

功能薄膜放量拉动业绩, 综合膜企正在显现

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年度报告。报告期内, 公司实现营业收入3.2亿元, 同比增长35.6%; 实现归属上市公司股东净利润5811万元, 同比增长159.8%。同时公司预计2017年1-9月份实现归母净利润变动区间为8851-10776万元, 同比增长130-180%。
- **微棱镜膜放量, 业绩大幅增长。** 报告期内公司新型产品微棱镜膜快速放量, 促使公司营收同比增长35.6%。公司2015年增发募投项目“年产3000万平方米功能性薄膜生产线建设项目”已经步入放量时期, 其中“年产1000万平方米微棱镜型反光膜生产项目”贡献大部分上半年业绩增量。目前该产品毛利约50%, 且相较于曾处于垄断地位的美国3M等企业, 公司在产品性价比突出, 有望逐步实现进口替代。公司产品结构优化, 拉升公司综合毛利率4个百分点至36.6%, 与此同时, 上半年资产减值损失同比大幅减少, 共同带动公司业绩增长。
- **铝塑膜放量在即, 有望接力微棱镜膜成为公司又一利润增长极。** 6月份新能源汽车产销量分别为6.5和5.9万辆, 同比增速分别为43%和33%, 超出市场预期, 印证新能源汽车行业重新步入高成长周期, 公司锂电池铝塑膜市场前景广阔。目前日本昭和电工和DNP等寡头垄断铝塑膜行业, 占据全球约90%的市场份额, 进口替代空间较大。公司锂电池铝塑膜项目于2017年二季度已经进入稳定的量产阶段, 经过前期的市场开拓, 初步形成小规模稳定的销量, 预计下半年销量或将实现较快速度增长。
- **并购华威新材料延伸至光学膜领域, 综合膜企正在显现。** 公司拟以3.5亿元并购华威新材料的重大资产重组已经拿到证监会核准批文。华威新材料主营业务为增亮膜、光学膜的研发、生产及销售, 同时在多功能复合光学膜(增光膜+扩散膜)、量子膜、3D显示材料、硬化膜、钻石膜、金属膜以及短距激光投影幕布等新产品领域均有相应的研发。我们认为在光学膜产业作为消费电子产品的上游行业近年正加速向中国大陆转移的趋势下, 我国自主光学膜生产企业迎来战略发展机遇。此次并购完成后, 上市公司产品种类将进一步丰富, 并将向综合性功能性膜材料生产企业的战略目标更进一步。
- **盈利预测与估值。** 假设公司2017年底完成此次重大资产重组, 预计17-19年EPS分别为0.20元、0.32元、0.41元, 对应动态PE分别为47倍、30倍和23倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 功能性薄膜放量或不及预期的风险; 2) 原材料价格大幅波动带来的风险; 3) 并购华威新材料进程或不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 521.79 | 733.86 | 1348.73 | 1661.11 |
| 增长率 | 21.49% | 40.64% | 83.79% | 23.16% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 48.71 | 118.35 | 187.17 | 244.03 |
| 增长率 | 8.26% | 142.98% | 58.14% | 30.38% |
| 每股收益EPS(元) | 0.08 | 0.20 | 0.32 | 0.41 |
| 净资产收益率ROE | 3.05% | 7.39% | 9.07% | 10.74% |
| PE | 115 | 47 | 30 | 23 |
| PB | 3.84 | 3.58 | 2.69 | 2.44 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 李海勇
电话: 0755-23617478
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 5.92 |
| 流通A股(亿股) | 5.53 |
| 52周内股价区间(元) | 7.52-13.8 |
| 总市值(亿元) | 55.80 |
| 总资产(亿元) | 16.43 |
| 每股净资产(元) | 2.48 |

