



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	9.11
市值 (億港元)	280.7
52週高位	15.58
52週低位	5.60

\*截至2月14日

財務資料摘要

港幣(億元)	
營業收入	96.0
變動(%)	6.3
稅前利潤	21.8
變動(%)	-12.9
淨利潤	17.8
變動(%)	-11.5

主要股東資料

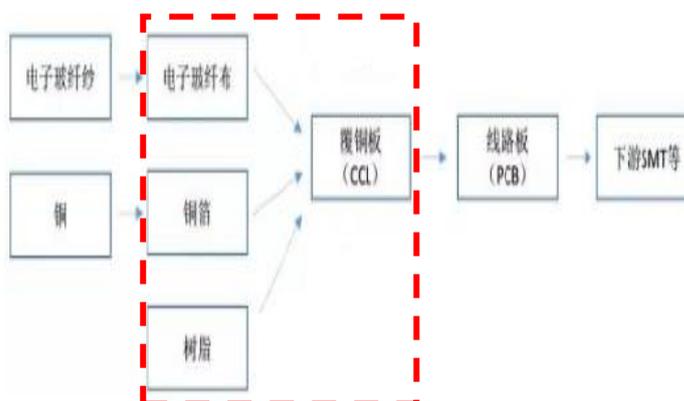
	持股
建滔集團	70.0

來源: 披露易

業務模式

- 建滔積層板為電子材料製造商，主要從事生產及銷售覆銅面板業務。多年來，公司為全球覆銅面板市場的龍頭企業。據市場研究公司 Prismaark Partners LLC 的研究報告顯示，建滔積層板在全球市場佔有率為 14%。同業生益科技(600183.SH)及南亞新材料科技緊隨其後，各佔 11%。
- 覆銅面板為印刷電路板的主要材料之一。電路板用於連結板上各種電子零件，其用途非常廣泛，例如電腦產品、通訊設備、家用電器以及汽車零部件等。
- 事實上，公司採用垂直生產模式，不僅產銷覆銅面板，而且亦會生產上游物料，包括銅箔、環氧樹脂、玻璃絲以及玻璃布等，物料供應內部生產外，亦進行對外銷售。

印刷電路板產業鏈

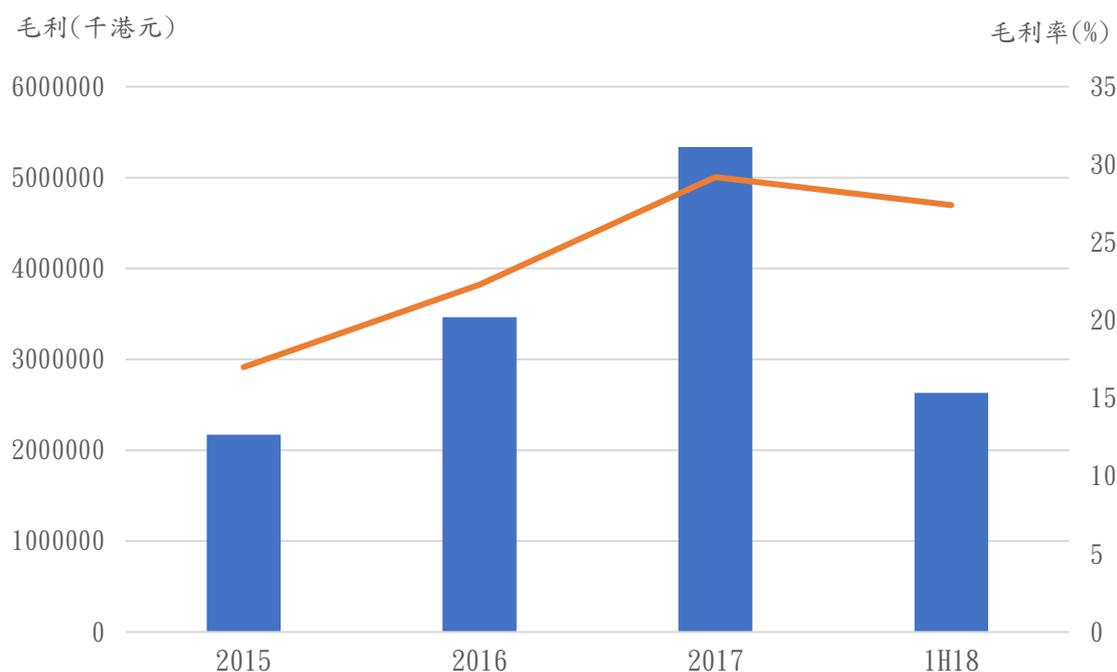


圖片來源: 格隆匯, 經鴻騰資本證券整理

註: - - - 為建滔積層板的主要業務範疇

## 經營業績

- 截至 2018 年 6 月底止之中期業績，收入按年上升 6.3% 至 96 億港元；純利按年下跌 11.5% 至 17.8 億港元。期內主要產品紙覆銅面板以及環氧玻璃纖維覆銅面板的出貨量提升，帶動整體出貨量上升 5%，月均出貨量為 956 萬平方米，疊加產品平均價格上升，為推動收入增長的主因。惟部分原材料價格大幅上漲，導致毛利率下跌 4.3 個百分點至 27.4%，拖累中期業績表現。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

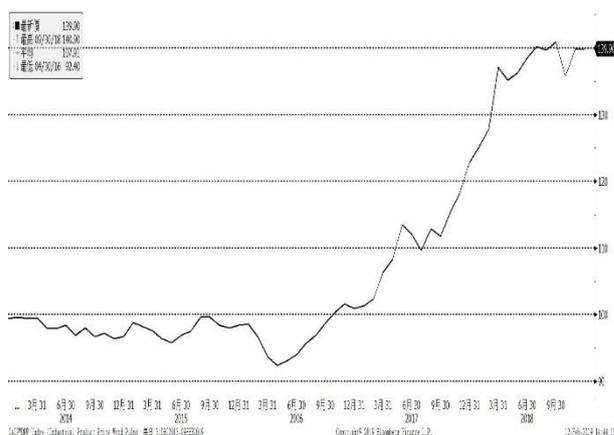
- 一般而言，下半年屬於覆銅面板的銷售旺季，惜內地宏觀經濟受到中美貿易戰困擾，削弱國內居民消費意慾，對下游消費品銷售構成負面影響，間接令到覆銅面板需求轉弱。
- 原材料價格方面，國際銅價於 2018 年下半年回落，大致在每噸 5,700 至 6,300 美元間波動。然而，用於生產紙覆銅面板的木漿價格仍然高居不下。
- 綜合上述因素，由於建滔積層板的產品需求轉弱，抵銷銅價回落的利好因素，相信公司 2018 年度上、下半年的盈利表現相若。

