

洁美科技(002859)/电子材料

纸质载带受益涨价，塑料和转移胶带空间广阔
评级：买入(首次)

市场价格：30.85

分析师：郑震湘

执业证书编号：S0740517080001

电话：021-20315165

Email: zhengzx@r.qlzq.com.cn

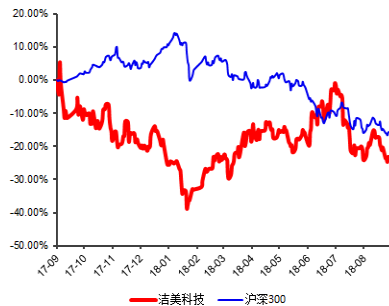
分析师：张欣

执业证书编号：S0740518070001

Email: zhangxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	255.7
流通股本(百万股)	108.4
市价(元)	30.85
市值(百万元)	7888.35
流通市值(百万元)	3344.14

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	753	996	1,386	1,895	2,488
增长率 yoy%	27.66%	32.26%	39.13%	36.67%	31.32%
归母净利润(百万元)	138	196	301	403	537
增长率 yoy%	54.67%	42.07%	53.50%	33.69%	33.46%
每股收益(元)	0.54	0.77	1.18	1.57	2.10
每股现金流量	0.32	0.42	1.57	0.30	2.50
净资产收益率	25.05%	14.57%	18.29%	19.65%	20.77%
P/E	57.11	40.20	26.19	19.59	14.68
PEG	1.33	1.01	0.52	0.46	0.37
P/B	14.31	5.86	4.79	3.85	3.05

投资要点

- **公司此前于2018年8月20日发布半年报，我们深度覆盖如下：**
- **库存同比+95%，Q3业绩指引28-106%彰显持续景气。**公司8月20日发布半年报，其中H1营收5.98亿，同比+36.8%，归母业绩1.05亿，+31%；单算Q2营收3.38亿，同比+35%，环比+30%，净利润0.76亿，同比+38.15%，环比+162%，Q2大增主要是下游元器件需求旺盛传导到纸质及塑料载带供不应求。公司同时公告1-9月业绩预告为1.70-2.10亿，同比增长30-60%，Q3单季度0.65-1.04亿，同比增加28-106%；且库存同比+95%，彰显三季度下游需求景气的持续性。另外公司H1毛利率34.94%，同比下降5.27个百分点，主要受上半年木浆等原材料涨价压力，根据公司公告公司9月份将进行第二次调价转嫁成本压力。
- **纸质载带高附加值比例提升带动量价齐升。**纸质胶带业务营收占比75%，同比增长39.7%，主要受下游被动元器件村田、三星电机、国巨、华新科技、风华高科等旺盛需求，同时分切纸带、打孔纸带、压孔纸带比例已有2017年的31%/54%/15%优化为2018H1的22%/66%/12%，尤其是后端高附加值打孔、压孔纸带比例提高带动附加值和盈利能力。另外纸质载带产能年度6万吨的一期项目正式生产，二期项目筹备阶段，产能有序扩张奠定未来2年元器件对纸质载带的旺盛需求。
- **塑料载带剑指泛半导体，客户正常突破。**塑料载带产品占比4.13%，同比+42.35%，公司这块主要瞄准三星、英飞凌等半导体客户配套，打造黑色塑料粒子+加工一体化，其中上游黑色透明PC粒子等材料根据验证情况逐步切换自产将显著提高附加值和毛利率，终端销售产品目前0603、0402精密小尺寸产品保持了稳定供货，市场反响良好，0201以下规格超小尺寸塑料载带产品也在持续开发过程中。根据公司募投规划，公司在塑料载带2018年H1新增一条生产线，H2预计再增加生产线，产能做好扩产准备静待客户规模出货。
- **转移胶带放量缓慢不改长期取代趋势。**转移胶带产品占比0.85%，同比大增1445%，上半年由于陶瓷电容缺货涨价等因素，目标客户更换原材料商动力不足，影响产量放量步伐，但公司依然实现了向华新科技、风华高科批量供货，无锡村田、太阳诱电对产品小批量试用，且长期来看，转移胶带类市场规模200亿，公司在国产替代战略以及成本和一站式服务优势不改。参考前期募投的2亿平方米项目(10条线)的第五条也将在三季度完成调试，且能适应光

学材料以及动力电池材料等新增需求摆脱原来 MLCC 单一需求依赖风险。

- **拟员工持股增强信心。**公司同时于 2018 年 8 月 23 日公告拟推出员工持股计划，本次员工持股计划所持有的股票累计不超过公司股本总额的 10%，员工持股进一步使员工分享公司成长价值且提高员工凝聚力和公司竞争力。
- **盈利预测：**我们预测公司 2018/2019 年营收分别 13.86/18.95 亿元，归母净利润 3.01/4.03 亿元，同比增长 53.5%/33.7%，EPS 1.18/1.57，对应 PE 26.2/19.6，总体上公司的成长逻辑在于中短期纸质载带受下游元器件持续景气带动量价齐升，中长期塑料载带和转移胶带国产替代趋势带来的 10 倍空间，且公司具备较强的研发和产业链一体化拓展能力，值得重点配置和长期持有，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **催化剂：**公司产品涨价；客户认证加速；高端元器件缺货
- **风险提示：**原材料价格波动风险；客户认证放缓风险；汇率变动风险；市场策略规模不及预期

内容目录

电子薄型载带龙头，财务数据靓丽.....	- 4 -
电子元器件封装用薄型载带一站式服务企业	- 4 -
营收以纸质载带为主，技术保障 ROE 和毛利率较高.....	- 5 -
从纸质到塑料、转移载带横纵向一体化的百亿空间.....	- 6 -
技术和客户协同保障从纸质到塑料和转移胶带的顺利成长	- 6 -
1、纸质载带见证公司成长，下游需求叠加结构升级带来增长.....	- 6 -
2、塑料胶带剑指泛半导体，研发认证有序推进.....	- 8 -
3、转移胶带有望扩大 10 倍空间，今年进展推迟不改长期趋势.....	- 10 -
盈利预测及估值.....	- 13 -
风险提示.....	- 14 -

图表目录


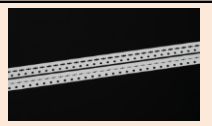





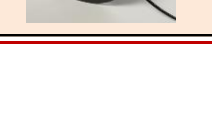
图表 1：公司产品系列&图样和用途	- 4 -
图表 2：公司近五年多产品营收结构级变化	- 5 -
图表 3：公司近五年多营收和净利润及增速（%）	- 5 -
图表 4：公司近五年多毛利率和净利率变化情况	- 5 -
图表 5：公司近年来 ROE 水平及变化情况.....	- 5 -
图表 6：电子元件及电子专用材料制造业增加值增速（%）	- 7 -
图表 7：公司纸质载带细分产品结构及变化	- 7 -
图表 8：公司纸质载带主要核心技术	- 8 -
图表 9：公司纸质载带主要下游客户	- 8 -
图表 10：塑料胶带和纸质载带应用模式相同	- 9 -
图表 11：全球塑料薄型载带市场规模预测（亿元）	- 9 -
图表 12：纸质载带和塑料载带主要的竞争格局.....	- 10 -
图表 13：公司在塑料载带自研技术及储备情况.....	- 10 -
图表 14：离型膜在下游 MLCC 应用工序	- 10 -
图表 15：离型膜在下游 MLCC 内部结构示意图	- 10 -
图表 16：转移胶带生产流程.....	- 11 -
图表 17：核心主营业务拆分预测（略去其他主营和其他收入）	- 13 -
图表 18：可比公司盈利预测与估值比较（Wind 一致性预测）	- 13 -
图表 19：洁美科技上市以来估值变化情况	- 14 -
图表 20：盈利预测模型.....	- 15 -

电子薄型载带龙头，财务数据靓丽

电子元器件封装用薄型载带一站式服务企业

- 深耕电子元器件封装用薄型载带。**公司最早成立于2001年，2017年4月上市，主营为电子元器件封装用薄型载带的研发、生产和销售，产品主要包括纸质载带、胶带、塑料载带等，其中纸质载带产品包括分切纸带、打孔纸带和压孔纸带（不打穿孔纸带）等，胶带产品包括上胶带、下胶带等，塑料胶带和转移胶带等处于起量阶段。
- 为国内外细分龙头提供一站式解决方案服务。**公司产品主要应用于集成电路、片式电子元器件等电子信息领域，主要客户包括三星、村田、松下、国巨、京瓷、太阳诱电以及风华高科、顺络电子、华新科技、厚声电子等国内外知名企业，公司致力于为客户产品在生产和使用过程中所需耗材提供一站式解决方案。

图表 1：公司产品系列&图样和用途

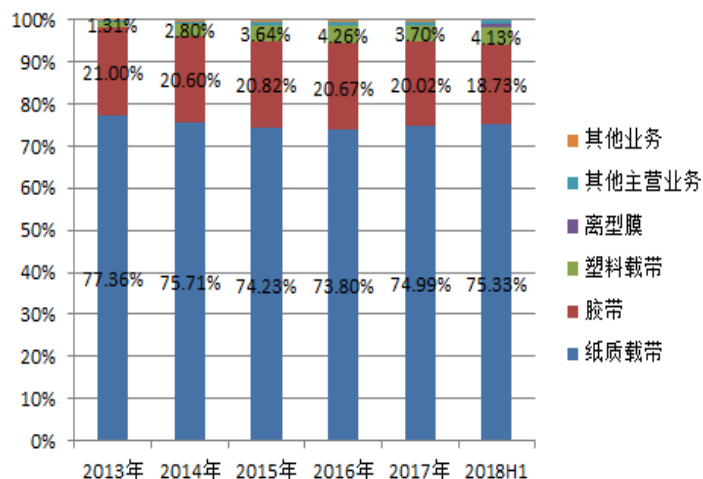
序号大类	名称	展示	描述
纸质载带 (75.33%)	分切纸带		由多层原木浆纤维制成，其中包括针叶浆及阔叶浆等原生纤维浆；表面通过特殊施胶处理，能有效抑制毛屑的产生
	打孔纸带		采用精密烧毛处理技术，有效控制冲孔毛屑产生；利用特殊模具，有效抑制冲孔纸屑回填现象发生。
	压孔纸带 (不打穿孔纸带)		精密程度高、未完全打穿，不使用下胶带，可节约成本提高生产效率并有效抑制元件粘料的发生；无毛屑，能彻底避免打孔纸带存在毛屑而产生SMT 原件吸取不良反应。
胶带 (18.73%)	上胶带		上胶带由PET 薄膜、热熔胶、表面抗静电层构成。具有充分逸散静电功能，不吸附元件，热封温度范围广，粘接力极佳，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 (4.13%)	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。

来源：招股说明书，中泰证券研究所

营收以纸质载带为主，技术保障 ROE 和毛利率较高

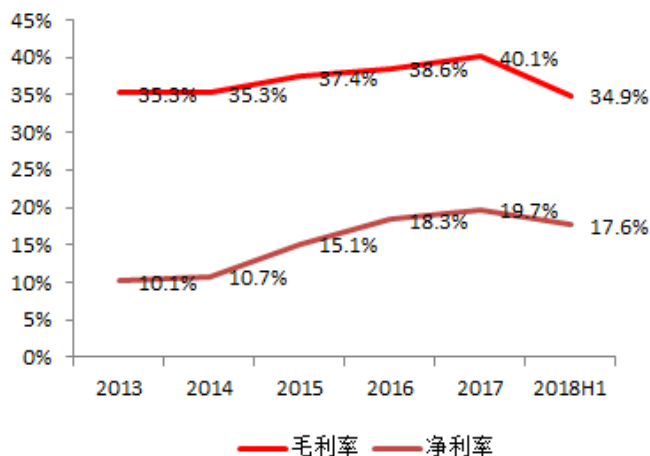
- **纸质载带为主，其他业务逐渐突破。**公司营收和业绩贡献主要是以占比 75%左右的纸质载带为主，纸质胶带增长主要来自下游汽车电子、智能家居、可穿戴设备等对 Mlcc 等电子元器件需求增加驱动；塑料胶带虽然占比 4 个点但受半导体拉动增长较为迅速；公司同时 2017 年首次实现转移胶带的销售突破，其主要应用在陶瓷电容及射频元器件生产过程，根据公司 2018 年中报，公司转移胶带大增 1445%，实现了向华新科技、风华高科等批量供货，无锡村田、太阳诱电小批量试用，长期来看转移胶带类市场规模 200 亿，公司在国产替代战略不变，未来重点看好在转移胶带业务的放量突破。
- **财务指标如毛利率和净利率较好。**公司立足材料战略，2007 年通过自主研发/受让/并购等方式，获得原纸+载带一体化加工的核心技术，目前公司仍有境内外自主知识产权 40 余项，公司技术塑造过硬的产品和头部客户以及良好的财务数据，如毛利率持续在 35%以上，ROE17%以上。

图表 2：公司近五年多产品营收结构级变化



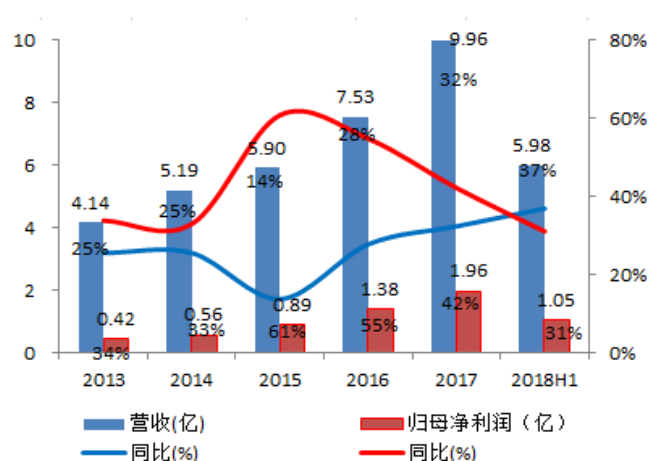
来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：公司近五年多毛利率和净利率变化情况



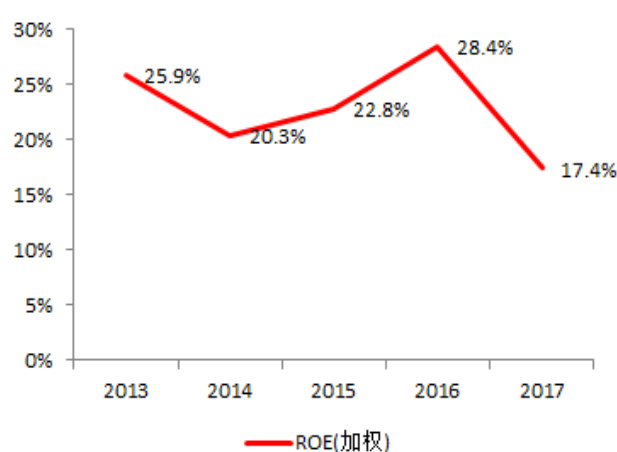
来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：公司近五年多营收和净利润及增速 (%)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：公司近年来 ROE 水平及变化情况



来源：wind，中泰证券研究所

从纸质到塑料、转移载带横纵向一体化的百亿空间

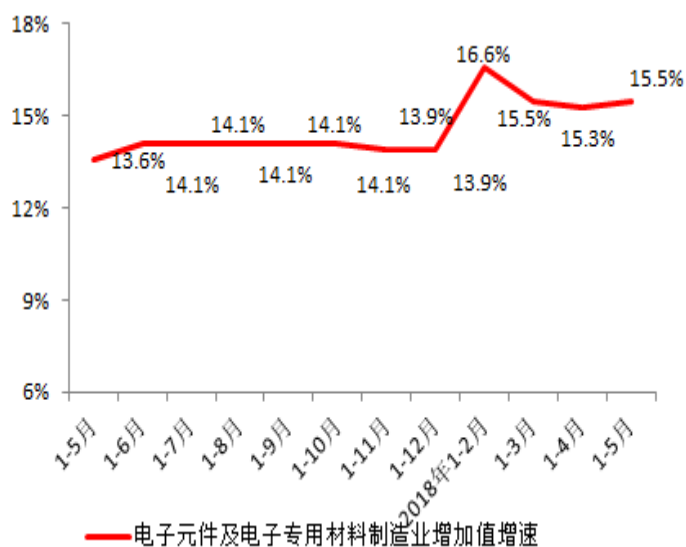
技术和客户协同保障从纸质到塑料和转移胶带的顺利成长

- 公司在纸质载带这块从最早的白手起家发展到全球为纸质胶带龙头，在技术突破、供应链管理以及客户关系建立等方面积累丰富的经验，面对未来两到三年，我们主要强调公司的成长：**(1) 成长 1：纸质载带的高端客户需求及结构升级 ASP 提升**，公司纸质载带位居全球龙头，规模、品牌、服务及客户效应无需赘言，而公司积累的元器件客户如国巨、村田等中高端产品在未来 2-3 年受 5G 手机、新能源汽车、智能物联等依然高于行业增速周期内，且产品结构上压孔、打孔的比例上升将继续提高公司的附加值。**(2) 成长 2：从纸质载带横向拓展到塑料胶带和转移胶带打开 10 多倍约 200 亿元市场空间**（见下文各业务市场规模探讨），我们认为公司能够比其他企业更好的开拓新增市场主要是塑料载带和纸质载带的“原纸+载带”一体化的技术同源，转移胶带和纸质载带在 MLCC 等元器件的客户同源。公司未来将能够为下游客户提供纸质载带、塑料载带以及转移胶带一站式、多品类的整体解决方案，从而规模效应有望进一步夯实（不同的产品在设计、选用材料、生产工艺、配套服务等方面都存在差异）。我们分业务介绍如下。

1、纸质载带见证公司成长，下游需求叠加结构升级带来增长

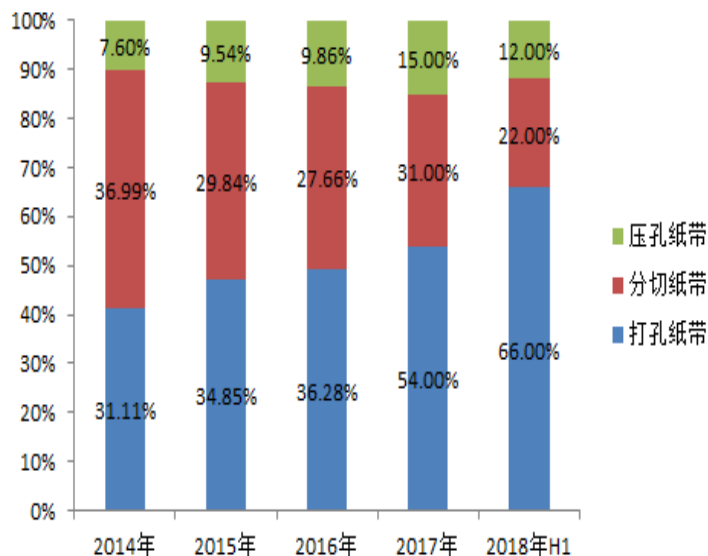
- **纸质载带国内第一，全球占三成。**纸质载带具备价格低廉、回收处理方便等特点，主要用于厚度不超过 1mm 的电子元器件封装；电子元器件在表面贴装中对应载带上的一个孔穴，两者之间具有一定的数量关系，目前纸质载带上两个孔穴之间的间距大多为 2mm、4mm，若取中间值 3mm，以 2016 年我国电子元件约 36780 亿只的产量为基础，则对应的纸质载带使用量约为 110.34 亿米，根据公司 2016 年公司纸质载带国内销售量为 59.61 亿米（国内+出口=94.07 亿米），则国内市占率为 54%，若按照我国电子元器件市场规模约占全球规模的 40% 计算，则 2016 年全球纸质载带需求量为 275 亿米，公司全球市占率为 33.85%，若按均价 5.56 亿/93.11 亿米，则 2016 年全球市场规模约为 16.42 亿元，当然每年受下游需求拉动市场规模处于稳定增长中，根据元器件电子材料量价增加值增速 15% 左右，我们预计 2019 年全球市场规模约为 25 亿元。
- **内部结构不断优化提高毛利率。**公司纸质载带包括分切纸带、打孔纸带、压孔纸带，其中打孔纸带、压孔纸带为分切纸带的后道工序，售价较高。公司近几年比例调整到高附加值，2014 年分孔、打孔和压控的比例有最初的 36.99%、31.11%、7.60% 发展到 2018H1 的 22%、66%、12%，从而导致纸质载带销售单价呈现上升趋势（根据招股书，2016 年分切纸带 131 元/卷 < 打孔 185 元/卷 < 压孔 313 元/卷）。

图表 6: 电子元件及电子专用材料制造业增加值增速 (%)



来源: 中商产业研究院, 中泰证券研究所

图表 7: 公司纸质载带细分产品结构及变化



来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- 原材料+纸质载体一体化技术优势彰显实力。**公司系“载带封装用纸板”国家行业标准主要起草单位, 中国电子元件行业协会等多家协会会员单位, 通过长期的技术积累, 目前公司已经具备了多项核心技术: 包括“载带原纸制造技术”、“纸质载带打孔技术”、“纸质载带压孔技术”、“纸质载带载物孔深度测量技术”等技术。以载带原纸制造为例, 公司打造的原纸和材料一体化经营模式具备较强的竞争优势, 主要是纸质载带其中一项重要核心的技术是原纸的生产工艺, 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, 目前行业内仅少数企业能够打通核心原材料与后端精密加工形成全产业链竞争优势, 经营模式可复制到后续发展转移胶带等业务。
- 头部客户保障订单。**对于电子元器件配套使用的薄型载带质量标准客户有着严苛的要求, 能够进入这些客户的供应商体系也从一个侧面反映出公司的技术实力和质量标准都达到了一个较高的水平, 公司下游的电子元器件生产厂商多为行业中的领军企业, 如韩国三星、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, 且比较稳定。其中国巨电子为全球领先的被动组件服务供货商, 现今为全球第一大芯片电阻制造商、全球第三大积层陶瓷电容供货商, 在磁性材料领域则名列全球第四; 日本村田为全球最大的高端电子元件供应商; 韩国三星是韩国第一大企业, 不仅是终端消费产品的知名品牌, 由于其垂直一体化战略的实施, 其电子元器件出货量也占据相当大的份额, 另外 2017 年国际元器件厂商景气度上升纷纷在扩大资本开始, 经过 1-2 年的周期, 2019 年将有望产能开出支撑明年量的增长。
- 竞争对手:** 公司打造的事原纸+后端加工+上下胶带一体化优势, 所以毛利率能够维持到 35%-40% 左右毛利率水平, 由于整体市场规模不大, 且存在资金和规模壁垒, 潜在进入竞争者较少, 公司的竞争对手主要日韩传统载带厂商且分布在不同环节: 如原纸环节的主要竞争对手, 日本大

王，日本北越，韩国韩松；后端深加工环节的竞争对手，台湾雷科、韩国韩松以及多家后端加工厂。

- **产能有序扩张。**根据公司募投项目及公告，公司将募投“年产6万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带生产项目”，根据2016年公司原有第一条线4万吨，2020年将完成四条线共计10万吨，我们测算每年复合增长25.7%。

图表 8：公司纸质载带主要核心技术

核心技术名称	技术来源	技术所处阶段	基本情况
载带原纸制造技术	自主研发	批量生产	厚度波动控制技术，水分控制技术，粘结匹配性控制技术，层间结合力控制技术，超级压光技术
纸质载带打孔技术	自主研发	批量生产	方孔尺寸精度的控制技术，毛刺控制技术，圆孔到纸带边缘的距离，在线异常检验技术
纸质载带压孔技术	自主研发	批量生产	一次压制成型技术，在线检测装置，工艺及设备改进
纸质载带载物孔深度测量技术	自主研发	批量生产	非接触式测量，伺服电机控制技术