相关研究

关键假设：

假设 1: 假设公司微棱镜膜逐步放量带动反光材料收入快速增长, 毛利率逐渐接近 50%; 反光布、反光服饰和反光制品也因产品升级带动收入增长, 毛利率逐年提升。

假设 2: 铝塑膜下半年贡献销量, 18、19 年销量逐年提升, 毛利率接近 30%; 并购华威新材料事项在 2017 年底完成, 2018 年并表。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------|-----|--------|--------|---------|---------|
| 反光材料 | 收入 | 253.65 | 367.79 | 496.51 | 595.82 |
| | 增速 | 23.7% | 45.0% | 35.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 36.78% | 41.00% | 44.00% | 46.00% |
| 反光布 | 收入 | 99.91 | 139.88 | 181.84 | 209.12 |
| | 增速 | 10.0% | 40.0% | 30.0% | 15.0% |
| | 毛利率 | 31.85% | 32.00% | 33.00% | 34.00% |
| 反光服饰 | 收入 | 59.92 | 68.91 | 76.49 | 82.61 |
| | 增速 | -3.4% | 15.0% | 11.0% | 8.0% |
| | 毛利率 | 21.72% | 24.00% | 25.00% | 26.00% |
| 反光制品 | 收入 | 46.05 | 67.70 | 88.01 | 101.21 |
| | 增速 | -1.2% | 47.0% | 30.0% | 15.0% |
| | 毛利率 | 43.82% | 46.00% | 47.00% | 48.00% |
| 新能源 | 收入 | 21.06 | 46.33 | 120.46 | 174.66 |
| | 增速 | - | 120.0% | 160.0% | 45.0% |
| | 毛利率 | 35.57% | 25.00% | 27.00% | 30.00% |
| 光学膜 | 收入 | | | 340.00 | 450.00 |
| | 增速 | | | - | 2.2% |
| | 毛利率 | | | 35.00% | 35.00% |
| 其他 | 收入 | 41.20 | 43.26 | 45.42 | 47.69 |
| | 增速 | 65.1% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 毛利率 | 24.16% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 合计 | 收入 | 521.79 | 733.86 | 1348.73 | 1661.11 |
| | 增速 | 21.5% | 40.6% | 83.8% | 23.2% |
| | 毛利率 | 33.7% | 36.8% | 37.5% | 38.6% |

