

证券研究报告—深度报告

信息技术

IT 硬件与设备

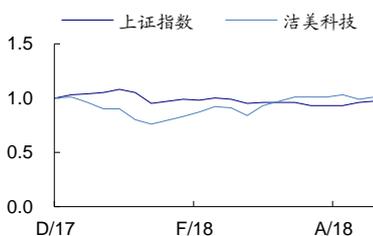
洁美科技(002859)

增持

合理估值: 42 元 昨收盘: 36.43 元 (维持评级)

2018年05月24日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	256/108
总市值/流通(百万元)	9,315/3,951
上证综指/深圳成指	3,169/10,631
12个月最高/最低(元)	49.19/24.04

相关研究报告:

《洁美科技-002859-2018年一季报点评: 掌握核心技术, 成长路径明确》——2018-04-25  
《洁美科技-002859-全球纸质载带龙头: 中报业绩大增 50%》——2017-08-01

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821  
E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

联系人: 高峰

电话: 010-88005310  
E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

首次覆盖

价值成长系列: 横纵向突破谋发展, 一体化优势谱新篇

● 自主创新实现产业升级典范, 优秀的价值成长公司

国内薄型载带产品龙头, 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。原纸技术突破后, 顺利进入国际元器件巨头供应链, 公司迅速发展。12-17年5年间公司收入复合增速超30%, 净利润复合增速超40%, ROE达到25%, 属于典型的价值成长公司。

● 纵向延伸, 产业链一体化竞争优势明显

公司以纸质载带为业务主线, 采用老客户新产品策略, 逐步横向拓展至塑料载带, 离型膜等新业务, 打造成为提供一站式整体解决方案的优势平台型企业。同时纵向不断突破上游核心材料瓶颈, 构建竞争壁垒。

● 业务线横向拓展, 大幅提升公司未来成长空间

纸质载带、塑料载带的国内外市场超合计过100亿, 离型膜市场全球市场接近200亿, 业务产品线的拓展大幅扩大公司的市场空间。

汽车电子、智能穿戴、智能机器人、智能家居、5G等领域的快速推广和应用, 带来对高端片式元器件需求不断增加。国内集成电路产业快速发展, LED产业的规模持续扩大, 对薄型塑料载带需求也持续增长。离型膜业务下游更广阔, 不仅可以应用于MLCC制造领域, 还延伸至模切、偏光片、医疗卫生、精密电子等领域。

● 风险提示

1、募投项目产能释放不达预期。2、原材料涨价, 成本无法有效转移。3、公司产品拓展不达预期。4、汇兑损失导致业绩不达预期的风险。

● 公司质地优良, 竞争壁垒较高, 成长快速, 维持增持评级

预计18-20年净利润分别为2.84/3.67/4.47亿元, 对应的EPS为1.11/1.43/1.75元, 当前股价对应的PE分别为32.9X/25.4X/20.9X。对比得出可比公司2018-2020年PE平均值为29/22/17X。公司是行业龙头, 高速的成长性, 理应享受部分估值溢价, 给予洁美科技2019年目标PE30倍, 对应合理估值为42元, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	753	996	1,311	1,637	1,984
(+/-%)	27.7%	32.3%	31.6%	24.9%	21.2%
净利润(百万元)	138	196	283	366	447
(+/-%)	54.7%	42.1%	44.2%	29.3%	22.0%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.77	1.11	1.43	1.75
EBIT Margin	21.9%	24.2%	24.3%	24.9%	24.9%
净资产收益率(ROE)	25.1%	14.6%	18.1%	19.9%	20.5%
市盈率(PE)	67.4	47.5	32.9	25.4	20.9
EV/EBITDA	51.6	34.5	24.2	19.2	16.1
市净率(PB)	16.9	6.86	5.97	5.06	4.27

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

预计 2018-2020 年高利润分别为 2.84/3.67/4.47 亿元，对应的 EPS 为 1.11/1.43/1.75 元，当前股价对应的 PE 分别为 32.9X。根据绝对估值的结果，公司合理价值为 44 元/股。相对估值法，我们选取同行业可比公司作为参考，对比得出可比公司 2018-2020 年 PE 平均值为 29/22/17X。考虑到公司是国内纸质载带龙头，以及高速的成长性，我们给予洁美科技 2019 年目标 PE 30 倍，对应合理估值为 42 元，维持“增持”评级。

### 核心假设或逻辑

(1) 受益于公司纸质载带产能持续释放，以及分切压孔载带的增多，公司的营收整体维持较高的增速，毛利率维持稳定；(2) 公司塑料载带制程能力在 17 年实现突破，并实现了黑色精密小尺寸产品稳定供货，市场反响良好，随着产能进一步释放以及客户认证进展的持续，塑料载带业务将持续增长；(3) 公司转移胶带一条产线已经量产，另外两条产线已经完成安装，第四第五条产线已经订购，随着转移胶带产能的陆续释放。公司新的增长点呼之欲出。

### 与市场预期的差异之处

市场对洁美科技的认识局限在纸质载带是细分领域，市场空间有限，公司掌握的核心技术如原纸以及塑料载带粒子等原料生产的壁垒不高。我们在此报告中的分析认为，公司的市场空间不仅局限于电子元件的配套纸质载带，公司通过横向拓展，其产品端应用下游覆盖元器件、半导体、LED、模切、偏光片等多个领域，真实市场空间超过预期。其次公司现在的行业地位离不开公司在原料上的纵向拓展，目前全球依然只有少数巨头企业能够研发原纸以及载带粒子，充分证明了行业核心技术的壁垒较高。

### 股价变化的催化因素

我们认为下游需求的持续增长，公司产能的陆续释放，以及新产品的加快拓展将是公司股价保持上行的主要动力。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 一，募投项目产能释放不达预期。
- 二，原材料涨价，成本无法有效转移。
- 三，公司产品拓展不达预期。

## 内容目录

<b>盈利预测</b> .....	<b>6</b>
盈利预测.....	6
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>7</b>
绝对估值法.....	7
估值的敏感性分析.....	8
相对估值法.....	8
投资建议.....	8
<b>细分领域的冠军，核心技术自主可控</b> .....	<b>9</b>
薄型载带龙头，载带产品全覆盖.....	9
掌握核心技术、通过自主创新实现产业升级的优秀典范.....	11
公司的盈利能力强，股权结构稳定.....	12
<b>产业链一体化优势明显，产品结构持续优化</b> .....	<b>15</b>
横向拓展+纵向延伸，公司竞争优势牢固.....	15
产品结构持续改善，多品类供货，打造一站式解决方案.....	17
公司行业地位高，持续扩产增厚公司业绩.....	19
未来策略仍旧是不断突破上游核心材料瓶颈，树立牢固竞争壁垒.....	20
<b>新需求不断涌现，公司未来成长空间较大</b> .....	<b>22</b>
新需求不断涌现，传统业务持续增长.....	22
半导体、LED、被动元器件产能向国内转移大势明显，公司将深度受益下游需求持续转移.....	25
拓展离型膜业务，开启更广阔的下游市场.....	26
离型膜市场需求强劲，产能持续释放成为公司业务新增长点.....	29
<b>公司质地优良，竞争壁垒较高，成长快速，维持“增持”评级</b> .....	<b>35</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>35</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>36</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>37</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>37</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>37</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>37</b>

## 图表目录

图 1: 洁美科技主要产品.....	9
图 2: 公司的产品主要被元器件厂商所采用 .....	10
图 3: 公司的产品用于表面贴装行业.....	10
图 4: 薄型载带的主要结构 .....	10
图 5: 薄型载带的分类 .....	10
图 6: 公司营业收入保持高增长 .....	13
图 7: 公司归母净利润保持快速增长.....	13
图 8: 公司 2017 年分产品营业收入占比.....	13
图 9: 公司毛利率情况 (%) .....	13
图 10: 公司净利润率变化趋势 (单位: %).....	13
图 11: 公司整体 ROE 变化趋势 .....	13
图 12: 公司分产品营业收入增速 .....	14
图 13: 公司分产品毛利率情况 (%) .....	14
图 14: 贴片封装与通孔封装对比 .....	15
图 15: 电子薄型载带行业竞争格局 (红框内为公司涉及领域) .....	16
图 16: 2016 年国内纸质载带市场份额情况.....	17
图 17: 公司分产品营业收入情况 (亿元) .....	17
图 18: 公司分产品营业收入占比.....	17
图 19: 公司纸质载带业务毛利率对比.....	18
图 20: 公司纸质载带三项业务销售额占比.....	18
图 21: 公司过去 5 年主要增长来源与成长路径 .....	18
图 22: 公司未来的应用拓展 .....	19
图 23: 公司生产成本构成.....	19
图 24: 纸质载带原材料 2017 年涨幅巨大.....	20
图 25: 针木浆、阔木浆最大涨幅分别高达 60%、53%.....	20
图 27: 公司塑料载带 2016 年市场占有率 (国内) .....	21
图 28: 公司塑料载带产量保持快速增长 .....	21
图 29: 公司塑料毛利率先降后升 .....	21
图 30: 透明塑料载带与黑色塑料载带对比.....	22
图 31: 公司黑色塑料载带占比逐年提升 .....	22
图 32: 中国 LED 行业产值及同比变化情况.....	23
图 33: 全球塑料薄型载带产量及需求量 .....	23
图 34: 2016 年全球塑料载带市场区域分布 .....	23
图 35: 全球塑料薄型载带市场规模预测 .....	24
图 36: 全球电子元件数量图 (亿颗) .....	24
图 37: 2005-2016 中国电子元件与半导体分立器件产量 .....	24
图 38: 中国 12 寸晶圆年产能增加规划(万片).....	25
图 39: 2016-2018E 中国主要芯片企业产能(万片/月).....	26
图 40: 中国主要 LED 产能集中度 .....	26
图 42: 离型力分级.....	27

图 43: 常见的 PET 离型膜结构 .....	27
图 41: 市场上几种离型膜类别与结构 .....	28
图 44: 国内部分离型膜厂家 .....	29
图 45: MLCC 结构 .....	30
图 46: MLCC 横截面 .....	30
图 47: 离型膜用于 MLCC 中涂布时承载陶土层 .....	30
图 48: 全球 MLCC 市场规模 (亿美元) .....	31
图 49: MLCC 横截面 .....	31
图 50: 全球 MLCC 用离型膜面积测算 (亿平米) .....	31
图 51: 2015 年全球 MLCC 市场份额分布 .....	32
图 52: 国内 MLCC 需求保持高增长 .....	32
图 53: 偏光片是离型膜的另一大应用领域 .....	33
图 54: 偏光片产能向大陆持续转移 .....	33
图 55: PCB 制备过程中的层压中用到离型膜 .....	34
图 56: 离型膜是层压中的叠板工艺的主要辅料 .....	34
表 1: 洁美科技 2018~2020 年盈利预测 (百万元) .....	6
表 2: 估值假设 .....	7
表 3: FCFF 估值表 .....	7
表 4: 针对折现率和永续增长率敏感性分析 .....	8
表 5: 可比上市公司估值比较 .....	8
表 6: 公司近三年来的主要客户 .....	11
表 7: 截止 17 年年报公司前十大股东 .....	14
表 8: 公司主要产品产能利用率及产销率情况 .....	20
表 9: 我国 12 寸晶圆厂在建, 拟建情况 .....	25
表 10: 全球及国内纸质载带需求测算 .....	26

## 盈利预测

### 盈利预测

(1) 市场：宏观经济稳定，产品下游应用市场保持景气。

(2) 经营：我们对公司未来三年的业绩预测基于以下假设：

- 纸质载带方面：受益于公司纸质载带产能持续释放，以及分切压孔载带的增多，公司的营收整体维持较高的增速，毛利率维持稳定，预计 18/19/20 年增速 35.58%、27.11%、22.91%。
- 胶带配套载带销售，并随着载带的销量稳定增长，预计 18/19/20 年增速 19.87%、17.07%、14.58%。
- 公司塑料载带制程能力在 17 年实现突破，公司逐步将目标转向为半导体行业企业提供相关配套产品，17 年已经实现了黑色精密小尺寸产品稳定供货，市场反响良好，公司对原料进行了多次配方验证，后续公司将根据配方验证的情况逐步切换原材料，随着产能进一步释放以及客户认证进展的持续，预计 18/19/20 年增速 156.47%、59.18%、27.24%。
- 公司转移胶带一条产线已经量产，另外两条产线已经完成安装，第四第五条产线已经订购，随着转移胶带产能的陆续释放，预计其他主营业务 18/19/20 年增速 18%、18%、18%。

