申万宏源研究 SWS RESEARCH

电子

2019 年 07 月 19 日

方邦股份 (688020)

——FPC 上游材料国产替代先锋

发行上市资料：

发行价格（元）	53.9
发行股数（万股）	2000
发行日期	2019-07-12
发行方式	战略配售,网下询价,上网定价
主承销商	华泰联合证券有限责任公司
上市日期	2019-07-22

*首日上市股数-万股

基础数据（发行前）：2018 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	6.91
总股本/流通 A 股(百万)	60/-
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

证券分析师
杨海燕 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com

联系人
谈必成
(8621)23297818×转
tanbc@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **定位为高端电子材料及解决方案供应商。**2010 年，方邦成立于广州市，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。2012 年起，方邦实现电磁屏蔽膜国产替代，目前营收占比 99%。
- **方邦电磁屏蔽膜在超薄化、屏蔽效果方面表现优异。**30dB 以上可以达到电子产品，方邦产品屏蔽效果达 82dB，超薄化方面；方邦 HSF8000-8 厚度达 8um，处于行业较为领先地位。
- **电磁屏蔽膜市场规模预计 21-31 亿，利基市场头部优势尤为关键。**我们估算 **FPC 电磁屏蔽膜市场空间为 21-31 亿元，属于典型的利基市场。**在全球范围内，业内实力较强、市场占有率较高的公司为：拓自达、方邦电子、东洋科美等。
- **方邦产品已获国内外优质 FPC 客户认可，募投项目增强头部优势。**方邦电磁屏蔽膜已应用于三星、华为、OPPO、VIVO、小米等众多品牌终端，并积累了旗胜、BH CO., LTD、Young Poong Group、弘信电子、景旺电子、三德冠、上达电子等国内外知名 FPC 客户。随着募投项目的投产，方邦电磁屏蔽膜产品规划产能将达 860 万平米，规模位于行业前列。
- **采用可比公司 PE 估值法，给予目标市值 44 亿元。**预测公司 2019-2021 年营收为 3.26、3.87、5.48 亿元；归母净利润为 1.46、1.81、2.07 亿元。考虑可比公司，给予方邦股份 19 年 PE 值 30.38 倍，目标市值区间为 44 亿元，目标价 55.44 元。
- **新股溢价：**根据历史统计，上市前 30 日的新股具有明显溢价特征，按照 2018 年以来的电子行业新股溢价率在 2%-34%，因此方邦上市初期价格可能波动区间为 56.55-74.29 元。
- **特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。**
- **风险提示：**新产品研发及推广不及预期。

盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入（百万元）	226	275	326	387	548
同比增长率（%）	18.9	21.4	18.8	18.8	41.5
归母净利润（百万元）	96	117	146	181	207
同比增长率（%）	20.5	21.7	24.2	24.5	14.0
每股收益（元/股）	1.60	1.95	1.82	2.26	2.58
毛利率（%）	73.2	71.7	71.6	71.6	62.4
ROE（%）	27.7	28.2	8.9	10.0	10.2
市盈率	-	-	-	-	-

财务指标

	2016	2017	2018
流动比率	10.5	14.3	16.2
资产负债率	6.8	5.6	4.9
应收账款周转率	2.0	2.1	2.5
存货周转率	10.1	4.7	4.4

目录

1．电磁屏蔽膜属于利基市场，建立先发优势 4

1.1 率先实现电磁屏蔽膜国产替代 4
1.2 电磁屏蔽膜生产技术国际领先 5
1.3 抢占利基市场先发优势 7

2. 借力资本，发展新材料 FCCL 9

3. 财务特征分析与估值 9

3.1 财务特征凸显电子上游材料企业属性 9
3.2 关键假设与盈利预测 11
3.3 目标估值 44 亿元 12

图表目录

图 1：电场和磁场在空间中交替振动传递 5
图 2：电磁屏蔽通过反射、吸收以及多次反射来减少电磁波能量 5
图 3：电磁屏蔽膜主要生产工艺流程 6
图 4：2016-2018 年，方邦电子研发投入比例 8%-10% 7
图 5：发行人主要产品及应用领域 8
图 6：方邦电子与拓自达营业利润率对比 10
图 7：固定资产周转率维持高位 10

表 1：发行人主营业务收入构成 4
表 2：方邦电子电磁屏蔽膜产品列表 4
表 3：方邦电子核心生产环节 7
表 4：FPC 电磁屏蔽膜市场空间估算 8
表 5：IPO 募投项目（万元） 9
表 6：发行人主营业务成本结构构成分析 9
表 7：方邦股份关键假设（百万元） 11
表 8：可比公司估值 12

1．电磁屏蔽膜属于利基市场，建立先发优势

自成立以来，方邦电子一直定位于高分子材料及解决方案供应商。

方邦电子于 2010 年成立于广州市，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。

1.1 率先实现电磁屏蔽膜国产替代

电磁屏蔽膜是方邦电子核心产品，营收占比 99%。2016-2018 年，方邦电子收入主要来自电磁屏蔽膜，营收占比 99.4%、99.2%、98.8%，远超导电胶膜和覆铜板等产品的收入。

成立 9 年，以 FPC 用电磁屏蔽膜为主要产品。

表 1：发行人主营业务收入构成

产品类型	2016		2017		2018	
	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例
电磁屏蔽膜	18,916.23	99.41%	22,451.08	99.23%	27,135.03	98.78%
HSF-6000	12,826.97	67.41%	13,065.31	57.75%	10,402.23	37.87%
HSF-USB3	6,089.25	32.00%	9,385.77	41.48%	16,732.80	60.91%
其他	112.03	0.59%	174.37	0.77%	335.71	1.22%
合 计	19,028.26	100.00%	22,625.45	100.00%	27,470.74	100.00%

资料来源：公司招股说明书

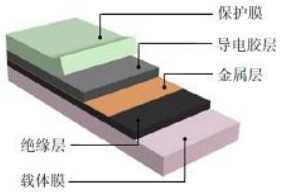
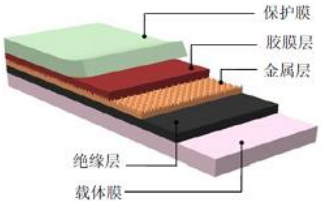
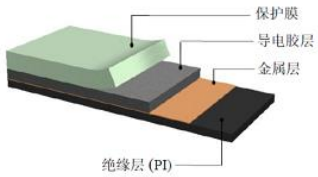
注：其他收入主要为导电胶膜、覆铜板销售收入和发行人子公司惟实电子离型膜销售收入。

2012 年起，方邦实现电磁屏蔽膜国产替代。早期 FPC 使用的电磁屏蔽材料采用的是印刷银浆油墨，其工艺繁琐、成本高昂、良率偏低，而且厚度偏厚柔韧性变差。在翻盖手机流行后，由于过多弯折容易导致银浆断裂，其在 FPC 中的应用受到很大的限制。2000 年，日本拓自达首先开发出电磁屏蔽膜以后，该市场长期被外国公司垄断。2012 年，方邦开发出热压型电磁屏蔽膜并生产、销售，打破日本厂商的垄断。HSF-6000 系列电磁屏蔽膜，属于**金属合金型电磁屏蔽膜，其结构包括绝缘层、金属合金层、导电胶层**，同时在上下两侧有载体膜和保护膜，目前在下游市场中应用较为成熟。

2014 年，方邦电子推出新型电磁屏蔽膜 HSF-USB3 系列，属于**微针型电磁屏蔽膜，其结构包括绝缘层、微针状金属合金层、胶层（不含导电粒子）**，同时在上下两侧有载体膜和保护膜，屏蔽效能进一步提高。HSF-USB3 系列相比 HSF-6000 系列，**具有更高屏蔽效能、同时可大幅降低高频信号传输过程中的衰减等优点**，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。HSF-USB3 系列电磁屏蔽膜获得了三星、华为等终端品牌厂商的认可，进入了相关终端品牌厂商供应链的合格物料清单，在 2014 年开始逐渐取得销售收入并大幅增长。

表 2：方邦电子电磁屏蔽膜产品列表

HSF6000 系列	HSF-USB3 系列	HSF-PI 系列

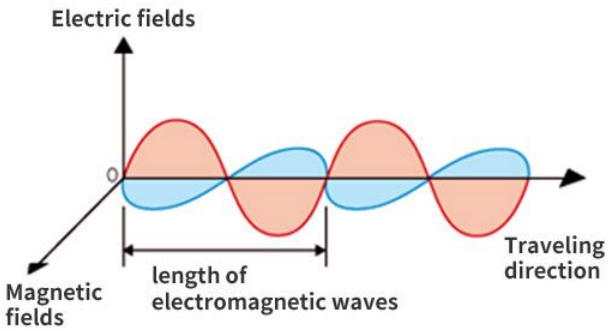
产品结构			
	HSF6000 series / Structure (μm): Insulation layer / Metallic Layer / Adhesive layer / Total Thickness HSF6000-2: 5 / 0.2 / 10 / 15 HSF6000-3: 5 / 0.2 / 5 / 10	HSF-USB3 series / Structure (μm): Insulation layer / Metallic Layer / Adhesive layer / Total Thickness HSF8000-2: 7 / 0.3 / 5 / 12 HSF8000-3: 5 / 0.3 / 5 / 10 HSF8000-2S: 20 / 0.3 / 5 / 25 HSF8000-8: 3 / 0.3 / 5 / 8 HSF-USB3: 8 / 2 / 5 / 15 HSF-USB3-C: 7 / 3.5 / 5 / 15	HSF-PI series / Structure (μm): Insulation layer / Metallic Layer / Adhesive layer / Total Thickness HSF-PI-45: 18 / 2 / 25 / 45 HSF-PI-22: 18 / 0.3 / 4 / 22
产品特点	优异的屏蔽效能（60dB) 高耐弯折性 可实现稳定的阻抗控制 良好的耐酸碱性能，耐高温性能	胶层不含导电粒子 插入损耗较低，适用于高频高速化传输 极高挠曲性，极低回弹力 可实现稳定的阻抗控制 良好的耐酸碱性能，耐高温性能	优异的屏蔽效能（60dB) 极佳的表面绝缘性（>10^12Ω) 极佳的抗撕裂性 可实现稳定的阻抗控制 良好的耐酸碱性能，耐高温性能

资料来源：方邦电子官网，申万宏源研究

1.2 电磁屏蔽膜生产技术国际领先

电磁干扰原理。电子元器件工作时会产生电磁波，电磁波会与电子元器件作用，产生被干扰现象，称为**电磁干扰**。电子元器件工作时，会受到自身的电磁干扰和来自其它电子元器件的电磁干扰，同时也会对其它电子元器件产生电磁干扰。电磁干扰若超过了电子元器件的允许值，就会影响它的正常工作。

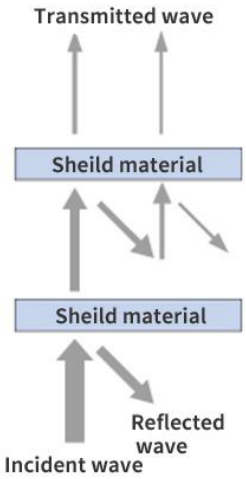
图 1：电场和磁场在空间中交替振动传递



资料来源：东洋科美，申万宏源研究

电磁屏蔽原理。在电磁波的情况下，电场和磁场在空间中交替振动传递。在远离辐射源的点上，电场和磁场在垂直于行进方向的表面上振动，电场和磁场的振动方向彼此垂直。电磁屏蔽，就是通过特殊材料制成的屏蔽体，将电磁波限定在一定的范围内，使其电磁辐射受到抑制或衰减，是一种有效抑制电磁干扰的方法。**电磁波屏蔽通过波的反射、吸收和多次反射来降低电磁波的能量。**

图 2：电磁屏蔽通过反射、吸收以及多次反射来减少电磁波能量



资料来源：东洋科美，申万宏源研究

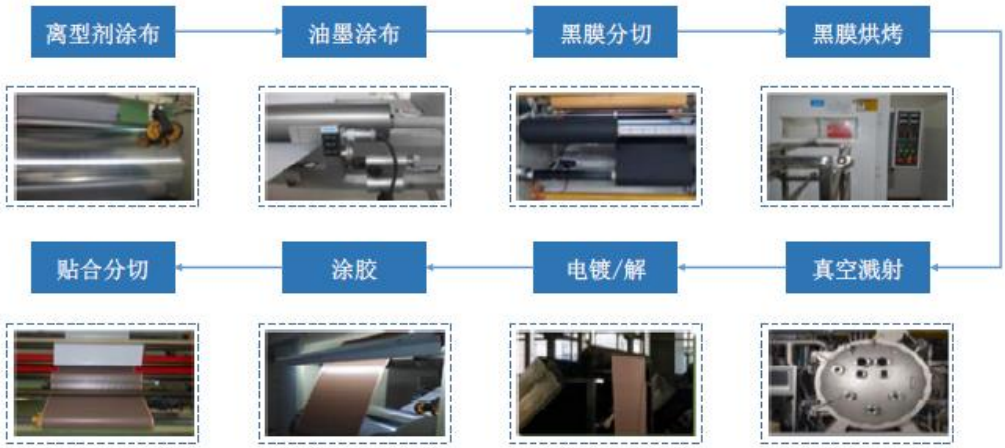
方邦电子产品参数与国际竞争对手接近，但在 80dB、超薄、高频应用以及耐弯折方面仍有研发空间。

方邦电磁屏蔽膜在超薄化、屏蔽效果方面表现优异。通常，30dB 以上屏蔽效果可以保障消费电子产品正常使用，目前方邦电子推出的产品屏蔽效果达 82dB，处于行业较为领先地位。在产品超薄化方面，方邦电子 HSF8000-8 产品压合厚度达 8um，与国际竞争对手超薄产品处于同一厚度。

屏蔽效果(dB)=20*log(**屏蔽后电场密度/屏蔽前电场密度**)

电磁屏蔽膜等高端电子材料的原料配方、生产工艺、品质控制却较为复杂。下游应用给产品提出了较高的要求，除满足屏蔽效能以外，还要满足轻薄、耐弯折、高剥离强度等要求。

图 3：电磁屏蔽膜主要生产工艺流程



资料来源：方邦股份招股说明书，申万宏源研究

方邦电子是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。公司专注于电磁屏蔽膜等高端电子材料的研究和应用，经过多年的技术攻关和研究试验，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、产品设计和技术工艺。

方邦电子**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。

表 3：方邦电子核心生产环节

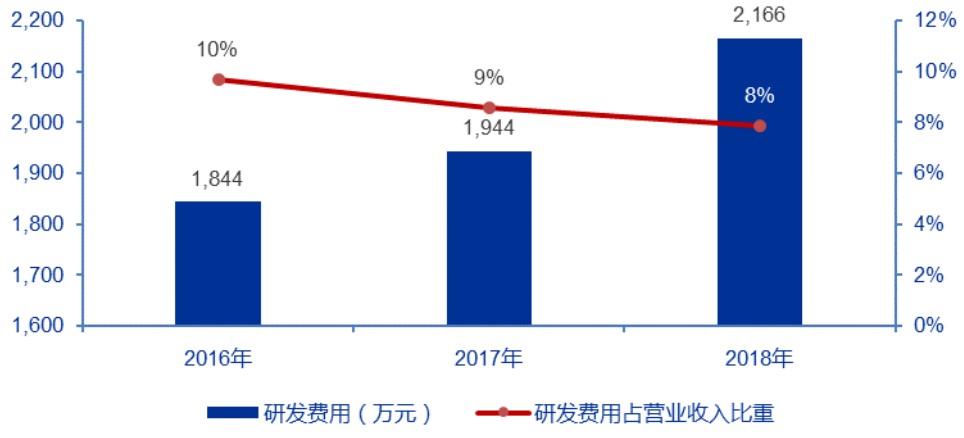
项目	内容
载体膜表面处理	调配离型剂，并对载体膜进行表面处理，使载体膜表面形成稳定的离型力
绝缘层涂布	调配绝缘层涂料，在载体膜上完成涂布工序，生产出载有绝缘层的载体膜
金属合金层形成	通过真空溅射的方法形成极薄的一层金属，再用电镀/解的方式进行加厚
微针状金属层形成	通过特殊的表面处理工艺及配方实现微针状金属合金层
导电胶层涂布	调配导电胶层涂料，在金属合金层上均匀覆盖一层导电胶层

资料来源：方邦招股说明书，申万宏源研究

注：上述生产环节为发行人整体的核心生产环节，各产品生产过程有所差异，部分产品可能无需上述一项或几项生产环节。

2016-2018 年，方邦电子围绕核心产品持续研发。2016-2018 年，方邦电子研发费用 1844 万元、1944 万元、2166 万元，研发投入占收入比例 8%-10%。方邦电子拥有一支由通讯、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，各类研发技术人员 60 人，研发人员数量占发行人员工总数比重为 21.51%。研发项目围绕导电胶、极薄挠性覆铜板、超薄铜箔、液晶体聚合物薄膜、屏蔽吸波薄膜材料、自由接地膜，获得国内外专利技术 48 项，其中国内专利 44 项、美国国家专利 3 项、日本国家专利 1 项。

图 4：2016-2018 年，方邦电子研发投入比例 8%-10%



资料来源：方邦招股说明书，申万宏源研究

1.3 抢占利基市场先发优势

电磁屏蔽膜是 FPC 的重要原材料之一，直接下游行业主要为 FPC 行业，电磁屏蔽膜广泛应用于消费电子、汽车电子及通信设备领域。FPC 是 Flexible Printed Circuit 的简称，又称软性线路板、柔性印刷电路板，挠性线路板，具有配线密度高、重量轻、厚度薄的特点，主要使用在手机、笔记本电脑、PDA、数码相机、LCM 等很多产品。

图 5：发行人主要产品及应用领域

资料来源：方邦招股说明书，申万宏源研究

电磁屏蔽膜市场规模预计 21-31 亿，利基市场头部优势尤为关键。相关产品轻薄化、高频化的发展趋势日益显现，未来终端电子产品市场规模的扩大及转型升级，将有效提升电磁屏蔽膜的市场规模。由于 FPC 主流应用为双面，且多用于消费电子，不同客户的实际单价差异大。Prismark（2018 年）预测未来 5 年柔性板的年均复合增长率约为 3.5%，领跑 PCB 行业。根据 Prismark FPC 产值数据，假设 FPC 均价 100 美元，假设 2019-2021 年渗透率从 20%提升到 30%，单价平均年降幅 5%，则 **FPC 电磁屏蔽膜市场空间为 21-31 亿元，属于典型的利基市场。**在全球范围内，业内实力较强、市场占有率较高的公司为：拓自达、方邦电子、东洋科美等。

表 4：FPC 电磁屏蔽膜市场空间估算

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
FPC 产值（亿美元）		122	129	137	146	151	156	162
单价（美元）					100	100	100	100
出货量（百万平方米）					146	151	156	162
使用率（%）	悲观预计				10%	10%	15%	20%
	中性预计				15%	20%	25%	30%
	乐观预计				30%	30%	40%	50%
单价（元）					74	71	67	64
市场规模（百万元）	悲观预计				1,085	1,067	1,574	2,064
	中性预计				1,628	2,134	2,623	3,095
	乐观预计				3,256	3,202	4,197	5,159

资料来源：Prismark，申万宏源研究

方邦产品已获国内外优质 FPC 客户认可，募投项目增强头部优势。公司产品的直接销售对象 FPC 厂商，在华南地区较为集中。经过多年的发展，方邦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、上达电子等国内外知名 FPC 客户资源。**2016 年、2017 年和 2018 年，方邦电子电磁屏蔽膜销量为 237.29 万平方米、292.19 万平方米和 364.50 万平方米，**业务规模位于行业前列。**随着募投项目的投产，**方邦电磁屏蔽膜产品规划产能将达 860 万平米。**

2. 借力资本，发展新材料 FCCL

IPO 募资着力发展极薄挠性覆铜板。方邦股份其他产品主要包括导电胶膜、极薄挠性覆铜板及离型膜等产品。受制于产能限制，公司其他产品的销售收入较小。2019 年 4 月招股说明书显示，单面 8μm 极薄挠性覆铜板已进入样品测试阶段；未来“高频信号传输用柔性基板”及“极高剥离强度的电子基板”课题研发成功后，将进一步提升极薄挠性覆铜的高频信号传输、剥离强度等性能。

表 5：IPO 募投项目（万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金投入金额
1	挠性覆铜板生产基地建设项目	61,085	59,657
2	屏蔽膜生产基地建设项目	15,003	14,323
3	研发中心建设项目	22,316	21,840
4	补充营运资金项目	10,000	10,000
合 计		108,403	105,819

资料来源：方邦招股说明书，申万宏源研究

挠性覆铜板，国产替代又一重要领域。在柔性覆铜板领域，主要优势企业在台湾和日本，如擅长无胶型 2L-FCCL 的新日铁、三井化学、日东电工以及擅长有胶型 3L-FCCL 的台虹、杜邦，国内如生益电子等 FCCL 供应商也是今年初见成效。特殊覆铜板领域，由于其技术要求非常高，目前特殊覆铜板领域基本由海外企业垄断，如罗杰斯/雅龙、三菱瓦斯、日立化成、Isola、Park Electrochemical、松下电工、斗山电子、泰康利、南亚塑胶、生益科技、台燿科技等。

潜力业务与现有主业在客户及应用领域高度协同。电磁屏蔽膜、导电胶膜和极薄挠性覆铜板均为 FPC 的重要原材料，有助于方邦电子将新业务导入客户。

3. 财务特征分析与估值

3.1 财务特征凸显电子上游材料企业属性

方邦主营业务成本包括直接材料费用、工资和其他费用，其中直接材料和加工费占比较大。公司生产所需的直接材料主要包括各种导电粒子、聚酯薄膜、胶水材料等。报告期内，直接材料成本分别为 2986.10 万元、3316.08 万元和 4390.75 万元。

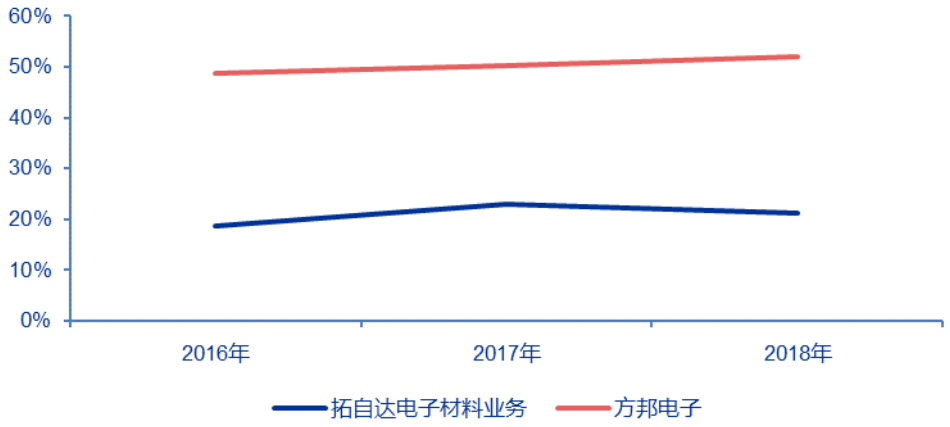
表 6：发行人主营业务成本结构构成分析

项目	2016		2017		2018	
	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例
直接材料	2,986.10	56.26%	3,316.08	54.63%	4,390.75	56.42%
工资	878.95	16.56%	1,154.28	19.02%	1,349.14	17.34%
其他	1,442.63	27.18%	1,599.26	26.35%	2,042.32	26.24%
合计	5,307.69	100.00%	6,069.63	100.00%	7,782.21	100.00%

资料来源：方邦招股说明书，申万宏源研究

高利润率符合上游材料业务属性。公司毛利的主要来源为电磁屏蔽膜的销售，与主营业务收入的结构一致，毛利率维持在 70%以上，远高于中游电子零部件企业毛利水平。2016-2018 年，方邦电子营业利润率 49%-52%，远高于拓自达材料业务板块营业利润率 19%-23%。

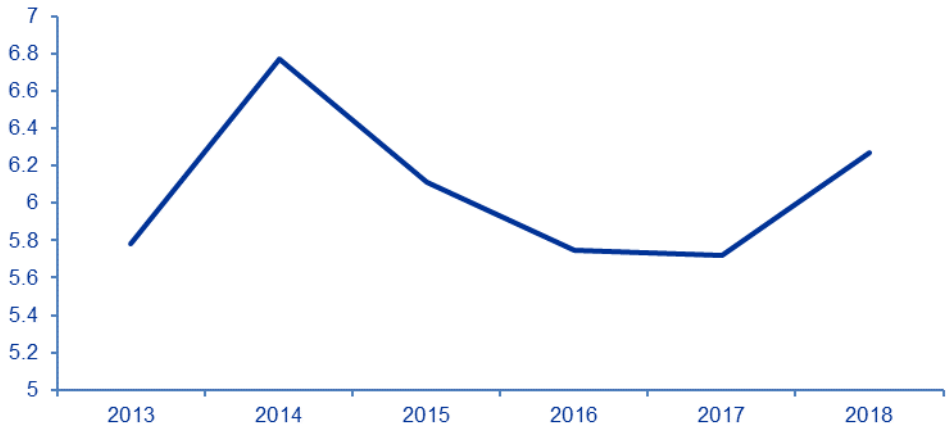
图 6：方邦电子与拓自达营业利润率对比



资料来源：方邦招股说明书，申万宏源研究

固定资产周转率，凸显轻资产属性。2013-2018 年，方邦固定资产 1547 万元扩充至 4662 万元，但固定资产周转率维持 5.7-6.8 高位，凸显轻资产属性。

图 7：固定资产周转率维持高位



资料来源：方邦招股说明书，申万宏源研究

3.2 关键假设与盈利预测

盈利预测模型做出如下假设，并据此对公司的详细业务进行预测：

1、 电磁屏蔽膜产品

挠性覆铜板主要应用于手机、数码相机、摄像机、笔记本电脑等便携式电子设备，汽车电子、办公自动化设备、仪器仪表、医疗器械、航空航天、国防等领域。目前下游应用领域主要为智能手机等消费电子，下游应用领域较为集中，通过 FPC 客户有望进一步拓宽应用领域及销量。

公司的核心业务仍以电磁屏蔽膜为主营产品，2019-2021 年，现有产线年销量年度 20%增长；2021 年起，月产 30 万平电磁屏蔽膜募投项目陆续投产并贡献营收和利润。考虑方邦电子为国内电磁屏蔽膜最大生产企业，扩产过程中将积累规模效应，假设产品价格年度降幅控制在 5%、毛利率有望维持稳定。

2、极薄挠性覆铜板产品：2021 年，月产 60 万平米极薄挠性覆铜板项目陆续投产，成为公司第二主营产品。极薄挠性覆铜板是实现高密度互连技术的关键材料之一，假设公司市场拓展能力与产能投放节奏相匹配。

3、期间费用：假设期间费用率基本维持上市前比例，由于公司轻资产属性，期间费用有望在营收扩张时略有摊薄。

根据以上假设，预测公司 2019-2021 年营收为 3.26、3.87、5.48 亿元，同比增速为 18.8%、18.8%、41.5%；预测公司 2019-2021 年归母净利润为 1.46、1.81、2.07 亿元，同比增速为 24.2%、24.5%、14.0%。

表 7：方邦股份关键假设（百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
电磁屏蔽膜								
收入	189	225	271	322	383	434	467	533
销量（万平）	237	292	365	456	570	680	770	925
单价（元/平米）	80	77	74	71	67	64	61	58
成本	53	61	76	90	107	122	131	149
毛利	136	164	196	232	276	313	336	383
毛利率(%)	72%	73%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
挠性覆铜板								
收入						108	216	360
销量（万平）						108	216	360
单价（元/平米）						100	100	100
成本						81	156	252
毛利						27	60	108
毛利率(%)						25%	28%	30%

资料来源：方邦电子，申万宏源研究

3.3 目标估值 44 亿元

可比公司：方邦电子主业电磁屏蔽膜，从主营产品角度无对标 A 股，因此选组具有类似业务属性的高端电子材料公司。本报告选取了生产偏光片、同处于国产替代进程的三利谱，电磁屏蔽材料领域的飞荣达、中石科技，电磁屏蔽膜已于 2018 年形成初步销售的凯乐新材。

估值：我们以 2019 年的净利润及 2019 年 1 月 1 日至 7 月 16 日的平均股价作为基础，测算四家公司的市盈率，四家公司市盈率的算术平均值为 31.00 倍，市值加权平均值算为 30.38 倍。

目标市值 44 亿元。2019 年预测归母净利润 1.46 亿元，综合考虑可比公司的成长性、竞争力等情况，我们给予方邦股份 19 年可比公司加权平均 PE 值 30.38 倍，对应目标市值区间为 44.35 亿元。公司原有总股本 0.6 亿股，拟发行 0.2 亿股，发行后总股份 0.8 亿股，对应发行目标价 55.44 元/股。

新股溢价效应：根据历史统计，上市前 30 日的新股具有明显溢价特征，按照可比行业/公司统计，2018 年以来的电子行业新股溢价率在 2%-34%，因此公司上市初期有可能的价格波动区间为 56.55-74.29 元。

表 8：可比公司估值

公司	市值	总股本	成交均价（元）	EPS			PE		
	（亿元）	（亿股）		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
三利谱	41.96	1.04	40.35	1.21	1.96	2.57	33.35	20.59	15.7
飞荣达	77.82	3.06	25.43	0.84	1.17	1.51	30.27	21.74	16.84
中石科技	54.10	2.52	21.47	0.78	1.09	1.48	27.53	19.70	14.51
乐凯新材	28.30	1.23	23.01	0.70	0.88	1.06	32.87	26.15	21.71
						算术平均值	31.00	22.04	17.19
					市值加权平均值		30.38	23.33	18.53
方邦股份	——	0.8	——	1.82	2.26	2.58	——	——	——

资料来源： Wind，申万宏源研究

注：1、成交均价取各公司 2019 年 1 月 1 日至 7 月 16 日之间的成交均价；

2、EPS 为各公司归母公司净利润除以期末总股本计算得出，其中杭可科技总股本取发行后的总股本;

3、2019-2021 年三利谱 EPS 采用申万宏源预测，其他可比公司 EPS 取自万得一致预期。

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	226	275	326	387	548
营业收入	226	275	326	387	548
营业总成本	114	139	160	183	320
营业成本	61	78	93	110	206
税金及附加	4	4	4	5	5
销售费用	9	11	13	15	22
管理费用	17	20	24	28	38
研发费用	19	22	26	31	44
财务费用	2	-4	-10	-12	-2
资产减值损失	2	9	10	6	6
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1	6	6	6	6
投资收益	0	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	113	143	174	212	236
营业外收支	4	-1	3	8	15
利润总额	117	142	177	220	251
所得税	17	19	24	30	34
净利润	100	123	153	190	217
少数股东损益	4	6	7	9	10
归母净利润	96	117	146	181	207

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	100	123	153	190	217
加：折旧摊销减值	10	18	20	26	56
财务费用	1	0	-10	-12	-2
非经营损失	0	-2	-1	-1	-1
营运资本变动	-36	-14	-34	-29	-85
其它	1	1	0	0	0
经营活动现金流	76	125	128	174	185
资本开支	9	20	50	100	300
其它投资现金流	0	-38	0	0	0
投资活动现金流	-9	-58	-49	-99	-299
吸收投资	0	0	1,078	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	0	50	-10	-12	-2
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	0	-50	1,087	12	2
净现金流	66	18	1,166	87	-112

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	300	362	1,562	1,677	1,648
现金及等价物	125	143	1,309	1,396	1,283
应收款项	162	162	198	221	287
存货净额	13	18	16	21	39
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	38	38	38	38
长期投资	0	0	0	0	0

固定资产	42	50	81	156	401
无形资产及其他资产	36	41	41	41	41
资产总计	378	453	1,683	1,873	2,090
流动负债	21	22	22	22	22
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	19	18	18	18	18
其它流动负债	2	5	5	5	5
非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	21	22	22	22	22
股本	60	60	80	80	80
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	104	104	1,162	1,162	1,162
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	17	27	40	57	75
未分配利润	166	224	356	521	709
少数股东权益	10	15	23	32	42
股东权益	357	430	1,661	1,851	2,068
负债和股东权益合计	378	453	1,683	1,873	2,090

资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	1.60	1.95	1.82	2.26	2.58
每股经营现金流	1.27	2.09	1.60	2.17	2.31
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	5.79	6.91	20.48	22.74	25.32
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	29.8	26.6	47.5	45.4	32.3
ROE	27.7	28.2	8.9	10.0	10.2
毛利率	73.2	71.7	71.6	71.6	62.4
EBITDA Margin	64.7	61.1	62.1	66.7	62.4
EBIT Margin	61.2	58.0	59.2	61.6	53.4
营业总收入同比增长	18.9	21.4	18.8	18.8	41.5
归母净利润同比增长	20.5	21.7	24.2	24.5	14.0
资产负债率	5.6	4.9	1.3	1.2	1.1
净资产周转率	0.65	0.66	0.20	0.21	0.27
总资产周转率	0.60	0.61	0.19	0.21	0.26
有效税率	14.4	13.5	13.5	13.5	13.5
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/Sale	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股本	60	60	80	80	80

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。