### 國際銅價走勢圖



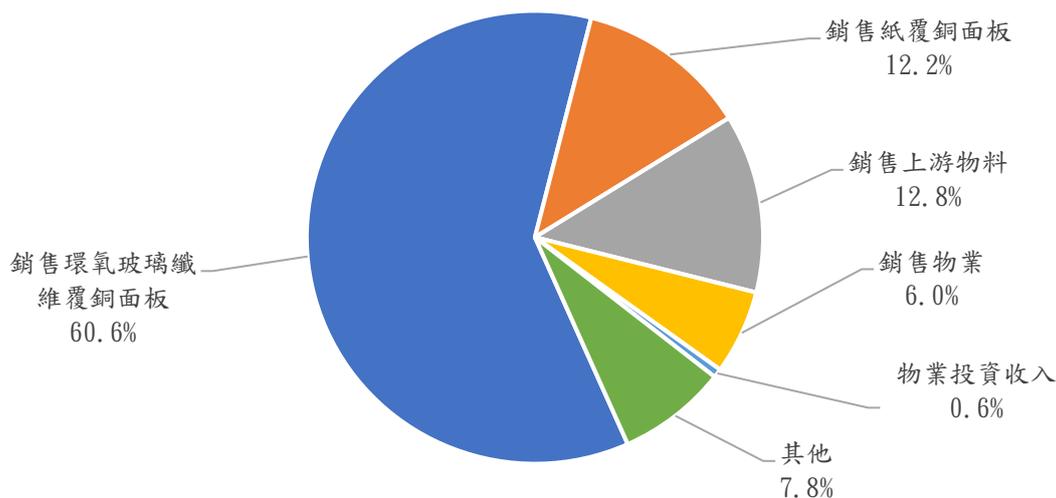
來源: 彭博

### 木漿價格走勢圖



來源: 彭博

### 收入分布



港幣(千元)	2015	2016	2017	1H18
銷售環氧玻璃纖維覆銅面板	8,172,400	8,750,489	10,388,459	5,821,702
銷售紙覆銅面板	2,020,531	2,029,000	2,246,462	1,171,466
銷售上游物料	1,511,595	1,776,631	2,499,139	1,224,603
銷售物業	-	1,661,913	1,664,468	577,633
物業投資收入	121,149	117,127	124,915	60,913
其他	944,045	1,196,561	1,319,353	745,030
總數	12,769,720	15,531,721	18,242,796	9,601,347

來源: 公司通告, 經鴻騰資本證券整理

## 成本結構

港幣(千元)	2015	2016	2017	1H18
分銷成本	304,542	313,422	330,397	181,480
行政成本	516,207	588,998	577,329	326,881
融資成本	117,323	90,928	68,843	33,001
總開支	938,072	993,348	976,569	541,362

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

## 前景

- 建滔積層板為行業龍頭，在產品定價上有一定話事權。相對於其他同業，其垂直生產模式有助確保上游材料供貨穩定和因物料價格波動，造成對盈利不確定性的風險降低。上述因素有助鞏固公司的競爭優勢，有利於搶佔更多市場份額。另一方面，公司位於泰國的覆銅面板新產能已經投產，疊加持續在上游材料布局，將擴闊海外收入來源和加強規模效應。
- 為應對中美貿易戰影響，中央致力刺激內需。於今年1月底，國家發改委、工信部發布《進一步優化供給推動消費平穩增長促進形成強大國內市場的實施方案(2019年)》，旨在推動汽車消費和家電產品置換需求。由於公司各有三成的收入來自家電和汽車行業，預料下游消費品銷售增加，將令覆銅面板的需求轉強。與此同時，5G將於今年展開試商用，中長線將拉動5G通訊設備的需求，為公司收入增長新動力。

## 風險因素

- 中國刺激內需措施成效低於預期
- 原材料價格上漲
- 5G產品需求低於預期

## 估值

	2019E	2020E
市盈率	7.7	7.6
股息率	6.9	9.2

## 投資建議

- 受惠於中央的內需刺激政策以及5G行業發展，將推動核心產品的需求，今年盈利有望重回正增長。現價為2019年度預測市盈率7.7倍，股息率6.9厘，與國內同業相比，估值具有一定吸引力，預料股價會先行挑戰10元阻力位。

## 盈利預測

港幣(百萬元)	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	18,242.8	20,068.0	21,170.0	21,983.0
稅前盈利	4,642.6	4,303.0	4,442.0	4,345.0
淨利潤	3,772.3	3,467.0	3,594.0	3,509.0

來源：彭博

## 同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
<b>建滔積層板</b>	<b>1888.HK</b>	<b>280.7</b>	<b>41.0</b>	<b>7.7</b>	<b>6.9</b>
生益科技	600183.SH	263.5	7.6	17.4	3.0
東方精密	002384.SZ	247.6	18.7	13.3	0.7

來源：彭博

## 免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk