

新纶科技(002341)/环保工程及服务

OLED、无线充电及锂电材料业务放量，迈入高速成长通道

评级：买入(维持)

市场价格：21.53

目标价格：30

分析师：王席鑫

执业证书编号：S0740517010008

电话：021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

分析师：罗雅婷

执业证书编号：S0740517030002

Email: luoyt@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,024.1	1,658.4	2,653.5	3,980.3	5,572.4
增长率 yoy%	-24.1%	61.9%	60.0%	50.0%	40.0%
净利润	-106.6	50.1	181.0	325.1	509.1
增长率 yoy%	-222.4%	-147.0%	260.9%	79.6%	56.6%
每股收益(元)	-0.21	0.10	0.36	0.65	1.01
净资产收益率	-7.4%	1.5%	5.3%	8.7%	12.1%
P/E	-101.6	216.1	59.9	33.3	21.3
PEG	0.4	1.8	2.1	-0.1	0.2
P/B	7.5	3.3	3.2	2.9	2.6

备注：

投资要点

■ **事件：公司发布17年半年报：17年上半年实现营业收入9.03亿元，同比增加57.39%；实现归属于上市公司股东的净利润7395.10万元，同比增长76.82%，折合EPS 0.15元。加权平均ROE为2.25%，同比下降0.61个百分点。第二季度公司实现营业收入5.60亿元，同比增加89.42%；实现归属于上市公司股东的净利润5118.99万元，同比增长140.11%。同时，公司预计17年1-9月实现净利润1.16~1.29亿元，同比增长125%~150%。**

■ **OLED、无线充电及锂电材料业务放量，迈入高速成长通道：**上半年公司业绩同比大幅增长，尤其是功能材料业务快速放量，营收占公司整体收入的比重已经达到60%，我们认为公司业绩快速增长主要来自几个方面：1) 16年常州一期电子功能材料项目贡献业绩的以保护膜类产品为主，胶带类产品处于过渡期，17年上半年开始产能、良率逐步爬坡，先后有十几款胶带类产品进入知名手机品牌新机型的BOM清单，包括OLED模组中使用的超薄双面胶带、在无线充电模组中使用的阻隔胶带、在柔性面板中使用的抗排斥胶带等新型胶带产品，出货量及利润率超过公司年初时预计水平，下半年有望继续快速放量，同时胶膜类产品的一次涂布平均良率从年初的70%提升至85%以上，良率的提升不仅保障了产品品种的稳定性，还提高了产品的毛利水平；2) 铝塑膜产品在动力领域持续放量，销量、毛利率同比都有了较为明显的提升，产品已经批量应用于捷威动力、微宏动力、多氟多新能源、孚能科技等软包动力电池厂商，以及ATL、宁波维科等3C锂电池厂商。下半年随着下游锂电池产业链旺季到来，我们预计公司出货量环比还将继续提升；3) 公司净化工程事业群深耕细作，积极向食品、化工等领域拓展，上半年先后中标了凯博药业、广济药业、石药集团、周黑鸭等大型项目，项目毛利率维持了较高水平。

■ **铝塑膜龙头地位奠定：**7月公司连续公告与捷威动力、多氟多签订重大长单，充分彰显国内软包动力电池龙头企业对公司产品品质的认可，示范效应明显，有助于巩固公司龙头地位。同时公司在江西孚能、浙江微宏等国内主流软包锂电池厂商中都已经成为第一大供应商，并且正在加速推进A123、LG等主流厂商的产品导入，其中动力客户占比有望提升至50%，是国内率先在动力电池领域放量的铝塑膜供应商。18年常州二期工厂投产后，公司铝塑膜产品的市占率和业绩贡献将进一步增加。

■ **新型显示产业链加速进口替代：**面板产业向国内转移的趋势明显，新纶常州三期项目围绕新型显示产业链布局包括TAC膜、COP膜等目前基本被日本企业垄断的产品，国内偏光片厂商的放量以及国外厂商在国内投资建设厂将加速对上游原材料的需求提升，未来都有望成为公司潜在客户，三期项目18年三季度投产后将成为公司又一业绩增长点。

