

纸质载带龙头，纵横一体化打开新空间

买入（首次）

2021年01月30日

证券分析师 王平阳

执业证号：S0600519060001

021-60199775

wangpingyang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	949	1,398	1,854	2,314
同比（%）	-27.7%	47.4%	32.6%	24.8%
归母净利润（百万元）	118	288	405	501
同比（%）	-57.2%	144.0%	40.9%	23.6%
每股收益（元/股）	0.29	0.70	0.99	1.22
P/E（倍）	101.09	41.44	29.41	23.79

投资要点

- 元器件包装耗材龙头，纵横一体化护城河铸就高利润率：**洁美科技是被动元器件包装材料纸质载带龙头，横向协同发展塑料载带和离型膜业务，在过去几年间业绩保持高速稳定增长，营收从2012年3.3亿元增长至2018年13.1亿元，CARG达25.9%；净利润从2012年的0.31亿元增长至2018年的2.75亿元，CARG达43.9%。公司毛利率长期保持在35%-40%的水平，净利率从2012年的9.5%提升到2018年的21%。纵横一体化发展奠定了公司元器件包装耗材龙头地位，深厚的护城河将保证公司高盈利水准，2019年因下游去库存有所下滑，但短期波动不改长期发展趋势。2020年前三季度，公司营收和归母净利润分别为9.97亿和2.12亿元，同比增长52.12%和120.95%，重回稳定增长；毛利率和净利率分别升至40.82%、21.21%，创历史新高。
- 纸质载带绝对领导者，产品客户结构持续优化：**公司是纸质载带利基市场龙头，市场占有率超过60%，公司从原纸制造到后端分切/打孔/压孔纵向打通全产业链环节，并横向发展生产配套胶带、塑料载带等。5G/车载/IOT等行业发展推动被动元器件需求持续增加，下游被动元器件厂产能有序扩张，带动纸质载带需求稳定增长。目前，公司三条造纸机现有产能供不应求，2020四季度新增一条造纸机扩充产能，并规划于2022年继续新增一条造纸机扩充产能。此外，元器件小型化趋势带动高端压孔纸带用量提升，且公司在日韩高端客户份额拓展顺利，产品和客户结构的优化带动纸带均价和附加值持续提升。
- 新产品有望复制纸质载带发展路径，打开全新增长空间：**在纸质载带稳定发展的基础上，公司业务横向拓展顺利：1、塑料载带主要用于包装体积较大的元器件，目前公司原材料自研进展顺利，部分客户已经开始切换使用自产黑色PC粒子的产品，产品出货量和毛利率快速提升。2、离型膜下游应用广泛，仅MLCC和偏光片应用市场就超过百亿元。公司目前已有5条国产离型膜产线，两条宽幅韩国产线，2021年上半年将新增一条宽幅日本产线，产能准备充足。此外公司发行可转债建设离型膜原材料项目，有望复制纸带纵向一体化路径，推动业绩接力增长。
- 盈利预测与投资评级：**公司纸质载带龙头地位稳固，高水平的盈利能力奠定了成长基石，并在此基础上横向拓展塑料载带、离型膜业务，业绩接力增长未来可期。我们预计公司2020-2022年实现营业收入14.0/18.5/23.1亿元，归母净利润分别为2.9/4.1/5.0亿元，对应PE分别为41.4/29.4/23.8倍，目标价38.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**产能建设不及预期；下游需求不及预期；汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.99
一年最低/最高价	21.34/32.98
市净率(倍)	6.81
流通 A 股市值(百万元)	11073.20

基础数据

每股净资产(元)	4.26
资产负债率(%)	31.86
总股本(百万股)	411.33
流通 A 股(百万股)	402.91

相关研究

内容目录

1. 纵横一体化发展的元器件包装及生产耗材领导者	5
1.1. 公司简介：元器件耗材行业领导者	5
1.2. 纵横一体化护城河铸就高盈利能力	5
2. 纸质载带利基市场王者，纵横一体化铸造高护城河	9
2.1. 电子化率提升带动被动元器件厂产能持续扩张	10
2.2. 纸质载带属于利基市场，电子专用原纸是核心环节	13
2.3. 洁美优势突出：纵横一体化铸造高护城河	15
2.4. 产品及客户结构优化带动盈利水平提升	17
3. 新产品有望复制纸质载带发展路径，打开全新增长空间	19
3.1. 塑料载带：元件包装一站式供应商，自产原材料切换顺利	19
3.2. 离型膜打开百亿新空间，原膜自研有望再造一个洁美	20
3.2.1. 离型膜市场空间超百亿，国产替代任重道远	20
3.2.2. 原膜自研助力洁美离型膜业绩接力增长	22
4. 盈利预测与估值	24
4.1. 核心假设与盈利预测	24
4.2. 估值比较与投资建议	25
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 公司股权结构 (截止 2020 年三季报)	5
图 2: 公司主要产品	5
图 3: MLCC 销售环节复杂	6
图 4: 国巨 2018 年底存货同比翻倍增长	6
图 5: 2012-2020 年前三季度公司营收及净利润	7
图 6: 2012-2020 前三季度毛利率、净利率、ROE	7
图 7: 2012-2019 年公司各项业务收入 (百万元)	7
图 8: 2020 年上半年公司分业务营收占比	7
图 9: 公司境内外收入 (百万元) 及占比	8
图 10: 公司客户涵盖海内外知名元器件厂商	8
图 11: 薄型载带应用环节	9
图 12: 薄型载带示意图	9
图 13: 薄型载带应用于各类元器件的包装	9
图 14: 2018 年电容产值占被动元器件的 60% 以上	10
图 15: 电容 (红圈)、电阻 (黄圈)、电感 (绿圈)	10
图 16: 各类电容器	10
图 17: MLCC 用纸质载带封装	10
图 18: 高端智能手机被动元件使用量 (单位: 颗) 增加	11
图 19: iPhone 中 MLCC 使用数量 (单位: 颗) 提升	11
图 20: 各类车型 MLCC 用量	11
图 21: ADAS 系统配备各类传感器	11
图 22: 手机、汽车、IOT 等推动 MLCC 行业需求	12
图 23: 全球 MLCC 行业需求测算 (单位: 亿颗/年)	12
图 24: 2019 年主要 MLCC 厂商市占率及概况	12
图 25: 纸质载带产业链	14
图 26: 纸质载带产品图	14
图 27: 纸质载带市场空间在 25-30 亿元	15
图 28: 大型造纸厂营收规模皆在百亿以上	15
图 29: 2016 年纸质载带生产成本结构	15
图 30: 2016 年纸质载带主要原材料占比	15
图 31: 纸质载带及胶带营收 (百万元) 逐年攀升	16
图 32: 纸质载带和胶带毛利率保持高水平	16
图 33: 元器件向小型化发展	17
图 34: 分切纸带、打孔纸带、压孔纸带	17
图 35: 分切纸带、打孔纸带、压孔纸带毛利率	18
图 36: 分切/打孔/压孔纸带销售占比持续优化	18
图 37: 塑料载带示意图	19
图 38: 塑料载带用于包装体积较大的元器件	19
图 39: 离型膜产品形态	20
图 40: 离型膜生产过程	20
图 41: 离型膜是 MLCC 生产过程中的高消耗品	21
图 42: MLCC 离型膜市场空间超百亿元	21

图 43: 偏光片结构示意图	21
图 44: 偏光片生产中道工序: 将压敏胶涂布在离型膜上	21
图 45: 公司盈利预测 (百万元)	24
图 46: 可比公司估值	25
表 1: 各大被动元器件厂 MLCC 月度产能 (年末产能) 及扩产预测不完全统计	13
表 2: 纸质载带市场空间测算	14
表 3: 公司纸质载带产能有序扩张	17
表 4: 洁美科技离型膜项目有序推进	22

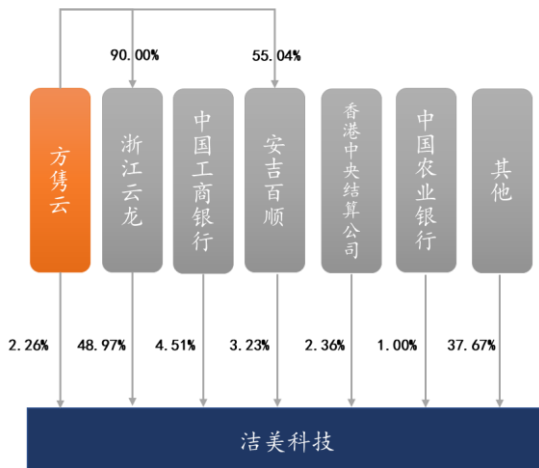
1. 纵横一体化发展的元器件包装及生产耗材领导者

1.1. 公司简介：元器件耗材行业领导者

浙江洁美电子科技股份有限公司创建于 2001 年，2017 年在深交所中小板上市。公司主要产品主要包括纸质载带及配套胶带、塑料载带、离型膜等，主要应用在片式电子元器件和集成电路等电子信息领域。其中纸质载带主要用于被动元器件（电容、电阻、电感等）的存储、运输、封装生产环节；塑料载带主要用于主动元器件（IC、LED 等）的存储、运输、封装生产环节；离型膜主要用于 MLCC 生产过程中，也可以用于其他领域如光学材料用转移胶带、动力电池用转移胶带等。

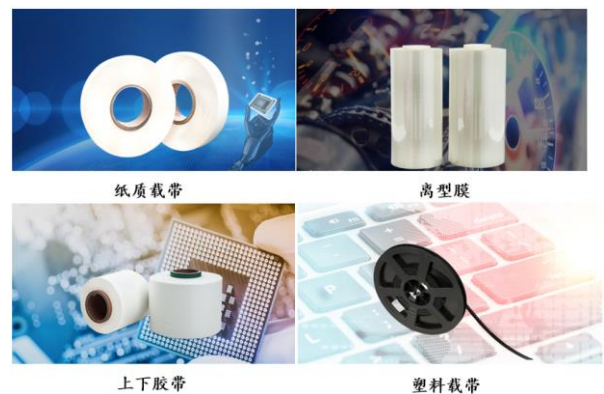
公司控股股东为浙江云龙股权管理有限公司，持有公司 48.97% 的股权，安吉百顺持有公司 3.23% 的股权，实际控制人为方隽云先生，直接持股比例为 2.26%，并通过浙江云龙和安吉百顺投资公司合计持有公司 48.11% 的股权。

图 1：公司股权结构（截止 2020 年三季报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

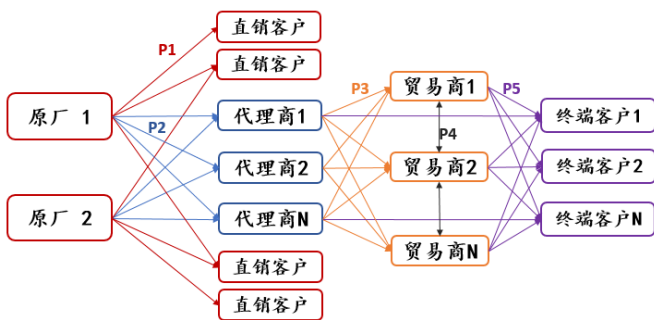
1.2. 纵横一体化护城河铸就高盈利能力

公司作为纸质载带龙头，以传统业务纸质载带为轴，协同塑料载带和离型膜板块发展，在过去几年间业绩保持高速稳定增长，营收规模从 2012 年的 3.30 亿元增长至 2018 年的 13.11 亿元，复合增速达到 25.85%。净利润规模从 2012 年的 0.31 亿元增长至 2018 年的 2.75 亿元，复合增速达到 43.88%。2019 年受到下游 MLCC 行业景气度异常波动影响以及股权激励费用计提和研发费用提升，营收和归母净利润分别为 9.49 亿和 1.18 亿元，同比下滑 27.65% 和 57.16%。2020 年，受益于远程办公、在线教育、医疗电子产品的需求增加及 5G 技术应用的加速落地带动了电子信息行业景气度持续走强，且由于前期产业链下游去库存过度，公司订单量充足，产销两旺，前三季度营收和归母净利润分别为 9.97 亿和 2.12 亿元，同比增长 52.12% 和 120.95%。

盈利能力方面,公司表现十分出色。2012-2018 年间,公司毛利率一直保持在 35%-40% 之间的高水平, 净利率则是逐年上扬,从 2012 年的 9.47% 提升到 2018 年的 21%。

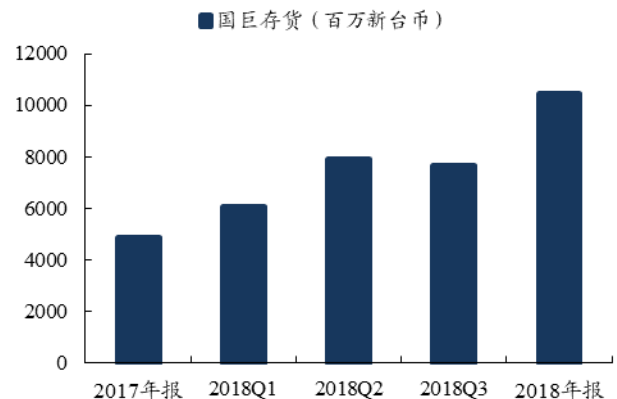
尽管 2019 年受下游 MLCC 厂商去库存以及期间费用的影响,公司毛利率和净利率分别下滑到 32.67% 和 12.44%,但仍处于较高水准。2016 年起到 2018 年四季度,MLCC 行业由于人为炒作,经历了一波超常规的景气周期。回顾此番 MLCC 涨价缺货潮发展路径:村田、太阳诱电等一线日本企业宣布将产能转向高容值、小型化及车规产品,计划缩减并退出部分常规型产能(0603\0805\1206 等中低容大尺寸),国巨、华新科技等二线台湾企业技术和产能的限制短时内无力承接日系退出产能为由,多次调涨原厂出厂价格,带动行业其他厂商涨价,随后贸易商亦开始大量囤货炒作,MLCC 疯狂的“缺货”涨价潮持续了两年多。但价格泡沫在 2018 年底开始破裂,市场各环节囤积的库存高企(特别是个别原厂及代理商/贸易商),行业又开始进入大规模的降价去库存阶段。下游被动元器件厂为了消化库存,2019 年以来开工率一直保持在低位,这也导致了洁美科技从 2018 年 12 月开始至 2019 年上半年的开工率大幅下滑,2019 年 Q1 营业收入和净利润出现了多年来首次同比下滑。

图 3: MLCC 销售环节复杂



数据来源: 东吴证券研究所

图 4: 国巨 2018 年底存货同比翻倍增长

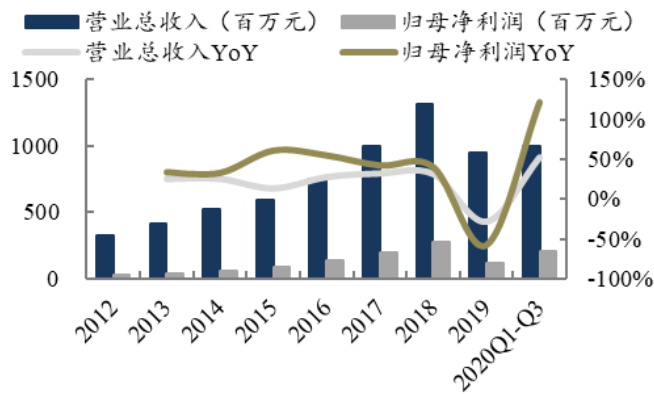


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

但是,我们认为 MLCC 这两年暴涨暴跌周期并非常态,而是几十年一遇的人为炒作,剧烈的波动对产业链上下游业态都造成了一定伤害,行业终将恢复到更加理性的状态。所以,下游客户经历了将近一年的去库存后, 2020 年前三季度,由于下游客户补充库存的意愿强烈,公司的毛利率和净利率分别升至 40.82%、21.21%,创历史新高。

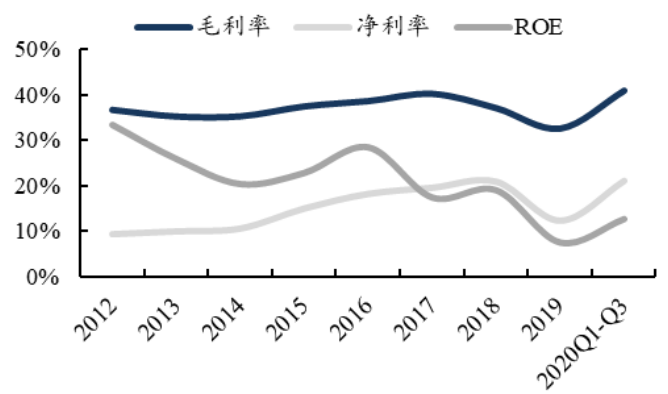
上市之前公司 ROE 一直保持在 20%-30% 的高水平,2017 年公司上市之后资本结构更加健康稳定,资产负债率下降,故 ROE 有所下降,2017 年 ROE 为 14.6%,2018 年则提升至 17.7%。尽管 2019 年 ROE 下降到 7.4%,但 2020 年前三季度已回升至 12.1%。

图 5: 2012-2020 年前三季度公司营收及净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

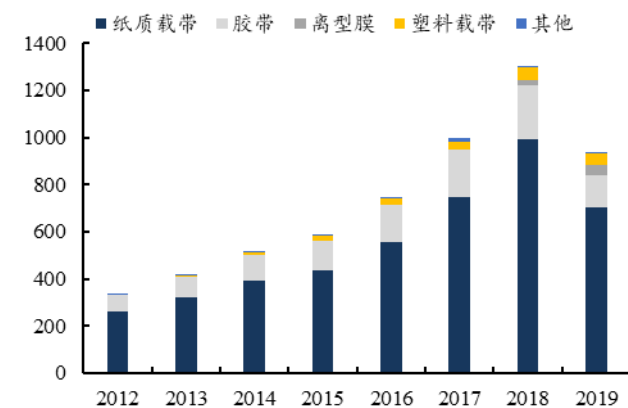
图 6: 2012-2020 前三季度毛利率、净利率、ROE



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

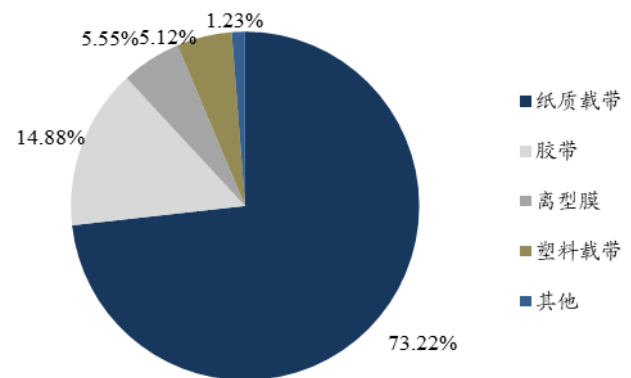
分业务来看, 纸质载带业务在过去公司的主营业务当中占比超过 70%, 作为配套使用的胶带业务占比则在 20%左右,二者合计营收占比在 90%以上, 成为公司成立以来最主要的收入贡献来源。新产品塑料载带和离型膜的营收占比相对较小。塑料载带起步较早, 从 2013 年开始贡献收入以来营收占比一直在 5%-6%的水平, 离型膜自 2018 年起开始贡献收入, 占比约在 2%。随着新产品的有序放量, 2020 年上半年, 塑料载带营收占比提升至 5.12%, 离型膜则提升至 5.55%。

图 7: 2012-2019 年公司各项业务收入 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

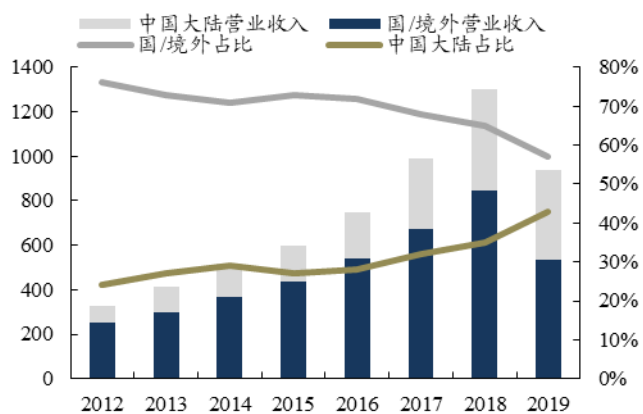
图 8: 2020 年上半年公司分业务营收占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分地区来看, 被动元器件一线厂商主要集中日韩台等国家/地区, 故公司 2019 年境外营业收入占比 57%左右。经过多年的积累, 公司下游客户覆盖日本村田、韩国三星、台湾国巨、风华高科、太阳诱电、华新科技等全球排名前列的电子元器件企业。

图 9: 公司境内外收入 (百万元) 及占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 公司客户涵盖海内外知名元器件厂商



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 纸质载带利基市场王者，纵横一体化铸造高护城河

薄型载带是应用于电子封装领域的带状产品。它具有特定的厚度，载带上等距分布着用于承放电子元器件的孔穴和用于进行索引定位的定位孔。生产中将电阻、电容、晶体管等元器件承载收纳在载带的孔穴中，并附上配合胶带或盖带形成闭合式的包装，保护电子元件在运输途中不受污染和损坏。在贴装时，胶带或盖带被剥离，自动贴装设备通过载带索引孔的精确定位，将孔穴中的元器件依次取出，并贴放安装在 PCB 上，以实现片式电子元器件全自动、高效率、低成本安装。

图 11: 薄型载带应用环节

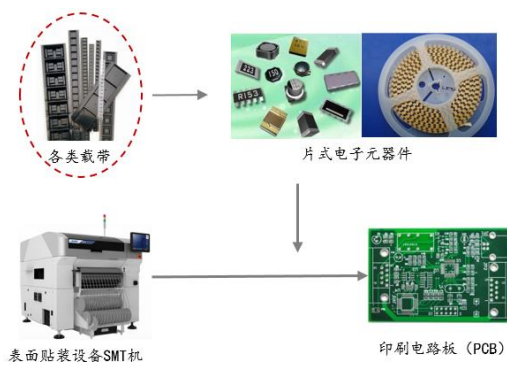
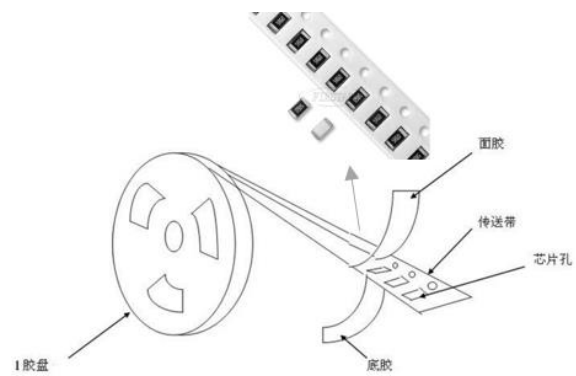


图 12: 薄型载带示意图

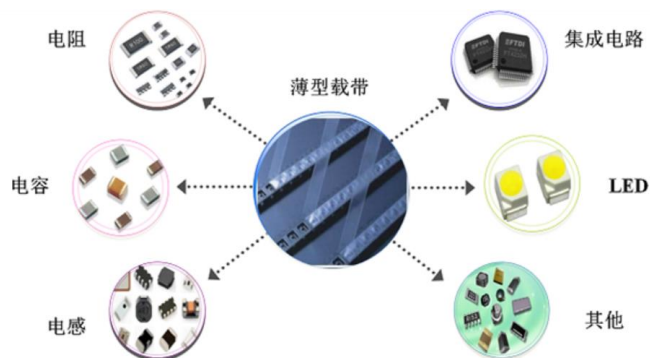


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

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、回收处理方便等特点，用于厚度不超过 1mm 的电子元器件的封装，如贴片陶瓷电容、片式电阻、片式电感等被动元器件；当电子元器件的厚度超过 1mm 时，一般采用塑料载带进行封装，如集成电路、LED 等主动元器件。

图 13: 薄型载带应用于各类元器件的包装

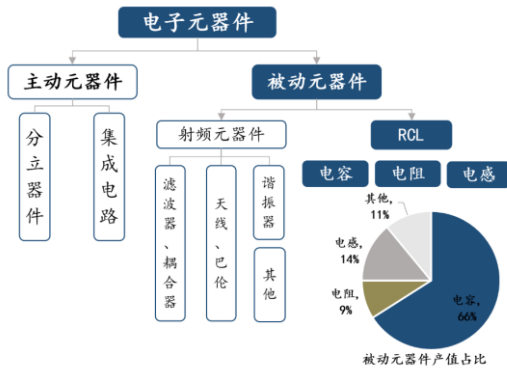


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.1. 电子化率提升带动被动元器件厂产能持续扩张

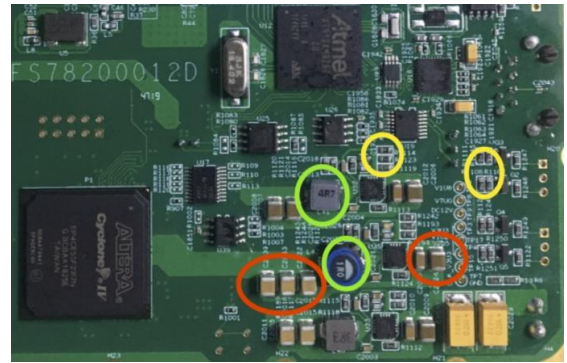
纸质载带的下游主要是片式被动元件。几乎所有电子产品都需要用到被动元器件，被动元件主要分为 RCL（电阻、电容、电感）以及射频元器件，RCL 约占被动元件总产值的近 90%。电容的功能是旁路，去藕，滤波和储能，产值占比达 66%；电阻的作用是分压、分流，滤波和阻抗匹配，产值占比约 9%；电感的作用是滤波，稳流和抗电磁干扰，产值占比约 14%。

图 14: 2018 年电容产值占被动元器件的 60% 以上



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

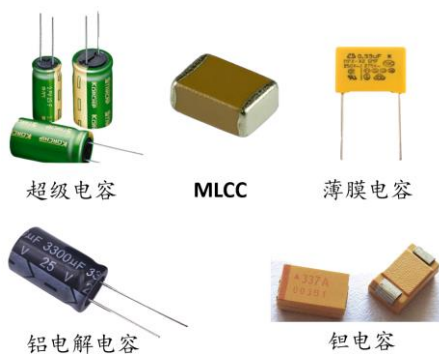
图 15: 电容（红圈）、电阻（黄圈）、电感（绿圈）



数据来源：电子工程专辑，东吴证券研究所

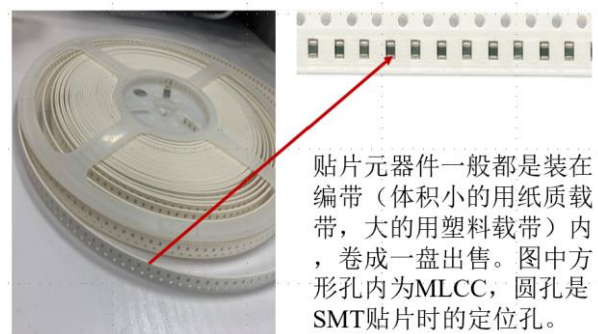
电容器主要包括陶瓷电容、铝电解、钽电解、薄膜电容等。其中陶瓷电容体积更小、电压范围大，且价格相对便宜，因此小型化趋势下对小体积陶瓷电容需求巨大，在整个电容器领域中占比达到 50% 左右。在陶瓷电容器中，MLCC（Multi-layer Ceramic Capacitors，片式多层陶瓷电容器）不仅等效电阻低、耐高压/高温、寿命长、体积小、电容量范围宽，下游应用较为广泛，其市场规模约占整个陶瓷电容器的 93%。MLCC 由于体积小，基本采用纸质载带包装，因此 MLCC 的景气度对纸质载带的需求有着至关重要的影响。

图 16: 各类电容器



数据来源：百度百科，东吴证券研究所

图 17: MLCC 用纸质载带封装



数据来源：东吴证券研究所绘制

被动元器件作为电子产品不可或缺的组成部分，无论是 MLCC，还是电阻、电感，随着电子化率的提升，其需求是真实稳定成长的。

智能手机领域：以 iPhone 中使用到的 MLCC 电容器为例，随着智能手机处理能力

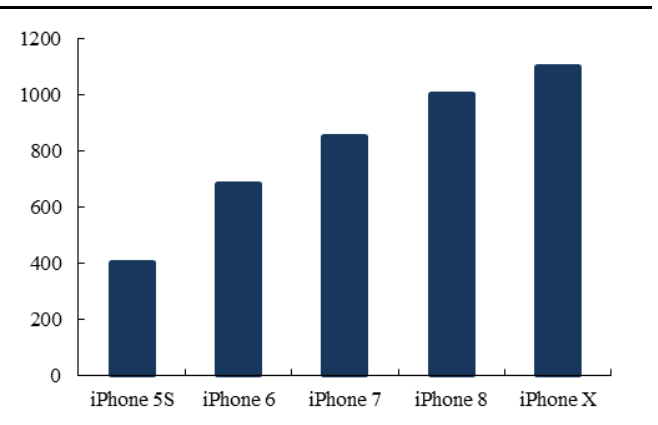
持续提高，性能增强，iPhone 5S 单台 MLCC 使用量为 400 颗，到了 iPhone X 则提升到 1100 颗，几乎每一代新机的 MLCC 用量都会提高 15%-20%。此外，随着 5G 手机渗透提升，手机的频段增加，新增的射频前端模块都需要使用大量的电容、电感和电阻元件，单台手机的被动元件用量有望大幅提升。

图 18: 高端智能手机被动元件使用量 (单位: 颗) 增加

	功能机	低端机	中端机	高端机
MLCC	100-200	200-400	300-500	400-800
Ultra-Compact MLCC	-	100-200	200-400	300-600
SAW Device	2-3	4-6	6-10	20+
RF Inductor	10	20	30	60-80

数据来源: Murata, 东吴证券研究所

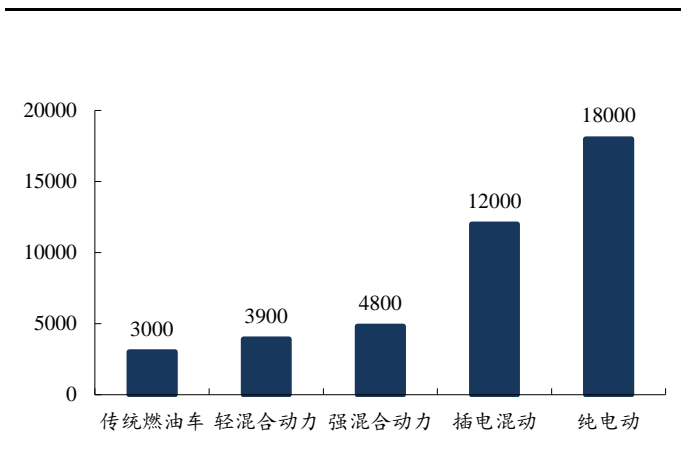
图 19: iPhone 中 MLCC 使用数量 (单位: 颗) 提升



数据来源: Murata, 东吴证券研究所

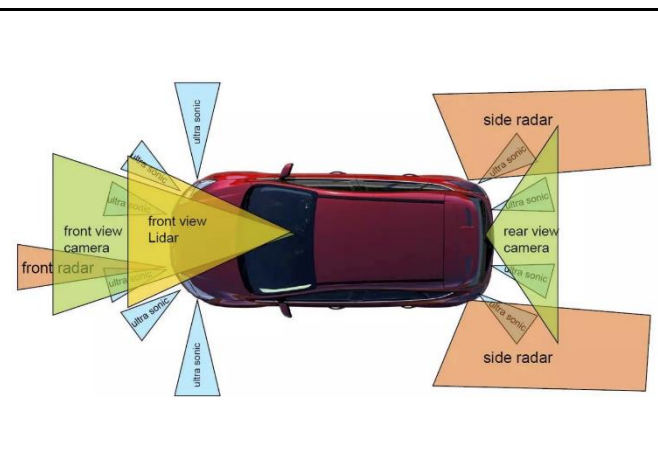
汽车领域对被动元器件需求的推动主要来自新能源汽车渗透率提高和汽车电子化率提高两个方面。随相对于传统燃油汽车，混合动力汽车增加了混合动力/插电混动、微混合动力、智能节油等控制模块，大幅提高了高容 MLCC 的需求，而纯电动汽车所需 MLCC 数量则更多。根据 Paumanok 数据，传统燃油车单车 MLCC 用量在 3000 颗左右，纯电动车的单车用量达到 18000 颗。同时叠加 ADAS 等驱动汽车电子化的提升，汽车多功能模块对被动元器件需求拉动也十分强劲。

图 20: 各类车型 MLCC 用量



数据来源: Paumanok, 东吴证券研究所

图 21: ADAS 系统配备各类传感器



数据来源: Murata, 东吴证券研究所

此外，物联网领域终端、VR/AR、智能穿戴为代表的智能终端都将高速发展，有望接力智能手机成为下一代智能硬件的爆发领域。Gartner 数据显示，2016 年全球物联网终端设备共 64 亿部，而到 2020 年物联网终端设备将达到 208 亿部，年均复合增长率高达 34.26%。各类智能硬件的增长还将为被动元器件需求创造新的增长空间。

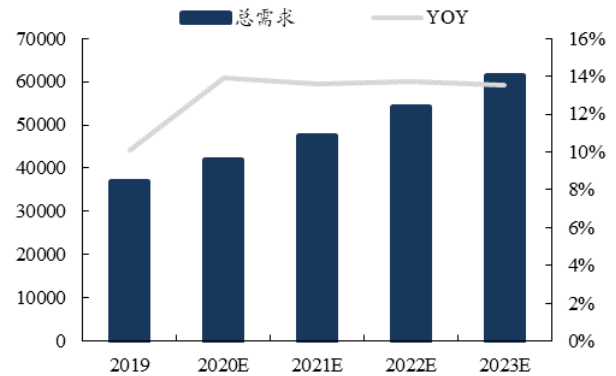
根据我们测算，2019-2023 年，全球 MLCC 总需求量将达到 3.8/4.2/4.8/5.4/6.1 万亿颗，CAGR 为 13.7%，行业增长动能强劲。

图 22: 手机、汽车、IOT 等推动 MLCC 行业需求



数据来源：百度图片，东吴证券研究所

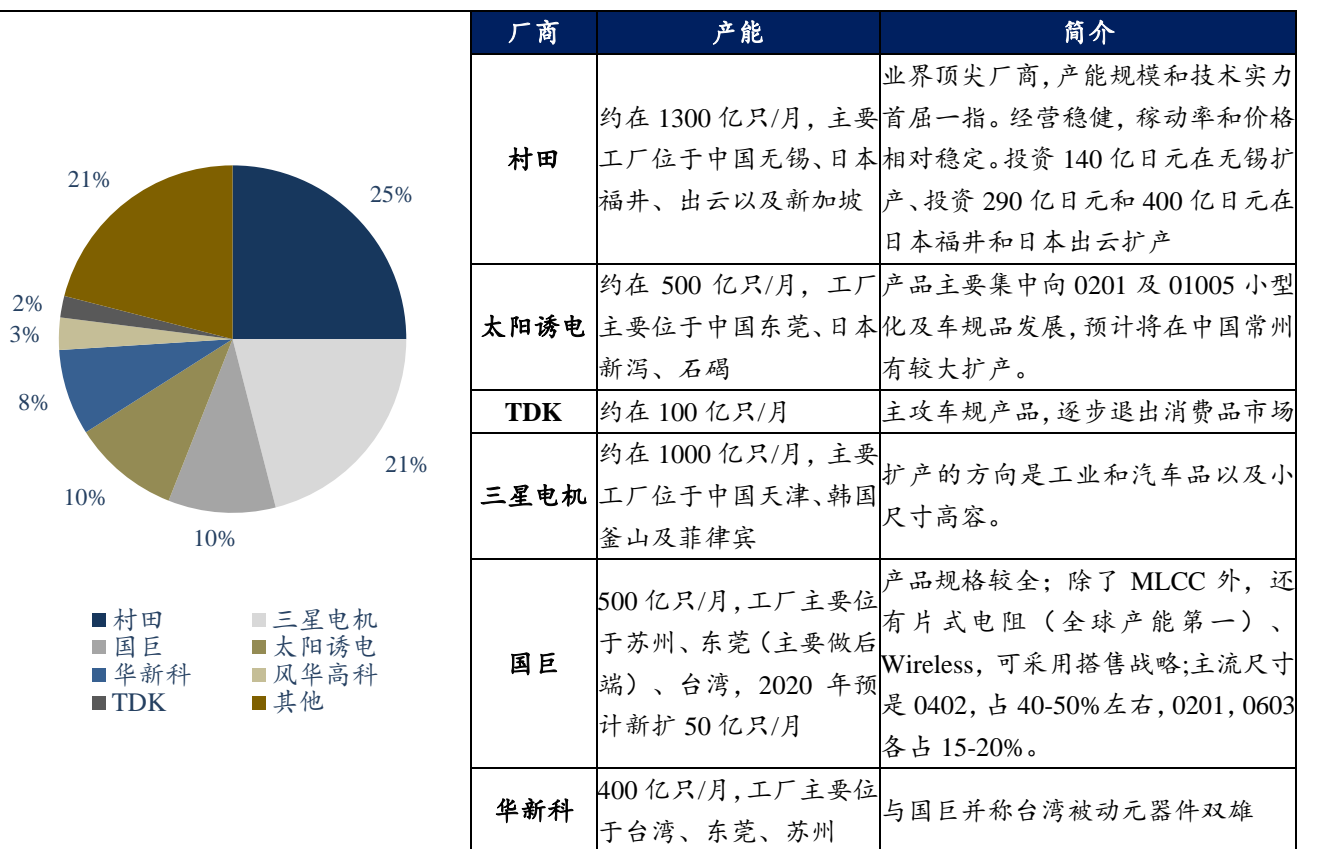
图 23: 全球 MLCC 行业需求测算 (单位: 亿颗/年)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

MLCC 行业格局相对集中，技术和产能分布存在较为明显的地域性特征。日系厂商主要生产小尺寸、高电容值的产品，技术含量很高，同样尺寸的产品，日系电容值要高出很多；大陆厂商主要生产中大尺寸、低电容值的产品，技术含量相对较低；台系厂商位于二者之间。

图 24: 2019 年主要 MLCC 厂商市占率及概况



数据来源：Paumanok，东吴证券研究所

在各领域电子化率提升的推动下，各大被动元器件厂商纷纷开启扩产规划。中国是全球最大的消费电子产品生产国、出口国和消费国，2018年中国手机、计算机和彩电产量占到全球总产量的90%、90%和70%以上，均稳居全球首位。海康、大华、华为、小米、OPPO、VIVO、格力、美的、海信等安防、消费电子、家电企业皆为各个领域的全球头部企业。MLCC作为最基础的元器件，考虑到供应链安全及便利，国产替代的强烈需求也成为倒逼国内企业发展的强劲动力，以风华高科、三环集团为代表的大陆企业皆公布了大幅扩产计划。

表 1: 各大被动元器件厂 MLCC 月度产能（年末产能）及扩产预测不完全统计

亿只/月	2019	2020	2021	2022	2023	备注
国巨	550	600	600	600	800	台湾大发 3 厂预计 22 年底竣工，23 年陆续释放
华新科	450	500	550	600	600	购买高雄加工区 A15 部分厂区扩产 MLCC
三星电机	800	800	960	1152	1382	天津厂区扩产车载 MLCC
风华高科	130	186	236	636	636	2020Q4 新增技改 56 亿只，2021 H1 新增祥和工业园一期 50 亿只，2022 年新增祥和工业园 400 亿只
基美电子	200	200	200	200	200	已被台湾国巨收购
村田	1100	1300	1500	1600	1800	无锡第二工厂厂房 2020Q4 竣工。
太阳诱电	600	630	800	930	1100	常州新厂预计 300+ 产能，21 年陆续释放
三环集团	40	90	200	300	300	定增募资 25 亿扩产 MLCC
广东微容	80	150	200	300	400	
宇阳科技	80	100	150	150	500	计划扩产 5000 亿只/年，规划 2022 年厂房竣工

数据来源：各公司公告及官网，东吴证券研究所

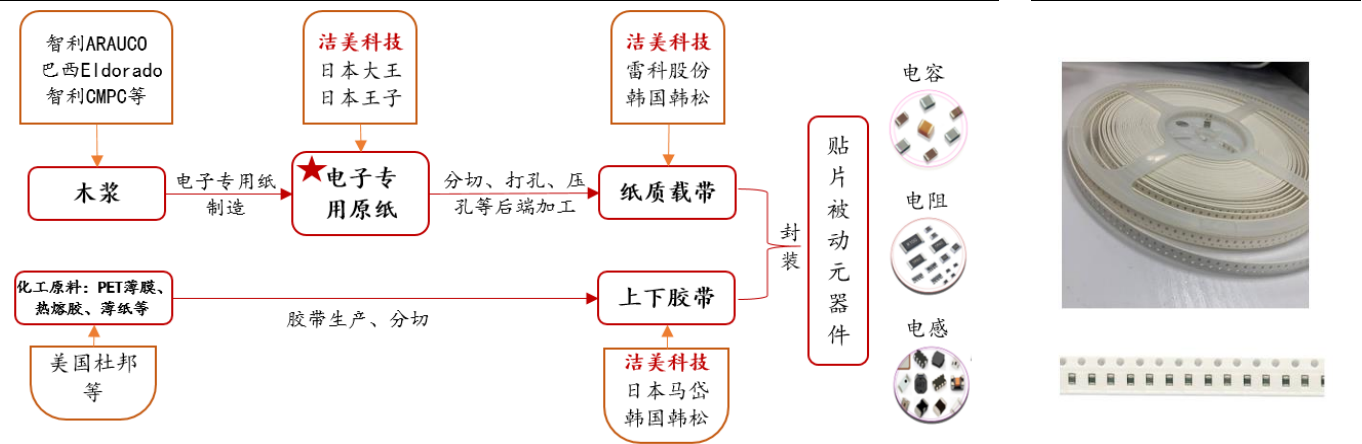
2.2. 纸质载带属于利基市场，电子专用原纸是核心环节

利基市场是指高度专门化的需求市场，由于市场空间有限，这类市场往往被已有市场绝对优势的企业所忽略，并且在此市场尚未完善供应服务。为了满足特定的市场需求，经由专业化的经营者针对细分后的产品进入这个小型市场且具有盈利的基础。**我们认为用于包装被动元件的纸质载带行业正处于这样一个利基市场。**

具体来看，体积较小的被动元件的封装主要由两部分构成，即纸质载带和配合使用的上下胶带。纸质载带具备回弹好、价格低廉、回收处理方便等优点，其原材料电子专用原纸由针叶/阔叶木浆等原生纤维浆通过打浆、调浆和抄造制作而成，再依据需求制成分切纸带、打孔纸带和压孔纸带。配合使用的上下胶带上游则是各类大宗化工原材料。

图 25: 纸质载带产业链

图 26: 纸质载带产品图



数据来源: 东吴证券研究所绘制

纸质载带的市场规模相对于造纸行业其他应用领域而言较小, 具体测算如下:

- ✓ 根据产业信息网预测, 2018-2021 年全球电子元件产量 107648/116475/126026/136108 亿颗。
- ✓ 根据洁美科技招股说明书数据, 纸质载带上两个孔穴之间的间距大多为 2mm、4mm, 中间值为 3mm, 考虑到元器件小型化的趋势, 孔穴的间距也在减少, 我们假设每年间距均值呈一定下降幅度。
- ✓ 纸质载带由于厚度、规格不同, 价格也不尽相同, 我们简单按 0.075 元/米的均价测算。

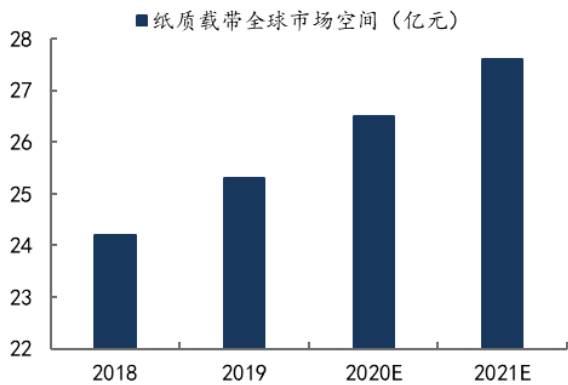
表 2: 纸质载带市场空间测算

	全球元件产量(亿颗)	载带间距 (mm)	全球总需求 (亿米)	全球市场空间 (亿元)
2018	107648	3	322.9	24.2
2019	116475	2.9	337.8	25.3
2020E	126026	2.8	352.9	26.5
2021E	136108	2.7	367.5	27.6

数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

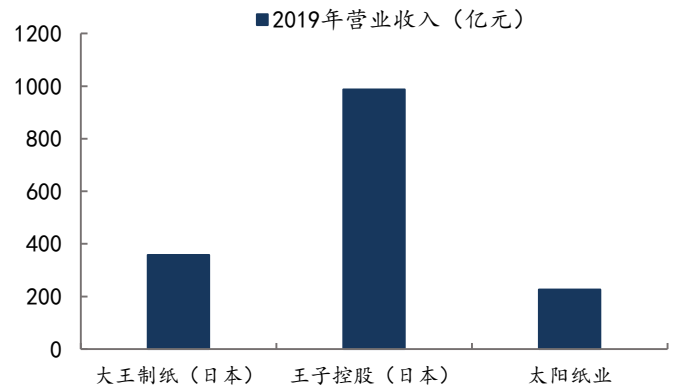
据此测算, 纸质载带全球每年的市场空间大约在 25-30 亿元, 这对于大型造纸厂而言微不足道。比如太阳纸业 (002078.SZ) 2019 年的营收规模在为 227 亿元, 日本大王制纸 (3880.T) 营收规模折合人民币约 358 亿元, 日本王子控股 (3861.T) 则达到 988 亿元。在电子原纸环节的玩家们, 日本大王、日本王子是历史悠久的大型造纸厂商, 由于业务众多无暇顾及, 而且成本昂贵, 其中日本王子已经逐步退出该项业务。

图 27: 纸质载带市场空间在 25-30 亿元



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

图 28: 大型造纸厂营收规模皆在百亿以上



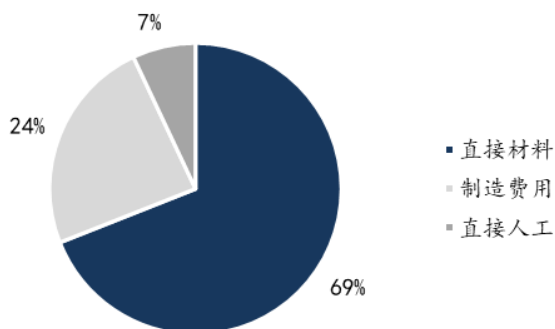
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

另一方面, 电子专用原纸的生产是整个纸质载带生产的核心, 其性能对电子元器件的表面贴装效果有着重要的影响, 需要掌握多项关键技术和工艺流程, 如纸张表面处理、层间结合力控制、防静电处理、毛屑控制等。原纸的工艺技术需要较长时间的技术积累以及实践的配合, 并参与多轮严苛的客户认证, 具有较高的进入壁垒。因此, 在纸质载带生产环节里, 大多数纸质载带工厂都是购买电子专用原纸进行分切、打孔、压孔等后端加工后出售, 比如日本马岱、韩国韩松、台湾雷科以及中国大陆和台湾地区一些规模较小的后端加工厂。

2.3. 洁美优势突出: 纵横一体化铸造高护城河

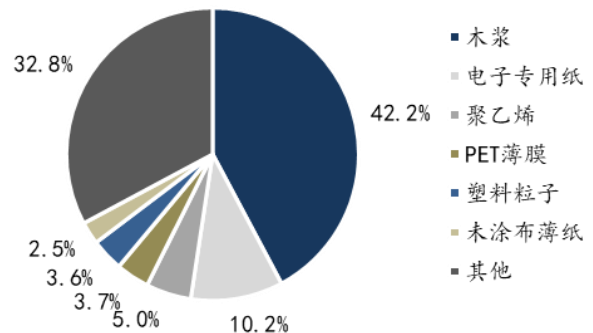
我们认为, 在纸质载带这个市场中, 洁美科技具有绝对的优势地位。我们从纸质载带产业链图中可以看到, 有别于仅限于造纸环节的日本造纸大厂及仅限于后端加工的小工厂, 洁美科技由于较早的研发出了电子专用原纸, 打破了日本大王、日本王子等国外企业的垄断。过去原纸进口价格超过 1 万元/吨, 掌握电子专用原纸的全套生产技术和工艺后, 公司自制的原纸的成本降至 6000-7000 元/吨, 并通过打孔纸屑回收利用进一步降低成本, 同时也保证了原纸供应的稳定性和产品质量。洁美打通了从造纸到后端加工的全产业链, 建立了深厚的成本和品牌壁垒, 纵向一体化优势明显。

图 29: 2016 年纸质载带生产成本结构



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 30: 2016 年纸质载带主要原材料占比

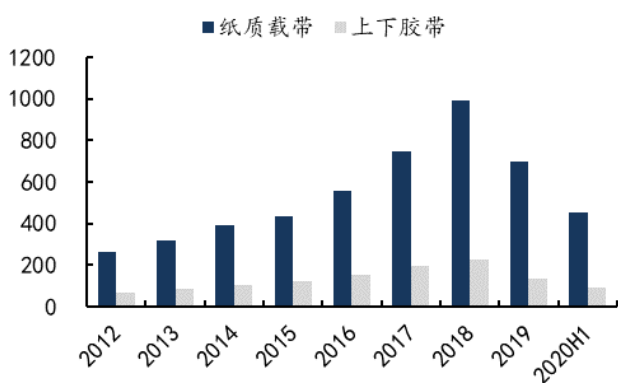


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

此外，多数电子元器件封装行业的生产企业产品种类较为单一，往往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，而较少有企业构建整个产业链条的完整产品线。但客户往往是需要电子元器件封装的完整解决方案，包括不同的电子元器件薄型载带之间、载带与上下胶带之间、载带与客户设备之间、载带与客户工艺水平之间的衔接配合。而洁美科技具有齐全的产品链条，是集纸质载带、胶带、塑料载带生产于一体的综合配套生产企业，能提供一站式整体解决方案，**横向一体化优势明显**。

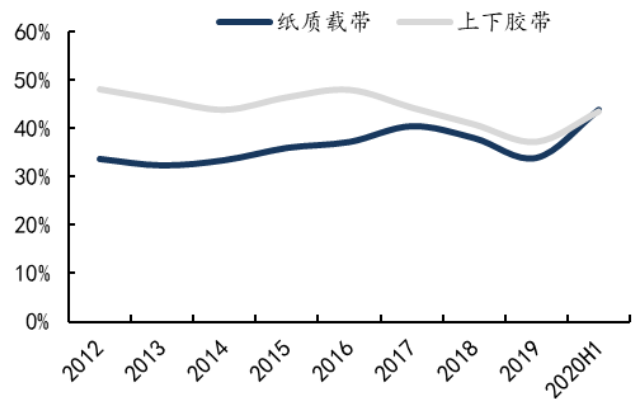
纵横一体化发展铸就了洁美在纸质载带中的龙头强势地位和行业议价权。根据公司招股说明书的测算，2016年公司国内市场市占率达到54%，多年来纸质载带和配套胶带的毛利率一直稳居高水平。

图 31: 纸质载带及胶带营收 (百万元) 逐年攀升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 32: 纸质载带和胶带毛利率保持高水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

长期来看，全球电子化率不断提高，**被动元件是在电子产品生产中必须要用到的基础元件，纸质载带做为上游包装材料，具有物美价廉的特性难以被替代，故其需求也会随下游增长而增长。**此前公司的纸质载带长期处于供不应求的状态（2018年12月-2019年上半年受下游MLCC去库存极端情况影响除外），在巩固领先优势的基础上，公司根据下游被动元器件行业发展的速度，有序地进行扩产。

由于后道分切、打孔、压孔机器设备上量较快，因此公司产能的关键主要集中在电子原纸制造环节。上市之前，公司在江西拥有两条年产能各20000吨/年的原纸生产线，公司IPO募投项目之一“年产6万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带生产项目”规划在浙江安吉临港经济开发区购置3条2,640mm纸机生产线以及各类原纸分切机等后端加工设备，形成年产6万吨纸质载带的能力。其中，安吉第一条原纸生产线顺利于2017年7月份投产，第二条原纸生产线于2020年四季度陆续投产，第三条原纸生产线则预计在2022年投产，有序的产能扩张为业绩增长提供了坚实的基础。

表 3: 公司纸质载带产能有序扩张

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
江西原纸生产线#1 (2.0 万吨/年)	生产	生产	生产	生产	生产	生产	生产
江西原纸生产线#2 (2.0 万吨/年)	生产	生产	生产	生产	生产	生产	生产
安吉原纸生产线#3 (2.5 万吨/年)		H2 投产	生产	生产	生产	生产	生产
安吉原纸生产线#4 (2.5 万吨/年)					Q4 投产	生产	生产
安吉原纸生产线#5 (2.5 万吨/年)							投产
合计年末原纸产能 (万吨/年)	4	6.5	6.5	6.5	9	9	11.5

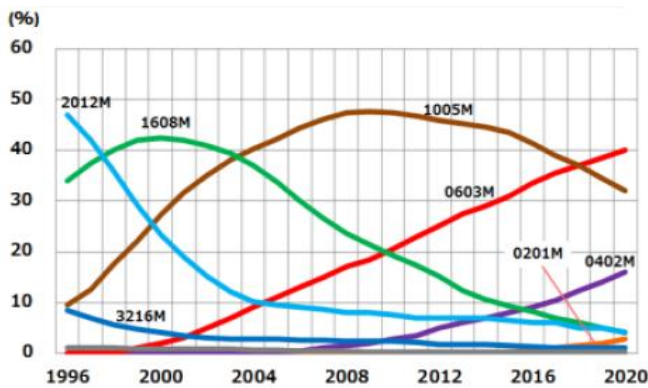
注: 表中数据为电子专用原纸理论产能, 根据公司招股说明书, 一吨电子专用原纸约能生产 0.88 吨纸质载带。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.4. 产品及客户结构优化带动盈利水平提升

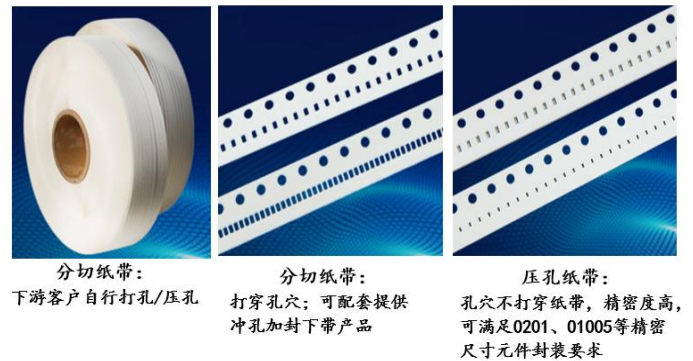
洁美出售的纸质载带产品包括分切纸带、打孔纸带和压孔纸带等, 其中打孔纸带、压孔纸带为分切纸带的后道工序。分切纸带由客户购回后自行加工打孔, 售价最低; 打孔纸带是在分切好的纸带上打穿孔穴, 适用于体积稍大的电子元件; 压孔纸带是在分切纸带是压出孔穴 (不打穿纸带), 精密程度高, 可满足 0201/01005 等精密尺寸元件封装要求, 附加值最高。随着下游元器件小型化趋势越发确定, 高端压孔载带的需求也在高速增长。

图 33: 元器件向小型化发展



数据来源: Murata, 东吴证券研究所

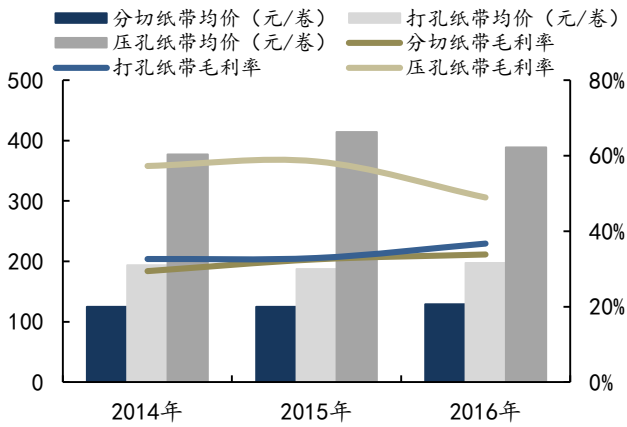
图 34: 分切纸带、打孔纸带、压孔纸带



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

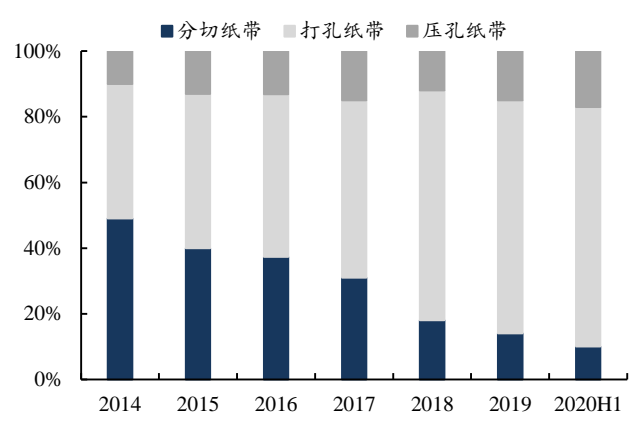
洁美科技的分切纸带的销售额占比从 2014 年的 49% 下降到 2020 年上半年的 10%, 而具有高附加值的打孔纸带和压孔纸带占比不断提高, 到 2020 年上半年营收占比提升至 73%、17%, 产品结构的持续优化将带动产品均价及毛利率向上提升。

图 35: 分切纸带、打孔纸带、压孔纸带毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 36: 分切/打孔/压孔纸带销售占比持续优化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

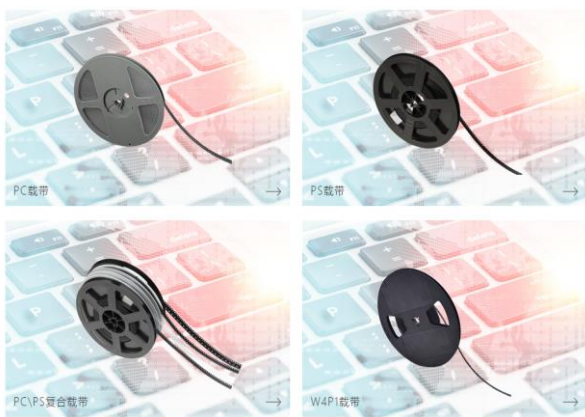
另一方面,公司的客户结构也在进一步优化。根据公司招股说明书披露,2016年公司前五大客户分别是国巨、华新科、三星电机、风华高科、厚声电子,客户份额主要以台系、陆系厂商居多,产品质量要求和利润率相对较低,在这两年的行情波动中受影响最大。而被动元器件行业龙头主要是日系厂商如村田、太阳诱电及韩国三星电机,日资企业的产品质量要求更高,出货量更加稳定。公司目前在不断加大日系和韩系客户的导入且成效显著,客户结构的优化亦是公司成长的重要看点。

3. 新产品有望复制纸质载带发展路径，打开全新增长空间

3.1. 塑料载带：元件包装一站式供应商，自产原材料切换顺利

塑料纸带具有抗拉伸强度高,热变形温度高,收缩率好,抗磨损等优质特性,当电子元器件的厚度超过 1mm 时,一般会采用塑料载带进行封装,例如半导体分立器件、集成电路、LED 及一些尺寸较大的被动元件。塑料载带可进一步分为 PC (聚碳酸酯) 载带、PS (聚苯乙烯) 载带和 ABS (丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚树脂) 载带,也有少量的 PET 载带和 APET 载带。此外,塑料载带亦可分为黑色塑料载带和透明塑料载带,黑色塑料载带具有更加良好的导电性能。

图 37: 塑料载带示意图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 38: 塑料载带用于包装体积较大的元器件



数据来源：阿里巴巴，东吴证券研究所

塑料载带的市场格局较为分散,目前高端黑色塑料载带主要由 3M、怡凡得等公司进行生产,我国塑料装载业起步较晚,大多为小规模透明塑料载带供应商。洁美则在巩固纸质载带市场占有率优势地位的前提下逐步增加塑料载带业务规模,致力于为客户在生产和使用过程中所需耗材提供一站式解决方案。产能有序扩张、原材料自制率的提升、设备工艺的提高将带动公司纸质载带营收和毛利率的稳步提升:

产能储备方面,2020 年新增 9 条生产线,达到 46 条生产线,产能 8000 万米/月的量,后续公司规划将根据市场需求持续增加产能,产销量进一步提升。此外,公司不仅可以为客户提供塑料载带全系列产品,也可以提供改性后的原材料塑料粒子。

技术研发方面,公司完成了高端产品核心竞争力的打造,实现了精密模具自主生产、原材料改性自主生产,部分客户已经开始切换使用自产黑色 PC 粒子,部分客户实现了批量使用。

设备工艺方面,公司的精密加工中心新引入了高速精雕机、高精度数控磨床等设备,塑料载带小尺寸凸模设计加工取得较大突破;成功开发了高速平板机模具,配套生产塑料载带大尺寸产品使用;经过近一年的验证自制塑料载带冲模品质稳定,精度显著提升。

3.2. 离型膜打开百亿新空间，原膜自研有望再造一个洁美

3.2.1. 离型膜市场空间超百亿，国产替代任重道远

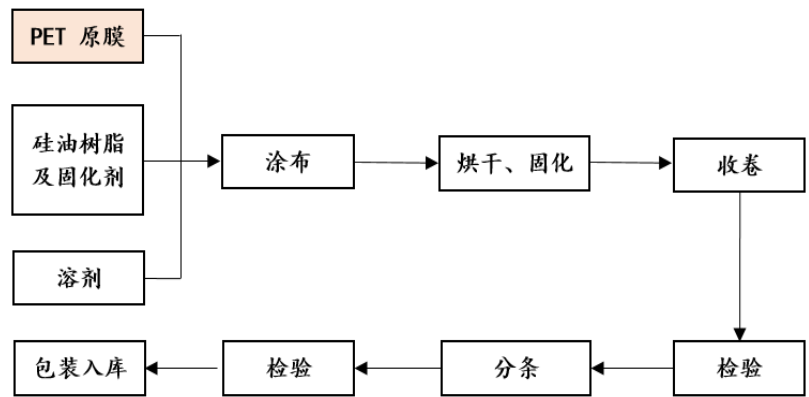
离型膜（转移胶带）用途非常广泛，可作为偏光片、PCB、LED 的层压隔离膜及保护膜、模切行业冲型耗材以及作为多层陶瓷电容器（MLCC）及叠层内置天线生产加工过程转移的承载体。离型膜的生产过程是将硅油树脂、固化剂等材料与溶剂按比例称重、混合、搅拌成均匀溶液后，通过涂布机均匀涂布在 PET 原膜表面，通过烘道使溶剂挥发及硅油固化，之后采用分条设备将宽幅母卷分切。

图 39: 离型膜产品形态



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 40: 离型膜生产过程



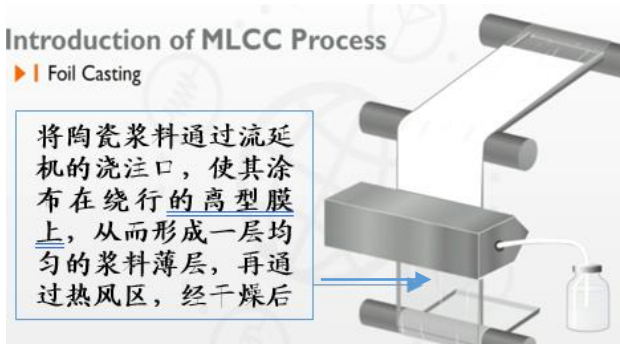
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

相对于薄型载带，由于下游应用广泛，离型膜具备较大的市场空间。

以离型膜的重要应用领域**多层陶瓷电容器（MLCC）**为例，离型膜是 MLCC 生产过程中的高消耗品，在 MLCC 的生产中，需要将陶瓷浆均匀流延涂布于离型膜表面，经高温干燥、定型后剥离下来，形成陶瓷膜片，供后续 MLCC 层叠时使用。目前国内厂商可提供 300-800 层的 MLCC，而日本公司已可实现 800~1,000 层的 MLCC。作为流延时承载陶瓷浆料的载体，离型膜需要具备可浸润、离型稳定、具有高平整度（凸点要控制在 0.2um 内）、干燥后易剥离等特性，对产品质量要求较高。

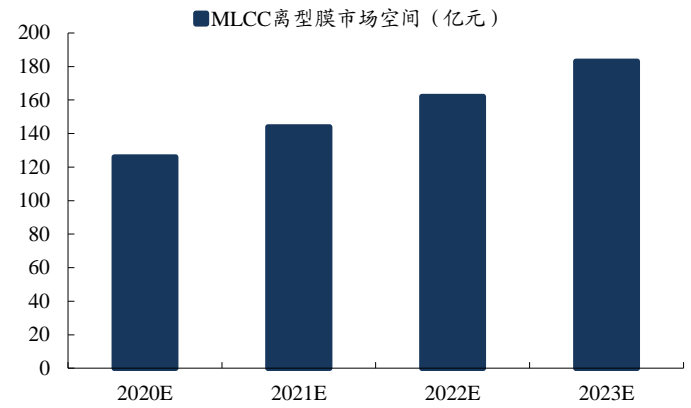
各型号 MLCC 尺寸及层数差异巨大，我们简单假设平均每颗 MLCC 由 600 层陶瓷膜片堆叠而成，平均单层面积为 2.5mm²，假设生产所消耗离型膜面积与单层膜片的面积相当，可得 2020-2023 年全球 MLCC 用离型膜需求量为 63/72/81/92 亿 m²，假设均价为 2 元/m²，对应市场空间为 126/144/162/184 亿元。

图 41: 离型膜是 MLCC 生产过程中的高消耗品



数据来源: Yageo, 东吴证券研究所

图 42: MLCC 离型膜市场空间超百亿元

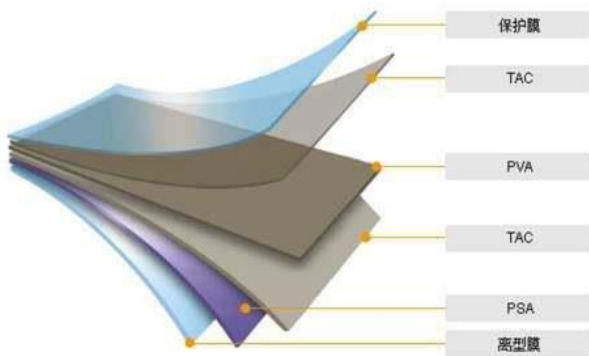


数据来源: Paumanok, 东吴证券研究所

偏光片也是离型膜的重要下游应用之一。偏光片为多层结构, 上下表层为保护膜和离型膜 (ReleaseFilm), 中部为 TAC 膜、PVA 膜以及压敏胶 (PSA) 组成。离型膜和保护膜约占偏光片成本的 15%。偏光片在贴附到面板之前, 需要离型膜保护压敏胶层不受损伤, 避免贴合气泡。偏光片生产的中道工序即是将压敏胶涂布在离型膜上, 经过烘箱将压敏胶中的水分蒸发出去后, 并与前工序生产的偏光膜贴合到一起后收卷, 之后放置到恒温固化室进行固化。

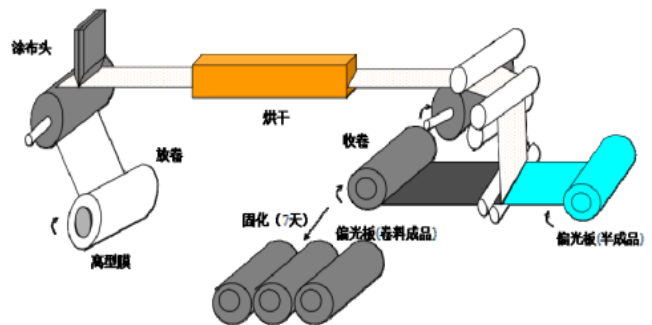
近几年来, 全球偏光片整体产能扩张较快, 根据研观天下数据, 2019 年偏光片产能约 731.5 百万平方米。光学用的离型膜规格较高, 以 3 元/平方米计算, 偏光片离型膜市场空间在 22 亿元左右。

图 43: 偏光片结构示意图



数据来源: 三利谱招股说明书, 东吴证券研究所

图 44: 偏光片生产中道工序: 将压敏胶涂布在离型膜上



数据来源: 三利谱招股说明书, 东吴证券研究所

目前, 国内离型膜厂家大多采用普通涂布机对有机硅热固化组份进行涂布, 生产普通的低端产品, 只能应用在对要求不高的包装及防水领域。而光学级及电子模切所用的高端离型膜生产车间净化等级要求高, 涂布设备精度高, 配方固化反应需彻底, 进入门槛较高。此外, 离型膜的主要原材料为 PET 基膜, 高端离型膜对基膜质量要求较高, 目前

国内主要依赖进口，这也制约国内厂商的发展。种种原因导致高端离型膜仍由日本厂商，例如三菱化学等主导，国产替代任重道远。

3.2.2. 原膜自研助力洁美离型膜业绩接力增长

如上文所述，离型膜下游应用广泛，且国产替代的空间巨大。我们认为，离型膜项目有望接力薄型载带，成为洁美未来业绩增长的重要接力点。

从客户资源角度看，如上文所述，离型膜的重要应用之一为 MLCC、电感、天线的生产，下游客户与洁美科技现有客户之间具有较高的重合度，公司可以充分利用现有的客户资源进行测试推广。

从产能建设角度看，公司 IPO 项目之一即为“年产 20,000 万平方米电子元器件转移胶带（离型膜）生产线建设项目”：

- 项目一期共计 5 条国产生产线，年产能 12,000 万平方米。目前第 1、2、3 条生产线运转正常，第 4、5 条生产线在 2019 年上半年完成了安装调试，客户数量和占比稳步增加。目前，一期 5 条产线已处于满产状态。
- 项目二期共计 3 条高端进口生产线，规划年产能 16,000 万平方米。为了同时满足生产光学材料用离型膜等更高端类别的产品，公司以自有资金采购了两条效率及质量精度更高的韩国宽幅生产线（合计产能 800 平方米/月），于 2019 年下半年安装完毕，另有一条日本宽幅高端生产线（单线产能 800 平方米/月）预计将在 2021 年上半年投产。二期项目完全建成后，公司离型膜两期项目总共将拥有八条离型膜生产线，届时，公司将具备生产包括 MLCC 制程离型膜、光学材料用离型膜等各类新型尚未国产化的离型膜类产品。

表 4: 洁美科技离型膜项目有序推进

产能建设进展		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
一期-产线 1	单线幅宽 1.45 米，五条 线合计产能 1000 m ² /月	生产	生产	生产	生产	生产
一期-产线 2		测试安装	生产	生产	生产	生产
一期-产线 3		测试安装	生产测试	H1 投产	生产	生产
一期-产线 4		设备订购	完成安装	小批量生产	生产	生产
一期-产线 5		设备订购	完成安装	小批量生产	生产	生产
二期-产线 6(宽幅, 韩国)	单线幅宽 1.56 米，两条 线合计产能 800 m ² /月			H2 安装完毕	Q2 投产	生产
二期-产线 7(宽幅, 韩国)				H2 安装完毕	Q2 投产	生产
二期-产线 8(宽幅, 日本)	单线幅宽 2.5 米，单线 产能 800 m ² /月				H2 设备到货	H2 投产
合计年末产能(百万平方米/年)				120	210	300

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从产业链一体化角度看，前文提到，PET 原膜是离型膜生产中的重要原材料，2019

年 9 月公司公告拟发行可转债投资建设年产 36000 吨光学级 BOPET 膜、年产 6,000 吨 CPP 保护膜生产项目（计划总投资 10.2 亿元，其中一期项目投资 6 亿元）。其中，光学级 BOPET 膜主要用于生产 MLCC 离型膜、偏光片离型膜等，CPP 保护膜主要应用于锂电池用铝塑膜和 ITO 导电膜制程。目前公司已完成 BOPET 膜设备定制，预计将于 2021 年上半年陆续到位安装，预计 2021 年三季度可小批量生产。项目建成后，公司可通过延长产业链、控制核心原材料来进一步提高离型膜品质，有效控制生产成本，有望复制纸质载带产业链纵向一体化发展路径，成为继纸质载带后公司业绩最大推动力。

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设与盈利预测

我们认为，洁美科技在纸质载带行业龙头地位稳固，高水平的盈利能力奠定了成长的基石，在此基础上横向拓展塑料载带、离型膜业务，业绩接力增长未来可期。

纸质载带：目前被动元器件行业景气度较旺盛，带动公司纸带产销两旺，2020 四季度新增一条造纸机，产能进一步扩充；中长期看，元器件小型化趋势带动高端压孔纸带用量提升，且洁美在日韩高端客户份额拓展顺利，产品结构和客户结构的优化带动纸带均价和附加值进一步提升；长期看，5G/车载/IOT 等行业发展推动被动元器件需求持续增加，带动洁美纸带业务稳定增长。我们预计 2020/2021/2022 年纸质载带收入为 10.3/12.9/14.9 亿元，毛利率为 43.0%/42.0%/42.0%。预计配套上下胶带收入为 2.1/2.5/2.6 亿元，毛利率维持在 43%左右的水平。

塑料载带：目前公司塑料载带原材料自研进展顺利，部分客户已经开始切换使用自产黑色 PC 粒子，毛利率快速提升。我们预计 2020/2021/2022 年塑料载带收入为 0.6/0.9/1.5 亿元，毛利率预计为 35%/38%/42%。

离型膜：随着新增产线的到位和原膜自研的推进，我们预计离型膜将成为未来公司业绩增长新的推动力，预计 2020/2021/2022 年收入为 0.9/2.1/4.1 亿元，毛利率预计为 15%/28%/35%。

图 45: 公司盈利预测 (百万元)

	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E
分业务盈利预测				
纸质载带				
收入 (百万元)	701.5	1033.2	1293.0	1485.0
毛利率(%)	34.0%	43.0%	42.0%	42.0%
上下胶带				
收入 (百万元)	137.2	206.0	250.0	262.3
毛利率(%)	42.0%	43.0%	43.0%	43.0%
塑料载带				
收入 (百万元)	49.7	60.0	90.0	150.0
毛利率(%)	20.0%	35.0%	38.0%	42.0%
离型膜				
收入 (百万元)	45.2	89.0	210.6	406.8
毛利率(%)	12.1%	15.0%	28.0%	35.0%
其他业务				
收入	14.9	10.0	10.0	10.0
毛利率(%)	11.0%	15.0%	15.0%	15.0%

营业总收入（百万元）	949	1398	1854	2314
综合毛利率	32.7%	40.7%	40.7%	40.8%
归母净利润（百万元）	118	287.7	405.4	501.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所

综上，我们预计洁美科技 2020/2021/2022 年营业收入 13.98/18.54/23.14 亿元，归母净利润 2.88/4.05/5.01 亿元。

4.2. 估值比较与投资建议

我们预计 2020/2021/2022 年营业收入 13.98/18.54/23.14 亿元，归母净利润 2.88/4.05/5.01 亿元。公司在纸质载带行业龙头地位稳固，高水平的盈利能力奠定了成长基石，在此基础上横向拓展塑料载带、离型膜业务，业绩接力增长未来可期，目标价 38.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 46: 可比公司估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
国瓷材料	43.98	81.09	63.51	51.05
博迁新材	63.21	59.66	50.29	38.24
风华高科	39.34	46.97	24.10	16.85
平均值	48.84	62.57	45.97	35.38
洁美科技	101.09	41.44	29.41	23.79

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据更新到 2021 年 1 月 30 日；除洁美科技、风华高科外其余公司 PE 数据均来自 wind 一致预期。

5. 风险提示

- 1、下游扩产进度不及预期。下游几大被动元器件皆公布了较大的扩产计划，如果下游客户扩产进度不及预期，将对纸质载带需求增速产生一定影响。
- 2、扩产进度不及预期。公司预计将于 2021 年新增一条日本进口的离型膜生产线、BOPET 原膜生产线以及部分塑料载带生产线，如果扩产进度不及预期，将对盈利预测有一定影响。
- 3、汇率波动风险。公司收入中美元结算比例较高，汇率波动将对财务费用带来影响。

洁美科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,021	2,005	1,805	2,439	营业收入	949	1,398	1,854	2,314
现金	342	823	612	275	减:营业成本	639	829	1,099	1,371
应收账款	336	596	563	1,289	营业税金及附加	7	8	12	15
存货	310	516	579	787	营业费用	45	56	74	93
其他流动资产	33	70	52	89	管理费用	77	154	196	255
非流动资产	1,084	1,390	1,685	1,964	研发费用	-7	21	4	5
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-7	21	4	5
固定资产	727	1,005	1,283	1,550	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	244	262	271	274	加:投资净收益	0	4	4	6
无形资产	98	108	115	124	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	15	15	15	15	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	2,105	3,395	3,491	4,403	营业利润	133	333	471	583
流动负债	324	805	575	1,081	加:营业外净收支	-1	2	0	0
短期借款	75	75	75	75	利润总额	132	335	471	583
应付账款	165	664	435	936	减:所得税费用	14	47	66	82
其他流动负债	84	66	65	71	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	196	175	155	133	归属母公司净利润	118	287.7	405.4	501.2
长期借款	113	93	72	50	EBIT	134	325	457	576
其他非流动负债	82	82	82	82	EBITDA	193	381	533	674
负债合计	520	981	730	1,214	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.29	0.70	0.99	1.22
归属母公司股东权益	1,585	2,414	2,761	3,189	每股净资产(元)	3.85	5.87	6.71	7.75
负债和股东权益	2,105	3,395	3,491	4,403	发行在外股份(百万股)	258	411	411	411
					ROIC(%)	6.4%	10.5%	13.2%	14.6%
					ROE(%)	7.4%	11.9%	14.7%	15.7%
					毛利率(%)	32.7%	40.7%	40.7%	40.8%
					销售净利率(%)	12.4%	20.6%	21.9%	21.7%
					资产负债率(%)	24.7%	28.9%	20.9%	27.6%
					收入增长率(%)	-27.7%	47.4%	32.6%	24.8%
					净利润增长率(%)	-57.2%	144.0%	40.9%	23.6%
					P/E	101.09	41.44	29.41	23.79
					P/B	7.52	4.93	4.32	3.74
					EV/EBITDA	61.32	29.66	21.54	17.52

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>