

电子
薄型载带龙头，静待行业回暖

2019年05月31日

——洁美科技（002859.SZ）深度研究报告
公司评级：增持（首次）
分析师：朱小飞

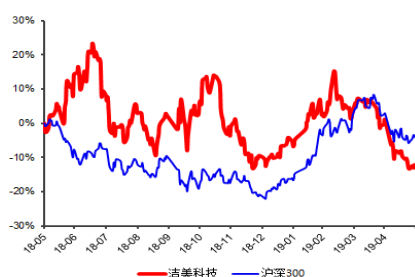
执业证书号：S1030518070001

0755-83199535

zhuxf@cscso.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

洁美科技(002859.SZ)与沪深300对比表现


核心观点：

- 1) **公司深耕薄型载带领域，逐步成长为该领域龙头企业。**公司业务从电子元器件封装用薄型纸质载带起步，一步步成长为细分领域的龙头企业。2018年公司的纸质载带产品占据国内市场份额的60%左右。
- 2) **公司拥有较强的核心竞争力。**1) 打造了全系列产品配套能力，提供一站式服务；2) 掌握了核心原材料的自主供应，打通上下游产业链，成本优势明显；3) 新业务转移胶带的下游客户与公司的优势业务纸质载带高度重合，客户优势有利于公司推广新产品。
- 3) **公司业务受供需两方面因素催化，提速在即。**供给方面，2017年IPO募投项目大部分进展顺利，各类产品产能供给瓶颈逐步破解；需求方面，MLCC和半导体行业步入调整期，有利于公司的转移胶带和塑料载带业务凭借成本优势加速拓展市场。
- 4) **盈利预测与投资评级：**公司产业链整合优势明显，短期需求扰动不改变公司长期成长逻辑。公司纸带产能持续投放，此外塑料载带和转移胶带国产替代趋势将带来巨大的市场空间，未来增长动力十足。我们预测公司19/20/21年EPS为1.14/1.63/2.00元，当前股价对应PE为25.87/17.96/14.69X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 5) **风险提示：**下游MLCC回暖速度不达预期；新产品导入客户不达预期；汇率波动不利于公司财务状况。

公司数据与预测

Wind 资讯

总市值（百万）	7588.68
流通市值（百万）	3184.39
总股本（百万股）	258.47
流通股本（百万股）	108.46
日均成交额（百万）	33.26
近一个月换手（%）	19.05
第一大股东	浙江元龙集团

请务必阅读文后重要声明及免责条款

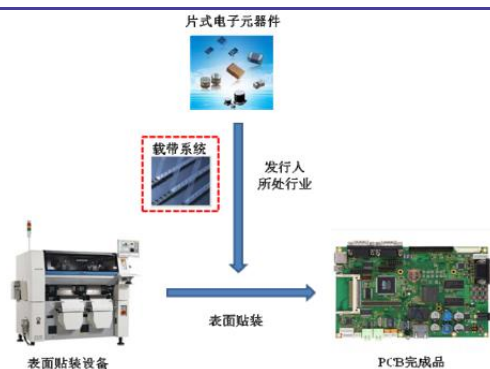
预测指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1311.10	1527.31	2060.18	2502.50
收入同比	31.58%	16.49%	34.89%	21.47%
净利润（百万元）	270.98	293.38	422.45	516.47
净利润同比	42.51%	8.27%	43.99%	22.26%
毛利率	37.05%	34.87%	37.39%	37.43%
归母净利率	20.67%	19.21%	20.51%	20.64%
EPS（元）	1.05	1.14	1.63	2.00
PE（倍）	28.00	25.87	17.96	14.69

深耕薄型载带领域，细分市场冠军

公司成立于2001年，2017年4月上市，主营为电子元器件薄型载带的研发、生产和销售，产品主要包括纸质载带、胶带、塑料载带、转移胶带（离型膜）等系列产品，其中纸质载带产品包括分切纸带、打孔纸带和压孔纸带等，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。

Figure1 薄型载带跟随表面贴装技术（SMT）兴起和发展



数据来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

Figure2 薄型载带定义



数据来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

公司产品类型丰富，是全球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。行业地位显著，主要客户包括韩国三星、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企业。

Figure3 公司主要产品

	纸质载带	胶带	塑料载带	转移胶带
展示				
作用	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的电子元件的封装，如电阻、电容、电感等。	配合载带对电子元器件进行封装。	主要用于厚度超过1mm的电子元件的封装，如半导体分立器、集成电路和LED产品。	电子元器件制造过程中中间产品转移材料。

数据来源：公司招股说明书，公司官网，世纪证券研究所

Figure4 公司主要客户

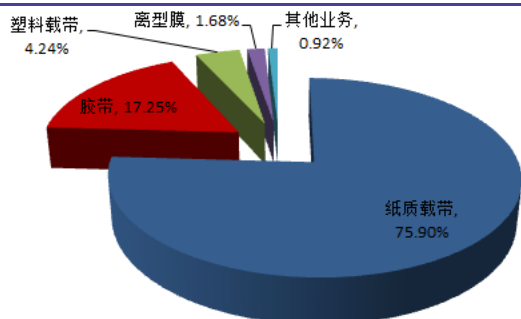


数据来源：公司招股说明书，公司官网，世纪证券研究所

洁美科技已经占据国内纸质载带市场一半以上份额。纸质载带是公司目前最主要的产品，2016年我国电子元件产量约37455亿只，对应的纸质载带使用量约为112.36亿米；根据公司招股说明书，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53.05%。而2018年，我国电子元件产量约49360亿只，对应的纸质载带使用量约为

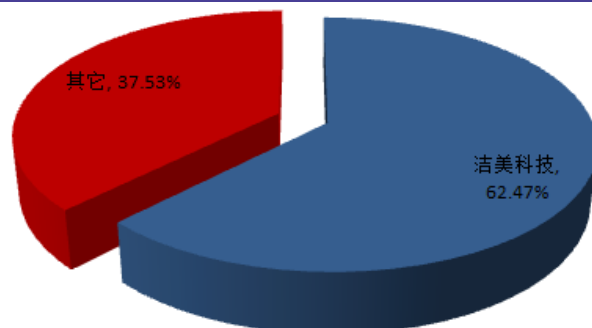
143.14 亿米，而公司 2018 年产能较 2016 年提升约 50%，假设其他条件不变，则推算国内市场占有率为 62.47%。

Figure5 2018 年公司各项业务占比



数据来源：公司年报，世纪证券研究所

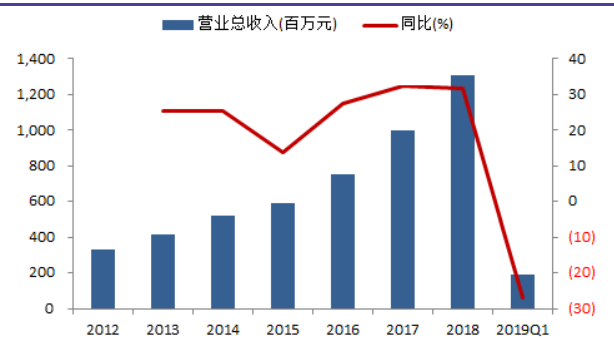
Figure6 国内纸质载带市场份额情况（2018年）



数据来源：公司年报，工信部，世纪证券研究所

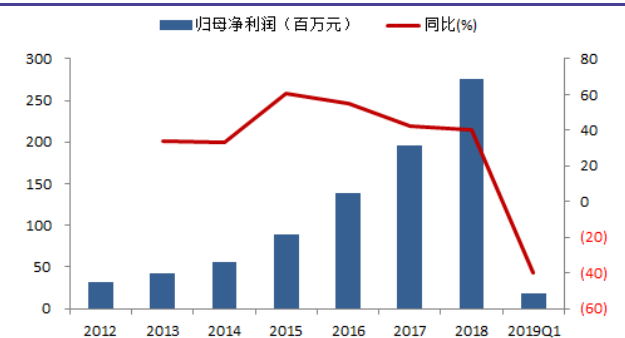
2018 年公司实现营收 13.11 亿元，同比增 31.58%，2012 年-2018 年营收 CAGR25.85%。2018 年公司归母净利润 2.75 亿元，同比增 40.30%，2012 年-2018 年归母净利润 CAGR43.70%。受下游 MLCC（片式陶瓷电容）行业去库存的影响，公司 2019 年一季度营收 1.90 亿元，同比下降 26.94%，归母净利润 1.77 亿元，同比下降 39.94%。

Figure7 公司营业收入及增速



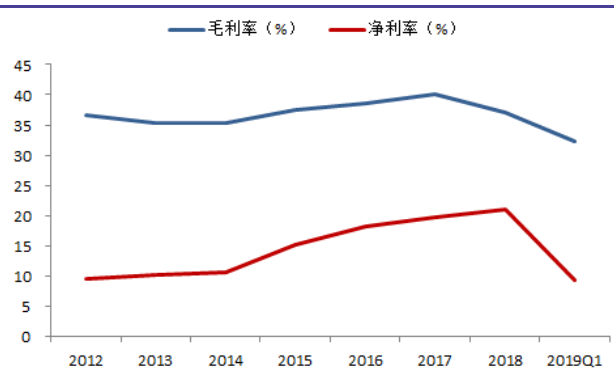
数据来源：wind，世纪证券研究所

Figure8 公司归母净利润及增速



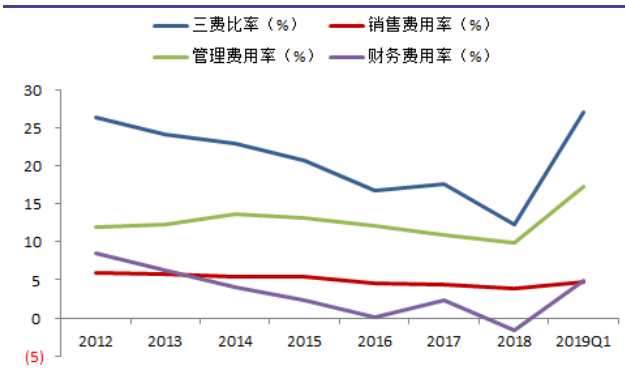
数据来源：wind，世纪证券研究所

Figure9 公司毛利率及净利率



数据来源：wind，世纪证券研究所

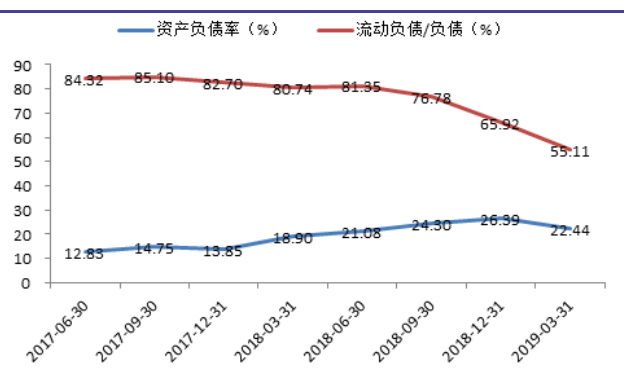
Figure10 公司三费情况



数据来源：wind，世纪证券研究所

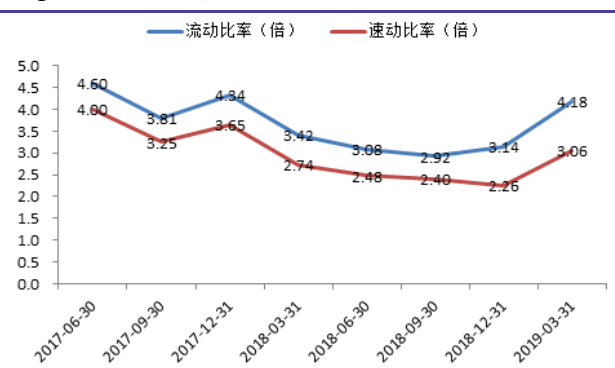
虽然 2019 年一季度行业处于景气度低点，但公司资本结构健康，债务压力小。2019 年一季度末资产负债率 22.44%，较上年同期仅增 3.54 个 pct，而跟上年期末比较，还低 3.95 个 pct。而流动负债占负债比重自 2018 年 3 季度以来稳步下降，2019 年一季度末流动负债占总负债比重为 55.11%，较上年同期下降 25.63 个 pct，同时也比上年期末低 10.81 个 pct。而公司 2019 年一季度末的流动比率和速动比率分别为 4.18 倍和 3.06 倍，较上年同期及期末均有所提升。

Figure11 公司资产结构健康



数据来源：wind，世纪证券研究所

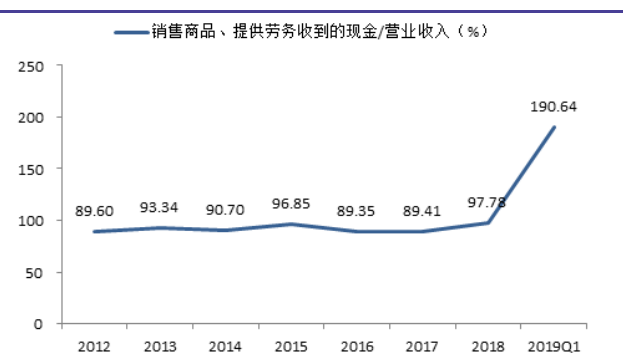
Figure12 公司短期偿债能力强



数据来源：wind，世纪证券研究所

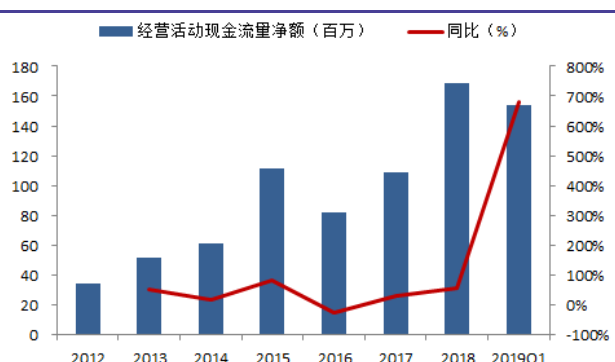
在产业链中拥有较大话语权，回款能力强。公司 2019 年一季度销售回款/营业收入的比例达到了 190.64%，较上年期末提升 92.86 个 pct，较上年同期更是提升了 106.99 个 pct。而 2019 年一季度经营活动现金流量净额 1.54 亿元，同比增速高达 681.57%，已经接近上年全年的 1.68 亿元。公司销售回款迅速，现金流充裕，为公司后续发展提供有力的保障。

Figure13 公司销售回款快



数据来源：wind，世纪证券研究所

Figure14 公司现金流情况良好



数据来源：wind，世纪证券研究所

传统业务仍可稳步增长，新兴业务打开公司未来成长空间

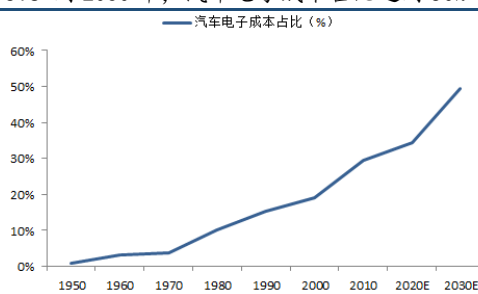
受益5G、汽车电子、物联网等领域的快速推广和应用，电子信息产业进入快速发展期，这也为作为产业链上游的耗材行业的发展提供了广阔的空间。

Figure15 2019-2026年我国5G宏基站建设规模预测



资料来源：智研咨询，世纪证券研究所

Figure16 到2030年，汽车电子成本占比达到50%



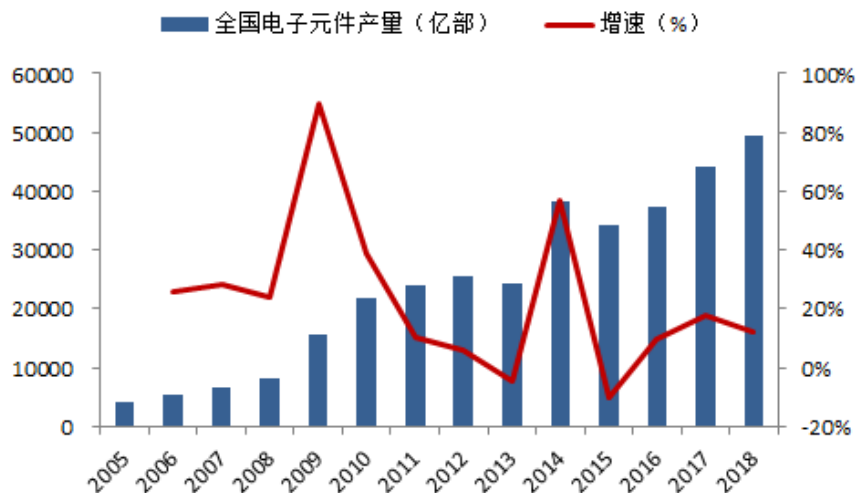
资料来源：中国产业信息网，世纪证券研究所

1、纸质载带

2022年全球纸质载带市场规模预计达516亿米，相比较而言，洁美2018年产能约为140亿米。电子元器件在表面贴装上对应载带上的一个空穴，两者有一定的数量关系。目前纸质载带两空穴之间间距大部分为2mm与4mm，近两年电子元器件小型化速度非常快，估算中取中间值偏下约2.9mm。根据wind数据，2018年我国电容、电阻、电感在内的各类电子元件产量为49360亿只，以此为基础估算出我国国内纸质载带需求量为143.14亿米。

根据Wind及工信部的数据，我们测算出近三年电子元件产量及国内纸质载带年均复合增长率约为13%。考虑到2019年电子元件中占比超过1/3的MLCC(片式陶瓷电容)正在经历去库存的过程，我们假设2019年电子元件产销量增长率7.3%，后续将继续以13%的速度增长。此外，我们假设未来载带的平均间距也将持续减小。基于以上假设，我们对2018—2022年纸质载带市场规模做出预测。

Figure17 中国电子元件产量及增速



资料来源：wind, 工信部，世纪证券研究所

Figure18 2018-2022 年纸质载带市场空间预测(我国电子元件约占全球市场规模 40%)

年份	全球电子元 器件数量/ 亿只	全国电子元 器件数量/ 亿只	载带平 均间距 /mm	全球市场规 模测算/亿 米	全国市场规 模预测/亿 米
2018	123400	49360	2.90	358	143
2019	132408	52963	2.85	377	151
2020	149621	59849	2.80	419	168
2021	169072	67629	2.75	465	186
2022	191051	76421	2.70	516	206

资料来源：wind，公司招股说明书，世纪证券研究所

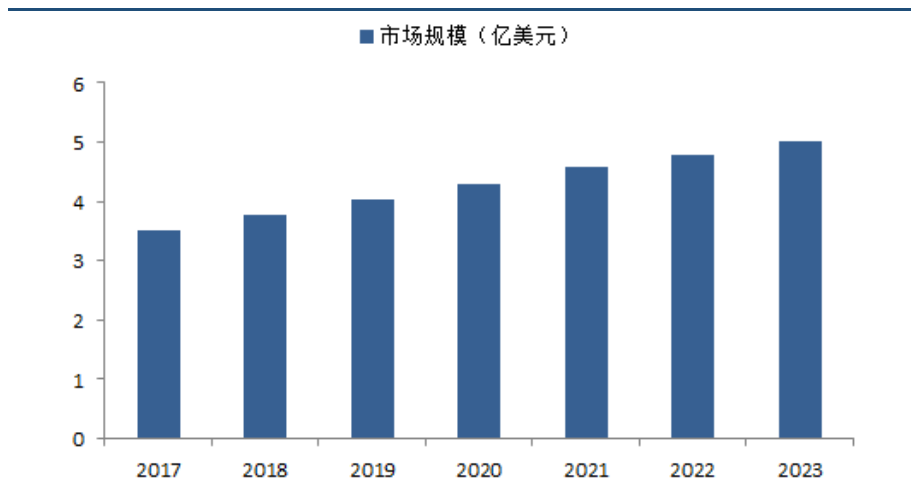
洁美科技纸带业务仍有增长空间。2016 年度公司纸质载带产销量约为 93.11 亿米，其中出口 33.50 亿米。2018 年公司纸带产能较 2016 年提升约 50%，假设其他条件不变，则推算产量约 139.67 亿米，占全球市场份额为 39%。未来全球纸带市场在市场规模的持续增长以及市占率的提升潜力两方面，都能给洁美科技继续带来增长空间。

2、塑料载带

2023年全球塑料载带市场规模预计达5.02亿美元，相比较而言，洁美科技2018年塑料载带销售收入仅为5563万元人民币。塑料载带为公司2013年开始培育的新业务，与纸质载带发展趋势相似，塑料载带的需求量也将随着下游电子元器件需求量的上升有持续增长的趋势。根据中国产业信息网的数据，2016年全球塑料载带行业产量为142.7亿米，市场规模达到3.24亿美元，至2023年将达到5.02亿美元，年复合增长率为6.4%。

而根据公司招股说明书披露，2016年我国半导体分立器件、集成电路、LED等的产量约11349.27亿只/块，对应的塑料载带使用量约为90.80亿米。而2016年公司塑料载带销量仅为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%，占国内电子器件塑料载带需求量的比重则更低。即使公司IPO相关募投项目完全达产，产能也仅增加15亿米，有足够的市场空间消化。根据洁美现有的技术以及客户优势，我们预计公司在塑料载带领域将有进一步发展。

Figure19 全球塑料薄型载带市场规模预测

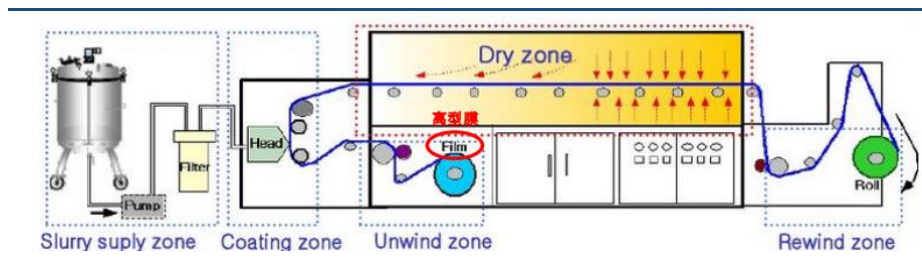


资料来源：中国产业信息网，世纪证券研究所

3、转移胶带

转移胶带属于公司最新开发的业务。其用途非常广泛，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。

Figure20 转移胶带是MLCC制造过程中的主要耗材之一



资料来源：《MLCC 工艺流程介绍》，世纪证券研究所

2017年我国MLCC行业所需转移胶带市场规模已达120亿元，而公司直到2018年这项产品的销售额仅为2207万元。经测算，2017年我国MLCC行业所需的转移胶带的面积将超过61.15亿平方米，按照2元/平方米的单价，国内MLCC带来的市场总规模超过120亿元，是转移胶带最大的应用领域。另外电感、天线等其他叠层元器件对转移胶带的需求约为MLCC的1/3，未来随着电子信息产业的发展，转移胶带的需求量还会逐步上升。

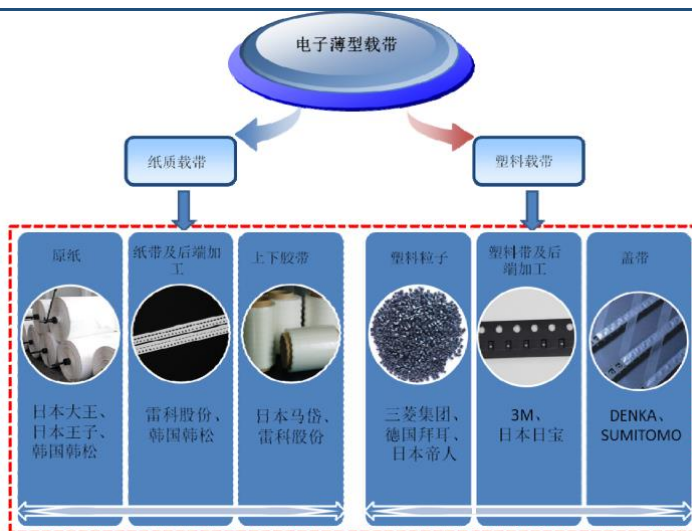
因为电子模切用高端转移胶带生产工艺要求严格，进入门槛较高，国内大多数产品洁净度、平整性和抗静电等指标方面都达不到要求，导致光学及电子模切行业用高端转移胶带产品严重依赖国外进口。公司IPO相关募投项目达产后，将拥有2亿平方米转移胶带的产能，公司的转移胶带产品将在成本和服务优势下打开进口替代的空间。

核心优势：产业链整合优势、客户优势

1、横向一体化优势：形成全系列产品的整体配套，提供一站式服务

目前电子元器件封装行业的生产企业多数产品种类较为单一，往往只关注于某些特定的产品领域，但客户的终极需求是对于电子元器件的整体封装服务。目前，公司在这里领域产品种类较多，横向一体化优势明显，是国内集分切、打孔、压孔、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。而借助转移胶带业务的发展，公司实现了从电子元器件封装过程辅助耗材向生产过程辅助耗材拓展的战略目标，产品类型不断得到丰富。

Figure21 薄型载带行业的主要企业情况（红色虚线范围为洁美科技现有产品系列）

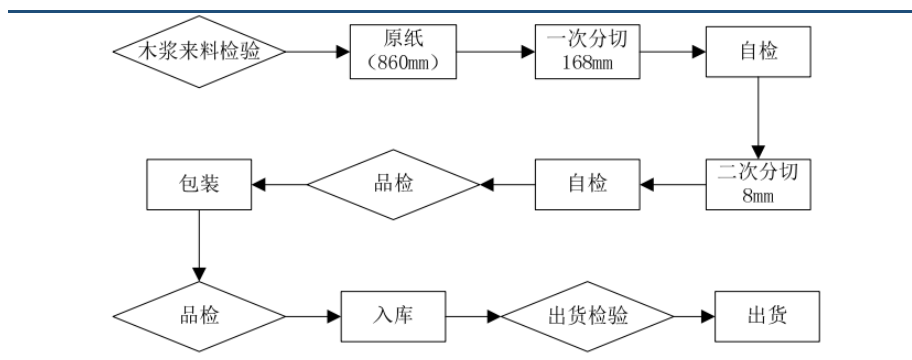


资料来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

2、垂直一体化优势：掌握核心原材料的自主供应，打通上下游产业链，成本优势明显

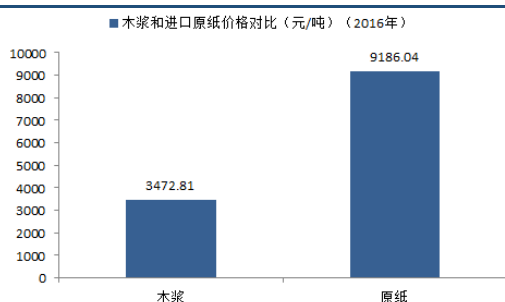
掌握原纸生产技术，大幅降低纸质载带生产成本。纸质载带的生产流程简要说来就是木浆——电子专用纸——纸质载带。在2007年以前公司生产纸质载带所用原纸全部需要进口，自2007年起，经历三年多的研发，公司掌握了原纸生产技术，打破了被国外企业近乎垄断的市场格局，并大幅降低了生产成本，提升了公司产品的市场竞争力。

Figure22 分切纸带工艺流程图



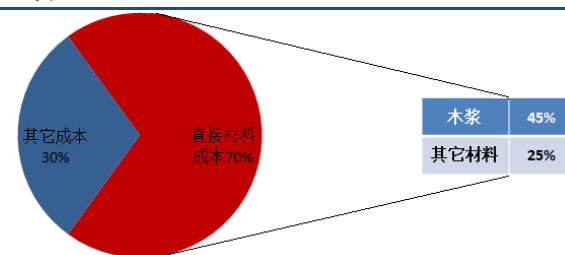
资料来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

Figure23 木浆价格远低于进口原纸



资料来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

Figure24 直接材料费是纸带主要成本，自产原纸有助于降低成本



资料来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

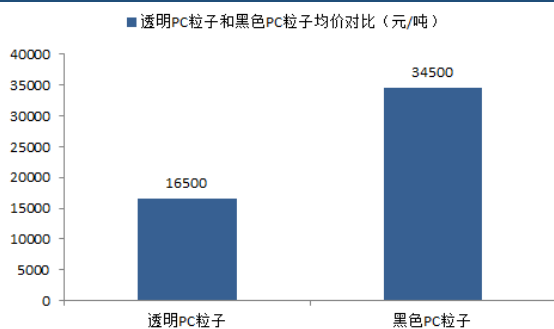
掌握透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子的技术，塑料载带生产成本大幅降低。而公司在 2013 年开发的新产品塑料载带上借鉴上述经验，目前已经逐步实现原材料自供，进一步提高公司塑料载带产品的核心竞争力。塑料载带分为高端的黑色塑料载带和低端的透明塑料载带，公司非常重视黑色塑料载带业务的发展，生产比重逐年提高，但生产黑色塑料载带所需的黑色 PC 粒子目前需要从美国普立万 (Polyone) 公司进口，单价 3.4 万元/吨-3.5 万元/吨，而公司目前已经成功研发利用透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子的技术，前者单价仅为 1.6 万元/吨-1.7 万元/吨，相关设备已在定制中，未来公司将，利用透明 PC 粒子生产黑色塑料载带，将大幅降低原材料成本，提高毛利率水平及产品竞争力。

Figure25 塑料载带销售结构 (2014 年-2016 年)

项目	2016 年	2015 年	2014 年
黑色塑料载带	21.32%	13.74%	5.64%
透明塑料载带	78.68%	86.26%	94.36%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

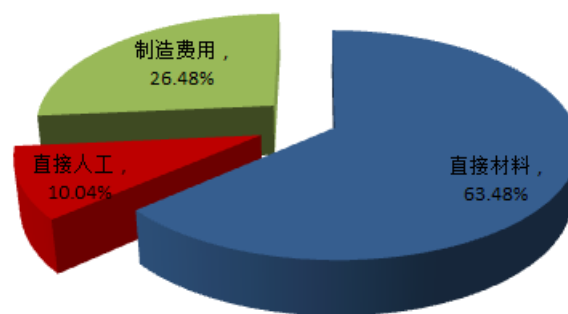
资料来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

Figure26 透明PC粒子价格远低于黑色PC粒子



资料来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

Figure27 直接材料费是塑料载带主要成本，自产黑色PC粒子有助于降低成本



资料来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

3、客户优势

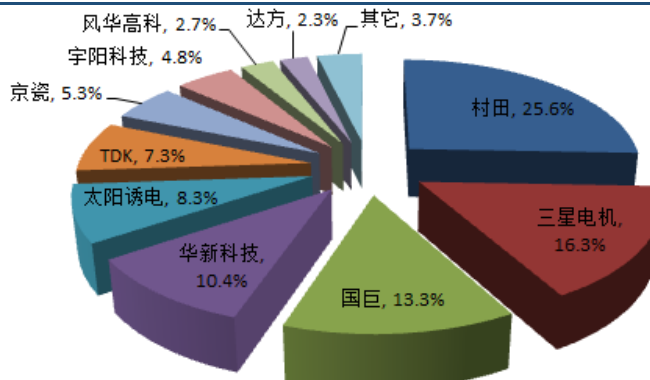
转移胶带下游客户与纸质载带重合度高，客户优势利于公司产品推广。公司生产的转移胶带主要应用于 MLCC 的生产制造，全球 MLCC 及叠层内置天线生产企业如韩国三星、国巨电子、华新科技、风华高科、日本村田等长期以来与公司保持良好的合作关系，公司一直为这些全球知名企业提供薄型载带的一站式服务，逐渐赢得了客户的信赖，其中韩国三星授予公司“优秀供应商”，日本村田授予公司“优秀合作伙伴”。这种密切的商业关系为公司转移胶带的推出提供了良好的客户基础。

Figure28 公司前四大客户均为知名的 MLCC 生产企业（2016 年）

序号	名称	销售金额 (万元)	占当期主营业务收入比例 (%)
1	国巨电子 (台湾)	17868.83	23.86
2	华新科技 (台湾)	12397.63	16.55
3	三星电机 (韩国)	10116.70	13.51
4	风华高科 (大陆)	4896.81	6.54

资料来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

Figure29 2016 年全球 MLCC 主要企业市场份额分布图 (按销量)



资料来源：元六鸿远招股说明书，世纪证券研究所

催化剂：产能瓶颈突破、电子元器件调整期有助于客户切换供应商

1、供给方面：IPO募投项目大部分进展顺利，各类产品产能供给瓶颈破解

公司在2017年4月IPO之前，纸质载带产能仅约4万吨，产能利用率99.35%，IPO募投项目将实现6万吨原纸产能，截止本报告期，产能已经提升约50%。塑料载带之前产能仅2.17亿米，产能利用率100.70%，IPO募投项目将增加40条生产线以及15亿米的产能，截止2018年底公司新增5条生产线，推算将新增产能1.875亿米，较之前提升86%，剩余部分预计2019年底完工投产。转移胶带之前没有产能，募投项目将增加2亿平方米产能，其中一期1.2亿平方米截止2018年底已经完工投产，剩余预计2019年完工。

Figure30 主要产品产能均大幅提升

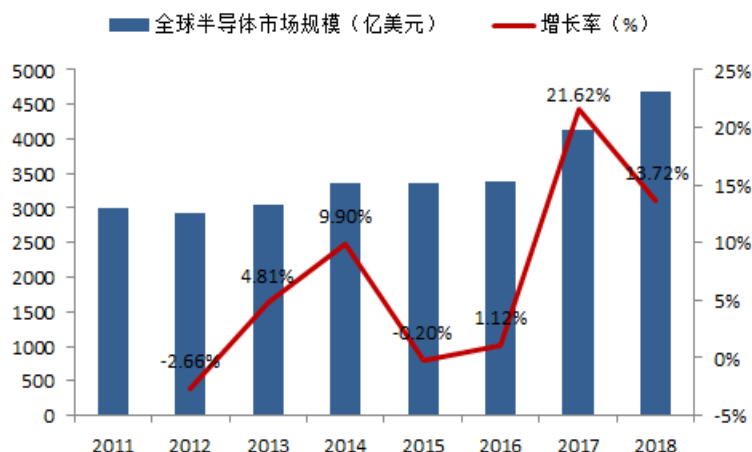
产品类型	IPO之前的产能情况	IPO募投项目名称	项目进度
转移胶带	产能0平方米	年产20,000万平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目	项目共两期，一期（5条生产线1.2亿平方米）截至2018年底已完工投产，二期（0.8亿平方米）正在建设中，目前完工度95%
塑料载带	产能2.17亿米，产能利用率100.70%	年产15亿米电子元器件封装塑料载带生产线技术改造项目	项目共40条生产线，边建设边生产，截至2018年三季度末，项目新增5条生产线，剩余预计2019年底完工投产
纸质载带	产能约4万吨，产能利用率99.35%	年产6万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带生产项目	项目共分三期，一期（2万吨）2017年已完工，2018年上半年投产；二期（2.5万吨）预计2019年底完工投产；三期（1.5万吨）预计2021年完工投产

资料来源：公司招股说明书，公司公告，世纪证券研究所

2、需求方面：MLCC和半导体步入调整期，有利于转移胶带和塑料载带加速拓展业务

过去几年，智能手机为代表的消费电子以及汽车电动化等因素给电子信息产业的需求带来了持续的高增长。电子各细分行业非常景气，比如半导体行业在过去两年均取得了两位的增长。而MLCC行业从2017年起进入涨价缺货周期，部分紧俏型号价格涨幅最高达20倍以上。

Figure31 2017-2018 年全球半导体均取得两位数增长



资料来源: WSTS, 前瞻产业研究院, 世纪证券研究所

Figure32 2017-2018 年全球 MLCC 处于缺货涨价周期

时间	厂商	涨价说明
2017年3月	华新科技	阻容全系列, 针对第一产品客户调整旗下产品价格
2017年4月	国巨	MLCC 提升 8%-10%
2017年4月	风华高科	MLCC (含≥0603 尺寸系列), 对价格较低客户和授权经销商普涨 5%-10%
2017年6月	TDK	高容 MLCC 提价 5%-10%
2017年6月	国巨	特定品类 MLCC (交期由 1.5 个月延长至 6 个月), 提升 15%-30%
2017年6月	华新科技	MLCC 涨价 8%-15%
2017年7月	风华高科	MLCC (含≥0603 尺寸系列), 对价格较低客户和授权经销商普涨 5%-10%
2017年9月	国巨	MLCC 提价 15%-30%
2017年10月	风华高科	MLCC 对价格较低客户和授权经销商普涨 3%-50%
2017年10月	三星电机	MLCC 提升 10%-110%
2017年11月	村田	针对小部分企业和部分型号规格提价 30%以下
2017年12月	国巨	全系列低容值 MLCC 价格上涨 20%-30%, 高频电容交货期延长至 6 个月
2018年1月	三星电机	0201-0402-0603: 104K 和 0201-0402-105k 用量最多系列上涨 2-4 倍
2018年1月	风华高科	所有型号 MLCC 平均涨幅 30%以上
2018年3月	村田	对存在小型化替代品的“旧产品群”部分产品进行价格调整
2018年3月	国巨	部分产品从 4 月 1 日起涨价, 涨幅 40%~50%
2018年4月	三星电机	5 月 1 日起涨价, 涨幅未知
2018年7月	村田	发布涨价函, 视不同系列料号预计涨幅 50%起

资料来源: 满天芯, 云汉芯城, 易库易, 莫尼塔研究, 公司官网, 世纪证券研究所

下游客户业务的繁荣导致其切换新的供应商动力不足, 也在一定程度上影响

了2018年公司产品尤其是MLCC用转移胶带产品的销售放量步伐。对于洁美科技来的塑料载带和转移胶带这两项产品来说，本来执行的便是在产品性能和竞争对手相当的前提下依靠成本优势实行进口替代战略。而下游客户业务的繁荣导致其切换新的供应商动力不足，也在一定程度上影响了2018年公司产品尤其是MLCC用转移胶带产品的销售放量步伐。但即使是这样，在公司的努力之下，转移胶带产品依然实现了向大陆和台湾客户批量供货，村田、太阳诱电、三星电机等日韩客户已经处于通过认证后的小批量试用阶段。

2019年全球电子元器件行业步入调整阶段，促使下游客户通过本土化采购降低成本。随着以智能手机为代表的消费电子需求不振以及全球贸易纠纷所继续带来的不确定性，2019年全球半导体步入调整阶段，机构调查显示，2019年全球半导体营收估会衰退3%。而以MLCC为代表的被动元件也开始步入调整阶段，2019年一季度台湾厂商的MLCC、芯片电阻价格较去年第4季下跌25~30%，产能利用率也纷纷回落。

我们认为，处在调整期的下游客户会有更强的意愿通过本土化采购达到成本有效控制的目的。长期来看，转移胶带类和塑料载带类产品的国产替代趋势不会改变。

Figure33 对2019年半导体市场预期持负增长态度的机构不在少数



资料来源：电子工程世界，世纪证券研究所

产能估算及收入盈利预测

1、关键假设

1) 纸质载带产能及收入利润预测

- 产能预测：公司2017年4月上市前纸质载带产能4万吨，公司“年产6万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带生产项目（一期2万吨）”于2017

年7月底投产。二期2.5万吨预计2019年底达产，三期1.5万吨预计2021年达产。

- 销售收入预测：2018年底开始的公司产品下游最大应用领域MLCC去库存预计延续到2019年二季度结束，三季度开始企稳。则假设公司2019产能利用率前低后高，全年平均降至为94%，2020年重回100%。单价方面，公司纸质载带价格历来比较稳定。2018年生产纸质载带最重要的原材料木浆涨价，所以公司产品跟随涨价，2019年木浆价格下行，且下游产业链需求较弱，故假设2019年价格下降3%，2020年开始随着下游的回暖维持价格稳定。综上所述，我们预测2019-2021销售收入增速分别为6.37%、29.18%、15.66%。
- 毛利率预测：随着产能利用率下降以及产品降价，预计纸质载带全年毛利率降至为35.5%，2020年和2021年回升至37.5%和37%。

2) 胶带收入利润预测

- 销售收入预测：上下胶带作为纸质载带的配套产品，销量增速基本与纸质载带同步，结合公司招股说明书提到的2014-2016年胶带单价年均下降5%，我们假设胶带2019年-2021年销售价格每年稳定下降2%，则推算2019-2021年销售收入增速分别为7.67%、27.18%、13.66%。
- 毛利率假设：参照往年保持稳定。

3) 塑料载带收入利润预测

- 产能预测：公司截止2016年底，有塑料载带产能2.19亿米，其IPO募投的项目“年产15亿米电子元器件封装塑料载带生产线技术改造项目”共40条生产线，采取边建设边生产的方式。假设产能生产线数量成正比，截止2018年三季度已达产5条生产线，则产能1.875亿米，较投产前提升86%。我们假设其产能增量跟建设进度保持同步，则预计2019-2021年产能分别为10.63亿米，17.19亿米，17.19亿米。
- 销售收入预测：在保证塑料载带销售量处于产能范围之内的前提下，我们直接预测销售收入。因塑料载带业务和纸质载带业务在生产 and 拓展市场方面有一定的相似性，参照公司2016年便已占据了国内市场份额的54%，全球的44%，拓展市场的经验丰富，我们合理假设2019年公司彻底掌握透明PC粒子制造黑色PC粒子的技术进而将塑料载带的成本大幅降低后，将在之后的5年之内有可能占据国内市场份额的27%，已足够消化公司目前计划的17.19亿米产能，因此我们合理假设公司塑料载带业务2019-2021年的收入增速分别能达到100%、50%、50%。
- 毛利率假设：公司在降低黑色塑料载带的生产成本后，这部分业务的毛

利率将超过单纯生产透明塑料载带的毛利率，参考2013年公司仅生产透明塑料载带时的这项业务毛利率为32.8%，我们认为2019年毛利率将较2018年提升5个pct为21%，2020-2021年毛利率将达到37%、38%。

4) 转移胶带收入利润预测

- 产能预测：这部分为公司的新业务，一期工程共5条生产线产能1.2亿平米，2017年上半年投产一条线，2017年下半年又投产了两条线，剩余两条线于2018年底投产。2018年自筹资金完成二期工程，产能0.8亿平米，2018年底完成厂房建设，我们假设2020年达产。
- 销售收入预测：2019年年公司最主要的业务纸质载带及上下胶带业务预计因MLCC去库存而陷入低增长，如此公司将把收入增长的重心放在塑料胶带和转移胶带这项新业务上，加速拓展市场。按照转移胶带月1.8元/平米的单价，我们预测2019-2021年收入为1个亿、2个亿、3个亿，增速分别为353.19%、100%、50%。
- 毛利率预测：2017-2018年公司转移胶带业务仍未放量，摊销固定成本后毛利率仅为0.6%、14.95%。但放量后，我们预计该项业务毛利率能做到纸质载带的水平，预测2019-2021年毛利率分别为33%、35%、38%。

5) 其它业务收入利润预测

- 销售收入预测：假设2019-2021年按照过去三年的平均增速16%增长。
- 毛利率预测：假设2019-2021年维持2018年的21.71%水平。

2、盈利预测与投资评级

Figure34 分产品收入及毛利预测

单位：亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、纸质载带					
期末产能(万吨)	6.00	6.00	8.50	8.50	10.00
年度平均产能(万吨)	4.75	6.00	7.00	8.50	9.83
销售收入(亿元)	7.47	9.95	10.59	13.67	15.82
收入增长(%)	34.40%	33.18%	6.37%	29.18%	15.66%
毛利率(%)	40.46%	38.05%	35.50%	37.50%	37.00%
毛利(亿元)	3.02	3.79	3.76	5.13	5.85
二、胶带					
销售收入(亿元)	1.99	2.26	2.44	3.10	3.52
收入增长(%)	28.10%	13.39%	7.67%	27.18%	13.66%
毛利率(%)	44.41%	40.96%	40.00%	39.50%	39.30%
毛利(亿元)	0.89	0.93	0.97	1.22	1.38
三、塑胶载带					

期末产能 (亿米)	2.19	4.07	17.19	17.19	17.19
年度平均产能 (亿米)	2.51	3.13	10.63	17.19	17.19
销售收入 (亿元)	0.37	0.56	1.11	1.67	2.50
收入增长 (%)	14.77%	50.90%	100.00%	50.00%	50.00%
毛利率 (%)	20.34%	15.53%	21.00%	37.00%	38.00%
毛利 (亿元)	0.07	0.09	0.23	0.62	0.95
四、转移胶带					
期末产能 (亿m ²)	0.72	1.20	1.20	2.00	2.00
年度平均产能 (亿m ²)	0.24	0.72	1.20	1.60	2.00
销售收入 (亿元)	0.03	0.22	1.00	2.00	3.00
收入增长 (%)	—	582.31%	353.19%	100.00%	50.00%
毛利率 (%)	0.60%	14.95%	33.00%	35.00%	38.00%
毛利 (亿元)	0.00	0.03	0.33	0.70	1.14
五、其他业务					
销售收入 (亿元)	0.10	0.12	0.14	0.16	0.19
收入增长 (%)	0.62%	25.74%	16.00%	16.00%	16.00%
毛利率 (%)	14.73%	21.71%	21.71%	21.71%	21.71%
毛利 (亿元)	0.01	0.03	0.03	0.04	0.04
合计					
营业收入 (亿元)	9.96	13.11	15.27	20.60	25.03
收入增长 (%)	32.26%	31.58%	16.49%	34.89%	21.47%
毛利率 (%)	40.10%	37.10%	34.87%	37.39%	37.43%
毛利 (亿元)	4.00	4.86	5.33	7.70	9.37

资料来源: wind, 世纪证券研究所

公司为细分市场龙头, 产业链一体化优势明显, 短期的需求扰动不改变公司长期的成长逻辑。公司纸带产能持续投放, 此外塑料载带和转移胶带国产替代趋势将带来巨大的市场空间, 未来增长动力十足。我们预测公司 19/20/21 年 EPS 为 1.14/1.63/2.00 元, 当前股价对应 PE 为 25.87/17.96/14.69X。首次覆盖, 给予“增持”评级。

Figure35 可比公司相对估值比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE			EPS		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
300408.SZ	三环集团	332.94	25.25	21.70	17.77	0.76	0.88	1.07
300285.SZ	国瓷材料	158.95	29.27	27.73	22.56	0.87	0.59	0.73
300566.SZ	激智科技	24.61	57.74	27.13	22.27	0.27	0.58	0.71
可比公司平均值		172.17	37.42	25.52	20.87	—	—	—
002859.SZ	洁美科技	75.89	28.00	25.87	17.96	1.048	1.135	1.634

资料来源: wind, 世纪证券研究所

风险提示

下游 MLCC 景气度恢复速度不达预期；塑料胶带和转移胶带导入客户不达预期；汇率波动给公司财务带来不利影响。

Figure36 财务预测 (单位: 百万元)

报表预测						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	753.37	996.41	1311.10	1527.31	2060.18	2502.50
减:营业成本	462.75	596.52	825.28	994.73	1289.88	1565.82
营业税金及附加	3.05	7.34	7.54	8.79	11.85	14.40
营业费用	34.24	42.99	51.72	51.93	72.11	90.09
管理费用	90.96	108.67	65.05	143.57	195.72	237.74
财务费用	0.22	23.14	-20.30	-14.57	-4.08	-10.86
资产减值损失	3.65	5.87	2.63	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	-0.88	2.02	0.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.93	0.00	0.88	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-63.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	156.68	213.90	317.19	342.85	494.70	605.32
加:其他非经营损益	7.73	0.28	-1.15	2.30	2.30	2.30
利润总额	164.42	214.18	316.04	345.15	497.00	607.62
减:所得税	26.30	24.04	45.05	51.77	74.55	91.14
净利润	138.12	190.14	270.98	293.38	422.45	516.47
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	138.12	190.14	270.98	293.38	422.45	516.47
财务分析和估值指标汇总						
	2016A	2016A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	38.58%	40.13%	37.05%	34.87%	37.39%	37.43%
三费/销售收入	16.65%	17.54%	7.36%	11.85%	12.80%	12.67%
EBIT/销售收入	23.62%	21.89%	24.18%	22.63%	23.93%	23.85%
EBITDA/销售收入	27.26%	25.48%	27.92%	31.45%	30.95%	29.75%
销售净利率	18.33%	19.08%	20.67%	19.21%	20.51%	20.64%
资产获利率						
ROE	25.05%	14.12%	17.41%	16.41%	19.91%	20.42%
ROA	16.22%	14.51%	15.52%	15.69%	18.97%	19.43%
ROIC	20.97%	22.51%	21.99%	19.31%	29.93%	26.91%
增长率						
销售收入增长率	27.66%	32.26%	31.58%	16.49%	34.89%	21.47%
EBIT 增长率	49.45%	22.57%	45.35%	9.01%	42.63%	21.07%
EBITDA 增长率	45.66%	23.60%	44.18%	31.22%	32.76%	16.77%

净利润增长率	54.67%	37.67%	42.51%	8.27%	43.99%	22.26%
总资产增长率	34.77%	37.04%	35.81%	7.85%	17.98%	18.18%
股东权益增长率	26.27%	144.24%	15.58%	14.88%	18.65%	19.22%
经营营运资本增长率	-6.07%	128.61%	33.06%	-30.03%	123.84%	-24.93%
资本结构						
资产负债率	49.75%	10.45%	23.79%	18.82%	18.36%	17.64%
投资资本/总资产	78.25%	82.24%	74.02%	63.27%	72.28%	50.20%
带息债务/总负债	61.99%	37.56%	49.97%	23.81%	20.69%	18.21%
流动比率	1.11	4.90	3.22	4.42	4.91	5.55
速动比率	0.79	3.84	2.19	3.88	3.46	4.87
股利支付率	17.16%	21.52%	24.53%	21.07%	21.07%	21.07%
收益留存率	82.84%	78.48%	75.47%	78.93%	78.93%	78.93%
资产管理效率						
总资产周转率	0.69	0.66	0.64	0.69	0.79	0.81
固定资产周转率	1.80	1.53	1.84	1.66	2.32	3.12
应收账款周转率	2.84	2.68	3.08	2.93	2.72	3.15
存货周转率	4.12	4.80	2.53	8.05	2.81	6.31

数据来源：wind，世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。