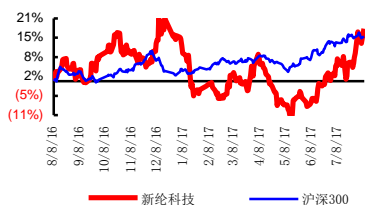
■ **投资建议：**公司常州基地三大新材料项目下游分别对应手机及笔电、液晶显示、新能源锂电池产业链，国内市场空间大，技术壁垒高，国产化需求迫切。公司资源整合能力极强，采取与日本成熟企业技术合作及直接并购的方式较国内企业从零开始产业化确定性高，同时积极整合上下游产业链，未来将打造成新材料平台型公司。到2020年公司电子功能材料三期项目将全部满产，预计三期总营收将达到50-60亿元。17年常州一期电子功能材料及铝塑膜项目是公司业绩的主要贡献部分，我们预计17年全年公司将实现净利润1.8亿元，未来4年复合增长翻番，是化工新材料为数不多的高成长标的。我们预计公司17-19年EPS分别为0.36、0.65、1.01元，维持买入投资评级，目标价30元，继续坚定推荐。

■ **风险提示：**项目进展不及预期、电子行业持续低迷、市场竞争加剧

基本状况

总股本(百万股)	503
流通股本(百万股)	299
市价(元)	21.53
市值(百万元)	10,834
流通市值(百万元)	6,436

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 与捷威动力签订重大供货协议，铝塑膜业务再下一城
- 2 签署动力电池铝塑膜长约第一单，占据供应链领先地位
- 3 新纶科技：OLED 产业链潜在标的

图表：新纶科技盈利预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,024.1	1,658.4	2,653.5	3,980.3	5,572.4	成长性					
减:营业成本	758.4	1,249.6	1,857.5	2,746.4	3,833.8	营业收入增长率	-24.1%	61.9%	60.0%	50.0%	40.0%
营业税费	12.5	15.7	28.8	43.2	57.9	营业利润增长率	-207.4%	-103.6%	5184.5%	82.6%	52.6%
销售费用	101.1	100.3	159.2	286.6	390.1	净利润增长率	-222.4%	-147.0%	260.9%	79.6%	56.6%
管理费用	163.5	191.0	286.6	417.9	585.1	EBITDA增长率	-94.5%	1164.0%	142.0%	45.1%	41.5%
财务费用	59.8	90.4	99.7	91.5	110.6	EBIT增长率	-130.8%	-279.8%	230.0%	53.5%	46.5%
资产减值损失	39.0	25.2	15.0	15.0	15.0	NOPLAT增长率	-133.5%	-275.6%	203.9%	53.5%	46.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.4%	13.6%	72.3%	-1.1%	28.0%
投资和汇兑收益	-2.1	17.6	5.0	6.8	9.8	净资产增长率	-7.4%	120.1%	5.8%	9.2%	12.6%
营业利润	-112.3	4.0	211.7	386.5	589.7	利润率					
加:营业外净收支	-15.0	49.5	11.3	15.3	25.4	毛利率	25.9%	24.7%	30.0%	31.0%	31.2%
利润总额	-127.3	53.6	223.0	401.8	615.1	营业利润率	-11.0%	0.2%	8.0%	9.7%	10.6%
减:所得税	-7.0	-4.1	-33.4	60.3	92.3	净利率	-10.4%	3.0%	6.8%	8.2%	9.1%
净利润	-106.6	50.1	181.0	325.1	509.1	EBITDA/营业收入	1.2%	9.2%	13.9%	13.5%	13.6%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	-5.1%	5.7%	11.7%	12.0%	12.6%
货币资金	336.0	1,730.3	212.3	318.4	445.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	267	235	164	106	74
应收账款	804.7	1,090.7	2,521.6	2,974.0	4,242.2	流动营业资本周转天数	272	166	225	229	213
应收票据	22.4	35.2	64.3	82.9	120.0	流动资产周转天数	545	529	481	373	354
预付账款	46.5	123.6	155.5	229.8	315.4	应收账款周转天数	295	206	245	249	233
存货	242.7	380.7	726.7	901.2	1,255.6	存货周转天数	91	68	75	74	70
其他流动资产	43.2	20.4	31.7	31.8	28.0	总资产周转天数	1,232	1,078	872	628	532
可供出售金融资产	20.0	3.0	14.3	12.4	9.9	投资资本周转天数	821	563	510	428	347
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	55.4	54.0	54.0	54.0	54.0	ROE	-7.4%	1.5%	5.3%	8.7%	12.1%
投资性房地产	60.3	47.1	47.1	47.1	47.1	ROA	-3.3%	0.8%	2.9%	4.7%	5.7%
固定资产	941.3	1,226.6	1,192.1	1,157.5	1,123.0	ROIC	-2.2%	3.6%	9.6%	8.5%	12.6%
在建工程	461.0	375.3	375.3	375.3	375.3	费用率					
无形资产	288.4	498.2	474.7	451.2	427.6	销售费用率	9.9%	6.0%	6.0%	7.2%	7.0%
其他非流动资产	313.4	707.6	686.6	686.8	687.9	管理费用率	16.0%	11.5%	10.8%	10.5%	10.5%
资产总额	3,635.4	6,292.8	6,556.1	7,322.5	9,131.8	财务费用率	5.8%	5.4%	3.8%	2.3%	2.0%
短期债务	1,241.1	783.8	1,241.3	1,233.1	1,322.5	三费/营业收入	31.7%	23.0%	20.6%	20.0%	19.5%
应付账款	269.5	503.9	725.4	1,106.2	1,382.8	偿债能力					
应付票据	71.7	118.1	117.1	270.0	266.0	资产负债率	58.6%	47.3%	46.6%	47.8%	52.8%
其他流动负债	146.8	347.6	235.9	356.2	383.6	负债权益比	141.5%	89.9%	87.1%	91.4%	111.9%
长期借款	250.0	213.0	302.1	-	810.2	流动比率	0.86	1.93	1.60	1.53	1.91
其他非流动负债	150.8	1,012.9	430.0	531.3	658.1	速动比率	0.72	1.71	1.29	1.23	1.54
负债总额	2,129.9	2,979.3	3,051.9	3,496.7	4,823.2	利息保障倍数	-0.88	1.04	3.12	5.22	6.33
少数股东权益	65.2	68.6	76.7	92.8	106.2	分红指标					
股本	373.4	503.2	503.2	503.2	503.2	DPS(元)	-	0.01	0.02	0.04	0.07
留存收益	1,066.9	2,741.8	2,924.3	3,229.7	3,699.1	分红比率	0.0%	11.0%	5.4%	5.5%	7.3%
股东权益	1,505.5	3,313.5	3,504.2	3,825.7	4,308.6	股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-120.3	49.4	181.0	325.1	509.1	EPS(元)	-0.21	0.10	0.36	0.65	1.01
加:折旧和摊销	67.8	61.1	58.1	58.1	58.1	BVPS(元)	2.86	6.45	6.81	7.42	8.35
资产减值准备	39.0	25.2	-	-	-	PE(X)	-101.6	216.1	59.9	33.3	21.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.5	3.3	3.2	2.9	2.6
财务费用	62.2	83.3	99.7	91.5	110.6	P/FCF	459.0	-29.7	-7.0	100.5	71.1
投资收益	2.1	-17.6	-5.0	-6.8	-9.8	P/S	10.6	6.5	4.1	2.7	1.9
少数股东损益	-13.7	-0.7	8.6	16.4	13.7	EV/EBITDA	596.5	66.3	32.9	22.0	16.7
营运资金的变动	89.1	538.5	-2,032.4	-8.2	-1,376.8	CAGR(%)	-241.6%	119.5%	28.0%	-241.6%	119.5%
经营活动产生现金流	129.7	106.7	-1,690.1	476.0	-695.1	PEG	0.4	1.8	2.1	-0.1	0.2
投资活动产生现金流	-347.6	-782.6	-6.3	8.9	12.2	ROIC/WACC	-0.2	0.4	1.0	0.9	1.3
融资活动产生现金流	97.7	2,156.4	178.3	-378.8	810.2	REP	-13.2	10.1	2.6	2.9	1.6

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。