

科创板化工新材料公司系列研究：方邦股份

未评级

核心观点：

1、公司主营业务：公司主要从事高端电子材料的研发、生产及销售，专注于提供高端电子材料及应用解决方案。现有产品包括电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板及超薄铜箔等，主要用于FPC产业链和消费电子、汽车电子、通信设备等领域。其中，电磁屏蔽膜是公司的主要收入来源，占2018年总营业收入的98.8%。

2、核心技术：经过多年的技术攻关和研究试验，公司除掌握了当前市场主流的金属合金型电磁屏蔽膜全套生产技术以及自主知识产权外，还创新研发出了微针型电磁屏蔽膜生产核心技术，电磁屏蔽膜产品性能已经达到国际领先水平，公司成为少数掌握超高电磁屏蔽效能、极低插入损耗技术的电磁屏蔽膜生产厂商之一。公司拥有一支由通讯、机械自动化、材料学和化学等多学科人才组成的研发团队，获得国内外专利技术65项，其中国内专利60项、美国国家专利3项、日本国家专利1项、韩国国家专利1项。

3、产业链位置及竞争对手：公司处于FPC产业链中上游，上游包括树脂、橡胶、导电粒子、铜靶、镍靶、原膜、包装材料等原材料及配件，直接下游行业主要为FPC行业，应用于消费电子、汽车电子和通信设备等领域。公司是国内规模最大的电磁屏蔽膜生产厂商，在行业中已形成较高的品牌认可度，具有较强的议价能力，在全球的市场份额也仅次于日本拓自达，除此之外还有日本东洋科美、中国乐凯科技等少数主要竞争对手。

4、实控人及重要股东：截至招股说明书签署日（发行前），公司控股股东为胡云连、力加电子、美智电子、李冬梅，分别占发行前股份比例为24.26%、23.48%、12.00%、3.91%，共计63.65%。其中，苏陟和李冬梅为夫妻关系，力加电子、美智电子系苏陟和李冬梅共同控制的企业。其他持有公司5%以上股份的主要股东为：易红琼、松禾创投。

5、财务状况：2016-2018年，公司营业收入分别为1.90、2.26（+18.90%）、2.75（+21.42%）亿元，净利润分别为0.83、1.00（+20.59%）、1.23（+22.66%）亿元，研发费用分别占营业收入的9.69%、8.59%、7.88%。

6、估值分析：在不考虑超额配售情况下，考虑到公司作为稀缺标的，估值存在一定溢价空间，我们认为公司此次发行的估值区间位于32-38x是比较合理的，发行后的每股内在价值为49.3-58.5元。

7、风险提示：核心技术泄密与技术人员流失风险、营收和毛利率下降风险、募投项目不及预期风险、新产品的研发生产及市场推广的风险等。

主要财务指标

| 指标 | 2016A | 2017A | 2018A |
|------------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(万元) | 19,028.26 | 22,625.45 | 27,470.74 |
| 同比增长率(%) | - | 18.90 | 21.42 |
| 净利润(万元) | 8,313.42 | 10,025.51 | 12,297.03 |
| 同比增长率(%) | - | 20.59 | 22.66 |
| EPS(元) | 1.33 | 1.60 | 1.95 |
| 资产负债率(%) | 6.82 | 5.57 | 4.94 |
| ROE(摊薄)(%) | 31.84 | 27.73 | 28.24 |
| 销售净利率(%) | 43.69 | 44.31 | 44.76 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

分析师

刘兰程

☎：010-83571383

✉：liulancheng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517100001

联系人：

任文坡

☎：010-83574570

✉：renwenpo_yj@chinastock.com.cn

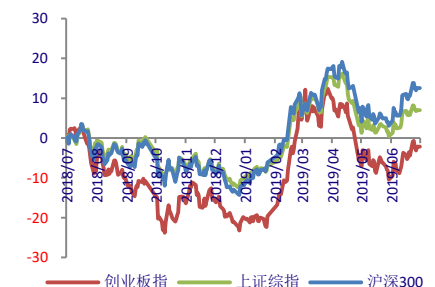
市场数据

2019/07/07

| | |
|------------|---------|
| 科创板受理企业数量 | 142 |
| 已中止审查企业数量 | 1 |
| 上证指数 | 3011.06 |
| 沪深300指数 | 3893.20 |
| 当前总股本(万股) | 6000 |
| 拟发行股数(万股) | 不超过2000 |
| 发行后总股本(万股) | 不超过8000 |

相对指数表现

2019/07/07



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、方邦股份：国内电磁屏蔽膜龙头企业..... | 1 |
| （一）公司主营业务..... | 1 |
| （二）公司核心技术及研发投入..... | 3 |
| （三）盈利模式及竞争优势..... | 4 |
| （四）股权结构..... | 5 |
| 二、所处行业现状及竞争格局..... | 6 |
| （一）受益于全球电子产品的发展 FPC 行业需求保持增长..... | 6 |
| （二）作为 FPC 世界加工工厂 我国电磁屏蔽膜呈现快速发展趋势..... | 7 |
| （三）公司所属产业为战略性新兴产业 未来增长前景可期..... | 8 |
| 三、财务状况及募集资金计划..... | 9 |
| （一）主要财务指标..... | 9 |
| （二）募集资金计划..... | 10 |
| 四、估值分析..... | 10 |
| 五、风险提示..... | 11 |
| 六、附录..... | 13 |

一、方邦股份：国内电磁屏蔽膜龙头企业

(一) 公司主营业务

公司自 2010 年成立以来，主要围绕高端电子材料进行研发、生产和销售，产品包括电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板及超薄铜箔，广泛应用于消费电子、汽车电子和通信设备等领域。其中，电磁屏蔽膜是公司目前的主要营业收入来源，占到 98.8%。

自 2000 年日本拓自达公司率先开发出电磁屏蔽膜以后，该市场长期被国外公司垄断。2012 年，公司成功开发出具有自主知识产权的电磁屏蔽膜，填补了我国在高端电磁屏蔽膜领域的空白，打破境外企业的垄断，完善了我国 FPC（柔性印制线路板）产业链，同时可为我国智能手机、可穿戴设备、航空航天、国防军工、5G 等领域提供电子材料领域的尖端技术支持。

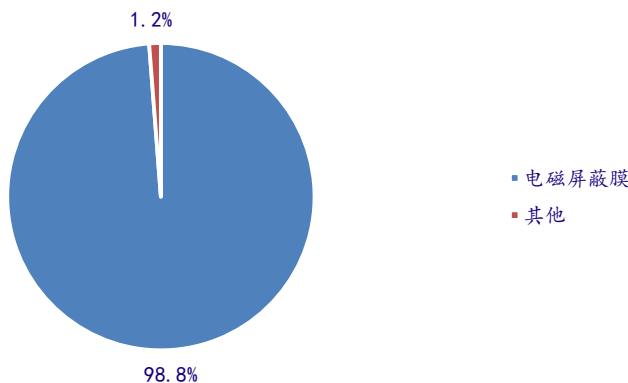
公司在持续发挥电磁屏蔽膜产品优势的同时，积极响应国家发展战略性新兴产业号召，凭借多年的技术积累，陆续开发出了导电胶膜、极薄挠性覆铜板和超薄铜箔等高端电子材料。以极薄挠性覆铜板为突破口，进一步拓宽公司的产品线，为公司长远发展奠定了坚实的基础。

图 1：公司发展历程图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

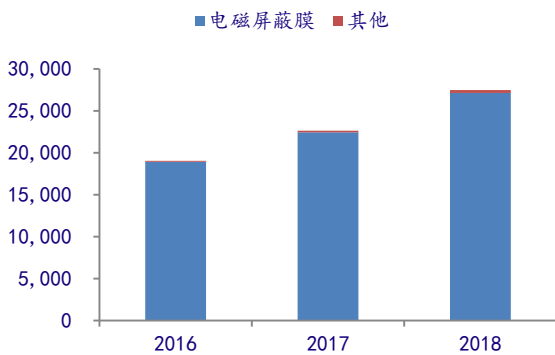
图 2：2018 年公司主营业务构成



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

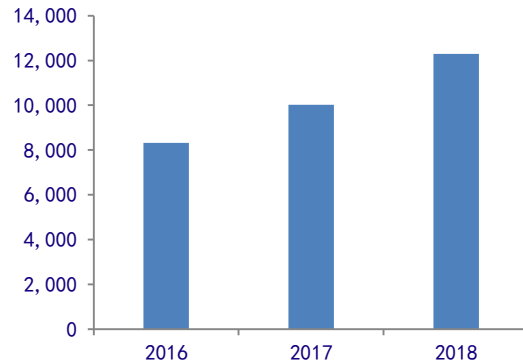
随着公司研发及生产实力的不断增强，公司产品种类、产能及经营规模不断扩大，营业收入和净利润水平快速增长，分别从 2016 年的 19,028.26 万元和 8,313.42 万元增长到 2018 年的 27,470.74 万元和 12,297.03 万元。

图 3: 2016-2018 年公司营业收入及增长趋势



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

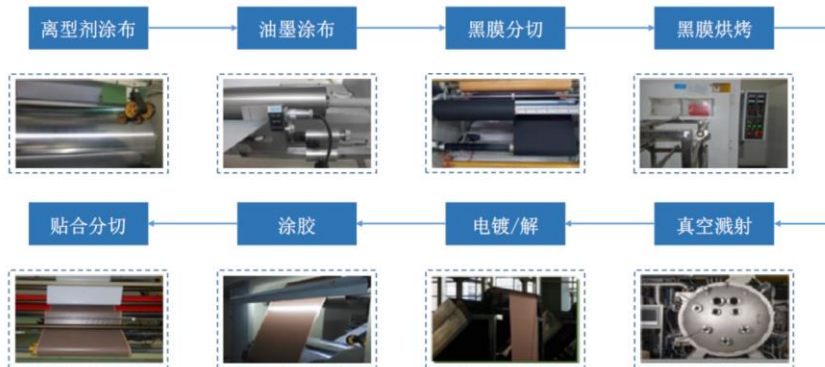
图 4: 2016-2018 年公司净利润及增长趋势



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

电磁屏蔽膜是一种电磁屏蔽材料, 目前主要应用于关键电子元器件 PCB (印制线路板)、FPC (柔性印制线路板) 及相关组件中。FPC 是 PCB 的一种, 具有配线密度高、轻薄、可弯折、可立体组装等特点, 适用于小型化、轻量化的电子产品, 符合下游行业中电子产品智能化、便携化发展趋势。目前, FPC 电磁屏蔽的主要措施是在其表面贴电磁屏蔽膜。

图 5: 电磁屏蔽膜主要生产工艺流程



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 6: 公司主要产品及应用情况



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

(二) 公司核心技术及研发投入

1. 核心技术/产品

公司是高端电子材料及解决方案供应商，主要产品包括电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板及超薄铜箔等，均属于高技术含量的产品。经过多年的技术攻关和研究试验，公司已经掌握了聚酰亚胺表面改性处理、精密涂布技术及离型剂配方、聚酰亚胺薄膜离子源处理、卷状真空溅射、连续卷状电镀/解、电沉积加厚和电沉积表面抗高温氧化处理等技术，并不断完善原料配方、产品设计和工艺技术，成为少数掌握超高电磁屏蔽效能、极低插入损耗（即信号传输损耗）技术的电磁屏蔽膜生产厂商之一，打破了国外企业的垄断、填补了我国在高端电磁屏蔽膜领域的空白，完善了我国 FPC 产业链。公司被广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局和广东省地方税务局授予“高新技术企业证书”。

市场上主流使用的是金属合金型电磁屏蔽膜，公司除掌握了该种产品的全套生产技术以及自主知识产权外，还创新研发出了微针型电磁屏蔽膜，优化了屏蔽效能和低插入损耗等性能。2014 年，公司推出新型电磁屏蔽膜 HSF-USB3 系列，屏蔽效能进一步提高，同时可大幅降低信号传输损耗，降低传输信号的不完整性，能够满足下游应用更高的技术要求，进一步拓宽电磁屏蔽膜的应用领域，可应用于 5G 等高频领域。

据测算，2018 年中国和全球电磁屏蔽膜的用量分别为 929.99 万平方米和 1,859.98 万平方米，同期公司在国内和全球销量分别为 310.78 万平方米和 364.50 万平方米，市场占有率分别为 33.42% 和 19.60%。

表 1: 公司关键核心技术

| 序号 | 技术名称 | 技术来源 | 技术先进性及具体表征 | 应用的主要产品 | 相关知识产权 |
|----|------------------|------|---|----------------------------|-------------------|
| 1 | 聚酰亚胺表面改性技术 | 自主开发 | 经过表面改性的聚酰亚胺将适合于真空溅射工艺 FCCL，可以在高温热冲击、高温高湿、冷热循环等条件下仍具有高剥离强度性能，可使方邦的新 FCCL 产品将具备佳的性能。 | 覆铜板（FCCL） | 7 项发明专利 |
| 2 | 精密涂布技术 | 自主开发 | 涂布厚度可控，外观一致，厚度均匀，且可以连续多次涂布，产品品质良率高达 99% 以上，保证了产品的竞争力。 | 电磁屏蔽膜 | 8 项发明专利；9 项实用新型专利 |
| 3 | 薄膜离子源处理技术 | 自主开发 | 采用合适的表面特种离子源处理技术，提高了薄膜表面能与表面清洁度，保证了产品品质。 | 覆铜板（FCCL） | 1 项发明专利；1 项实用新型专利 |
| 4 | 卷状真空溅射技术 | 自主开发 | 适应于大规模卷式生产，具有极高的生产效率，极大降低了产品开发与批量生产成本；多种溅射靶材配合使用，能极大提高产品复合层的剥离强度，使产品满足电子组装高温无铅焊接。 | 电磁屏蔽膜 / 覆铜板（FCCL）/ 极薄可剥离铜箔 | 1 项发明专利；1 项实用新型专利 |
| 5 | 连续卷状电镀/解/电沉积加厚技术 | 自主开发 | 采用自主设计的多极阳极配合精密脉冲电源技术，保证镀层厚度均匀，同时产品不会出现针孔等缺陷；采用自主开发的镀液配方，配合连续卷式电镀，使产品具有一般镀层 2 倍以上的拉伸强度，适应于高端 FPC 的柔性连接。 | 电磁屏蔽膜 / 覆铜板（FCCL）/ 极薄可剥离铜箔 | 1 项发明专利；1 项实用新型专利 |
| 6 | 电沉积表面抗高温氧化处理技术 | 自主开发 | 抗高温氧化层均匀稳定，能抵抗 FPC/PCB 产品耐受高温高湿和耐离子迁移测试。 | 电磁屏蔽膜 / 覆铜板（FCCL）/ 极薄可剥离铜箔 | / |
| 7 | 胶粘剂合成技术 | 自主开发 | 极高剥离强度，可耐受表面贴装工艺技术；具有微粘性，操作便利性强，提升效率。 | 电磁屏蔽膜 / 覆铜板（FCCL）/ 极薄可剥离铜箔 | / |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

2. 研发团队及投入

公司拥有一支由通讯、机械自动化、材料学和化学等多学科人才组成的研发团队。截至 2018 年 12 月 31 日，公司各类研发技术人员 60 人，其中本科及硕士学历 23 人、博士学历 1 人，研发人员数量占到员工总数的 21.5%，组成了具有较高层次和水平、人才结构合理、专业性和技术能力较强的研发队伍，为公司新产品研发和技术开发提供了人才保证。

公司高度重视研发工作，在研发方面保持较高投入水平。2016-2018 年，公司研发费用分

别为1,843.70万元、1,943.97万元和2,165.78万元,分别占营业收入的9.69%、8.59%和7.88%。研发费用逐年上升,其中2018年研发费用增长较大,主要是由于公司高度重视新产品、新工艺的研发工作,研发项目增加较多所致。

表2: 2016-2018年公司研发费用占比(单位:万元)

| 项目名称 | 2018年度 | 2017年度 | 2016年度 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 研发费用 | 2,165.78 | 1,943.97 | 1,843.70 |
| 营业收入 | 27,470.74 | 22,625.45 | 19,028.26 |
| 研发费用占营业收入比重 | 7.88% | 8.59% | 9.69% |

资料来源:公司招股说明书,中国银河证券研究院整理

(三) 盈利模式及竞争优势

1. 盈利模式

公司盈利模式主要是通过采购原料-加工成制品-销售产品,以贸易价差的形式获利。

公司采用“以产定购、批量订购”的采购模式,根据各个品种需求量和生产计划时间以及库存情况,确定每个品种的订购批量并发出订货需求单。公司采购体系执行ISO9000标准,采购价格确定方式主要采用询价模式。公司的主要原材料是聚酯薄膜(PET原膜)、聚酯薄膜(透明原膜)、导电粒子和胶水材料。聚酯薄膜(PET原膜)主要向杜邦公司采购;聚酯薄膜(透明原膜)、导电粒子和胶水材料均为市场供应充足的原材料,其中导电粒子为国外厂商生产。

在生产方面,由于电磁屏蔽膜及导电胶膜产品的保质期为三个月,且需要冷藏储存,为减少库存及降低损耗,公司采用“以销定产、需求预测相结合”的生产模式,由市场部接到客户订单或需求后向生产部门下达生产指标,生产部门根据订单情况及产品库存情况安排相应的生产计划。

公司的销售模式为直销模式,直接客户为FPC厂商,终端用户为智能手机、平板电脑等品牌厂商,不存在经销的情形。通过市场调研、行业变化趋势、技术进步等情况,为下游客户提出有针对性的解决方案。公司根据市场竞争情况确定产品销售价格。对于成熟产品,采用竞争导向定价策略,产品价格竞争对手同类产品价格的基础上适当调整;对于新开发的产品,刚刚进入市场时定价相对较高,随着时间的推移,逐步降低产品价格以进入价格较为敏感且需求量更为广阔的市场。

2. 竞争优势

公司竞争优势主要体现在:技术、成本、品牌/客户资源等方面。

(1) 技术优势

公司作为技术导向型企业,具有核心竞争力的主要技术包括精密涂布技术、卷状真空溅射技术、连续卷状电镀/解技术、材料合成及配方技术等。公司通过自主设计安装涂布、溅射与电镀/解等相关核心工序设备,并在生产过程中不断对设备参数、原料配方进行完善和改良,持续加强质量控制体系,形成了一整套高效的生产工艺与技术流程。公司拥有国内外专利技术65项,其中国内专利60项、美国国家专利3项、日本国家专利1项、韩国国家专利1项。

(2) 成本优势

公司在规模经营、核心技术、全工序自主生产方面建立了较大的成本优势。公司生产加工设备均为自主研发设计,造价较低,有效降低了生产成本;同时通过严格的质量控制,不断优化生产流程,有效控制了成本。公司原材料采购量大且稳定,与合格的供应商建立了长期的战略合作伙伴关系,议价能力较强。除此以外,由于公司的生产经营主要集中在中国境内,与日本等境外竞争对手相比,人力成本相对较低。