综合上述假设，我们预计公司 18/19/20 年净利润为 2.85/3.70/4.53 亿元，EPS 分别为 1.11/1.45/1.77 元，当前股价对应 18/19/20 年 PE 为 32/25/20 倍。

表 1：洁美科技 2018~2020 年盈利预测（百万元）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
<b>手纸质载带</b>				
营收	747.22	1013.10	1287.76	1582.77
YOY	34.40%	35.58%	27.11%	22.91%
毛利率(%)	40.46%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>胶带</b>				
营收	199.49	239.14	279.96	320.79
YOY	28.10%	19.87%	17.07%	14.58%
毛利率(%)	44.41%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>塑料载带</b>				
营收	36.87	94.56	150.52	191.52
YOY	40%	156.47%	59.18%	27.24%
毛利率(%)	20.34%	21.00%	21.00%	21.00%
<b>其他主营业务</b>				
营收	7.30	8.61	10.16	11.99
YOY	18%	18%	18%	18%
毛利率(%)	15.21%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>其他业务</b>				
营收	5.53	7.19	9.35	12.15
YOY	27.13%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	5.79%	31.00%	31.00%	31.00%
<b>总收入</b>				
营收	996.41	1362.60	1737.76	2119.23
YOY	32.26%	36.75%	27.53%	21.95%
毛利率(%)	40.13%	39.35%	38.97%	38.85%

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理预测

## 估值与投资建议

### 绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 44.08 元。

**表 2: 估值假设**

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.7	
无风险利率	3.5%	
股票风险溢价	5.6%	
公司股价	36.01	
发行在外股数	256	
股票市值(E)	9208	9208
债务总额(D)	59	59
Kd	7.00%	7.00%
T	12%	12%
Ka	7.42%	
有杠杆 Beta	0.70	1.24
Ke	7.44%	
E/(D+E)	99.36%	99.36%
D/(D+E)	0.64%	0.64%
WACC	7.43%	

资料来源: 国信证券经济研究所整理预测

**表 3: FCFF 估值表**

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
EBIT	320.8	413.6	502.5	702.1	758.5	819.4	885.2	956.2	1,032.9	1,084.7	
所得税税率	12.00%	12.00%	12.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	282.3	364.0	442.2	526.6	568.9	614.5	663.9	717.2	774.7	813.5	
折旧与摊销	74.3	84.1	92.8	100.2	106.5	114.3	121.4	126.4	130.7	134.8	
营运资金的净变动	(114.6)	(146.7)	(148.8)	686.7	(58.4)	(58.8)	(60.0)	(61.0)	(61.9)	(58.5)	
资本性投资	(141.0)	(141.0)	(141.0)	(63.0)	(113.0)	(143.0)	(63.0)	(63.0)	(63.0)	(63.0)	
FCFF	100.9	160.3	245.2	1,250.4	503.9	527.0	662.3	719.6	780.6	826.9	15,521.4
PV(FCFF)	93.9	138.9	197.7	938.6	352.1	342.7	400.9	405.4	409.4	403.7	7,577.3
核心企业价值	11,260.8										
减: 净债务	(11.3)										
股票价值	11,272.1										
每股价值	44.08										

资料来源: 国信证券经济研究所整理预测

### 估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.5\%$ ，则我们计算得出公司股价区间在 31.9-76.4 元，估值中枢为 44 元。

表 4: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

44.08	6.4%	6.9%	7.43%	7.9%	8.4%
3.5%	76.44	64.72	55.98	49.23	43.85
3.0%	67.29	58.17	51.12	45.51	40.94
2.5%	60.46	53.10	47.25	42.48	38.52
2.0%	55.17	49.06	44.08	39.96	36.48
1.5%	50.95	45.76	41.45	37.83	34.73
1.0%	47.51	43.02	39.23	36.00	33.22
0.5%	44.65	40.70	37.33	34.43	31.90

资料来源: 国信证券经济研究所整理预测

### 相对估值法

公司为薄型载带龙头，属于电子元器件行业，我们对比了电子元器件公司中风华高科、顺络电子、火炬电子、三环集团等。可比公司 18~20 年 PE 的均值为 29.61/22.08/16.94 倍，中位值为 28.06/20.69/16.31 倍。

表 5: 可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 2018/5/9	总市值(亿 元)	每股收益 EPS			市盈率 PE		
				18E	19E	20E	18E	19E	20E
000636.SZ	风华高科	15.26	136.61	0.59	0.78	1.2	25.71	19.6	12.69
002138.SZ	顺络电子	17.7	144.54	0.63	0.86	1.11	27.97	20.69	15.88
603678.SH	火炬电子	26.94	121.95	0.8	1.1	1.4	33.83	24.58	19.24
300408.SZ	三环集团	24.59	428.14	0.89	1.22	1.56	28.06	20.45	16.31
002859.SZ	洁美科技	36.01	92.08	1.11	1.43	1.75	32.5	25.1	20.6
	平均值						29.61	22.08	16.94
	中位值						28.06	20.69	16.31

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (洁美科技盈利为国信证券经济研究所整理预测)

### 投资建议

预计 2018-2020 年高利润分别为 2.84/3.67/4.47 亿元，对应的 EPS 为 1.11/1.43/1.75 元，当前股价对应的 PE 分别为 32.9X。根据绝对估值的结果，公司合理价值为 44 元/股，目前股价为 36 元，有一定安全边际。相对估值法，我们选取同行业可比公司作为参考，对比得出可比公司 2018-2020 年 PE 平均值为 29/22/17X。考虑到公司是国内纸质载带龙头，以及高速的成长性，我们给予洁美科技 2019 年目标 PE 30 倍，对应合理估值为 42 元。考虑到股价近期涨幅较大，维持“增持”评级。

## 细分领域的冠军，核心技术自主可控

### 薄型载带龙头，载带产品全覆盖

公司最早成立于 2001 年，公司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，塑料载带包括透明 PC 载带、黑色防静电 PC 载带和黑色防静电 PS 载带，主要应用于集成电路、片式电子元器件等电子信息领域。

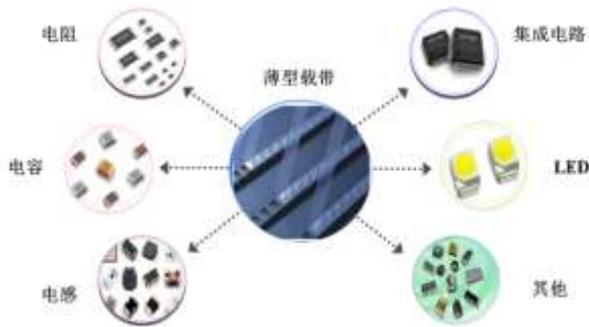
图 1：洁美科技主要产品

大类	名称	展示	描述
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。
	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。
	压孔纸带（不打穿孔纸带）		精密程度高、未完全打穿，
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。
	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。
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。
	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。
	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:公司公告，国信证券经济研究所整理

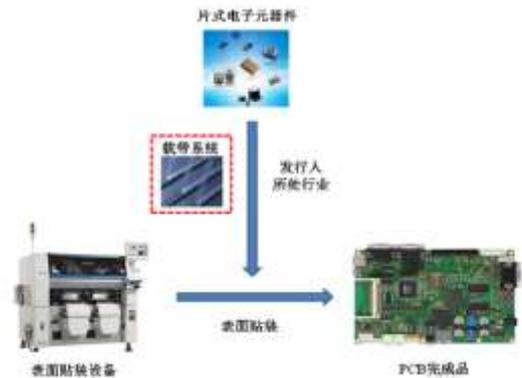
薄型载带目前主要用于分立元器件如贴片电阻、贴片电容、贴片电感、LED 及半导体元器件如集成电路的包装。薄型载带具有特定的厚度，在其长度方向上等距分布着用于承放电子元器件的孔穴(亦称口袋)和用于进行索引定位的定位孔。其配合胶带或盖带使用，将电阻、电容、晶体管、二极管等一系列电子元器件承载收纳在薄型载带的口袋中，并通过薄型载带的配合胶带或盖带形成闭合式的包装，用于保护电子元器件在运输途中不受污染和损坏。电子元器件在贴装时，胶带或盖带被剥离，自动贴装设备通过薄型载带索引孔的精确定位，将口袋中盛放的元器件依次取出，并贴放安装在印刷电路板上。

图 2: 公司的产品主要被元器件厂商所采用



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司的产品用于表面贴装行业



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

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，主要用于厚度不超过 1mm 的电子元器件的封装，且公司具有纸质载带原纸的产能能力。

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。

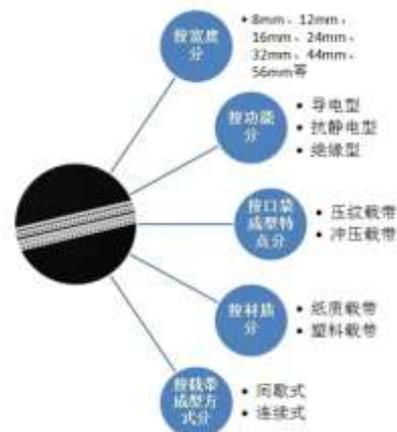
公司胶带产品可配合纸质载带使用，作为纸质载带的上下保护膜，通过纸质载带+塑料载带+胶带的布局，公司成为国内少数能提供电子元器件封装用薄型载带一站式服务的企业之一。

图 4: 薄型载带的主要结构



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 5: 薄型载带的分类



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司的行业地位较高，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。

2014-2016 年公司前 5 大客户主要为国巨、华新科技、三星电机、风华高科、厚声电子等国际一流的元器件企业。国巨股份是台湾第一大被动元件供货商、世界第一大的专业电容器制造厂。2017 年收入为 70.87 亿元，净利润 15.20 亿元。华新科技为台湾地区主要的电容、电阻以及电感厂商，2017 年收入为 47.55 亿元，净利润为 5.46 亿元。其主要生产基地位于东莞、苏州等地。

三星电机(SAMSUNG ELECTRO-MECHANICS.,LTD)为三星集团旗下负责电容电阻电感、高密度互联 PCB 和摄像头模组光学产品等业务的子公司，其核心生产基地位于中国天津、东莞、昆山等地。

风华高科为国内规模最大的电容电阻生产企业，2017 年收入为 33.55 亿元，净利润为 2.47 亿元，其主要生产基地位于广东省肇庆市。

**表 6: 公司近三年来的主要客户**

序号	名称	销售金额(万元)	占当期主营业务收入比例(%)
<b>2016 年度</b>			
1	Yageo Co.,Ltd.	17,868.83	23.86
2	华新科技	12,397.63	16.55
3	SAMSUNG ELECTRO-MECHANICS.,LTD.	10,116.70	13.51
4	广东风华高新科技股份有限公司	4,896.81	6.54
5	厚声电子	4,513.20	6.03
	合计	49,793.17	66.49
<b>2015 年度</b>			
1	Yageo Co.,Ltd.	14,448.18	24.62
2	华新科技	9,015.86	15.36
3	SAMSUNG ELECTRO-MECHANICS.,LTD.	6,318.75	10.77
4	厚声电子	3,913.42	6.67
5	广东风华高新科技股份有限公司	3,628.54	6.18
	合计	37,324.75	63.6
<b>2014 年度</b>			
1	Yageo Co.,Ltd.	13,962.38	27
2	华新科技	6,337.25	12.26
3	SAMSUNG ELECTRO-MECHANICS.,LTD.	5,351.92	10.35
4	厚声电子	3,434.31	6.64
5	大毅科技	2,893.30	5.6
	合计	31,979.16	61.85

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 掌握核心技术、通过自主创新实现产业升级的优秀典范

薄型载带制造要求的核心技术主要包括防静电技术、剥离力技术、性能稳定性、原纸生产技术等。这些核心技术保证表面贴装大规模、批量化、标准化、快速化的过程中，电子元件能够准确、顺利、高速地通过机器贴装到 PCB 板上。

纸质载带产品生产重要核心技术是原纸的生产工艺。原纸的产品性能对薄型纸质载带的使用效果有着较大的影响。原纸的厚度、抗水性、层间结合力、毛刺处理能力等均对其后道加工效率和质量产生着重要的影响。对原纸的要求包括: 具有较好的抗水性、厚度均匀(误差一般不超过 0.02mm)、较好的层间结合力、较好的挺度、与上胶带之间应有较好的粘合匹配性、采用特殊的打浆工艺和表面处理工艺，控制磨浆均匀性和纤维长度在一定范围内，减少纸带打孔过程中的毛刺产生等等。

历时近 3 年多的研发、小批量试制，公司自 2007 年起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。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。

随着电子原纸的突破，2008 年开始逐步进入国巨、华新科技、三星等元件巨头的供应商体系，2010 年进入村田的供应商体系，2015 年风华高科的收入规模进入公司前 5 大客户。随着客户的突破，公司纸质载带收入规模快速增长，2012 年收入为 2.62 亿元，2017 年达到 7.47 亿元，规模扩充了 3 倍左右；

### 公司的盈利能力强，股权结构稳定

公司 IPO 募投项目主要包括塑料载带、转移胶带建设项目，以及纸质载带的扩产项目。塑料载带和转移胶带(离型膜)是公司支撑未来收入利润规模再上台阶的重要补充。平台化方向发展主要基于老客户新产品的战略思路，新业务起来后有望再造一个洁美科技。

公司 2013 年开始开展塑料载带业务，2017 年塑料载带收入达到 0.37 亿元。生产方面，公司具备了后道的塑料载带一体成型技术和塑料载带多层共挤技术，为提升产品的竞争力公司也正在往上游原材料研发推进。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，完成设备调试实现塑料粒子的自供，一旦上游原材料塑料粒子量产后将有望大幅降低原材料成本，提升公司的产品竞争力，为公司收入和利润规模都带来较好的贡献。

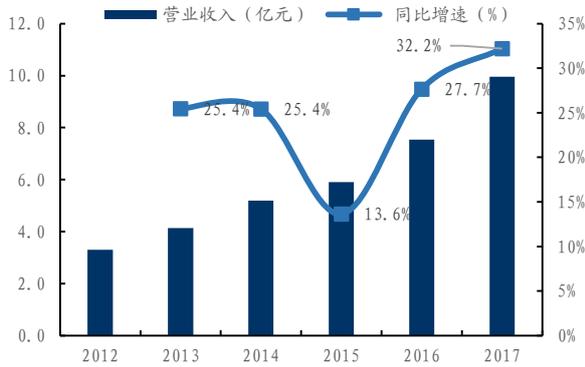
另一个新产品为转移胶带，转移胶带属于电子元器件制造过程中中间产品转移用材料，属于生产型耗材。其主要用途是作为 PCB、LED 行业的层压隔离膜及保护膜、胶粘保护膜产品的保护层、模切行业冲型耗材以及作为多层陶瓷电容器 (MLCC) 及叠层内置天线生产加工过程转移的载体。转移胶带产品的突破使企业由电子元器件封装辅助材料领域向电子元器件生产过程相关辅助材料领域拓展，进一步增强公司综合竞争力。

公司近年来保持收入利润规模快速增长，2012-2017 年公司整体收入从 3.3 亿增加到 9.96 亿元，复合增速 24.72%；净利润从 0.31 亿元增加到 1.96 亿元，复合增速为 44.60%；毛利率从 36.69%提升至 40.13%，净利润率从 9.47%提升至 19.69%。ROE 水平保持在 25%左右，业绩表现优异，为优秀的价值成长公司典范。

从增速上来看，公司营业收入增速近三年以来有不断加快的趋势。2015-2017 年公司收入增速分别为 13.63%、27.66%和 32.26%。2018 年 Q1 收入增速为 39.97%。公司大部分营业收入来自纸质载带，2017 年纸质载带业务收入占公司总收入的 75%。胶带与塑料载带为公司的重要营业收入来源，2017 年分别占营业收入的 20%和 4%。

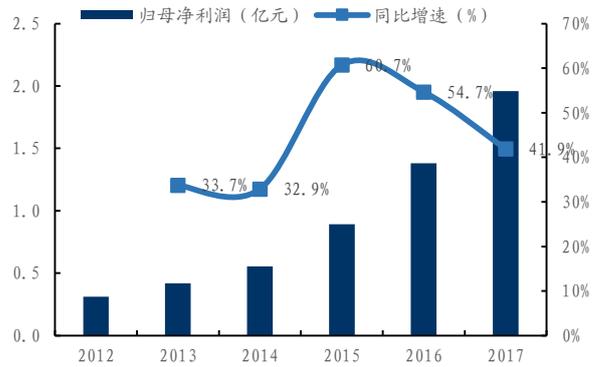
分产品来看，纸质胶带、胶带与主营业务收入增速接近。纸质载带 2015 年以来收入增速不断提升，2017 年达到 34.40%。另外，塑料载带业务占比虽小营收增速远高于其他业务增速，2014-2016 年三年该业务增速分别为 200.0%、40.0%和 52.4%。

图 6: 公司营业收入保持高增长



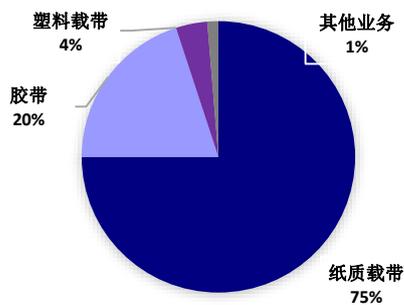
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司归母净利润保持快速增长



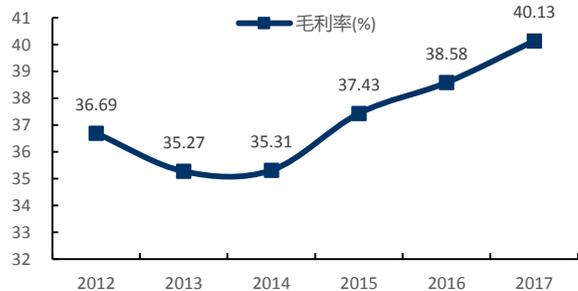
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 8: 公司 2017 年分产品营业收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 9: 公司毛利率情况 (%)

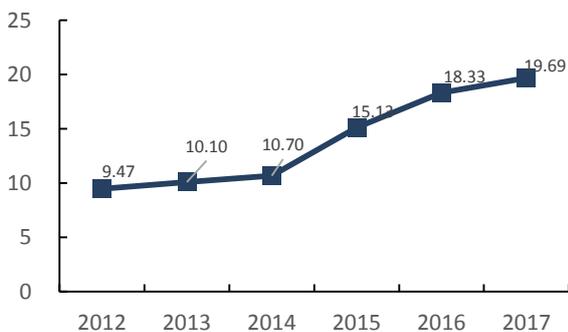


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司整体毛利率始终维持在 30% 以上, 2014 年以来公司毛利率稳定上升, 2017 年底达到 40.13% 的历史新高水平。公司主要竞争对手都是韩国、日本的企业, 在国内能够形成竞争关系的本土企业很少, 这使得公司能够保持较高的毛利率。

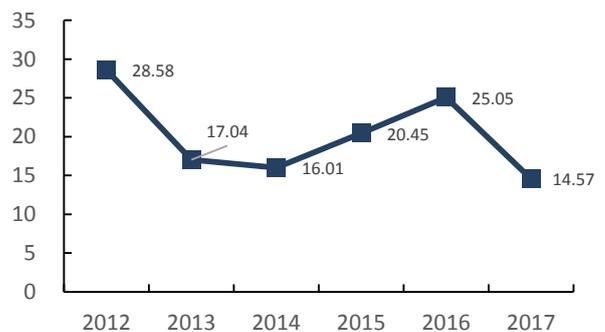
净利润率持续稳定增长, 2012-2017 年 5 年期间净利润率水平提升了近 10 个百分点。净利润率提升的主要原因是毛利率提升的同时, 公司管理费用率逐年下降, 体现出较强的规模效应。

图 10: 公司净利润率变化趋势 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

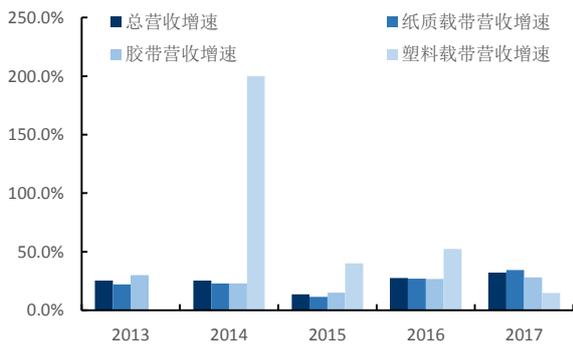
图 11: 公司整体 ROE 变化趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

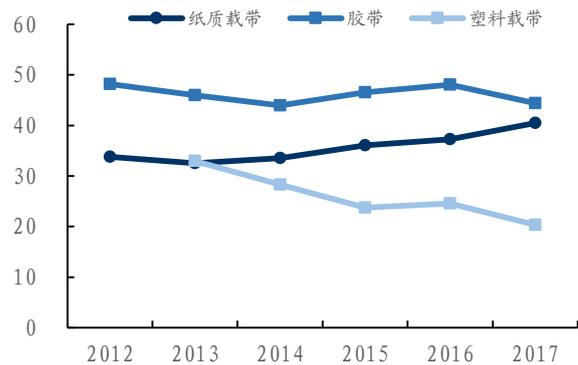
分产品来看，纸质胶带、胶带与主营业务收入增速接近，而塑料载带业务占比虽小营收增速远高于其他业务增速，2014-2016年三年该业务增速分别为200.0%、40.0%和52.4%。对于不同产品的毛利率，各产品毛利率比较稳定，且稳中有升，胶带产品毛利率最高，维持在43%以上，2016年达到48.06%。塑料载带毛利率近年来有走低趋势，源于该产品处于市场拓展期，纸质载带业务毛利率稳步上升带动公司毛利率走高，2017年纸质载带毛利率超过40%。胶带产品毛利率最高，维持在43%以上，2016年达到48.06%。塑料载带毛利率近年来有走低趋势，源于该产品处于市场拓展期。

图 12: 公司分产品营业收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 公司分产品毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

截止 2017 年报，公司总股本为 2.56 亿股，其中有限售条件的股份 1.47 亿股，无限售条件的股份 1.08 亿股。公司前十大股东合计持股 73.21%，均为限售流通股。公司的实际控制人是方隽云先生，除直接持有公司 2.27% 的股份外，通过和女儿方骥柠女士共同持有浙江元龙 100% 的股权间接控制公司 49.23% 股份，通过持有安吉百顺间接控制公司 6.08% 的股份，合计控制公司 57.58% 的股份。

表 7: 截止 17 年年报公司前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	浙江元龙投资管理有限公司	125,888,275	49.2300	限售流通 A 股
2	安吉百顺投资合伙企业(有限合伙)	15,541,762	6.0800	限售流通 A 股
3	上海祥禾泓安股权投资合伙企业(有限合伙)	8,389,615	3.2800	限售流通 A 股
4	深圳市达晨创泰股权投资企业(有限合伙)	6,851,520	2.6800	限售流通 A 股
5	深圳市达晨创恒股权投资企业(有限合伙)	6,739,658	2.6400	限售流通 A 股
6	方隽云	5,807,710	2.2700	限售流通 A 股
7	深圳市达晨创瑞股权投资企业(有限合伙)	5,495,200	2.1500	限售流通 A 股
8	浙江上策投资管理有限公司	5,495,200	2.1500	限售流通 A 股
9	顾春序	4,000,000	1.5600	限售流通 A 股
10	魏尔平	3,000,000	1.1700	限售流通 A 股
	合计	187,214,990	73.2100	

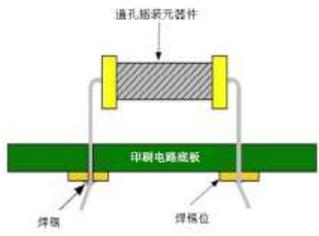
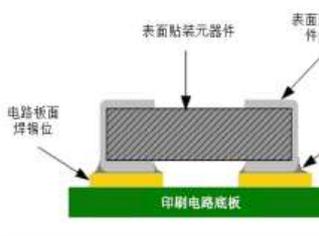
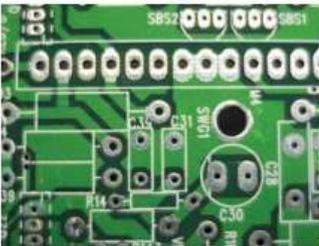
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 产业链一体化优势明显，产品结构持续优化

### 横向拓展+纵向延伸，公司竞争优势牢固

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、高集成度、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 14：贴片封装与通孔封装对比

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	 <p>通孔插装元器件</p> <p>印刷电路板</p> <p>焊锡</p> <p>焊锡位</p>	 <p>表面贴装元器件</p> <p>表面贴装元器件焊锡端</p> <p>印刷电路板</p> <p>焊锡</p> <p>电路反面焊锡位</p>
对应印刷电路板图示		
对比说明	<p>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。</p>	<p>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。电子元器件放置于印刷电路板表面，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。</p>

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

**横向拓展，提供一站式整体解决方案。** 电子元器件封装行业的生产企业多数产品种类较为单一，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，较少有企业构建整个产业链条的完整产品线。公司产品种类较多，横向一体化优势明显，是国内集原纸生产、分切、打孔、胶带、塑料载带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。

**纵向延伸，向上突破原材料壁垒。** 在之前一段较长的时间里，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，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。原纸生产技术上的突破，使得公司有能力为客户提供更为便利的新产品试制、更为周到的配套服务以及更为稳定的长期供应渠道。正是这一在产业链上的纵向延伸，公司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，提升了公司产品的市场竞争力。

**行业技术壁垒高，规模化生产难度大。** 由于电子元器件的种类众多，从普通电

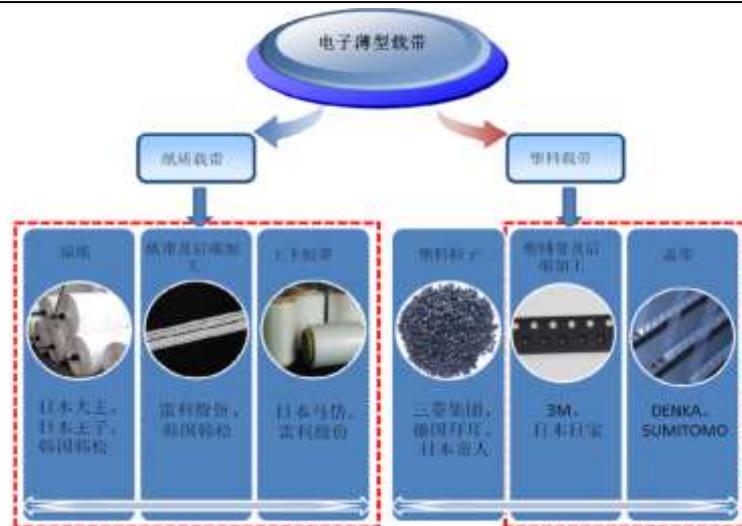
子元器件到高端电子元器件，其对应的薄型载带系统在人才、技术、装备、工艺等方面存在着较大差异，进入薄型载带行业容易，但成为规模化、专业化、体系化的综合性生产企业面临以下技术壁垒。

- 1) 从生产原料角度，以纸质载带为例，其重要核心技术是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。在较长的一段时间内，电子专用原纸的生产工艺被国外企业所垄断，国内企业在技术上处于被动地位。想要在电子专用原纸的工艺技术上有所突破，往往需要较长时间的技术积累以及实践的配合，具有较高的技术门槛，对新进入该行业的竞争者形成了一定的壁垒。
- 2) 服务客户角度，行业企业在产品生产过程中需要具备能根据客户实际需求提高新产品开发、定制生产、后续维护等一系列服务能力；
- 3) 从产品技术要求角度来看，由于电子元器件一般多为敏感性器件，其在承载运输和表面贴装过程中的保护显得尤为重要，需要防静电技术、剥离力技术、烧毛处理等多项技术的综合应用，因此对于配套使用的薄型载带系统提出了较高的要求。
- 4) 设备角度，电子元器件薄型载带的技术要求较高，相应的对其配套生产设备及使用亦提出了较高的要求。这其中，一方面要有与生产电子元器件薄型载带相匹配的设备资源，另一方面更为重要的是，生产企业需要结合自身在生产过程中积累的经验技术，对设备进行不断的调整优化以使其不断提升精度和效率。

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。

对于纸质载带，原纸生产环节包括日本大王和韩国韩松等，在纸带及后续加工环节包括雷科股份、韩国韩松，在上下胶环节包括日本马岱、雷科股份等；对于塑料载带，在塑料粒子环节包括三菱集团、德国拜耳和日本帝人，在塑料带及后端加工包括 3M 和日本日宝、DENKA、SUMITOMO 公司。

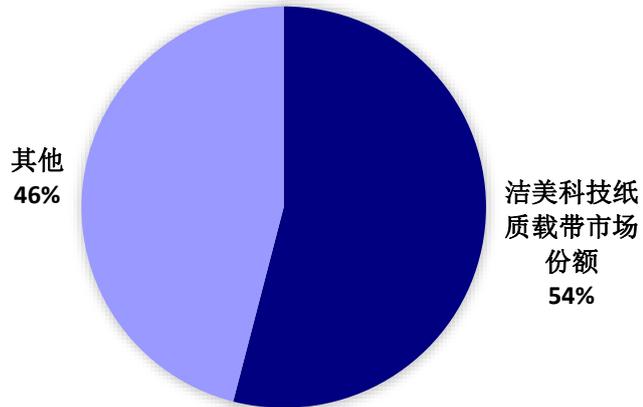
图 15: 电子薄型载带行业竞争格局（红框内为公司涉及领域）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

洁美科技已经占据国内纸质载带市场 50% 以上的份额。2016 年我国电子元件约 36780 亿只的产量为基础,则对应的纸质载带使用量约为 110.34 亿米;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%。

图 16: 2016 年国内纸质载带市场份额情况



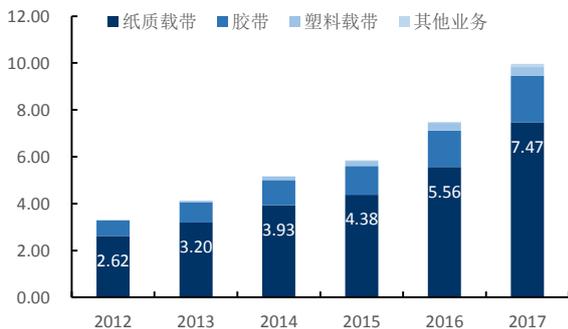
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

**产品结构持续改善,多品类供货,打造一站式解决方案**

过去五年公司业绩的主要增长点来自于纸质载带业务的迅速增长。公司纸质载带业务营业收入从 2012 年的 2.62 亿元增长到 2017 年的 7.47 亿元,年复合增长率高达 23%,纸质载带占公司的营收占比稳定在 70% 以上,为公司最大业务。

公司的胶带业务用于纸质载带的封装,是纸质载带产业链上的纵向延伸业务,该业务从 2012 年的 0.67 亿元增长到 2017 年的 1.99 亿元,年均增长 24%,增速与公司纸质载带业务接近。

图 17: 公司分产品营业收入情况 (亿元)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 18: 公司分产品营业收入占比

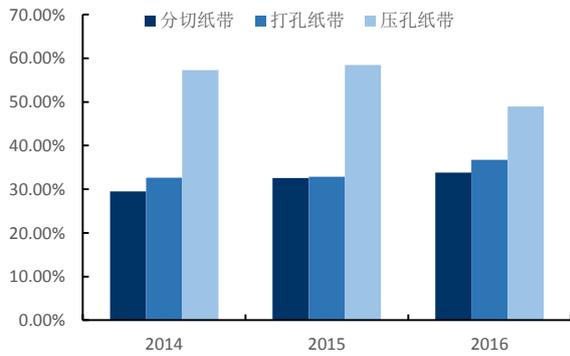


资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

打孔纸带、压孔纸带占比不断增加,产品结构不断改善,增加公司毛利率。从细分产品来看,公司不断增加附加值更高的打孔纸带与压孔纸带的销售比例,从而提高纸质载带产品毛利率。以 2016 年数据为例,分切纸带、打孔纸带和压孔纸带的毛利率分别为 33.84%、36.70%和 48.95%,打孔纸带与压孔纸带的毛利率明显高于分切纸带。增加打孔纸带比例可结构性增加公司毛利率,打孔

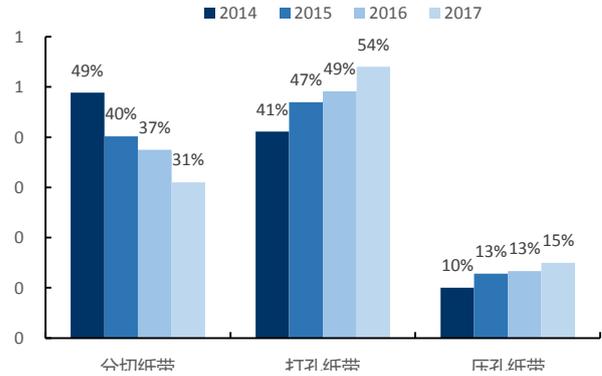
纸带占比从 2014 年 41% 迅速提升到 2017 年的 54%。压孔纸带毛利率更高，2016 年公司为增加压孔纸带占比主动降价，其毛利率仍然高达 49%，压孔纸带占比同样增加明显，从 2014 年的 10% 左右增加到 2017 年的 15%。公司未来仍将不断增加打孔纸带与压孔纸带出货量占比，从而继续提升现有产线盈利能力。

图 19: 公司纸质载带业务毛利率对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 20: 公司纸质载带三项业务销售额占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司纸质载带的纵向拓展与产品结构优化。过去 5 年, 公司以纸质载带产品为依托, 上游逐渐掌握原纸生产技术, 具备原纸生产能力, 下游拓展了配套胶带的业务, 增加了公司收入来源。同时公司打孔纸带、压孔纸带占比不断增加, 纸质载带产品结构优化明显, 使得公司毛利率能够稳中有增。

图 21: 公司过去 5 年主要增长来源与成长路径

纸质载带产品纵向拓展

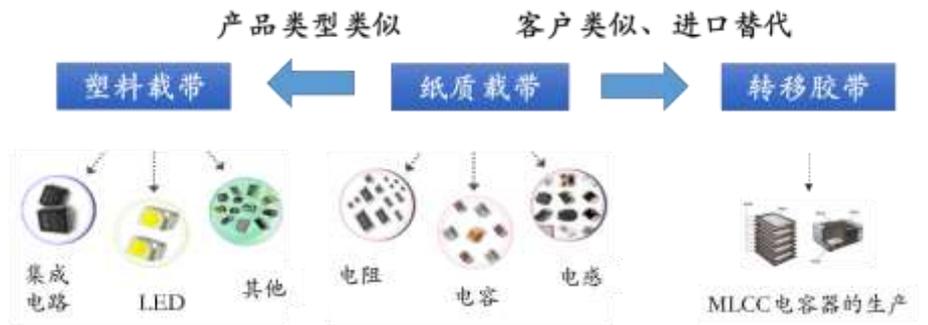
纸质载带产品结构优化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

多品类供货, 打造一站式的解决方案。以纸质载带业务为依托, 公司未来将重点横向拓展塑料载带、转移胶带两个新业务。其中塑料载带与纸质载带产品类型接近, 主要用于尺寸较大的有源器件的封装, 如集成电路、LED 及其他有源器件。转移胶带业务用于 MLCC 电容器的生产制造, 公司的纸质载带主要用于 MLCC 电容器的封装, 与客户建立了良好关系, 该产品目前主要依赖于进口, 公司生产转移胶带能够实现部分的进口替代, 降低客户成本。

图 22: 公司未来的应用拓展

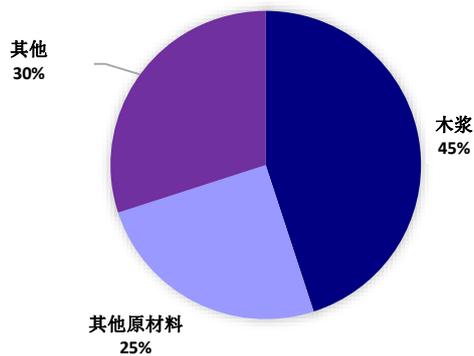


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司行业地位高, 持续扩产增厚公司业绩

公司行业地位高, 价格传导顺畅。根据公司公告, 原材料占据公司生产成本的 75%, 其中作为纸质载带的木浆一项就占据公司生产成本的 45%, 是公司最重要的原材料。

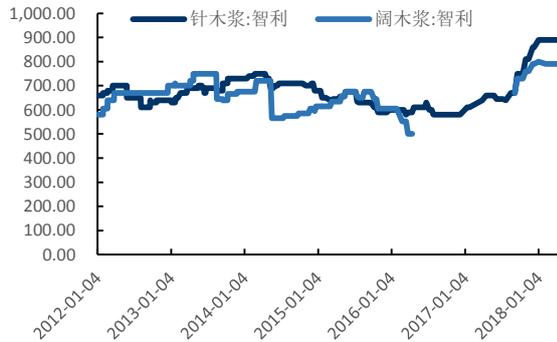
图 23: 公司生产成本构成



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

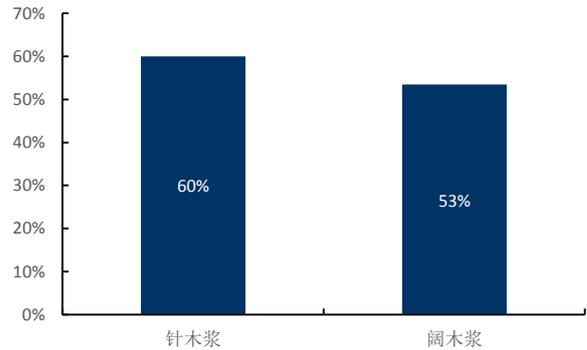
2017 年全年木浆价格走势呈现持续上涨的态势, 特别是进入下半年, 由于货源紧张, 8 月份起木浆开始大幅上涨, 以智利产针木浆和阔木浆为例, 最大涨幅高达 60%和 53%。

图 24: 纸质载带原材料 2017 年涨幅巨大



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 针木浆、阔木浆最大涨幅分别高达 60%、53%



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

由于公司纸质载带市场占有率超过 50%，拥有一定定价权，公司对产品价格进行了适当上调，部分抵减了原材料价格大幅上涨。通过对比公司 2017 年毛利率同比 2016 年增加 1.55pct，说明公司有将原材料价格上涨压力转移给下游厂商，并获取超额利润。

公司产能利用率、产销率双高，产能难以满足市场需求。以纸质载带为例，三年产能分别为 260、260、320 万卷，当年产量分别为 248.53、270.35 和 317.93 万卷，产能利用率全部在 95%以上，2015-2016 年度产能利用率都高于 99%，三年产销率均在 97%以上，其中 2015-2016 年产销率都高于 100%，表明纸质载带产品供不应求。除纸质载带外，胶带、塑料载带产品在产能不断扩张情况下 2016 年的产能利用率、产销率仍然均高于 96%，反映公司产能利用率高，目前产能难于满足市场需求。

表 8: 公司主要产品产能利用率及产销率情况

期间	产品名称	产能 (万卷)	产量		销量		产能利用 率(万卷单 位)	产销率(万 卷单位)
			(万卷)	(亿米)	(万卷)	(亿米)		
2016 年度	纸质载带	320	317.93	93.11	320.53	94.07	99.35%	100.82%
	胶带	140	135.5	165.13	133.5	161.79	96.79%	98.52%
	塑料载带	20	20.14	2.19	19.82	2.14	100.70%	98.41%
2015 年度	纸质载带	260	270.35	79.39	259.95	77.13	103.98%	96.15%
	胶带	100	101.92	123.31	105.42	128.65	101.92%	103.43%
	塑料载带	15	14.93	1.46	13.85	1.38	99.53%	92.77%
2014 年度	纸质载带	260	248.53	73.58	241.92	72.27	95.59%	97.34%
	胶带	95	94.5	114.48	91.78	110.18	99.47%	97.12%
	塑料载带	9	8.3	0.92	8.28	0.91	92.22%	99.76%

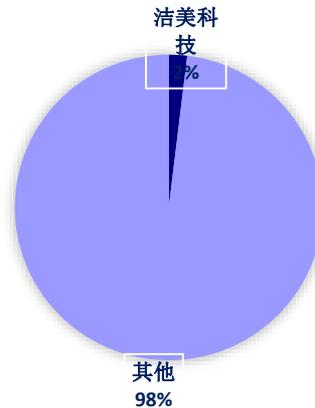
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 未来策略仍旧是不断突破上游核心材料瓶颈，树立牢固竞争壁垒

#### 塑料载带突破技术瓶颈，打开未来成长空间

公司塑料载带市场份额占比较低，塑料载带一般用于半导体分立器件、集成电路、LED 为代表的电子器件的封装。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，则对应的塑料载带使用量约为 90.80 亿米，公司 2016 年塑料载带销量约为 2.19 亿米，扣除直接出口 0.45 亿米，约占国内该领域塑料载带需求量的 1.92%，占比相对较低。

图 26: 公司塑料载带 2016 年市场占有率 (国内)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2017 年公司塑料载带制程实现突破, 黑色精密小尺寸产品实现了稳定供货, 市场反响良好; 高精密一出三平板机顺利实现投产供货; 整合完成了成型模具自主加工能力。特别是在原材料开发方面取得了长足进步。此举将在一定程度上改善公司塑料载带产品依赖进口原材料的现状, 大幅降低原材料采购成本, 进一步提升公司塑料载带产品的竞争力。

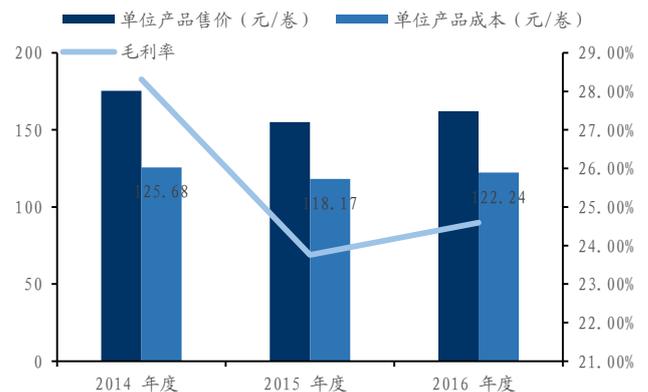
塑料载带保持快速增长, 毛利率相对较低。塑料载带是公司 2013 年新开发的产品, 2014 年开始大规模量产, 到 2016 年产量从 2014 年的 8.3 万卷增加到 20.14 万卷, 复合年增长率接近 56%。期间塑料产品售价、单位产品成本及毛利率呈现先降后升趋势, 2016 年该产品毛利率为 22.24%, 低于同期纸质载带毛利率, 原因为公司塑料载带市场份额较小, 为拓展市场份额, 采取主动降价措施, 且塑料载带上游材料尚无法实现自产。

图 27: 公司塑料载带产量保持快速增长



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 28: 公司塑料毛利率先降后升



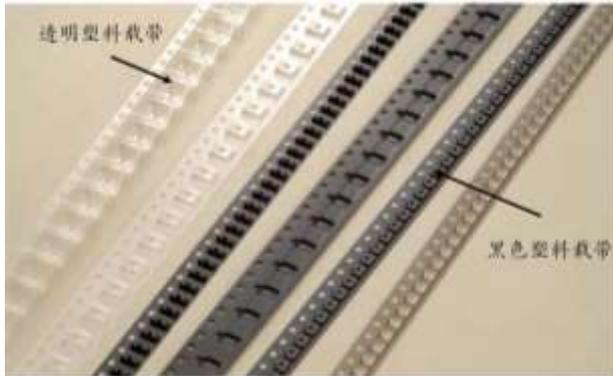
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

黑色塑料载带占比逐年提高, 重要技术突破有望提升塑料载带产品毛利率。黑色塑料载带相比透明塑料载带在防静电上优势更加明显, 产品附加价值较高, 是公司未来发展的主要方向, 2014-2016 年, 黑色塑料载带销售占比从 2014 年 5.64% 迅速增加到 2016 年的 21.32%。而由于黑色塑料载带主要原材料黑色 PC 粒子采购单价约为透明 PC 粒子采购单价的两倍, 销售单价相比透明载带仅高 20% 左右, 导致目前黑色塑料载带的毛利率相对较低。

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, 目前公司

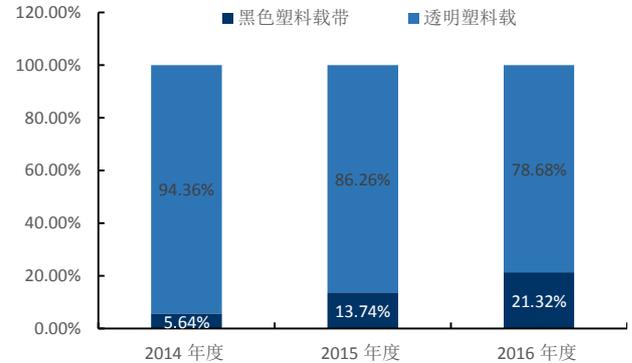
预计已完成设备调试，即将实现塑料粒子的自供，量产后将大幅降低原材料成本，提高毛利率水平。

图 29：透明塑料载带与黑色塑料载带对比



资料来源：网络资料，国信证券经济研究所整理

图 30：公司黑色塑料载带占比逐年提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

募投项目将迅速增加塑料载带产能。公司“年产 15 亿米电子元器件封装塑料载带生产线改造项目”完成后，将会使公司塑料载带产能从目前 2 亿米迅速增加到 15 亿米，目前国内塑料载带使用量约为 90.80 亿米，考虑未来需求仍将不断增长，相应产能可完全被市场消化掉。该项目投资分 3 年完成，采取边投资边生产模式，预计 17 年底建设完成 15 条生产线，投入建设投资的 40%，该产能于 18 年逐渐释放，18 年建设 15 条生产线，19 年建设 10 条生产线，生产负荷达到 75%，2020 年达到满产。

## 新需求不断涌现，公司未来成长空间较大

### 新需求不断涌现，传统业务持续增长

受益汽车电子、智能穿戴、智能机器人、智能家居、5G 等领域的快速推广和应用，集成电路产业进入快速发展期，LED 产业的规模也在不断扩大，半导体行业出现加速增长态势。

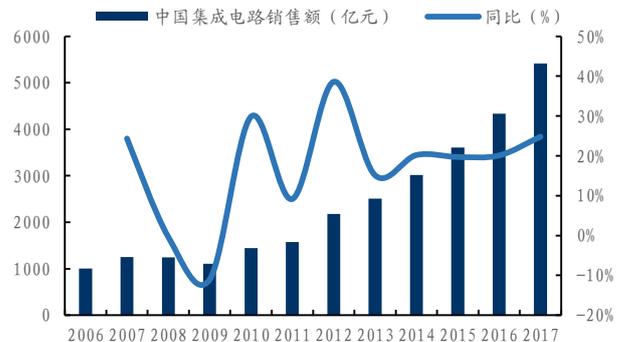
半导体行业全球稳步增长，中国尤为迅猛。从整个行业来看，目前全球半导体仍处于稳步增长当中，2017 年同比增长高达 21%，全球半导体销售额超过 4100 亿美元。其中中国增长尤为迅猛，除了 09 年出现短暂负增长，2006 年以来中国集成电路销售额年均增速超过 20%，2017 年销售额超过 5400 亿人民币。

图 1：全球半导体销售额稳步增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

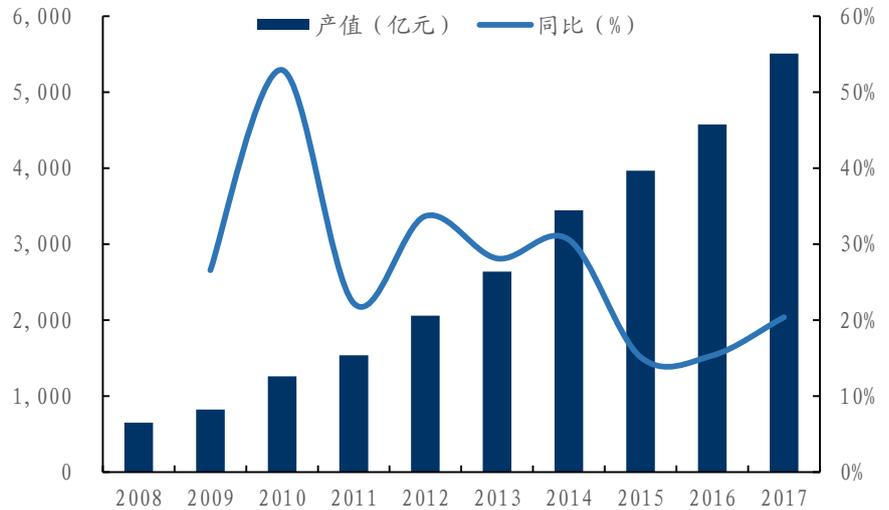
图 2：中国集成电路销售额迅猛增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

LED 行业增长迅猛。以中国为例，08 年至今，LED 行业产值从 651 亿元增长到 5509 亿元，年复合增长高达 27%。目前该行业仍然保持较高增速，2017 年同比增长 20%。

图 31: 中国 LED 行业产值及同比变化情况



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

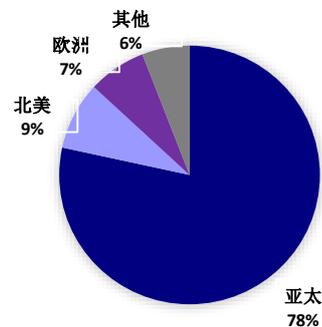
根据智研咨询的数据，2016 年全球塑料薄型载带行业产量为 142.7 亿米，需求量为 142.5 亿米。从市场来看，全球 78.4% 的市场份额集中在亚太地区，

图 32: 全球塑料薄型载带产量及需求量



资料来源:智研咨询, 国信证券经济研究所整理

图 33: 2016 年全球塑料载带市场区域分布



资料来源:智研咨询, 国信证券经济研究所整理

根据智研咨询的数据 2023 年全球塑料薄型载带市场规模将增长至 5.02 亿美元。

图 34: 全球塑料薄型载带市场规模预测

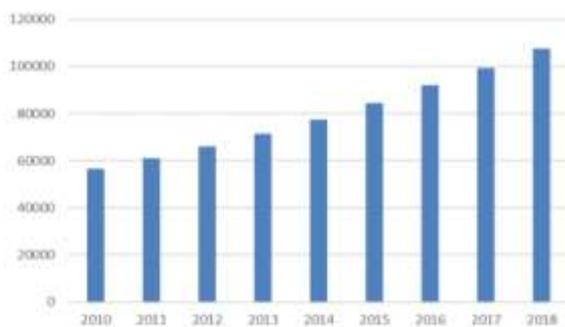


资料来源:智研咨询, 国信证券经济研究所整理

2017年是洁美科技塑料载带制程能力实现突破的一年。期间公司逐步将目标转向为半导体行业企业提供相关配套产品, 着力打造公司在高端产品领域的核心竞争力。公司的黑色精密小尺寸产品实现了稳定供货, 高精度一出三平板机顺利实现投产供货, 整合完成了成型模具自主加工能力。特别是在原材料开发方面取得了长足进步, 公司已经实现了透明材料的回用, 公司着力打造的塑料载带黑色材料造粒生产线完成了安装调试, 进行了多次配方验证, 为实现塑料粒子的自供做好了准备, 后续公司将根据配方验证的情况逐步切换原材料。此举将在一定程度上改善公司塑料载带产品依赖进口原材料的现状, 大幅降低原材料采购成本, 进一步提升公司塑料载带产品的竞争力。

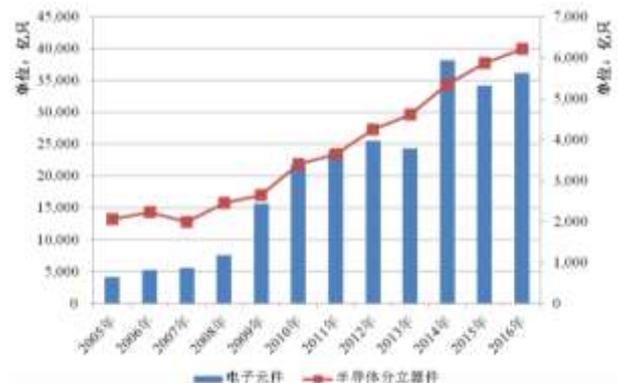
**电子元器件需求数量稳步增长** 受益于半导体、LED 等行业的快速发展, 对电子元器件的需求也逐年增加。全球电子元件出货量的在 2009-2014 年均增长约为 7.6%, 预估 2014-2019 年将攀升至 8.2%, 2017 年总体出货规模预计将突破 10 万亿颗。我国电子元器件发展更为迅猛, 2005-2016 年我国电子元件产量从 4130.44 亿只上升到 36780 亿只, 年复合增长率高达 21.99%, 电子元器件中的半导体分立器件从 2062.90 亿只上升到约 6234.00 亿只, 年复合增长率为 10.72%。

图 35: 全球电子元件数量图 (亿颗)



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图 36: 2005-2016 中国电子元件与半导体分立器件产量



资料来源: Wind, 工信部, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**半导体、LED、被动元器件产能向国内转移大势明显，公司将深度受益下游需求持续转移**

半导体未来四年四成新建晶圆产能位于中国，产业转移势不可挡。根据 SEMI 报告，预计全球将于 2017 年~2020 年间投产的半导体晶圆厂约为 62 座，其中 26 座位于中国，中国投产晶圆厂约占全球新建产能的 42%。预计 2017 年有 6 座工厂投产，2018 年有 13 座投入运营。

**表 9：我国 12 寸晶圆厂在建，拟建情况**

在建	德科玛	FAB1	淮安	CMOS 感测元件	2
	华力微	FAB2	上海	逻辑代工	4
	联电(晋华)	FAB1	晋江	DRAM	6
	力晶(晶合)	FAB1	合肥	逻辑代工	4
	长江存储(武汉新芯)	FAB2	武汉	NAND、DRAM	30
	中芯国际	FAB16	深圳	逻辑代工	4
		FABB2B	北京	逻辑代工	3.5
		FABB3	北京	逻辑代工	3.5
		FABS1	上海	逻辑代工	7
		FABNJ	南京	逻辑代工	2
拟建	格罗方德(格芯)	FAB11-1	成都	逻辑代工	2
	德克玛	FAB3	淮安	CMOS 感测元件	4
	长鑫	FAB1	合肥	DRAM	6
	万国半导体	FAB2	重庆	逻辑代工	7
	中芯国际	FABN2		逻辑代工	未定
		FABN3	宁波	逻辑代工	未定
		FABS2	上海	逻辑代工	未定
	紫光	FABNJ	南京	NAND、DRAM	10
		FABCD	成都	逻辑代工	未定
		FABSZ	深圳	NAND、DRAM	4
	格罗方德(格芯)	FAB11-2	成都	逻辑代工	6.5

资料来源: ofweek, 国信证券经济研究所整理

根据现有晶圆厂产能释放推算，到 2018 年中国大陆将增加晶圆产能 480 万片，到 2020 年再增加 720 万片。

**图 37：中国 12 寸晶圆年产能增加规划(万片)**



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

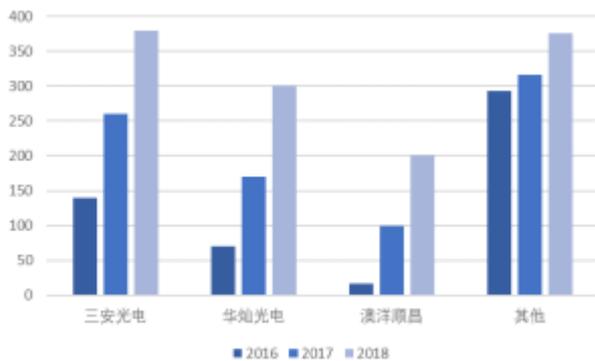
**LED 产业向中国转移，带动塑料载带需求不断增长。**由于 2015 年的行业深度洗牌，LED 芯片价格大幅下探，LED 行业过剩及落后产能充分淘汰，以晶电、CREE 为代表的国际 LED 传统大厂多次减产，到 2016 年年初已累计减产 25%，三星、LG 也关停部分产能，新世纪已有 3 年没有扩产计划。这些 LED 传统国际大厂减少对 LED 领域的再投资，并将产品交给具有显著比较优势的国内厂商做代工。因此国内 LED 芯片领军企业如三安光电、华灿光电、澳洋顺昌凭借工艺技术提

升、优异的成本管理能力及国内资本和政策的大力支持，进一步提升产能，承接全球LED产业转移，与国际大厂高纬度竞争，并不断成功抢夺全球市场份额。2017年中国LED芯片产能以2寸片产量计算已达到全球产能的58%，而2017年全球新增MOCVD装机量基本都以中国区域为主。预计到2018年国内产能前3大企业集中度CR3将达到70%。未来全球LED芯片的主要增长点将位于中国。

**下游需求向大陆转移，公司将深度受益。**公司提供载带产品用于下游元器件、LED厂商的包装，服务于下游厂商，下游厂商产能向国内转移，相应会加大对本土载带产品的需求，公司将深度受益。

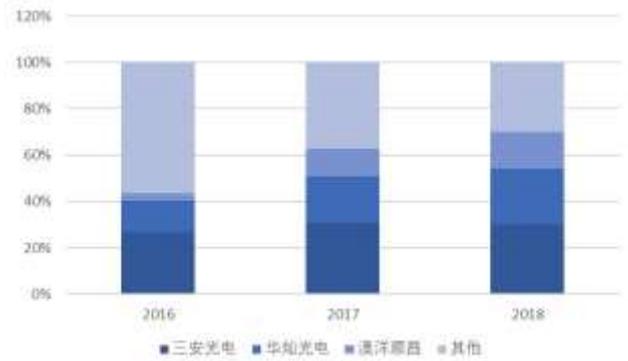
根据中商情报网的数据，2005-2016年我国电子元件产量从4,130.44亿只上升到约36,780.00亿只，**年复合增长率21.99%**；电子器件中的半导体分立器件从2,062.90亿只上升到约6,324.00亿只，年复合增长率10.72%；全球电子元件出货量的平均年增率在2009~2014年间约为7.6%，**预估2014~2019年将攀升至8.2%；2017年总体出货规模更将突破十万亿颗。**

图 38: 2016-2018E 中国主要芯片企业产能(万片/月)



资料来源: LEDinside、国信证券经济研究所整理

图 39: 中国主要 LED 产能集中度



资料来源: LEDinside、国信证券经济研究所整理

根据中商情报网的数据，2016年全球电子元件数量为91950亿只，我国电子元件约36780亿只，2018-2020年三年全球电子元器件出货量年均增速为8.2%，纸质载带上两个孔穴之间的间距大多为2mm、4mm，考虑到元器件小型化的趋势，孔穴的间距也在减少，**根据我们的测算，预计全球纸质载带需求到2020年增长到334亿米，国内达到153亿米。**

表 10: 全球及国内纸质载带需求测算

	全球元件量(亿只)	国内元件量(亿只)	载带间距(mm)	全球总长度(亿米)	国内总长度(亿米)
2016年	91950	36780	3	275.85	110.34
2017年	99490	41194	2.9	288.52	119.46
2018年	107648	46137	2.8	301.41	129.18
2019年	116475	51673	2.7	314.48	139.52
2020年	126026	57874	2.65	333.97	153.37

资料来源: 中商情报网, 国信证券经济研究所整理预测

### 拓展离型膜业务，开启更广阔的下游市场

离型膜又称剥离膜、隔离膜，是以塑料薄膜(片)为基材，在薄膜单面或双面涂覆离型剂和胶水，使其对特定的材料在有限的条件下接触后不具有粘性，或轻微的粘性的功能性薄膜，主要应用在电子行业，胶粘剂行业，橡胶行业。离型膜相对于离型纸价格较高，但塑料薄膜的透明性高，表面光滑，可以让它作为自动生产线上使用不干胶的底膜和一些高要求的产品底膜，如医疗，卫生，精密

电子行业。离型膜现已被广泛应用于包装、印刷、丝印、移印、铭板、薄膜开关、柔性线路、绝缘制品、线路板、激光防伪、贴合、电子、密封材料用膜、反光材料、防水材料、医药（膏药用纸）、卫生用纸、胶粘制品、模切冲型加工等行业领域。

离型膜以不同基材可分为：PE 离型膜；PET 离型膜、OPP 离型膜、复合离型膜（即基材是有二种或二种以上的材质复合而成的）等。

- ✓ 按照离型力可分为：轻离型膜、中离型膜、重离型膜。
- ✓ 按照颜色可分为：红色离型膜、黄色离型膜、绿色离型膜、蓝色离型膜等各种颜色的 PET 离型膜。
- ✓ 按表面处理可分为：单面离型膜、双面离型膜、无硅离型膜、氟塑离型膜、单面电晕、双面电晕、磨砂离型膜、哑光离型膜等。
- ✓ 根据涂布的防粘剂，常用为硅油离型膜、氟塑离型膜等。

图 40：离型力分级



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图 41：常见的 PET 离型膜结构



资料来源：公司公告，中国电子元器件行业协会，国信证券经济研究所整理

通常情况下为了增加塑料薄膜的离型力，会将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，如 PET、PE、OPP，等等；让它对于各种不同的有机压感胶（如热融胶、亚克力胶和橡胶系的压感胶）可以表现出极轻且稳定的离型力。根据不同所需离型膜离型力，隔离产品胶的粘性不同，离型力相对应调整，使之在剥离时达到极轻且稳定的离型力。以 PET 为基膜的离型膜是最为常见的离型膜。

按照离型力划分：超轻离型力，1~5g/inch。轻型离型力，5~20 g/inch。中型离型力，20~60 g/inch。重型离型力，60~100 g/inch。超重剥离力，100 g/inch 以上。离型膜根据不同的应用场景拥有诸多不同的结构。

目前离型膜的主要厂商：百强、杜邦、三井、帝人、贝斯特、BENCH、Growing、DuPont、Mitsui、Teijin。

**图 42: 市场上几种离型膜类别与结构**

名称	性能特点	结构
有机硅离型膜	用高精度的涂布线涂布制造，在基材表面形成均匀、致密的平滑涂层，经特殊工艺使该涂层与原膜表面牢固的结合，保证产品有优秀的残余粘着力	硅油+基材（单面） 硅油+基材+硅油（双面）
抗静电离型膜	抗静电离型膜经过特殊工艺制造，抗静电性稳定，广泛应用于柔性电路板，激光防伪，防水材料，医药，胶粘制品的模切冲型加工工业	离型剂+基材+抗静电剂
无硅离型膜	无硅离型膜采用特殊工艺制备，产品不含硅，不会造成硅转移，不破坏胶的表面；使用方便，剥离力稳定，适用于各种胶黏剂产品；广泛应用于 FPC 以及对硅敏感的电子材料行业	离型剂+基材
有色离型膜	有色离型膜外观漂亮，识别性好，广泛应用于模切冲型加工工业，能有效预防在加工工程中的剥离问题，提高作业效率	离型剂+基材+抗静电剂
哑光离型膜	哑光离型膜采用特殊加工工艺制备，表现漂亮，离型力稳定，适用于膜切工业及适用于各种胶黏材料的贴合和特殊材料的制备	离型剂+基材
光学级离型膜	光学级离型膜在超洁净无尘室制备，主要在OCA 制程和膜切过程中作为承载膜和转移膜使用。产品表面洁净，性能优异，具有优秀的残余接着率	轻剥离+OCA+重剥离

资料来源:模切网, 国信证券经济研究所整理

图 43: 国内部分离型膜厂家



资料来源:模切网, 国信证券经济研究所整理

**离型膜市场需求强劲，产能持续释放成为公司业务新增长点**  
**转移胶带（离型膜）在 MLCC 的应用。**

MLCC (Multi-layer Ceramic Capacitors) 片式多层陶瓷电容器是由印好电极(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)。MLCC 约占整个陶瓷电容的 93%, 具有体积小、温度和电容量范围宽、额定电压高、介质损耗小、高频特性好等特点。MLCC 制造中需用高端离型膜作为承载体进行转移。在其制作过程中需

要将材料涂覆于离型膜上成型、干燥，然后分切叠合，应用于 MLCC 制造过程中的离型膜性能指标要求较高，属于高端应用领域。

图 44: MLCC 结构

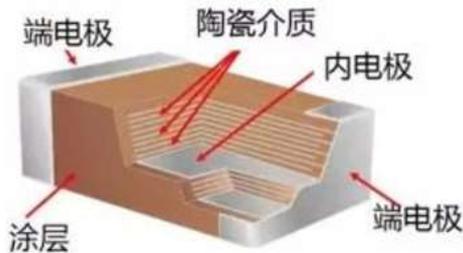
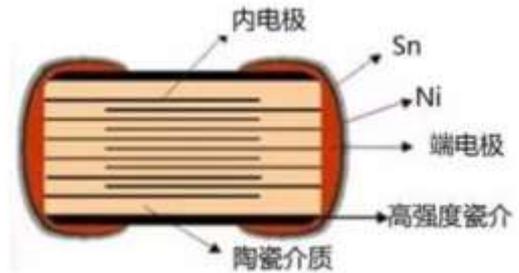


图 45: MLCC 横截面

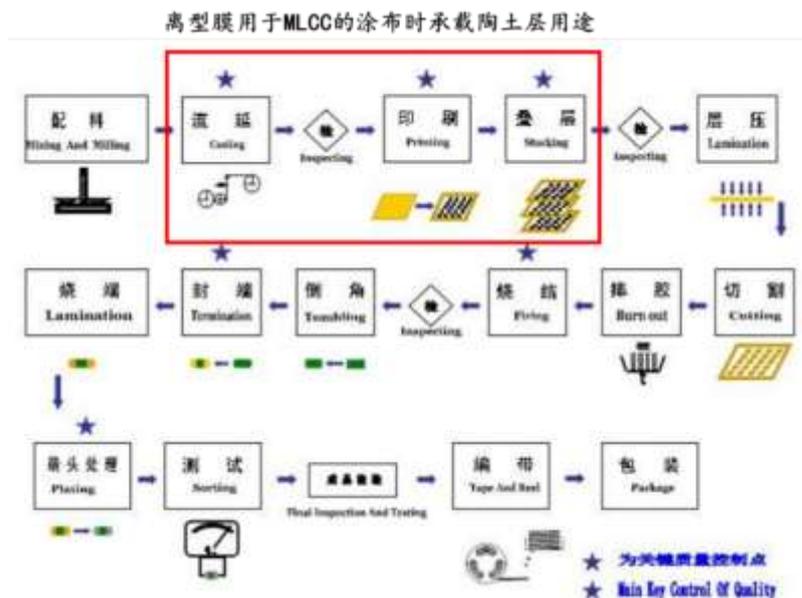


资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

MLCC 生产过程中, 首先将陶瓷粉和粘合剂、溶剂等按一定比例经过球磨, 形成陶瓷浆料。之后将陶瓷浆料通过流延机的浇注口, 将其涂布在绕行的 PET 膜 (Film) 上, 从而形成一层均匀的浆料薄层, 再通过高温、干燥、定型、剥离而得到陶瓷膜片, 一般厚度在 10-30um。转移胶带的材料需要与电子元器件陶瓷浆料匹配, 不能与陶瓷浆料成分之间产生化学反应; 转移胶带与陶瓷浆料两者之间的表面张力要匹配, 确保陶瓷涂层厚度均匀; 转移胶带的平整度要求很高, 凸点往往要控制在 0.2 微米以内。转移胶带相比封装胶带, 洁净度、平整度、工艺、厚度上的要求差异很大。

图 46: 离型膜用于 MLCC 中涂布时承载陶土层



资料来源: 百度文库, 国信证券经济研究所整理

因为电子模切用高端转移胶带生产工艺要求严格, 进入门槛较高, 国内大多数产品洁净度、平整性和抗静电等指标方面都达不到要求, 导致光学及电子模切行业用高端转移胶带产品严重依赖国外进口。目前 MLCC 市场主要被日本、韩国、台湾企业主导, 国内厂商可提供 300 层的 MLCC, 而几家日本公司, 已可实现 800~1,000 层的 MLCC, 介质厚度逼近 1um。

2014 年全球 MLCC 市场规模约为 86 亿美元，需求量为 32500 亿只。中国市场规模约为 387.4 亿元，需求为 22400 亿只，占全球 MLCC 需求量的 69%。以一个 MLCC 由 400 层单层 MLCC 堆叠而成为例，并根据行业经验数据假定单层 MLCC 面积为 5 平方毫米，考虑到生产单层 MLCC 所消耗转移胶带的面积与 MLCC 的面积大致相当，则我国 MLCC 行业所需转移胶带的面积将超过 44.8 亿平方米。**根据我们的测算，如果单层 MLCC 面积 5 平方毫米，全球 MLCC 2020 年将达到 48500 亿只，则到 2020 年全球 MLCC 所需离型膜总需求面积将达到 97 亿平方米。**

图 47: 全球 MLCC 市场规模 (亿美元)



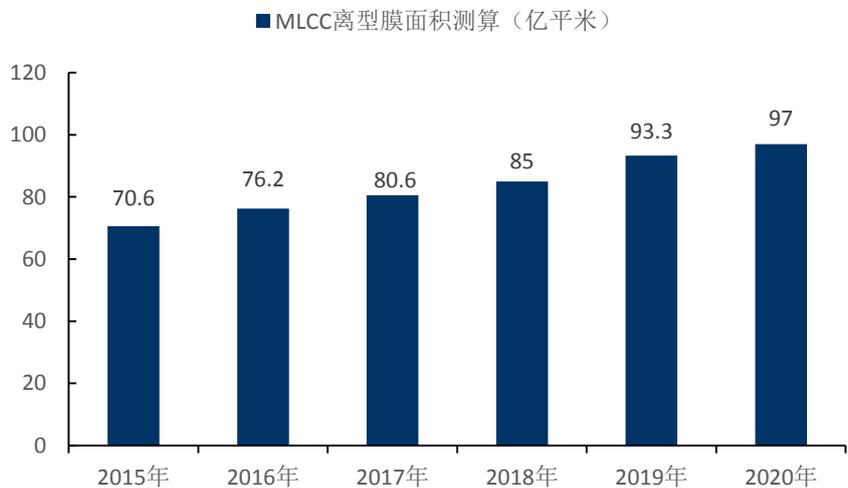
资料来源: 易容网, 国信证券经济研究所整理

图 48: MLCC 横截面



资料来源: 易容网, 国信证券经济研究所整理

图 49: 全球 MLCC 用离型膜面积测算 (亿平方米)



资料来源: 易容网, 国信证券经济研究所整理预测

离型膜市场需求广泛，产能持续增长成为公司新增长点

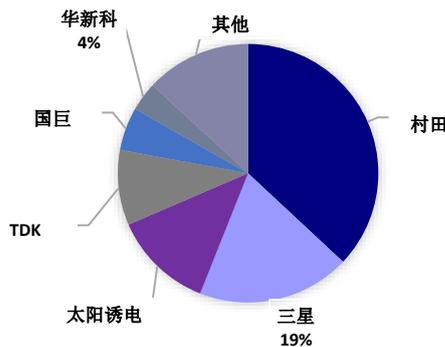
公司在 MLCC 用离型膜产品优势明显

除了 MLCC 生产过程大量使用转移胶带（离型膜）。转移胶带（离型膜）用途非常广泛，可作为 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载体。其中一个重要应用领域为 MLCC，MLCC 在加工

过程中，会大量使用转移胶带来完成陶瓷体薄膜的生产，在切割堆叠后即可制备成 MLCC。

MLCC 主要厂商与公司有良好合作关系，未来市场需求保持高增长。2015 年全球 MLCC 市场份额前五为村田、三星、太阳诱电、TDK、国巨，其中三星、国巨电子、日本村田，国内的风华高科、顺络电子等为公司薄型载带客户，逐渐赢得客户信赖，为公司转移胶带的推出提供了较好的客户基础。

图 50: 2015 年全球 MLCC 市场份额分布



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图 51: 国内 MLCC 需求保持高增长



资料来源: 公司公告, 中国电子元器件行业协会, 国信证券经济研究所整理

公司依托封装类胶带取得技术突破。转移胶带的生产技术要求较高，除了厚度、剥离力等常规指标外，转移胶带在化学成分、表明张力、平整度方面都有很高要求。目前国内所用转移胶带以进口为主，本土化生产处于起步阶段，国产替代进口有较大的发展空间。**公司以现有封装类胶带技术为基础，逐渐掌握了转移胶带的生产控制能力，并取得了两项发明专利，分别为“一种高密着性防静电离型膜”、“一种用于 MLCC 流延的离型膜”。**

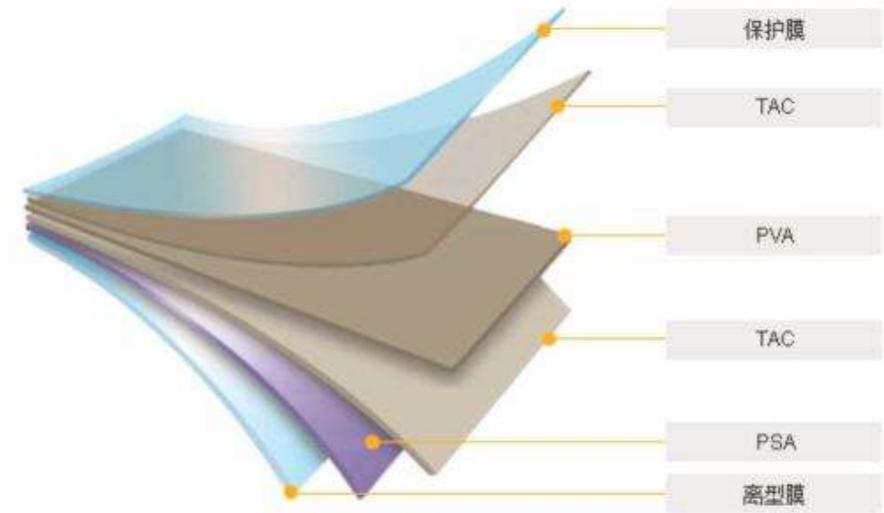
目前国内厂商可提供 300 层的 MLCC，而国外企业，尤其是几家日本公司，已可实现 800~1,000 层的 MLCC。以一个 MLCC 由 400 层单层 MLCC 堆叠而成为例，并根据行业经验数据假定单层 MLCC 面积为 5 平方毫米，考虑到生产单层 MLCC 所消耗转移胶带的面积与 MLCC 的面积大致相当，则我国 MLCC 行业所需转移胶带的面积将超过 44.8 亿平米。考虑 MLCC 需求量仍在不断增长，公司新建产能 2 亿平米将完全被消耗。

转移胶带项目一期建成后能为公司年增销售收入超 2 亿元。本项目在 15 年核准生产，截至 2016 年底，项目累计投入 1.45 亿元，占总投资的 48%，土建已经完工，公司转移胶带项目第一条生产线实现了正常生产，另外两条生产线处于安装调试阶段，预计第三季度投产。转移胶带新产品 25um、30um、36um 厚度的样品已经获得了风华高科、无锡村田、国巨电子、华新科技等客户的认证，其中部分客户已开始正式供货，预计 18 年下半年将逐步产生效益。

### MLCC 只是离型膜应用市场的冰山一角

**离型膜在偏光片中的应用。**离型膜除了应用于 MLCC 以外，还是偏光片的重要原材料之一，偏光片是由多层薄膜构成，其原材料成本占生产总成本的 80%。原材料主要有 TAC 膜、PVA 膜、感压胶、保护膜和离型膜组成，其中 TAC 约占成本 50%左右、PVA 占 12%、胶水 5-10%，保护膜、离型膜 15%，化工材料 5%，其他成本占 10%。**2014 年市场上基本所有的偏光片离型膜都是三菱制造，在国内没有一家企业敢于尝试这个领域，国内生产总量还不足 3%。**

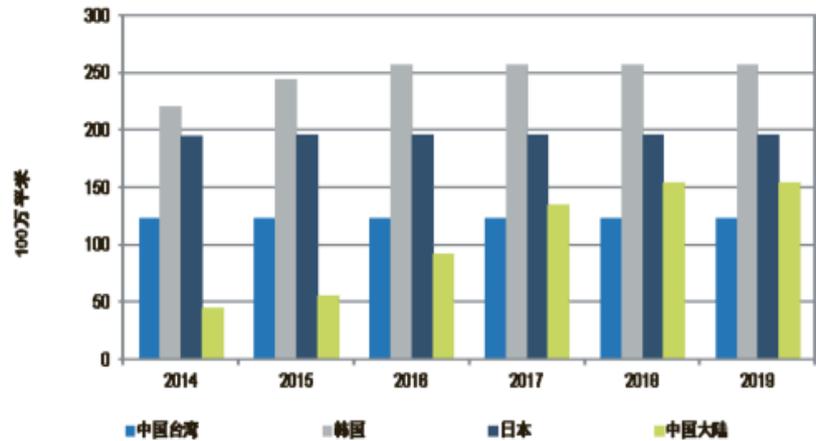
图 52: 偏光片是离型膜的另一大应用领域



资料来源:易容网, 国信证券经济研究所整理预测

根据 Displaybank 的数据, 全球偏光片产能预计将从 2014 年的 5.82 亿平方米增加到 2019 年的 7.28 亿平方米, 年复合增长率为 5.75%。**预计 2019 年偏光片用离型膜的面积需求也将在 2019 年达到至少 7.28 亿平方米。**

图 53: 偏光片产能向大陆持续转移



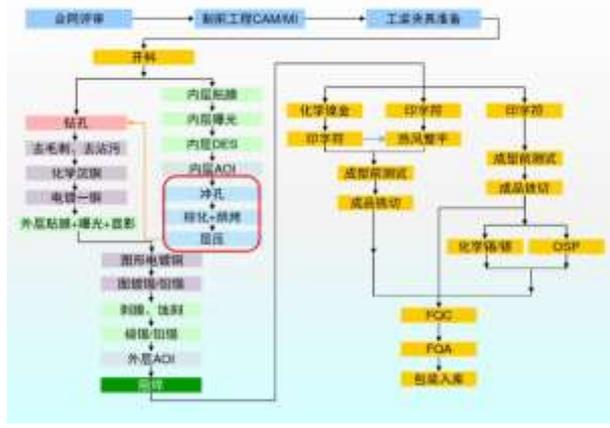
资料来源: Displaybank, 国信证券经济研究所整理预测

**离型膜在 PCB 行业的应用。**PCB 离型膜是一种耐高温离型膜, 可用于刚性、柔性电路板的生产。此离型膜通过专利工艺技术, 并借助严格的质量控制, 并经后段固化, 具备耐高温、离型效果好, 压合过程无污染等。PCB 离型膜用于刚性、挠性线路板、HDI 板、FPC 板、软硬结合板等的离型材料。例如, PCB 线路板传压、层压用 PTFE 离型膜有极好的化学惰性, 因而不会与电解液发生化学反应。同时, 薄膜厚度很薄具有很好的机械强度, 这就使得其只需要占有极小的空间并且具有极佳的操作性能。

今年来我国 PCB 行业快速发展, 产业转移趋势明显, 下游需求持续保持强劲, 作为电子行业的基础器件之一, 根据中国产业信息网的数据, 截止至 2015 年,

全球 PCB 行业产值已高达 553.25 亿美元。PCB 应用最为广泛的领域为电子产品领域。2000 年至 2015 年通信电子领域 CAGR 为 18.30%、汽车产量 CAGR 为 17.73%、国防 CAGR 为 14.40%，医疗设备 2011 年至 2015 年 CAGR 也达到了 15.17%。下游行业可持续性增长的趋势以及潜力也同时带动了上游 PCB 行业的增长。同时 PCB 用材料市场也与日俱增。而离型膜就是 PCB 中的重要辅料之一。

图 54: PCB 制备过程中的层压中用到离型膜



资料来源:百度文库, 国信证券经济研究所整理

图 55: 离型膜是层压中的叠板工艺的主要辅料



资料来源:百度文库, 国信证券经济研究所整理

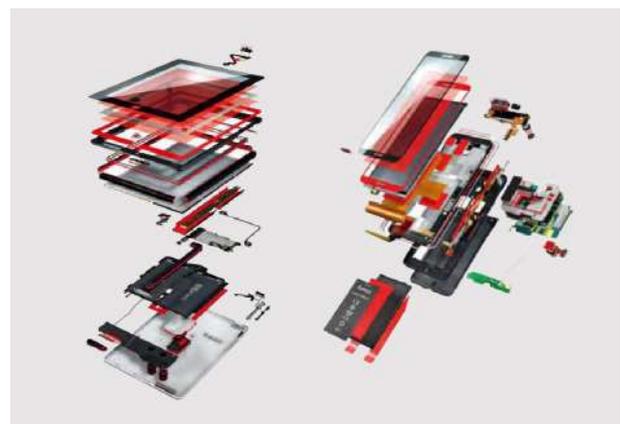
模切加工中, 离型膜是重要的原材料之一。尤其是相对硬度较高的 PET 离型膜, 根据用途分类: 生产保护膜类、贴合模切保护膜类、生产胶带类、贴合模切胶带类。在实现模切产品完成的整个过程中, 离型材料扮演了比较重要的角色。它不仅影响过程的完成顺畅, 还要保证客户方便使用, 更影响主材的性能。模切离型膜对基材、残余黏着率、剥离力、加工环境等要求都越来越严格。否则会发生: 涂布不均致使离型力过大、离型力搭配不合理以及耐候性不足、与胶带贴好后无法剥离、离型面油腻、静电等问题。

图 57: 离型膜是模切的原料之一



资料来源:百度文库, 国信证券经济研究所整理

图 58: 模切行业用到大量的离型膜



资料来源:百度文库, 国信证券经济研究所整理

总体来说, 电子通讯、数码等中下游行业快速发展, 以及国产化的不断替代, 将带动离型膜行业新一轮的需求, 电子行业的基础材料正在不断向国产厂商偏移。离型膜中高端市场仍旧被国外如百强、杜邦、三井、帝人、贝斯特、BENCH、Growing、Mitsui、Teijin、泰德思等大型公司占据。离型膜应用领域广泛, MLCC 用离型膜市场空间大, 要求高。公司从高端 MLCC 用离型膜做起, 未来有望延

伸拓展至更广阔的领域，比如偏光片、模切、PCB 等众多领域。

## 公司质地优良，竞争壁垒较高，成长快速，维持“增持”评级

公司载带及离型膜业务立足国内，更大的空间在国外市场。纸质载带、塑料载带的国内外市场超过 100 亿，离型膜市场全球市场接近 200 亿，公司现有业务市场空间给予公司足够大的成长空间。

预计 18-20 年净利润分别为 2.83/3.66/4.47 亿元，对应的 EPS 为 1.11/1.43/1.75 元，当前股价对应的 PE 分别为 32.9X/25.4X/20.9X。根据绝对估值的结果，公司合理价值为 44 元/股。相对估值法，对比得出可比公司 2018-2020 年 PE 平均值为 29/22/17X。考虑到公司是国内纸质载带龙头，以及高速的成长性，理应享受估值溢价，给予洁美科技 2019 年目标 PE 30 倍，对应合理估值为 42 元左右，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 一，募投项目产能释放不达预期。
- 二，原材料涨价，成本无法有效转移。
- 三，公司产品拓展不达预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	230	200	200	321	营业收入	996	1311	1637	1984
应收款项	379	503	628	761	营业成本	597	786	981	1189
存货净额	124	154	194	237	营业税金及附加	7	8	10	12
其他流动资产	44	39	49	60	销售费用	43	56	67	81
<b>流动资产合计</b>	<b>777</b>	<b>896</b>	<b>1071</b>	<b>1379</b>	管理费用	109	143	171	207
固定资产	704	766	818	862	财务费用	23	(6)	(10)	(15)
无形资产及其他	71	70	68	66	投资收益	2	2	2	2
投资性房地产	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	(6)	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	8	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1563</b>	<b>1742</b>	<b>1967</b>	<b>2317</b>	营业利润	222	320	414	505
短期借款及交易性金融负债	50	190	91	50	营业外净收支	0	2	2	2
应付款项	94	138	174	213	<b>利润总额</b>	<b>222</b>	<b>322</b>	<b>416</b>	<b>507</b>
其他流动负债	35	44	55	67	所得税费用	26	39	50	61
<b>流动负债合计</b>	<b>179</b>	<b>373</b>	<b>320</b>	<b>330</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	9	(221)	(221)	(221)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>196</b>	<b>283</b>	<b>366</b>	<b>447</b>
其他长期负债	28	28	28	28					
<b>长期负债合计</b>	<b>37</b>	<b>(193)</b>	<b>(193)</b>	<b>(193)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>216</b>	<b>180</b>	<b>128</b>	<b>138</b>	净利润	196	283	366	447
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	2	1	0	0
股东权益	1346	1562	1840	2179	折旧摊销	36	74	84	93
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1563</b>	<b>1742</b>	<b>1967</b>	<b>2317</b>	公允价值变动损失	6	6	6	6
					财务费用	23	(6)	(10)	(15)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(239)	(95)	(128)	(136)
	2017	2018E	2019E	2020E	其它	(2)	(1)	(0)	(0)
每股收益	0.77	1.11	1.43	1.75	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1)</b>	<b>269</b>	<b>328</b>	<b>410</b>
每股红利	0.19	0.27	0.34	0.42	资本开支	(144)	(141)	(141)	(141)
每股净资产	5.27	6.11	7.20	8.52	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	19%	19%	22%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(144)</b>	<b>(141)</b>	<b>(141)</b>	<b>(141)</b>
ROE	15%	18%	20%	20%	权益性融资	639	0	0	0
毛利率	40%	40%	40%	40%	负债净变化	(141)	(230)	0	0
EBIT Margin	24%	24%	25%	25%	支付股利、利息	(48)	(68)	(88)	(107)
EBITDA Margin	28%	30%	30%	30%	其它融资现金流	36	140	(100)	(41)
收入增长	32%	32%	25%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>297</b>	<b>(158)</b>	<b>(187)</b>	<b>(148)</b>
净利润增长率	42%	44%	29%	22%	<b>现金净变动</b>	<b>152</b>	<b>(30)</b>	<b>0</b>	<b>121</b>
资产负债率	14%	10%	6%	6%	货币资金的期初余额	78	230	200	200
息率	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%	货币资金的期末余额	230	200	200	321
P/E	47.5	32.9	25.4	20.9	企业自由现金流	(135)	118	174	251
P/B	6.9	6.0	5.1	4.3	权益自由现金流	(239)	34	84	224
EV/EBITDA	34.5	24.2	19.2	16.1					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 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。

## 国信证券经济研究所整理

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032