



新纶科技 (002341)

投资评级: 买入 (首次覆盖)

报告日期: 2016-04-07

股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161836

jiangyy_1987@163.com

联系人: 高欣宇

0551-65161837

gaoxy_pro@126.com

转型新材料坚定不移, 业绩增长未来可期

事件: 公司公告称其与凸版印刷、东洋制罐、T&T 协商, 拟以 5.5 亿元收购 T&T 从事的锂离子电池铝塑复合膜外包装材料生产、制造及销售业务, 并出资 1 亿元人民币在常州设立子公司——新纶复合材料科技(常州)有限公司, 从事相应产品的生产。

□ 跨国收购铝塑膜业务, 布局锂电池行业

铝塑膜是目前锂电池材料领域技术难度较高的环节, 基本依赖进口, 铝塑膜产品盈利能力极强 (毛利率达 60% 至 80%), 远超过其他材料。目前主流电动车日产 Leaf、雪佛兰 Volt、宝马等大量采用铝塑膜包装的软包电池路线, 随着电动汽车的爆发式增长, 电动车也将成为铝塑膜中长期增长的主要驱动力。国内铝塑膜市场基本由日韩公司所垄断, 日本昭和、DNP 两家合计占 85% 市场份额。目前铝塑膜全球市场空间仅为数十亿元, 随着下游需求放量, 行业增速有望超过 40%。T&T 公司拥有完整的铝塑膜生产技术和核心专利, 产品占市场份额 14% 左右, 公司本次收购将获得 T&T 现阶段铝塑膜软包产品约 200 万平方米/月的产能, 未来公司将在中国常州市新建铝塑膜软包产品生产线, 最终合并产能将达到 600 万平方米/月, 这将使公司成为国内最大的铝塑膜生产企业。

□ 联手日本东山, 打造 TAC 功能膜龙头

公司与日本东山薄膜株式会社于 2015 年 12 月在深圳签署了《合作协议》, 拟引入其先进的涂布生产技术与品质管理系统, 并在公司常州电子功能材料产业基地投资 5000 万建立新恒东薄膜材料(常州)有限公司, 用于从事新型材料及其衍生产品的研发、销售; 2 月 6 日公司又发布定增计划, 拟募集 13.9 亿元用于建设 TAC 功能膜项目。TAC 功能膜是偏光片的重要组成部分, 占其成本 50%, 目前国内 TAC 膜完全依赖进口, 新纶科技 TAC 涂布项目建成后, 将实现对进口产品的替代, 随着面板产能不断向国内转移, TAC 功能膜市场将一片宽广。

□ 投资 POB 膜, 完善新材料布局

PBO 纤维具有十分优异的物理机械性能和化学性能, 强度等力学性能是有机纤维中最高的一种, 广泛运用于航空航天、军工装备制造、高强度绳缆材料、绝缘材料、高温耐热衬垫防护等复合材料领域。PBO 纤维目前主要依赖进口, 公司投资设立的 PBO 生产线将是国内第一条 PBO 纤维工业化生产线, POB 纤维属于中国制造业 2025 规划中重点发展的战略新兴产业, 公司的产品将实现高端材料的国产化, 具有良好的社会效益和经济效益, 项目达产后, 预计可实现营业利润 1-1.5 亿元。

□ 盈利预测与估值

公司在传统主业稳定发展的前提下，积极布局高端新材料业务，打造高附加值产品结构，随着新材料业务的陆续投产，业绩改善近在眼前。我们在不考虑增发摊薄的情况下预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.36 元、0.60 元，对应的 PE 分别为 43.52 倍、28.06 倍、16.65 倍，考虑到公司率先布局多种先进材料，进口替代空间巨大，未来公司业绩将迎来高增长，给予“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

| 主要财务指标 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1024 | 1485 | 2079 | 3326 |
| 收入同比(%) | -24% | 45% | 40% | 60% |
| 归属母公司净利润 | -107 | 86 | 134 | 226 |
| 净利润同比(%) | -222% | 181% | 55% | 69% |
| 毛利率(%) | 25.9% | 30.0% | 31.0% | 31.0% |
| ROE(%) | -8.0% | 5.9% | 8.5% | 12.8% |
| 每股收益(元) | -0.29 | 0.23 | 0.36 | 0.60 |
| P/E | -35.24 | 43.52 | 28.06 | 16.65 |
| P/B | 2.61 | 2.52 | 2.33 | 2.07 |
| EV/EBITDA | 600 | 20 | 17 | 14 |

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 1,496 | 1,730 | 2,365 | 3,782 | 营业收入 | 1,024 | 1,485 | 2,079 | 3,326 |
| 现金 | 336 | 297 | 416 | 665 | 营业成本 | 758 | 1,039 | 1,434 | 2,295 |
| 应收账款 | 805 | 1,034 | 1,475 | 2,430 | 营业税金及附加 | 13 | 15 | 21 | 33 |
| 其他应收款 | 29 | 29 | 43 | 77 | 销售费用 | 101 | 119 | 187 | 299 |
| 预付账款 | 46 | 25 | (18) | (66) | 管理费用 | 163 | 134 | 187 | 299 |
| 存货 | 243 | 314 | 442 | 712 | 财务费用 | 60 | 66 | 76 | 108 |
| 其他流动资产 | 36 | 30 | 6 | (36) | 资产减值损失 | 39 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 2,140 | 1,939 | 1,897 | 1,880 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 55 | 41 | 43 | 47 | 投资净收益 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 941 | 882 | 822 | 762 | 营业利润 | (112) | 112 | 173 | 291 |
| 无形资产 | 268 | 250 | 234 | 218 | 营业外收入 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 875 | 765 | 797 | 853 | 营业外支出 | 19 | 6 | 6 | 6 |
| 资产总计 | 3,635 | 3,669 | 4,261 | 5,662 | 利润总额 | (127) | 106 | 167 | 285 |
| 流动负债 | 1,729 | 1,738 | 2,244 | 3,505 | 所得税 | (7) | 15 | 23 | 40 |
| 短期借款 | 1,241 | 1,273 | 1,730 | 2,763 | 净利润 | (120) | 91 | 144 | 245 |
| 应付账款 | 251 | 322 | 442 | 727 | 少数股东损益 | (14) | 5 | 10 | 20 |
| 其他流动负债 | 236 | 143 | 71 | 15 | 归属母公司净利润 | (107) | 86 | 134 | 226 |
| 非流动负债 | 401 | 369 | 327 | 240 | EBITDA | 12 | 256 | 326 | 474 |
| 长期借款 | 250 | 250 | 250 | 250 | EPS (元) | (0.29) | 0.23 | 0.36 | 0.60 |
| 其他非流动负 | 151 | 119 | 77 | (10) | | | | | |
| 负债合计 | 2,130 | 2,106 | 2,571 | 3,745 | | | | | |
| 少数股东权益 | 65 | 70 | 80 | 100 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 373 | 373 | 373 | 373 | 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 资本公积 | 784 | 764 | 764 | 764 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 283 | 354 | 473 | 680 | 营业收入 | -24.08% | 45.00% | 40.00% | 60.00% |
| 归属母公司股东权 | 1,440 | 1,492 | 1,610 | 1,817 | 营业利润 | -207.40% | -200.09% | 54.08% | 68.10% |
| 负债和股东权益 | 3,635 | 3,669 | 4,261 | 5,662 | 归属于母公司净利润 | -222.43% | -180.98% | 55.05% | 68.56% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 25.95% | 30.00% | 31.00% | 31.00% |
| | | | | | 净利率(%) | -10.41% | 5.81% | 6.44% | 6.78% |
| | | | | | ROE(%) | -7.99% | 5.86% | 8.50% | 12.79% |
| | | | | | ROIC(%) | -2.67% | 6.00% | 7.21% | 9.74% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 58.59% | 57.42% | 60.33% | 66.14% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 13.50% | 19.38% | 8.16% | -5.96% |
| | | | | | 流动比率 | 0.86 | 1.00 | 1.05 | 1.08 |
| | | | | | 速动比率 | 0.72 | 0.81 | 0.86 | 0.88 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.29 | 0.41 | 0.52 | 0.67 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 1.26 | 1.67 | 1.71 | 1.76 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 4.02 | 5.18 | 5.44 | 5.69 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | (0.29) | 0.23 | 0.36 | 0.60 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.35 | (0.24) | (0.67) | (1.73) |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 3.86 | 3.99 | 4.31 | 4.87 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | (35.2) | 43.5 | 28.1 | 16.6 |
| | | | | | P/B | 2.6 | 2.5 | 2.3 | 2.1 |
| | | | | | EV/EBITDA | 599.58 | 20.22 | 17.24 | 13.94 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|---------|
| 经营活动现金流 | 130 | (88) | (250) | (647) |
| 净利润 | (120) | 86 | 134 | 226 |
| 折旧摊销 | 68 | 78 | 76 | 75 |
| 财务费用 | 62 | 66 | 76 | 108 |
| 投资损失 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 86 | (323) | (547) | (1,076) |
| 其他经营现金 | 32 | 5 | 10 | 20 |
| 投资活动现金流 | (348) | 34 | (2) | (3) |
| 资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | (22) | 14 | (2) | (3) |
| 其他投资现金 | (326) | 20 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 98 | (78) | 376 | 903 |
| 短期借款 | 219 | 32 | 457 | 1,033 |
| 长期借款 | 111 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | (20) | 0 | 0 |
| 其他筹资现金 | (232) | (90) | (82) | (130) |
| 现金净增加额 | (120) | (132) | 123 | 253 |

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。