

## 平台效应发力，高速发展有保障

### 投资要点

- **高端膜产品助力业绩大幅提升。**公司2017年上半年实现营业总收入60.5亿元，同比增长33.2%；实现归母净利润12.6亿元，同比增长35.3%。由于光学膜业务的大幅增长，公司经营业绩持续提升，上半年光学膜业务收入同比增长39.2%，毛利率同比小幅增长0.36个百分点。光学膜收入高速增长的原因主要是在于：1) 公司产品结构不断优化，中高端产品种类持续增加，产品单位售价持续提升；2) 产能的不断爬坡。公司的发展愿景是打造基于先进高分子材料的世界级生态平台企业，我们认为目前其布局领域产业链优势逐渐突出，产品生命力旺盛，预计2017年至2020年公司仍将保持高速稳健的发展态势。
- **光学膜二期逐步投产，保障业绩长期高速增长。**公司是全球预涂膜的领导企业，也是世界光学膜的领军企业。产能的持续投放是过去公司业绩增长的主要动力之一，13年至16年，公司光学膜一期项目产能逐步投放，助力公司收入体量由22亿增长至92亿。17年至20年，公司将加速推进光学膜二期建设，目前二期各个新材料布局板块趋势向好，投产后将不断优化产品结构，光学膜二期项目的产能陆续投放将成为公司业绩增长的基础支撑动力。
- **一期碳纤维材料已投产，提供新兴利润增长极。**公司通过合资及参股的方式，与康得集团联手成功完成了新能源汽车碳纤维车体及部件产业生态平台的布局。公司碳纤维产品主要是高性能碳纤维丝和碳纤维复合材料。年产5000吨原丝、1700吨碳丝的生产线已于2016年建成投产，可稳定量产T700、T800、T900、T1000、T1100级别的高性能碳纤维材料，良品率达到97.5%，下游主要用于民用航空、高端工业。碳纤维复合材料一期产能年产30万件部件的项目已于2016年投产，并与北汽、蔚来等企业签署量产订单，受益于汽车轻量化，市场空间广阔。
- **大股东增持和筹划员工持股，彰显公司对未来信心。**根据公司公告，7月25日公司控股股东康得集团拟通过大宗交易或二级市场集中竞价交易增持公司股份，增持金额不少于5亿元。7月27日起，公司二股东中泰创赢从二级市场共增持359万股，占总股本的0.1%。此外，公司拟推出员工持股计划，该计划拟使用员工自有资金进行筹集资金金额为不超过40000万元。大股东增持和推行员工持股计划体现出公司对未来发展的信心和对现有股票价值的认定。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.76元、1.01元和1.36元，对应的PE分别为26倍、19倍和14倍。目标价24.32元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**光学膜二期项目建设或不及预期的风险、产品销量和价格大幅下行的风险。

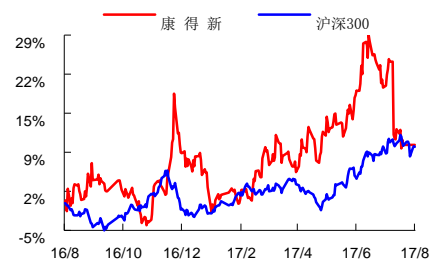
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9232.75	12134.12	14905.76	18131.11
增长率	23.77%	31.42%	22.84%	21.64%
归属母公司净利润(百万元)	1962.91	2684.64	3574.80	4788.91
增长率	39.27%	36.77%	33.16%	33.96%
每股收益EPS(元)	0.56	0.76	1.01	1.36
净资产收益率ROE	12.59%	15.01%	17.08%	19.15%
PE	35	26	19	14
PB	4.39	3.82	3.27	2.74

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: 0755-23605349  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

