

建滔积层板 (01888.HK) 覆铜板行业龙头，铜周期驱动业绩反弹

2024年06月07日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吴柳燕（分析师）

wuliuyan@kysec.cn

证书编号：S0790521110001

日期	2024/6/6
当前股价(港元)	7.880
一年最高最低(港元)	9.480/4.540
总市值(亿港元)	245.86
流通市值(亿港元)	245.86
总股本(亿股)	31.20
流通港股(亿股)	31.20
近3个月换手率(%)	19.83

● 铜价上涨叠加需求回暖，驱动覆铜板龙头业绩修复，给予“买入”评级

公司为覆铜板行业龙头，伴随2024年铜价有所上涨，下游需求逐步回暖，覆铜板具备弹性调价空间，叠加供应链垂直整合与规模效应下的成本优势，有望驱动公司2024年收入与利润重回增长轨道。我们预计公司2024-2026年营业收入为209.4/233.8/240.2亿港元，同比增长25.0%/11.6%/2.7%；2024-2026年归母净利润分别为18.0/27.0/29.0亿港元，最新股价7.88港元对应2024-2026年13.7/9.1/8.5倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

● 垂直整合能力出色，规模效应持续释放，产品具备成本竞争力

公司完成一体化供应链体系布局，拥有玻璃纤维布、高性能覆铜箔版基纸、电子纱等主要原材料自给能力。公司2022年在覆铜板行业市占率第一，规模降本在生产领域持续发挥效益。受益于垂直整合与规模化的叠加作用，2021年公司毛利率增长6.8%，领先于行业友商；2022-2023年覆铜板价格持续走低阶段仍能维持23%/16%的毛利率水平，成本优势保持领先。

● 铜价持续上涨带动覆铜板弹性提价，提振收入与利润

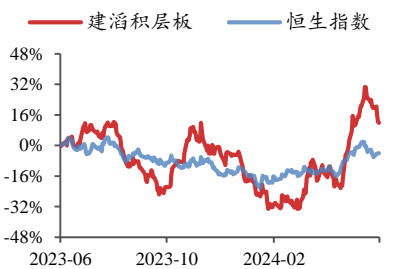
拆分覆铜板成本结构，铜箔为最重要的原材料，占比42.1%；其次为树脂、玻纤布，分别占比26.1%、19.1%。覆铜板价格对铜价富有弹性，其涨幅一般高于铜价成本。铜价于2024年进入上行通道，沪铜、伦铜2024Q1分别累计涨幅4%/5%，并在4月维持上涨趋势，驱动覆铜板价格同步提升。

● 汽车、家电需求持续释放，消费电子温和复苏，公司率先受益

公司直接客户为PCB厂商，下游终端客户主要为汽车、家电、消费电子、服务器等。整体而言，家电、汽车景气度高，增长具备确定性；消费电子进入触底回升阶段。由于公司客户结构高度分散，前五大客户营业收入比例小于30%，最大外部客户收入贡献估算在2%-3%之间，公司面对下游PCB厂拥有较强议价权，使得在行业高景气度阶段能够率先做出涨价反应。

● 风险提示：下游需求不及预期，铜价波动风险，产能释放不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	22,364	16,750	20,941	23,378	24,018
YOY(%)	-22.3	-25.1	25.0	11.6	2.7
净利润(百万港元)	1,909	907	1,796	2,696	2,902
YOY(%)	-60.0	-64.5	96.1	49.9	7.7
毛利率(%)	22.8	16.0	18.4	21.2	21.5
净利率(%)	8.5	5.4	8.6	11.5	12.1
ROE(%)	12.7	6.1	11.3	17.3	16.9
EPS(摊薄/港元)	0.61	0.29	0.58	0.86	0.93
P/E(倍)	12.9	27.1	13.7	9.1	8.5
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所（2024年6月7日汇率：1HKD=0.911RMB）

目 录

1、覆铜板行业龙头，具备周期属性	4
1.1、公司概况：横纵双向业务拓展，市场份额领先	4
1.2、股权集中程度高，董事会经验丰富	4
1.3、收入结构：覆铜面板为核心产品，下游应用广泛	5
1.4、股价复盘：铜周期影响基本面，景气高点阶段具备上行潜力	7
2、竞争力：上游一体化+规模共振，成本优势突出	8
3、上游成本：铜价步入上涨周期，驱动出货价格提升	10
4、下游需求：终端行业底部回升，强议价权把握红利	11
4.1、行业结构：受益于汽车、家电增长，消费电子复苏在即	11
4.2、规模结构：客户小而多，掌握调价主动权	14
5、盈利预测与投资建议	14
6、风险提示	16
附：财务预测摘要	17

图表目录

图 1：建滔积层板 2022 年市占率超过 15%	4
图 2：建滔集团直接或间接持有公司合计 73% 以上股份	5
图 3：公司收入 70% 以上来自覆铜面板	6
图 4：覆铜面板由半固化片和铜箔组成	6
图 5：覆铜板下游应用广泛	7
图 6：覆铜板价格与铜价变动关系紧密	7
图 7：公司营业收入周期属性明显	7
图 8：1.5 倍 PB 支撑公司周期底部股价	8
图 9：历史股价上行阶段 PE 在 10 倍以上	8
图 10：2021-2023 年覆铜板资本支出占比近 100%	9
图 11：公司员工人均营收长期有所提升	9
图 12：公司覆铜板收入规模在业内遥遥领先	10
图 13：公司毛利行业领先且更具韧性	10
图 14：铜箔占覆铜板成本的 42.1%	10
图 15：覆铜板价格弹性大于原铜	10
图 16：2020-2021 年全球主要铜企 EBITDA 增长	11
图 17：全球主要铜企资本开支维持低位	11
图 18：2012-2022 年铜矿品位持续下滑	11
图 19：2024Q1 沪铜、伦铜分别累计涨幅 4%/5%	11
图 20：我国新能源车渗透率高速增长	12
图 21：我国千人汽车保有量仅为美国的 1/4	12
图 22：预计 2024Q2 LCD 出货量增速 10.5%	13
图 23：中国空调出口份额长期保持世界第一	13
图 24：中国空调出口排产 2024 年延续高景气	13
图 25：2024Q1 头部 PC 企业出货量同比转正	14
图 26：预计 2024 年全球手机出货量增速 3%	14

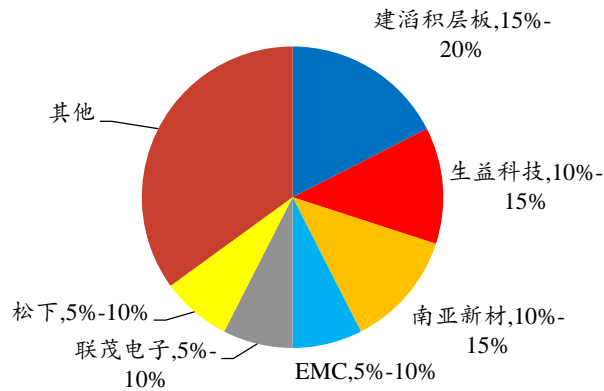
图 27: 公司客户分散程度高, 外部客户平均收入贡献低于 2%-3%.....	14
表 1: 公司拥有家族式管理层, 核心成员经验丰富.....	5
表 2: 建滔积层板上游物料工厂分布在广东、江苏.....	9
表 3: 建滔积层板盈利预测.....	15
表 4: 建滔积层板同业基本面及估值对比.....	15

1、覆铜板行业龙头，具备周期属性

1.1、公司概况：横纵双向业务拓展，市场份额领先

建滔积层板为具备垂直整合能力的覆铜板龙头企业，全球市占率第一。建滔集团于1988年在深圳市成立首间覆铜面板厂房，1989年开始生产纸覆铜面板，此后产品线逐步扩展至环氧玻璃纤维覆铜面板及防火纸覆铜面板。集团不断进行纵向垂直整合，形成了包括铜箔、玻璃纤维布、漂白木浆纸及环氧树脂在内的主要原料自有产线。2006年，建滔集团进行业务重组，建滔积层板独立分拆后成功于联交所主板上市。建滔积层板现已成为覆铜板行业领军企业，根据 Prismaark Partners LLC 的数据，2022年公司市占率超过15%，位居全球第一。

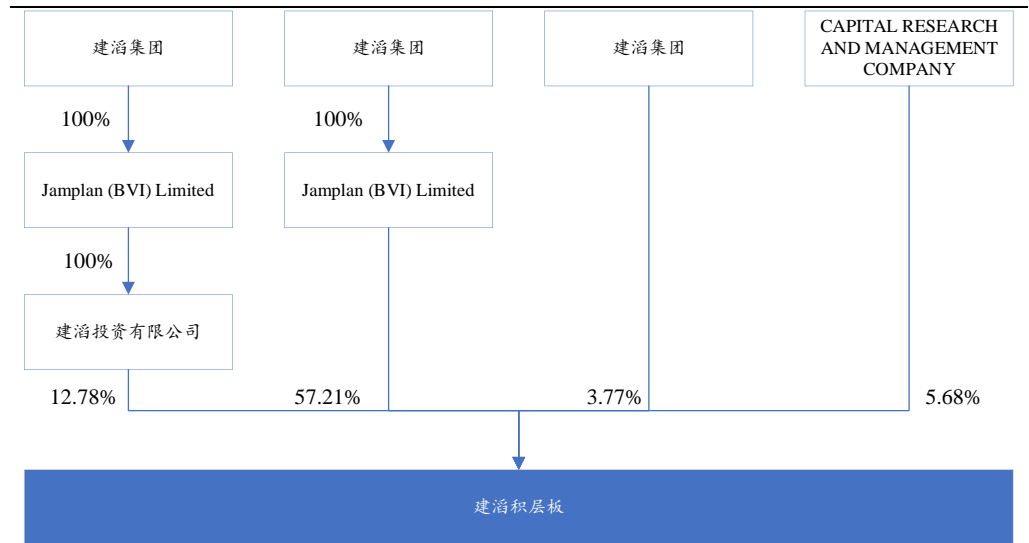
图1：建滔积层板 2022 年市占率超过 15%



数据来源：Prismaark Partners LLC、开源证券研究所

1.2、股权集中程度高，董事会经验丰富

建滔积层板直属母公司为 Jamplan (BVI) Limited，最终控股公司为建滔集团。建滔集团直接持有建滔积层板 3.77% 股份，并通过 Jamplan (BVI) Limited（建滔集团全资控股）、建滔投资有限公司（Jamplan (BVI) Limited 全资控股）分别持股 57.21%、12.78%，合计持股超 73%。

图2：建滔集团直接或间接持有公司合计 73%以上股份


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

管理层家族企业性质浓厚，核心成员为公司元老。建滔积层板共有 6 名执行董事，其中 4 位互为亲属关系。董事会主席张国华与执行董事张国平、张国强、林家宝在建滔集团均任职超 30 年，各执行董事在覆铜板行业拥有极为丰富的从业经验。

表1：公司拥有家族式管理层，核心成员经验丰富

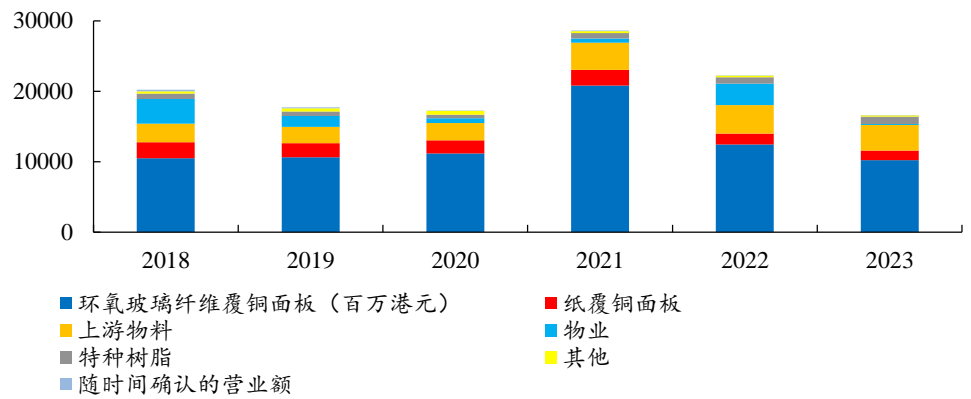
姓名	职务	年龄	履历
张国华	执行董事、主席	60	执行董事张国强、张国平之弟；执行董事张家豪之叔父。1988 年加盟建滔集团，对多种工业产品之市场推广拥有逾 34 年经验。负责本集团整体战略规划，并为本集团设定总方针及目标。
张国强	执行董事、董事总经理	71	执行董事张国华及张国平之兄，及执行董事张家豪之伯父。1991 年加盟建滔集团，在铜面板行业拥有逾 31 年经验。负责整体执行本集团之策略计划及目标的工作。
张国平	执行董事	63	为执行董事张国华及张国强之兄弟，及执行董事张家豪之叔父。1988 年加盟建滔集团，对市场推广有逾 34 年经验。主要负责本集团之市场推广业务。同时出任建滔铜箔执行董事。
林家宝	执行董事	67	建滔集团联合创始人之一，在销售及分销铜面板方面拥有超过 34 年的经验。同时担任建滔铜箔的主席及执行董事。他在铜面板行业的贡献和专业知为集团带来了较大的价值和影响力。
张家豪	执行董事	40	执行董事张国华、张国强及张国平之侄。2004 年加入建滔集团，目前参与华南地区覆铜面板市场的推广工作，并担任泰国环氧玻璃纤维铜面板厂的总经理。
周培峰	执行董事	55	1999 年加盟建滔集团，目前担任中国深圳、佛冈、江门及江阴四家环氧玻璃纤维铜面板厂的总经理。拥有重庆大学机械工程学士学位以及吉林工业大学（现称吉林大学）材料加工工程硕士学位，凭借其深厚的专业知识和丰富的管理经验，有效地推动了集团在相关领域的技术进步和产业升级。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、收入结构：覆铜面板为核心产品，下游应用广泛

公司营收主要源于覆铜面板，另含上游物料销售所得。覆铜面板为公司主要产品，2019-2023 年收入占比维持 70%以上；其中环氧玻璃纤维覆铜面板（FR-4）收入 2023 年占比 61%，纸覆铜面板占比 8%。受益于上游产业链垂直整合，上游物料营收贡献在 2018-2022 年维持 13-14%，2023 年达到 22%。

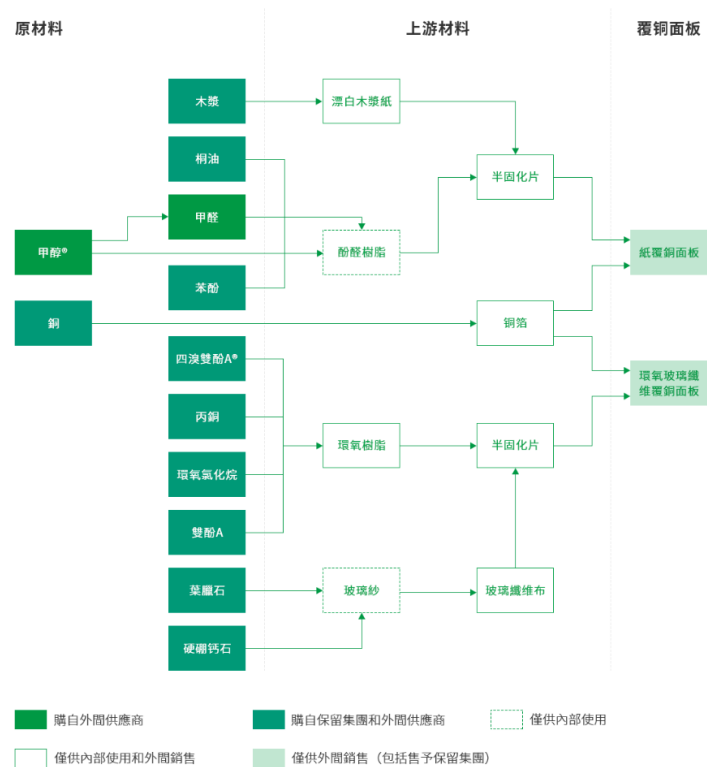
图3：公司收入 70%以上来自覆铜面板



数据来源：公司公告、开源证券研究所

覆铜面板是生产印刷电路板（PCB）的核心材料，终端产品广泛应用于汽车、家电、消费电子等行业。按照性能特点，覆铜面板可划分为刚性覆铜板和挠性覆铜板，刚性覆铜板在机械强度、耐热性和电气性能表现方面优于挠性覆铜板，适用于需要较高机械强度和热稳定性的场合。公司产品纸覆铜板、FR-4 均为典型的刚性覆铜板。纸覆铜板以纸基为增强材料，酚醛树脂为粘合剂，生产成本较低，通常应用于性能要求较低的电子产品中；FR-4 以玻璃纤维布为增强材料，环氧树脂为粘合剂，能够承受更高的温度、适应更复杂的应用环境，并且是多层印刷线路板的必备材料，广泛用于军工、电脑、工业仪器、汽车等行业。

图4：覆铜面板由半固化片和铜箔组成



资料来源：公司官网

图5：覆铜板下游应用广泛

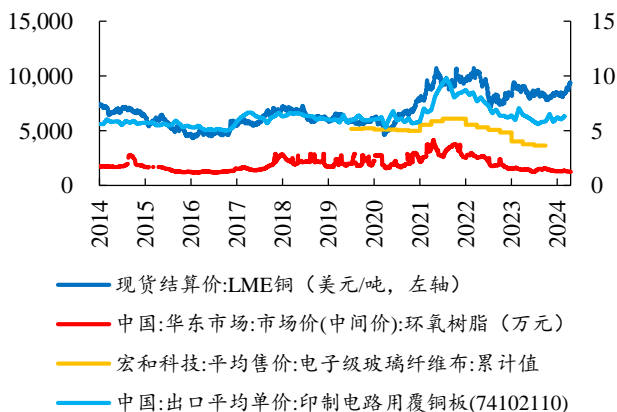


资料来源：南亚新材招股说明书

1.4、股价复盘：铜周期影响基本面，景气高点阶段具备上行潜力

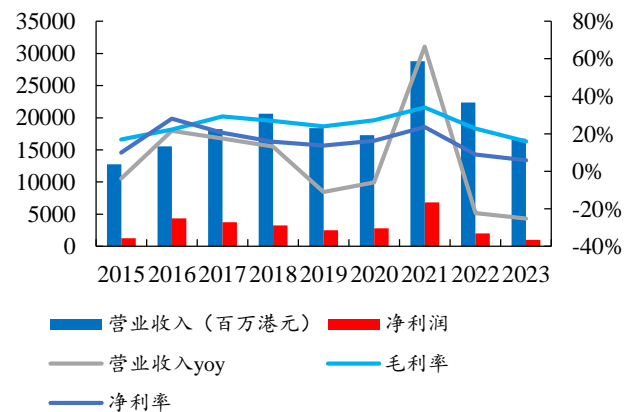
受益于铜价周期，近 10 年公司业绩曾两度出现高增速；2022 年至今市场产能过剩拖累业绩表现。铜作为最重要的有色金属之一，中长期价格波动与宏观经济走势高度相关，具备强周期性；另一方面，铜箔是覆铜板最重要的原材料，生产成本占比超过 40%。覆铜板对铜箔价格弹性高，2016-2017、2020-2021 年铜价两度大幅上涨，叠加下游需求旺盛，带动覆铜板价格水涨船高，公司业绩表现亮眼，2016、2021 年营业收入 yoy 分别为 22%/66%，毛利率、净利率均处于区间高位。2022 年，覆铜板行业扩张产能大规模落地，同时下游需求转向低迷，造成市场产能严重过剩，覆铜板价格大幅下降，对公司经营造成一定负面影响，2023 年收入、盈利指标均出现一定程度下滑。

图6：覆铜板价格与铜价变动关系紧密



数据来源：Wind、开源证券研究所

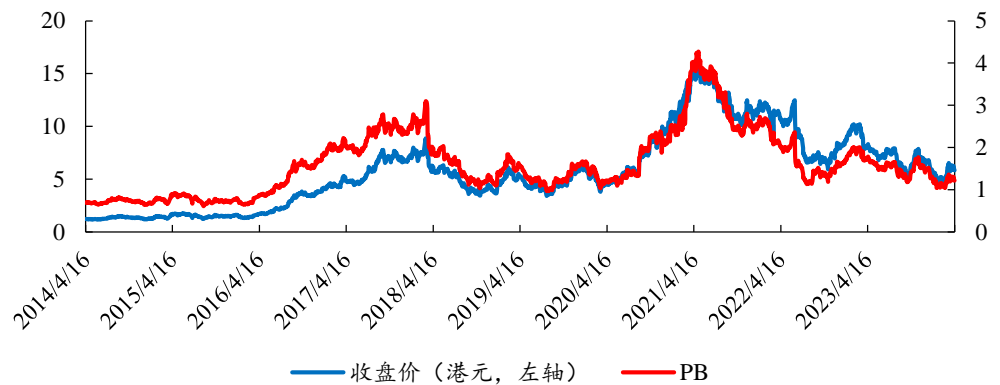
图7：公司营业收入周期属性明显



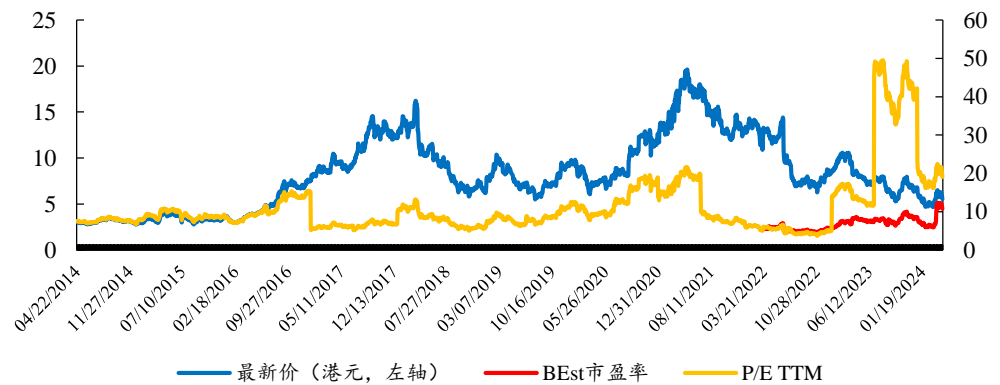
数据来源：公司公告、开源证券研究所

回顾 2014-2023 年公司股价与估值，PB 支撑周期底部价格，通过 PE 看上行空间。对应铜价与业绩周期，过去 10 年公司股价大致可划分为四个阶段：(1) 由于 2015 年铜价持续下跌，国内铜企于 2016 年进行减产，伴随铜需求有所提振，股价在

2016-2018 年进入上行期；(2) 2018-2020 年震荡期，公司平稳运行；(3) 疫情期间全球铜矿大幅减产，下游需求受宽松政策刺激回暖，2020-2021 年股价再度上行；(4) 2022 年起，产能过剩导致铜价大幅下滑，叠加消费电子、房地产等下游行业进入低迷期，2022-2023 年股价震荡下行。从历史走势来看，公司股价与 PB 具有高度同步性，底部周期价格由 1.5 倍 PB 支撑，而上行阶段则能看到 PE 修复至 10 倍以上。

图8：1.5 倍 PB 支撑公司周期底部股价


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图9：历史股价上行阶段 PE 在 10 倍以上


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、竞争力：上游一体化+规模共振，成本优势突出

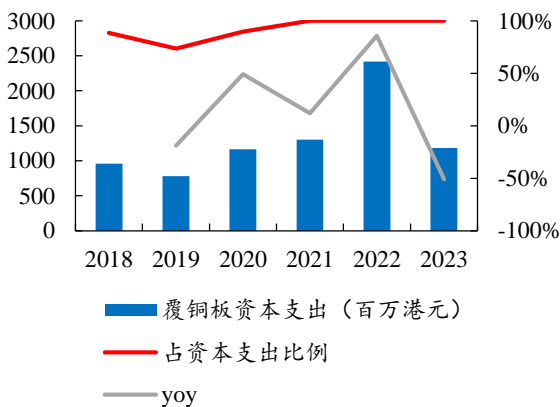
通过一体化供应链建设，建滔积层板拥有玻璃纤维布、高性能覆铜箔版基纸、电子级纺织纱等关键原材料的自给能力。1999-2004 年，建滔积层板完成主要原料工厂的建设，选址集中于广东、江苏两省。自建产线产品大部分用于集团内部生产，确保了覆铜板上游原料稳定供应，便于公司全程把控产品质量，增强客户粘性与订单持续性，并且一定程度上避免了原材料价格波动带来的风险。

表2: 建滔积层板上游物料工厂分布在广东、江苏

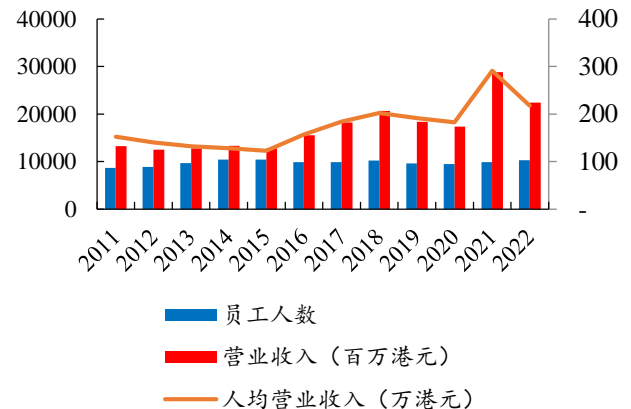
工厂	年份	产品
建滔(佛冈)特种树脂有限公司	2003	PVB材料
忠信(清远)光伏材料科技有限公司	2012	PVB材料
广州忠信世纪电子材料制造有限公司	2001	玻璃丝
清远忠信世纪电子材料有限公司	2006	玻璃丝
建滔(广东)电子专用材料有限公司	2003	玻璃纤维布
建滔(清远)电子材料有限公司	2006	玻璃纤维布
清远凯荣德电子专用材料有限公司	2014	玻璃纤维布
建滔(江苏)化工有限公司	2004	酚醛树脂
建滔(佛冈)绝缘材料有限公司	1999	高性能覆铜箔版基纸
忠信(太仓)绝缘材料有限公司	2002	高性能覆铜箔版基纸

资料来源: 公司官网、企查查、开源证券研究所

规模优势明显, 实现生产降本。在覆铜板市场, 建滔积层板 2022 年市占率位居第一。公司在国内外持续扩大产线投资, 2022 全年覆铜板资本投入达到 24.17 亿港元, 2023H2 于泰国增加覆铜板产能每月 40 万张; 截至 2024 年, 公司在华东及华南营运超过 20 间厂房。生产方面, 规模效应能够摊薄产品单位成本, 并通过持续提升自动化水平实现人效优化, 2011-2022 年人均营业收入显著增长且穿越多轮周期的情况下, 并未出现员工大幅扩招, 员工人均营业收入长期保持提升。

图10: 2021-2023 年覆铜板资本支出占比近 100%


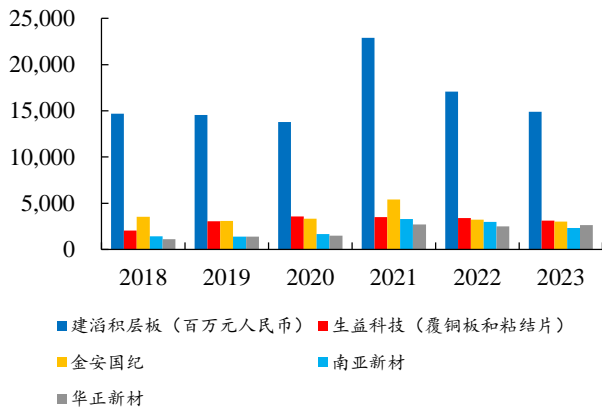
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 公司员工人均营收长期有所提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

受益于垂直整合+规模效应降本叠加作用, 公司产品定价极具竞争力, 毛利水平位居行业前列且更具韧性。2020-2021 年铜价上行阶段, 受益于稳定的产品质量, 公司拥有更强议价权, 叠加下游需求带来规模效应下边际成本下降, 2021 年公司毛利率增长 6.8%, 领先于行业友商。2022-2023 年, 市场出现产能过剩现象, 覆铜板价格持续走低, 公司仍能维持 23%/16% 的毛利率水平, 盈利能力相对稳定 (生益科技披露口径为覆铜板及粘结片, 粘结片毛利远高于覆铜板, 故其覆铜板实际毛利应低于财报数据)。

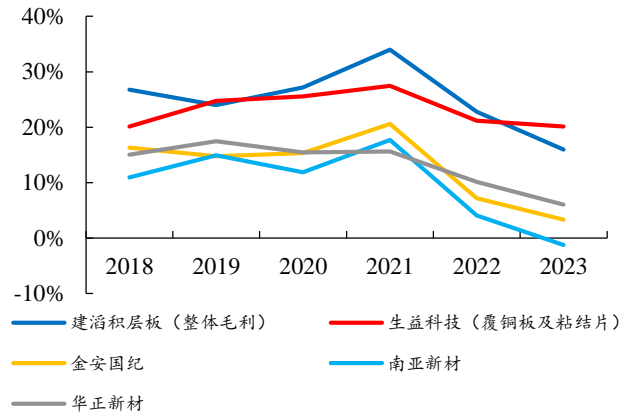
图12: 公司覆铜板收入规模在业内遥遥领先



备注: 建滔积层板收入已按照当年历史汇率换算

数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

图13: 公司毛利行业领先且更具韧性

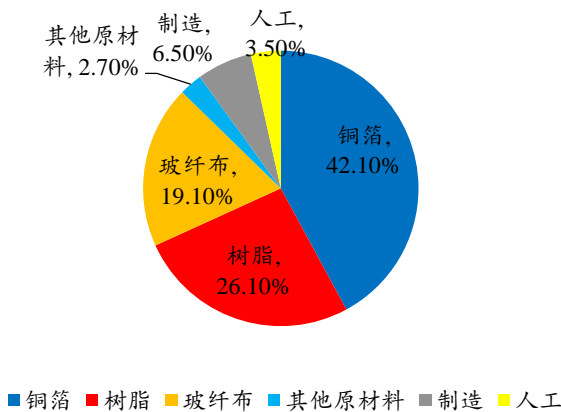


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、上游成本: 铜价步入上涨周期, 驱动出货价格提升

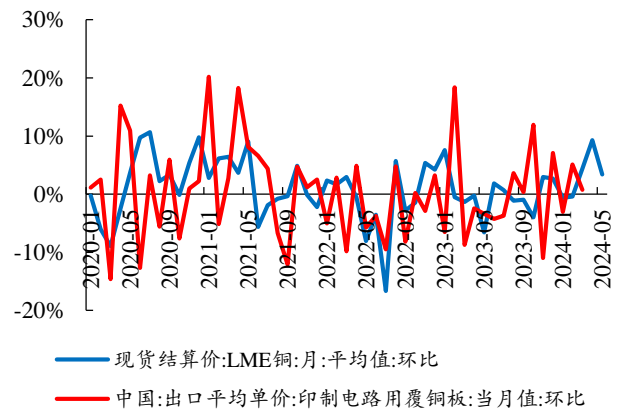
覆铜板成本以铜为主, 抬升主要受铜价上涨拉动。拆分覆铜板成本结构可知, 铜/铜箔为最重要的原材料, 占比 42.1%; 其次为树脂、玻纤布, 分别占比 26.1%/19.1%。覆铜板价格对铜价富有弹性, 由于终端应用广泛, 竞争格局相对 PCB 更为集中, 其涨幅一般高于铜价成本, 因此铜价上涨时, 覆铜板企业往往能够实现收入与毛利双增。

图14: 铜箔占覆铜板成本的 42.1%



数据来源: 中商产业研究院、开源证券研究所

图15: 覆铜板价格弹性大于原铜



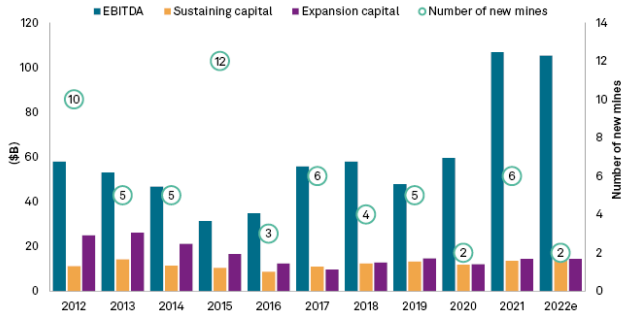
数据来源: Wind、开源证券研究所

供需两端同时作用下, 铜价上涨周期方兴未艾, 覆铜板价格弹性上涨。铜产业链可划分为上游开采、中游冶炼及下游铜箔生产。根据 S&P Global Market Intelligence 的数据, 尽管全球主要铜企 EBITDA 在 2020-2021 年迎来高速增长, 但资本开支仍处于低位; 2024 年, 受美联储不断加息及环保因素影响, 全球铜矿资本支出意愿延续弱势, 叠加铜矿品位持续下降, 考虑到铜矿产能落地周期需 3-5 年, 铜中期供应收缩。从冶炼端来看, 中国有色金属工业协会于 2024 年 3 月 13 日组织召开“铜冶炼企业座谈会”, 向市场释放冶炼厂减产预期。从宏观经济来看, 国内刺激消费政策

逐步释放，叠加美联储降息预期，支撑全球铜需求增长。供需因素共同作用下，铜价于2024年进入上行通道，沪铜、伦铜2024Q1分别累计涨幅4%/5%，并在4月维持上涨趋势，支撑覆铜板价格一路上行。

图16: 2020-2021年全球主要铜企 EBITDA 增长

Primary copper mines enjoy high EBITDA while investment in new projects lags

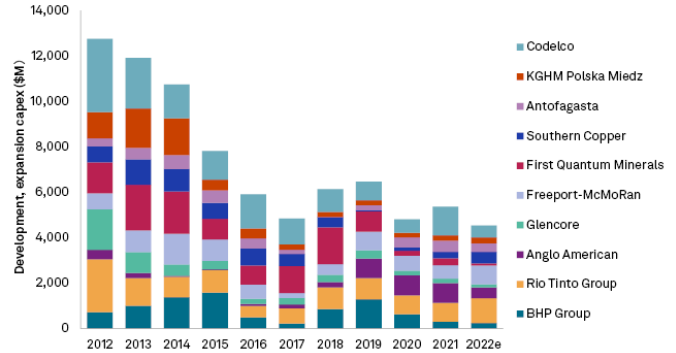


Data as of March 15, 2023.
Costs presented on co-product basis; e = estimate; f=forecast.
EBITDA = earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.
S&P Global Market Intelligence consensus forecast scenario.
Source: S&P Global Market Intelligence.
© 2023 S&P Global.

数据来源: S&P Global Market Intelligence

图17: 全球主要铜企资本开支维持低位

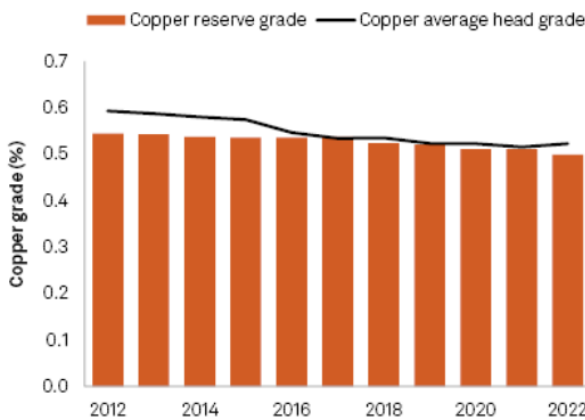
10 leading miners development capital expenditure on copper projects



As of March 15, 2023.
e = estimate.
Source: S&P Global Market Intelligence.
© 2023 S&P Global.

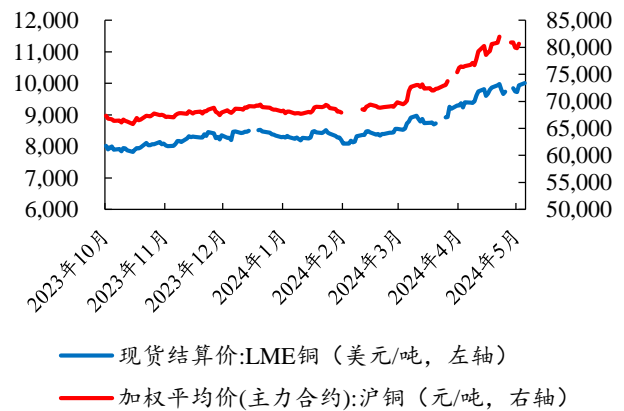
数据来源: S&P Global Market intelligence

图18: 2012-2022年铜矿品位持续下滑



数据来源: S&P Global Market Intelligence

图19: 2024Q1沪铜、伦铜分别累计涨幅4%/5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

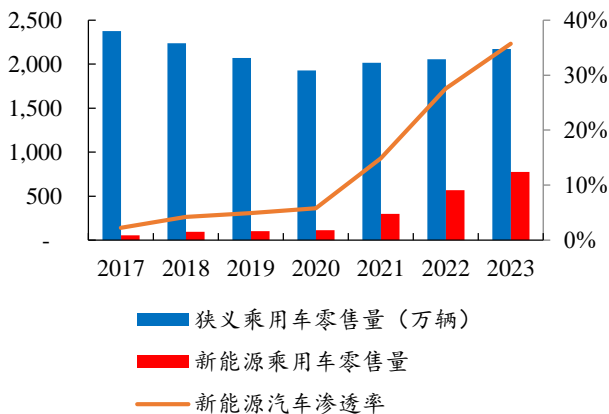
4、下游需求: 终端行业底部回升, 强议价权把握红利

4.1、行业结构: 受益于汽车、家电增长, 消费电子复苏在即

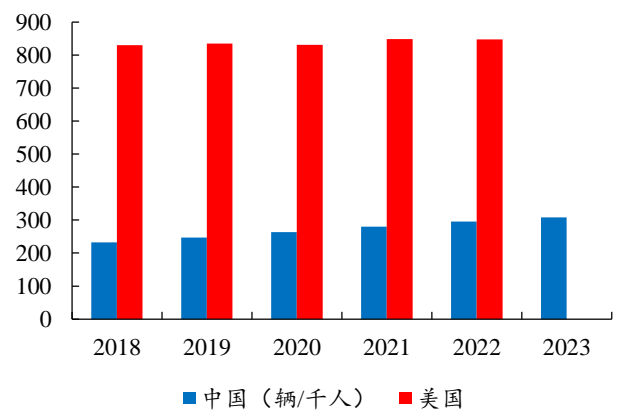
建滔积层板直接客户为PCB厂商, 下游终端客户分布广泛。按照行业拆分公司终端客户结构, 汽车(含新能源汽车)占据主导地位, 其次为家电、消费电子、服务器等。整体而言, 家电、汽车景气度高, 增长具备确定性; 消费电子进入触底回升阶段; 工业、医疗等有望伴随宏观经济周期得到恢复。

汽车: 新能源渗透率稳步增长, 期待以旧换新利好政策落地。根据乘联会的预

测，2024 年我国汽车市场仍将维持同比增长，乘用车总体零售 2220 万台，yoy 3%；新能源车批发 1100 万辆，yoy 22%，增速显著高于大盘，渗透率将达到 40%。由于包含自动驾驶、雷达、充电设备等部件，新能源汽车 PCB 单车用量高于油车，新能源渗透率提升将利好覆铜板及 PCB 需求。长期来看，我国千人汽车保有量仅为美国的 1/4，汽车市场发展仍然存在较大空间；2024 年政府工作报告明确提出：鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费，2024 年有望看到更多利好政策落地，刺激新能源汽车需求不断释放。

图20：我国新能源车渗透率高速增长


数据来源：乘联会、开源证券研究所

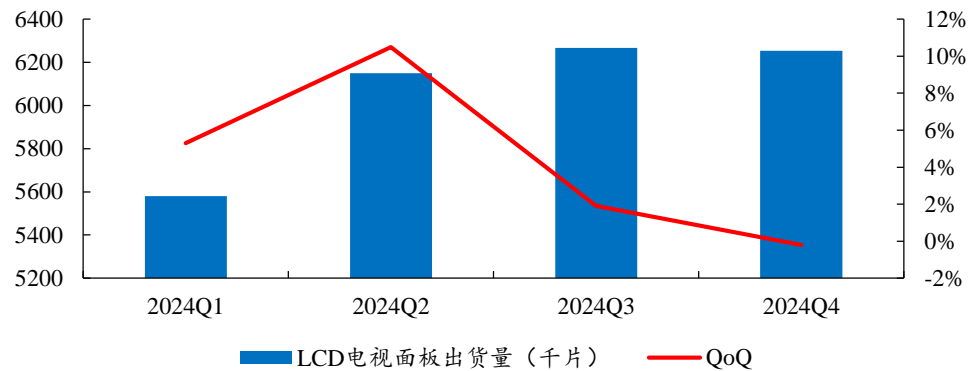
图21：我国千人汽车保有量仅为美国的 1/4


数据来源：国家统计局、公安部、美国经济分析局、CEIC、开源证券研究所

家电：光电板出货短期强劲，空调出口动力十足。（1）光电板：光电板指用于 LCD 及其他面板的 PCB。在日韩企业（三星、JDI、松下）陆续停产 LCD 的背景下，市场格局向国内面板企业集中，市场形成涨价预期，叠加奥运会、欧洲杯等体育赛事拉动，红海冲突导致航运物流受阻，2024Q1 需求有所回暖。根据 TrendForce 预测，2024Q2 仍将看到面板出货量提升，面板厂 2024 全年出货目标平均同比提升 6.7%。

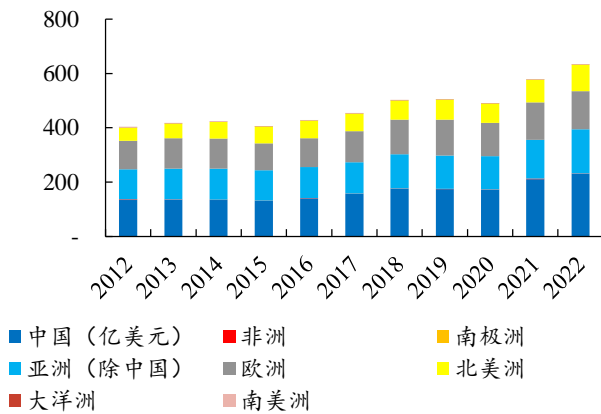
（2）空调：内销方面，房地产政策逐步宽松，新房安装需求或有增加；老房添置、老机置换需求仍待观察夏季气温情况。外销方面，我国空调出口保持强劲，出口额稳定保持世界第一；2024Q1 红海局势刺激海运价格上涨，导致欧洲区域提前锁单，叠加欧美存在补库需求，空调排产增势强劲（2 月出口排产同比增速转负系春节影响）；2024Q2 受海外房地产回暖及全球高温天气预期影响，外销排产维持同比增长。

图22：预计 2024Q2 LCD 出货量增速 10.5%



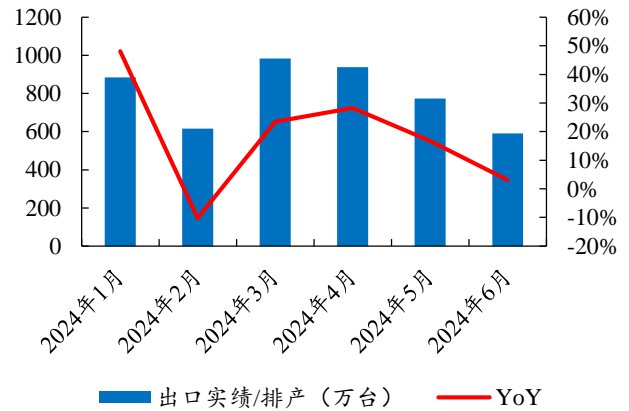
数据来源：TrendForce、开源证券研究所

图23：中国空调出口份额长期保持世界第一



数据来源：OEC、开源证券研究所

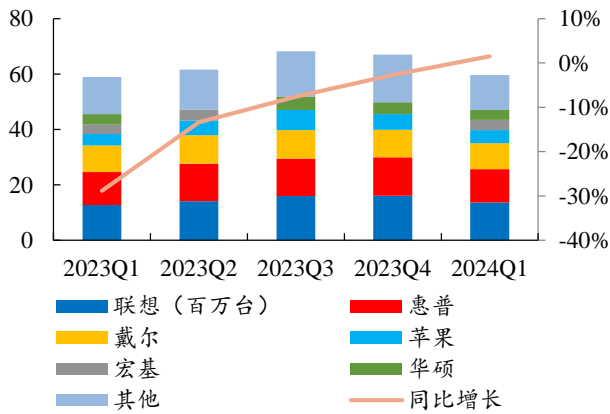
图24：中国空调出口排产 2024 年延续高景气



数据来源：产业在线、开源证券研究所

消费电子：PC、手机复苏曙光初现。(1) PC: IDC 数据显示，经历 2 年低谷期，全球传统 PC 市场于 2024Q1 回暖，出货量 5980 万台，yoy 1.5%，接近重回疫情前水平。2024 年各厂 AIPC 开始出货，叠加换机周期因素，PC 市场有望持续复苏，IDC 预测全球 PC 出货量 2.654 亿台，yoy 2.0%，2028 年有望达到 2.922 亿台，4 年 CAGR 2.4%。(2) 手机: 根据 Counterpoint 的预测，2024 年全球手机出货量 12 亿部，yoy 3%，主要由 150-249 美金（经济型）、600-799 美金（高端）两大价位段产品驱动。经济型机种受益于币值趋稳带来购买力恢复的环境下，小米、OPPO、vivo、传音在印度、中东和非洲市场的加速投资；高端机种增量主要来自苹果、华为、三星，折叠屏与 AI 手机将刺激新一轮消费需求。

图25: 2024Q1 头部 PC 企业出货量同比转正



数据来源: IDC、开源证券研究所

图26: 预计 2024 年全球手机出货量增速 3%

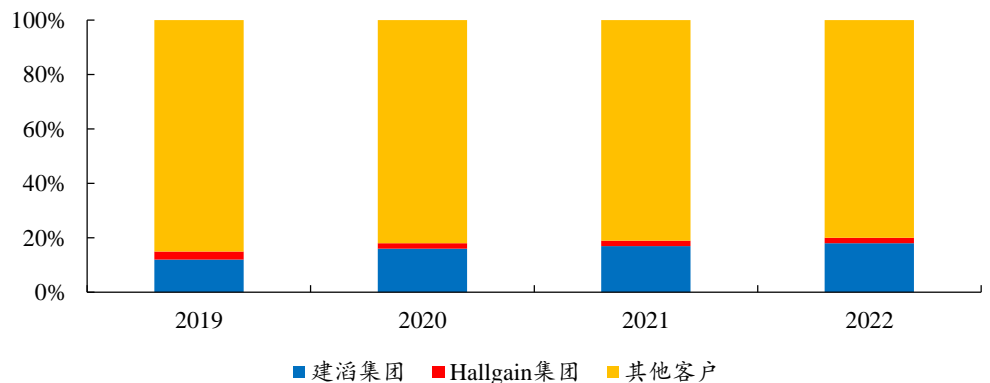


数据来源: Counterpoint

4.2、规模结构: 客户小而多, 掌握调价主动权

公司客户结构高度分散, 自有原材料产能充裕, 具备强议价权。2022 年, 公司第一、二大客户分别为建滔集团及其控股股东 Hallgain 集团, 占营业收入百分比分别为 18%/2%, 相比 2019 年分别变化 6%/-1%, 显示内部销售占比不断提升; 前五大客户营业收入比例小于 30%, 最大外部客户收入贡献估算在 2%-3%之间, 基于高度分散的客户结构, 公司面对下游 PCB 厂拥有较强议价权。与此同时, 公司凭借完善的供应链一体化体系, 实现了覆铜板上游材料自给, 保证了出货价格一定程度的自主可控。因此, 公司得以将提升的原材料成本转嫁至客户, 使得在行业高景气度阶段能够率先做出涨价反应。

图27: 公司客户分散程度高, 外部客户平均收入贡献低于 2%-3%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

收入端: 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 209.4/233.8/240.2 亿港元, 同比增长分别为 25.0%/11.6%/2.7%。主要考虑到: (1) 原铜供给收紧、下游终端需求恢复, 2024 年铜价有所上涨, 覆铜板产品涨价趋势明确; 玻纤布覆铜板扩产产能

持续落地，需求回暖下各类型覆铜板稼动率均接近满产。(2) 铜涨价方兴未艾，叠加加工费回暖拉动，铜箔量价有望顺周期同步提升，同时玻纤布行业龙头产能扩张受限，短期存在提价空间，共同推动上游物料收入提升。(3) 公司已于2021年出售最后一个楼盘，目前物业已基本停止贡献收入，后续将聚焦主业。

利润端：公司行业龙头地位稳固，铜箔等原材料价格上涨带动覆铜板弹性提价，覆铜板毛利有望反弹，叠加产量提升带来经营杠杆效应持续释放，我们预计公司2024-2026年经营利润分别为26.4/37.7/39.6亿元，归母净利润分别为18.0/27.0/29.1亿港元，归母净利率分别为8.6%/11.5%/12.1%。

表3：建滔积层板盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入 (百万港元)	22,364	16,750	20,941	23,378	24,018
覆铜面板	19,134	16,448	20,696	23,152	23,801
物业	3,170	227	175	151	142
投资	59	76	70	75	75
收入增速 (%)	-22.3%	-25.1%	25.0%	11.6%	2.7%
覆铜面板	-31.6%	-14.0%	25.8%	11.9%	2.8%
物业	338.6%	-92.8%	-23.1%	-13.6%	-6.2%
投资	-29.1%	28.3%	-7.4%	7.1%	0.0%
分部业绩 (百万港元)	3,626	1,563	2,644	3,765	3,957
覆铜面板	2,266	1,516	2,581	3,717	3,912
物业	1,561	42	52	38	35
投资	-201	4	10	10	10
归母净利润 (百万港元)	1909	907	1796	2696	2902

数据来源：公司公告、开源证券研究所

覆铜板为重资产的成熟行业，适合采用PE或PB指标进行估值。我们主要选取全球知名覆铜板厂商生益科技、华正新材、宏昌电子、联茂、台曜作为可比公司。生益科技、华正新材均为国内覆铜板头部企业；宏昌电子为国内拥有上游原料产线，具备垂直整合能力的大型覆铜板厂商；联茂、台曜为中国台湾地区经营历史悠久的覆铜板龙头。公司当前股价7.88港元分别对应2024-2026年13.7/9.1/8.5倍PE，1.5/1.6/1.4倍PB，低于可比公司2024年平均PE 23.5，平均PB 2.4；考虑到公司为覆铜板行业龙头，还应给予一定估值溢价，故当前估值处于较低水平。

考虑到行业景气度回升带动公司产品价格上涨，在规模化和垂直整合能力加持下，公司毛利率有望得到修复，叠加经营杠杆效应释放净利润空间，驱动公司业务估值双升，首次覆盖给予“买入”评级。

表4：建滔积层板同业基本面及估值对比

股票代码	证券名称	市值 (亿元)	营业收入 (百万元)				净利润 (百万元)				P/E		P/B	
			2024E	2025E	2026E	CAGR	2024E	2025E	2026E	CAGR	2024E	2025E	2024E	2025E
600183.SH	生益科技	474	19,335	22,180	24,571	12.7%	1,822	2,305	2,684	21.4%	25.7	20.4	3.1	2.9
603186.SH	华正新材	33	4,399	5,200	6,217	18.9%	178	297	346	39.4%	18.3	11.0	1.8	1.6
603002.SH	宏昌电子	49	2,883	4,564	5,750	41.2%	174	390	534	75.2%	28.5	12.6	1.4	1.2
6213.TW	联茂	100	6,661	7,559	8,032	9.8%	347	572	604	31.9%	27.1	17.2	2.1	2.0

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

股票代码	证券名称	市值 (亿元)	营业收入 (百万元)				净利润 (百万元)				P/E		P/B	
			2024E	2025E	2026E	CAGR	2024E	2025E	2026E	CAGR	2024E	2025E	2024E	2025E
6274.TWO	台耀	111	4,928	5,765	6,647	16.1%	596	784	930	24.9%	17.7	13.4	3.4	3.0
	平均值	129	153	7,641	9,054	10,243	15.8%	623	870	1,020	27.9%	23.5	14.9	2.4

数据来源: Bloomberg、开源证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 6 月 7 日, 可比公司盈利预测皆来自彭博一致预期, 2024 年 6 月 7 日汇率新台币: 人民币=0.2204)

6、风险提示

下游需求不及预期: 若汽车、家电行业需求增长未达预期, 或消费电子行业持续低迷, 可能会影响公司产品需求。

铜价波动风险: 若铜价涨幅不及预期, 则覆铜板涨价力度可能有所收窄, 影响公司经营业绩。

产能释放不及预期: 若新建产能未能如期释放, 则可能影响公司生产进程与出货节奏。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,721	14,013	15,175	14,543	16,220
现金	3,290	2,223	2,280	2,827	4,078
应收账款	3,834	3,765	4,746	4,115	4,209
存货	2,430	2,734	2,606	2,590	2,643
其他流动资产	4,168	5,290	5,543	5,010	5,291
非流动资产	10,579	9,746	10,281	10,202	10,076
固定资产及在建工程	7,218	7,333	6,933	7,161	7,142
无形资产及其他长期资产	3,361	2,413	3,348	3,041	2,934
资产总计	24,300	23,759	25,456	24,745	26,297
流动负债	4,708	5,595	6,694	5,666	5,985
短期借款	200	1,759	1,258	1,072	1,363
应付账款	2,544	2,257	2,511	2,438	2,402
其他流动负债	1,963	1,579	2,924	2,156	2,220
非流动负债	4,520	2,992	2,830	3,448	3,090
长期借款	4,200	2,692	2,597	3,163	2,818
其他非流动负债	320	300	233	284	272
负债合计	9,228	8,588	9,524	9,113	9,075
股本	312	312	312	312	312
储备	14,737	14,639	15,596	15,295	16,886
归母所有者权益	15,049	14,951	15,908	15,607	17,198
少数股东权益	23	24	24	24	24
负债和股东权益总计	24,300	23,563	25,456	24,745	26,297

现金流量表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,407	2,419	3,582	4,236	4,690
税前利润	3,358	1,193	2,340	3,507	3,776
折旧和摊销	781	781	781	781	781
营运资本变动	4,986	2,089	3,236	4,403	4,672
其他	-1,719	-1,644	-2,774	-4,456	-4,539
投资活动现金流	-2,330	-173	-2,261	-1,602	-1,346
资本开支	-1,491	-1	-873	-788	-554
其他	-839	-173	-1,388	-814	-792
融资活动现金流	-3,143	-2,126	26	-708	-561
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	3,500	3,611	4,645	3,919	4,058
其他	-6,643	-5,737	-4,619	-4,626	-4,619
汇率变动对现金的影响	-94	0	0	0	0
现金净增加额	2,865	3,290	2,223	2,280	2,827
期末现金总额	3,290	2,223	2,280	2,827	4,078

利润表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,364	16,750	20,941	23,378	24,018
营业成本	17,274	14,073	17,091	18,429	18,862
营业费用	515	426	426	426	426
管理费用	942	792	792	792	792
其他收入/费用	1,366	-57	50	14	26
营业利润	2,266	1,516	2,581	3,717	3,912
净财务收入/费用	-130	-274	-272	-234	-192
其他利润	1,222	-50	30	24	56
除税前利润	3,358	1,193	2,340	3,507	3,776
所得税	1,448	284	538	807	868
少数股东损益	0	1	5	5	5
归母净利润	1,909	907	1,796	2,696	2,902
EBITDA	4,413	2,247	3,355	4,481	4,557
扣非后净利润	1,909	907	1,796	2,696	2,902
EPS(港元)	0.61	0.29	0.58	0.86	0.93

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-22.3	-25.1	25.0	11.6	2.7
营业利润(%)	-57.6	-56.9	69.2	42.4	5.1
归属于母公司净利润(%)	-60.0	-64.5	96.1	49.9	7.7
获利能力					
毛利率(%)	22.8	16.0	18.4	21.2	21.5
净利率(%)	8.5	5.4	8.6	11.5	12.1
ROE(%)	12.7	6.1	11.3	17.3	16.9
ROIC(%)	17.2	6.1	11.8	17.7	17.6
偿债能力					
资产负债率(%)	38.0	36.4	37.4	36.8	34.5
净负债比率(%)	29.2	29.8	24.2	27.1	24.3
流动比率	2.9	2.5	2.3	2.6	2.7
速动比率	2.4	2.0	1.9	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	5.8	4.4	4.4	5.7	5.7
应付账款周转率	8.8	7.4	8.3	9.6	10.0
存货周转率	9.2	6.1	8.0	9.0	9.1
每股指标(港元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.29	0.58	0.86	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	2.37	0.78	1.15	1.36	1.50
每股净资产(最新摊薄)	4.82	4.79	5.10	5.00	5.51
估值比率					
P/E	12.9	27.1	13.7	9.1	8.5
P/B	1.6	1.6	1.5	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn