

方正证券研究所证券研究报告

丹邦科技(002618)

公司新股申购报告
2011.09.05

元件 II 行业

电子元器件行业研究员：盛劲松

执业证书编号：S1220511010001

TEL: 010-68584875

E-mail: shengjinsong@foundersc.com

联系人：周益资

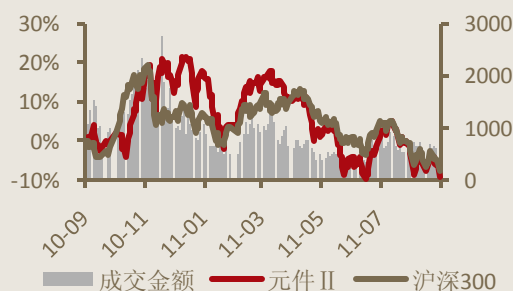
TEL: 010-68584885

Email: zhouyizi@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	13.00
A 股发行股数(万股)	4000.00
发行前总股本(万股)	12000.00
发行后总股本(万股)	16000.00
发行日期	2011-09-07
发行方式	网下配售, 网上发行
主承销商	国信证券股份有限公司
预计上市日期	

元件 II 行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

投资要点

※国内最大的 COF 柔性基板封装厂商。公司目前主要产品包括 FPC、COF 柔性封装基板和 COF 芯片封装产品。公司是我国最大的 COF 柔性封装基板厂商，并在全球市场影响力不断扩大。2009 年 COF 柔性封装基板市场占有率为 1.55%，是全球第八大 COF 柔性封装基板生产商。

※消费电子领域拉动需求，国内市场空间大。COF 目前已经成为最常见、最主流的柔性 IC 封装形式，被广泛用于液晶电视、智能手机等液晶面板的显示驱动中。预计未来五年内全球 COF 封装基板市场规模将以 10%左右的年复合增长率扩大，我国增速将高于全球。

※掌握核心技术，关键原材料自产。公司实现了关键原材料柔性封装基板用高端 2L-FCCL、FPC 用 3L-FCCL 和低端 2L-FCCL 的自产，产品具有成本优势，摆脱了关键原材料依赖进口的局势。

※拥有高端客户，产品外销为主。公司产品以出口为主，近三年产品出口比例均在 98%以上，销售市场遍布日本、欧美和其他东南亚地区。公司客户包括全球知名的电子信息产品品牌厂商，产品获得夏普、日立、索尼、佳能等世界知名公司的认证。

※全产业链打造，产品结构趋于高端。公司产品结构较为全面，是全球少数拥有完整产业链布局的厂商。客户因而可以在公司实现“一站式”采购，在很大程度上加强了公司接获订单的能力。

※募投项目大幅扩充产能。募投项目“基于柔性封装基板技术的芯片封装产业化项目”主要目的为扩充公司 COF 产能。项目达产后，将为公司新增 COF 柔性封装基板产能 30 万平方米，增幅高达 3.75 倍；新增 COF 产品产能 1080 万块，增幅为 4.32 倍。

※盈利预测。我们预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.45 元、0.68 元和 0.86 元。当前可比上市公司对应 2011 年 PE 为 28 倍左右，我们认为公司行业龙头的地位将持续稳固，在行业内优势明显，其未来盈利空间很大。我们预计其合理的价值区间为 11.25-13.50 元，对应 PE 为 25-30 倍。

风险提示

市场竞争风险；消费电子持续低迷风险；技术风险；汇率波动风险。

※特别提示

本报告所预期的二级市场合理价格并不是公司上市首日价格表现，而是基于现有市场估值环境的合理价格区间。

正文目录

1. 国内最大的 COF 柔性基板封装厂商.....	3
2. 消费电子领域拉动需求，国内市场空间大.....	4
2.1 COF 是最常见、最主流的柔性 IC 封装，应用广泛.....	4
2.2 COF 需求有进一步扩大空间.....	5
2.3 FPC 存在产能转移趋势.....	6
3. 掌握 COF 核心材料技术，FCCL 自产.....	7
4. 拥有各领域世界高端客户.....	8
5. 全产业链打造，逐步倾斜高端产品.....	8
6. 募投项目大幅扩充产能.....	9
7. 盈利预测与估值.....	9
8. 风险提示.....	10

图表目录

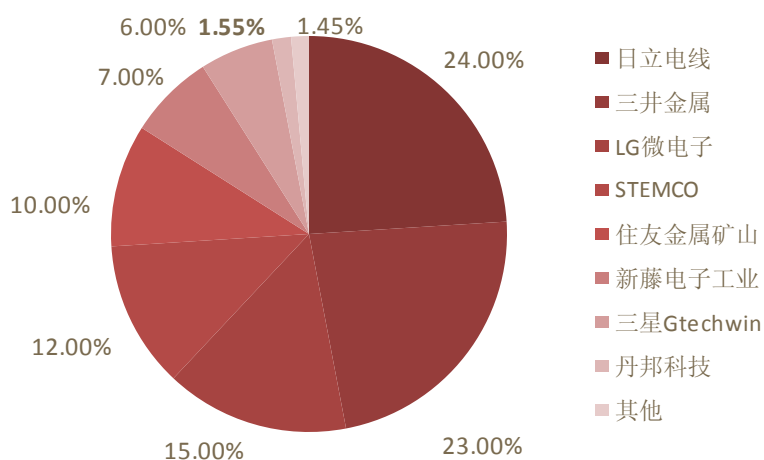
图表 1 公司是全球第八大 COF 柔性封装基板生产商.....	3
图表 2 公司近三年营业收入及净利润均迅速增长（百万元）.....	3
图表 3 公司产品结构和各产品毛利率变化.....	4
图表 4 COF 产品结构.....	5
图表 5 COF 产品用途广泛.....	5
图表 6 2011-2015 年全球 COF 市场规模预测（亿美元）.....	6
图表 7 TAB 和 COG 市场份额逐步被 COF 占据.....	6
图表 8 FPC 和 COF 产业链.....	7
图表 9 公司主要知名客户.....	8
图表 10 公司分项业务预测.....	9
图表 11 同类公司估值水平比较.....	10

1. 国内最大的 COF 柔性基板封装厂商

公司自成立以来一直从事柔性封装材料、COF 封装基板及 COF 芯片封装产品的制造，目前主要产品包括 FPC（柔性电路板）、COF（Chip on FPC）柔性封装基板和 COF 芯片封装产品。

公司是我国最大的 COF 柔性封装基板厂商，并在全球市场影响力不断扩大。2009 年 COF 柔性封装基板市场占有率为 1.55%，是全球第八大 COF 柔性封装基板生产商。

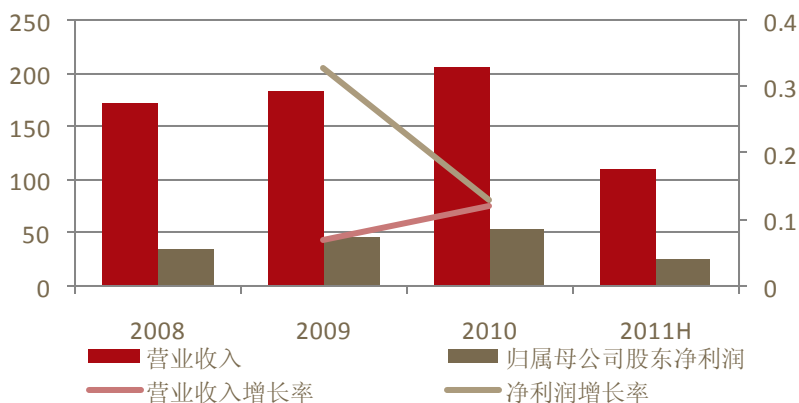
图表 1 公司是全球第八大 COF 柔性封装基板生产商



数据来源：中国电子材料行业协会 方正证券研究所

公司 2010 年营业收入达到 2.06 亿元，08 年至 10 年年复合增长率为 9.51%。归属母公司股东净利润增速高于收入营业收入，从 2008 年的 3514 万元增长至 2010 年的 5268 万元，年复合增长率达到 22.43%。

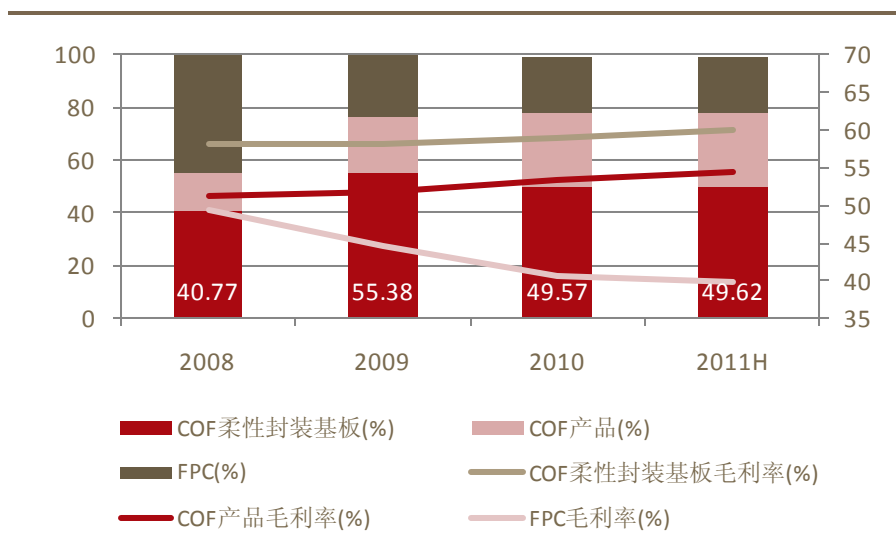
图表 2 公司近三年营业收入及净利润均迅速增长（百万元）



数据来源：公司资料 方正证券研究所

从产品结构来看，公司逐渐提升高附加值及高技术含量产品——COF 柔性封装基板和 COF 产品所占的比例。其中 COF 柔性封装基板在主营收入中占比从 08 年的 40.77% 增至今年上半年的 49.62%；COF 产品占比从 08 年的 14.68% 迅速增加到今年上半年的 28.59%。相对地，FPC 的占比则由 44.46% 减少一半以上。各项产品毛利率除 FPC 外均稳中有升，综合毛利率始终维持在 53.5% 以上的高水平。

图表 3 公司产品结构和各产品毛利率变化



数据来源：公司资料 方正证券研究所

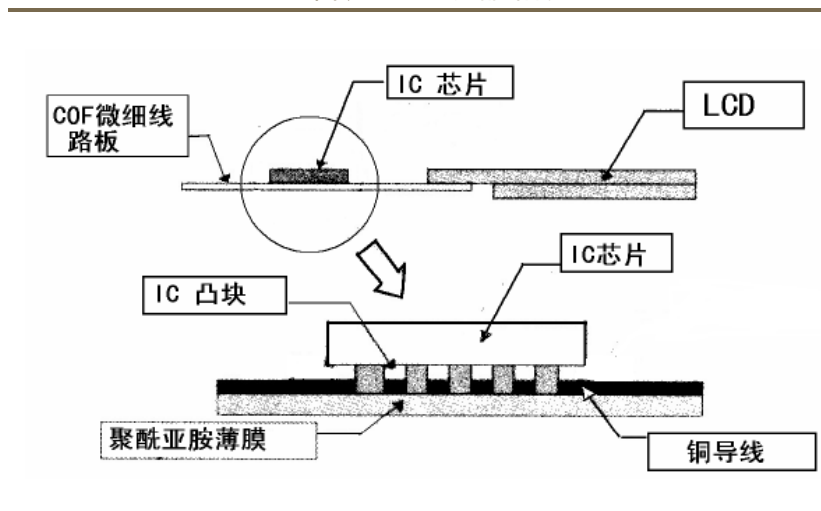
2. 消费电子领域拉动需求，国内市场空间大

2.1 COF 是最常见、最主流的柔性 IC 封装，应用广泛

COF 是指将芯片直接搭载在柔性 PCB 上的技术。其中 COF 柔性封装基板是指还未装联上芯片和元器件的基板，具有承载芯片、电路连通和绝缘之城的作用，目前已经成为最常见、最主流的柔性 IC 封装形式。

COF 产品是 COF 柔性封装基板的进一步制成品，IC 芯片已经直接搭载在柔性基板并封装好的产品。COF 产品被广泛用于液晶电视、手机、笔记本电脑等液晶面板的显示驱动中。

图表 4 COF 产品结构



数据来源：中国电子材料行业协会 方正证券研究所

图表 5 COF 产品用途广泛

COF 产品用途	适用领域
手机用 COF 产品	用于智能手机
LCD 用 COF 产品	用于各类液晶屏驱动芯片
LED 用 COF 产品	用于液晶背光
激光读写头用 COF 产品	用于笔记本电脑、DVD 等各类消费电子产品的激光读写头
高频高密阻抗 COF 产品	用于航空航天、国防军工等尖端领域的高频信号传输

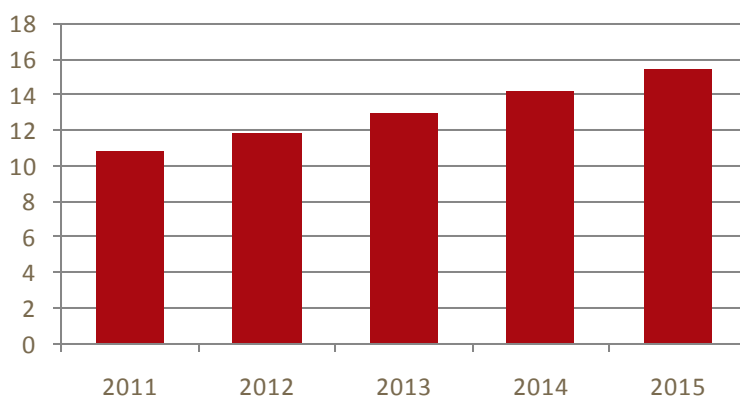
数据来源：招股说明书 方正证券研究所

2.2 COF 需求有进一步扩大空间

目前 COF 柔性封装基板绝大部分被用于 TFT-LCD 显示屏的驱动 IC 芯片,该领域在 COF 下游应用市场占比达到 85%以上。因此,其未来成长性在很大程度上受到下游 TFT-LCD 市场景气度的影响。TFT-LCD 下游十分广阔,主要有液晶电视、手机、笔记本电脑、台式电脑及众多消费电子产品等。随着智能手机、平板电脑等新型消费电子产品需求的不断升级,TFT-LCD 将迎来新的需求高峰期,也将因而扩大 COF 的市场空间。预计未来五年内,全球 COF 封装基板市场规模将以 10%左右的年复合增长率扩大,我国作为全球最大的电子产品制造国,增速将高于全球。

除 TFT-LCD 外,COF 近年来随着技术创新获得了更好的兼容性,在其他更多领域开辟了应用空间,如打印机、武器制导系统、医学诊断设备、交换机、汽车及航天仪表等。应用范围的进一步充实将为 COF 打开更广阔的市场。

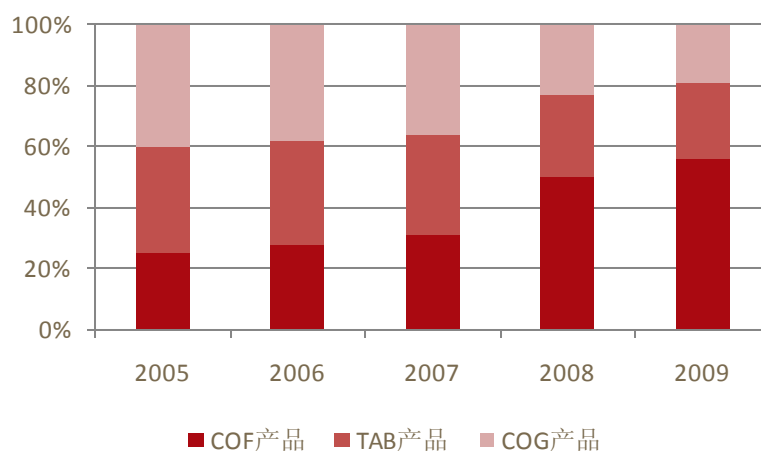
图表 6 2011-2015 年全球 COF 市场规模预测（亿美元）



数据来源：中国电子材料行业协会 方正证券研究所

除 COF 外，TFT-LCD 还有 TAB 和 COG 两种芯片封装方式。COF 与这两种封装方式相比存在更轻薄、分辨率更高的特点，TAB 和 COG 的市场空间近年来已经出现逐步被 COF 挤占的趋势。未来 COF 将进一步加速该趋势，进一步占据市场份额。

图表 7 TAB 和 COG 市场份额逐步被 COF 占据



数据来源：台湾电路板协会 方正证券研究所

2.3 FPC 存在产能转移趋势

FPC 领域目前存在产能逐步向东南亚转移的趋势。据 Prismark 统计，欧洲和美洲近几年的 FPC 产值处于负增长态势，亚洲则成为全球 FPC 产值占比最大和增长最快的地区。日本是其中最大的生产国，占比达 25.4%，中国台湾仅次于日本，占比在 10% 左右。国内市场随着台湾很多厂商在内地设厂逐步兴盛，产能也开始加速向内地转移，国内 FPC 行业正处于快速发展阶段。

3. 掌握 COF 核心材料技术，FCCL 自产

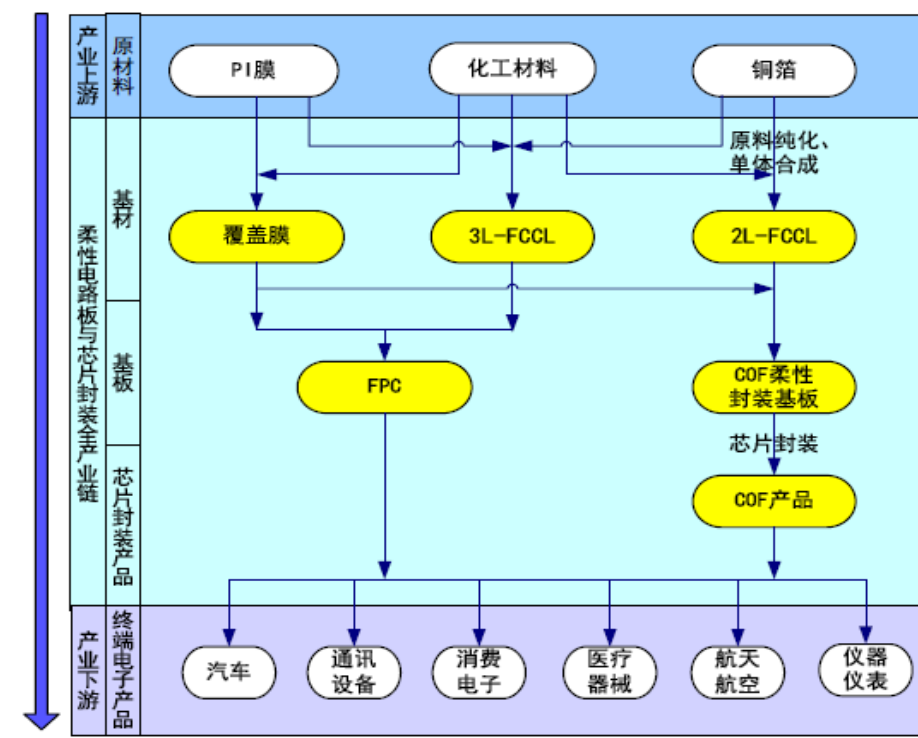
公司自成立以来就大力组建研发团队，加强技术领先。目前已经具备较强的技术优势，掌握具有国际先进水平的三项核心技术，包括高性能薄膜成型技术、高密度微细线路制造技术和基于柔性基板的芯片封装技术。

FPC 和 COF 行业上游原材料主要有铜箔、PI 膜、粘合剂等，其中生产 COF 所需的热固化胶、微粘膜、覆盖膜等关键配套材料是行业技术的关键，公司是目前为数尚少的掌握了该技术并实现生产的国内厂商。

行业中游是基材，基材是生产基板的重要原材料，包括覆盖膜、2L-FCCL（2 层型无胶柔性覆铜板）、3L-FCCL（3 层型无胶柔性覆铜板）等，其中 FCCL 在原材料成本中所占比例约为 40-50%。由于公司实现了柔性封装基板用高端 2L-FCCL、FPC 用 3L-FCCL 和低端 2L-FCCL 的自产，产品具有成本优势，增强了市场竞争力，摆脱了关键原材料依赖进口的局势。

公司一直在研发方面投入了占比较高的费用，并拥有了一批技术人才，技术的积累将为公司未来持续保持技术优势提供有利条件。

图表 8 FPC 和 COF 产业链



数据来源：招股说明书 方正证券研究所

4. 拥有各领域世界高端客户

公司产品以出口为主，近三年产品出口比例均在 98%以上，销售市场遍布日本、欧美和其他东南亚地区。同时，公司客户包括全球知名的电子信息产品品牌厂商，其中存在公司成立以来一直维持良好的客户，客户黏性较强，足以表明公司在主营产品市场已经树立了良好的口碑和信誉。

公司同时取得了包括夏普、日立、松下、索尼、奥林巴斯、佳能、日本电器等在内的世界知名公司的认证，这意味着公司是这些客户至少 1-2 年的稳定供应商。

图表 9 公司主要知名客户

客户所在国家/地区	客户名称及所属行业
日本	夏普(Sharp)，电子、电器设备，世界 500 强
	日立(Hitachi)，电子、电器设备，世界 500 强
	佳能(Canon)，影像器材、办公设备，世界 500 强
	日本电产(NIDEC)，电机制造，2008 年营业收入达到 63 亿美元
	松下(Panasonic)，电子、电气设备，世界 500 强
	三洋电机(SanyoElectric)，电子、电气设备，世界 500 强
	胜利公司(JVC)，视频、音频设备，世界 500 强
	欧姆龙(OMRON)，自动化控制及电子设备，亚洲 500 强
	阿尔卑斯电气(ALPS)，磁性模具、通信及汽车电子产品
	三美电子(Mitsumi Electric)，PC 配件和元器件生厂商
	立志凯(NISCA)，ID 卡打印机
亚洲其他地区	鸿富锦精密电子(Foxcoon)，消费类电子信息产品，世界 500 强
	元太科技(Prime View International)，TFT-LCD、LED 显示 和电子书

数据来源：招股说明书 方正证券研究所

5. 全产业链打造，逐步倾斜高端产品

公司产品结构较为全面，是全球少数拥有完整产业链布局的厂商。公司从 FPC、COF 等主营产品上游原材料到基材、基板和封装产品都有涉及，其中的关键技术也都掌握并能自主生产。全产业链和丰富的产品结构使客户可以将需要的各类产品在公司实现“一站式”采购，在很大程度上加强了公司接获订单的能力。

此外，公司逐步向高端产品转移的战略已经显现出来，近年来高附加值产品 COF 柔性封装基板和 COF 产品在主营收入中占比逐渐提高，使综合毛利率一直维持在较高水平。

6. 募投项目大幅扩充产能

公司此次 IPO 募集资金将主要投资于“基于柔性封装基板技术的芯片封装产业化项目”。该项目主要目的为扩充公司 COF 产能，以缓解目前的供应压力。

项目达产后，将为公司新增 COF 柔性封装基板产能 30 万平方米，增幅高达 3.75 倍；新增 COF 产品产能 1080 万块，增幅为 4.32 倍。考虑到目前公司拥有的客户层次和黏性，公司有足够的订单来源来消化新增产能，从而更好地满足客户需求。

7. 盈利预测与估值

公司作为 COF 柔性封装基板领域龙头，市场占有率和产品竞争力都居于一。其技术优势和客户的稳定良好关系为公司接下来产能扩张之后的发展打下了坚实基础。再加上行业本身在下游应用领域的拉动下仍处于快速发展时期，未来公司成长空间值得关注。

我们预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.45 元、0.68 元和 0.86 元。当前可比上市公司对应 2011 年 PE 为 28 倍左右，我们认为公司行业龙头的地位将持续稳固，在行业内优势明显，其未来盈利空间很大。我们预计其合理的价值区间为 11.25-13.50 元，对应 PE 为 25-30 倍。

图表 10 公司分项业务预测

	营业收入			
	2010	2011E	2012E	2013E
COF 产品	58.53	87.79	149.24	208.94
COF 柔性封装基板	101.96	107.06	128.47	154.17
FPC	43.19	43.19	41.90	40.64
合计	203.68	238.04	319.61	403.75

数据来源：方正证券研究所

图表 11 同类公司估值水平比较

	最新股价	EPS			PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
000536 华映科技	22.48	0.50	0.63	0.70	45.0	35.5	32.0
600584 长电科技	8.14	0.24	0.28	0.37	33.9	29.3	21.7
002185 华天科技	10.60	0.30	0.44	0.61	35.3	24.3	17.3
002579 中京电子	17.24	0.41	0.53	0.71	42.0	32.6	24.1
002436 兴森科技	21.79	0.54	0.79	1.11	40.4	27.5	19.7
000823 超声电子	14.28	0.36	0.52	0.67	39.7	27.4	21.2
行业平均		0.39	0.53	0.70	38.3	28.2	20.8

数据来源: WIND 方正证券研究所

8. 风险提示

市场竞争风险; 消费电子持续低迷风险; 技术风险; 汇率波动风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	131.94	180.15	270.40	227.15	经营活动现金流	42.74	138.71	77.11	258.71
现金	20.50	78.74	60.85	66.01	净利润	52.68	72.10	109.26	137.09
应收账款	45.93	69.91	101.63	102.36	折旧摊销	0.00	41.79	56.92	72.38
其它应收款	4.39	2.14	7.71	4.01	财务费用	17.39	15.00	4.00	8.00
预付账款	45.08	20.54	63.93	38.39	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	16.03	8.82	36.28	16.39	营运资金变动	-27.27	9.67	-93.03	41.28
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	-0.06	0.15	-0.03	-0.03
非流动资产	432.76	455.33	565.22	664.97	投资活动现金流	-57.03	-64.51	-166.78	-172.10
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	55.60	23.68	109.70	99.51
固定资产	341.10	369.25	464.81	549.13	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	52.52	57.55	74.01	90.09	其他	-1.43	-40.84	-57.08	-72.59
其他	39.13	28.53	26.40	25.76	筹资活动现金流	-14.82	-15.95	4.08	-25.92
资产总计	564.69	635.49	835.63	892.13	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	19.68	71.32	166.11	112.61	长期借款	1.00	-52.00	-4.07	-27.30
短期借款	0.00	0.00	67.70	12.16	其他	-15.82	36.05	8.14	1.38
应付账款	14.08	13.42	26.61	20.68	现金净增加额	-29.10	58.24	-85.59	60.69
其他	5.60	57.90	71.80	79.78					
非流动负债	262.15	209.20	205.29	178.20	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	260.00	208.00	203.93	176.63	成长能力				
其他	2.15	1.20	1.36	1.57	营业收入	12.10%	15.74%	34.27%	26.32%
负债合计	281.83	280.52	371.40	290.81	营业利润	15.18%	35.99%	62.63%	27.44%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	12.97%	36.87%	51.53%	25.47%
归属母公司股东权益	282.87	354.97	464.23	601.32	获利能力				
负债和股东权益	564.69	635.49	835.63	892.13	毛利率	53.50%	54.53%	55.78%	56.72%
					净利率	25.61%	30.29%	34.19%	33.95%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	18.62%	20.31%	23.54%	22.80%
营业收入	205.67	238.04	319.61	403.75	ROIC	12.63%	13.92%	15.29%	17.33%
营业成本	95.64	108.24	141.33	174.76	偿债能力				
营业税金及附加	0.04	0.03	0.05	0.06	资产负债率	49.91%	44.14%	44.45%	32.60%
营业费用	4.07	4.28	5.11	6.46	净负债比率	92.26%	92.69%	90.37%	90.07%
管理费用	39.24	41.66	57.53	72.67	流动比率	6.71	2.53	1.63	2.02
财务费用	17.39	15.00	4.00	8.00	速动比率	5.89	2.40	1.41	1.87
资产减值损失	-0.58	1.00	1.28	1.21	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.38	0.40	0.43	0.47
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	4.04	4.11	3.73	3.96
营业利润	49.87	67.83	110.31	140.58	应付帐款周转率	7.24	7.87	7.06	7.39
营业外收入	7.54	10.00	8.00	8.00	每股指标(元)				
营业外支出	0.03	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.44	0.45	0.68	0.86
利润总额	57.39	77.83	118.31	148.58	每股经营现金	0.36	1.16	0.64	2.16
所得税	4.71	5.72	9.05	11.49	每股净资产	2.36	2.22	2.90	3.76
净利润	52.68	72.10	109.26	137.09	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	52.68	72.10	109.26	137.09	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	75.00	134.38	189.52	234.77	EV/EBITDA	3.22	1.36	1.46	0.84
EPS (元)	0.44	0.45	0.68	0.86					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com