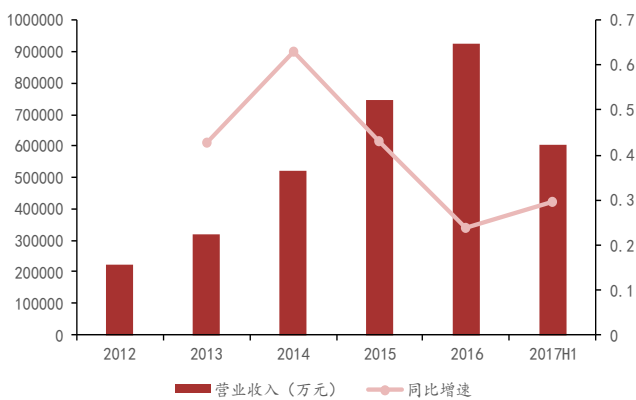
总股本(亿股)	35.34
流通A股(亿股)	28.86
52周内股价区间(元)	17.03-22.7
总市值(亿元)	685.63
总资产(亿元)	311.54
每股净资产(元)	4.71

### 相关研究

## 1 公司概况：打造基于新进高分子材料的世界级生态平台

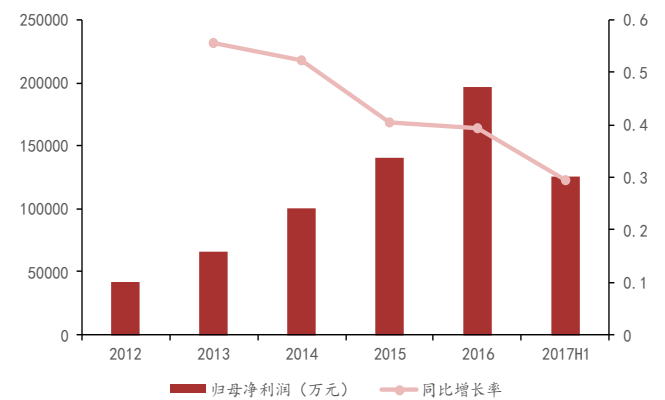
公司坚持“新材料、全产业、大生态”的发展战略，前瞻性和全产业布局，通过研发和技术创新，近些年来取得高速发展。公司目前主营业务主要包括预涂材料、光学膜（包括显示膜、装饰膜、窗膜、柔性材料、裸眼 3D 膜等），同时公司积极大力开展碳纤维研发和生产，受益于新能源汽车高速发展和汽车轻量化，未来有望成为公司新兴利润增长极。公司现已拥有先进高分子材料、新兴智能显示、互联网应用、新能源汽车四大板块业务，30 家子公司，6 大生产基地，以及在全国拥有 9 个研发中心，已逐步具备和美国 3M、日本东丽、德国 TESA 等国际巨头一较高下的能力。截止 2016 年底，公司共拥有预涂膜年产能 4.4 万吨，光学膜年产能 2.4 亿平方米。

图 1：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

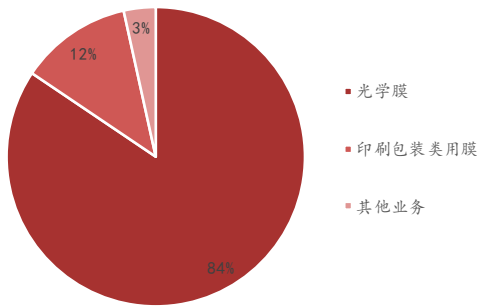
图 2：公司 2012 年以来净利润及增速



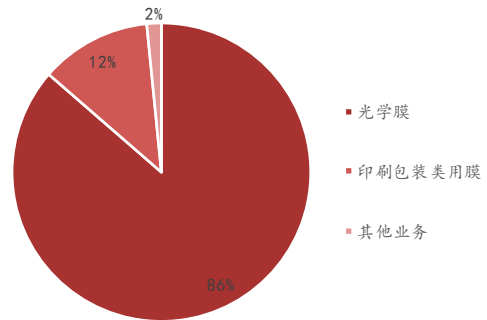
数据来源：Wind，西南证券整理

2017 年上半年，公司业务进一步发展，**显示领域方面**，公司成为中国第一家无镉量子点膜生产企业，且在其他新材料如广视角膜、OLED 补偿膜、OLED 光取出膜、蓝光护眼光学膜、光控膜等领域都有布局；**装饰膜领域**，公司实现了一系列高端产品的研发和市场投放，如 TV 背板装饰膜、汽车装饰膜、划伤自修复膜、3D 曲面玻璃防爆纹理膜、智能 PDLC 调光膜等；**在窗膜领域**，公司新增产能 1200 万平米，同时将加大市场拓展力度，在开拓海外市场的同时发展建筑市场及家居贴膜市场；**公司的柔性材料已经量产**，水汽阻隔膜目前产能 120 万平米/年，主要面向柔性显示、柔性光伏等领域，同时扩产工作已在实施，预计 2019 年产能将达到年产 1200 万平米；**裸眼 3D 方面**，公司与京东联手，打造了裸眼 3D 进行工业化推动的生态价值体系，预计 2017 三季度，将会有国际一线厂商、国内的其他一线厂商、电信运营商、二线厂商陆续推出搭载公司裸眼 3D 技术的终端显示产品；此外，公司光学级薄型 PET 基材新增产能 4000 吨，可为窗膜产品实现基材自供，降低成本。

此外，公司通过合资及参股的方式，与康得集团联手成功完成了新能源汽车碳纤维车体及部件产业生态平台的布局。高性能碳纤维丝：总产能 1.5 万吨原丝和 0.51 万吨碳丝分两期建设，其中一期年产 5000 吨原丝、1700 吨碳丝的生产线已于 2016 年建成投产，可稳定量产 T700、T800、T900、T1000、T1100 级别的高性能碳纤维材料，良品率达到 97.5%，下游主要用于民用航空、高端工业。碳纤维复合材料：总产能 150 万吨，一期产能年产 30 万件碳纤维复合材料部件已于 2016 年投产，并与北汽、蔚来等企业签署量产订单，受益于汽车轻量化，市场空间广阔。

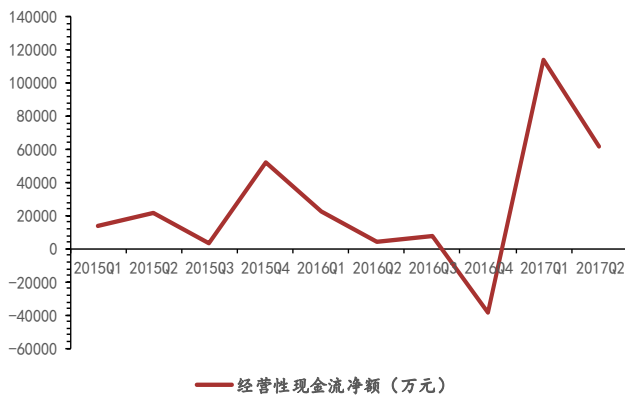
**图 3: 公司 2017 年 H1 收入结构**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 4: 公司 2017 年 H1 毛利结构**


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司经营性现金流和期末现金及现金等价物余额大幅增加。公司 2017 年经营性现金流大幅增加, 2017 年 Q1 和 Q2 的现金流净额分别为 11.4 亿和 6.2 亿, 相较于往年大幅增加。主要原因是公司加强销售回款和产品销量增长所致。同时, 公司期末现金及现金等价物余额大幅增加, 主要原因是公司经营性现金流增加以及收到定向增发募投资金所致。

**图 5: 公司经营性现金流大幅增加**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 6: 公司期末现金及现金等价物余额大幅增加**


数据来源: Wind, 西南证券整理

光学膜二期项目有望助力公司再次腾飞。产能的持续投放是过去公司业绩增长的主要动力之一, 2013 年至 2016 年, 公司光学膜一期项目产能逐步投放, 助力公司收入体量由 22 亿增长至 92 亿。2017 年至 2020 年, 公司将加速推进光学膜二期建设, 光学膜二期项目的建成及产能陆续投放将为公司新增年产 1.02 亿平方米先进高分子膜材料及年产 1 亿片裸眼 3D 模组产能。目前公司各个新材料布局板块趋势仍然向好, 产品结构不断优化, 光学膜二期项目的产能陆续投放将成为公司业绩增长的基础支撑动力。

**表 1: 光学膜二期项目概况**

序	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	预计达产后利润总额 (万元)
1	年产 1.02 亿平方米先进高分子膜材料项目	517,718.90	150,000.00	296,909
2	年产 1 亿片裸眼 3D 模组产品项目	231,342.70	230,000.00	158,648

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 2: 光学膜二期建设明细**

高分子膜材料项目明细	裸眼 3D 模组
纳米多层叠膜 3,000 万平方米/年	5.5 寸 7500 万片/年
多层特种隔热膜 1,000 万平方米/年	10.1 寸 1400 万片/年
多层高档装饰膜 1,000 万平方米/年	24 寸 200 万片/年
水汽阻隔膜 1,200 万平方米/年	46 寸 150 万片/年
隔热膜 4,000 万平方米/年	55 寸 600 万片/年
薄型光学级 PET 基膜 2 万吨/年	65 寸 150 万片/年

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设:

假设 1: 光学膜产品, 预计显示类产品 17 年出货量增速 17%, 毛利率保持稳定; 装饰膜增速 30%, 毛利率略有下降; 窗膜增速 50%, 毛利率保持稳定; 裸眼 3D 产品中, 大屏广告 3D 膜增速 30%, 手机裸眼 3D 实现销量 400 万台; 水汽阻隔膜实现销量 120 万平方米。

假设 2: 印刷包装类用膜产品保持稳定, 其他业务保持稳定。

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 3: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
光学膜	收入	7515.59	10334.50	13052.43	16237.21
	增速	29.4%	37.5%	26.3%	24.4%
	毛利率	41.07%	39.70%	41.38%	43.47%
印刷包装类用膜	收入	1523.53	1596.31	1639.85	1669.75
	增速	11.5%	4.8%	2.7%	1.8%
	毛利率	39.53%	39.00%	39.00%	39.00%
其他	收入	193.63	203.31	213.48	224.15
	增速	-32.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	23.46%	23.00%	23.00%	23.00%
合计	收入	9232.75	12134.12	14905.76	18131.11
	增速	23.8%	31.4%	22.8%	21.6%
	毛利率	40.5%	39.3%	40.9%	42.8%

数据来源: 公司公告, 西南证券

**表 4: 可比公司估值一览**

代码	股票简称	收盘价 (8/16)	EPS			PE		
			17	18	19	17	18	19
002341.SZ	新纶科技	21.70	0.34	0.62	0.94	63.08	34.94	22.97
002450.SZ	康得新	19.40	0.77	1.04	1.36	25.12	18.72	14.31
300566.sz	激智科技	31.43	0.72	1.02	1.14	43.68	30.93	27.64
002632.sz	道明光学	9.36	0.20	0.29	0.36	46.59	32.61	25.76
002389.sz	南洋科技	24.05	0.24	0.30	0.38	99.59	79.24	62.58
平均值						55.61	39.29	30.65

数据来源: Wind, 西南证券整理

公司 2017-2020 年高增长性较为确定,且我们预计 2017-2019 年复合增速 34%,从 PEG 角度来说,目前股价较为低估。且可比公司 17 年平均 PE 超过 55 倍,我们保守给予公司 17 年 32 倍 PE,目标价 24.32 元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

### 3 风险提示

光学膜二期项目建设或不及预期的风险、产品销量和价格大幅下行的风险。

**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	9232.75	12134.12	14905.76	18131.11	净利润	1965.04	2686.21	3576.43	4790.54
营业成本	5498.09	7362.05	8816.29	10369.54	折旧与摊销	238.11	260.95	317.70	339.40
营业税金及附加	82.21	108.05	132.73	161.45	财务费用	229.81	435.82	417.65	363.04
销售费用	240.03	303.35	372.64	453.28	资产减值损失	164.49	-20.00	20.00	20.00
管理费用	775.92	825.12	983.78	1178.52	经营营运资本变动	-768.51	-1383.72	-621.52	-1146.57
财务费用	229.81	435.90	417.81	363.20	其他	-1876.53	10.00	-30.00	-30.00
资产减值损失	164.49	-20.00	20.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-47.58	1989.26	3680.26	4336.41
投资收益	25.28	10.00	10.00	10.00	资本支出	-92.61	-2010.00	-210.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-480.78	-380.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-573.40	-2390.00	-200.00	-150.00
<b>营业利润</b>	2267.48	3129.65	4172.51	5595.13	短期借款	1461.64	941.31	-959.25	0.00
其他非经营损益	34.82	17.73	17.78	17.76	长期借款	78.89	188.50	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	2302.30	3147.38	4190.29	5612.88	股权融资	4570.13	44.17	0.00	0.00
所得税	337.26	461.24	613.99	822.48	支付股利	-144.79	-392.58	-536.94	-714.99
净利润	1965.04	2686.14	3576.30	4790.41	其他	-258.23	-1363.04	-417.65	-363.04
少数股东损益	2.14	1.50	1.50	1.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	5707.64	-581.65	-1863.84	-1028.03
归属母公司股东净利润	1962.91	2684.64	3574.80	4788.91	<b>现金流量净额</b>	5109.70	-982.39	1616.42	3158.38
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	15388.94	14406.55	16022.96	19181.34	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5758.69	7565.85	9272.35	11228.39	销售收入增长率	23.77%	31.42%	22.84%	21.64%
存货	601.29	872.55	1013.97	1200.16	营业利润增长率	38.61%	38.03%	33.32%	34.09%
其他流动资产	26.55	34.89	42.86	52.13	净利润增长率	39.87%	36.70%	33.14%	33.95%
长期股权投资	22.48	22.48	22.48	22.48	EBITDA 增长率	27.35%	39.89%	28.26%	28.32%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3501.85	5294.91	5232.05	5098.32	毛利率	40.45%	39.33%	40.85%	42.81%
无形资产和开发支出	568.29	524.51	479.89	434.44	三费率	13.49%	12.89%	11.90%	11.00%
其他非流动资产	557.05	946.83	946.62	946.40	净利率	21.28%	22.14%	23.99%	26.42%
<b>资产总计</b>	26425.14	29668.56	33033.17	38163.66	ROE	12.59%	14.97%	17.05%	19.12%
短期借款	4817.94	5759.25	4800.00	4800.00	ROA	7.44%	9.05%	10.83%	12.55%
应付和预收款项	1538.91	1952.27	2380.37	2827.06	ROIC	31.86%	34.18%	35.58%	42.19%
长期借款	290.00	478.50	528.50	578.50	EBITDA/销售收入	29.63%	31.54%	32.93%	34.73%
其他负债	4175.84	3537.52	4343.77	4902.03	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	10822.70	11727.53	12052.65	13107.59	总资产周转率	0.41	0.43	0.48	0.51
股本	3528.78	3534.19	3534.19	3534.19	固定资产周转率	2.82	3.17	3.10	3.63
资本公积	6705.58	6744.35	6744.35	6744.35	应收账款周转率	2.43	2.18	2.12	2.11
留存收益	5347.86	7639.99	10677.98	14752.03	存货周转率	9.56	9.80	9.21	9.25
归属母公司股东权益	15581.44	17918.53	20956.52	25030.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.05%	—	—	—
少数股东权益	21.00	22.50	24.00	25.50	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	15602.44	17941.03	20980.52	25056.07	资产负债率	40.96%	39.53%	36.49%	34.35%
负债和股东权益合计	26425.14	29668.56	33033.17	38163.66	带息债务/总负债	52.71%	58.28%	49.16%	45.59%
					流动比率	2.20	2.16	2.42	2.67
					速动比率	2.14	2.08	2.33	2.56
					股利支付率	7.38%	14.62%	15.02%	14.93%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.56	0.76	1.01	1.36
					每股净资产	4.41	5.08	5.94	7.09
					每股经营现金	-0.01	0.56	1.04	1.23
					每股股利	0.04	0.11	0.15	0.20
业绩和估值指标									
EBITDA	2735.41	3826.49	4908.01	6297.72					
PE	34.93	25.54	19.18	14.32					
PB	4.39	3.82	3.27	2.74					
PS	7.43	5.65	4.60	3.78					
EV/EBITDA	21.62	15.69	11.72	8.64					
股息率	0.21%	0.57%	0.78%	1.04%					

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
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	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