来源：招股说明书，中泰证券研究所

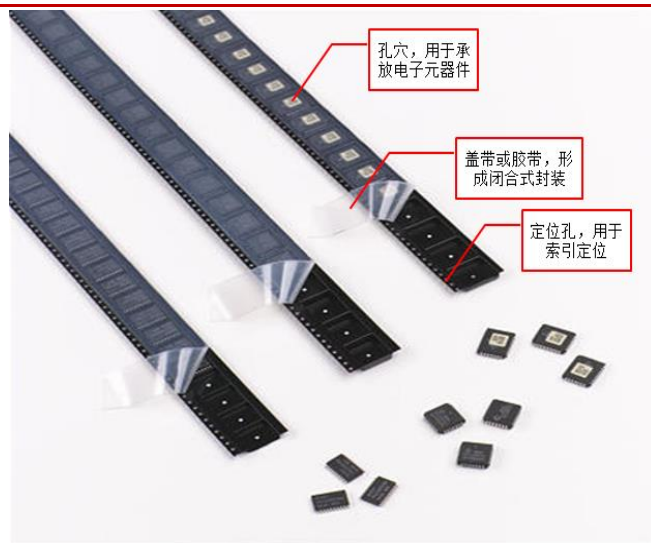
图表 9：公司纸质载带主要下游客户


来源：公司招股说明书，公司年报，中泰证券研究所

2、塑料胶带剑指泛半导体，研发认证有序推进

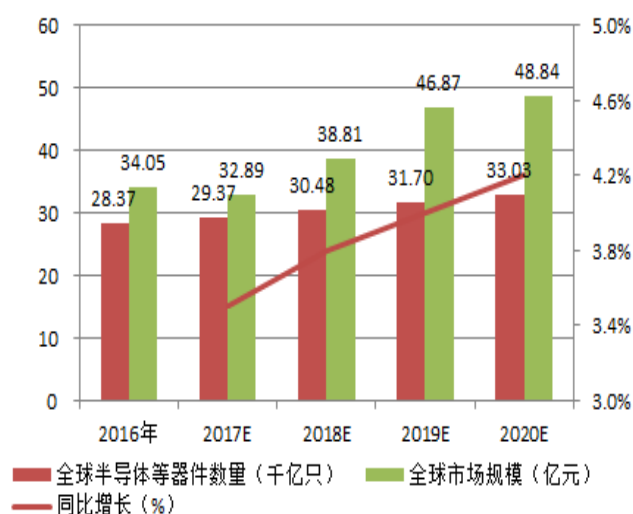
- **应用泛半导体，2019年全球市场规模约46亿元左右。**在半导体分立器件、集成电路、LED等元器件厚度超过1mm时，纸质载带受制于弯曲条件、厚度限制等因素封装受限，此时塑料胶带为主要应用。目前塑料载带上两个孔穴之间的间距范围比较广，有4mm、6mm、8mm、12mm、24mm等多个规格，若取间距8mm，以2016年我国半导体分立器件、集成电路、LED等约11349.27亿只产量为口径，对应国内塑料载带使用量约为90.80亿米，而根据2016年公司塑料载带销量约为2.19亿米，扣除直接出口0.45亿米，约占国内电子器件中半导体分立器件、集成电路、LED对应塑料载带需求量的1.92%。另一方面根据公司2016年产品价格为0.15元/M（0.32亿元/2.14亿米），大致对应国内市场规模为16.6亿元，且塑料载带受益下游物联网、VR/AR、无线充电等新技术对元器件需求传导每年也在成长。而对于国际市场规模，根据WISTS预测，2017年到2020年全球半导体器件年平均增速约3-5%，同时2017-2020年单价我们假设为0.14/0.16/0.18/0.18元，载带平均间距8mm，则我们预计2018-2019年全球市场规模分别为38和46亿元。

图表 10：塑料胶带和纸质载带应用模式相同



来源：招股说明书，中泰证券研究所

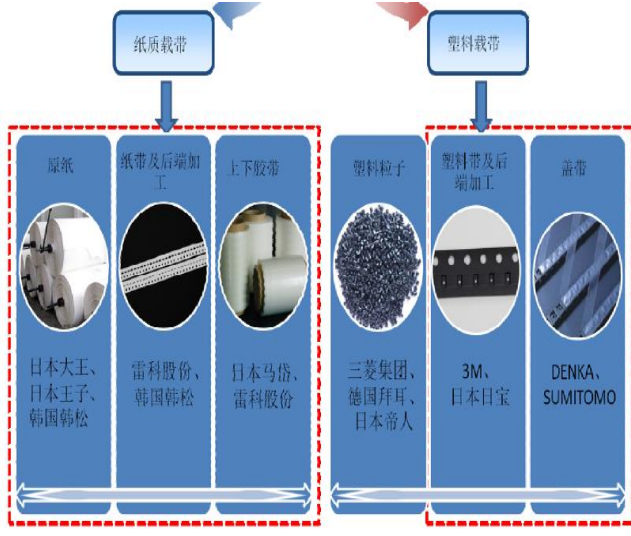
图表 11：全球塑料薄型载带市场规模预测（亿元）



来源：WISTS，中泰证券研究所

- 技术壁垒更高，公司定位进口替代高端封装载带产品。**塑料载带分为黑色塑料载带和透明塑料载带，其中白色塑料带主要应用于 LED 等领域，而相比之下黑色塑料载带具有良好的导电性能，主要用于晶体、二极管、IC 和任何对静电敏感的元件，且黑色塑料胶带技术壁垒、毛利率和附加值更高（黑色 PC 粒子采购单价是透明塑料载带主要原材料透明 PC 粒子的两倍左右）。目前行业的高端黑色塑料载带主要由三菱集团、德国拜耳、日本帝人、3M、日本日宝等国外国家，而国内竞争和集中程度低，我们认为后续产业转移趋势下，国内将会有 1-2 位企业率先突围。根据公司发展战略，洁美科技将把高端黑色塑料载带作为公司未来发展的战略目标，定位于进口替代高端封装载带产品。
- 技术国内领先黑色塑料粒子客户小批量出货。**塑料载带为公司 2013 年开发的新产品，在对塑料载带进行战略布局时，公司秉承与开发纸质载带相同的理念，以 3M、怡凡得 (advantek) 等全球知名塑料载带生产企业为目标，先行采购黑色 PC 粒子简单加工成塑料载带并已实现初步量产。目前公司采购的相关原材料主要由美国普立万 (Polyone) 公司生产，采购单价较高，公司目前已经成功研发利用透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子的技术（四年研发 2017 年验证并投产），相关设备已在定制中；且公司目前掌握“塑料载带一体成型技术”、“塑料载带多层共挤技术”等填补国内空白且被认定为国家火炬计划产业化示范项目。根据公司公告今年塑料载带也开始供不应求，上半年完成 0.25 亿，同比增加 42%，且公司上半年攻克了模具瓶颈，三星开始放量，塑料载带也已经进入高速增长期。

图表 12：纸质载带和塑料载带主要的竞争格局



来源：招股书（红色虚线内为洁美科技现有产品系列），中泰证券研究所

图表 13：公司在塑料载带自研技术及储备情况

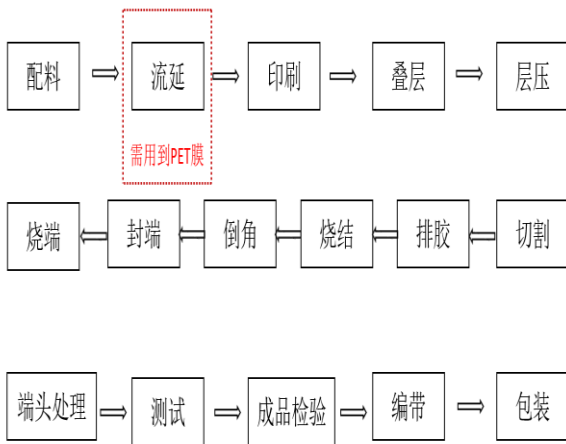
类别	项目名称	项目进展	拟达到国内目标	技术来源
技术	塑料载带一体成型技术	完成	国内领先	自主研发
	塑料载带多层共挤技术	完成	国内领先	自主研发
产品	集成电路封装用塑料载带的研发	完成	国内领先	自主研发
	W4P1超精密塑料载带的研发	基本完成	填补国内空白	自主研发
	塑料卷盘	完成	国内领先	自主研发
模具	高精度塑料载带成型模具的研发	完成	国内领先	自主研发
	粒子机成型凸模开发	在研	国内领先	自主研发
材料	PC(10的8次方及以下)透明防静电材料的研发	在研	国内领先	自主研发
	PC(10的6次方及以下)黑色导电材料的研发	在研	国内领先	自主研发
设备	塑料载带高精度收卷机的研发	完成	国内领先	自主研发

来源：招股说明书，中泰证券研究所

3、转移胶带有望扩大 10 倍空间，今年进展推迟不改长期趋势

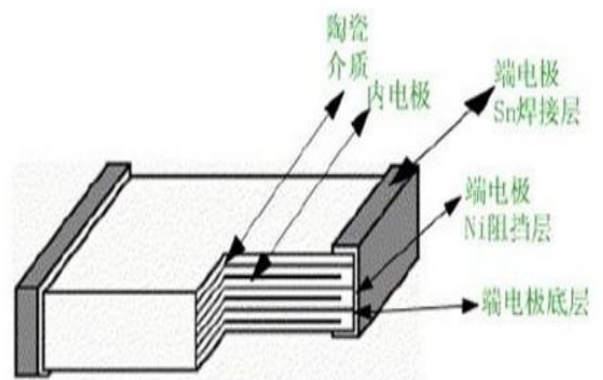
- 加工耗材，用途广泛。**前两种纸质和塑料载带主要应用到封装环节而，转移胶带（离型膜）不同地方在于主要用在客户的元器件加工过程工艺中。其下游用途非常广泛，可以作为 PCB、LED 行业的层压隔离膜及保护膜、胶粘保护膜产品的保护层、模切行业冲型耗材以及作为多层陶瓷电容器（MLCC）及叠层内置天线生产加工过程转移的承载体。我们以多层陶瓷电容器 MLCC 的制作过程为例，其加工制程流延过程需要用到 PET 膜（离型膜的一种），将陶瓷浆料通过流延机的浇注口，使其涂布在绕行的 PET 膜上，从而形成一层均匀的浆料薄层，再通过热风区（将浆料中绝大部分溶剂挥发），经干燥后可得到陶瓷膜片。

图表 14：离型膜在下游 MLCC 应用工序



来源：招股书，红色虚线内为洁美科技现有产品系列，中泰证券研究所

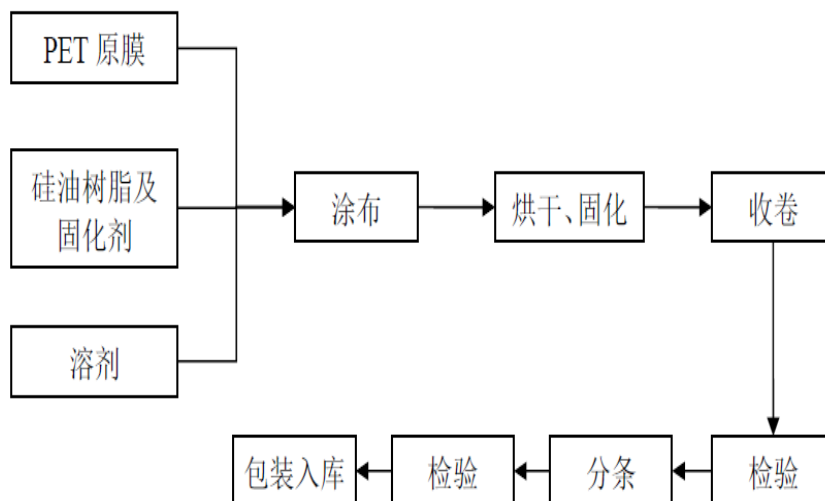
图表 15：离型膜在下游 MLCC 内部结构示意图



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **市场规模 200 亿元左右。**我们根据公司招股说明书，以一个 MLCC 由 400 层单层 MLCC 堆叠而成为例（实际根据产品高中低及应用领域 300-800-1000 多层不等），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 2014 年我国 MLCC 行业所需的转移胶带的面积将超过 44.8 亿平方米，根据公司招股说明书募投项目年产 2 亿平方米，公司测试项目完全达产后，年销售收入为 3.66 亿，单价约为 1.18 元/米，则市场规模 $44.8 \times 1.18 = 53$ 亿元，同时下游应用中电感占 1/3，电容占 1/3，天线元器件 1/3 等比例以及其他偏光片等用量（洁美科技在 Q2 新发现取得客户订单），市场规模有望 200 亿元规模约是原来纸质载带的 10 倍左右。
- **技术要求壁垒高，国内本土需求大：**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，转移胶带有其特殊的技术要求：其一，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；其二，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；其三，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。所以国内电子元器件企业所需转移胶带大多以进口日本企业居多，本土化生产还处于起步阶段，和本土化生产相比，进口转移胶带的生产成本相对较高，且交货期和售后配套服务能力也存在一定的短板效应，同时由于转移胶带在叠层元器件的转移封装过程中耗用量较大，公司下游客户有较强的意愿通过本土化采购达到成本有效控制的目的，国产替代进口具有较大的发展空间。

图表 16：转移胶带生产流程



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **纸质载带客户重叠有助于加速推广，上半年推迟不改长期趋势。**公司以现有纸质载带技术为基础，引进相关专业人员共同开发，通过客户的配合测试，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”。另外公司转移胶带产品的客户与纸质载带原有的三星、国巨、村田、风华高科等现有客户之间具有较高的重合度，有助于客户协同提供一站式服务，但今年下游元器件客户火爆导致没必要切换新供应商造成上半年

低于预期；但公司在一些新领域如光学材料和动力电池用的离型膜取得进展。我们认为公司本身的成本（根据公司公告离型膜在MLCC成本占比约20%左右，而公司PET材料自研后，成本比国外便宜至少10%）、服务、客户一站式服务等优势不会因为今年非正常行情影响大规模出货（实际上公司去年已获华新科技、风华高科、无锡村田、国巨电子、顺络电子等认证并小规模出货），我们认为明年下游产能一旦扩出来，对新供应商等需求将加快推进。远期可参考公司招股书公告募投2亿平方米转移胶带生产线项目，预计完全达成后年新增销售收入3.66亿元，年新增利润总额为0.67亿元，约占2017年净利润的34%，公司这块2-3年将带来主要的增长点。

盈利预测及估值

- **公司业绩假设与预测:**我们预测 2018-2019 年公司营业收入分别 13.86、18.95 亿元; 同比分别增 39%、36%, 毛利率为 39.9%、38.1%、37.7%。主要业务盈利预测及假设条件如下:

图表 17: 核心主营业务拆分预测 (略去其他主营和其他收入)

分类项目 (百万)		2015	2016	2017	2018E	2019E	预测假设条件
合计	主要营业收入	590.16	753.37	996.41	1,386.34	1,894.74	纸质载带中高速增长; 塑料和转移过程替代加快
	增长率		27.66%	32.26%	39.13%	36.67%	
	综合毛利率	37.43%	38.58%	40.13%	39.90%	38.08%	
1、纸质载带	收入	438.09	555.98	747.22	1046.11	1359.94	18 年 Q4 涨价; 19 年下游扩产
	增长率		26.91%	34.40%	40.00%	30.00%	
	毛利率	36.05%	37.26%	40.46%	42.00%	41.00%	
2、上下胶带	收入	122.85	155.73	199.49	249.36	304.22	部分下胶带减少, 增速稳步下降
	增长率	14.81%	26.76%	28.10%	25.00%	22.00%	
	毛利率	46.51%	48.06%	44.41%	39.00%	36.00%	
3、塑料载带	收入	21.46	32.12	36.87	53.46	106.92	半导体等领域放量
	增长率		49.67%	20.00%	45.00%	100.00%	
	毛利率	23.77%	24.60%	20.34%	20.00%	25.00%	
4、离型膜	收入				20.00	100.00	下游客户明年加快出货
	增长率					400.00%	
	毛利率				20.00%	25.00%	

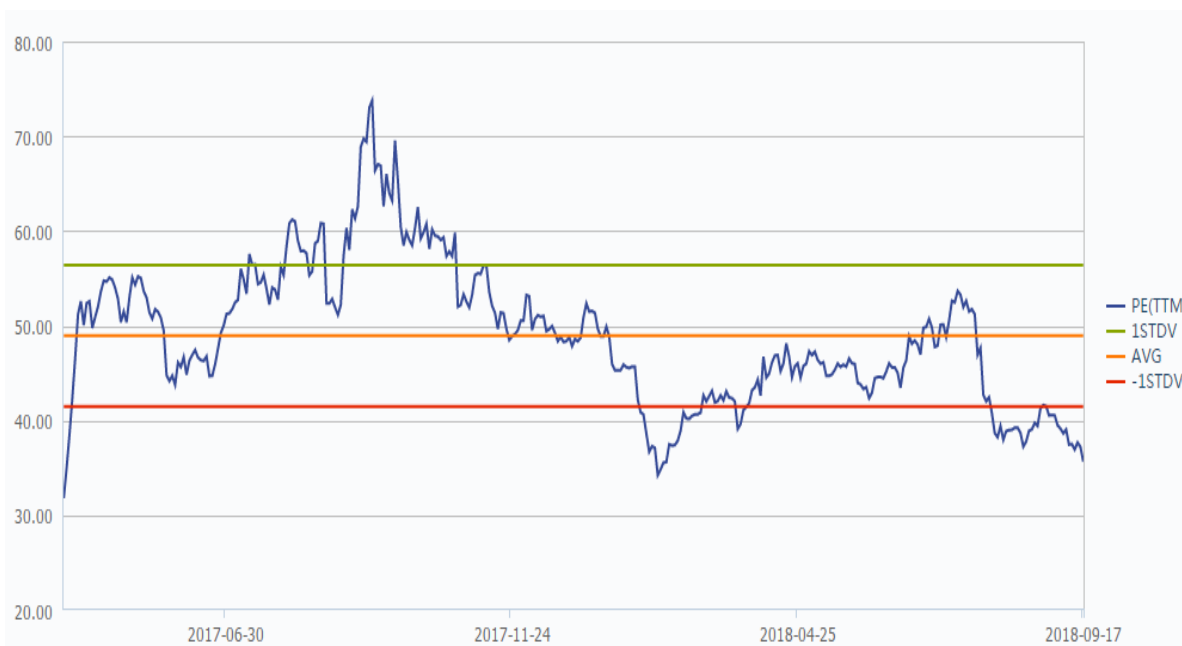
来源: 中泰证券研究所

- **估值及预测:** 我们预测公司 2018/2019 年营收分别 13.86/18.95 亿元, 归母净利润 3.01/4.03 亿元, 同比增长 53.5%/33.7%, EPS 1.18/1.57, 对应 PE 26.2/19.6, 总体上公司的成长逻辑在于中短期纸质载带受下游元器件持续景气带动量价齐升, 中长期塑料载带和转移胶带国产替代趋势带来的 10 倍空间, 且公司具备较强的研发和产业链一体化拓展能力, 值得重点配置和长期持有, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 18: 可比公司盈利预测与估值比较 (Wind 一致性预测)

分类	公司名称	证券代码	收盘价 (09-17)	EPS			PE			ROE (%) 2017	市值 (亿)
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
替代材料	国瓷材料	300285.SZ	17.31	0.41	0.74	0.89	42.22	23.43	19.37	13.63	111.2
	中石科技	300684.SZ	40.75	0.95	1.32	1.92	42.89	30.89	21.18	18.57	63.7
	激智科技	300566.SZ	15.50	0.49	0.63	0.95	31.63	24.73	16.36	10.11	25.0
	江丰电子	300666.SZ	42.43	0.29	0.38	0.56	146.31	111.13	76.45	14.98	92.8
平均值			29.00	0.54	0.77	1.08	65.76	47.54	33.34	14.32	73.19
本公司	洁美科技	002859.SZ	30.85	0.77	1.08	1.48	40.06	28.70	20.80	20.68	78.9
下游参考	风华高科	000636.SZ	14.37	0.28	0.96	1.19	51.32	15.00	12.12	5.51	128.6
	顺络电子	002138.SZ	16.70	0.42	0.63	0.85	39.76	26.65	19.74	10.23	135.6

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19：洁美科技上市以来估值变化情况


来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

- **原材料价格波动风险：**公司直接材料成本占生产成本的比例基本保持在70%左右，其中木浆占纸质载带生产成本的比例为45%左右，为公司最为主要的原材料，其价格变动将对公司毛利率产生较大影响；
- **客户认证放缓风险：**公司的转移胶带和塑料胶带等面对下游村田、国巨、三星等巨头，可能存在新产品认证进度放缓风险；
- **汇率变动风险：**公司外销收入占主营业务收入的67%以上，公司出口产品和进口材料的主要结算货币为美元，因此人民币对美元的汇率波动将对公司的财务状况产生一定影响；
- **市场测算规模不及预期：**市场规模测算基于一定的假设条件，存在假定条件不及预期或市场容量偏差的风险。

图表 20: 盈利预测模型

损益表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	753	996	1,386	1,895	2,488
增长率	27.7%	32.3%	39.1%	36.7%	31.3%
营业成本	-463	-597	-833	-1,173	-1,551
%销售收入	61.4%	59.9%	60.1%	61.9%	62.3%
毛利	291	400	553	721	938
%销售收入	38.6%	40.1%	39.9%	38.1%	37.7%
营业税金及附加	-3	-7	-8	-10	-12
%销售收入	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
营业费用	-34	-43	-55	-70	-92
%销售收入	4.5%	4.3%	4.0%	3.7%	3.7%
管理费用	-91	-109	-132	-171	-211
%销售收入	12.1%	10.9%	9.5%	9.0%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	162	241	358	470	622
%销售收入	21.6%	24.2%	25.8%	24.8%	25.0%
财务费用	0	-23	-14	-13	-13
%销售收入	0.0%	2.3%	1.0%	0.7%	0.5%
资产减值损失	4	6	4	3	2
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资收益	-1	2	1	1	1
%税前利润	—	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	164	226	349	461	612
营业利润率	21.8%	22.6%	25.1%	24.4%	24.6%
营业外收支	8	0	0	0	0
税前利润	172	226	349	462	612
利润率	22.8%	22.7%	25.2%	24.4%	24.6%
所得税	-26	-26	-40	-53	-71
所得税率	15.3%	11.5%	11.4%	11.5%	11.6%
净利润	138	196	301	403	537
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	138	196	301	403	537
净利率	18.3%	19.7%	21.7%	21.3%	21.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	138	196	301	403	537
加: 折旧和摊销	27	36	31	34	36
资产减值准备	4	6	0	0	0
公允价值变动损失	1	0	0	0	0
财务费用	10	6	14	13	13
投资收益	1	-2	-1	-1	-1
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-109	-132	57	-370	53
经营活动现金净流	82	109	402	77	639
固定资本投资	-182	-114	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-179	-165	-68	-68	-58
股利分配	0	0	0	0	0
其他	102	231	-24	-13	-13
筹资活动现金净流	102	231	-24	-13	-13
现金净流量	6	175	310	-3	568

资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	78	230	540	537	1,106
应收款项	270	379	524	711	911
存货	112	124	206	259	356
其他流动资产	19	44	41	51	49
流动资产	479	777	1,311	1,559	2,421
%总资产	41.9%	49.7%	61.4%	64.5%	73.3%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	419	652	653	652	648
%总资产	36.6%	41.7%	30.6%	27.0%	19.6%
无形资产	63	71	78	85	91
非流动资产	664	785	823	858	880
%总资产	58.1%	50.3%	38.6%	35.5%	26.7%
资产总计	1,143	1,563	2,134	2,417	3,302
短期借款	188	50	50	50	50
应付款项	207	98	378	258	605
其他流动负债	24	31	31	31	31
流动负债	420	179	459	339	686
长期贷款	150	9	0	0	0
其他长期负债	22	28	28	28	28
负债	591	216	488	367	715
普通股股东权益	551	1,346	1,647	2,049	2,587
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,143	1,563	2,134	2,417	3,302

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)	0.54	0.77	1.18	1.57	2.10
每股净资产(元)	2.16	5.27	6.44	8.01	10.12
每股经营现金净流(元)	0.32	0.42	1.57	0.30	2.50
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	25.05%	14.57%	18.29%	19.65%	20.77%
总资产收益率	12.09%	12.55%	14.11%	16.66%	16.28%
投入资本收益率	20.88%	27.04%	26.91%	36.08%	35.31%
增长率					
营业总收入增长率	27.66%	32.26%	39.13%	36.67%	31.32%
EBIT增长率	39.56%	51.07%	49.74%	31.92%	32.53%
净利润增长率	54.67%	42.07%	53.50%	33.69%	33.46%
总资产增长率	33.31%	36.79%	36.55%	13.23%	36.62%
资产管理能力					
应收账款周转天数	110.3	115.7	115.7	115.7	115.7
存货周转天数	48.4	42.7	42.9	44.2	44.5
应付账款周转天数	63.6	59.9	61.7	60.8	61.3
固定资产周转天数	161.1	193.4	169.5	124.0	94.0
偿债能力					
净负债/股东权益	19.65%	-35.75%	-29.60%	-51.51%	-35.24%
EBIT利息保障倍数	704.2	10.2	24.8	36.6	49.2
资产负债率	51.75%	13.85%	22.84%	15.19%	21.65%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。