(3) 品牌/客户资源优势

公司作为国内规模最大的电磁屏蔽膜生产厂商,在行业中已形成较高的品牌认可度,具有

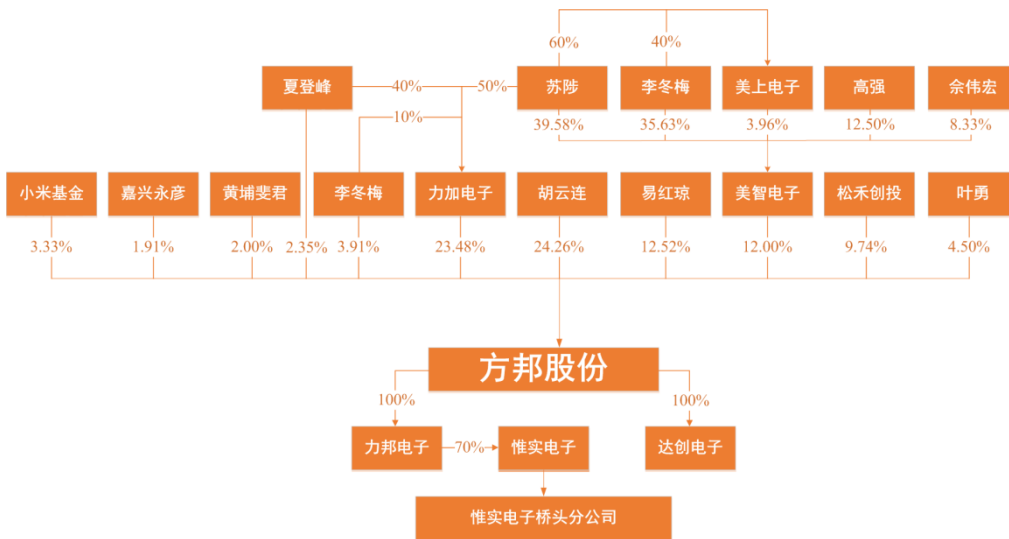
较强的议价能力，在全球拥有重要的市场地位。经过多年的发展，公司的电磁屏蔽膜已应用于三星、华为、OPPO、VIVO、小米等众多知名品牌的终端产品，并积累了旗胜、BH CO., LTD、Young Poong Group、弘信电子、景旺电子、三德冠、上达电子等优质客户资源。通过与下游终端厂商的技术探讨和交流，公司深入了解下游终端厂商对产品的个性化需求，将核心技术应用组合实现多元化产品，实现定制式研发和产品销售。

(四) 股权结构

截至招股说明书签署日（发行前），公司股本总额为 6,000 万股，控股股东为胡云连、力加电子、美智电子、李冬梅，分别直接持有股份数量为 1,455.5802 万股、1,408.6260 万股、720.0000 万股、234.7710 万股，分别占发行前股份比例为 24.26%、23.48%、12.00%、3.91%，共计 63.65%。其中，苏陟和李冬梅为夫妻关系，力加电子、美智电子系苏陟和李冬梅共同控制的企业。

截至招股说明书签署之日，其他持有公司 5% 以上股份的主要股东为：易红琼、松禾创投。

图 7：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

表 3：公司前十大股东及持股情况

| 序号 | 股东 | 持股数量 (万股) | 持股比例 (%) |
|----|------|------------|----------|
| 1 | 胡云连 | 1,455.5802 | 24.26 |
| 2 | 力加电子 | 1,408.6260 | 23.48 |
| 3 | 易红琼 | 751.2672 | 12.52 |
| 4 | 美智电子 | 720.0000 | 12.00 |
| 5 | 松禾创投 | 584.5800 | 9.74 |
| 6 | 叶勇 | 269.5420 | 4.50 |
| 7 | 李冬梅 | 234.7710 | 3.91 |
| 8 | 小米基金 | 200.0000 | 3.33 |
| 9 | 夏登峰 | 140.8626 | 2.35 |
| 10 | 黄埔斐君 | 120.0000 | 2.00 |
| | 合计 | 5,885.2290 | 98.09 |

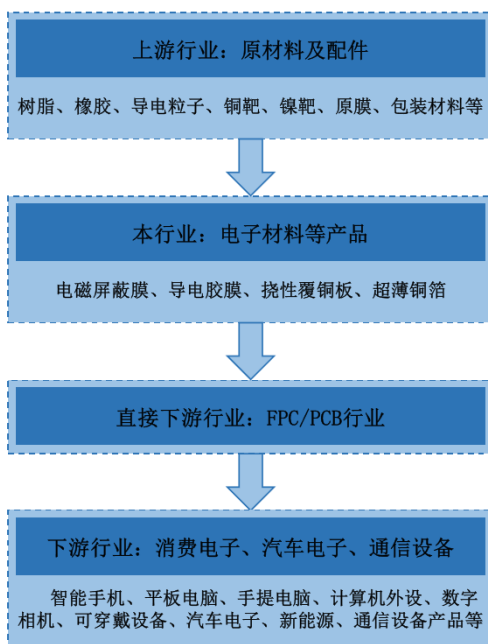
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

二、所处行业现状及竞争格局

(一) 受益于全球电子产品的发展 FPC 行业需求保持增长

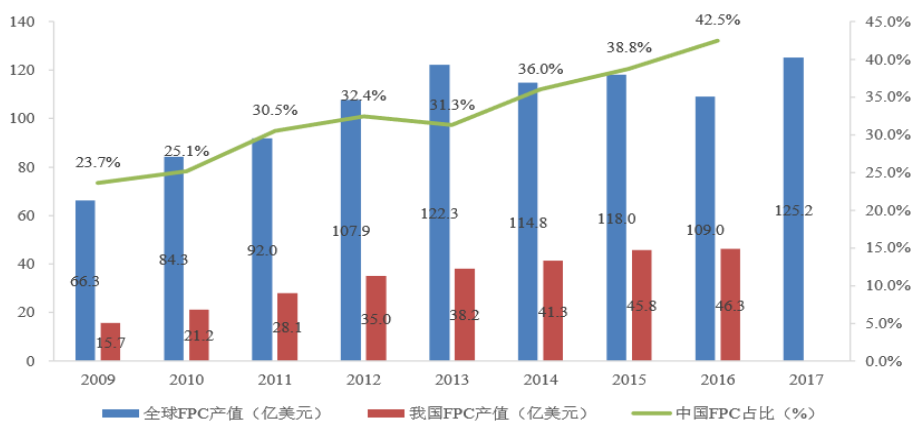
电磁屏蔽膜主要应用于 FPC 行业，主要分为导电胶型、金属合金型和微针型三种类型，其中金属合金型电磁屏蔽膜是目前市场主流采用的类型，代表厂商为日本拓自达和中国方邦股份。随着终端市场上智能手机、电脑、可穿戴设备、汽车电子等现代电子产品的发展，FPC 产值整体呈上升趋势。根据 Prismark 统计数据，2017 年全球 FPC 产值为 125.2 亿美元，同比增长 14.9%；其中，中国地区 FPC(含外资企业)产值占全球的比重不断提升，从 2009 年 23.7% 上升至 2016 年 42.5%。

