



2016-04-13

公司深度报告

买入/维持

银禧科技(300221)

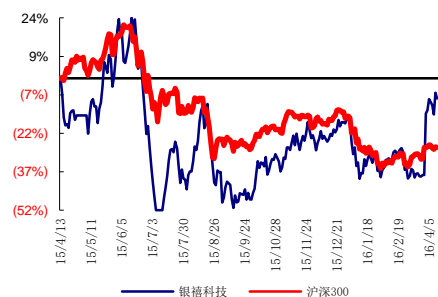
目标价: 21.09

昨收盘: 14.72

化工 塑料 II

16 年净利润有望爆发性增长，积极关注公司市值管理

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	403/400
总市值/流通(百万元)	5,936/5,888
12 个月最高/最低(元)	32.15/7.70

相关研究报告:

《银禧科技: 改性塑料业务保持平稳, CNC 结构件订单增加将贡献超预期利润》

--2016/03/31

《银禧科技: 兴科电子贡献收益占 2015 年营业利润一半以上, 体量小易转型》

--2016/02/23

《银禧科技: 2015 年净利润预增 70%-100%, 努力寻求转型增厚公司业绩》

--2016/01/06

证券分析师: 姚鑫

电话: 010-88321661

E-MAIL: yaox@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210080004

研究员: 段一帆

电话: 010-88321827

E-MAIL: duanyf@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080056

报告摘要

◆ **兴科电子“具备全制程能力+租赁机床扩大产能”，利润将迎来大幅增长。**兴科电子成立两年来，通过不断积累经验实现了从单制程向全制程的转型，并获得了乐视、小米、华为等手机厂商的订单。2016 年 1 月 27 日，兴科电子与沈阳机床签订了为期 2 年的经营性租赁合同，合同总金额 5.1 亿，租赁标的物为立式钻攻中心。兴科电子选择租赁机床而不是直接购买，一方面可以充分利用资金获得更多产能，另一方面可以避免囤积大量固定资产有可能会面临的行业过剩风险。公司 2016 年一季度的净利率 4,200 万~5,000 万元，预计改性塑料一季度贡献的利润和去年相当，那么兴科电子贡献的投资收益大约在 3,300 万~4,100 万之间。由于公司持有兴科电子股份比例为 33.80%，则兴科电子第一季度的净利润大约在 1~1.2 亿之间。我们将兴科电子和长盈精密作比较，兴科电子原有 CNC 机床数为 2,000 左右（自有机床+委外加工设备），另外再获得从沈阳机床租赁来的设备，兴科电子的 CNC 加工产能预计将和长盈精密产能（3,000 台自有机床+外协机床，一共不到 10,000 台）相当；长盈精密 2015 年净利润将近 4.5 亿，兴科电子今明两年净利润有望达到长盈精密 2015 年水平。兴科电子从经验积累和金属结构件种类来看，和长盈精密还有一定差距，但参考长盈精密目前的市值，我们预计兴科电子 2016-2017 年的市值为 150 亿左右，则兴科电子归属于公司的市值为 50 亿左右。

◆ **改性塑料改善产品结构，业绩保持平稳。**公司之前改性塑料主要以应用于电线电缆领域的阻燃料为主，但阻燃料的毛利率一般，2015 年年报显示，公司加大了在毛利率更高的塑料合金料和增强增韧料这两类改性塑料的销售比例。公司主营改性塑料产品多年，生产各类改性塑料的工艺都很成熟。改性塑料行业虽然市场空间大，但行业非常分散，行业龙头金发科技市场占有率 5% 左右，公司市场占有率更是不到 1%，所以公司今后改性塑料能否带来利润的增长主要取决于订单的增长情况。公司改性塑料产能 20 万吨左右，开工率 70% 左右。我们将公司与普利特对比，公司改性塑料产能不及普利特，产量则和普利特相差不大；普利特生产的改性塑料用于汽车行业，所得利润远大于公司，但生产用于毛利率更高的汽车等行业的改性塑料也是公司努力的目标所在。参考普利特目前市值和公司以往市值表现，我们认为公司

改性塑料业务未来所对应市值至少能保持在 35 亿以上。

◆ **3D 打印材料实现上市销售，银禧光电开始盈利并挂牌新三板。**

2015 年，公司研发的 ABS、PLA 线材及复合材料、PVA 线材、PA 粉末及复合材料都实现了上市销售，公司是目前国内对 3D 打印材料覆盖最全面的公司，同时还能提供 3D 打印服务，不过 3D 打印能够实现大量利润还将取决于行业前景。银禧光电 2015 年实现了 130 万净利润，并获准在新三板挂牌。

◆ **估值与评级。**兴科电子在 CNC 金属精密结构件的制备方面，有技术、有产能也有订单，利润较有保障；改性塑料作为公司传统主营，预计业绩能保持平稳；银禧光电的 LED 灯具配件和 3D 打印材料也能逐步开始贡献利润。预计公司 2016 年~2018 年的 EPS 分别为 0.524 元、0.626 元和 0.728 元，对应 4 月 12 日收盘价(14.75 元)PE 分别为 148X、28X 和 24X。维持“买入”的投资评级。

◆ **风险提示。**兴科电子能否持续盈利；改性塑料下游需求疲软；3D 打印应用较慢。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1148.71	1415.00	1698.98	1700.00
(+/-%)	3.77%	23.18%	20.07%	0.06%
净利润(百万元)	39.59	211.33	252.58	293.64
(+/-%)	69.74%	433.78%	19.52%	16.26%
摊薄每股收益(元)	0.100	0.524	0.626	0.728
市盈率(PE)	250.34	147.98	28.14	23.55

资料来源：太平洋证券

目录

一、从改性塑料走向 LED 相关产品、CNC 结构件和 3D 打印	5
二、兴科电子进入主流 CNC 全制程供应商行列，订单大幅增加将贡献超预期利润	6
（一）连续增资兴科电子，实现由单制程向多全制程的转型	6
（二）大笔机床租赁满足订单需求，16 年一季度业绩开始爆发	7
三、改性塑料改善产品结构，银禧光电挂牌新三板	8
（一）改性塑料改善产品结构，毛利率得到提升	9
（二）银禧光电专注于 LED 灯具配件，挂牌新三板成公众公司	11
四、3D 打印材料覆盖最全面的公司	13
（一）3D 打印空间巨大	13
（二）结合自身优势，从 3D 打印材料切入 3D 打印领域	15
六、投资建议	16
七、风险提示	16

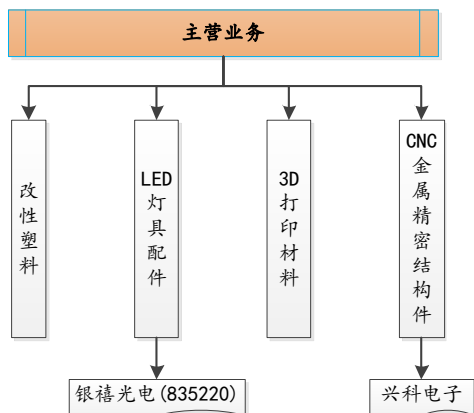
图表目录

图表 1: 公司主营业务	5
图表 2: 主要股东和参控股公司	5
图表 3: 近五年营业收入及增长情况	5
图表 4: 近五年净利润及增长情况	5
图表 5: 手机金属外壳	6
图表 6: 全球智能手机出货量及增长情况	6
图表 7: 对兴科电子的增资情况	7
图表 8: 兴科电子贡献的投资收益 (单位: 万元)	7
图表 9: 乐视乐 Max 手机金属机身生产工艺	8
图表 10: 沈阳机床的立式钻攻中心	8
图表 11: 改性塑料产业链	9
图表 12: 改性塑料下游应用	9
图表 13: 部分公司改性塑料产品与部分银禧光电产品	9
图表 14: 公司改性塑料生产基地分布	10
图表 15: 近五年各改性塑料营业收入 (单位: 百万)	10
图表 16: 近五年各类改性塑料的毛利率	10
图表 17: 进口 PVC 粉平均单价 (单位: 美元/吨)	11
图表 18: 全球 LED 照明市场规模 (单位: 百万美元)	12
图表 19: 全球 LED 照明渗透率 (单位: %)	12
图表 20: 全球 LED 灯泡平均价 (单位: 美元)	12
图表 21: 中国 LED 灯泡平均价 (单位: 美元)	12
图表 22: 银禧光电主要客户情况	13
图表 23: 银禧光电利润表主要项目 (单位: 万元)	13
图表 24: 3D 打印作品	13
图表 25: 全球 3D 打印产值 (单位: 亿美元)	14
图表 26: 全球个人 3D 打印机销量 (单位: 台)	14
图表 27: 3D 打印材料	15
图表 28: 公司历史 PE-BANDS	17
图表 29: 公司历史 PB-BANDS	17
图表 30: 财务报表预测	18

一、从改性塑料走向 LED 相关产品、CNC 结构件和 3D 打印

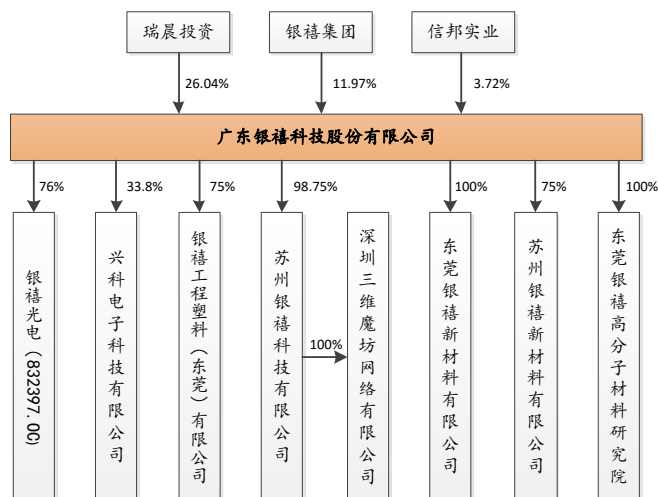
公司目前主营业务为改性塑料、LED 灯具配件、3D 打印材料和 CNC 金属精密结构件。公司利用传统从事改性塑料研发生产的优势，扩展了下游 LED 照明灯具专用塑料配件的研制，研究 3D 打印高分子材料，此外，还拓展了 CNC 金属精密结构件的业务。公司 LED 灯具配件业务由子公司银禧光电负责实施，银禧光电于 2015 年 12 月 14 日获准在股转系统进行挂牌，并于 2016 年 3 月 31 日发布了股票发行方案。公司 CNC 金属精密结构件主要由参股子公司兴科电子负责实施，另外公司总部也有 50 台左右的 CNC 机床。

图表 1：公司主营业务



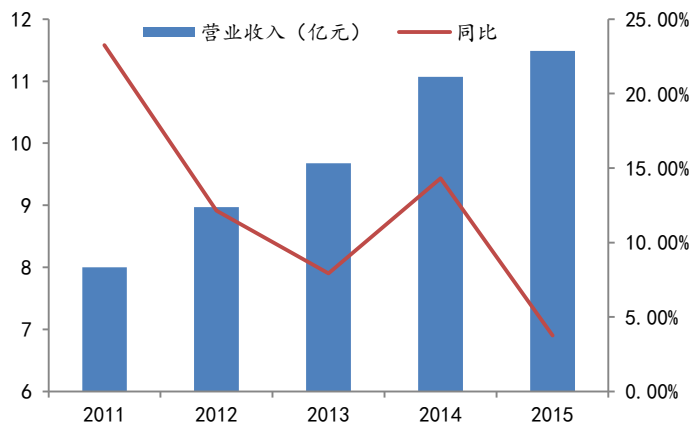
资料来源：太平洋证券整理

图表 2：主要股东和参控股公司



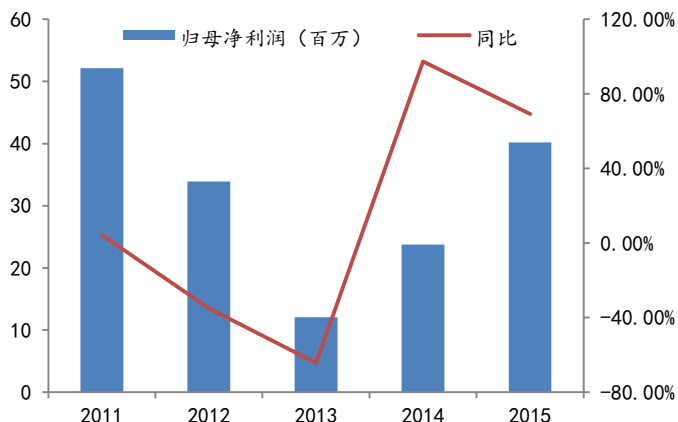
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 3：近五年营业收入及增长情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：近五年净利润及增长情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、兴科电子进入主流 CNC 全制程供应商行列，订单大幅增加将贡献超预期利润

（一）连续增资兴科电子，实现由单制程向多全制程的转型

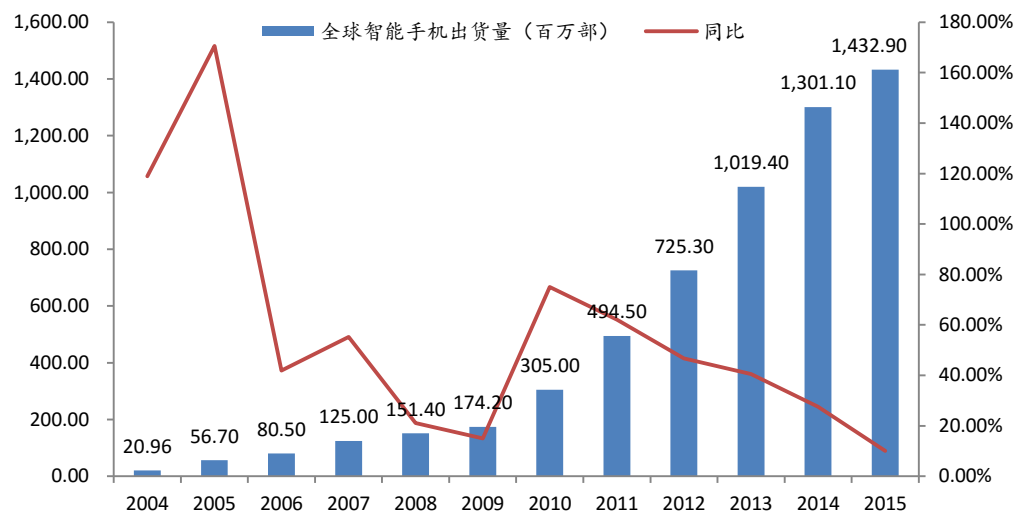
图表 5：手机金属外壳



资料来源：互联网，太平洋证券整理

从 iPhone5 推出时用金属外壳替代了塑料外壳开始，手机金属外壳成为了国内外各中高端智能手机的标志。公司于 2014 年 6 月 4 日注册成立了兴科电子科技有限公司，开始涉足快速增长的手持移动设备 CNC 金属结构组件加工领域，为公司开拓了新的业务领域和利润增长点。兴科电子成立后，一年半时间内，公司及其他股东对其进行了三次增资，实力不断增强，这期间，银禧科技一直为兴科电子的第一大股东，持股 33.80%。2015 年上半年，公司以自有资金投资了 50 台左右的 CNC 机床，而兴科电子则从做 CNC 结构件的代加工开始了向 CNC 全制程供应商的转型。

图表 6：全球智能手机出货量及增长情况



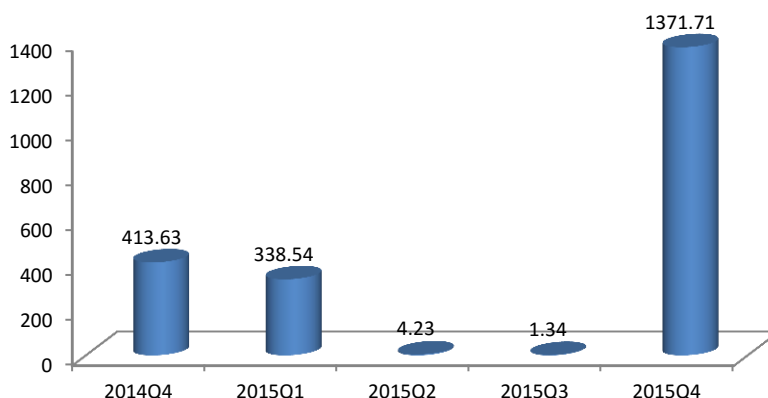
资料来源：IDC 数据，太平洋证券整理

图表 7：对兴科电子的增资情况

时间	事件	注册资本（万元）
2014 年 6 月 4 日	公司成立	5,000
2014 年 9 月 12 日	第一次增资	11,000
2014 年 12 月 31 日	第二次增资	15,000
2015 年 11 月 25 日	第三次增资	18,000

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 8：兴科电子贡献的投资收益（单位：万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2015 年第二季度和第三季度，是兴科电子从单制程向全制程转型的阵痛期，这期间给公司贡献的投资收益分别只有 4.23 万和 1.34 万，到 2015 年底，兴科电子基本完成了从单制程向全制程的转型，2015 年第四季度贡献了投资收益 1371.71 万元。目前，兴科电子已建立了从 CNC 加工、金属打磨、激光雕刻、金属 T 处理、精密注塑、金属喷砂、阳极氧化等全套工艺，发展成为技术含量更高的 CNC 金属精密结构件全制程解决方案提供商，进入了国内 CNC 结构件供应商梯队前列。

（二）大笔机床租赁满足订单需求，16 年一季度业绩开始爆发

2016 年 3 月 10 日，公司发布了兴科电子签署重大经营性租赁合同的公告，兴科电子与沈阳机床签订了为期 2 年的经营性租赁合同，合同总金额 5.1 亿，租赁标的物为立式钻攻中心（一种金属切削的 CNC 机床），合同签署的时间为 2016 年 1 月 27 日。国产 CNC 机床的价格最贵的预计也在 30 万/台以下，如果是直接购买，5.1 亿的金额估计可以买到 2,000 台左右的 CNC 机床，而进行为期两年的租赁，能够获取的机床数应该远大于 2,000 台。公司 2016 年一季度的净利率 4,200 万-5,000 万元，预计改性塑料一季度贡献的利润和去年相当，那么兴科电子贡献的投资收益大约在 3,300 万-4,100 万之间，也就是 2015 年第四季度贡献投资收益的 2.5-3 倍。

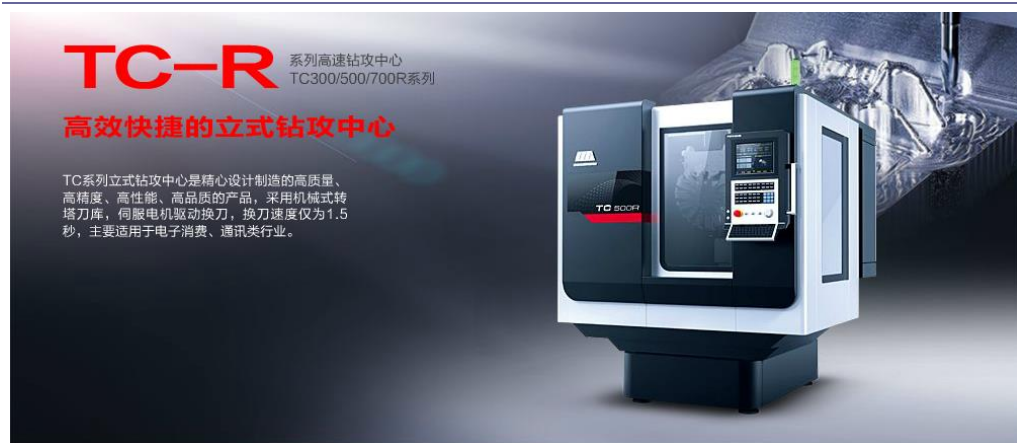
兴科电子与沈阳机床的租赁合同是分批交货，所以其产能后续还会继续增加，CNC金属精密结构件经过两年的经验储备和技术积累，在2016年会迎来利润的爆发点。

图表 9：乐视乐 Max 手机金属机身生产工艺



资料来源：前沿数控技术，太平洋证券整理

图表 10：沈阳机床的立式钻攻中心

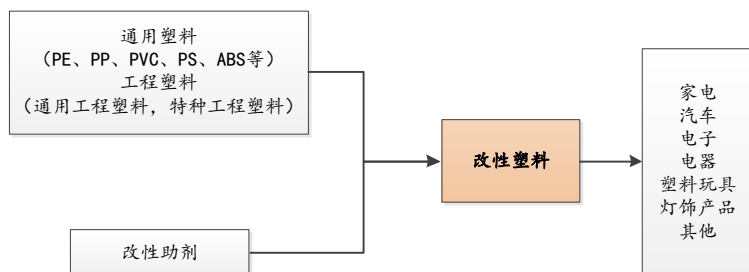


资料来源：沈阳机床官网，太平洋证券整理

三、改性塑料改善产品结构，银禧光电挂牌新三板

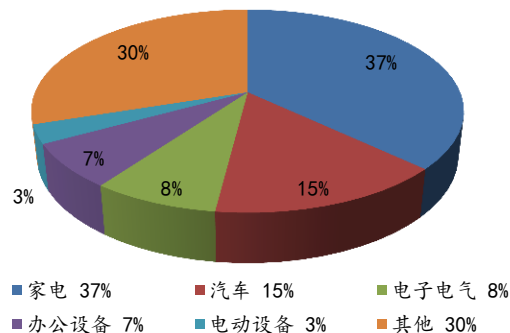
改性塑料属于石油化工产业链中的中间产品，主要由五大通用塑料和五大工程塑料为塑料基质加工而成，具有阻燃、抗冲、高韧性、易加工性等特点。下游主要应用于家电、汽车、电子电气等领域。

图表 11：改性塑料产业链



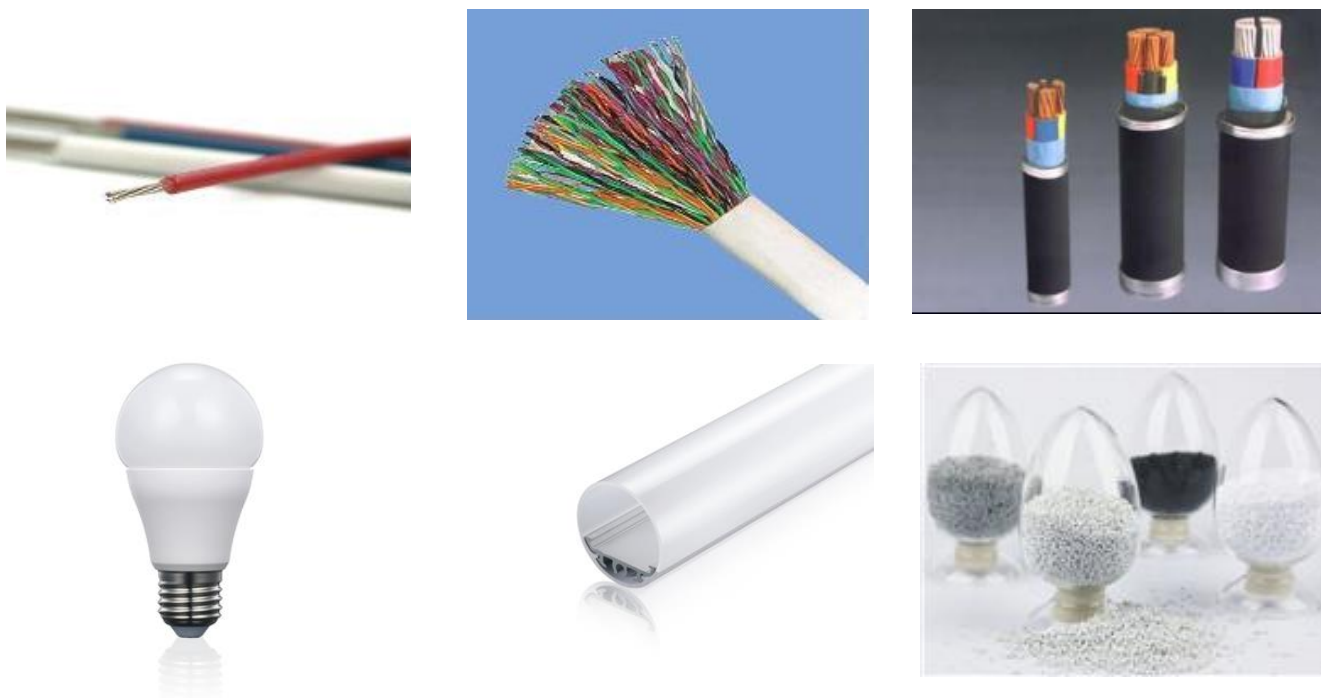
资料来源：太平洋证券整理

图表 12：改性塑料下游应用



资料来源：太平洋证券整理

图表 13：部分公司改性塑料产品与部分银禧光电产品



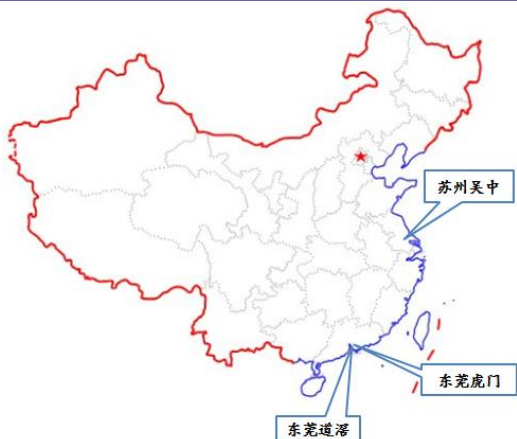
资料来源：银禧科技官网，银禧光电官网，太平洋证券整理

（一）改性塑料改善产品结构，毛利率得到提升

银禧科技已建立了阻燃材料、耐候材料、增强增韧材料、塑料合金材料以及环保耐用材料等五大技术体系和产品系列。拥有十余项核心技术，500 多个牌号，共 3,300 多项改性产品。产品广泛应用于电线电缆、电子电气、家用电器和商用设备，以及汽车、交通、建筑、玩具、灯饰和医疗等领域。获得国内外多种产品认证资格，如 CQC、UL、ACS 等，其中 PVC 电线电缆料是国内唯一一家获得美国 ULQMTM2 认证的产品，而公司在国内电线电缆料领域的市场占有率也是最高的。

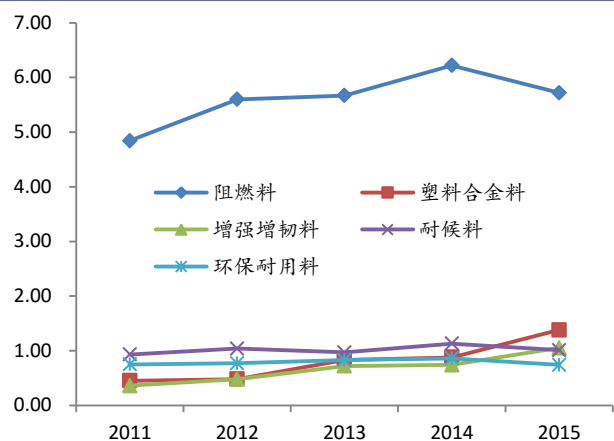
目前，银禧科技改性塑料产能 20 万吨左右，公司的 3 个生产基地中，东莞虎门的产能为 8 万吨，东莞道滘的产能为 4 万吨，苏州吴中的产能为 10 万吨左右。公司改性塑料的开工率 70% 左右，其中有七到八万吨的产量是 PVC 改性塑料。

图表 14：公司改性塑料生产基地分布



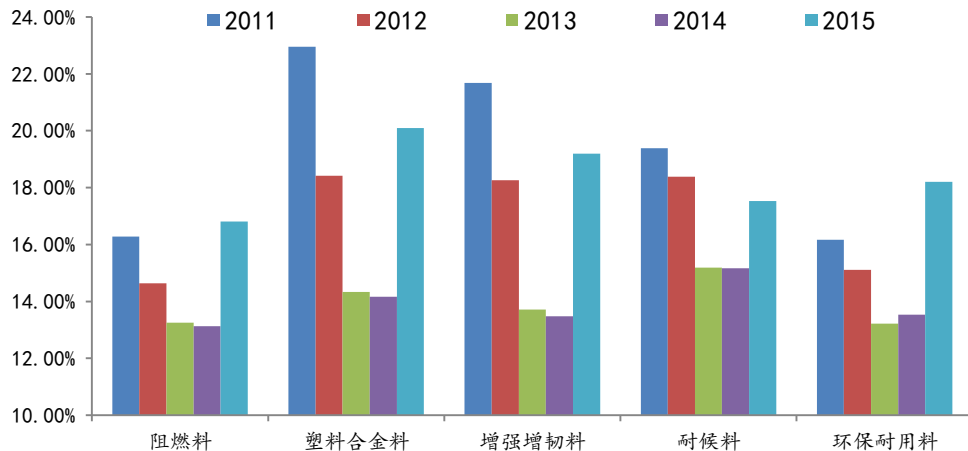
资料来源：公司网站，太平洋证券整理

图表 15：近五年各改性塑料营业收入（单位：百万）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 16：近五年各类改性塑料的毛利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2015 年，公司改性塑料产品实现营业收入 105,112.63 万元，同比降低 1.08%，其中，阻燃料、耐候料、环保耐用料的营业收入同比分别降低了 8.12%、10.24% 和 14.57%，而增强增韧料、塑料合金料的营业收入同比增加 42.32% 和 57.96%。公司改性塑料产品总体营业收入下降，可能是由于 2015 年油价下行导致公司改性塑料产品的销售价格下降，以及改性塑料行业需求增长的缓慢。

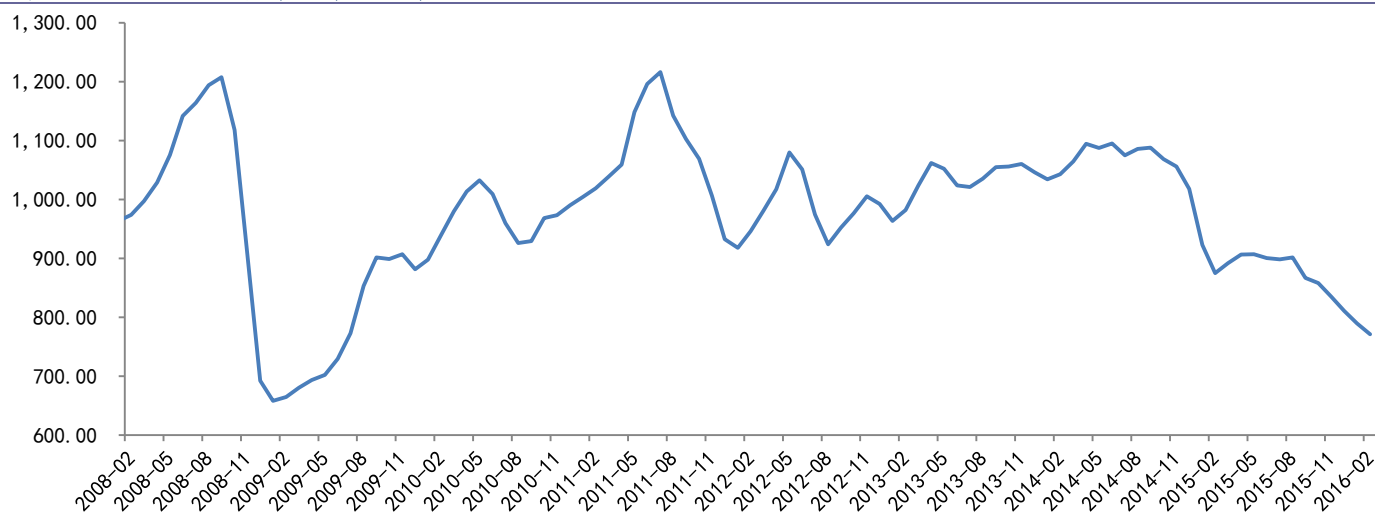
2015 年，公司各改性塑料的品种毛利率明显提升，按公司年报的说法，是“公司通过不断提升产品技术及成本优势、开发高毛利产品、加强内部管理等方法，改

性塑料产品毛利率较 2014 年有较大的提升”。公司在招股说明书中提到，公司主要原材料为 PVC 粉，为保证产品质量，公司主要从国际知名化工企业进口原材料。PVC 粉的价格会随原油价格波动而波动，2015 年国际原油价格的走低，进口 PVC 粉的价格会相应降低，虽然公司产品的售价也会受到原料价格下降的传导，但价格往下游传导可能需要一定反应时间，同时公司又不断改善运营，所以改性塑料产品的毛利率提升明显。

过去几年，公司改性塑料的销售主要以阻燃料为主，但从 2015 年销售的改性塑料产品来看，毛利率更高的塑料合金料和增强增韧料的产品销售开始增加，而毛利率较低的阻燃料的销售已出现减少，公司改性塑料产品的结构得到一定改善。

改性塑料是公司的传统主营业务，虽然下游目前不是特别景气，但近几年该项业务的发展一直比较平稳。从公司的发展战略来看，改性塑料不会再扩充产能，公司主要今后将依靠其他业务来增加总体盈利能力。

图表 17：进口 PVC 粉平均单价（单位：美元/吨）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

（二）银禧光电专注于 LED 灯具配件，挂牌新三板成公众公司

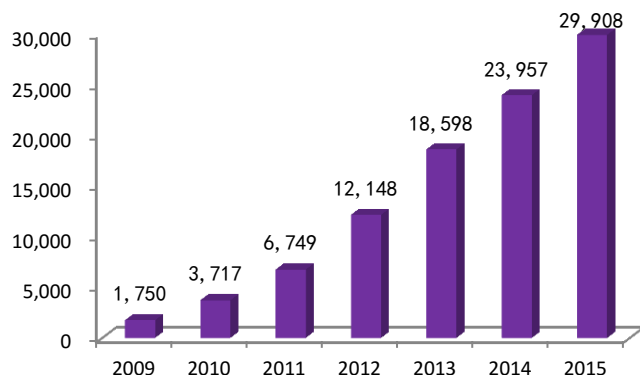
子公司银禧光电主要为客户提供 LED 灯具材料（包括光扩散材料、导热材料、阻燃遮光材料）、LED 灯具套件、结构与外形设计服务。

半导体(LED)照明亦称固态照明，是继白炽灯、荧光灯之后的又一次光源革命。因节能环保、寿命长、应用广泛，作为节能环保产业的重要领域，被列入我国战略性新兴产业。2013 年 2 月 17 日，国这发改委、科技部、工信部、财政部、住建部、国家质检总局联合编制并发布了《半导体照明节能产业规划》。

目前全球白炽灯禁止正进入第二波高峰期。美国政府从2014年1月1日起正式宣布，在美国境内全面禁止生产和进口白炽灯，并自2014年起淘汰60W和40W的白炽灯。中国在2014年也进入了主流白炽灯禁止阶段，到2015年，白炽灯的市场占有率将降到10%以下。欧盟则在2012年底，已经全面淘汰了白炽灯。

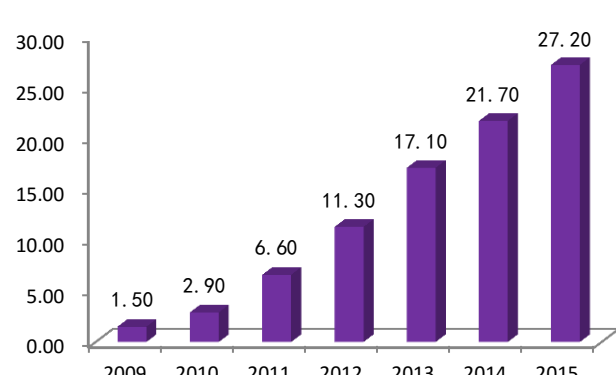
在白炽灯逐步退出市场后，LED照明行业迎来了黄金发展时期，到2020年，LED照明在全球照明市场中预计将占据60%左右的份额，LED照明市场收入将接近650亿欧元。同时随着技术发展，LED照明的成本将逐步降低，照明光效得到有利提升。美国能源局表示，未来LED灯泡价格将进一步下降，最终与节能灯价格持平，同时LED灯的光效将有望达到节能灯光效的三倍。

图表 18：全球 LED 照明市场规模（单位：百万美元）



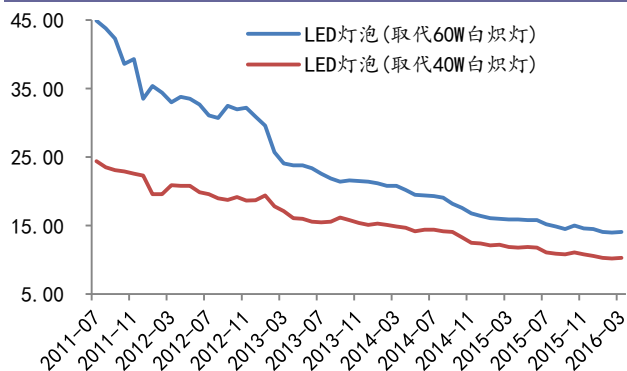
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 19：全球 LED 照明渗透率（单位：%）



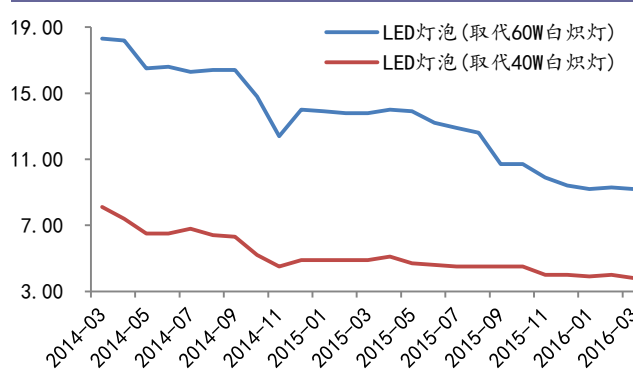
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 20：全球 LED 灯泡平均价（单位：美元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 21：中国 LED 灯泡平均价（单位：美元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

银禧光电借助于LED灯市场规模的快速增长，以及公司在改性塑料方面的优势，进入LED灯具配件领域。公司最初生产LED灯具配件时，另一方面也是为了更好的消化改性塑料的产能。但随着银禧光电挂牌新三板，银禧光电将会减少从公司采购

改性塑料。2015 年 12 月 14 日，股转系统同意银禧光电在新三板挂牌；2016 年 3 月 31 日，银禧光电发布了股票发行方案。

根据银禧光电 2015 年年报，银禧光电在 2015 年实现了扭亏。目前，银禧光电和雷士、欧普、佛山照明等国内一线品牌建立了长期稳定的合作关系，并进入了飞利浦、欧司朗等国际品牌供应链体系。2016 年，银禧光电将继续保持其技术优势，努力做好生产经营工作，力争引入做市商并进入新三板的创新层。

图表 22：银禧光电主要客户情况

序号	客户名称	销售金额(单位:元)	年度销售占比
1	深圳市豪恩光电照明股份有限公司	17,402,588.25	20.39%
2	快捷达通信设备(东莞)有限公司	10,235,727.58	11.99%
3	欧普照明电器(中山)有限公司	8,905,882.97	10.43%
4	高效电子(东莞)有限公司	6,482,672.20	7.60%
5	东莞雅士电子有限公司	6,211,218.61	7.28%
合计		49,238,089.61	57.69%

资料来源：银禧光电年报，太平洋证券整理

图表 23：银禧光电利润表主要项目(单位：万元)

	2013	2014	2015
营业收入	531.44	4,384.62	8,535.26
营业成本	528.54	3,975.14	7,226.45
归母净利润	-401.75	-226.23	130.41

资料来源：WIND，太平洋证券整理

四、3D 打印材料覆盖最全面的公司

(一) 3D 打印空间巨大

图表 24：3D 打印作品

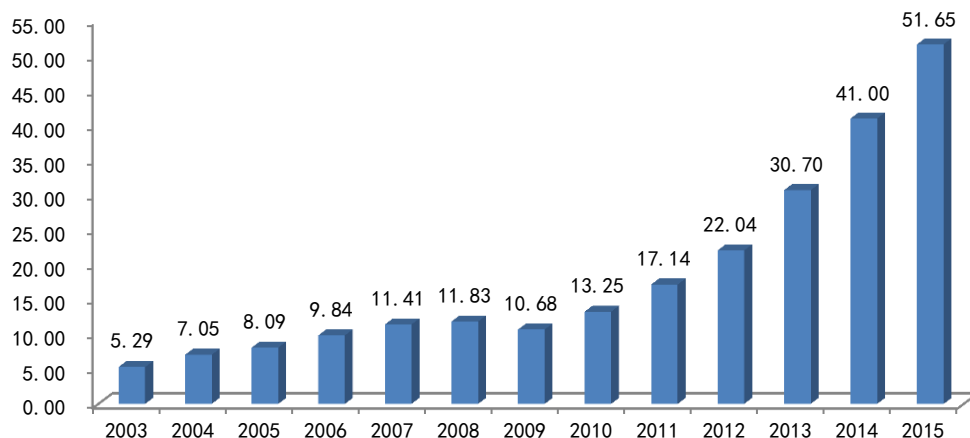


资料来源：互联网，太平洋证券整理

3D 打印被誉为“第三次工业革命”，其无需机械加工或模具就能直接从计算机图形数据中生成任何形状的物体的特性，极大缩短了产品的研制周期，提高了生产效率和降低了生产成本。3D 打印目前主要被应用于汽车、航空航天、医疗以及消费

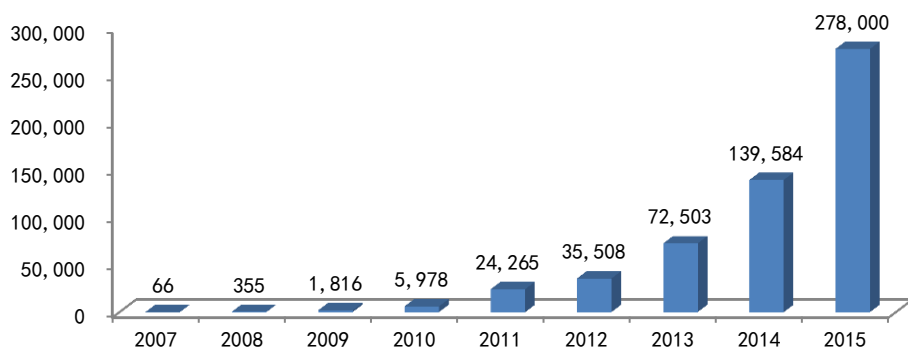
商品和电子类等领域。2015 年全球 3D 打印的产值为 51.65 亿美元，预计 2018 年全球 3D 打印产值将超过 200 亿美元，有巨大的放量空间。

图表 25：全球 3D 打印产值（单位：亿美元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 26：全球个人 3D 打印机销量（单位：台）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

3D 产业链分为打印材料、设备和服务三大部分，3D 打印的技术核心是 3D 打印装备和打印材料。目前，3D 打印装备已逐渐成熟，装备稳定性和制作精度已达到较高水准，但 3D 打印材料开发难度大成本高，现在仍为构建 3D 打印生态圈的掣肘。

3D 打印材料是 3D 打印技术发展的重要物质基础，在很大程度上，材料的发展决定着 3D 打印能否有更广泛的应用。目前，3D 打印材料主要包括工程塑料、光敏树脂、橡胶类材料、金属材料 and 陶瓷材料等，除此之外，彩色石膏材料、人造骨粉、细胞生物原料以及砂糖等食品材料也在 3D 打印领域得到了应用。其中，工程塑料为目前 3D 打印使用的主要材料；金属粉末开发技术壁垒高、广泛应用的前提是成本下降；陶瓷材料仍处于研发阶段。因此，开发更为多样的具有自主知识产权的高性能 3D 打印材料是该技术发展的关键因素。

图表 27：3D 打印材料

3D 打印材料	工程塑料	光敏树脂	橡胶类材料	金属粉末材料	陶瓷材料
特点	强度高、耐冲击、耐热、硬度好、抗老化	高强度、耐高温、防水	抗撕裂、抗拉伸、硬度好	强度高、耐蚀性好、耐热性高	高强度、高硬度、耐高温、低密度、化学稳定性好、耐腐蚀
常用原材料	ABS 材料、PC 材料、尼龙玻纤、PC-ABS 材料	Somos Next 材料、Somos 11122 材料、Somos 19120 材料、环氧树脂	天然橡胶、合成橡胶	钛合金、钴铬合金、不锈钢、铝合金、金银粉末	陶瓷粉末和某种粘结剂混合
适用领域	汽车、家电、电子消费品、汽车制造、航空航天、医疗器械、通信	汽车、医疗、家电、电子品	消费类电子产品、医疗设备、汽车内饰、轮胎、垫片	火箭、导弹、飞机的各种结构件	航空航天、汽车、生物

资料来源：徐州工程学院学报-《3D 打印材料的发展现状》，太平洋证券整理

（二）结合自身优势，从 3D 打印材料切入 3D 打印领域

公司主营的改性塑料，和高分子 3D 打印材料能够实现共线生产，所以公司切入 3D 打印材料领域具有技术和成本上的优势。公司 2012 年就开始进行 3D 打印耗材的研发，2015 年在 3D 打印耗材上的研发投入了两三千万以上，用于 3D 打印技术的高性能高分子复合材料研发及产业化，开发低成本、高性能的成形材料，推动 3D 打印技术的应用普及。具体包括高性能尼龙（PA）复合材料、功能化聚醚醚酮（PEEK）复合材料、低成本多功能 ABS 复合材料等多方面的产品开发和产业化。经过三年的辛勤耕耘，公司目前已经发展成为国内 3D 打印高分子材料领域、3D 打印创意化、个性化产品领域的领先者。公司对未来在 3D 打印领域的定位，主要为打印耗材供应商以及 3D 打印服务供应商。

目前公司正探索借助信息网络技术创新 3D 打印服务，建设用于打通垂直智能制造通道和水平价值链通道的一体化产业互联网服务平台，快速实现现有成熟产品的产业化推广。公司打造的个性化定制 3Denjoy 创意平台已上线(www.3denjoy.com)，并成立了专门的深圳三维魔坊网络科技有限公司对该平台进行维护及推广，未来将对公司 3D 打印的产业化实现起到巨大的助推作用。

2015 年公司成功承办首届世界 3D 创客创意大赛，首届及第二届全国高校 3D 打印创意设计大赛，同时在全国各大高校进行巡回宣讲活动，上述活动吸引了众多高校、创客俱乐部、设计爱好者的参与，为公司积累了众多的 3D 打印设计创新元素，同时提升了公司在行业的知名度。除了承办创意设计大赛外，公司还通过积极参与

3D 打印行业高端展会与研讨会，掌握该行业的最新发展动态与前沿信息，向外界展示公司 3D 打印的研发成果与最新产品。

2015 年，公司研发的 ABS、PLA 线材及复合材料从小批量生产销售，实现了全面上市销售。另外通过对 PVA 线材、PA 粉末及复合材料的配方工艺的完善，上述产品已由中试阶段实现量产并全面上市销售。

六、投资建议

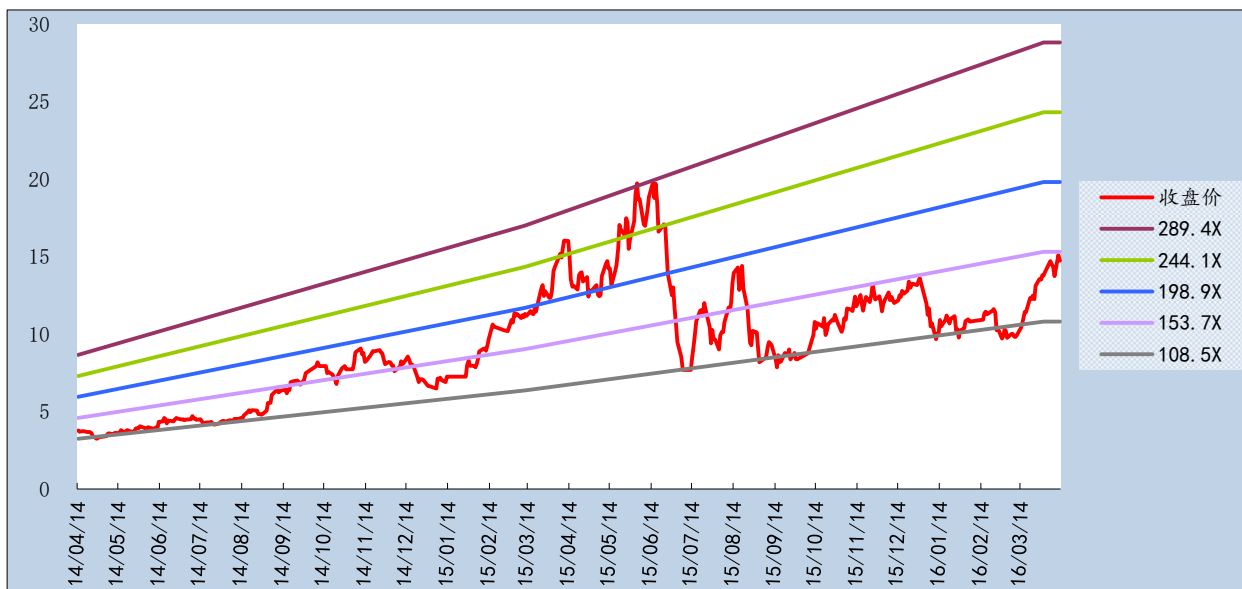
兴科电子参考长盈精密，未来一两年的市值预计为 150 亿左右，则归属于公司的市值在 50 亿左右；公司改性塑料业务对应市值未来至少能保持在 35 亿以上；3D 打印材料和银禧光电的 LED 灯具配件目前贡献利润较少，这两项业务暂时不给予估值。另外，公司在 2015 年年报的发展战略及 2016 年工作重点中，专门提到了公司将通过外延式并购实现快速发展，并购预期也会提升对公司的估值。

我们公司 2016 年~2018 年的 EPS 分别为 0.524 元、0.626 元和 0.728 元，对应 4 月 12 日收盘价（14.75 元）PE 分别为 148X、28X 和 24X。维持“买入”的投资评级，目标价 21.09 元，对应目标市值 85 亿。

七、风险提示

兴科电子能否持续盈利；改性塑料下游需求疲软；3D 打印应用较慢。

图表 28：公司历史 PE-Bands



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 29：公司历史 PB-Bands



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 30：财务报表预测

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	39.52	48.22	14.15	16.99	17.00	营业收入	1106.96	1148.71	1415.00	1698.98	1700.00
应收和预付款项	491.79	451.28	684.96	679.35	685.81	营业成本	956.33	938.76	1157.47	1390.11	1391.45
存货	201.19	207.64	300.20	309.70	300.79	营业税金及附加	2.03	1.82	2.26	2.72	2.72
其他流动资产	26.33	24.98	24.98	24.98	24.98	销售费用	43.75	48.84	60.14	72.21	72.25
流动资产合计	758.84	732.11	1024.29	1031.02	1028.58	管理费用	86.72	114.87	141.50	169.90	170.00
长期股权投资	54.84	82.13	272.13	500.13	773.73	财务费用	19.90	25.16	30.94	37.06	36.97
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-3.39	7.84	8.49	10.19	10.20
固定资产	265.51	363.78	356.93	346.63	336.32	投资收益	4.14	17.16	190.00	228.00	273.60
在建工程	47.22	1.76	0.00	0.00	0.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	44.06	42.82	42.82	42.82	42.82	营业利润	5.75	28.57	204.20	244.80	290.01
长期待摊费用	9.81	10.42	7.82	5.21	2.61	其他非经营损益	22.23	12.54	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	27.98	41.11	214.20	254.80	300.01
资产总计	1180.28	1233.02	1703.99	1925.81	2184.06	所得税	4.66	1.51	2.86	2.22	6.37
短期借款	320.44	285.33	604.76	695.66	833.80	净利润	23.33	39.59	211.33	252.58	293.64
应付和预收款项	148.06	156.09	210.66	225.69	211.06	少数股东损益	-0.43	-0.60	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	9.70	9.70	9.70	9.70	归母股东净利润	23.76	40.19	211.33	252.58	293.64
其他负债	1.62	16.46	16.46	16.46	16.46						
负债合计	470.11	467.59	841.58	947.51	1071.02						
股本	201.62	403.24	403.24	403.24	403.24	预测指标					
资本公积	315.09	128.63	128.63	128.63	128.63		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
留存收益	190.86	221.69	318.66	434.56	569.30	毛利率	13.61%	18.28%	18.20%	18.18%	18.15%
归母公司股东权益	707.57	753.56	850.53	966.43	1101.17	销售净利率	2.11%	3.45%	14.94%	14.87%	17.27%
少数股东权益	2.60	11.87	11.87	11.87	11.87	销售收入增长率	14.31%	3.77%	23.18%	20.07%	0.06%
股东权益合计	710.17	765.43	862.40	978.30	1113.05	EBIT 增长率	118.15%	45.33%	258.84%	21.81%	17.70%
负债和股东权益	1180.28	1233.02	1703.99	1925.81	2184.06	净利润增长率	93.72%	69.74%	433.78%	19.52%	16.26%
						ROE	3.36%	5.33%	24.85%	26.14%	26.67%
						ROA	3.86%	5.37%	13.95%	15.03%	15.60%
						ROIC	2.48%	5.21%	21.80%	18.64%	19.05%
						EPS (X)	0.059	0.100	0.524	0.626	0.728
						PE (X)	250.34	147.98	28.14	23.55	20.25
						PB (X)	8.41	7.89	7.00	6.15	5.40
						PS (X)	5.37	5.18	4.21	3.50	3.50
						EV/EBITDA (X)	49.64	61.21	25.77	21.51	18.70

资料来源：太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。