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 521.79 | 733.86 | 1348.73 | 1661.11 | 净利润 | 44.35 | 115.35 | 188.17 | 245.03 |
| 营业成本 | 346.05 | 463.91 | 842.35 | 1019.28 | 折旧与摊销 | 56.32 | 58.71 | 63.56 | 67.26 |
| 营业税金及附加 | 8.23 | 11.58 | 21.28 | 26.21 | 财务费用 | -12.40 | -12.41 | -21.55 | -26.32 |
| 销售费用 | 32.85 | 46.97 | 85.64 | 104.65 | 资产减值损失 | 16.88 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 管理费用 | 82.08 | 110.08 | 199.61 | 242.52 | 经营营运资本变动 | 13.98 | -90.15 | -251.36 | -119.35 |
| 财务费用 | -12.40 | -12.41 | -21.55 | -26.32 | 其他 | -41.98 | -12.03 | -12.08 | -12.11 |
| 资产减值损失 | 16.88 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 经营活动现金流净额 | 77.16 | 61.47 | -31.27 | 156.51 |
| 投资收益 | -3.94 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 资本支出 | -3.55 | -60.00 | -349.00 | -60.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.32 | 0.03 | 0.08 | 0.11 | 其他 | -65.73 | 20.87 | 10.08 | 10.11 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -69.28 | -39.13 | -338.92 | -49.89 |
| 营业利润 | 44.47 | 121.78 | 229.48 | 302.87 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 15.46 | 28.20 | 18.30 | 18.41 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 59.93 | 149.98 | 247.77 | 321.28 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 350.00 | 0.00 |
| 所得税 | 15.58 | 34.62 | 59.61 | 76.25 | 支付股利 | -14.79 | -9.74 | -23.67 | -37.43 |
| 净利润 | 44.35 | 115.35 | 188.17 | 245.03 | 其他 | 1.40 | 12.40 | 21.55 | 26.32 |
| 少数股东损益 | -4.36 | -3.00 | 1.00 | 1.00 | 筹资活动现金流净额 | -13.40 | 2.66 | 347.88 | -11.11 |
| 归属母公司股东净利润 | 48.71 | 118.35 | 187.17 | 244.03 | 现金流量净额 | -2.95 | 25.00 | -22.30 | 95.50 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 420.28 | 445.28 | 422.98 | 518.48 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 133.29 | 189.02 | 345.81 | 425.91 | 销售收入增长率 | 21.49% | 40.64% | 83.79% | 23.16% |
| 存货 | 176.20 | 246.05 | 452.77 | 545.18 | 营业利润增长率 | -3.72% | 173.81% | 88.44% | 31.98% |
| 其他流动资产 | 19.34 | 27.20 | 49.98 | 61.56 | 净利润增长率 | -1.43% | 160.10% | 63.12% | 30.22% |
| 长期股权投资 | 66.55 | 66.55 | 66.55 | 66.55 | EBITDA 增长率 | -1.20% | 90.14% | 61.53% | 26.64% |
| 投资性房地产 | 60.83 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 575.18 | 569.82 | 559.92 | 546.61 | 毛利率 | 33.68% | 36.79% | 37.54% | 38.64% |
| 无形资产和开发支出 | 117.47 | 124.27 | 419.76 | 425.95 | 三费率 | 19.65% | 19.71% | 19.55% | 19.32% |
| 其他非流动资产 | 38.82 | 38.67 | 38.52 | 38.38 | 净利率 | 8.50% | 15.72% | 13.95% | 14.75% |
| 资产总计 | 1607.96 | 1756.85 | 2406.29 | 2678.62 | ROE | 3.05% | 7.39% | 9.07% | 10.74% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 2.76% | 6.57% | 7.82% | 9.15% |
| 应付和预收款项 | 115.96 | 158.02 | 287.60 | 350.02 | ROIC | 2.59% | 8.60% | 11.84% | 12.37% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 16.94% | 22.90% | 20.13% | 20.70% |
| 其他负债 | 37.46 | 38.70 | 44.05 | 46.37 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 153.42 | 196.71 | 331.65 | 396.39 | 总资产周转率 | 0.33 | 0.44 | 0.65 | 0.65 |
| 股本 | 591.72 | 591.72 | 626.42 | 626.42 | 固定资产周转率 | 1.02 | 1.37 | 2.48 | 3.14 |
| 资本公积 | 547.66 | 547.66 | 862.96 | 862.96 | 应收账款周转率 | 5.56 | 5.93 | 6.57 | 5.60 |
| 留存收益 | 288.61 | 397.23 | 560.72 | 767.31 | 存货周转率 | 1.96 | 2.14 | 2.37 | 2.02 |
| 归属母公司股东权益 | 1428.01 | 1536.61 | 2050.10 | 2256.70 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 95.53% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 26.53 | 23.53 | 24.53 | 25.53 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1454.54 | 1560.14 | 2074.64 | 2282.23 | 资产负债率 | 9.54% | 11.20% | 13.78% | 14.80% |
| 负债和股东权益合计 | 1607.96 | 1756.85 | 2406.29 | 2678.62 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 6.19 | 5.53 | 4.25 | 4.26 |
| | | | | | 速动比率 | 4.74 | 4.03 | 2.74 | 2.76 |
| | | | | | 股利支付率 | 30.37% | 8.23% | 12.65% | 15.34% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 88.39 | 168.07 | 271.49 | 343.81 | 每股收益 | 0.08 | 0.20 | 0.32 | 0.41 |
| PE | 114.55 | 47.15 | 29.81 | 22.87 | 每股净资产 | 2.46 | 2.64 | 3.51 | 3.86 |
| PB | 3.84 | 3.58 | 2.69 | 2.44 | 每股经营现金 | 0.13 | 0.10 | -0.05 | 0.26 |
| PS | 10.69 | 7.60 | 4.14 | 3.36 | 每股股利 | 0.03 | 0.02 | 0.04 | 0.06 |
| EV/EBITDA | 55.89 | 29.44 | 19.51 | 15.13 | | | | | |
| 股息率 | 0.27% | 0.17% | 0.42% | 0.67% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 赵佳 | 地区销售副总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |