

建滔积层板(1888 HK, 未评级)

市值	US\$5,099 百万元
6个月平均日成交量	US\$10 百万元
股价 (2018/2/7)	HK\$12.94
净现金	HK\$875 百万元

报告分析师:

魏弘玺

+852 3696 9526

James.HS.Wei@yuanta.com

印刷电路板/基板产业

建滔积层板(1888 HK, 未评级) – 垂直整合得益于产业上升周期

► 近期我们对建滔积层板进行了渠道调查:

垂直整合受益于上游材料价格上涨: 建滔积层板于2018年1月15日发布盈利预喜, 表示其2017年扣除非经常性收益后的营业净利润将同比增长逾90%。业绩表现突出是因为公司垂直整合受益于上游材料及铜箔基板(CCL)价格全年上涨。我们认为2018年盈利增长强势将继续, 系因1) 公司将扩张产能增加供应量; 2) 上游材料及铜箔基板(CCL)价格有望维持高位; 以及3) 公司产品组合将改善, 从而提升毛利率。

产能扩张以应对不断增长的需求: 玻璃纱和玻璃纤维供应短缺限制了建滔积层板的铜箔基板(CCL)产量。因此, 公司2017年上半年铜箔基板(CCL)出货量同比下滑8%。为了解决供应限制, 2017年末建滔积层板玻璃纱和玻璃纤维产能分别扩张了36%/18%, 同时环氧树脂铜箔基板(Glass epoxy laminates)产能也扩张了10%。管理层认为对于铜箔基板(CCL)业务来讲, 汽车及家电产品为2018年上半年的主要成长动能, 而2018年下半年主要靠5G应用带动。

预计上游材料及CCL价格将维持高位: 由于上游材料(如玻璃纱/玻璃纤维, 铜箔和环氧树脂)价格上涨, 2017年上半年建滔积层板铜箔基板(CCL)平均售价同比增长32%。展望2018年, 上游材料价格有望继续维持高位, 系因2018年年底前供应不会有大的增加。因此, 我们认为2018年建滔积层板的铜箔基板(CCL)平均售价将保持稳定。

产品组合优化将进一步提升毛利率: 由于上游材料及铜箔基板(CCL)价格上涨, 建滔积层板毛利率由2013年的16%升至2017年上半年的32%。为了进一步提升毛利率, 管理层计划增加高端铜箔基板(CCL)的布局, 例如汽车用无卤素铜箔基板(CCL)以及5G应用中的低Dk铜箔基板(CCL)。高档铜箔基板(CCL)占建滔积层板2017年上半年总销售额的15%, 到2019年公司拟将该占比提至30%。

估值不高: 建滔积层板当前股价分别对应2017/18年预期市盈率10倍/10倍, 与同业均值15倍/11倍相比我们认为该估值并非非常昂贵。

分析师声明及重要披露事项请参见附录A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来, 投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时, 应仅将本报告视为其中一项考量因素。本报告原系以英文做成, 并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问, 请参考原始英文版。

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	154	34%
持有-超越同业	105	23%
持有-落后同业	19	4%
卖出	4	1%
评估中	169	37%
限制评级	3	1%
总计：	454	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价资讯以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价资讯以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价资讯以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价资讯以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2018 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀约。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般资讯，文中所载资讯或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资标的之要约或要约之引诱。报告资料之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资标的，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对资料之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送给美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细资料之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名

元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细资料之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部

元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