

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

金安国纪 (002636)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2016 年 10 月 24 日

产品价格持续上调，订单需求乐观，业绩开始显现

证券分析师：刘翔 021-60875160 liuxiang3@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515110001
 联系人：马红丽 021-60875174 mahl@guosen.com.cn

事项：

- 覆铜板全球龙头供应商建滔积层板 2016 年 10 月 18 日再次发布涨价通知，对所有板料价格调增 10 元。
- 10 月 20 日晚，国内某 PCB 上市企业公告与南亚电子（全球第三大覆铜板厂）签订战略合作协议，以稳定原材料覆铜板的采购。
- 公司发布 2016 年三季度业绩预告上修公告，预计 2016 年三季度归母净利润 1.52-1.66 亿元，同比增长 230%-260%。

评论：

■ 年初至今铜箔已完成两轮涨价，预计 2017 年还将持续

年初至今，铜箔供不应求、价格走扬的局面持续发酵，据媒体报道，目前锂电池铜箔与标准铜箔（线路板与覆铜板的原材料）市场已经出现有价无市的状态，铜箔供给十分紧张，甚至出现企业带现金抢货的现象。截至目前，锂电池铜箔价格已飙升至 78 元/公斤，上涨 6 元/公斤，业内厂家预计年底涨至 80 元/公斤以上为大概率事件。标准铜箔价格由 60 元/公斤飙升至 76-78 元/公斤，涨幅高达 30%，预计还将持续。

我们认为，在环保、核心设备交货周期长、技术人才有限、扩建资金密集等因素下，铜箔扩产面临长达 2 年的扩产周期，当前困境短期内无法解决，预计到 2017 年底之前，铜箔市场将持续呈现供不应求、价格上涨的状态。

■ 覆铜板价格持续上扬，远超铜箔带来的成本上升幅度

建滔积层板为覆铜板行业龙头（市占率约 14%），公司 2016 年 10 月 18 日再次发布涨价通知，对所有板料价格调增 10 元。建滔的覆铜板价格从年初不到 100 元已累计涨至 140 元/张，涨幅逾 40%。考虑到铜箔占覆铜板成本约 40%，铜箔价格上涨 30% 的情况下，覆铜板价格上涨 12% 即可覆盖成本压力，而高达 40% 的覆铜板价格涨幅将显著提升覆铜板供应商业绩弹性。

■ 下游 PCB 供应商与覆铜板厂签订长期合作，下游需求旺盛，覆铜板订单乐观

另一方面，10 月 20 日晚国内某 PCB 上市企业公告与南亚电子（全球第三大覆铜板厂）签订战略合作协议，以稳定原材料覆铜板的采购，一定程度上证明 PCB 产业链下游需求旺盛，覆铜板材订单乐观的局面。我们判断 PCB 下游需求回暖，汽车电子，新能源汽车、LED 小间距、通讯基站等细分领域迅速发展，已成为 PCB 行业下游需求新的增长动力。根据我们的测算，全球车用 PCB 市场 2016-2018 年需求价值量有望达 1442、1878、2591 亿元，复合增速约 34%。

■ 金安国纪为国内中厚型覆铜板龙头，受益涨价周期，业绩开始体现

金安国纪为国内覆铜板细分领域（中厚型覆铜板）龙头，客户群体分散，议价能力强，在 PCB 产业链上下游供需改善的背景下，更易将成本涨价压力转移至下游并获得更高的利润空间，未来盈利能力有望持续提升，业绩弹性巨大。

公司近期发布 2016 年三季度业绩预告上修公告，预计 2016 年三季度归母净利润 1.52-1.66 亿元，同比增长 230%-260%。

主要原因为伴随产能扩大，公司覆铜板产销量进一步提升；同时，在下游需求增长因素的刺激下，公司近期产品销售价格有较大提升，使得总体盈利能力进一步增强，因而公司经营业绩同比增幅较预期有所提高。公司业绩体现已进一步证明我们对于【铜箔】-【覆铜板】-【PCB】产业链投资机会的判断。

■ 近期铜箔及覆铜板涨价超预期，上调公司未来三年业绩预测

公司上海、临安、珠海 3 个覆铜板生产基地去年覆铜板总产能约 3300 万张，伴随杭州一期项目产能（杭州一期满产产能约 200 万张/月）的陆续释放，2016 年年产能将达 4000 多万张，若明年杭州二期产能释放，预期总产能将达 5000 万张以上。公司设备与厂房充裕，扩产周期远小于小厂商，市场需求旺盛的情况下，产能有望迅速扩充，抢先占取更多市场份额。

近期铜箔及覆铜板涨价均超预期，我们上调公司未来三年业绩预测，预计 2016-2018 年净利润分别为 3.2/8.0/13.1 亿元，EPS 分别为 0.44/1.10/1.80 元，当前股价对应的 PE 分别为 48/19/12X，维持“买入”评级。

表 1：公司 2016-2018 年收入及毛利率预测

		2015A	2016E	2017E	2018E
覆铜板	覆铜板销量 (万张)	3305.63	4000.00	5000.00	6000.00
	覆铜板价格 (元/张)	75.79	94.30	105.18	116.06
	覆铜板收入 (万元)	250542.54	337978.87	525898.96	696362.77
	YoY (%)	15%	35%	56%	32%
	毛利率 (%)	11.02%	22.45%	30.22%	35.45%
PCB	PCB 收入 (万元)	454.46	1612.57	1693.19	1828.65
	YoY (%)	-81.88%	255%	5.00%	8.00%
	毛利率 (%)		23.00%	22.00%	21.00%
半固化片	半固化片收入	749.76	638.63	574.77	546.03
	YoY (%)	-47%	-15%	-10%	-5%
	毛利率 (%)	31.55%	26.00%	25.00%	24.00%
合计	总收入 (万元)	251746.76	340230.07	528166.93	698737.45
	YoY (%)	13%	13.06%	35.15%	55.24%
	毛利率 (%)	11.06%	22.46%	30.19%	35.40%

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	193	230	270	310
应收款项	1225	1457	2180	2787
存货净额	173	199	270	320
其他流动资产	263	300	466	616
流动资产合计	1855	2186	3186	4033
固定资产	772	807	823	831
无形资产及其他	56	55	53	52
投资性房地产	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	2687	3048	4063	4916
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	1186	1424	2053	2581
其他流动负债	98	126	183	231
流动负债合计	1284	1551	2236	2812
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	13	13	13	13
长期负债合计	13	13	13	13
负债合计	1297	1563	2249	2825
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1390	1649	2287	3336
负债和股东权益总计	2687	3212	4536	6161

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.07	0.44	1.10	1.80
每股红利	0.00	0.09	0.22	0.36
每股净资产	1.91	2.26	3.14	4.58
ROIC	4%	22%	48%	67%
ROE	4%	20%	35%	39%
毛利率	12%	22%	30%	35%
EBIT Margin	2%	11%	17%	21%
EBITDA Margin	5%	13%	19%	22%
收入增长	13%	35%	55%	32%
净利润增长率	27%	497%	147%	64%
资产负债率	48%	49%	50%	46%
息率	0%	0%	1%	2%
P/E	285.7	47.8	19.4	11.8
P/B	11.1	9.4	6.8	4.6
EV/EBITDA	126.3	38.3	17.8	11.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2545	3440	5340	7064
营业成本	2241	2667	3728	4563
营业税金及附加	5	7	12	16
销售费用	78	138	240	353
管理费用	161	259	450	637
财务费用	(2)	(1)	(1)	(1)
投资收益	8	10	12	14
资产减值及公允价值变动	(13)	(12)	(12)	(12)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	57	368	911	1498
营业外净收支	4	2	2	1
利润总额	61	370	913	1499
所得税费用	6	46	115	188
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	54	323	798	1311

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	54	323	798	1311
资产减值准备	(3)	(10)	0	0
折旧摊销	73	76	85	93
公允价值变动损失	13	12	12	12
财务费用	(2)	(1)	(1)	(1)
营运资本变动	30	(34)	(274)	(231)
其它	3	10	0	0
经营活动现金流	170	377	621	1185
资本开支	(70)	(112)	(112)	(112)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(70)	(112)	(112)	(112)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	(65)	(160)	(262)
其它融资现金流	(26)	0	0	0
融资活动现金流	(26)	(65)	(160)	(262)
现金净变动	75	201	350	811
货币资金的期初余额	119	193	230	270
货币资金的期末余额	193	394	580	1081
企业自由现金流	93	252	495	1058
权益自由现金流	67	253	496	1059

相关研究报告:

《金安国纪-002636-覆铜板细分龙头，最大受益 PCB 供需关系改善》 —— 2016-09-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。