸质载带的原材料原纸由针叶木浆和阔叶木浆等原生纤维浆通过打浆、调浆和抄造制作而成，且利用施胶和精密烧毛等技术有效控制毛屑，再依据需求制成分切纸带、打孔纸带和压孔纸带。纸质载带纸质载带具备回弹好、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。纸质载带行业主要厂商有日本大王、日本王子、韩国韩松、雷科股份等。

图 12：纸质载带产品图

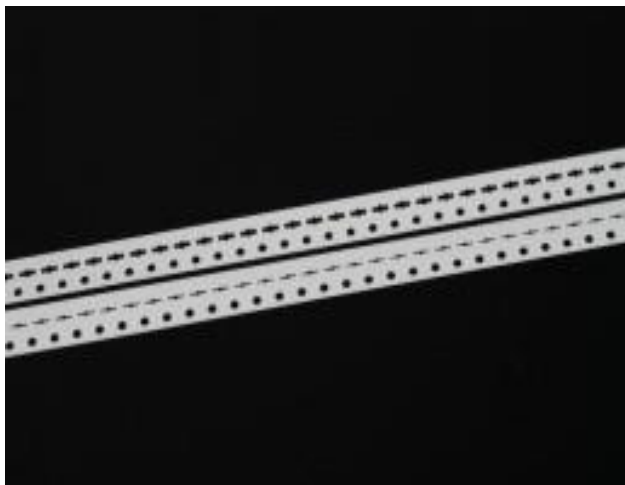
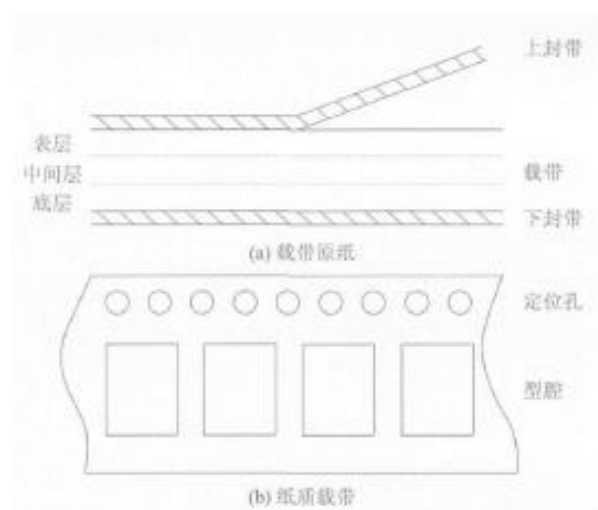


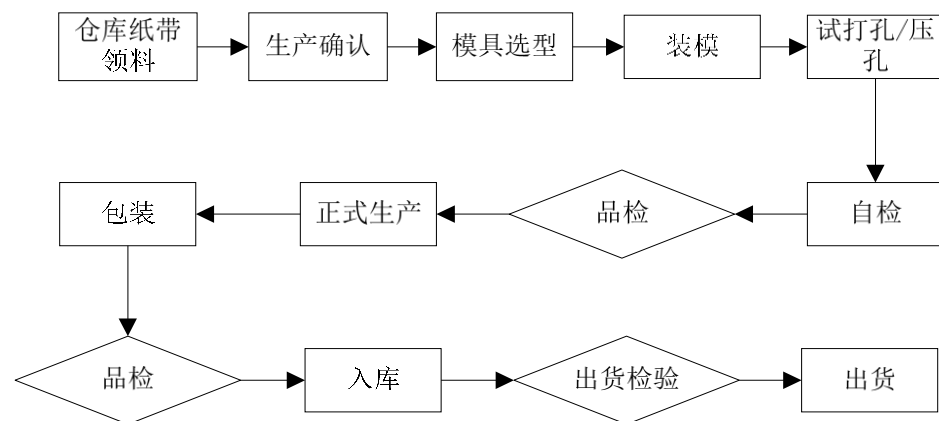
图 13：纸质载带结构示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：打孔纸带及压孔纸带流程图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

纸质载带的需求与电子工业的发展关联较大。纸质载带的上游是针叶木浆和阔叶木浆等原生纤维浆，下游主要用于厚度不超过 1mm 的电子元器件如电容、电阻和电感的封装，而电子元器件则广泛应用于电子信息工业中。由于电子元器件与其表面贴装过程中所需的电子薄型载带间具有一定的对应关系，因此电子工业的发展会影响对纸质载带的需求。

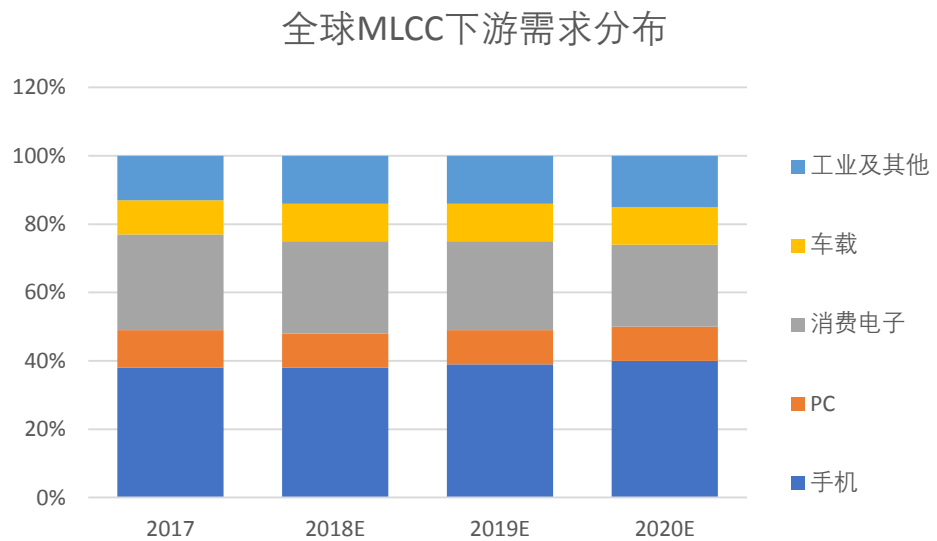
需求方面，近年来中国电子工业持续高速增长，带动电子元器件产业的强劲发展。一方面

4G、移动支付、信息安全、汽车电子、智能穿戴、物联网等领域都在快速发展，另一方面由于电子信息技术的不断升级，电子消费品的需求和更新换代速度都在不断提升。因此对电子元器件的需求不断增多。

工信部资料显示，中国电子元件产量从 2011 年的 24042.3 亿部增长到 2017 年的 44071 亿部，年复合增长率为 10.63%。电子元器件产量的迅猛增长带动了纸质载带行业市场规模的扩大，中国市场规模从 2011 年的 2.77 亿元增加到 2017 年的 7.96 亿元，年均增速为 19.24%。

从下游应用来看，MLCC 是纸质载带重要的下游。根据 Paumanok research 数据，2017 年 MLCC 下游需求构成为：手机 38%，PC19%，汽车 16%，AV&IOT15%，工业和其他占比 11%。我们认为随着手机硬件的持续升级以及电动车和汽车电子的发展，未来汽车和手机领域将是结构性占比提升的方向。

图 15：MLCC 下游市场需求占比/%

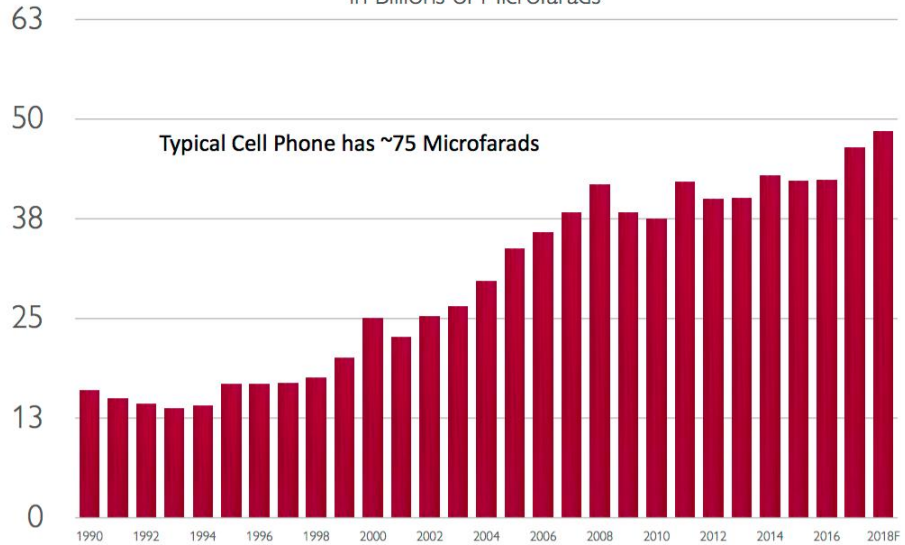


资料来源：Paumanok research，天风证券研究所

智能化、电子化需求驱动全球电容容量持续增加。全球科技产业一直围绕着智能化和电子化的大趋势在发展，根据 IT 架构，科技发展围绕“数据”发展，“数据”在获取、存储、处理、传输和输出环节均会需要到电容等基础元器件的支撑，因此我们认为电容需求是科技发展大趋势下的重要受益环节。根据 Paumanok research，2018 年全球电容消耗需求量接近 500 亿 mF，是 20 世纪 90 年代的 3-4 倍。

图 16：1990-2018 全球人均电容容量需求趋势/B mF

■ Annual Capacitance Consumed In The Global High Technology Economy: 1990-2018
In Billions of Microfarads

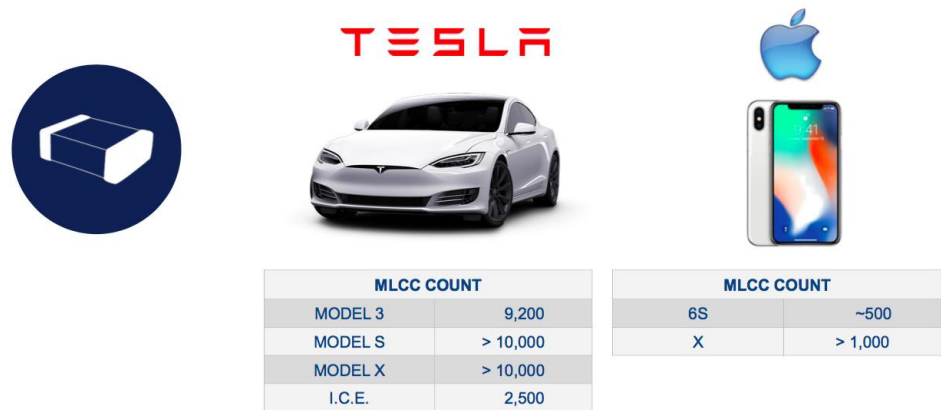


资料来源: Paumanok research, 天风证券研究所

高规车载、5G、工业 MLCC 持续高景气，供需两旺。近些年 MLCC 下游需求持续增长，其中边际增长最快的两个领域是智能手机和汽车领域：（1）智能手机对 MLCC 需求增长主要是由于，手机硬件性能持续提升（数据处理能力，摄像头，屏幕等），单部手机对 MLCC 需求量有显著提升；（2）汽车行业对 MLCC 需求增长主要来自 ADAS 等驱动汽车电子化提升以及电动车对 mlcc 需求量的显著提升。

根据 Kemet 数据，iPhone X 单部手机对 MLCC 需求量超过 1000 只，而 iPhone 6S 对 mlcc 需求量为 500 只左右；普通燃油车单车 MLCC 需求量约 2500 只，而电动车的代表特斯拉的三款车型单车 MLCC 需求量在 10000 左右，是普通燃油车的 4 倍左右。

图 17: iPhone 和特斯拉电动车对 MLCC 的需求量



资料来源: KEMET, 天风证券研究所

我们认为，5G、汽车、工业等下游对 MLCC 的需求拉动显著，根据韩国 SEMCO 信息：（1）单部 5G 手机的 MLCC 需求量比 4G 手机增加 20%左右，（2）预计 2019 年车载 MLCC 需求增长超过 30%，（3）工业领域 MLCC2019 年增长超过 20%。

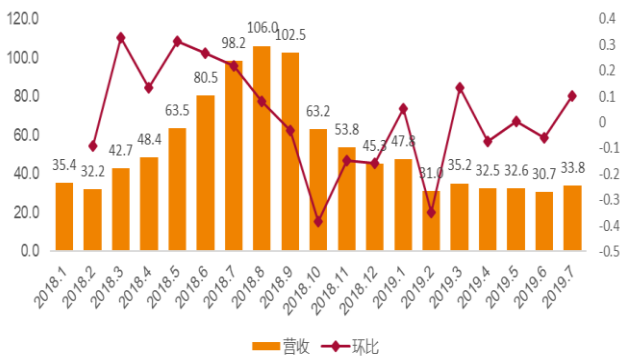
中低规格 MLCC 价格见底，未来受益于供给端持续收缩。2017 年初以村田为代表的日本 MLCC 公司的产能调整策略开启了上一轮超景气周期，由于日本公司主要以退出普通规格的 MLCC，供给端的结构性收缩带来普通规格产品 asp 的持续提升，日本公司退出的产能正好是台湾和大陆公司主力产品，带来了 17-18 年以国巨和风华高科为代表的台湾、大陆 MLCC 厂商的景气周期。

我们认为国巨、华新科等台湾公司的营收和盈利能力很好反映行业景气度，由于 MLCC 价

格见顶后的下跌以及投机性需求导致行业大量库存（原厂/代理商/渠道商/终端客户等），台湾 MLCC 公司订单金额持续下滑。2018 年 8 月左右台湾公司单月营收达到最高值后开始环比持续下滑，累计跌幅超过 50%：（1）国巨 2018 年 8 月-12 月单月营收分别为 106.0/102.5/63.2/53.8/45.3 亿新台币，（2）华新科 2018 年 8 月-12 月单月营收分别为 61.6/62.9/47.7/40.3/30.3 亿新台币。

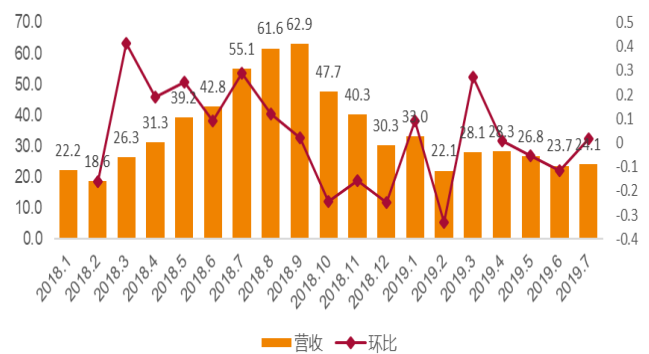
国巨和华新科单月营收数据下跌企稳，有反弹迹象。国巨和华新科 7 月份营收分别为 33.8/24.1 亿新台币，分别环比增长 10.2%和 1.8%，我们判断单月营收环比增长的主要原因是（1）产量、订单量逐步恢复和增加，（2）MLCC 价格环比相对稳定，因此我们判断此轮 MLCC 跌价周期基本结束，并预计随着产量的恢复台湾公司 8 月营收环比增速将高于 7 月。

图 18：国巨单季营收和环比增速（亿新台币）



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 19：华新科单月营收和环比增速（亿新台币）

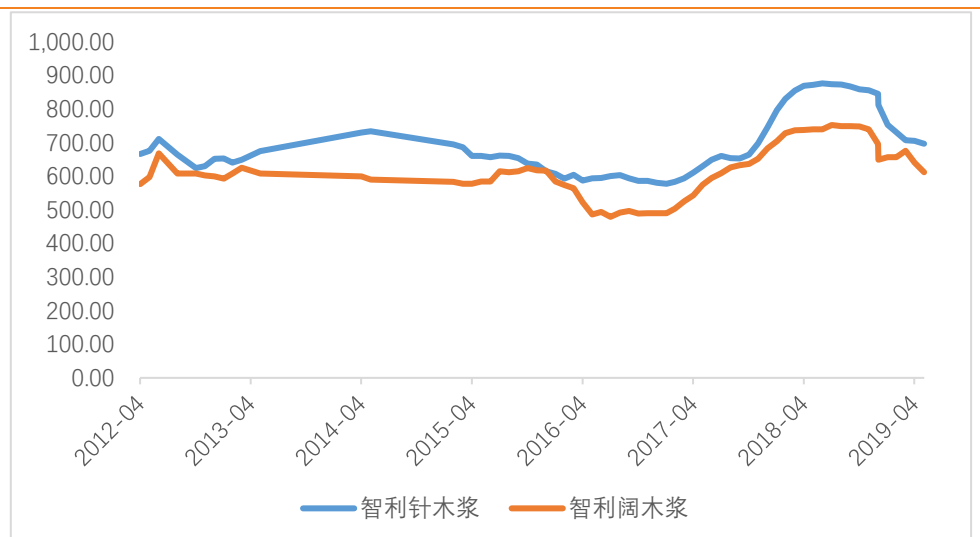


资料来源：彭博，天风证券研究所

中低规格 MLCC 行业价格基本已经触底，需求端虽然面临全球贸易环境压力和消费电子不景气压力，但由于未来日韩仍在持续减产该领域产能（例如韩国 SEMCO，根据公司 18Q4 财报，公司将持续将 IT 领域 MLCC 产品转产至车载和工业领域），因此我们判断行业供需将保持在紧平衡的状态，ASP 和行业内公司盈利能力将得到维持。

成本方面，木浆价格处于下降通道。2017 年原纸原材料木浆价格持续走高，尤其到了下半年由于货源紧张，8 月份起木浆开始大幅上涨，11 月份，木浆价格达到全年高点。阔叶木浆较年初涨幅达到 30%以上，针叶木浆较年初涨幅更是高达 47%以上。18Q4 开始，木浆价格触顶回调，目前仍处于下降通道。我们预计 19 年木浆价格维持紧平衡，19 年 7 月智利针木浆进口价格为 696 美元/吨，智利阔木浆为 611.2 美元/吨。

图 20：针、阔木浆价格走势（美元/吨）



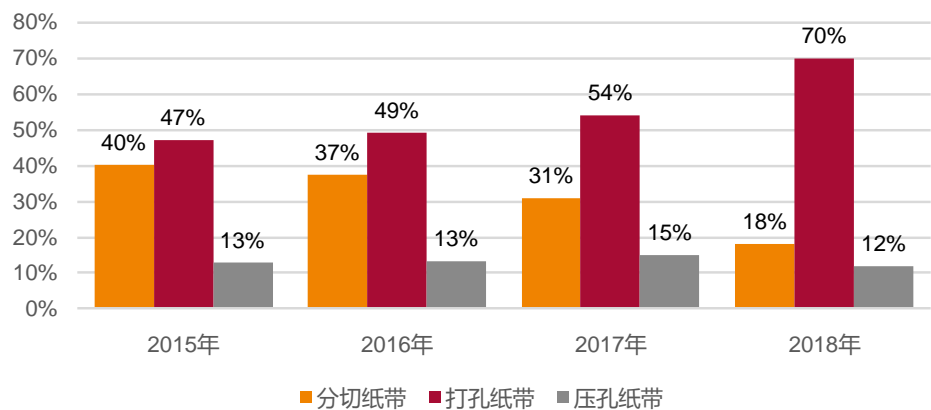
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 议价能力强，保持高盈利能力中枢

公司原纸自供，有效控制成本。之前我国国内生产薄型纸质载带所需的原纸由于受到技术上的限制而主要依赖于从国外进口。通过多年的技术积累和研发实践，公司逐步掌握了薄型载带专用原纸的全套生产技术和工艺，打破了被国外企业近乎垄断的市场格局。公司得以有效地控制了生产成本，保证了原纸供应的稳定性和产品质量。

公司持续优化纸质载带系列产品的结构，增加后端高附加值产品如打孔纸带、压孔纸带的产销量。根据公司年报，公司 2016 年分切纸带、打孔纸带、压孔纸带销售额占比分别为 37%、49%、13%，而 2018 年分别为 18%、70%、12%，分切纸带出货占比降幅明显，打孔纸带出货占比增幅较大，未来打孔纸带新增产能的释放使压孔纸带出货占比有所下降，但绝对数量依然保持上升态势。

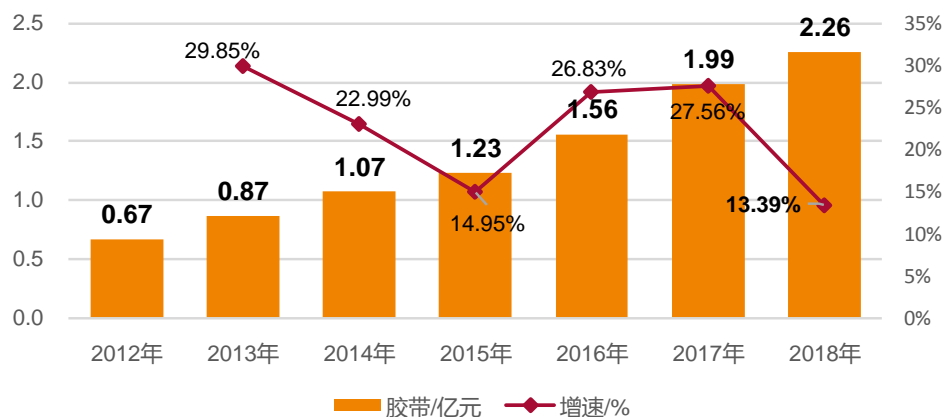
图 21: 洁美科技 2015-2018 年纸质载带产品占比/%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司加快纸带产能扩张之路，为未来两年纸质载带产品的持续增长奠定基础。公司“年产 6 万吨纸质载带项目（一期）”的原纸生产线顺利达产，加快项目二期年产 2.5 万吨原纸生产线的前期筹备、设备选型、预定。公司的原纸产能及后加工能力更加趋于合理。另外作为纸质载带的配套使用产品，胶带产品增量明显，在公司积极引导下，客户采购基本实现了纸质载带和胶带配套采购；随着元器件小型化的加速，0402 胶带、0201 胶带系列产品销量增速明显。胶带长期稳定地成为了第二大营收业务。

图 22: 洁美科技 2012-2018 年胶带营业收入情况/亿元

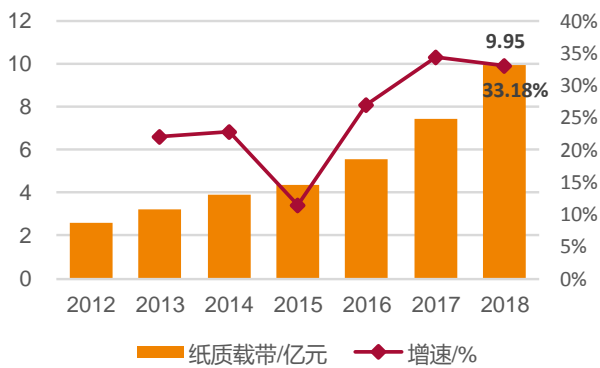


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年度，公司纸质载带销量约为 93.11 亿米，扣除直接出口 33.50 亿米，对应国内市场占有率约 54.02%，在国内占有绝对优势。由于在国内能够形成竞争关系的本土企业很少，公司对下游客户具有一定的议价权。

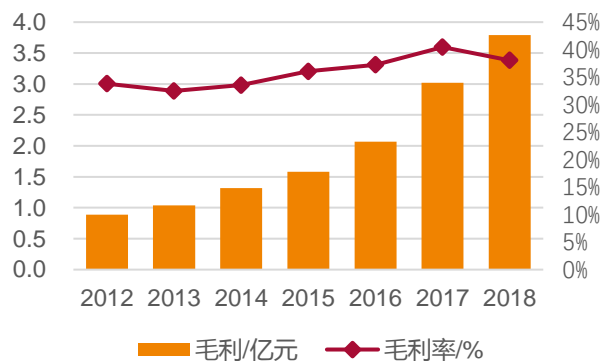
2012 年-2018 年，纸质载带业务营业收入 2.62 亿元攀升到 9.95 亿元，年复合增长率为 24.91%，毛利率从 33.8%增长到 38.05%。2018 年上半年毛利率同比下降 5.02%至 35.25%，根据公司披露投资者交流信息，原因在于原材料价格高位运行，公司涨价有所滞后。今年两次涨价后公司毛利率将会大幅回升，量价齐驱所带来的业绩释放将进一步巩固公司的纸质载带行业龙头地位。

图 23：洁美科技 2012-2018 纸质载带营业收入/亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：洁美科技 2012-2018 年纸质载带毛利/亿元与毛利率/%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 塑料载带&离型膜规模量产，打开成长空间

3.1. 下游市场广阔，塑料载带业务潜力巨大

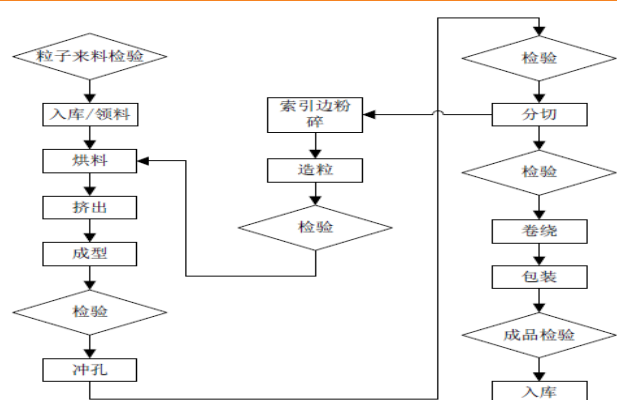
塑料载带以聚碳酸酯（PC）粒子、聚乙烯等为原料，采用粒子一体化高速成型工艺和多层共挤技术制成。塑料载带又可分为 PC（聚碳酸酯）载带、PS（聚苯乙烯）载带和 ABS（丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚树脂）载带，此外也有少量的 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）载带和 APET（非结晶化聚对苯二甲酸乙二醇酯）载带。宽度规格有 8、12、16mm 等。

图 25：塑料载带产品图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 26：塑料载带制作工艺图



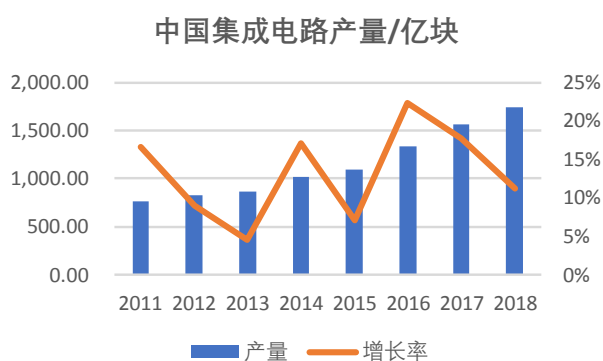
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

塑料载带主要用于封装厚度超过 1mm 的电子元件，主要是半导体分立器件、集成电路和 LED。其中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件封装，目前高端黑色塑料载带主要由 3M、怡凡得 (advantek) 生产，同时这两家厂商也是公司的主要竞争对手。

随着新能源汽车、智能穿戴、智能机器人、智能家居、信息安全、物联网、移动支付、5G 等领域的加速推广和应用，集成电路产业进入了快速发展期，半导体行业各领域持续保持加速增长的态势，LED 产业规模也在不断扩大。电子信息产业的迅猛发展给上游电子元器件产业带来了广阔的市场应用前景，也给配套使用的薄型载带行业带来良好的发展空间。

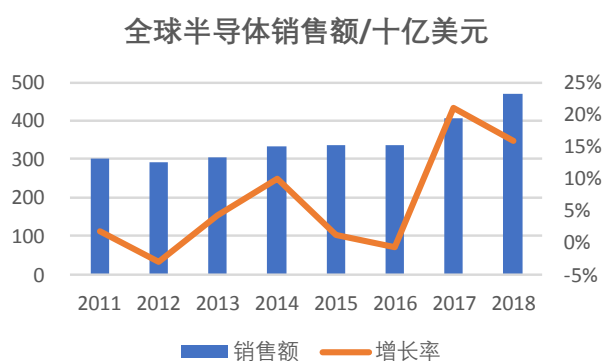
2018 年全球半导体销售额为 4689.6 亿美元，同比增长 15.77%，处于快速增长通道中，其中中国市场的表现引人注目，中国集成电路 2018 年产量为 1738.5 亿块，同比增长 11.16%。

图 27: 中国集成电路产量/亿块



资料来源: wind, 天风证券研究所

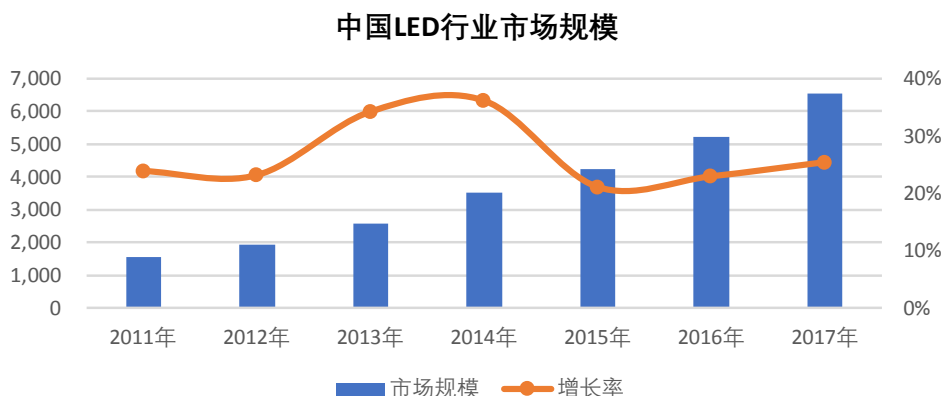
图 28: 全球半导体销售额/十亿美元



资料来源: wind, 天风证券研究所

LED 行业保持高速增长。2011 年至今，中国 LED 行业市场规模从 1560 亿元大幅升至 2017 年的 6538 亿元，年复合增长率高达 27%。

图 29: 中国 LED 行业市场规模

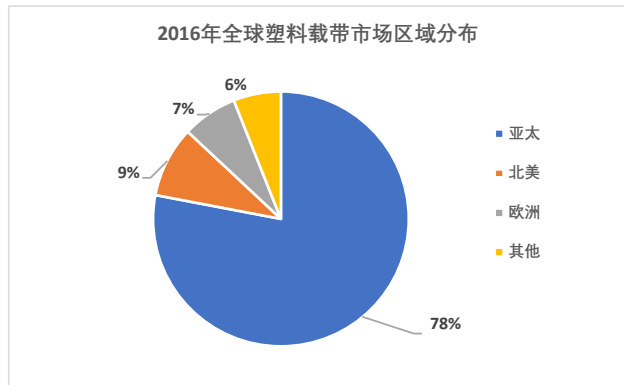


资料来源: Wind, 天风证券研究所

以 2016 年我国半导体分立器件、集成电路、LED 等约 11,349.27 亿只/块的产量为基础，对应的塑料载带使用量约为 90.80 亿米。公司塑料载带国内销量约为 1.74 亿米，约占 1.92%，占国内电子器件塑料载带需求量的比重则更低，再加上塑料载带市场规模比纸质载带大，因此公司在这块业务上有很大的提升空间。

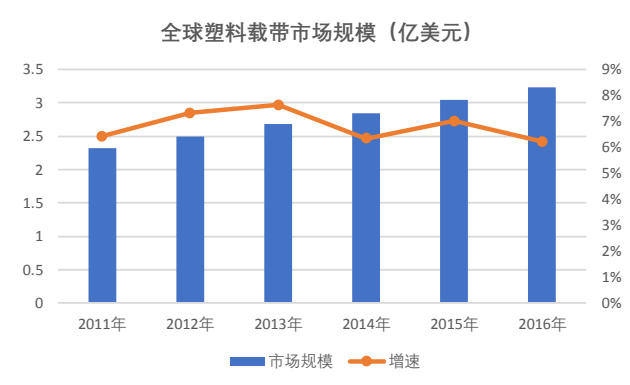
根据智研咨询的数据，2016 年全球塑料薄型载带行业产量为 142.7 亿米，需求量为 142.5 亿米。从市场来看，全球 78.4% 的市场份额集中在亚太地区。市场规模从 2011 年的 2.32 亿美元增长到 2016 年的 3.24 亿美元，年复合增速为 6.9%。

图 30：2016 年全球塑料载带市场区域分布



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

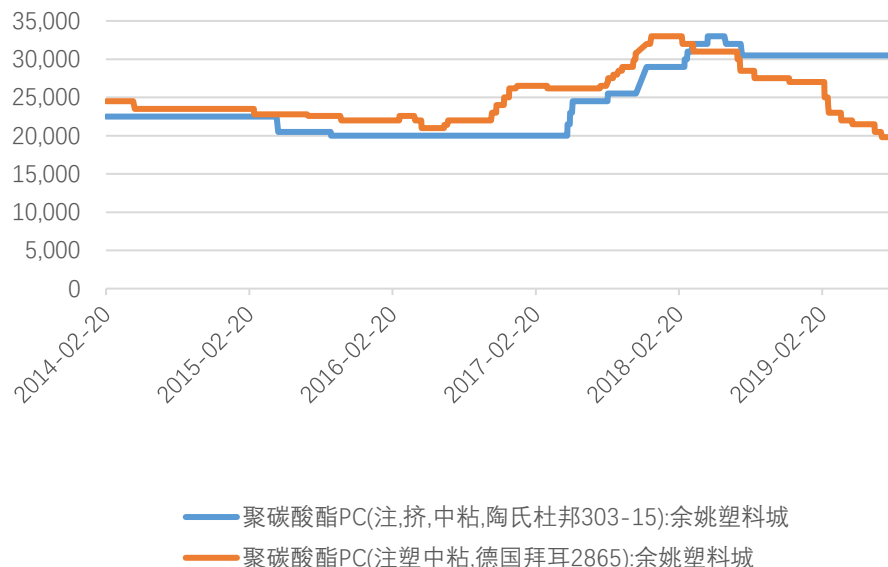
图 31：全球塑料载带市场规模



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

公司所用的塑料粒子聚碳酸酯有多种品类，供应相对稳定，部分依赖进口。2017 年下半年开始聚碳酸酯价格开始走高，其中聚碳酸酯 PC（注塑中粘，德国拜耳 2865）从 17 年 8 月份的 26000 元/吨上升到 2018 年 3 月的 32000 元/吨，聚碳酸酯 PC（注，挤，中粘，陶氏杜邦 303-15）从 24000 元/吨上升到现在的 30500 元/吨，涨幅都在 25%附近。

图 32：2014-2019 年聚碳酸酯价格（元/吨）



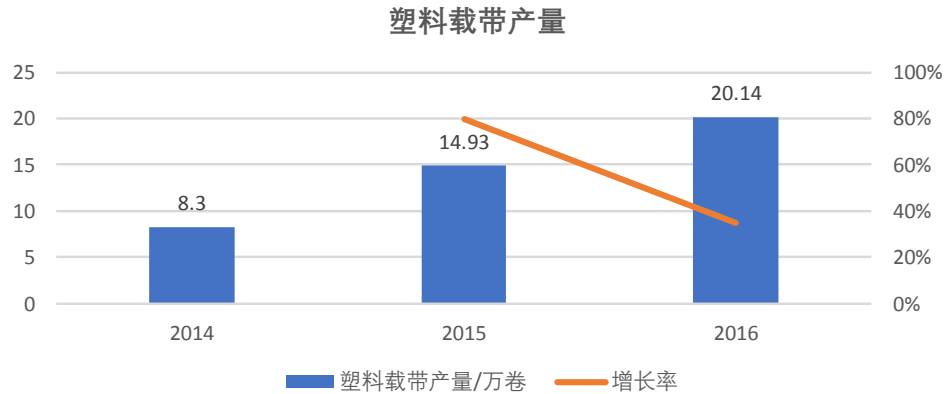
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 黑色 PC 粒子自产技术突破，材料成本降低

目前公司自主研发的利用透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子的技术得到突破，18 年下半年已进入切换原材料阶段，未来塑料粒子自供有望降低原材料采购成本。除此之外，黑色精密小尺寸产品保持了稳定供货，市场反响良好；整合完成了成型模具自主加工能力。公司塑料

载带新增的五条生产线自 18 年 9 月开始已经投产使用，塑料载带产品产能逐步扩张。

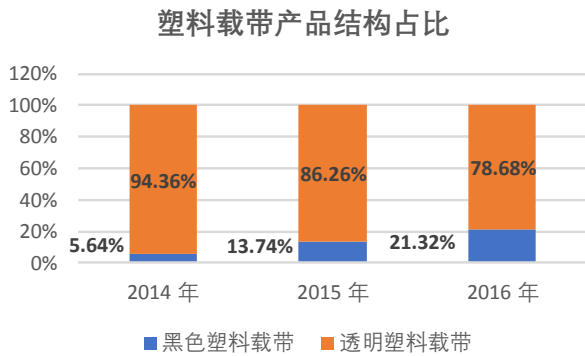
图 33：洁美科技 2014-2016 年塑料载带产量/万卷



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

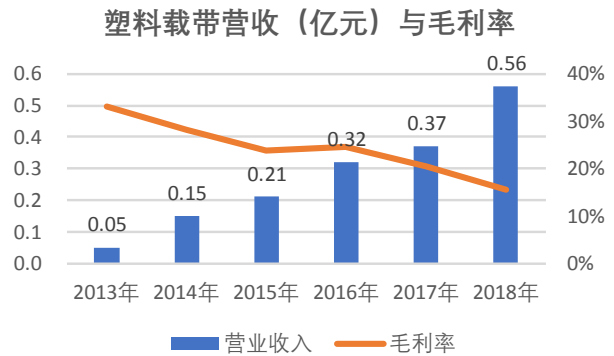
黑色塑料载带占比上升，黑色塑料载带占比从 2014 年度的 5.6% 增加到 2016 年度的 21.32%。公司利用目前纸质载带的市场优势地位，进入全球知名电子元器件供应商塑料载带体系，布局高端黑色塑料载带生产。随着产能的逐渐释放与技术完善，前期通过让利而与客户建立起的长期合作关系将逐步提高公司产品在客户端的份额。当达到一定份额后规模效益一定会显现，毛利率将回升到一个相对成熟稳定的水平。

图 34：洁美科技 2014-2016 年塑料产品结构占比/%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：洁美科技 2013-2018 年塑料载带营收/亿元与毛利率/%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 离型膜应用广泛，市场需求旺盛，加速规模出货

离型膜指薄膜表面能有区分的薄膜，由胶、硅油和基膜等原材料制成。通过对塑料薄膜做等离子处理，或涂氟处理，或涂硅（silicone）离型剂于薄膜材质的表层上而成，如 PET、PE、OPP 等。离型膜与特定的材料在有限的条件下接触后不具有粘性，或轻微的粘性，对于各种不同的有机感胶表现出极轻且稳定的离型力。可根据离型力分为轻离型离型膜、中离型离型膜和重离型离型膜。

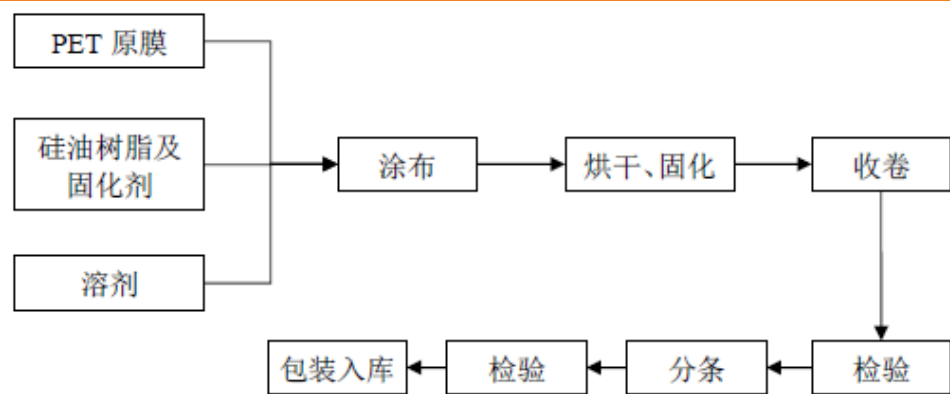
离型膜的用途非常广泛，可以作为印刷电路板（PCB）、LED 行业的层压隔离膜及保护膜、偏光片的原材料、胶粘保护膜产品的保护层、模切行业冲型耗材以及作为多层陶瓷电容器

(MLCC) 及叠层内置天线生产加工过程转移的载体, 广泛应用于多种产品的加工过程中, 如 IT 显示屏、手机、LCD/PDA、家电制造、防伪材料、半导体、汽车、铭板、陶瓷片制造、胶带生产及模切行业, 其中最主要的是在 MLCC 上的应用。目前国内外离型膜的主要厂商有: 百强、杜邦、三井、帝人、台湾明基、星辰科技等。

公司离型膜主要生产工序说明如下:

- (1) 涂布: 将硅油树脂、固化剂等材料与溶剂按一定比例称重、混合、搅拌成均匀溶液后, 通过涂布机均匀涂布在 PET 原膜表面。
- (2) 烘干、固化: 通过烘道 (采用以天然气为燃料的导热油锅炉, 并通过导热油管加热), 使溶剂挥发及硅油固化。
- (3) 分条: 采用分条设备, 将宽幅母卷分切成客户需要的宽度。

图 36: 公司离型膜项目生产工艺流程图



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

离型膜在 MLCC 领域的应用

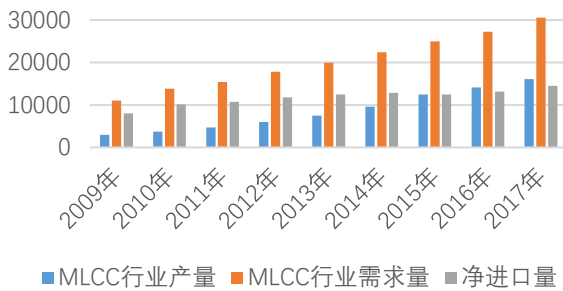
片式多层陶瓷电容器 MLCC (Multi-layer Ceramic Capacitors) 是由印好电极 (内电极) 的陶瓷介质膜片以错位的方式叠合起来, 经过一次性高温烧结形成陶瓷芯片, 再在芯片的两端封上金属层 (外电极), 从而形成一个类似独石的结构体, 故也叫独石电容器。MLCC 内部结构由陶瓷介质体、内电极和外电极三部分构成, 离型膜作为 MLCC 生产加工过程中转移的载体。MLCC 行业里主要厂商有村田、Semco、国巨、太阳诱电、TDK 等。

下游需求叠加供给端产能紧张利好 MLCC 行业。2017 年全球 MLCC 需求量约为 4.47 万亿只, 中国 MLCC 需求量占比 68.4%。中国 MLCC 行业规模从 2011 年 302 亿元增至 2017 年的 522.8 亿元, 年复合增长率为 9.58%。2017 年下半年开始受到消费类电子升级换代、汽车电子大力发展等因素驱动, 被动元器件市场进入景气周期。而日本等主要 MLCC 供应商采取保守产能扩张策略以及旧产能切换导致供给端产能紧张, MLCC 的供需缺口进一步拉大, 行业景气周期有望持续到 2020 年。

图 37: 中国 MLCC 行业规模

图 38: 2017-2018 年 MLCC 厂商扩产计划

中国MLCC供需情况（亿只）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

2017-2018 MLCC厂商扩产计划	
太阳诱电	旗下子公司新泻太阳诱电计划增产MLCC，将投资约100亿日元兴建新厂房（第3号厂房），预计于2018年4月动工，同年12月完工。
三星电机	增加资本支出8.5亿元人民币，在釜山工厂增加工业和汽车专用产品线。另外，还将在菲律宾和中国天津工厂增设MLCC生产线以应对智能手机等消费电子市场。
国巨	芯片电阻及MLCC分别进行10-15%的扩产，届时芯片电阻月产能将达到920亿颗，MLCC月产能将达到410亿颗。
风华高科	投资5556万元，新增0201 MLCC 14亿只/月，项目建设期为2017年10月-2018年6月；投资1.86亿元，新增10亿只/月叠层电感器，建设期为2017年8月-2018年12月。

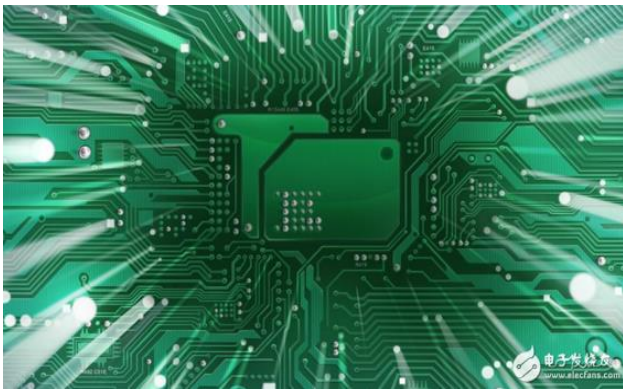
资料来源：电子发烧友，天风证券研究所

离型膜在 PCB 的应用

PCB 是电子元器件的支撑体及其电气连接的载体，主要应用在电脑、通讯、消费电子领域。PCB 离型膜在快速压合工艺中可作为 PCB 的层压隔离膜及保护膜，有耐高温、离型效果好、压合过程无污染的特点，适用于刚性线路板和柔性线路板的生产，并逐渐在越来越多的 PCB 线路板工厂普及开来。全球 PCB 主要厂商有日本的 Sumitomo Denko、Ibiden，韩国的三星电机、大德电子，台湾的欣兴电子，大陆的景旺电子、兴森快捷等。

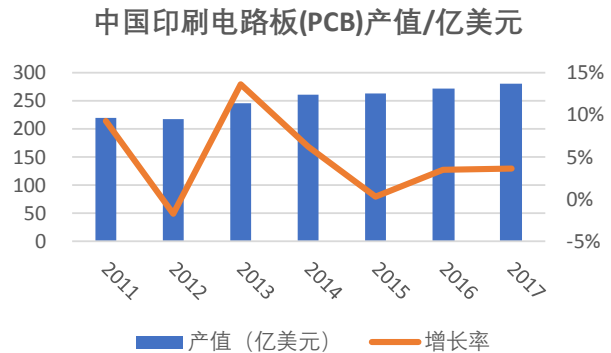
全球 PCB 产业有向中国转移的趋势。2017 年 PCB 全球产值为 552.77 亿美元，是仅次于集成电路和面板之后的第三大电子元器件，中国的 PCB 产值占全球总产值 50%以上，全球 PCB 产业逐渐向中国转移，中国 PCB 年产值从 2011 年的 220.29 亿美元升至 2017 年的 280.93 亿美元，年复合增速为 4.14%。

图 39：PCB 产品图



资料来源：电子发烧友，天风证券研究所

图 40：中国 PCB 年产值

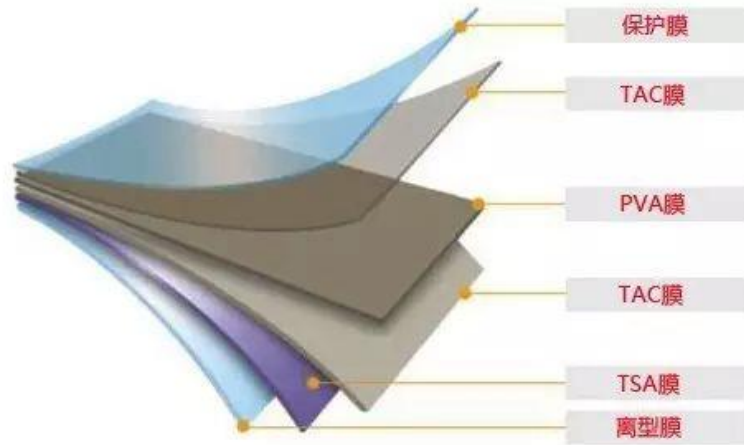


资料来源：Prismark，天风证券研究所

离型膜在偏光片中的应用

偏光片全称是偏振光片，用于液晶显示器的成像，所有的液晶都有前后两片偏振光片紧贴在液晶玻璃，组成总厚度 1mm 左右的液晶片。偏光片的基本结构包括：最中间的 PVA (聚乙烯醇)，两层 TAC(三醋酸纤维素)，PSA film(压敏胶)，Release film(离型膜) 和 Protective film (保护膜)。TAC 膜和 PVA 膜是最主要的膜层，共占总成本约 62%。离型膜和保护膜约占 15%。

图 41：偏光片产品结构图

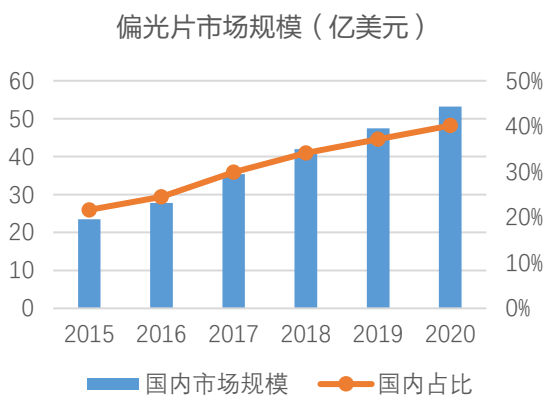


资料来源：三立谱招股说明书，天风证券研究所

未来国内偏光片市场增速远快于全球平均水平。根据 OFweek 产业研究院数据，2017 年偏光片国内市场规模为 35.4 亿美元，同比快速增长 27.3%，占全球市场份额 31.2%。预计到 2020 年，国内偏光片市场规模可达 53.2 亿美元，占全球市场份额提高至 40.2%，预计 2015-2020 年期间复合增长率为 14.6%，远高于全球整体市场。

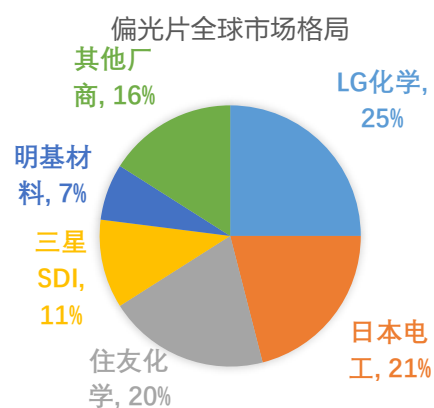
未来 3 年大陆面板产能释放有望提升偏光片国产化率。由于偏光片技术门槛较高，导致市场集中度也非常高，目前主要被 LG 化学、住友化学、日东电工、三星 SDI 等几大厂商垄断。未来三年将是大陆面板产能释放高峰期，偏光片产业向大陆转移的趋势已经形成，国产替代率将逐步提升。目前中国已成为全球偏光片新增需求最大的市场，预计至 2020 年国产偏光片自给率有望提升至 70%，对国产离型膜的需求也会上升。

图 42：中国偏光片市场



资料来源：OFweek 显示网，天风证券研究所

图 43：偏光片全球竞争格局



资料来源：OFweek 显示网，天风证券研究所

公司离型膜 2018 年实现量产，未来产能将大幅增加。公司离型膜 2018 年营收达 0.22 亿，已经实现量产。截止目前，年产 20000 万平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目”一期第一二条生产线实现正常生产，第三条生产线在生产测试各种离型膜类新产品，第四、五条生产线完成安装，进入调试及试生产阶段；二期厂房已经完工。当新增的 5 条产线投产后，产能将达到当前 4 倍。

截至 2018 年年末，公司转移胶带产品已经实现批量供货。目前离型膜主要以离型膜下游客户与公司纸带原有客户几乎完全重叠，下游龙头客户增加 MLCC 产能，势必向公司采购

配套的离型膜产品，离型膜订单的放量将带动公司业绩的大幅提升。国内所需离型膜的市场至少上百亿，目前离型膜主要以进口为主，国产替代进口具有较大的发展空间，公司离型膜业务有望加速成长。

表 3：洁美科技离型膜生产情况

指标	说明
生产概况	2017 年小批量生产，2018 年开始量产
营收	2018 年营收 0.22 亿元
产能	“年产 20000 万平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目”一期第一二条产线正常生产，第三条生产线在生产测试各种离型膜类新产品，第四、五条生产线完成安装，进入调试及试生产阶段；二期厂房完工
客户使用情况	公司所有电感和 MLCC 客户开始批量使用，日韩客户还在小批量试用
未来产能	新增的 5 条产线投产后产能是当前 4 倍
目标	MLCC 离型膜做到全球总量 30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

根据对纸质载带、塑料载带以及离型膜行业和公司各产品的布局和进展的分析，我们预计公司 19-21 年营收分别为 15/18.9/26.4 亿元，其中纸质载带营收分别为 10.1/12.2/14.4 亿元。我们预计公司整体毛利率 19-21 年分别为 34.5%/37.3%/36.7%，其中纸质载带业务毛利率分别为 36.0%/38.0%/38.0%。我们预计公司 19-21 年归母净利润分别为 2.78/3.97/5.47 亿元。

表 4：洁美科技收入构成及预测/亿元

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5.90	7.53	9.96	13.11	15.00	18.90	26.40
纸质载带	4.38	5.56	7.47	9.95	10.10	12.20	14.40
胶带	1.23	1.56	1.99	2.26	2.50	3.00	3.20
塑料载带	0.21	0.32	0.37	0.56	1.10	2.00	5.00
离型膜	0.00	0.00	0.00	0.22	0.80	1.20	3.00
其他主营业务	0.04	0.05	0.07	0.04	0.5	0.5	0.8

资料来源：Wind，天风证券研究所估算

表 5：洁美科技各产品毛利率及预测/%

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率(%)	37.43%	38.58%	40.13%	39.20%	34.5%	37.3%	36.7%
纸质载带	36.05%	37.26%	40.46%	40.00%	36.0%	38.0%	38.0%
胶带	46.52%	48.06%	44.41%	40.22%	42.0%	43.0%	43.0%
塑料载带	23.76%	24.59%	20.34%	25.00%	20.0%	28.0%	33.0%
离型膜	0.00%	0.00%	0.00%	30.00%	20.0%	38.0%	33.0%
其他主营业务	14.58%	10.20%	15.17%	15.17%	22.0%	22.0%	25.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所估算

我们采取同类型可比公司相对估值预测 PE 为估值方法，可比公司均为 A 股具备较好成长

性的电子材料公司(三利谱/中石科技/顺络电子),可比公司2020年一致预期的PE平均值为23.83。考虑纸质载带行业的市场规模以及公司未来业绩增长趋势和速度,我们给予目标价38.5元(对应公司2019年25倍PE,参考可比公司平均值),首次覆盖给予买入评级。

表6:可比公司估值法

代码	公司	最新收盘价/元	2019EPS/元	2020EPS/元	2019PE	2020PE
002876.SZ	三利谱	27.2	1.03	1.65	26.32	16.48
300684.SZ	中石科技	38.3	0.69	0.93	40.27	29.58
002138.SZ	顺络电子	23.47	0.72	0.92	32.8	25.43
预测PE平均值					33.13	23.83

资料来源:Wind,天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	230.10	361.28	574.14	364.54	721.35
应收票据及应收账款	371.62	426.03	504.29	567.66	929.67
预付账款	10.77	8.98	8.44	16.84	18.26
存货	124.37	326.12	126.00	428.02	343.57
其他	40.62	33.99	33.52	42.06	44.40
流动资产合计	777.48	1,156.40	1,246.39	1,419.12	2,057.24
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	652.08	713.04	752.80	790.21	813.21
在建工程	51.91	130.44	114.26	116.56	99.94
无形资产	71.45	99.91	117.80	115.80	113.70
其他	10.06	14.50	12.42	10.99	10.14
非流动资产合计	785.50	957.89	997.29	1,033.56	1,036.98
资产总计	1,562.97	2,114.29	2,243.68	2,452.67	3,094.23
短期借款	50.00	144.03	29.96	30.02	29.99
应付票据及应付账款	93.60	192.21	286.60	239.66	472.23
其他	35.43	31.57	37.24	33.93	43.31
流动负债合计	179.03	367.81	353.80	303.60	545.53
长期借款	9.00	98.67	30.00	30.00	30.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.45	91.49	47.22	35.70	44.80
非流动负债合计	37.45	190.16	77.22	65.70	74.80
负债合计	216.48	557.97	431.02	369.30	620.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	255.70	258.47	258.47	258.47	258.47
资本公积	646.00	690.12	690.12	690.12	690.12
留存收益	1,089.83	1,342.77	1,554.19	1,824.90	2,215.42
其他	(645.04)	(735.04)	(690.12)	(690.12)	(690.12)
股东权益合计	1,346.50	1,556.32	1,812.66	2,083.37	2,473.89
负债和股东权益总	1,562.97	2,114.29	2,243.68	2,452.67	3,094.23

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	196.22	275.30	277.76	397.17	546.61
折旧摊销	35.77	49.02	38.48	42.37	45.70
财务费用	5.57	2.20	(2.10)	(5.92)	(7.08)
投资损失	(2.02)	(0.89)	(0.67)	(0.67)	(0.67)
营运资金变动	(131.38)	(108.27)	180.14	(442.57)	(29.28)
其它	4.47	(49.01)	(1.78)	0.30	0.40
经营活动现金流	108.64	168.35	491.83	(9.33)	555.67
资本支出	151.82	153.07	124.22	91.59	40.87
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(316.34)	(351.54)	(181.18)	(171.31)	(90.72)
投资活动现金流	(164.52)	(198.48)	(56.95)	(79.72)	(49.85)
债权融资	59.00	242.71	59.96	60.02	59.99
股权融资	616.76	21.30	47.01	5.92	7.08
其他	(444.76)	(107.88)	(329.00)	(186.48)	(216.08)
筹资活动现金流	231.00	156.13	(222.02)	(120.55)	(149.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	175.12	126.00	212.86	(209.59)	356.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	996.41	1,311.10	1,500.12	1,890.15	2,640.21
营业成本	596.52	825.28	982.48	1,184.89	1,671.33
营业税金及附加	7.34	7.54	8.58	11.87	15.62
营业费用	42.99	51.72	49.50	64.27	84.49
管理费用	60.37	65.05	76.51	90.73	124.09
研发费用	48.33	63.77	63.00	85.06	121.45
财务费用	23.14	(20.30)	(2.10)	(5.92)	(7.08)
资产减值损失	5.87	2.63	4.05	4.18	3.62
公允价值变动收益	0.00	0.88	(1.78)	0.30	0.40
投资净收益	2.02	0.89	0.67	0.67	0.67
其他	(11.99)	(9.63)	2.22	(1.94)	(2.14)
营业利润	221.83	323.27	316.98	456.04	627.76
营业外收入	0.35	0.01	2.95	1.10	1.35
营业外支出	0.07	1.16	0.66	0.63	0.82
利润总额	222.11	322.12	319.27	456.51	628.29
所得税	25.88	46.82	41.50	59.35	81.68
净利润	196.22	275.30	277.76	397.17	546.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	196.22	275.30	277.76	397.17	546.61
每股收益(元)	0.76	1.07	1.07	1.54	2.11

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	32.26%	31.58%	14.42%	26.00%	39.68%
营业利润	41.58%	45.73%	-1.95%	43.87%	37.65%
归属于母公司净利润	42.07%	40.30%	0.89%	42.99%	37.63%
获利能力					
毛利率	40.13%	37.05%	34.51%	37.31%	36.70%
净利率	19.69%	21.00%	18.52%	21.01%	20.70%
ROE	14.57%	17.69%	15.32%	19.06%	22.10%
ROIC	27.04%	22.22%	19.27%	30.46%	30.56%
偿债能力					
资产负债率	13.85%	26.39%	19.21%	15.06%	20.05%
净负债率	-12.71%	-7.62%	-28.37%	-14.62%	-26.73%
流动比率	4.34	3.14	3.52	4.67	3.77
速动比率	3.65	2.26	3.17	3.26	3.14
营运能力					
应收账款周转率	3.13	3.29	3.22	3.53	3.53
存货周转率	8.42	5.82	6.64	6.82	6.84
总资产周转率	0.74	0.71	0.69	0.80	0.95
每股指标(元)					
每股收益	0.76	1.07	1.07	1.54	2.11
每股经营现金流	0.42	0.65	1.90	-0.04	2.15
每股净资产	5.21	6.02	7.01	8.06	9.57
估值比率					
市盈率	39.29	28.01	27.76	25.00	23.21
市净率	5.73	4.95	4.25	3.70	3.12
EV/EBITDA	27.84	19.11	20.33	15.01	10.56
EV/EBIT	31.31	21.66	22.81	16.43	11.34

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com