图 8：公司所处行业与上下游行业的关系



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

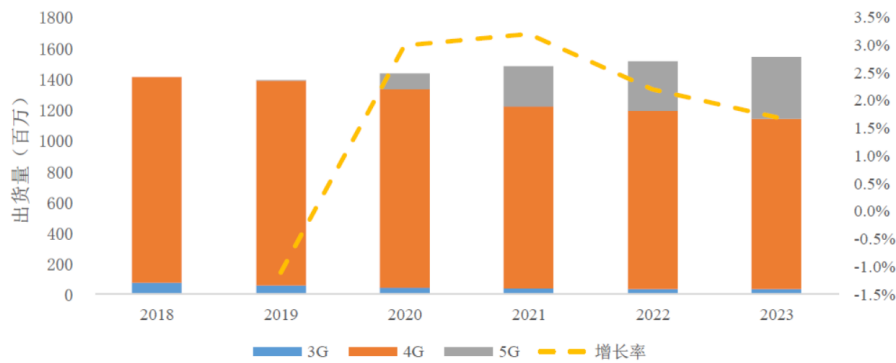
图 9：全球和我国电磁屏蔽膜行业产值数据



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

在智能手机方面，据 IDC 发布数据，2018 年全球智能手机出货量 13.95 亿部，同比略有下降。但由于指纹识别、双摄像头、全面屏、无线充电、人脸识别等应用中均需使用 FPC，预计 FPC 和电磁屏蔽膜的用量将随着智能手机功能的增加而增长。

图 10: 2018-2023 年全球智能手机出货量预测



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

在可穿戴设备方面, 据 IDC 发布数据, 2018 年全球可穿戴市场增长了 27.5%, 出货量达到 1.722 亿台。随着智能手表体量增大, 预计 2019 年, 全球可穿戴设备市场将增长 15.3%, 达到 1.985 亿台。展望未来, IDC 预计, 2023 年全球可穿戴设备出货量将达到 2.79 亿台。

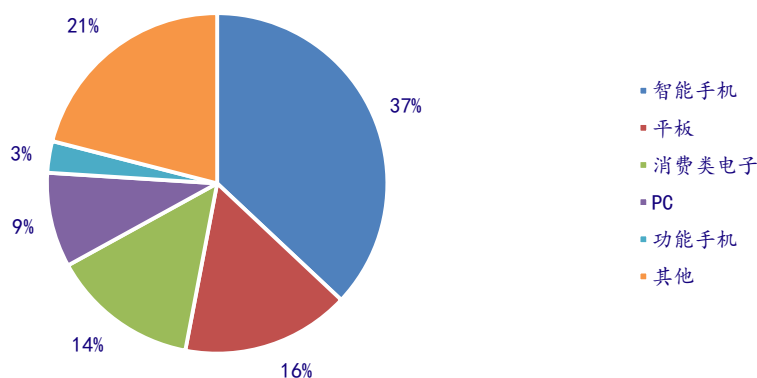
在汽车电子方面, 随着传统汽车和新能源汽车的智能化程度越来越高、整车功能越来越丰富, 车用 FPC 在动力电池、LED 照明、车载显示和车用传感器中可能会得到更多运用。受益于未来几年 5G 通信基站的大规模建设, 通信设备行业也将继续保持增长。

消费电子产品、汽车电子产品、通信设备是 FPC 三大应用领域, 随着各应用领域产品轻薄化、小型化、轻量化、集成化趋势日益显现, 未来下游终端电子产品市场规模的扩大及转型升级将推动 FPC 行业稳定发展, 可以预见, 未来 FPC 的市场需求将维持一定的增长速度。

(二) 作为 FPC 世界加工工厂 我国电磁屏蔽膜呈现快速发展趋势

21 世纪以来, 随着欧美、日韩等发达地区和国家 FPC 生产成本的不断提升, FPC 生产厂商纷纷在中国投资建厂, 制造中心由国外移至中国大陆。国际知名 FPC 厂商如日本 NOK、日东电工和住友电工等均在中国投资设厂, 同时中国本土 FPC 厂商也不断发展壮大, 在全球 FPC 市场中占据越来越重要的角色。

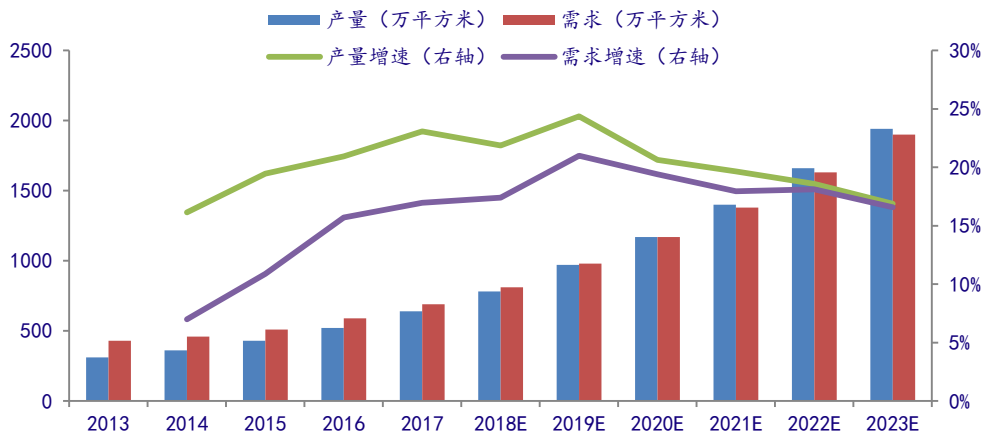
图 11: 我国 FPC 消费结构



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院整理

随着我国 FPC 产值占全球比重不断提升, 我国电磁屏蔽膜的产量和需求不断上涨, 呈现快速发展的趋势。2013 年我国电磁屏蔽膜需求为 430 万平方米, 2017 年达到 690 万平方米, 年均复合增长率 12.5%。预计未来几年, 随着 FPC 行业的持续增长, 我国电磁屏蔽膜需求将保持两位数以上的需求增速, 同时也将带动导电胶膜、极薄挠性覆铜板等关联产品的快速增长。

图 12: 我国电磁屏蔽膜产需及预测数据



资料来源: 中国报告网, 中国银河证券研究院整理

(三) 公司所属产业为战略性新兴产业 未来增长前景可期

近年来, 国务院及其组织部门或直属机构等发布了多条与 FPC、新型电子材料行业相关的产业政策、指导意见及发展规划, 在国家政策支持的大背景下, FPC、新型电子材料行业及其延伸产业将迎来快速发展的机遇期。

表 4: 我国政府和主管部门推出的系列产业政策

| 序号 | 文件名称 | 颁布部门 | 颁布时间 | 重点内容 |
|----|----------------------------------|-------------|---------|--|
| 1 | 《战略性新兴产业分类 (2018)》 | 2018 年 11 月 | 国家统计局 | 明确将“电磁波屏蔽膜”、“高频微波、高密度封装覆铜板”、“PCB 用高纯铜箔”、“高纯铜箔 (用于锂电池)”等列为重点产品 |
| 2 | 《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》2016 年版 | 2017 年 1 月 | 国家发展改革委 | 明确将“高密度互连印制电路板、柔性多层印制电路板、特种印制电路板”作为电子核心产业列入指导目录, 将“新兴膜材料”作为新兴功能材料产业列入指导目录 |
| 3 | 《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》 | 2016 年 11 月 | 国务院 | 推动“印刷电子”等领域关键技术研发和产业化, 提升“专业电子材料”供给保障能力 |
| 4 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》 | 2016 年 3 月 | 国务院 | 重点突破关键基础材料、核心基础零部件 (元器件)、先进基础工艺、产业技术基础等“四基”瓶颈。支持新一代信息技术、新能源汽车、生物技术、绿色低碳、高端装备与材料、数字创意等领域的产业发展壮大 |
| 5 | 《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》 | 2015 年 11 月 | 国务院 | 在培育壮大战略性新兴产业方面, 意见提出培育壮大节能环保、新一代信息技术、新能源汽车等战略性新兴产业。支持可穿戴设备、智能家居、数字媒体等市场前景广阔的新兴消费品发展 |
| 6 | 《中国制造 2025》 | 2015 年 5 月 | 国务院 | 提出“强化工业基础能力, 解决影响核心基础零部件 (元器件) 产品新能和稳定性的关键共性技术。” |
| 7 | 《信息化和工业化深度融合专项行动计划 (2013-2018)》 | 2013 年 8 月 | 工信部 | 提出要增强电子信息产业支撑服务能力。加快集成电路、关键电子元器件、基础软件、新型显示、云计算、物联网等核心技术创新, 突破专项行动急需的应用电子、工业 |

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

公司所属产业为战略性新兴产业, 根据国家统计局 2018 年 11 月 7 日发布的《战略性新兴产业分类 (2018)》, 公司的电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板、超薄铜箔均被列为战略性新兴产业重点产品。

目前, 电磁屏蔽膜是公司的主导产品, 其进入技术壁垒较高, 原料配方、生产工艺、品质控制较为复杂, 下游应用对产品有较高的要求, 属于技术密集型行业。公司作为国内规模最大的电磁屏蔽膜生产厂商, 在行业中已形成较高的品牌认可度, 公司规模仅次于拓自达, 另一主要竞争对手为东洋科美。2000 年拓自达首先开发出电磁屏蔽膜, 2012 年公司开发出具有自主知识产权的电磁屏蔽膜产品, 打破了国外厂商长期以来的垄断, 在全球占据重要的市场地位。

表 5: 全球电磁屏蔽膜行业竞争格局

| 排名 | 企业名称 | 全球市场份额 (2018) | 特点 |
|----|-----------|------------------|--|
| 1 | 拓自达 (日本) | 约 54% | 最早开发成功电磁屏蔽膜; 规模最大, 占据全球主要市场地位 |
| 2 | 方邦股份 (中国) | 约 20% | 开发出具有自主知识产权的电磁屏蔽膜, 规模仅次于拓自达; 在全球占有重要市场地位 |
| 3 | 东洋科美 (日本) | / | 在拓自达之后开发出电磁屏蔽膜产品; 拥有一定市场份额 |

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

随着人民生活水平的提高, 对电子产品的需求也与日俱增, 加上现代电子产品不断推陈出新等因素, 都将带动电子材料产品, 特别是电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板等技术含量较高的细分领域产品的发展。未来国内具备核心技术和研发优势的新型电子材料企业, 将依托产品技术优势和本土化优势逐步挤占国际巨头的市场份额, 实现进口替代和产品升级, 提升我国相关产业的技术水平和市场地位。

三、财务状况及募集资金计划

(一) 主要财务指标

2016-2018 年, 公司总资产分别为 27,528.89 万元、37,780.35 万元和 45,258.01 万元, 资产规模整体呈上升趋势。公司生产经营良好, 随着公司业务规模的逐步扩大、产品种类的丰富以及盈利能力的逐步增强, 流动资产和非流动资产规模大体稳步增加。2017 年末其他非流动资产有所减少, 主要是由于公司预付的设备改造费转为固定资产所致。

同期, 公司资产负债率分别为 6.82%、5.57% 和 4.94%。公司资产负债率随着经营利润的逐步累积、新增投资者资金投入而逐年下降, 且全部为流动负债。总体而言, 公司的资产负债率较低, 长期偿债能力较强。

公司主要产品为电磁屏蔽膜, 占主营业务收入比重在 98% 以上。2016-2018 年, 公司主营业务收入分别为 19,028.26 万元、22,625.45 万元和 27,470.74 万元, 呈现持续增长趋势; 同期, 扣非归母净利润亦呈现稳定增长趋势。

公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4,448.00 万元、7,598.93 万元和 12,539.25 万元, 占当年净利润的比例分别为 53.50%、75.80% 和 101.97%。2016 年和 2017 年经营活动产生的现金流量净额与净利润之间的差异主要系应收账款增加较大所致。2018 年度, 公司经营活动产生的现金流量净额高于净利润水平, 显示公司回款情况良好, 且预付款项下降, 经营活动创造现金能力较强, 盈利质量较高。

表 6: 公司主要财务数据和财务指标

| 项目 | 2018 | 2017 | 2016 |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|
| 资产总额 (万元) | 45,258.01 | 37,780.35 | 27,528.89 |
| 归属于母公司所有者权益 (万元) | 41,485.45 | 34,719.93 | 25,090.82 |
| 资产负债率 (%) | 4.94 | 5.57 | 6.82 |
| 营业收入 (万元) | 27,470.74 | 22,625.45 | 19,028.26 |
| 净利润 (万元) | 12,297.03 | 10,025.51 | 8,313.42 |
| 扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 (万元) | 11,192.33 | 9,236.39 | 7,655.13 |
| 基本每股收益 (元/股) | 1.95 | 1.60 | 1.33 |
| 稀释每股收益 (元/股) | 1.95 | 1.60 | 1.33 |
| 加权平均净资产收益率 (%) | 31.08 | 32.20 | 37.87 |
| 经营活动产生的现金流量净额 (万元) | 12,539.25 | 7,598.93 | 4,448.00 |
| 现金分红 (万元) | 4,950.00 | - | - |
| 研发投入占营业收入的比例 (%) | 7.88 | 8.59 | 9.69 |

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

(二) 募集资金计划

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 2,000 万股(不低于本次发行完成后股份总数的 25%)。本次新股发行成功后,所募集资金在扣除发行费用后将用于以下项目:

表 7: 公司募投项目 (万元)

| 项目名称 | 投资总额 | 募集资金投入 金额 | 项目备案文号 |
|---------------|------------|--------------|----------------------------------|
| 挠性覆铜板生产基地建设项目 | 61,084.68 | 59,656.68 | 2016 - 440116 - 39 - 03 - 003452 |
| 屏蔽膜生产基地建设项目 | 15,002.54 | 14,322.54 | 2016 - 440116 - 39 - 03 - 003466 |
| 研发中心建设项目 | 22,315.50 | 21,839.50 | 2016 - 440116 - 39 - 03 - 003460 |
| 补充营运资金项目 | 10,000.00 | 10,000.00 | 不适用 |
| 合计 | 108,402.72 | 105,818.72 | - |

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

本次募投项目是实施公司未来发展战略的重要组成部分,能够快速实现电磁屏蔽膜、挠性覆铜板的扩产和量产,进一步提高屏蔽膜的生产质量和市场份额,满足日益增长的电子行业的高端材料市场需求。同时,着重加大对高端电子材料及电子材料解决方案的投入,有利于进一步改善丰富产品结构,提高核心竞争力。通过改善公司的研发环境和财务状况,全面提升公司的综合竞争实力,实现可持续发展。

(1) 挠性覆铜板生产基地建设项目

公司在扩大现有电磁屏蔽膜业务的基础上,在覆铜板领域进行进一步拓展,有利于丰富公司的产品结构,化解公司产品单一的风险,提供新的业务增长点。由于覆铜板与电磁屏蔽膜产品下游需求客户为同一客户群,可同时为现有客户提供电磁屏蔽膜产品和覆铜板产品,形成较大的客户资源协同效应。

本项目总投资 61,084.68 万元,其中建筑工程投入 13,638.00 万元,设备购置及安装费用 34,972.56 万元,铺底流动资金 12,474.12 万元。本项目建设期 2 年,第 3 年初开始生产,分三年达产。项目达产后将形成 60 万平方米/月的覆铜板产能。

(2) 屏蔽膜生产基地建设项目

随着未来终端电子产品市场规模的扩大及转型升级,电磁屏蔽膜的市场规模将进一步提升。公司的电磁屏蔽膜年度产能利用率逐步已经趋于饱和,部分月度产能利用率峰值接近 100%。通过扩大场地、增加生产设备来提高电磁屏蔽膜产能,提升供货效率。本项目有利于公司进一步提升品牌影响力,巩固国内行业龙头地位,提高全球市场占有率。

本项目总投资 15,002.54 万元,建设期 2 年,第 5 年达产。项目达产后,将形成 30 万平方米/月的电磁屏蔽膜的产能,主要为 HSF-USB3 系列。

(3) 研发中心建设项目

研发中心不仅是企业开展创新活动的重要平台,也是企业自主创新能力建设的关键环节。本项目的实施可以为公司提供一流的研发环境,包括现代化的研发实验室、先进的研发设备、积极的研发激励机制等,有助于公司吸引国内外专家人才,为公司研发创新提供智力保障,强化公司自主创新能力,持续提高公司的核心竞争力。

本项目总投资 22,315.50 万元,建筑面积 12,000 平方米,建设期 2 年,第 3 年投入使用。本项目不产生直接的经济效益,但可以显著提升公司的技术研发实力,增强公司的综合实力,有利于保持公司在市场竞争中的优势地位。

四、估值分析

公司电磁屏蔽膜占主营业务收入比重在 98% 以上,业务规模位于行业前列。后续投入主

要分为两部分，一是原有电磁屏蔽膜产能扩张，巩固电磁屏蔽膜国内行业龙头地位，提高全球市场占有率；二是拓展新业务，以极薄挠性覆铜板、超薄铜箔等新产品为突破口进一步拓宽公司的产品线，化解公司产品单一的风险，提供新的业务增长点，目前已实现少量生产，具备大规模生产的条件。我们认为，公司处在稳步成长阶段，适合采用 PE 进行估值。

在电磁屏蔽膜细分领域，目前市场占有率及技术实力领先的企业主要为日本拓自达和东洋科美、以及方邦股份，其他厂商如科诺桥（2019 年 4 月新三板终止挂牌，电磁屏蔽膜业务年营收 2000 多万元）、乐凯新材（300446.SZ，2018 年电子材料业务收入仅为 685 万元，占其总营收的 2.6%）规模较小。拓自达主要以电线电缆为主，2018 年电线电缆业务收入占其总收入的 64%；东洋科美是日本上市公司东洋油墨旗下子公司，电磁屏蔽膜业务占比较小。鉴于此，建议在估值方面参考生产光学膜的上市企业，原因在于：一是上游采用的主要原料均为聚酯薄膜；二是下游用户也同样以消费类电子产品为主。可比公司方面，主要选择航天彩虹（002389.SZ）、激智科技（300566.SZ）、裕兴股份（300305.SZ）等。

我们结合现有业务发展和募投项目建设情况，关键假设如下：

1. 鉴于全球电磁屏蔽膜需求持续稳定增长，以及考虑到公司现有电磁屏蔽膜年度产能利用率尚存在一定提升空间，假设公司通过合理安排生产、提高产能利用率，2019-2020 年保持年均复合 6% 左右的营收增长。

2. 考虑到公司募投项目（屏蔽膜扩能、新建挠性覆铜板）在上市融资后的两年后方能建成投产且需逐步达产，因此我们假设 2019-2020 年募投项目不会带来业绩增量。

3. 公司客户保持稳定、经营稳健，假设公司毛利率、期间费用率等基本保持不变。

考虑发行后的股本摊薄，在不考虑超额配售情况下，假设发行后股本数量为 8000 万股，我们预测公司 2019-2020 年的每股收益分别为 1.54 元、1.67 元。截至 07 月 07 日，可比公司（光学膜领域）动态市盈率 2019 年平均值 28.6x，考虑到公司作为稀缺标的，且在电磁屏蔽膜行业内无可比公司，估值存在一定溢价空间，我们认为公司此次发行的估值区间位于 32-38x 是比较合理的，发行后的每股内在价值为 49.3-58.5 元。

表 8：可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | PE (TTM) | PE (2019E) | 总市值 (亿元) |
|-----------|------|----------|------------|----------|
| 002389.SZ | 航天彩虹 | 46.11 | 30.45 | 107.95 |
| 300566.SZ | 激智科技 | 66.02 | 26.65 | 25.70 |
| 300305.SZ | 裕兴股份 | 34.49 | - | 27.89 |
| | 平均值 | 48.87 | 28.55 | 53.85 |

资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

五、风险提示

核心技术泄密与技术人员流失风险、营收和毛利率下降风险、募投项目不及预期风险、新产品的研发生产及市场推广的风险等。

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程图 | 1 |
| 图 2: 2018 年公司主营业务构成 | 1 |
| 图 3: 2016-2018 年公司营业收入及增长趋势 | 2 |
| 图 4: 2016-2018 年公司净利润及增长趋势 | 2 |
| 图 5: 电磁屏蔽膜主要生产工艺流程 | 2 |
| 图 6: 公司主要产品及应用情况 | 2 |
| 图 7: 公司股权结构图 | 5 |
| 图 8: 公司所处行业与上下游行业的关系 | 6 |
| 图 9: 全球和我国电磁屏蔽膜行业产值数据 | 6 |
| 图 10: 2018-2023 年全球智能手机出货量预测 | 7 |
| 图 11: 我国 FPC 消费结构 | 7 |
| 图 12: 我国电磁屏蔽膜产需及预测数据 | 8 |
| 表 1: 公司关键核心技术 | 3 |
| 表 2: 2016-2018 年公司研发费用占比 (单位: 万元) | 4 |
| 表 3: 公司前十大股东及持股情况 | 5 |
| 表 4: 我国政府和主管部门推出的系列产业政策 | 8 |
| 表 5: 全球电磁屏蔽膜行业竞争格局 | 9 |
| 表 6: 公司主要财务数据和财务指标 | 9 |
| 表 7: 公司募投项目 (万元) | 10 |
| 表 8: 可比公司估值 | 11 |

六、附录

附表 1: 公司财务报表 (元)

| 利润表 | 2018A | 2017A | 2016A |
|------------------|----------------|----------------|----------------|
| 一、营业收入 | 274,707,377.26 | 226,254,503.03 | 190,282,589.23 |
| 二、营业总成本 | 138839842.54 | 113976531.53 | 98073643.71 |
| 其中: 营业成本 | 77822115.26 | 60696257.58 | 53076850.52 |
| 税金及附加 | 3,720,986.45 | 3,817,500.06 | 2,231,014.86 |
| 销售费用 | 10,850,278.06 | 9,319,184.73 | 6,859,255.53 |
| 管理费用 | 19,962,907.45 | 16,821,864.89 | 17,212,645.96 |
| 研发费用 | 21,657,835.13 | 19,439,653.32 | 18,437,003.22 |
| 财务费用 | -4,400,939.59 | 1,885,464.47 | -1,589,069.94 |
| 其中: 利息费用 | - | 83022.74 | 293047.19 |
| 利息收入 | 2825459.78 | 1275999.96 | 509888.96 |
| 资产减值损失 | 9,226,659.78 | 1,996,606.48 | 1,845,943.56 |
| 加: 其他收益 | 6,436,614.68 | 1,000,000.00 | - |
| 投资净收益 | 374,175.33 | 110,519.18 | 478,592.81 |
| 资产处置收益 | 353,101.50 | - | 87,961.17 |
| 三、营业利润 | 143,031,426.23 | 113,388,490.68 | 92,775,499.50 |
| 加: 营业外收入 | 16,133.32 | 4,544,195.00 | 3,399,070.00 |
| 减: 营业外支出 | 936,413.57 | 883,788.61 | 33,290.70 |
| 四、利润总额 | 142,111,145.98 | 117,048,897.07 | 96,141,278.80 |
| 减: 所得税费用 | 19,140,878.49 | 16,793,845.77 | 13,007,080.35 |
| 五、净利润 | 122,970,267.49 | 100,255,051.30 | 83,134,198.45 |
| 1. 少数股东损益 | 5,814,995.18 | 3,964,001.04 | 3,235,456.08 |
| 2. 归属于母公司所有者的净利润 | 117,155,272.31 | 96,291,050.26 | 79,898,742.37 |
| 资产负债表 | 2018A | 2017A | 2016A |
| 货币资金 | 143,297,590.35 | 125,398,689.92 | 59,725,547.03 |
| 应收票据及应收账款 | 161,217,665.73 | 160,618,509.02 | 128,859,594.68 |
| 预付款项 | 365,864.20 | 472,582.65 | 903,751.87 |
| 存货 | 17,887,663.67 | 12,991,603.09 | 6,520,190.66 |
| 其他流动资产 | 38,289,276.25 | - | 296,424.80 |
| 长期股权投资 | - | - | - |
| 投资性房地产 | - | - | - |
| 固定资产和在建工程 | 50,069,201.39 | 41,994,767.89 | 38,554,366.38 |
| 无形资产 | 1,853,958.27 | 2,401,869.32 | 3,015,369.44 |
| 其他非流动资产 | 34,245,289.67 | 29,645,457.00 | 32,960,120.24 |
| 资产总计 | 452,580,090.69 | 377,803,513.82 | 275,288,887.19 |
| 短期借款 | - | - | - |
| 应付票据及应付账款 | 8,717,614.86 | 8,098,222.15 | 8,788,036.37 |
| 预收款项 | - | - | 53,640.00 |
| 长期借款 | - | - | - |
| 负债合计 | 22,344,920.52 | 21,038,611.14 | 18,779,035.81 |
| 股本 | 60,000,000.00 | 60,000,000.00 | 60,000,000.00 |
| 资本公积 | 104,010,205.90 | 104,010,205.90 | 104,010,205.90 |
| 其他综合收益 | - | - | - |
| 盈余公积 | 27,233,693.03 | 16,721,539.35 | 7,929,491.53 |

| | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 未分配利润 | 223,610,628.85 | 166,467,510.22 | 78,968,507.78 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 414,854,527.78 | 347,199,255.47 | 250,908,205.21 |
| 少数股东权益 | 15,380,642.39 | 9,565,647.21 | 5,601,646.17 |
| 所有者权益合计 | 430,235,170.17 | 356,764,902.68 | 256,509,851.38 |
| 负债和所有者权益总计 | 452,580,090.69 | 377,803,513.82 | 275,288,887.19 |
| 现金流量表 | 2018A | 2017A | 2016A |
| 经营性现金流量 | 125,392,531.14 | 75,989,261.52 | 44,479,956.96 |
| 投资性现金流量 | -57,968,980.08 | -9,185,243.57 | -45,906,671.02 |
| 筹资性现金流量 | -49,500,000.00 | -83,022.74 | -293,047.19 |
| 现金流量净额 | 17,923,551.06 | 66,720,995.21 | -1,719,761.25 |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

刘兰程，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn