

洁美科技 (002859) 深度研究

# 立足纸带, 立志做电子元器件耗材领域的先行者

2019 年 06 月 26 日

## 【投资要点】

- ◆ **纸质载带全球领先, 产品结构持续优化。**公司深耕原纸技术十余载, 打破日企长期垄断, 获得成本优势, 在纸带这一细分领域极大地提高了竞争力, 做到了全球市占率 50%。2018 年公司分切纸带/打孔纸带/压孔纸带营收比例由 2014 年的 49%/31%/10% 优化到了 18%/70%/12%, 纸带业务毛利率也从 33.55% 提高了 38.05%。随着公司精密加工技术不断加强, 电子元器件小型化趋势对压孔纸带的需求带动, 公司纸带产品结构有望进一步优化, 从而带动相关营收和盈利水平提升。
- ◆ **黑色塑料粒子自供加速, 塑料载带业务有望突破。**公司目前塑料载带业务营收规模仅有 6000 万元左右, 全球市占率约 2 个百分点。塑料载带下游客户较分散, 因此市场集中度较低, 公司竞争对手主要是美国、韩国等厂商。目前公司塑料载带上游原材料黑色 PC 粒子的生产线已完成安装调试, 通过多次配方验证及持续改进, 各项指标进一步优化, 公司已根据配方验证的情况开始切换原材料。原材料突破后, 公司成本有望大幅下降, 从而提高竞争力, 塑料载带业务的营收规模和毛利率水平有望实现突破。
- ◆ **转移胶带立足原有大客户优势, 国产替代空间广阔。**公司转移胶带产品于 2015 年研发成功, 2017 年投产, 2018 年实现相关营收 2207 万元, 与年初预计的 1 亿元目标相差较大, 主要由于下游 MLCC 产品 2018 年持续缺货、涨价, 使得客户更换原材料动力不足。长期来看, 转移胶带类产品的国产替代趋势不会改变。目前国内电子元器件生产企业所需的离型膜主要以进口为主, 光学级离型膜更是基本被国外企业垄断。我国的中高端离型膜本土化生产还处以起步阶段, 具有数百亿元的国产替代空间。全球 MLCC 生产企业如韩国三星、国巨电子、顺络电子、日本村田等均是公司载带产品的大客户, 公司立足原有大客户优势, 未来转移胶带有望快速渗透。



挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

## 东方财富证券研究所

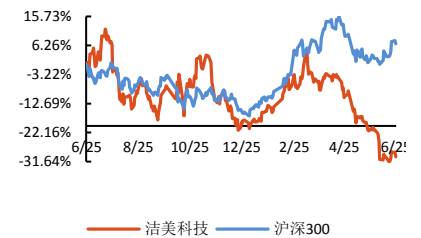
证券分析师: 卢嘉鹏

证书编号: S1160516060001

联系人: 吴逸诗

电话: 021-23586480

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值 (百万元)	6740.90
流通市值 (百万元)	2828.70
52 周最高/最低 (元)	43.18/25.47
52 周最高/最低 (PE)	53.68/25.01
52 周最高/最低 (PB)	7.98/4.24
52 周涨幅 (%)	-30.08
52 周换手率 (%)	546.56

## 相关研究

《业绩符合预期, 产能释放促增长》	2019.02.19
《三季度业绩超预期, 下游持续高景气》	2018.10.26
《上游景气助力产销两旺, 原材料短期涨价不改长期国产替代趋势》	2018.08.22
《被动元件景气拉动业绩增长, 转移胶带增长可期》	2018.07.30

## 【投资建议】

- ◆ 2019 年电子下游需求仍然萎靡，汽车电子、人工智能、5G 等新兴应用需求尚未爆发，预计 2020 年半导体和电子元器件需求迎来复苏。此外，公司塑料载带和高型膜业务有望在 2020 年起迎来重大进展，我们看好 2020 年公司业绩的爆发。根据以上因素，我们下调公司 2019 年营收和归母净利润，上调 2020 年营收和归母净利润。调整后公司 19/20/21 年营业收入增速分别为 20.08%/30.42%/26.21%，对应营业收入分别为 15.74/20.53/25.91 亿元，归母净利润增速分别为 12.56%/39.44%/29.24%，对应归母净利润分别为 3.10/4.32/5.58 亿元，对应的 EPS 分别为 1.20/1.67/2.16 元，对应的 PE 分别为 21/15/12 倍。
- ◆ 参考公司历史估值水平，并结合目前市场情况以及公司经营情况，首次覆盖，维持“增持”评级。

### 盈利预测关键财务数据

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1311.10	1574.31	2053.17	2591.33
增长率（%）	31.58	20.08	30.42	26.21
EBITDA（百万元）	350.84	406.51	552.24	696.98
归母净利润（百万元）	275.30	309.89	432.12	558.49
增长率（%）	40.30	12.56	39.44	29.24
EPS（元/股）	1.07	1.20	1.67	2.16
市盈率（P/E）	23.94	21.27	15.25	11.80
市净率（P/B）	4.23	3.71	3.11	2.55
EV/EBITDA	18.45	15.78	11.15	8.33

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 正文目录

1. 立足纸带，立志做电子元器件耗材领域的先行者 .....	5
1.1. 横向拓展新产品，为电子元器件厂商提供一站式服务 .....	5
1.2. 下游景气度波动影响短期业绩，长期专注产品品质提升 .....	6
2. 载带：纸质载带全球领先，塑料载带有望突破 .....	8
2.1. 载带向精密化趋势发展，市场规模稳步增长 .....	8
2.2. 原纸技术构建核心竞争力，塑料载带原材料突破在即 .....	14
3. 转移胶带：立足原有大客户优势，国产替代空间广阔 .....	18
3.1. 专注中高端离型膜，国产替代空间广阔 .....	18
3.2. 立足原有大客户优势，产能逐步释放 .....	23
4. 盈利预测 .....	25
4.1. 关键假设 .....	25
4.2. 盈利预测 .....	27
5. 估值和建议 .....	27
6. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品 .....	5
图表 2: 公司营收按产品拆分（亿元） .....	5
图表 3: 公司各产品毛利率 .....	5
图表 4: 公司历年营业收入（亿元）及同比增速 .....	6
图表 5: 公司历年归母净利润（亿元）及同比增速 .....	6
图表 6: 公司历年毛利率和净利率 .....	6
图表 7: 公司历年一季度毛利率和净利率 .....	6
图表 8: 公司历年存货（亿元）和增速 .....	7
图表 9: 公司历年存货周转率 .....	7
图表 10: 公司历年应收账款（亿元）和增速 .....	7
图表 11: 公司历年应收账款周转率 .....	7
图表 12: 公司 2018 年存货分类 .....	7
图表 13: 公司历年资产负债率 .....	7
图表 14: 公司历年经营性现金流和增速 .....	8
图表 15: 公司历年研发投入（亿元）及占营收比 .....	8
图表 16: 从通孔插装时代进入表面贴装时代 .....	9
图表 17: 载带分类 .....	9
图表 18: 01005（inch）尺寸的 MLCC 适用的编带规格 .....	10
图表 19: W8P2 纸带和 W8P1 纸带可容纳的元件数量对比 .....	10
图表 20: 打孔（穿孔）纸带和压孔纸带对比 .....	11
图表 21: 打孔（穿孔）纸带和压孔纸带对比 .....	11
图表 22: W4P1 压纹带与 W8P2 纸带单位表面积对比 .....	12
图表 23: 压纹带与纸带相比纸屑绒毛和灰尘大幅减少 .....	12
图表 24: 压纹带与纸带相比可减少静电问题，尺寸稳定性提高 .....	13
图表 25: 不同尺寸的 MLCC 市占率 .....	13
图表 26: 全球和国内纸带市场规模预测（亿米） .....	14
图表 27: 全球塑料载带市场规模（亿美元） .....	14

图表 28: 2016 年公司纸质载带成本构成.....	15
图表 29: 2017 年公司纸质载带成本构成.....	15
图表 30: 公司历年纸带产品营收构成.....	15
图表 31: 公司各类纸带产品毛利率.....	15
图表 32: 三类纸带采用自产原纸后成本下降幅度测算.....	16
图表 33: 智利银星针叶木化学浆价格(美元/吨).....	16
图表 34: 智利明星阔叶木化学浆价格(美元/吨).....	16
图表 35: 电子载带产业链.....	17
图表 36: 2016 年公司塑料载带成本构成.....	18
图表 37: 2017 年公司塑料载带成本构成.....	18
图表 38: 公司各类塑料载带销量占比.....	18
图表 39: PET 离型膜分类.....	19
图表 40: MLCC 内部结构.....	19
图表 41: MLCC 陶瓷膜片的流延成型工艺流程.....	20
图表 42: MLCC 用离型膜技术要求.....	20
图表 43: 不同应用全球 MLCC 需求预测(十亿颗).....	21
图表 44: 全球 MLCC 用离型膜需求预测(亿平方米).....	21
图表 45: OCA 光学胶结构.....	22
图表 46: 偏光片的物料成本结构.....	22
图表 47: 全球偏光片市场规模预测.....	23
图表 48: 公司 2016 年前五大客户.....	24
图表 49: 2017 年全球 MLCC 厂商市场份额(按销量).....	24
图表 50: 日本台湾厂商纷纷扩充 MLCC 用离型膜产能.....	24
图表 51: 电容板块单季度营收同比增速.....	25
图表 52: 电容板块单季度毛利率.....	25
图表 53: 分业务预测(亿元).....	25
图表 54: 纸质载带业务预测.....	26
图表 55: 盈利预测关键财务数据.....	27
图表 56: DCF 估值模型(FCFF)的基本假设(以 2019-06-24 为基准).....	27
图表 57: 历史 PE(TTM) 区间.....	28
图表 58: 历史 PB 区间.....	28

## 1. 立足纸带，立志做电子元器件耗材领域的先行者

### 1.1. 横向拓展新产品，为电子元器件厂商提供一站式服务

浙江洁美电子科技股份有限公司创建于2001年，并于2017年在深交所中小板上市。公司主营业务是为片式电子元器件、IC生产纸质载带、塑料载带及配套胶带等耗材，下游客户包括全球排名前几的电子元器件厂商。公司通过打破纸质载带上游原材料——原纸，长期以来被日企的垄断，在纸带这一细分领域极大地提高了竞争力，做到了全球市占率50%。由于纸带市场天花板较低，公司还拓展了塑料载带和离型膜等新产品，2011年塑料载带投产，2015年离型膜产品研发成功，公司依托大客户优势，立志成为电子元器件使用及制程所需耗材的行业领导者。

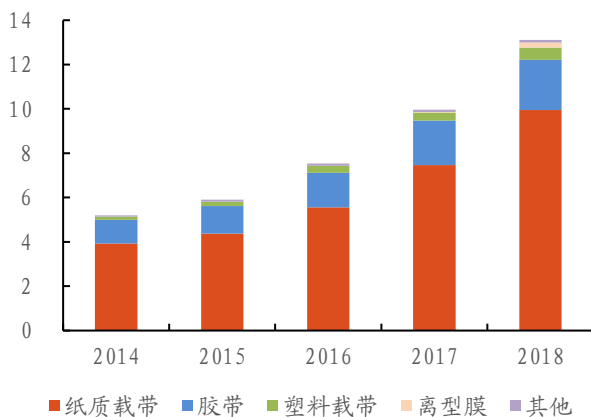
图表 1：公司主要产品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

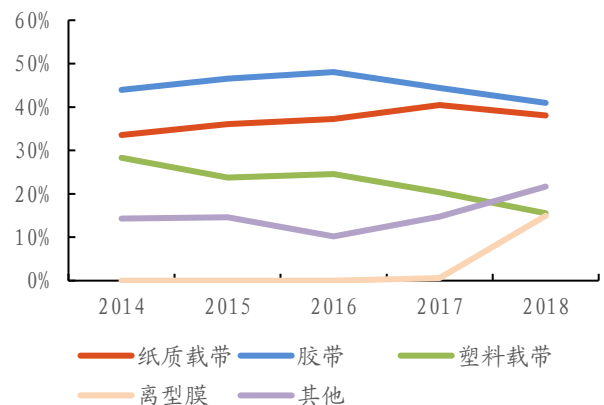
从营收拆分可看出，公司目前主要收入仍来自纸质载带，其次是配套胶带业务，纸带2018年营收占比为76%，胶带为17%，合计占比93%，塑料载带和离型膜等新业务尚处于起步阶段。此外，纸带和胶带的盈利水平也非常高，毛利率达到近40%，塑料载带目前尚未实现上游关键原材料攻破，离型膜还处于小批量生产过程，因此这两项业务目前毛利率水平还较低。

图表 2：公司营收按产品拆分（亿元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所  
注：2014-2016年公司统计口径未包含离型膜

图表 3：公司各产品毛利率

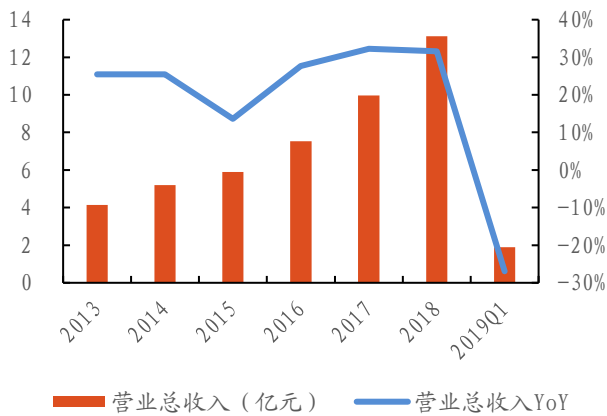


资料来源：Choice，东方财富证券研究所  
注：2014-2016年公司统计口径未包含离型膜

## 1.2. 下游景气度波动影响短期业绩，长期专注产品品质提升

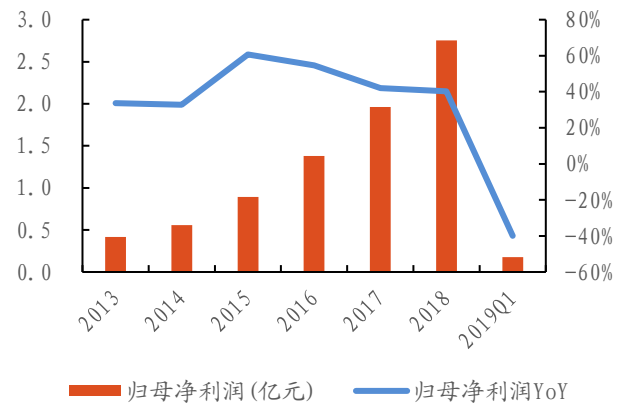
公司凭借纸质载带业务的快速增长，实现了近几年整体营业收入的快速增长。19 年一季度公司营收和净利润骤然下滑，主要由于下游行业需求下滑。2018 年夏天前后，由于电子零部件的库存量不足，智能手机厂商和美国 IT 大厂都纷纷向日本电子厂下了大量订单，此后国际贸易环境发生变化，行业景气度下行，下游厂商大量去库存使得台资和国内客户的开机率都较低，日韩客户相对略高。据日媒报导，日本 6 家电子零部件大厂，村田制作所、TDK、京瓷、日本电产、日东电工、Alps Alpine 等，2019 年 Q1 的接单金额较去年同期减少 7%。下降幅度比 2018 年 Q4 的 3% 进一步扩大。公司目前的客户 50% 是台资企业，15% 是国内大陆企业，35% 是日韩企业，台资企业开机率不高对公司影响很大。毛利率略有下降主要原因是产能利用率下降，单位固定费用上升。随着产能的逐步恢复，公司毛利率有望恢复到正常水平。

图表 4：公司历年营业收入（亿元）及同比增速



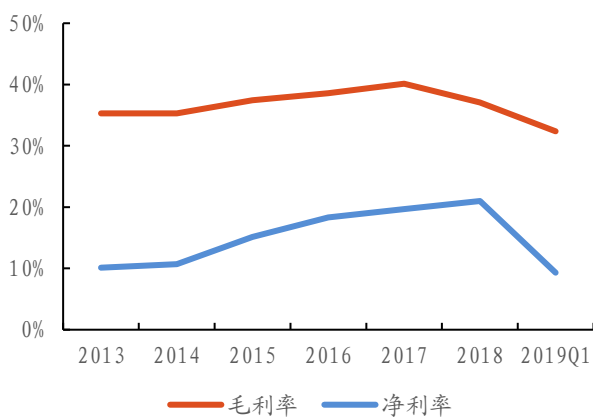
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5：公司历年归母净利润（亿元）及同比增速



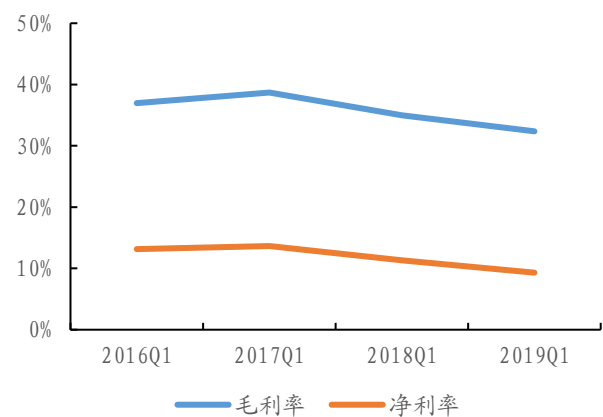
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：公司历年毛利率和净利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7：公司历年一季度毛利率和净利率

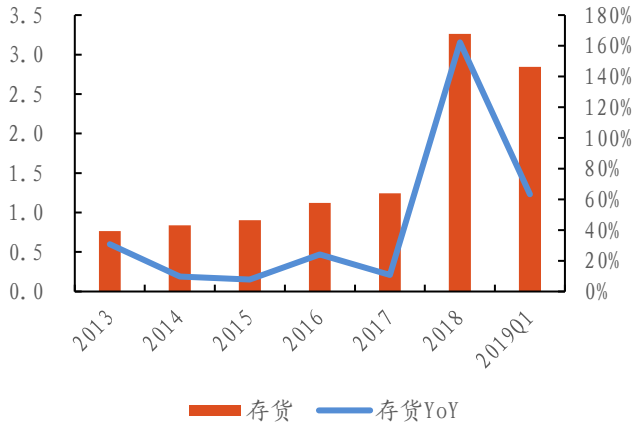


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2018 年四季度开始公司存货水平迅速攀升，2019 年 Q1 存货周转率大幅下滑，主要由于公司产能扩大，大量备货，但销量不及预期导致。截止 2018 年年底，公司存货中 41% 为原材料，同比增长 84%；还有 41% 为在途物资，增长了 7 倍，在途物资大幅增长主要也是备货所致。公司应收账款保持较低水平，公

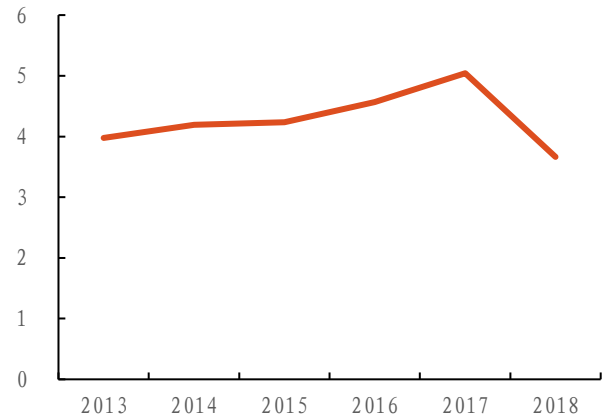
司的客户都是境内外上市公司和知名企业，都能够在信用期内付款。此外公司为改善现金流，取消承兑，对客户信用期也做了一些调整。2018年公司总体资产负债率 22%，处于较低水平，公司目标是将资产负债率控制在 35%，保证每年投资和盈利的匹配。

图表 8: 公司历年存货 (亿元) 和增速



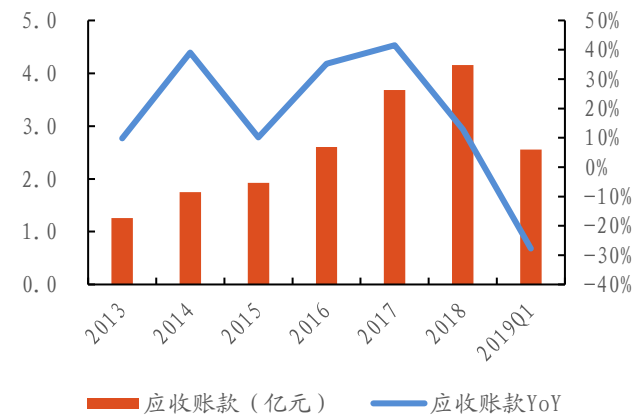
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 9: 公司历年存货周转率



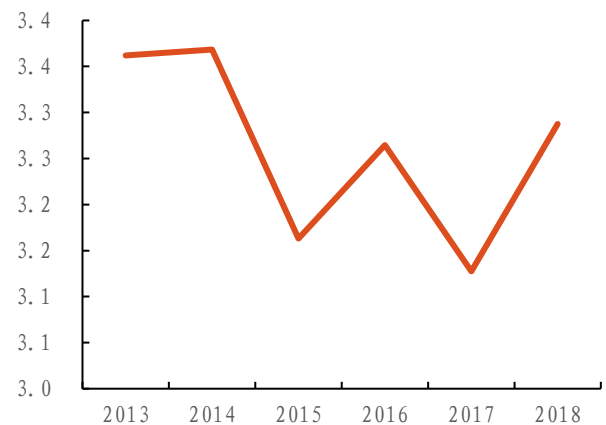
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 10: 公司历年应收账款 (亿元) 和增速



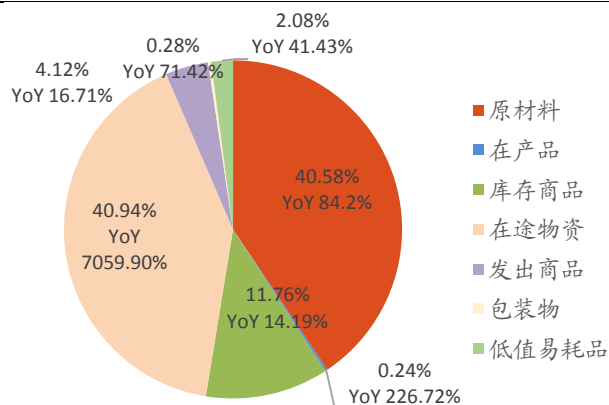
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: 公司历年应收账款周转率



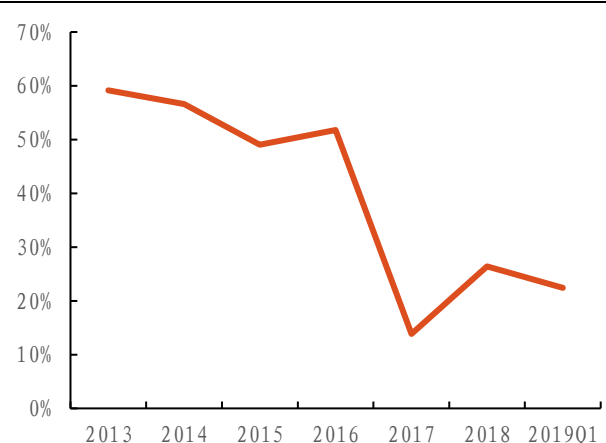
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 12: 公司 2018 年存货分类



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

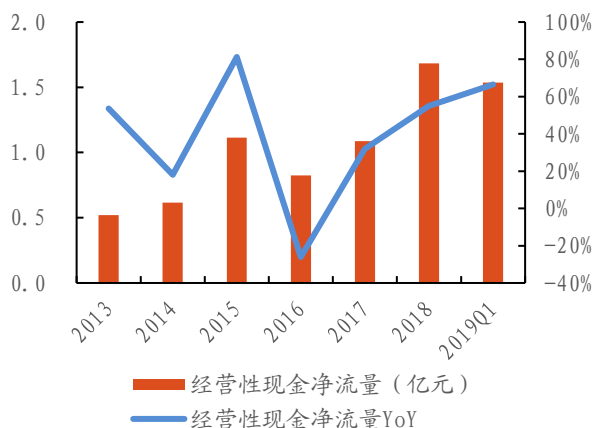
图表 13: 公司历年资产负债率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

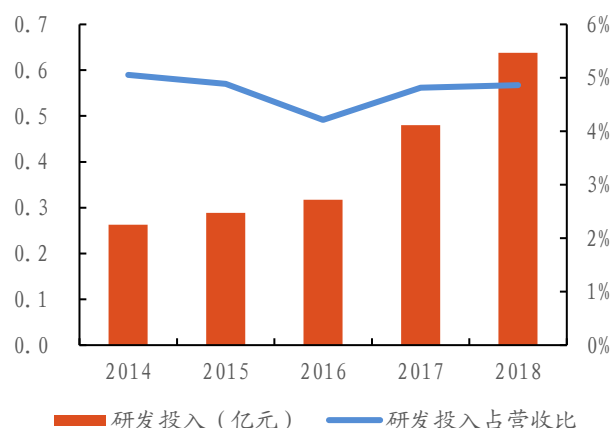
公司 2018 年经营性现金流明显改善，同比增长 54.97%，但由于原材料备货较多，导致其小于当年净利润。公司历年研发投入持续增长，基本保持在营业收入的 5%左右。公司深耕技术，致力于提升产品品质，19 年公司重点是提升原纸生产技术和精密加工冲孔技术，塑料载带方面也引入了高端人才解决表面稳定性、孔型配合以及高分子材料优化的问题。从去年开始到现在公司分别引入了造纸化学品方向、环保型高分子材料方向和精密加工及智能制造方向的人才。在体制机制上，新引进的领头人与公司原有人员组成横向项目组，实行项目组负责制，新老人员优势互补。全新产品则采用整体引进团队的方式，给团队整体激励考核。公司引进人才的工作绩效和工作成果与股权激励挂钩，与公司利益捆绑，起到了一定的竞业约束作用。优秀的人才和团队是公司发展的前提，通过技术研发稳扎稳打，公司产品有望再上一个台阶。

图表 14: 公司历年经营性现金流和增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 公司历年研发投入 (亿元) 及占营收比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2. 载带: 纸质载带全球领先, 塑料载带有望突破

### 2.1. 载带向精密化趋势发展, 市场规模稳步增长

载带是公司的主要业务,其下游客户是电子元器件厂商,受益 5G、大数据、人工智能和汽车电子化等应用的兴起,电子元器件出货量不断增长。与此同时,伴随着电子元器件小型化发展趋势,单位元器件消耗的包装材料也在不断减少,这样一方面更加环保,另一方面也能减少运输成本。综合以上两个因素,未来载带市场规模将稳步增长。

载带,简单来说,即片式电子元器件(也叫 SMT 元器件)的一种包装。随着电子设备功能越来越复杂,电子元器件的集成度要求也在不断提高,从而推动电子元器件封装的小型化趋势。大致来说,电子元器件的封装经历了从通孔插装(THT, Through Hole Technology)到表面贴装(SMT, Surface Mount Technology)两个时代。SMT 元器件,是指焊点完全没有引线或引线非常短的元器件,可直接贴装在 PCB 上。THT 元器件,是指焊点有引线的元器件,安装在 PCB 上时,PCB 需要有对应的安装孔,安装后在 PCB 的背面进行焊接。由于 SMT 元器件到底焊点间距和焊点直径相比 THT 元器件大幅缩小,因此其体积大幅缩小,集成度大幅提高。



图表 16：从通孔插装时代进入表面贴装时代



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

载带又包括纸质载带和塑料载带两大类。纸质载带的材质决定其只能用于厚度小于 1mm 的片式元器件（通常为被动元器件），厚度在 1mm 以上的片式元器件只能采用塑料载带包装。纸质载带又可以分为打孔纸带和压孔纸带，塑料载带又可以分为黑色塑料载带和透明塑料载带。按照性能来排序，基本来说，黑色塑料载带 > 透明塑料载带 > 压孔纸带 > 打孔纸带，价格也是按此顺序由高到低。

**打孔纸带：**纸带打穿，需配合下胶带使用以承载元器件，适用于中低端电子元件，主要包括电阻和电容（0402、0603、0805、1206）四个尺寸标准；

**压孔纸带：**纸带不打穿，无需使用下胶带，适用于（0402、0201、01005）三个标准（主要适用于中高端电子元件产品）；

**透明塑料载带：**以聚碳酸酯（PC）粒子为原料，主要应用于片式被动元件等领域；

**黑色塑料载带：**主要以主要应用于片式分立器件、LED、集成电路等封装领域，又分为黑色 PC 塑料载带和黑色 PS 塑料载带，前者以聚碳酸酯（PC）粒子为原料，后者以 PS/ABS/PS 复合片材为原料，采用德国成型工艺，性能更优。

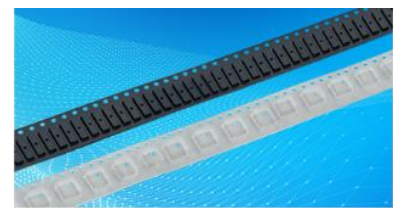
图表 17：载带分类



打孔纸带  
适用元件尺寸 (inch)  
0402/0603/0805/1206/1210



压孔纸带  
适用元件尺寸 (inch)  
01005/0201/0402

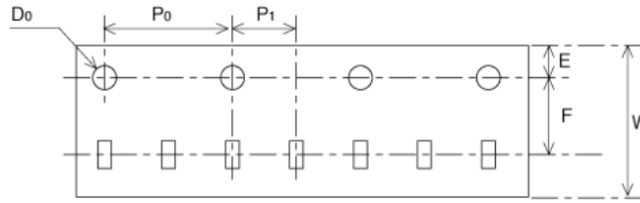


黑色/透明塑料纸带

资料来源：洁美科技官网，东方财富证券研究所

从村田提出的新包装方案我们可以看出未来电子元件包装的发展趋势，村田提出了 0603 (0201) in mm (inch)、1005 (0402) in mm (inch) 和 0402 (01005) 三种型号 MLCC 的新包装方案。此前 0201 和 0402 分别采用的是 W8P2 的压孔纸带和打孔纸带，新方案均采用 W8P1 的压孔纸带。01005 将包装从 W8P1 纸带改为 W4P1 的塑料载带。（W 指纸带的宽度（mm），P 为元件间距（mm））

图表 18: 01005 (inch) 尺寸的 MLCC 适用的编带规格

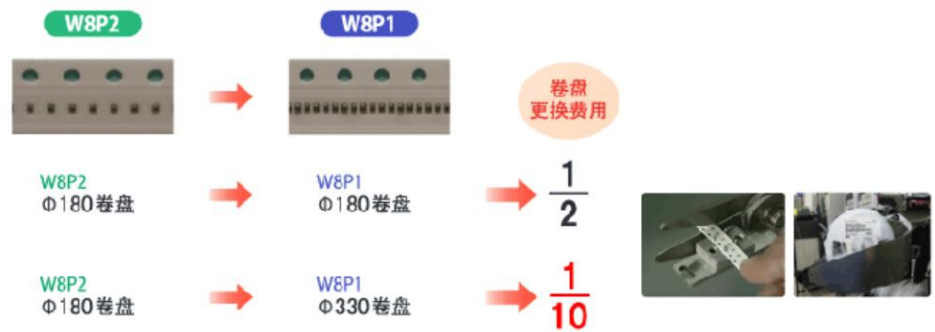


资料来源: murata 官网, 东方财富证券研究所

W8P1 压孔纸带包装的优点很多,

- 1) **生产效率提高**: 拼接工作减半和卷盘更换工作减半, 从而缩短了工作时间, 存储空间减半, 因此提高了生产效率;
- 2) **更加环保**: W8P1 编带每卷的数量是 W8P2 编带的 2 倍, 减少了包装材料的使用量; 此外, 与 W8P2 编带相比, W8P1 编带封装后的废弃物大幅减少。每卷编带的数量增加 1 倍以上, 但重量几乎不变, 从而提高了运输效率;
- 3) **封装质量提高**: 压孔纸带与打孔纸带相比, 去除了下胶带, 元件不会吸附在编带底部, 从而改善封装时的姿势不良。此外, 还减少了毛边、毛屑, 从而提升了产品附着的稳定性。

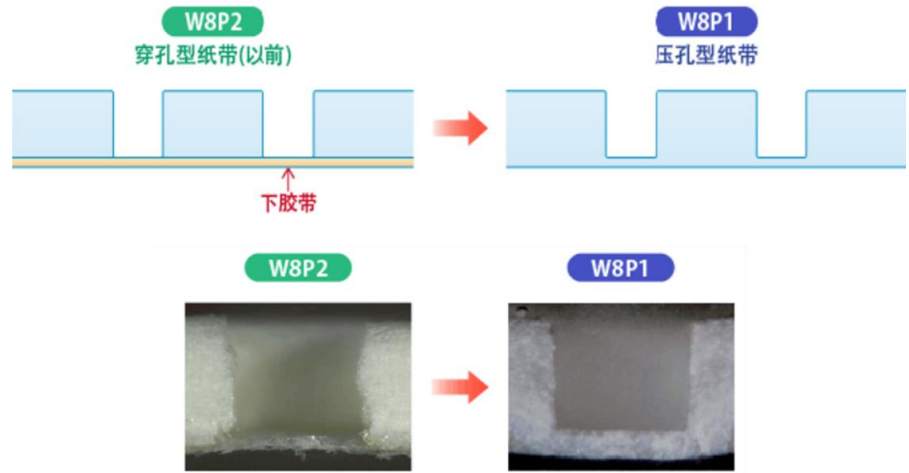
图表 19: W8P2 纸带和 W8P1 纸带可容纳的元件数量对比



片状尺寸 in mm(inch)	卷盘直径 (mm)	编带	数量/1卷
0603 (0201)	Φ 180	W8P2	15,000
		W8P1	30,000
	Φ 330	W8P2	50,000
		W8P1	150,000
1005 (0402)	Φ 180	W8P2	10,000
		W8P1	20,000
	Φ 330	W8P2	50,000
		W8P1	100,000

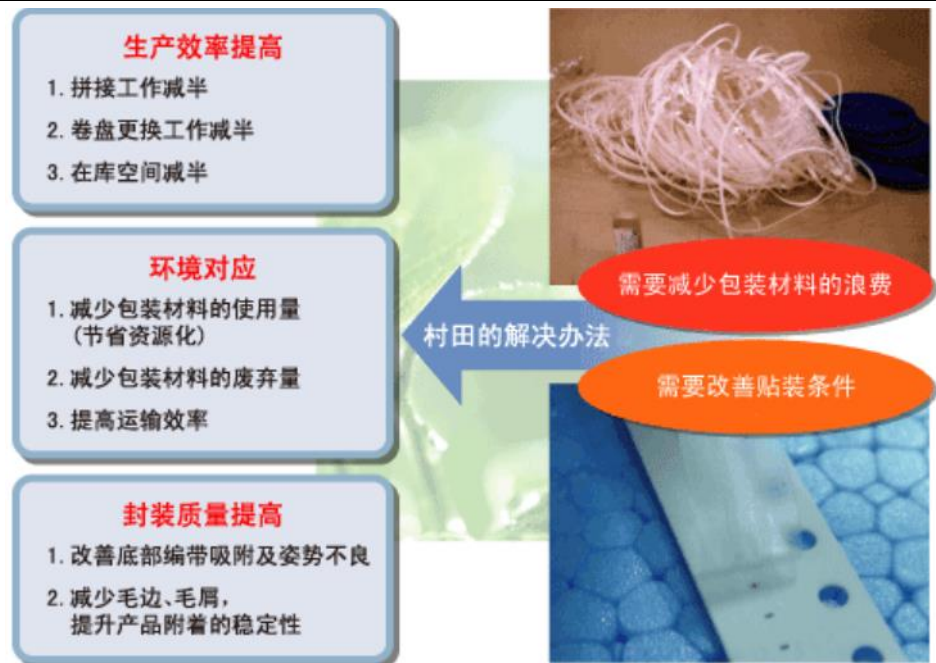
资料来源: murata 官网, 东方财富证券研究所

图表 20: 打孔（穿孔）纸带和压孔纸带对比



资料来源: murata 官网, 东方财富证券研究所

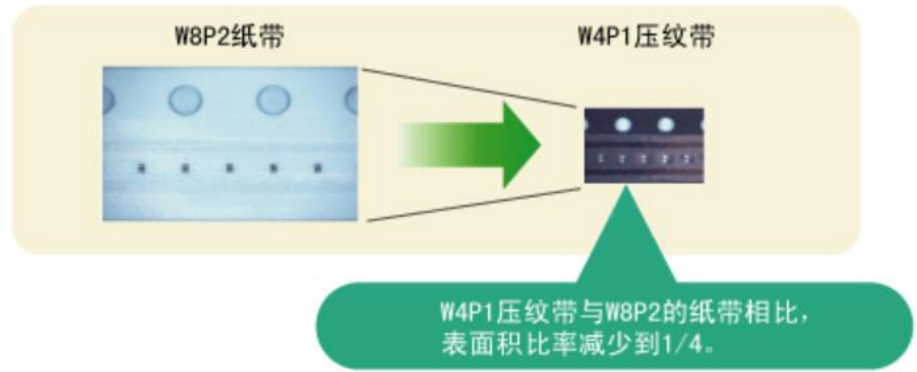
图表 21: 打孔（穿孔）纸带和压孔纸带对比



资料来源: murata 官网, 东方财富证券研究所

W4P1 压纹带与 W8P2 的纸带相比, 相同元件的包装材料大小 (就表面积而言) 减少到 1/4, 从而极大地降低了包装材料的浪费, 降低了运输能耗, 更加环保。

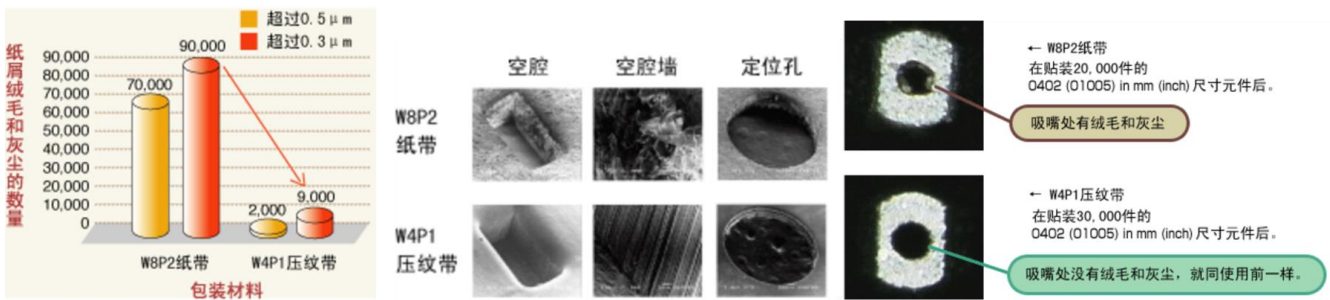
图表 22: W4P1 压纹带与 W8P2 纸带单位表面积对比



资料来源: murata 官网, 东方财富证券研究所

此外, 压纹带大幅减少了纸屑绒毛和灰尘, 创造出一个无尘环境, 从而提高了拾取和贴装的稳定性。绒毛和灰尘的减少可以避免超小型元件焊缝的瑕疵, 此外还可以防止空腔的堵塞, 从而提高拾取效率; 贴装过程中还可以有效阻止吸嘴的堵塞, 从而减少吸嘴的频繁维护工作。

图表 23: 压纹带与纸带相比纸屑绒毛和灰尘大幅减少



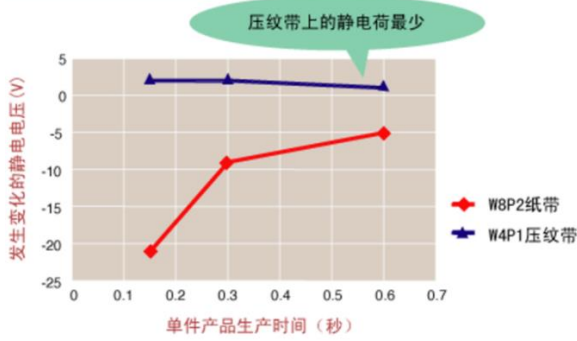
纸屑绒毛和灰尘大幅减少, 从而 1) 空腔空隙提高, 从而解决拾取问题; 2) 有效的阻止吸嘴的堵塞, 减少吸嘴的频繁维护工作。

资料来源: murata 官网, 东方财富证券研究所

此外, 压纹带和纸带相比, 减少了静电问题, 尺寸稳定性和储存稳定性也有所提高。压纹带经过防静电的特殊处理, 可以避免在贴装过程中上胶带脱离而产生的静电现象, 从而减少贴装机的拾取问题, 同时也减少了半导体的静电放电破坏风险。此外, 由于压纹带在由于环境因素 (温度, 湿度) 而引起的空腔变化影响很小, 尺寸稳定性提高, 从而在高温, 高湿条件下可以储存的更为长久, 也可以减少在贴装过程中的拾取问题。

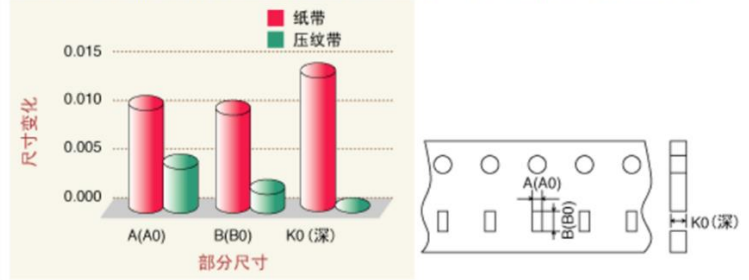
图表 24: 压纹带与纸带相比可减少静电问题, 尺寸稳定性提高

胶带脱离的静电电压测量



尺寸变化比较

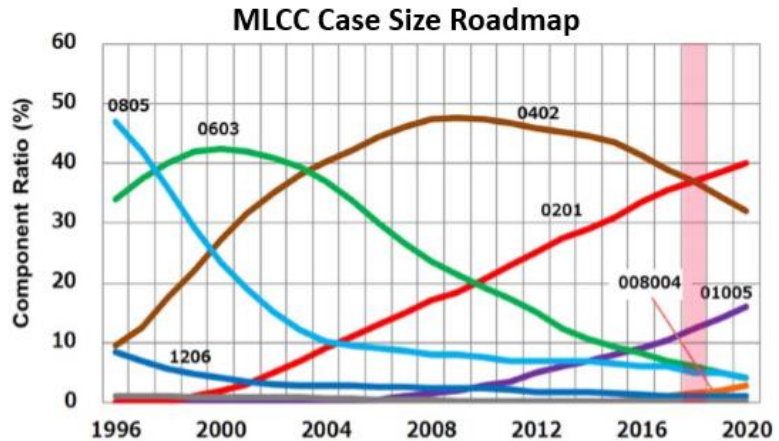
在经过一天的高温和高湿的条件下, 测量空腔尺寸的变化 (70°C/85%)。



资料来源: murata 官网, 东方财富证券研究所

总结来看, 未来随着元器件小型化趋势持续, 载带也在向精密化、塑料化的趋势发展。据 TTI 数据, 目前 0201 的 MLCC 市占率最高, 约 40%; 其次是 0402, 市占率约 35%, 再其次是 01005, 市占率约 15%, 未来 1206、0805、0603 和 0402 的市占率都在不断下降, 0201 和 01005 将成为新的市场主流。

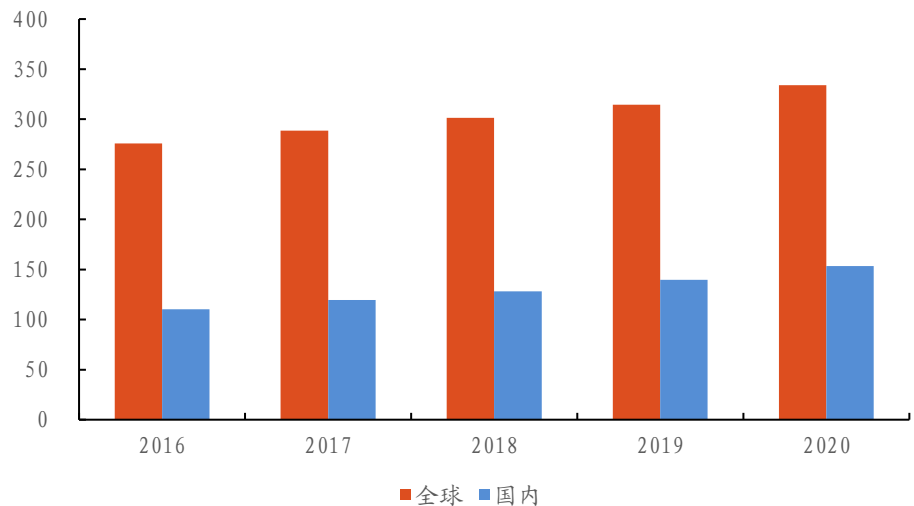
图表 25: 不同尺寸的 MLCC 市占率



资料来源: TTI, 东方财富证券研究所

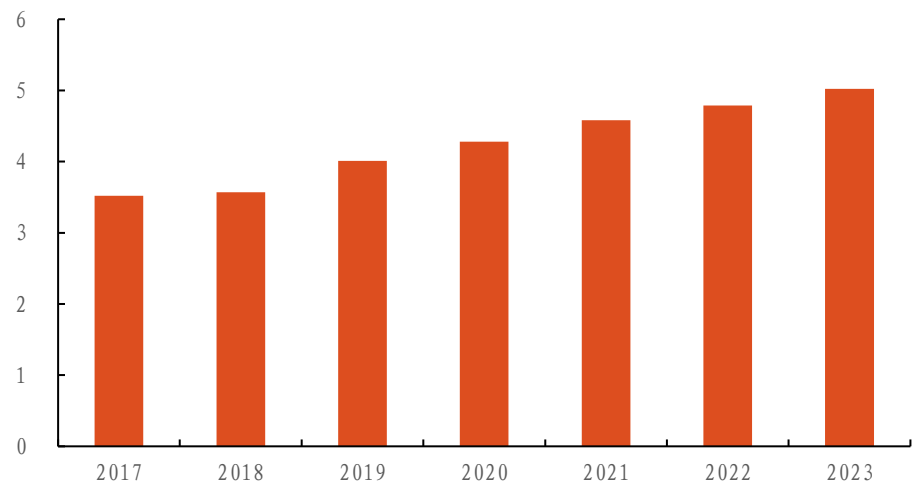
总结来看, 未来随着元器件小型化趋势持续, 载带也在向精密化、塑料化的趋势发展。据 TTI 数据, 目前 0201 的 MLCC 市占率最高, 约 40%; 其次是 0402, 市占率约 35%, 再其次是 01005, 市占率约 15%, 未来 1206、0805、0603 和 0402 的市占率都在不断下降, 0201 和 01005 将成为新的市场主流。根据中国产业信息网预测, 2018-2020 年三年全球电子元件出货量年均增速为 8.2%, 考虑到电子元器件的小型化趋势带来的纸质载带孔穴间距减少, 预计到 2020 年, 全球纸质载带的需求将增长到 334 亿米, 2018-2020 年年复合增长率约 5%, 而国内需求量将达到 153 亿米; 按公司 2016 年纸带单价 0.06 元/米来计算, 对应市场规模分别约 20 亿元和 9 亿元。全球塑料薄型载带市场规模 2023 将会达到 5.02 亿美元, 从 2017 年到 2023 年的年度复合增长率会达到 6.1%。

图表 26: 全球和国内纸带市场规模预测（亿米）



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

图表 27: 全球塑料载带市场规模（亿美元）

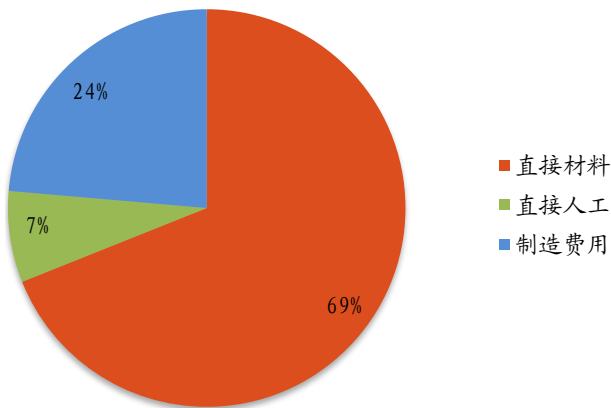


资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

## 2.2. 原纸技术构建核心竞争力，塑料载带原材料突破在即

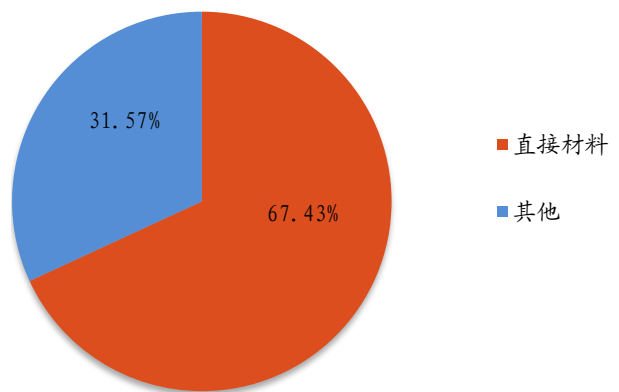
公司在纸带业务上的核心竞争优势即原纸技术，原纸的生产工艺较为复杂，需要掌握多项关键技术和工艺流程，比如纸张表面处理、层间结合力控制、防静电处理、毛屑控制等。因此，原纸的产品性能对电子元器件的表面贴装效果有着较大的影响。此前，电子专用原纸的生产工艺被日本、韩国等几家企业所垄断，公司在原纸技术上耕耘数十载，最终实现了原纸的自给，目前公司原纸的自供率为 95%，另外 5% 从日本大王采购，主要是部分客户有少部分特殊需求，是公司合理的采购策略。

图表 28：2016 年公司纸质载带成本构成



资料来源：公司招股说明书，东方财富研究所

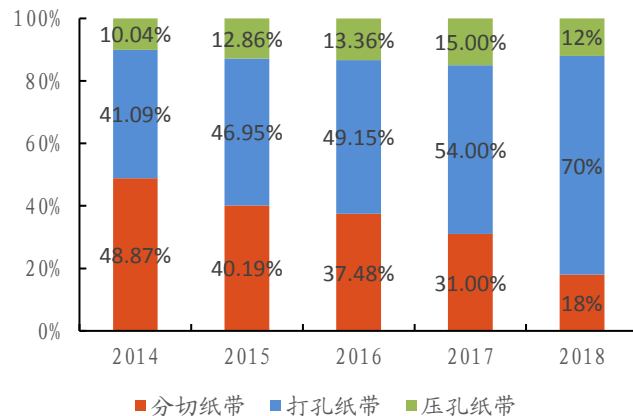
图表 29：2017 年公司纸质载带成本构成



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

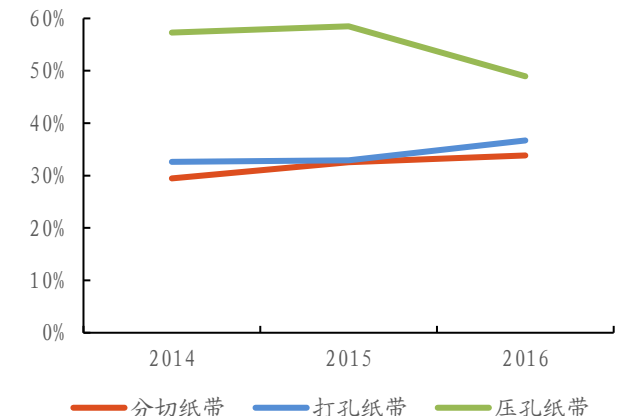
公司纸带产品主要有三类，分切纸带，打孔纸带和压孔纸带。有部分客户为了节省采购成本，购买分切纸带后自行打孔或压孔，公司一直在打孔和压孔技术上加大研发投入，提高效率，使客户采购公司的打孔或压孔纸带成本小于自行加工的成本，从而优化以上产品结构。2018 年公司分切纸带营收比例由 2014 年的 49%降低到 18%，打孔纸带比例由 42%提高到 70%，压孔纸带比例达到 12%。压孔纸带的毛利率远高于打孔纸带和分切纸带，2016 年压孔纸带的毛利率为 49.0%，对应的打孔纸带和分切纸带分别为 36.7%和 33.8%。未来随着元器件小型化趋势，压孔纸带采用的比例会逐渐提高。

图表 30：公司历年纸带产品营收构成



资料来源：公司年报和招股说明书，东方财富证券研究所

图表 31：公司各类纸带产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

公司自产原纸成本约 6000 元/吨，进口原纸成本约 11000 元/吨，不同纸带产品原纸占成本比例不同，原纸自产后成本下降幅度分别为 37%/33%/23%。公司在成本端与国内竞争对手相比具备绝对优势，从而获得国巨、华新科、三星、村田等大客户的青睐，实现市占率的不断提高。具备规模效应后，公司在成本端得以进一步优化，因此公司在价格不高于同行的基础上能够获得高毛利。

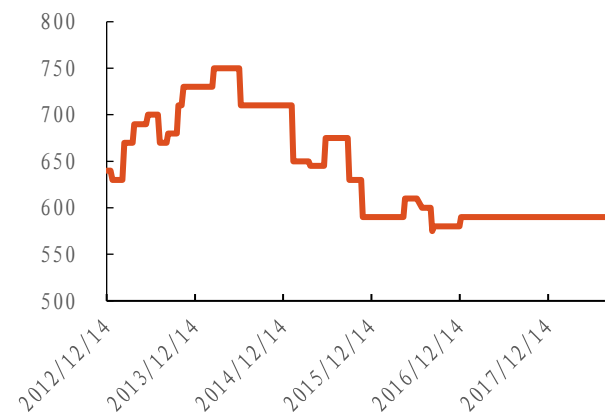
图表 32：三类纸带采用自产原纸后成本下降幅度测算

	分切纸带	打孔纸带	压孔纸带
目前原纸来源	自产	自产	进口
原纸占成本比例	70%	60%	50%
自产原纸成本（元/吨）	6000	6000	6000
进口原纸成本（元/吨）	11000	11000	11000
原纸自产后成本下降幅度	37%	33%	23%

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

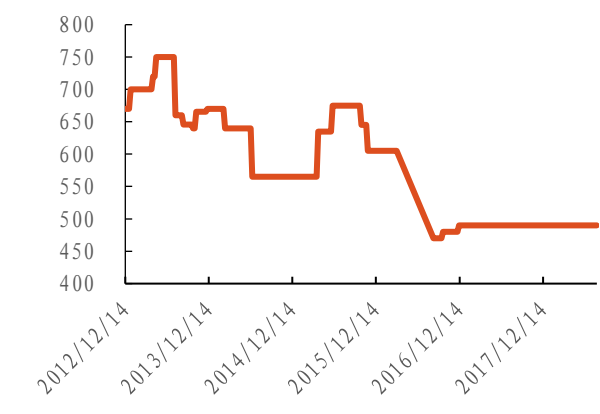
公司原纸的原材料为木浆，基本来源于智利，包括智利银星针叶木化学浆和智利明星阔叶木化学浆，其价格波动相对较大。公司与下游客户建立了良好的合作关系，公司追求稳健经营，客户至上，在原材料成本下降的时候，公司会优先部分让利给客户。在客户有降价需求的时候，公司也会不断提高自身的成本控制，配合客户降低价格。同时在原材料价格上涨较大时，客户也能够和公司共同分担。2018 年公司面对原材料的大幅上涨，就进行了两轮提价。

图表 33：智利银星针叶木化学浆价格(美元/吨)



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 34：智利明星阔叶木化学浆价格(美元/吨)



资料来源：choice，东方财富证券研究所

公司在纸带领域的竞争对手主要为日本和韩国少数公司，原纸领域主要有日本大王、日本王子和韩国韩松。后端加工部分主要有雷科股份和韩国韩松，配套的上下胶带主要有日本马岱和雷科股份。

**日本大王：**日本规模最大的纸业生产商之一，创立于 1943 年，该公司纸类产品丰富，包括新闻用纸、出版用纸、印刷用纸、情报用纸、包装用纸、原纸纸板、机能材、家庭用品等，2018 年营收 4741 亿日元，电子纸业务占其收入比例非常小。

**日本王子：**创立于 1873 年，为日本三大综合制纸公司之一，产品主要有新闻用纸、出版印刷用纸、白板纸、包装用纸、信息用纸、瓦楞纸板等，电子纸业务占其收入比例非常小。

**雷科股份：**成立于 1988 年，为台湾上市公司，经营范围包括 SMD 电子材料、SMT 相关设备、雷射设备、Laser Scriber、LED Tapping machine、IS 资讯服务、PLC 数位化家庭娱乐产品、LED 照明产品等，2018 年营收约 4.9 亿元人民币，载带业务占其收入 50% 左右。

日本大王在纸质载带行业只涉足原纸生产，韩松纸业与日本大王类似，是一家专门的造纸厂，电子元器件行业专业服务能力较为欠缺；台湾雷科属于电



子信息行业厂家，生产的纸质载带用于下游电子元器件，并未自行生产电子专用原纸。公司的优势在于可以给客户提供一体化解决方案，此前客户需要从不同供应商处采购胶带与纸带，根据纸带与胶带之间附着力都需要进行设备的参数调整，生产过程出现问题，例如抛料（盖带静电与孔穴毛屑造成）之后供应商之间难以界定责任。对此公司 2007 年开发了胶带产品，市场拓展的时候，我们首先了解客户的贴片机型号与车速，根据这些数据我们将产品连同生产参数一起提供给客户，他们可以很快介入生产。相比于这些竞争对手，公司拥有薄型载带全套解决方案能力（原纸、分切、打孔、压孔、塑料载带、上下胶带，以及相应的配套服务），且成本优势显著。从而公司不仅实现了与下游电子元器件领军企业深度合作，而且产品与服务在市场实现了较高占比。

塑料载带上游原材料为塑料粒子，公司塑料粒子尚在研发当中，只有少部分自产，要实现大规模替代还需要一定时间，目前主要供应商有三菱集团、德国拜尔和日本帝人。塑料载带直接材料成本占比约 60-70%。根据公司招股说明书，黑色 PC 粒子的采购单价约为 3.4-3.5 万元/吨，透明 PC 粒子的采购单价约为 1.6-1.7 万元/吨。17 年，公司直接材料占比下降是因为黑色塑料粒子开始实现部分自产。公司目前塑料载带产品主要为偏低端的透明塑料载带，2016 年销量占比约 80%。塑料载带市场目前来说竞争较为激烈，市场上较大的厂商有 3M、Advantek 等公司。

图表 35：电子载带产业链



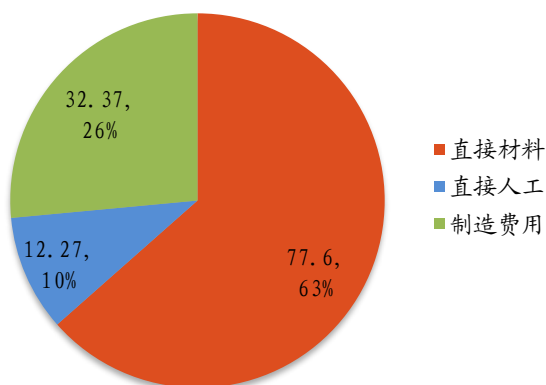
（虚线范围为洁美科技现有产品系列）

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

公司目前销售规模不到 6000 万元，全球市场市占率约 2%，主要客户为三星。公司未来逐步将目标转向为半导体行业企业提供相关配套产品。塑料载带无尘车间投入使用，0603、0402 精密小尺寸产品保持稳定供货。塑料载带上盖带实现了量产，开始向部分客户供货。0201 以下规格超小尺寸塑料载带产品已完成送样并通过评价认证。黑色 PC 材料造粒生产线完成安装调试，通过多次配方验证及持续改进，各项指标进一步优化，公司已根据配方验证的情况开始切换原材料。产能方面，公司目前塑料载带规划生产线 45 条，有 29 条生产线已经投产，每条产线产能约 210 万米/月，产能利用率约 70%。公司在上游原材

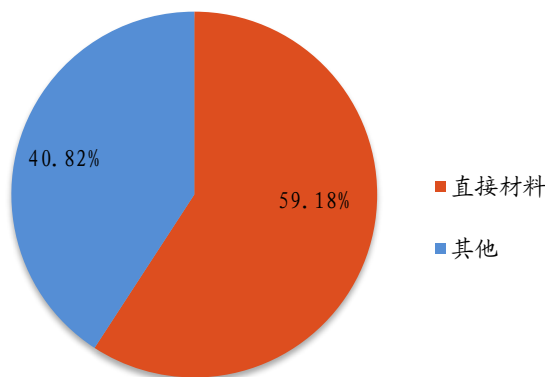
料塑料粒子取得重大突破后，其塑料载带业务规模有望扩大。

图表 36：2016 年公司塑料载带成本构成



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 37：2017 年公司塑料载带成本构成



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 38：公司各类塑料载带销量占比

	2014 年	2015 年	2016 年
黑色塑料载带销量占比	5.64%	13.74%	21.32%
透明塑料载带销量占比	94.63%	86.26%	78.68%
塑料载带毛利率	28.31%	23.76%	24.59%

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

### 3. 转移胶带：立足原有大客户优势，国产替代空间广阔

#### 3.1. 专注中高端离型膜，国产替代空间广阔

转移胶带是公司在载带业务后布局的新业务，转移胶带又称作离型膜，是指表面具有分离性的薄膜，与特定的材料在有限的条件下接触后不具有粘性或只具有轻微的粘性。离型膜的用途十分广泛，公司目前主要专注于电子元器件（MLCC、电感、天线等）用离型膜、光学胶/偏光片用的光学级离型膜和结构件用高端胶带的离型膜等主要产品的研发生产。公司表示，天线和电感用离型膜对应市场需求量约是 MLCC 的三分之一，光学级离型膜市场需求与 MLCC 用离型膜相当。离型膜产品批量供应需要先通过送样、样品通过后审厂和 3-6 个月小批量采购。目前公司所有的电感和 MLCC 客户都已经开始批量使用，日韩客户还在小批量试用阶段，光学胶/偏光片离型膜和高端胶带的离型膜目前还在研发阶段，19 年离型膜业务目标实现数倍增长。

离型膜按照结构可分为单面离型膜、双面离型膜和抗静电的单面或双面离型膜等。按照采用的基材分类，可分为 PE、PI、OPP 和 PET 等多种离型膜。公司的离型膜产品为 PET 离型膜。采用不同性能的 PET 基材可以实现不同领域的要求，例如采用光学级 PET 基材，可实现光学级离型膜，光学级 PET 基材是通过在普通 PET 基材上涂覆各种功能性涂层获得。另外根据离型剂的离型力还可分为分为超轻型（1-5g/in）、轻型（5-20g/in）、中型（20-60g/in）、重型（60-100g/in）和超重型（100g/in 以上）离型膜；根据离型剂的材料可分为硅溶剂型、无硅型和氟素型等，可分别满足不同场合的需求。MLCC 用离型膜属

于抗静电双面离型膜，其采用的基材厚度一般为 19-38um。常用的剥离力分为为 4-20gf/in 不等。薄膜宽幅为 2200mm-2500mm 不等，可以分切成最终 180mm，240mm 以及 360mm 等不同的卷，以便最终用户使用。

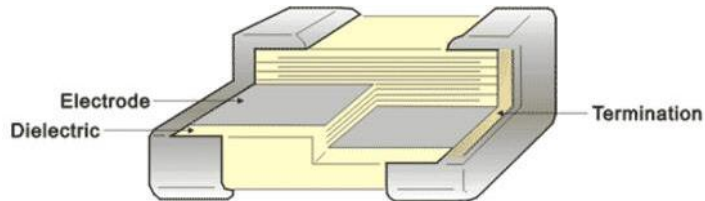
图表 39: PET 离型膜分类



资料来源: 模切网, 东方财富证券研究所

MLCC, 即多层陶瓷电容器, 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电子元器件, 再在电子元器件的两端封上金属层 (外电极)。此外, 叠层片式电感、叠层内置天线也都是类似的结构。

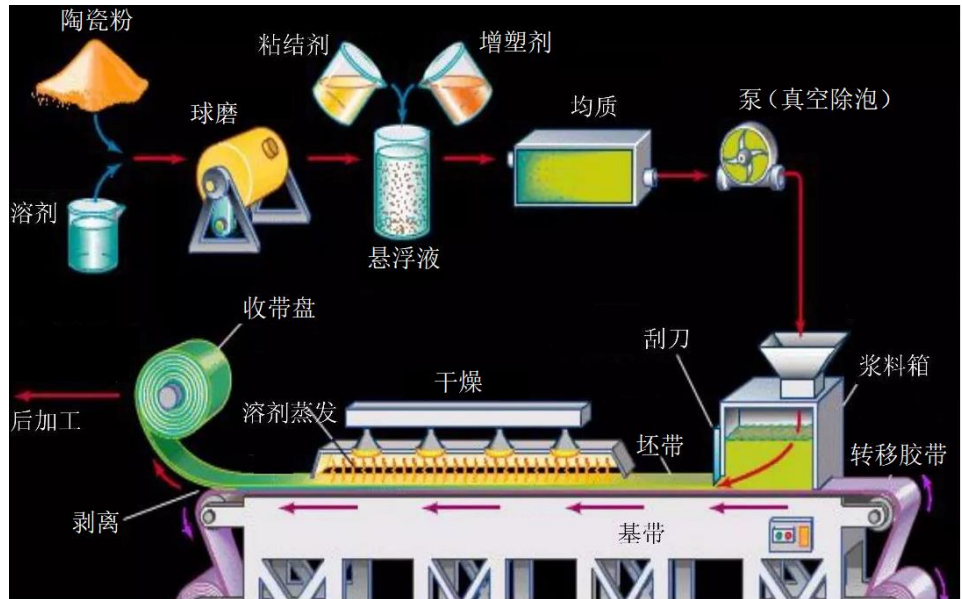
图表 40: MLCC 内部结构



资料来源: 模切网, 东方财富证券研究所

离型膜用于以上叠层片式元件制备的流延工艺中。MLCC 的制备流程一共包括配料-流延-印刷-叠层-制盖-层压-切割-排胶-烧结-倒角-端接-烧端-端头处理-外观挑选-测试-编带等数十个步骤。配料是将陶瓷粉和粘合剂及溶剂等按一定比例经过球磨一定时间, 形成陶瓷浆料。流延是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 (厚度一般在 10um-30um)。

图表 41: MLCC 陶瓷膜片的流延成型工艺流程



资料来源：模切网，东方财富证券研究所

离型膜的生产技术要求较高，不同 MLCC 的陶瓷浆料配方及工艺不同，对转移胶带离型力、厚度的要求也不同。除厚度、剥离力等常规指标外，还有其他特殊的技术要求：最关键问题在于确保陶瓷生片的薄膜化以及厚度均匀性。因此，需要能够最大限度的减少生片的厚度偏差并具有高光滑度的离型膜产品。对于离型膜离型力的稳定性，厚薄均匀度，表面洁净度/光洁度等等，都有极高的要求。目前，MLCC 离型膜几乎完全被日韩厂家垄断。

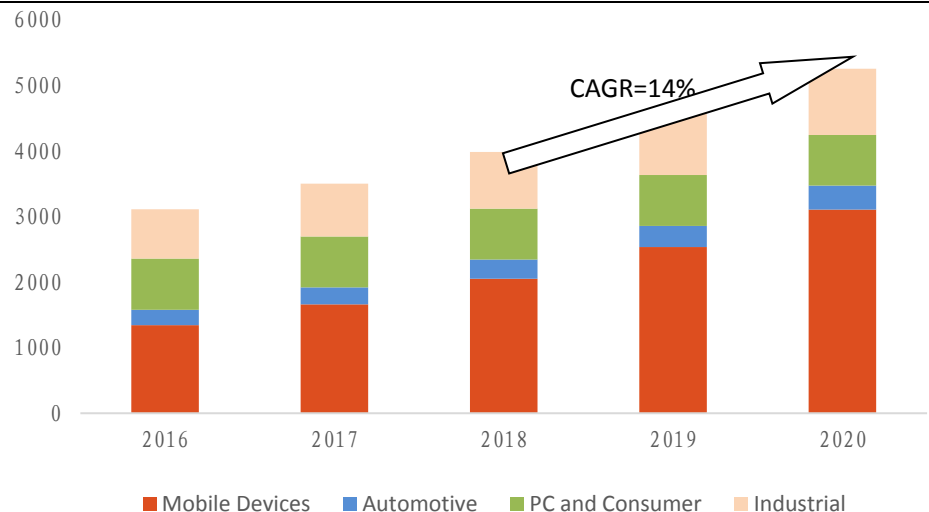
图表 42: MLCC 用离型膜技术要求

序号	技术要求
1	离型膜的材料要与电子元器件陶瓷浆料匹配，不能与陶瓷浆料成分产生化学反应
2	离型膜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
3	离型膜的平整度要求很高，凸点往往要控制在 0.2 微米以内

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

MLCC 下游应用十分广泛，包括消费电子、汽车、通信、工业等多个领域。根据 Kemet 数据，iPhoneX 单部手机对 MLCC 需求量超过 1000 只，而 iPhone 6S 对 MLCC 需求量为 500 只左右；普通燃油车单车 MLCC 需求量约 2500 只，而电动车的代表特斯拉的三款车型单车 MLCC 需求量在 10000 左右，是普通燃油车的 4 倍左右。2018 年全球 MLCC 总需求接近 4T 颗。未来随着 5G 到来，智能终端通信模块复杂度提升，汽车电子化提高，智能终端和汽车用 MLCC 未来两年复合增速预计将达到 23%和 12%，总需求复合增速预计将达 14%。

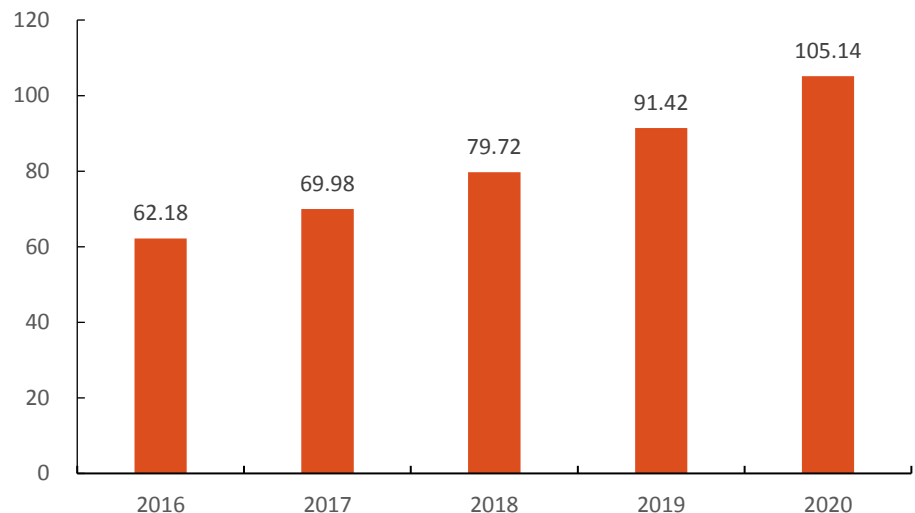
图表 43: 不同应用全球 MLCC 需求预测 (十亿颗)



资料来源: Kemet, 东方财富证券研究所

目前国内厂商可提供 300 层的 MLCC, 而国外企业已可实现 800-1000 层的 MLCC。假设单颗 MLCC 由 400 层单层堆叠而成, 并根据行业经验数据假定单层 MLCC 面积为 5 平方毫米, 生产单层 MLCC 所消耗离型膜的面积与 MLCC 的面积大致相当。据此测算, 2018 年全球 MLCC 用离型膜的面积约 91 亿平方米, 预计到 2020 年将达到 105 亿平方米。按此推测 2020 年电感和天线用离型膜需求约为 35 亿平方米, 整个电子元器件用离型膜需求合计约 140 亿平方米。按照 1.5 元/平方米的平均单价计算, 对应市场规模约 210 亿元。

图表 44: 全球 MLCC 用离型膜需求预测 (亿平方米)



资料来源: 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

光学级离型膜用于 OCA 光学胶和偏光片等显示领域应用, 需要采用光学级 PET 基材, 可以通过在普通 PET 基材上涂覆各种功能性涂层获得。OCA 光学胶, 是一种将光学亚克力胶做成无基材上下两面各贴合一层离型膜而组成的一种光学双面贴合胶带, 上层为轻膜, 约 12 克左右, 下层为重膜, 约 45 克左右。由于 OCA 光学胶直接涂布在离型膜表面, 离型膜做为载体使用, 所以相比 MLCC 用离型膜等换膜用离型膜, OCA 光学胶专用离型膜在洁净度、表面平整度和适

配性要求上都高得多，其加工难度和细节管控也相对要求高。目前，国外生产OCA光学胶的企业集中在美国、日本、韩国，易造成国内供应不足。美国3M公司生产的OCA光学胶被传统显示器厂商占去了产能，日本生产的OCA光学胶，除三菱公司向外供给之外，其它厂商的产能一般只够自己旗下的触摸屏相关企业使用。此种格局下，我国市场易陷入供不应求的状态；最严重的产能缺口发生在2014年，众多国产手机由于拿不到品质合格的OCA光学胶而错失市场先机。近年来，逐渐有一些本土企业进入该市场。至2016年，已有加韵光学、正贤、佳诚、触银、力王、斯迪克、新纶科技、宝力、慧谷富和印等企业投产光学胶带，目前全国OCA光学胶带涂布线数量超20条，但多数企业产能在十几万至几十万平每月。国内企业睿华科技从2014年初就开始致力OCA用离型膜的研发生产，目前已得到国内很多OCA涂布厂商的认可。其PET基膜一般采用乐凯LUCKY的光学级高透原膜，还有部分是按照OCA涂布厂家的特殊要求选用东丽TORAY或者杜邦DUPONT等进口基膜。

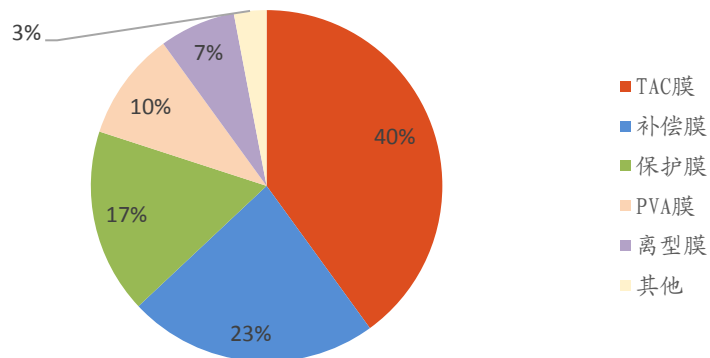
图表 45：OCA 光学胶结构



资料来源：睿华科技官网，东方财富证券研究所

偏光片用于液晶模组中，所有的液晶都有前后两片偏振光片紧贴在液晶玻璃，组成总厚度1mm左右的液晶片。偏光片由TAC膜、补偿膜、保护膜、PVA膜、离型膜等光学膜组成，其中离型膜占其总物料成本约7%。偏光片离型膜对设备环境要求更高，需要百级净化车间，不同的产品涂布材料都不同。

图表 46：偏光片的物料成本结构

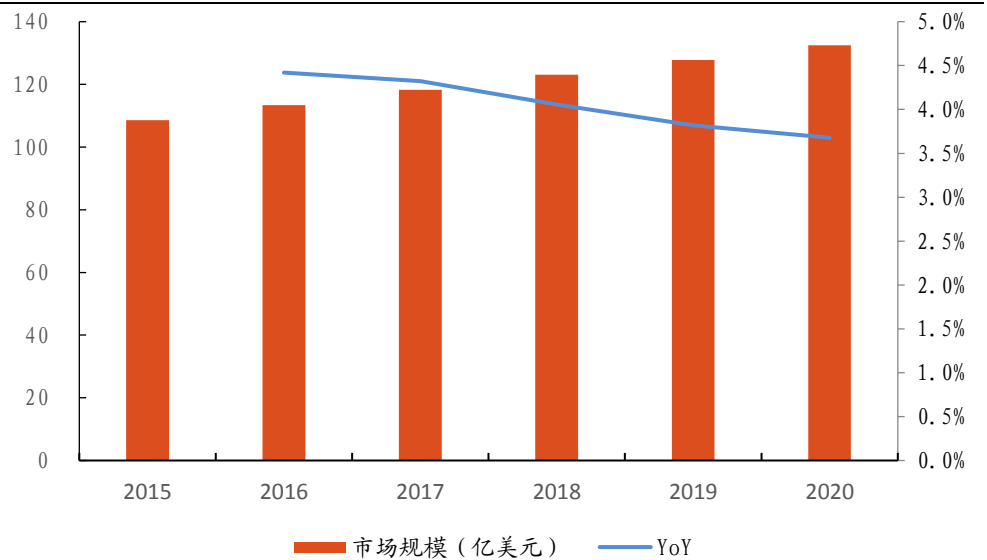


资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

据华经情报网，2017年全球偏光片市场规模为118.3亿美元。基于未来AMOLED对偏光片平均采用量的减少，以及大尺寸LCD对偏光片采用面积的增加，未来全球偏光片整体市场将保持一个相对温和稳定的增长态势，预计2015-2020年期间复合增长率为3.4%，到2020年全球偏光片规模可达到132.5亿美元。我国目前偏光片自给率尚不足20%，未来随着偏光片国产率不断提高，

上游偏光片用离型膜也有望迎来快速发展。

图表 47：全球偏光片市场规模预测



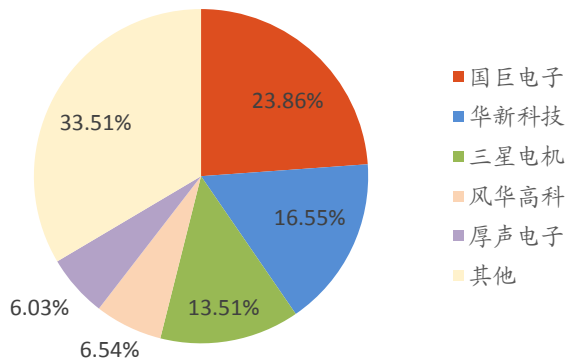
资料来源：华经情报网，东方财富证券研究所

总体来说，目前国内电子元器件生产企业所需的离型膜主要以进口为主，光学级离型膜更是基本被国外企业垄断，主要厂商有百强、杜邦、三井、帝人、贝斯特、BENCH、Growing、Mitsui、Teijin、泰德思等。我国的中高端离型膜本土化生产还处以起步阶段，具有数百亿元的国产替代空间。

### 3.2. 立足原有大客户优势，产能逐步释放

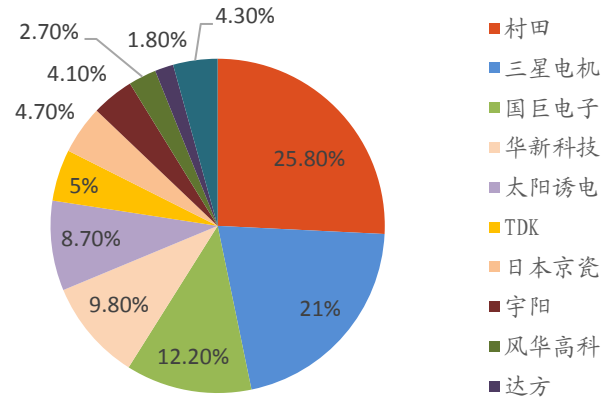
和本土化生产相比，进口转移胶带的生产成本相对较高，且交货期和售后配套服务能力也存在一定的短板效应。转移胶带作为叠层元器件的转移封装过程中耗用量较大的耗材，正常情况下，公司下游客户有较强的意愿通过本土化采购实现成本有效控制。公司离型膜产品 2017 年开始投放市场，2018 年实现相关营收 2207 万元，与年初预计的 1 亿元目标相差较大，主要由于下游 MLCC 产品 2018 年持续缺货、涨价，使得客户更换原材料动力不足。长期来看，转移胶带类产品的国产替代趋势不会改变。全球 MLCC 生产企业如韩国三星、国巨电子、顺络电子、日本村田等长期以来与公司保持良好的合作关系，公司一直为这些全球知名企业提供薄型载带的一站式服务，逐渐赢得了客户的信赖，为公司转移胶带的推出提供了较好的客户基础。

图表 48: 公司 2016 年前五大客户



资料来源: 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 49: 2017 年全球 MLCC 厂商市场份额 (按销量)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

公司“年产 20,000 万平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目(一期)”年产能为 12,000 万平方米,共有五条生产线。目前三条生产线实现正常生产,还有两条生产线在生产测试各种离型膜类新产品。此外,公司以自有资金加快实施项目(二期),厂房已经完工,生产线已经进行了初步选型,将迎合转移胶带市场趋势,具备生产包括 MLCC 用转移胶带及各类新型尚未国产化的转移胶带类产品的能力。去年开始,很多日本和台湾企业也在扩产离型膜,包括台湾南亚集团、日本三井化学、日本东丽公司和日本东洋纺等,都是看到了市场的发展潜力。

图表 50: 日本台湾厂商纷纷扩充 MLCC 用离型膜产能

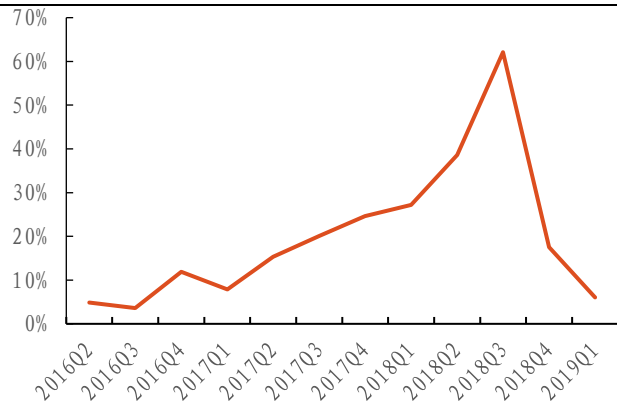
时间	时间
2019 年 2 月	台湾南亚集团表示将投入百亿资金提升产能,首要加码启动应用于被动元件的离型膜第 5、第 6 套产线的树林厂投资,预计 2020 年 6 月完工,届时离型膜总年产规模将扩充 1.7 倍,达 6480 万平方米(含 2019 年 9 月第 4 套投产)。
2018 年 10 月	日媒透露,三井化学东 CELLO 将建一个 MLCC 用离型膜的新工厂,预计将于 2019 年尽快开工建设,在 2025 年公司该产品的产能将翻上一倍。
2018 年初	日本东丽公司也投资了 11 亿日元(约 6700 万人民币)用于增产 MLCC 用离型膜,该项目预定于 9 月在岐阜工厂开始生产。届时,结合三岛工厂,东丽在日本当地的 MLCC 用离型膜的生产能力将提高 3 倍以上。
2018 年初	东洋纺将投资 11 亿日元增产 MLCC 用离型膜

资料来源: 互联网整理, 东方财富证券研究所

选取村田、太阳诱电、TDK、三星电机、Kemet、风华高科、法拉电子、爱华集团、江海股份、国巨电子、华新科、禾伸堂和三环集团等全球主要电容厂商为样本,测算电容行业景气度变化。可看出 2018Q3 开始行业景气度见顶,2019Q1 行业平均营收增速为 6.0%,同比下降 21.2 个百分点,环比下降 11.5 个百分点;平均毛利率 34.3%,同比上升 1.4 个百分点,环比下降 5.7 个百分点。中国台湾地区 MLCC 厂商受到影响较大,预计 MLCC 行业去库存周期至少延续到 2019Q3。公司下游客户稼动率下降对载带业务产生一定负面影响,但有助于推动客户采用公司转移胶带产品。未来随着公司转移胶带产品在主要大客户方面实现量产,该业务规模有望实现快速扩张。

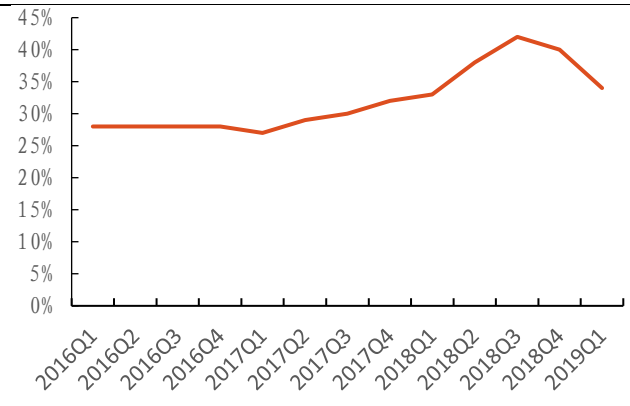


图表 51: 电容板块单季度营收同比增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 52: 电容板块单季度毛利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 关键假设

#### 载带业务:

- 纸质载带业务:** 根据下游电子元器件市场需求, 预测纸质载带 2019-2021 年总销量增速为 15%/20%/10%, 预测分切纸带/打孔纸带/压孔纸带产品结构进一步优化, 19-21 年销量占比分别为 18%/75%/7%, 16%/72%/12%, 10%/70%/20%, 因为原材料波动无法预测, 故假设原材料价格稳定, 按照公司保持毛利率稳定的策略, 假定各类产品定价保持稳定;
- 塑料载带业务:** 随着公司黑色塑料粒子自给率逐步提高, 公司 2019-2021 年营收增速有望达到 30%/70%/50%, 毛利率不断提高, 分别为 18%/20%/24%;
- 离型膜业务:** 公司 18 年离型膜业务营收基数较低, 预计 19 年会有数倍增长, 19-21 年营收增速预计为 200%/100%/80%, 毛利率稳步提升, 分别为 16%/20%/25%;
- 其他业务:** 其他业务营收占比非常小, 故不考虑其影响。

图表 53: 分业务预测 (亿元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>纸质载带</b>								
营收	3.93	4.38	5.56	7.47	9.95	11.87	14.99	17.95
YoY		11.42%	26.91%	34.40%	33.18%	19.27%	26.31%	19.76%
毛利率	33.55%	36.05%	37.26%	40.47%	38.05%	39.10%	39.98%	41.22%
<b>胶带</b>								
营收	1.07	1.23	1.56	1.99	2.26	2.49	2.99	3.73
YoY		14.81%	26.76%	28.10%	13.39%	10%	20%	25%
毛利率	43.97%	46.52%	48.06%	44.41%	40.96%	41%	41%	41%
<b>塑料载带</b>								

营收	0.15	0.21	0.32	0.37	0.56	0.72	1.23	1.84
YoY		47.80%	49.67%	14.79%	50.88%	30%	70%	50%
毛利率	28.31%	23.76%	24.59%	20.34%	15.53%	18%	20%	24%
<b>离型膜</b>								
营收	0	0	0	0.03	0.22	0.66	1.32	2.38
YoY					583.28%	200%	100%	80%
毛利率				0.60%	14.95%	16%	20%	25%
<b>其他</b>								
营收	0.02	0.04	0.05	0.10	0.12	0	0	0
YoY		91.85%	16.11%	84.97%	25.73%			
毛利率	14.30%	14.58%	10.20%					
<b>合计</b>	<b>5.17</b>	<b>5.87</b>	<b>7.49</b>	<b>9.96</b>	<b>13.11</b>	15.74	20.53	25.91
YoY		13.51%	27.63%	33.03%	31.58%	20.07%	30.42%	26.22%
毛利率	35.48%	37.63%	38.77%	40.13%	37.05%	37.46%	37.64%	38.47%

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 54：纸质载带业务预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>打孔纸带</b>								
收入占比	41.09%	46.95%	49.16%	54%	70%	74.66%	68.09%	60.80%
营收（亿元）	1.62	2.06	2.73	4.03	6.97	8.86	10.21	10.92
销量占比	34.37%	42.00%	43.67%	49.86%	67.80%	75%	72%	70%
销量（万卷）	83.15	109.18	139.97	206.92	357.23	454.41	523.49	559.84
单价（元/卷）	194.31	188.38	195.25	195.00	195.00	195	195	195
毛利率	32.62%	32.89%	36.70%	40%	37%	38%	38%	38%
<b>压孔纸带</b>								
收入占比	10.04%	12.86%	13.36%	15%	12%	13.40%	21.82%	33.41%
营收（亿元）	0.39	0.56	0.74	1.12	1.19	1.59	3.27	6.00
销量占比	4.36%	5.38%	6.23%	7.20%	6.04%	7%	12%	20%
销量（万卷）	10.54	13.99	19.98	29.89	31.84	42.41	87.25	159.95
单价（元/卷）	374.45	402.64	371.79	375.00	375.00	375.00	375.00	375.00
毛利率	57.29%	58.49%	48.95%	50%	47%	48%	48%	48%
<b>分切纸带</b>								
收入占比	48.87%	40.19%	37.48%	31.00%	18.00%	11.94%	10.09%	5.79%
营收（亿元）	1.92	1.76	2.08	2.32	1.79	1.42	1.51	1.04
销量占比	61.27%	52.62%	50.10%	42.94%	26.15%	18.00%	16.00%	10.00%
销量（万卷）	148.23	136.78	160.58	178.18	137.79	109.06	116.33	79.98
单价（元/卷）	129.62	128.74	129.78	130.00	130.00	130.00	130.00	130.00
毛利率	29.46%	32.56%	33.84%	36.68%	36.17%	36%	36%	36%
<b>纸带合计营收</b>	<b>3.93</b>	<b>4.38</b>	<b>5.56</b>	<b>7.47</b>	<b>9.95</b>	<b>11.87</b>	<b>14.99</b>	<b>17.95</b>
<b>营收 YoY</b>		<b>11.42%</b>	<b>26.91%</b>	<b>34.40%</b>	<b>33.18%</b>	<b>19.27%</b>	<b>26.31%</b>	<b>19.76%</b>
销量（万卷）	241.92	259.95	320.53	414.99	526.86	605.89	727.06	799.77
销量 YoY		7.45%	23.31%	29.47%	26.96%	15%	20%	10%
单价（元/卷）	162.52	168.53	173.45	180.06	188.88	162.52	168.53	173.45

毛利率	33.55%	36.05%	37.26%	40.47%	38.05%	39.10%	39.98%	41.22%
-----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

## 4.2. 盈利预测

2019 年电子下游需求仍然萎靡，汽车电子、人工智能、5G 等新兴应用需求尚未爆发，预计 2020 年半导体和电子元器件需求迎来复苏。此外，公司塑料载带和离型膜业务有望在 2020 年起迎来重大进展，我们看好 2020 年公司业绩的爆发。根据以上因素，我们下调公司 2019 年营收和归母净利润，上调 2020 年营收和归母净利润。调整后公司 19/20/21 年营业收入增速分别为 20.08%/30.42%/26.21%，对应营业收入分别为 15.74/20.53/25.91 亿元，归母净利润增速分别为 12.56%/39.44%/29.24%，对应归母净利润分别为 3.10/4.32/5.58 亿元，对应的 EPS 分别为 1.20/1.67/2.16 元，对应的 PE 分别为 21/15/12 倍。

图表 55：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1311.10	1574.31	2053.17	2591.33
增长率（%）	31.58	20.08	30.42	26.21
EBITDA（百万元）	350.84	406.51	552.24	696.98
归母净利润（百万元）	275.30	309.89	432.12	558.49
增长率（%）	40.30	12.56	39.44	29.24
EPS（元/股）	1.07	1.20	1.67	2.16
市盈率（P/E）	23.94	21.27	15.25	11.80
市净率（P/B）	4.23	3.71	3.11	2.55
EV/EBITDA	18.45	15.78	11.15	8.33

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 5. 估值和建议

### 绝对估值

我们取 Choice 沪深 300 指数 2017 年至今平均收益率为市场收益  $R_m$ ，十年期国债收益率为无风险利率  $R_f$ 。假设公司保持目前杠杆结构不变，对应加权平均资本成本 WACC 为 7.69%。

图表 56：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设（以 2019-06-24 为基准）

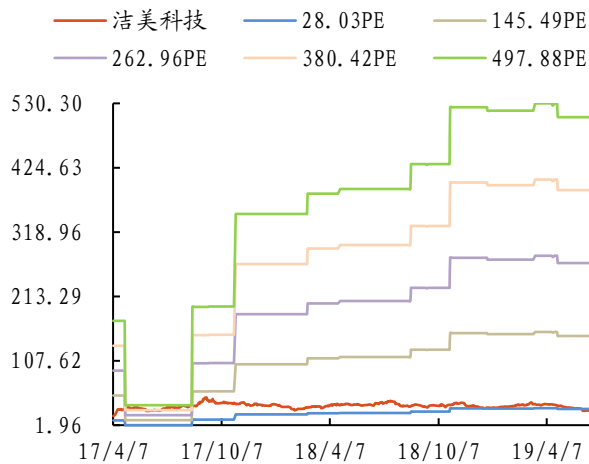
基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	0.74	WACC	7.69%
市场收益率 $R_m$	9.27%	半显性增速	5.00%
无风险利率 $R_f$	3.27%	永续增速	1.00%
风险溢价	6.00%	公司价值	7433.25
实际税率	12.00%	股票价值	7189.65

债务利率	8.00%	每股价值	27.82
------	-------	------	-------

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

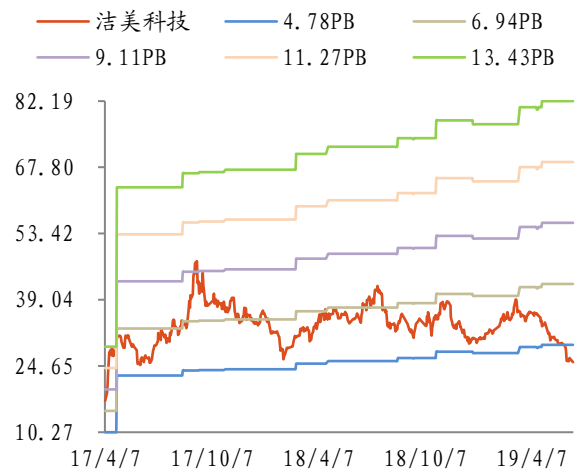
以 WACC 做折现率对公司进行 FCFE 估值, 在已知三年显性期, 假设三年半显性, 三年过渡期后进入永续增长的四段式模型, 公司 EV 约为 74.33 亿元, 对应股本价值为 71.90 亿元, 对应当前股本 2018 年每股价值为 27.82 元。

图表 57: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 58: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

参考行业公司历史估值水平, 并结合目前市场情况以及公司经营情况, 首次覆盖, 维持“增持”评级。

## 6. 风险提示

下游电子元器件需求增长不及预期;  
公司塑料载带和离型膜业务研发进展不及预期。

## 资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1156.40</b>	<b>1444.10</b>	<b>1805.70</b>	<b>2271.27</b>
货币资金	361.28	437.90	747.84	1146.80
应收及预付	444.67	706.31	668.92	711.82
存货	326.12	275.57	364.61	388.32
其他流动资产	24.32	24.32	24.32	24.32
<b>非流动资产</b>	<b>957.89</b>	<b>977.04</b>	<b>1104.60</b>	<b>1252.56</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	713.04	759.63	818.51	897.95
在建工程	130.44	90.44	140.44	190.44
无形资产	103.69	106.24	113.92	121.44
其他长期资产	10.72	20.72	31.72	42.72
<b>资产总计</b>	<b>2114.29</b>	<b>2421.14</b>	<b>2910.30</b>	<b>3523.83</b>
<b>流动负债</b>	<b>367.81</b>	<b>435.24</b>	<b>532.75</b>	<b>628.25</b>
短期借款	144.03	144.03	144.03	144.03
应付及预收	222.89	290.31	387.82	483.33
其他流动负债	0.90	0.90	0.90	0.90
<b>非流动负债</b>	<b>190.16</b>	<b>210.16</b>	<b>260.16</b>	<b>310.16</b>
长期借款	98.67	118.67	168.67	218.67
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	91.49	91.49	91.49	91.49
<b>负债合计</b>	<b>557.97</b>	<b>645.40</b>	<b>792.91</b>	<b>938.41</b>
实收资本	258.47	258.47	258.47	258.47
资本公积	690.12	690.12	690.12	690.12
留存收益	652.64	872.06	1213.71	1681.74
归属母公司股东权益	1556.32	1775.74	2117.39	2585.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>2114.29</b>	<b>2421.14</b>	<b>2910.30</b>	<b>3523.83</b>

## 利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1311.10</b>	<b>1574.31</b>	<b>2053.17</b>	<b>2591.33</b>
营业成本	825.28	984.57	1280.36	1594.45
税金及附加	7.54	9.76	13.35	16.84
销售费用	51.72	62.97	82.13	103.65
管理费用	65.05	78.72	102.66	129.57
研发费用	63.77	77.14	100.61	129.57
财务费用	-20.30	-1.22	-2.24	-10.71
资产减值损失	2.63	21.72	-4.23	3.72
公允价值变动收益	0.88	11.50	10.00	10.00
投资净收益	0.89	1.00	1.00	1.00
资产处置收益	-0.11	0.00	0.00	0.00
其他收益	6.19	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>323.27</b>	<b>353.14</b>	<b>491.54</b>	<b>635.24</b>
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.16	1.00	0.50	0.60
<b>利润总额</b>	<b>322.12</b>	<b>352.14</b>	<b>491.04</b>	<b>634.64</b>
所得税	46.82	42.26	58.92	76.16
<b>净利润</b>	<b>275.30</b>	<b>309.89</b>	<b>432.12</b>	<b>558.49</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>275.30</b>	<b>309.89</b>	<b>432.12</b>	<b>558.49</b>
EBITDA	350.84	406.51	552.24	696.98

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>168.35</b>	<b>221.73</b>	<b>544.00</b>	<b>665.49</b>
净利润	275.30	309.89	432.12	558.49
折旧摊销	49.02	55.58	63.44	73.04
营运资金变动	-175.02	-165.38	50.08	25.18
其它	19.05	21.65	-1.64	8.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>-198.48</b>	<b>-63.23</b>	<b>-180.50</b>	<b>-210.60</b>
资本支出	-209.36	-65.73	-180.50	-210.60
投资变动	10.89	2.50	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>156.13</b>	<b>-81.89</b>	<b>-53.55</b>	<b>-55.93</b>
银行借款	262.87	20.00	50.00	50.00
债券融资	79.16	0.00	0.00	0.00
股权融资	46.56	0.00	0.00	0.00
其他	-232.47	-101.89	-103.55	-105.93
<b>现金净增加额</b>	<b>126.00</b>	<b>76.62</b>	<b>309.94</b>	<b>398.96</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>230.10</b>	<b>361.28</b>	<b>437.90</b>	<b>747.84</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>360.22</b>	<b>437.90</b>	<b>747.84</b>	<b>1146.80</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	31.58	20.08	30.42	26.21
营业利润增长	45.73	9.24	39.19	29.24
归属母公司净利润增长	40.30	12.56	39.44	29.24
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	37.05	37.46	37.64	38.47
净利率	21.00	19.68	21.05	21.55
ROE	17.69	17.45	20.41	21.60
ROIC	16.21	14.25	16.21	17.36
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	26.39	26.66	27.25	26.63
净负债比率	-0.08	-0.10	-0.21	-0.30
流动比率	3.14	3.32	3.39	3.62
速动比率	2.26	2.68	2.70	3.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.71	0.69	0.77	0.81
应收账款周转率	3.14	2.77	3.16	4.00
存货周转率	3.66	3.27	4.00	4.24
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.07	1.20	1.67	2.16
每股经营现金流	0.65	0.86	2.10	2.57
每股净资产	6.02	6.87	8.19	10.00
<b>估值比率</b>				
P/E	23.94	21.27	15.25	11.80
P/B	4.23	3.71	3.11	2.55
EV/EBITDA	18.45	15.78	11.15	8.33

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。