

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2017年8月25日
市场数据

目前股价	22.48
总市值（亿元）	113.12
流通市值（亿元）	67.20
总股本（万股）	50,322
流通股本（万股）	29,895
12个月最高/最低	22.78/15.77

分析师

杨超 0755-83663214

Email: ychao@cgws.com

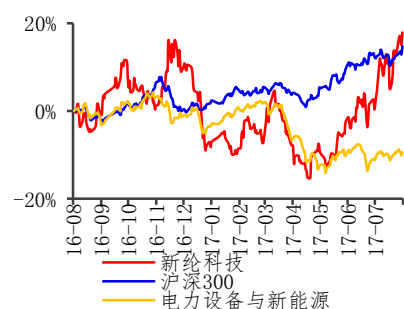
执业证书编号: S1070512070001

联系人（研究助理）：

马晓明 021-31829702

Email: maxiaoming@cgws.com

从业证书编号: S1070116080094

股价表现


数据来源：贝格数据

转型新材料迎收获 业务进入高速成长期

——新纶科技（002341）公司深度报告

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,339.96	3,167.73	4,497.07
(+/-%)	41.09%	35.38%	41.97%
净利润	172.98	305.76	475.98
(+/-%)	260.78%	76.77%	55.67%
摊薄 EPS	0.34	0.61	0.95
PE	65.40	37.00	23.77

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 功能材料产能释放 良品率持续提升：**公司常州一期功能材料自 2016 年开始逐渐放量，2017 年上半年已进入主流手机品牌 BOM 清单，技术指标已达到国际一流厂商标准。公司通过改善生产工艺与质量管控体系，胶膜类产品一次涂布平均良率已从年初的 70% 左右提升至 85% 以上，良率的提升不仅有效保障了产品品质的稳定性，还将提高产品的毛利率水平。同时，公司计划在现有产能基础上追加高端胶带生产线，电子功能材料业绩贡献预计将持续增长。
- 铝塑膜业务放量 锂电产业链新龙头：**公司 2016 年底启动了 300 万平方米/月的铝塑膜生产线项目，并计划将凸版印刷 200 万平方米/月的生产线升级至 300 万平方米/月，产能落地后公司将形成 600 万平方米/月的产能。公司目前已建立完善的销售、服务网络及技术团队，产品已批量运用于捷威动力、微宏动力、多氟多新能源、孚能科技等软包动力锂电池厂商，以及 ATL、宁波维科等 3C 锂电池厂商，未来随着铝塑膜产能放量将显著贡献业绩增长。
- 光学薄膜需求空间大 产能落地加速进口替代：**公司 2015 年底与日本签约获得其 TAC、COP 等多种光学功能膜涂布产品独家生产技术许可，并投资 11.2 亿元建设年产 9400 万平米 TAC 膜项目，预计 2018 年中期投入生产。TAC 光学薄膜下游主要是液晶面板中的偏光片，产品技术壁垒高，关键技术仍掌握在日韩企业手中。公司 TAC 膜项目建成后，将有效加速国产 TAC 进口替代的进程。
- 需求动能十足 从供给端看投资机会：**电子功能材料、铝塑膜、TAC 薄膜以及 PBO 纤维等新材料需求成长性十足，且国内大部分的供给是被日韩垄断，国产化率相对较低。从需求的视角来看，公司早期深耕电子行业清洁室相关业务，积累了大量电子行业的资源，下游需求的空间较大，铝塑膜业务进入多氟多、捷威动力的供应链验证了需求的动能。我们认为公司的投资逻辑应该从供给的视角出发，产能的落地、良品率的提升、产能利用率的提高和技术指标对标国际水平将是决定公司投资价值的关键。
- 投资建议：**从当前时点来看，公司产能稳步落地，生产工艺及质量管控体

naid 系不断完善,良品率逐渐提升,近三年将是公司业绩快速增长的时期,预计公司 2017、2018、2019 年 EPS 为 0.34 元、0.61 元、0.95 元,继续维持“推荐”评级。。

- **风险提示:** 产能扩张不及预期;软包电池渗透率提升不及预期;行业竞争加剧。

目录

1. 清洁龙头转型新材料 股权激励显信心	5
1.1 传统业务增长压力大 优化结构集中大客户	5
1.2 转型进入新材料 布局收获拐点确立	6
1.3 员工持股绑定核心员工 股权激励彰显发展信心	8
2. 铝塑膜业务放量 锂电产业链新龙头	10
2.1 铝塑膜：技术壁垒高 国产化率低	10
2.2 从消费到动力驱动铝塑膜成长	11
2.3 铝塑膜需求高增长 产能释放成为行业龙头	14
3. 功能材料产品多样 进口替代需求强劲	17
3.1 功能材料产能释放 良品率持续提升	17
3.2 携手日本东山 切入光学薄膜	18
3.3 设立新晨新材 国内首条 PBO 项目投建	20
4. 盈利预测与估值水平	22
4.1 投资建议	22
4.2 盈利预测表	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司为清洁室行业龙头.....	5
图 3: 传统业务调整规划.....	6
图 4: 业务调整改善公司收入结构.....	6
图 5: 公司形成清洁室/超净产品、电子功能材料和新型复合材料三大应业务方向.....	7
图 6: 营业收入及同比增速.....	8
图 7: 归母净利润及同比增速.....	8
图 8: 软包电池应用领域.....	10
图 9: 软包电池结构.....	10
图 10: 锂电池结构类型占比.....	11
图 11: 动力锂电池结构类型占比.....	11
图 12: ipad 聚合物锂电池展示.....	11
图 13: 异性聚合物锂电池的展示.....	11
图 14: 3C 锂电池需求及同比增速.....	12
图 15: 锂电池下游需求类型占比.....	12
图 16: 国内新能源车历年销量.....	12
图 17: 锂电池下游需求类型占比.....	12
图 18: 全球新能源乘用车销量排名.....	13
图 19: 部分车企配套动力电池类型.....	13
图 20: 铝塑膜全球占有率.....	15
图 21: 高净化保护膜产品.....	17
图 22: 高净化胶带产品.....	17
图 23: OCA 光学胶带产品.....	17
图 24: OCA 光学胶带在智能手机中的应用.....	17
图 25: LCD、偏光片及 TAC 需求预测.....	19
图 26: 偏光片结构.....	19
图 27: LCD、OLED 产业链.....	19
图 28: OLED 用偏光片构成.....	19
表 1: 公司产能规划.....	6
表 2: 公司布局产业基地.....	7
表 3: 员工持股计划内容.....	8
表 4: 公司股权激励方案.....	9
表 5: 国内部分软包电路能量密度情况统计表.....	13
表 6: 铝塑膜需求量预测.....	14
表 7: 全球铝塑膜龙头企业统计.....	15
表 8: 公司与捷威动力合作简要.....	15
表 9: 常州一期产能规划.....	18
表 10: OLED 与 LCD 性能比较.....	19
表 11: TAC 全球供给格局.....	20
表 12: PBO 纤维主要运用领域.....	20
表 13: 收入预测明细 (单位: 万元).....	22

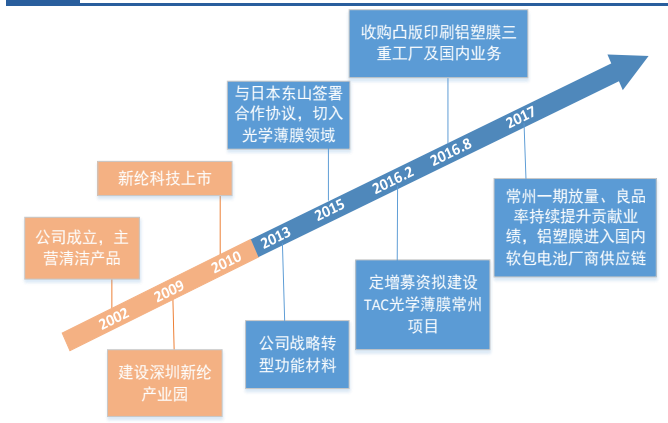
1. 清洁龙头转型新材料 股权激励显信心

1.1 传统业务增长压力大 优化结构集中大客户

新纶科技创立于 2002 年,2007 年整体变更为股份有限公司,并于 2010 年在中小板上市。公司创立以来一直深耕洁净室工程与超净产品行业,是国际领先的集洁净室工程设计、采购、施工、维护,超净产品研发、生产、销售于一体的行业系统解决方案提供商。公司洁净室净化工程级别最高已达国际领先标准,是中国实验室系统工程及设备提供商与行业龙头,服务企业客户达 4000 余家。

公司工程和产品面向消费类电子、光电显示、新能源、食品和医药行业。电子行业客户包括三星电子(中国)、富士康、比亚迪、海尔、海信、TCL、深南电路、莱宝高科、华灿光电、蓝思科技、宸鸿科技、英利、津亚电子、步步高等企业;医药和食品行业客户包括迈瑞、石药集团、昆药集团、扬子江药业、九州通药业、华神集团、荣昌制药、华仁药业、鲁南、海王、致君、白云山制药、石家庄四药、徐福记、周黑鸭等企业。

图 1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网 长城证券研究所

图 2: 公司为清洁室行业龙头

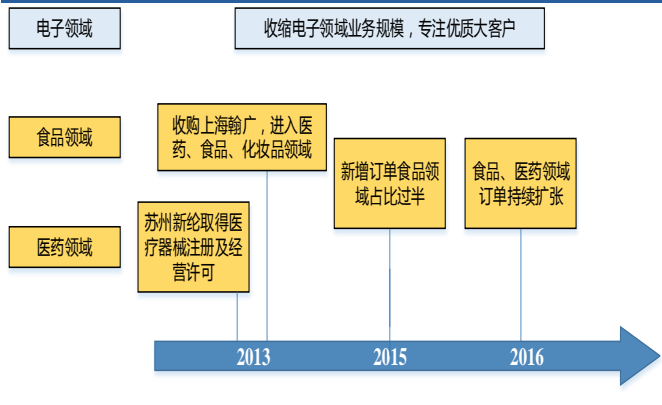


资料来源: 公司官网 长城证券研究所

随着消费电子行业发展增速趋缓,公司为改善公司收入结构,主动压缩毛利率水平相对较低的超净产品业务规模,集中向具有代表性的大客户提供服务,提高产品盈利能力和客户黏性。2013 年开始公司开始尝试进入其他相关领域,同年多款产品获得江苏省食药监医疗器械注册证,5 月取得医疗器械经营企业许可证,6 月通过收购上海瀚广切入食品、医药领域;2016 年新增食品行业的订单已经占比过半;2017 年上半年公司又先后中标了凯博药业、广济药业、中广核、大疆科技等大型项目。

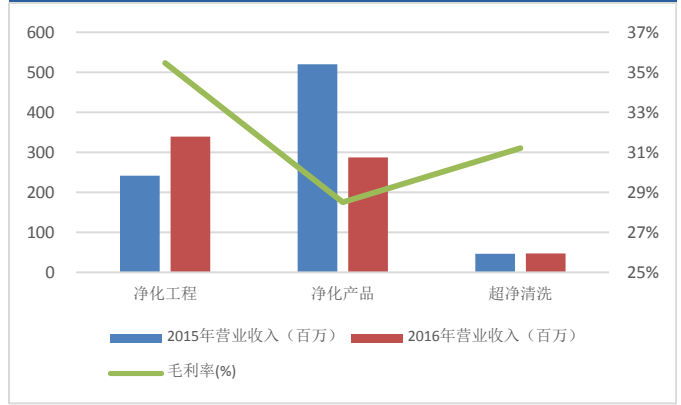
近两年公司不仅对下游行业和客户进行了战略性调整,同时也对产品的投入进行了调整,主动降低了毛利水平较低的产品或服务。净化产品销售的毛利率相对于净化工程和超净服务的毛利率较低,公司压缩了这部分的业务,积极拓展净化工程的客户范围。了净化工程服务的投入。公司 2017 年半年报显示,净化工程、净化产品销售和超净清洗服务的毛利率分别为 35.47%、28.39%和 31.2%,净化工程、净化产品销售和超净清洗服务营收占比为 56.2%、36%、7.7%,全年同期占比分别为 52.3%、42.6%和 5.1%。

图 3: 传统业务调整规划



资料来源: 公司公告 长城证券研究所

图 4: 业务调整改善公司收入结构



资料来源: 公司公告 长城证券研究所

1.2 转型进入新材料 布局收获拐点确立

2013 年公司布局转型进入功能材料领域，常州一期项目 2015 年末 11 条进口涂布线开始投产，主要生产高净化保护膜、防爆膜、双面胶带、光学胶带及散热石墨等系列功能性产品，2016 年下半年产能逐步释放，目前已有多款产品获得包括三星、伯恩光学、TPK、富士康、联想、OPPO 等客户认证。同时公司通过改善生产工艺与质量管控体系，胶膜类产品一次涂布平均良率已从 2017 年年初的 70% 左右提升至中报期的 85% 以上，良率的提升不仅有效保障了产品品质的稳定性，还将提高产品毛利率水平。

公司 2015 年底与日本签约获得其 TAC、COP 等多种光学功能膜涂布产品独家生产技术许可，并投资 11.2 亿元建设年产 9400 万平米 TAC 膜项目，预计 2018 年中期投入生产。TAC 光学薄膜下游主要是液晶面板中的偏光片，产品技术壁垒高，关键技术仍掌握在日韩企业手中。公司 TAC 膜项目建成后，将有效加速国产 TAC 进口替代的进程。

2016 年 8 月签约收购日本凸版印刷的软包铝塑膜业务，并计划在常州投建产能为 300 万平方米/月的生产线。销售从 2016 年四季度开始逐步增长，单月出货量接近 100 万平方米。同时，公司与多氟多、捷威动力等软包动力电池企业签订长期的采购协议，对巩固公司核心供应商地位、推动公司成为国内最大动力锂电池铝塑膜供应商具有重要意义。

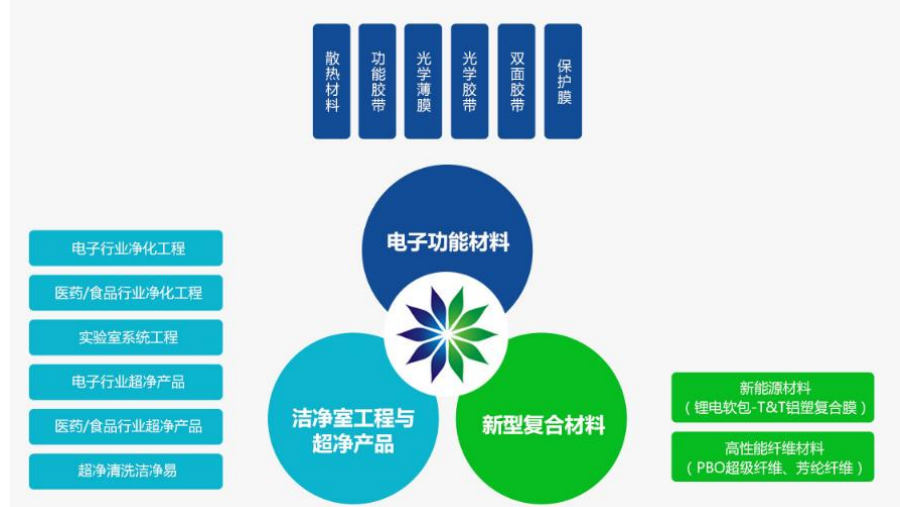
表 1: 公司产能规划

产品	已有产能	在建或拟建产能	投产时间	所在地
保护膜	9600 万 m ² /年		2015 年	常州一期
高净化胶带	3600 万 m ² /年			
TAC 膜		9417 万 m ² /年	2018 年下半年完成并投产	常州三期
铝塑膜	200 万 m ² /月		2016 年	日本三重
		300 万 m ² /月	2018 年 2 月	常州二期
		300 万 m ² /月	日本铝塑膜生产线搬迁回常州后	常州
PBO 纤维		380 吨/年	2017 年底	成都

资料来源: 公司公告 长城证券研究所

新纶科技构建起以电子功能材料、新型复合材料、净洁室工程与超净产品为核心的三大主营业务方向，产品与服务涵盖光学薄膜、光学胶带（OCA）、双面胶带、高净化保护膜、功能胶带、高性能散热材料、锂电池包装材料、PBO 超级纤维、高性能阻隔材料、洁净室净化工程、实验室系统工程、超净产品及清洗、精密模具与模切加工、医护产品。

图 5: 公司形成清洁室/超净产品、电子功能材料和新型复合材料三大业务方向



资料来源: 公司官网 长城证券研究所

公司目前布局深圳、苏州、常州、天津、上海、成都六大产业基地，目前已建立起深圳、苏州、常州、天津四大产业与总部基地。常州功能材料产业基地占地共 600 亩，分三期建设，一期为电子功能材料产业园，投资约 6 亿元，是电子功能材料（光学胶带、保护膜、双面胶带、功能胶带、散热膜）生产基地；二期为锂电池电芯用高性能封装材料生产基地，三期偏光用 TAC 功能性光学薄膜材料生产基地；

表 2: 公司布局产业基地

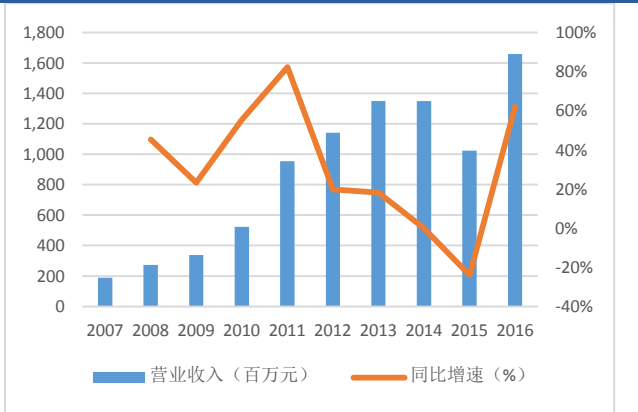
各产业园		面积大小	投资额	涉及业务及产业
深圳光明产业园		占地面积 1.63 万平米 建筑面积 5 万平米		洁净室超净产品与工程产业，以及研发中心、培训中心等总部基地
苏州产业园	一、二期	占地面积 3.7 万平米		洁净室超净产品与工程、电子功能材料和新能源材料、精密模具、模切加工、医护产品等产业
	三期	占地面积 2 万平米		
常州产业园	一期	建筑面积 5.2 万平米	约 6 亿元	电子功能材料(720 万平米/年 OCA 胶带、22920 万平米/年高净化保护膜、240 万平米/年高净化胶带、70 万平米/年散热膜)
	二期(在建)	建筑面积 3.5 万平米	10 亿元	锂电池电芯用高性能封装材料(300 万平米/月)
	三期(在建)	建筑面积 5.52 万平米	14.2 亿元	偏光用 TAC 功能性光学薄膜材料(9417 万平米/年)
天津产业园		占地面积 21 万平米 建筑面积 13 万平米	约 5 亿元	洁净室超净产品与工程、功能材料深加工等产业
上海临港国家级产业基(在建)		占地面积 6.7 万平米 建筑面积 4.6 万平米		功能材料、新能源材料、高性能复合材料等新材料产业
成都产业园(在建)		占地面积约 300 亩	1.8 亿	高性能纤维材料及下游衍生产品精深加工等产业(100 吨/年)

资料来源: 公司官网 长城证券研究所

2006~2013 年公司营业收入从 1.19 亿元成长至 13.50 亿元，复合增长率达到 41%。归母净利润从 1250 万元增长至 1.08 亿元；2013 年统业务受下游电子行业景气度下行拖累业绩不佳，公司开始布局转型功能材料领域；2015 年是公司实施转型升级战略的过渡之年，受传统业务盈利能力下降收缩部分业务和新业务尚在建设期未能贡献利润的双重挤压，转型导致公司业绩出现大幅下滑。

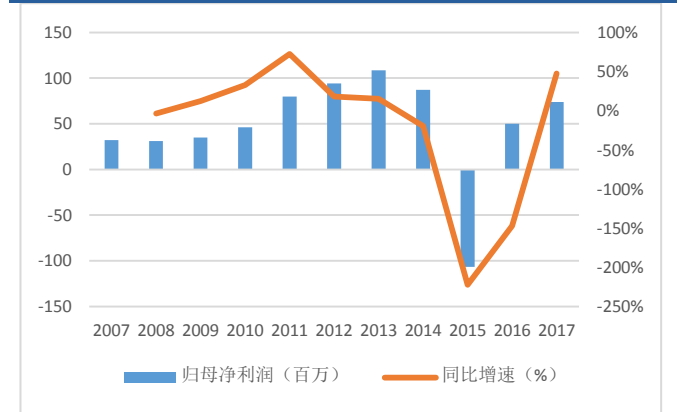
2016 年受益于清洁室业务领域和客户优化调整，传统业务景气度较高、盈利能力增强。随着常州一期功能材料产能释放贡献利润增长，铝塑膜业务也于 2016 年 8 月并表，公司业绩出现明显改善。2017 年上半年公司实现营业收入，同比增长 52.16%，归母净利润 5015 万元同比增长。

图 6: 营业收入及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 7: 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

1.3 员工持股绑定核心员工 股权激励彰显发展信心

实际控制人及员工持股计划参与定增，彰显对未来发展信心。公司 2016 年以来共推出了两次员工持股计划与一次股权激励，大幅提高员工积极性，彰显管理层信心。一期员工持股计划规模 3.5 亿元，参与了 16 年底的定增，发行价格 13.17 元/股，员工总数不超过 180 人（含董监高 12 人）共同参与，且董事长侯毅此次认购了 5 亿定增。新增股份的性质为有限售条件流通股，限售期为自上市之日起 36 个月。实际控制人及员工的认购金额达到 8.5 亿元，共占 47.22%，这代表着公司层面对未来发展的信心。

表 3: 员工持股计划内容

认购对象	认购数量 (股)	认购金额 (亿元)	占比
侯毅 (实际控制人)	36,049,026	5.00	27.78%
广西万赛投资管理中心 (有限合伙)	28,839,221	4.00	22.22%
招证资管-同赢之新纶科技 1 号员工持股计划	25,234,318	3.50	19.44%
深证市前海鼎泰宏源投资合伙企业 (有限合伙)	14,419,610	2.00	11.11%
深圳市国能金海投资管理企业 (有限合伙)	8,651,766	1.20	6.67%
深证市华弘润泽投资发展有限公司	7,209,805	1.00	5.56%
深证市国能金汇资产管理有限公司	5,767,844	0.80	4.44%
深证市富威特投资合伙企业 (有限合伙)	3,604,902	0.50	2.78%
合计	129,776,492	18.00	100%

资料来源: Wind 长城证券研究所

第二期员工持股计划资金总额上限为 1 亿元，参加员工持股计划的人员范围为本公司及下属子公司的董事、监事、高级管理人员及员工，总人数不超过 130 人。该计划由“兴业信托-新纶科技 2 号员工持股集合资金信托计划”进行管理，该信托计划按照不超过 2:1 的杠杆比例设置优先级份额和劣后级份额，其中公司员工认购全部劣后份额，拟认购

金额不超过 3,334 万元，同时向符合合格投资者要求的机构募集不超过 6,666 万元的优先资金。该员工持股资产管理计划，将在公司股东大会通过后 3 个月内，通过二级市场购买公司股票。我们认为，二期员工持股计划实现了公司、股东和员工利益的一致性，促进各方共同关注公司的长远发展，进一步完善了公司治理结构，健全公司长期、有效的激励约束机制，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。

公布股权激励方案，进一步绑定员工与公司发展。公司 2017 年初公布第一期股票期权激励计划，拟向激励对象授予 1000 万份股票期权，行权价格为 20.5 元，全部一次性授予。激励对象为公司高级管理人员、中层管理人员及业务技术骨干。股票授予完成 12 个月以后，未来 48 个月内分四期行权。行权业绩对应 17-20 年公司净利润较 16 年增长不低于 130%、330%、590%、990%，分别对应行权业绩 1.15、2.15、3.45、5.45 亿。通过本次股权激励计划，将员工个人利益与公司发展进行绑定。公司对此设置了较高的业绩考核目标，对未来发展信心十足

表 4: 公司股权激励方案

行权安排	行权时间	业绩考核目标
第一个行权期	自授权登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至授权登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 130%
第二个行权期	自授权登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授权登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 330%
第三个行权期	自授权登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授权登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 590%
第四个行权期	自授权登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至授权登记完成之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 990%

资料来源: Wind 长城证券研究所

2. 铝塑膜业务放量 锂电产业链新龙头

2.1 铝塑膜：技术壁垒高 国产化率低

铝塑复合膜（简称“铝塑膜”）是由外层尼龙层（ON层）、中间铝箔层（AL层）、内层热封层（CPP或PP）构成的复合材料，层与层之间通过胶黏剂进行压合粘结。铝塑膜是软包装锂电池电芯封装的关键材料，单片电池组装后用铝塑膜密封形成电池，铝塑膜起到保护内容物的作用；相较于钢壳、铝壳或塑料壳等包装材料，铝塑膜具备质量轻、厚度薄、外形设计灵活等优势，在3C消费电子、动力电池、储能等许多领域得到了广泛应用。

聚合物软包锂电池是由铝塑膜包裹凝胶态聚合物电解质，具备超薄化、安全性高等特性，可以制作成任何形状与容量的电池，主要下游是笔记本、手机、智能穿戴、电动工具、无人机等消费电子产品。Apple公司是聚合物锂电池最大的采购商，其iPhone、iPad、MacBook等移动电子产品全部是采用聚合物锂电池，占主导地位。其它企业如三星、LG、华为等，消费电子产品都已开始采用聚合物锂电池。

新能源汽车电池按照形状可分为方形、圆形和软包锂电池，方形和圆形电池多采用钢壳和铝壳进行封装，铝塑复合膜是软包锂电池的封装材料。由于软包锂电池节省了系统的体积和重量，比容量相较于其他类型电池更高，且具备安全性能好、内阻小、外形设计灵活等优点，许多车企开始采用软包电池技术路线，比如畅销车型leaf和volt，2016年leaf以48777量的销售排名全球电动车销量第一。

图 8: 软包电池应用领域



资料来源：公司官网 长城证券研究所

图 9: 软包电池结构

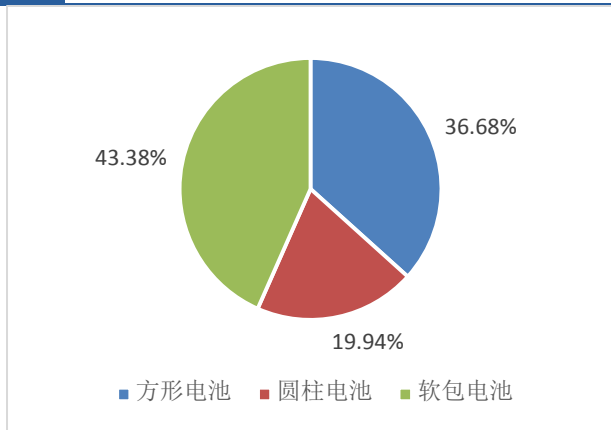


资料来源：GGII 长城证券研究所

2016年中国锂电池铝塑膜的需求量（不含外资企业在中国的工厂，ATL除外）为9500万平方米，同比增长44%；市场规模为29.5亿元，同比增长39.1%。我们认为，需求的增长主要有两个原因，1）国内数码锂电池市场继续从铝壳转向软包，软包锂电池产量增加。2016年软包数码电池产值占总数码产值的比例从2015年的56%上升到68%；2）动力软包电池开始逐步放量，预计2017年软包动力电池产值同比增长超过30%。

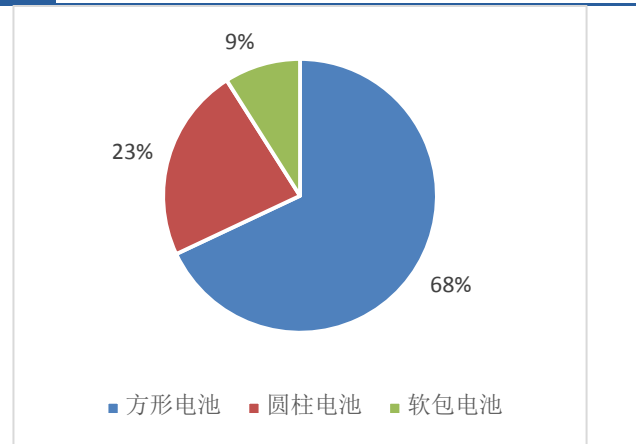
2016年铝塑膜市场规模的增长速度略低于铝塑膜产品需求量的增长。由于动力类铝塑膜技术水平要求较高，价格普遍高于数码用产品，按照逻辑来讲动力电池增长应该带动产值超越需求。发生略低增长的原因我们认为主要是中低端铝塑膜产品的国产化率有所提升，国内外中低端产品的价格差大概有20%左右，因此中低端铝塑膜的价差对冲了动力电池需求增速的产值拉动效应。

图 10: 锂电池结构类型占比



资料来源: GGII 长城证券研究所

图 11: 动力锂电池结构类型占比



资料来源: GGII 长城证券研究所

2.2 从消费到动力驱动铝塑膜成长

■ 消费电子: 软包锂电主力军 渗透率已高

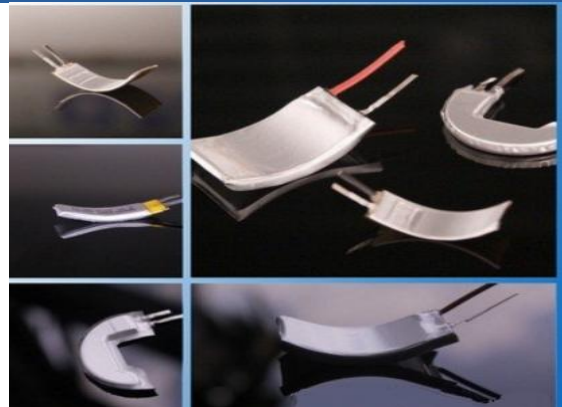
在 3C 数码消费领域, 消费电子产品对于电池的要求向着体积小、轻薄化的趋势发展。软包聚合物锂电池凭借其优异的综合性能, 在智能手机、平板电脑、可穿戴设备等消费类电子产品中广泛使用, 且增长速度远超过锂电池行业平均水平。Apple 公司是聚合物锂电池最大的采购商, 其 iPhone、iPad、MacBook 等移动电子产品全部是采用聚合物锂电池, 占主导地位。其它企业如三星、LG、华为等, 消费电子产品都已开始采用聚合物锂电池。

图 12: iPad 聚合物锂电池展示



资料来源: 百度图片 长城证券研究所

图 13: 异性聚合物锂电池的展示



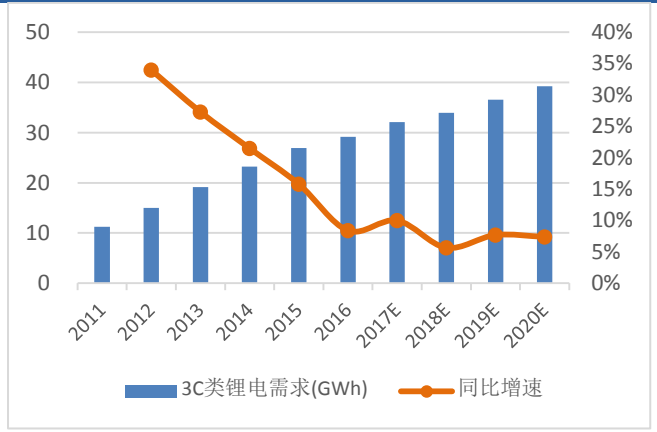
资料来源: 百度图片 长城证券研究所

聚合物锂电池相较于液锂电池, 具有能量密度高、更小型化、超薄化、轻量化, 以及高安全性和低成本等多种明显优势, 因此在 3C 消费领域得到了快速的发展。据统计, 在全球范围内 2009 年软包聚合物锂离子电池在移动 PC 电池中的应用占比仅为 7.6%, 而 2015 年占比达 64% 以上。在整个 3C 消费电子领域, 聚合物锂电池在消费电池中的占比已经从 2012 年的 26% 上升至 60%。

我国 3C 消费品领域中, 手机与微型计算机占据了绝大部分市场。在经历了 2009~2011 年智能手机的爆发式增长后, 国内手机产量基本保持在 10% 以上的年均增速平稳增长; 由于 2009 年智能手机带动平板电脑的发展, PC 消费产品的产量也在经历 2011 年经过爆发后开始回落, 锂电池需求增速也从 2011 年~2015 年出现了大幅的下滑。

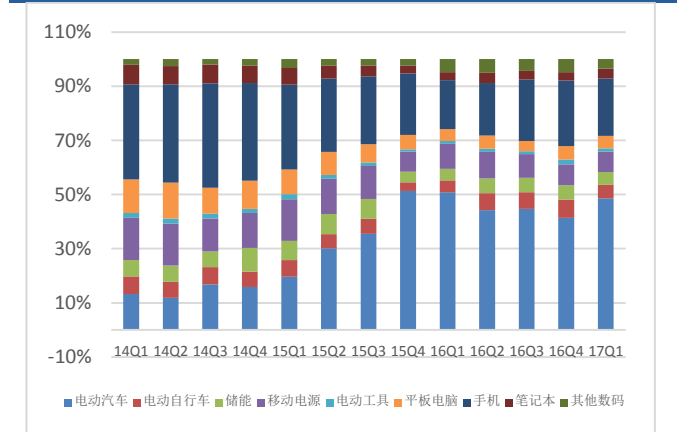
虽然传统 3C 消费类产品增速趋缓，但是智能手机更新换代和“双电芯”提高续航能力的要求将持续提升锂电池的需求。随着可穿戴设备、无人机等新兴市场不断涌现，新的消费产品的问世将弥补智能手机、笔记本电脑增长疲软的问题；同时，在小动力终端（自行车、平衡车、电动工具）市场，也存在锂电池替代的道路。我们预计 3C 消费锂电池的需求在未来几年都能够维持 9% 左右的复合增长率，且软包电池的渗透率将进一步提升。

图 14: 3C 锂电池需求及同比增速



资料来源：公开资料 长城证券研究所

图 15: 锂电池下游需求类型占比

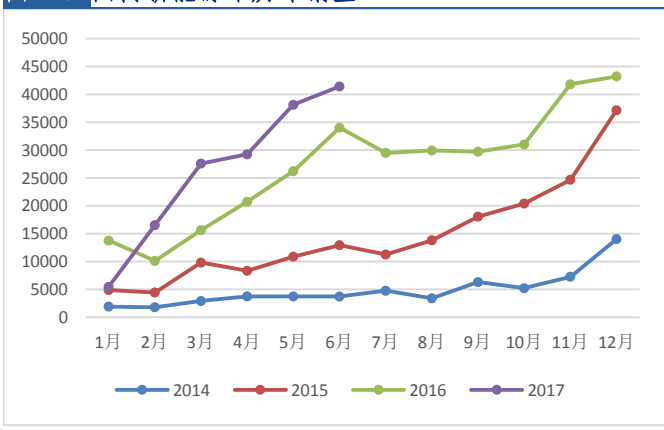


资料来源：公开资料 长城证券研究所

■ 动力电池：未来软包电池成长领域

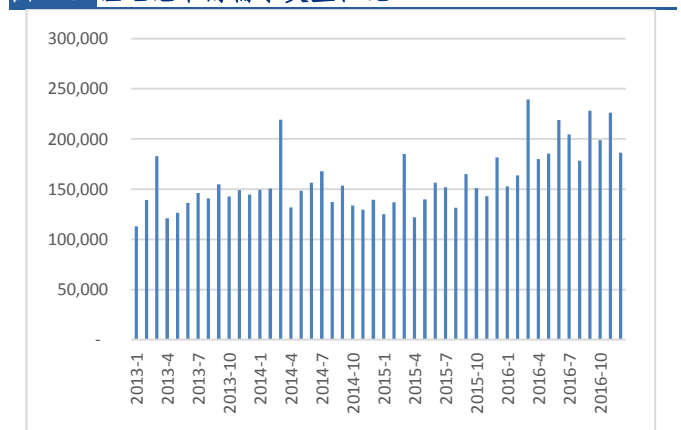
2016 年全球新能源乘用车销量 72.79 万辆，其中国内销量为 31.31 万，占比为 43.01%。分车型来看，EV 和 PHV 销量分别为 41.14 万和 26.65 万辆，国内的 EV 和 PHV 车型销量分别为 23.32 万和 7.98 万辆，新能源乘用车主要集中于中国，美国，欧洲及日本。海外汽车巨头均开启长期新能源汽车规划，预计在近两年将会有新能源车型密集入市，如宝马近期推出 X1、大众推出奥迪 A7 e-tron，通用别克 Velite5。我们认为未来随着海外巨头开启电动化模式，新能源乘用车的渗透率将会进一步提升。

图 16: 国内新能源车历年销量



资料来源：长城证券研究所

图 17: 锂电池下游需求类型占比

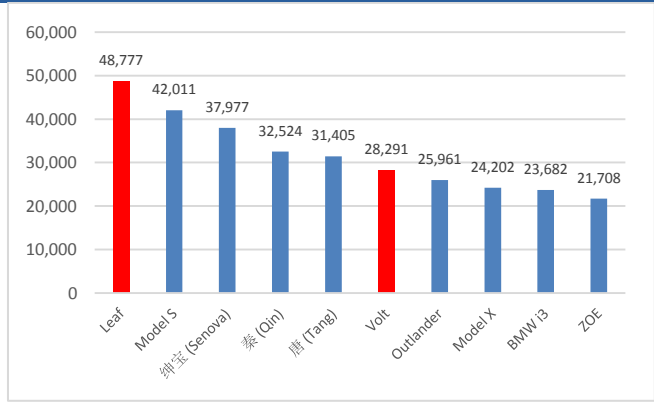


资料来源：长城证券研究所

根据工信部颁布的《新能源汽车产业发展规划》指出，2020 年新能源汽车产业化和市场规模要达到全球第一，其中新能源汽车的保有量要达到 500 万辆；未来十年政府将投入 1000 亿元，打造新能源汽车的产业链，到 2030 年我国纯电动汽车产业发展进入普及期，纯电动汽车保有量将达到 6859 万辆。锂电池作为新能源汽车的重要组成部分，成本占比达到 50%，也已经进入了黄金发展期。

2016 年全球新能源车畅销车型排名靠前依次为 Leaf、Model S、绅宝 (Senova)、秦 (Qin)、唐 (Tang)、Volt、Outlander、Model X 和 ZOE。其中日产 leaf 迄今已经在世界范围内累计销售 20 万台以上，由于搭载了软包叠片电池，拥有更佳的安全性，叠片状结构也有助于散热效能，实现了非常高的安全性和续航距离，而 leaf 动力系统的供货商 AESC，也由 leaf 销量的大幅拉动，成为世界三大动力电池的制造商。

图 18: 全球新能源乘用车销量排名



资料来源: 第一电动网 长城证券研究所

图 19: 部分车企配套动力电池类型

车企	电池类型	车型
宝马	方形铝壳	i3
比亚迪		E6、秦
特斯拉	圆柱钢壳	Model X、Model S
日产	铝塑膜软包	Leaf
通用		Volt
万向		大巴

资料来源: GII 长城证券研究所

目前，国内如东风、众泰、北汽新能源、比亚迪等主流电动车企开始布局软包动力电池车型，国内主要软包电池供应商有 ATL、多氟多、微宏动力、中航锂电等，同时卡耐能源、亿纬锂能、山东恒宇、苏州宇量等企业也开始大力投建软包动力电池生产线。

表 5: 国内部分软包电路能量密度情况统计表

公司	电芯能量密度	系统能量密度	电池材料体系
遨优动力	240wh/Kg/160wh/kg	—	三元/磷酸铁锂
高佳新能源	240wh/kg	—	三元
桑顿新能源	230wh/kg/160wh/kg	120wh/kg 以上	三元/磷酸铁锂
孚能科技	220 wh/kg	140-160 wh/kg	三元
妙盛动力	220 wh/kg 以上	115-125 wh/kg	三元
天劲股份	215 wh/kg	—	三元
天津捷威	210 wh/kg	—	三元
多氟多	210 wh/kg	130 wh/kg	三元
新华电池	220 wh/kg	—	三元
万好万家	180 wh/kg	—	三元
中兴派能	175 wh/kg	—	磷酸铁锂
上海卡耐	170wh/kg/220wh/kg	—	NCM111/523 体系
微宏动力	170wh/kg	—	锰酸锂
国能电池	160wh/kg	125wh/kg	磷酸铁锂

资料来源: 公司公告 长城证券研究所整理

随着新补贴政策的出台，电池的系统能量密度成为一项重要考核指标。比如补贴新政要求纯电动客车续驶里程不低于 200 公里、电池系统能量密度要高于 85Wh/kg、电池系统总质量占整车整备质量比例不高于 20%，这些都说明补贴向着重量更轻、续航里程更高的三元电池方向转变。三元软包电池容量较同等尺寸规格的钢壳锂电高 10~15%、较铝壳

电池高 5~10%，而重量却比同等容量规格的钢壳电池和铝壳电池更轻，因此，补贴新政对三元软包电池更有利。

我们认为随着电池路线的发展，软包电池在新能源汽车市场的渗透率将不断提升。从供给侧来看，随着企业逐步开始加速软包电池布局，会直接以设备进步和工艺成熟的产业升级，规模化生产后产品良率逐步提升，带动软包电池成本下降。从需求侧来看，乘用车市场主体地位确立，对综合性能追求日益提升。而软包电池技术进在能量密度上有突出综合优势，一致性、安全性、循环寿命上提升较快。需求和供给的双重驱动软包电池产业链快速成熟，电池价格下降带动软包电池渗透率逐步提升。

2.3 铝塑膜需求高增长 产能释放成为行业龙头

2016 年，国内锂电总产量为 63.76GWh，其中方形、圆柱、软包锂电池产量分别为 23.39GWh、12.71GWh、27.66GWh，占比分别为 36.68%、19.94%、43.38%，软包电池占比超过方形和圆柱；在动力电池领域，2016 年方形、圆柱、软包锂电池占比分别为 68%、23%、9%。在消费电子领域，我们认为未来几年消费类锂电池会保持在 7.5%左右的增速。在动力电池领域，由于软包电池所具备的能量密度、安全性等优势，我们认为未来动力电池领域软包电池的渗透率将会逐步提升至 30%。

根据 2016 内的数据，软包电池总产量为 2766Gwh，铝塑膜总的需求量为 9500 万平。因此我们假设 1GWh 锂电池需要铝塑膜 343 万平进行测算，通过计算我们测得 2017~2020 年国内铝塑膜需求复合增速达到 24%，合计市场空间约 160 亿元。

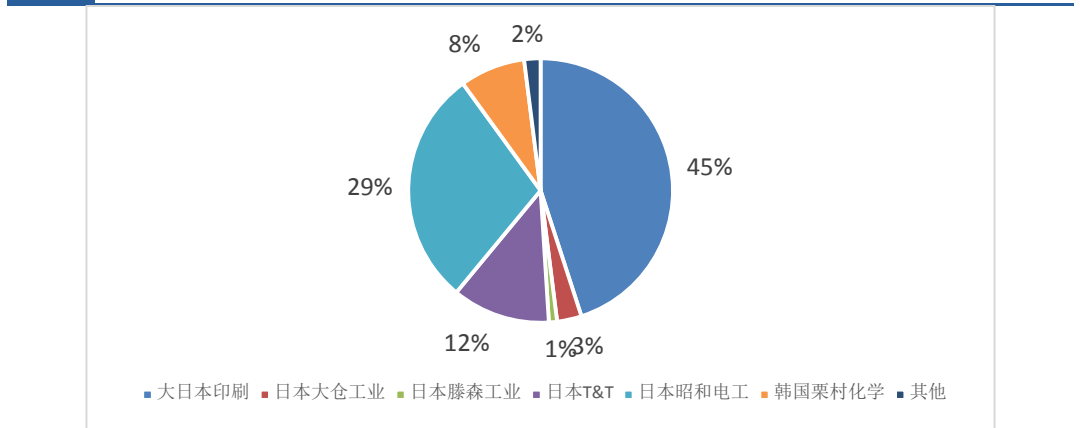
表 6: 铝塑膜需求量预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
动力电池 (GWh)	16.90	30.80	39.28	48.23	60.87	76.84
3C 需求 (GWh)	26.91	29.17	32.09	33.90	36.51	39.21
储能 (GWh)	2.98	3.79	6.18	9.20	11.96	15.55
合计需求 (GWh)	46.79	63.76	77.55	91.33	109.34	131.60
综合渗透率	42.30%	42.40%	43.23%	45.54%	48.98%	53.03%
铝塑膜需求 (万平)	6927	9461	11734	14557	18745	24425
月需求 (万平)	577	788	978	1213	1562	2035
单价 (元/平)	32.67	30.06	26.45	23.8	22.61	21.48
市值规模 (亿)	22.63	27.93	31.94	36.26	42.43	49.38

资料来源: 长城证券研究所整理

铝塑膜生产难度大、技术壁垒高，全球市场基本被大日本印刷 (DNP)、昭和电工、凸版印刷 (T&T)、韩国栗村四家企业垄断，其中 DNP 和昭和电工铝塑膜全球占有率达到 80% 以上，凸版印刷和韩国栗村技术和产品性能逐渐在提升，所占的市场份额也在上涨。我国虽然已成为锂电池全球最大生产国和消费国，但是聚合物锂电池用铝塑膜 90% 市场被日本垄断，几乎完全依赖进口。国产铝塑膜的占有率低于 8%。

图 20: 铝塑膜全球占有率



资料来源: 长城证券研究所

随着新能源汽车快速发展带来锂电池铝塑膜需求激增, DNP 和昭和电工均纷纷进行扩产, DNP 的产能已经达到 600 万平方米/月, 昭和计划在 200 万平方米/月的基础上扩产 30%。栗村目前现有 200 万平方米/月的产能。

表 7: 全球铝塑膜龙头企业统计

名称		备注
日本	DNP 公司	热法工艺, 占全球约 45% 市场, CPP 和铝箔原料均从昭和进货;
	昭和电工	全球最早进入锂电池铝塑膜的企业, 干法工艺, 占全球约 29% 市场;
	凸版印刷	锂电池包装材料的综合性供应商, 干法工艺, 占全球约 12% 市场;
	东冈工业	2002 年开发研究软包电池铝塑膜, 2005 年定型批量生产上市
	大仓工业	日本最大的外包装塑料膜生产商
韩国	栗村化学	干法工艺, 产品为 90 μm~152 μm μm, 占全球约 8% 市场;

资料来源: 长城证券研究所整理

公司于 2016 年收购日本凸版印刷旗下锂电池软包铝塑膜业务, 收购对象包括从事锂电池铝塑膜软包产品生产的日本三重工厂、相关专利和技术以及中国市场独家经营权。凸版印刷全球市占率排名前三, 在铝塑膜软包产品上技术极为领先。新纶凭借传统业务积累的电子客户资源、功能材料涂布生产工艺积累的经验, 结合凸版印刷优质的生产技术, 将快速进入国内锂电产业供应链, 加入铝塑膜国产替代的进程。

公司已在常州市工业园预留用地开展新项目建设, 在凸版指导下建设月产 300 万平方米的铝塑膜生产线。在生产线达产后, 将启动三重工厂设备搬迁工作, 同时将月产能升级改造到 300 万平方米, 公司将形成月产 600 万平方米的产能。2017 年 7 月 11 日, 公司子公司新纶复材与多氟多签订总量约 231 万平方米铝塑膜产品的原料采购框架协议; 7 月 27 日, 公司公告新纶复材与天津捷威动力签署了为期 41 个月的采购协议。两次合同签署后, 新纶复材成为了多氟多与捷威动力第一大铝塑膜供应商, 这对巩固公司核心供应商地位、推动新纶复材成为国内最大动力锂电池铝塑膜供应商具有重要意义。

表 8: 公司与捷威动力合作简要

日期	甲方产量需求 (万平方米)	乙方保证能力承诺 (万平)
2017.8~2017.12	60	120
2018	253	360
2019	504	600

日期	甲方产量需求 (万平米)	乙方保证能力承诺 (万平)
2020	840	900

资料来源: 公司公告 长城证券研究所整理

3. 功能材料多点开花 进口替代需求强劲

3.1 功能材料产能释放 良品率持续提升

公司于2013年投资建成常州一期电子功能材料项目，该项目主要包括光学胶带、高净化保护膜、高净化胶带、石墨散热片等。高净化保护膜和高净化胶带都是器件生产耗材，其中高净化保护膜主要用于功能膜的制程保护，防止功能膜在加工过程中受到物理损伤。高净化胶带主要用于制程中的各类器件之间的粘结，二者均具有低雾度、高透明度、低热收缩、涂布附着力好，耐酸碱性强等优点。

图 21: 高净化保护膜产品



资料来源：公司官网 长城证券研究所

图 22: 高净化胶带产品



资料来源：公司官网 长城证券研究所

光学胶带作为一种特殊的胶粘剂，主要用于透明器件粘结、光学器件组装、触摸屏、面板等光电子器件的贴合使用，是决定产品光学性能以及结构性能的重要因素，技术难度高。触摸屏是光学胶带的主要应用，触摸屏用的光学胶主要包括液体（LOCA）和固态（OCA）两种，LOCA 主要用于尺寸较大，平整度不好的贴合，而 OCA 主要用于尺寸较小平整度好的贴合，目前用于智能终端的触摸屏以 OCA 居多。OCA 是将光学亚克力胶做成无基材，然后在上下底层，再各贴合一层离型薄膜，是无基体材料的双面贴合胶带。

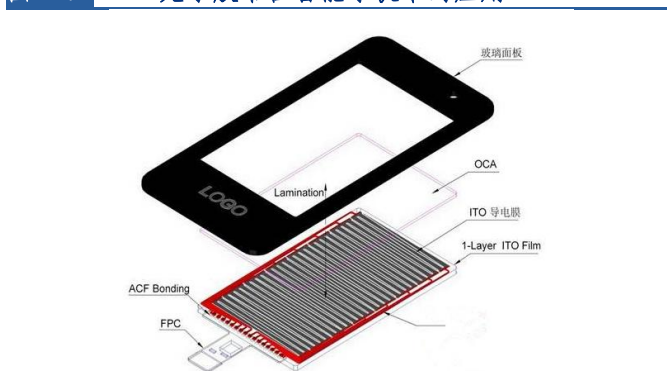
OCA 光学胶带生产集中在美国、日本和韩国企业。美国 3M 的产品主要销售给传统显示器生产商，日本企业中除三菱外供 OCA 外，其他企业的产能基本自用。国内厂商经常旺季缺货，2014 年出现了严重的产能缺口，国内手机厂拿不到品质合格的 OCA 胶而无法生产。因此国内企业开始快速切入 OCA 市场。目前已有新纶科技、加韵光学等数十家企业投资建设 OCA 光学胶涂布线，新纶科技生产的光学胶带也以 OCA 光学胶为主，月产能可达 4800 万平。

图 23: OCA 光学胶带产品



资料来源：公司官网 长城证券研究所

图 24: OCA 光学胶带在智能手机中的应用



资料来源：百度图片 长城证券研究所

光学胶带、高净化保护膜，高净化胶带等功能性材料主要被日韩及欧美企业垄断，主要包括三菱、3M、日立、LG等。公司2013年布局转型进入功能材料领域，常州一期项目2015年末11条进口涂布线开始投产，主要生产高净化保护膜、防爆膜、双面胶带、光学胶带及散热石墨等系列功能性产品，公司高净化保护膜已于2015年3月进入Apple Watch供应链，苏州万洲向公司全资子公司常州新纶采购用于Apple Watch产品生产制程中的保护膜。2016年下半年产能逐步释放，目前已有多款产品获得包括三星、伯恩光学、TPK、富士康、联想、OPPO等客户认证。

表 9: 常州一期产能规划

材料	应用	年产能情况	预测满产收入(万元)
高净化保护膜	防止功能膜在加工过程中收到物理损伤	2.2 亿平方米	70,078
高净化胶带	各类器件粘结	3600 万平方米	
光学胶带	主要用于触摸屏等	4800 万平方米	4,000
石墨热散片	散热器件	70 万平方米	12,000

资料来源: 公司官网 长城证券研究所

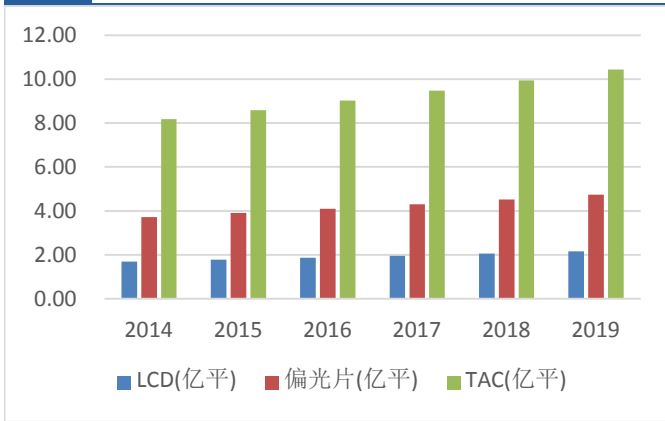
公司通过改善生产工艺与质量管控体系，胶膜类产品一次涂布平均良率已从2017年年初的70%左右提升至中报期的85%以上，良率的提升不仅有效保障了产品品质的稳定性，还将提高产品毛利率水平。同时其中胶带类产品的毛利率较高，除了OCA光学胶带外，公司还根据客户需求生产定制化产品，比如超薄双面胶带（OLED模组）、阻隔胶带（无线充电模组）、抗排斥胶带（柔性面板）等。

3.2 携手日本东山 切入光学薄膜

TAC（三醋酸纤维素）光学薄膜是偏光片的重要组成部分，其成分非常复杂，其中包含可塑剂、助溶剂、润湿剂、滑剂以及抗紫外线剂等。TAC以溶剂铸膜加工成膜，目前是穿透度最高的高分子材料之一。偏光片是制作LCD和OLED的核心部件，主要由聚乙烯醇膜和TAC膜经拉伸、复合、涂布等工艺加工而成，其生产成本约占面板总成本的12%，是液晶显示器成像和面板亮度强弱的关键。

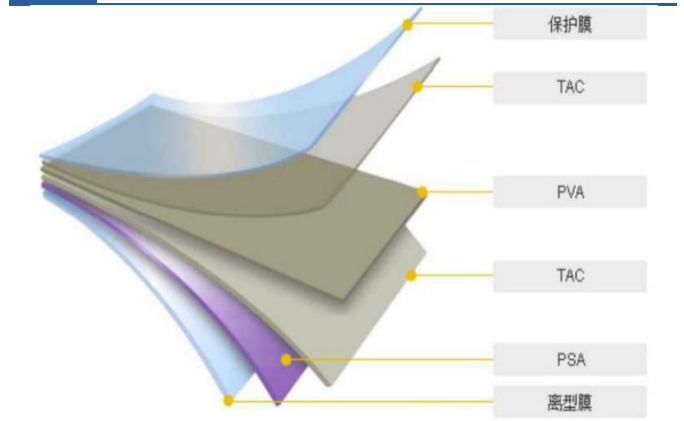
LCD面板所用的偏光片中添加两层TAC膜，TAC薄膜约占偏光片成本的50%，涂布又需占TAC膜成本的45%-50%。根据IHS数据，2014年全球LCD面板出货面积为1.69亿平方米，同比增长9%，全球偏光片需求3.72亿平方米，对应TAC膜需求约8.18亿平方米。预计未来显示面板将保持近5%的增长速度，预测2017-2019年全球TAC膜的需求量分别为9.47、9.94、10.44亿平方米。根据当前TAC膜均价25元/平，2017-2019年全球TAC市场规模分别为236.72、248.56、260.99亿元。

图 25: LCD、偏光片及 TAC 需求预测



资料来源: 长城证券研究所

图 26: 偏光片结构



资料来源: 长城证券研究所

OLED 面板中为新的显示面板技术升级产品, 具备可视度高、视角广色、域宽、响应快等优点。主要运用于智能穿戴设备, 电视, 智能手机中, 三星 Galaxy 系列、华为、小米手机纷纷采用 OLED 显示屏。据 HIS 数据, 2016-2020 年柔性 AMOLED 产能将从 150 万平方米扩大至 2010 万平方米, 复合年均增长率将达 91%。随着产能逐步释放, OLED 市场规模将迎来爆炸式增长, 并逐步取代部分 LCD 的市场份额。

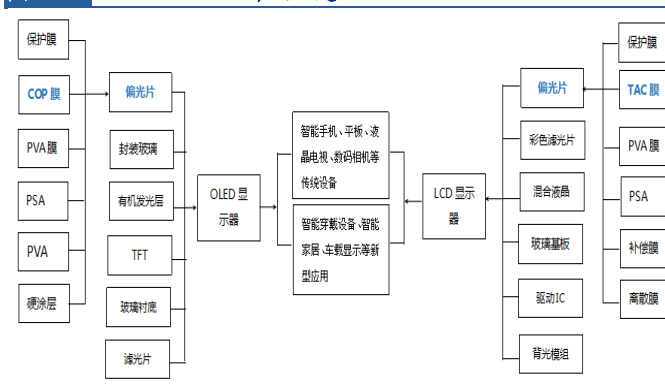
表 10: OLED 与 LCD 性能比较

项目	OLED	LCD
发光方式	自发光、无需背光源	需背光源
工作温度	-45℃-80℃, 范围较广	0℃-50℃
响应时间	极快	较慢
色域广度	较广	窄
对比度	较强	稍弱
功耗	超低	较高
厚度	薄、比 LCD 减少 50% 以上	相对较厚
成本	量产后比 LCD 低 30% 左右	较高

资料来源:

与 LCD 相比, 由于无需背光源电压需求低, 组件需求少, 未来量产后成本更低, 预计比 LCD 低 30% 左右。OLED 面板所用的偏光片中, 将 LCD 中的两层 TAC 膜换成了一层 TAC 膜和一层 COP 膜, 其中 COP 膜的价格是 TAC 膜的 3-5 倍。

图 27: LCD、OLED 产业链



资料来源: 长城证券研究所

图 28: OLED 用偏光片构成



资料来源: 长城证券研究所

TAC 技术壁垒高，目前市场上的供给主要集中在在、韩、台少数企业。中国的 TAC 膜市场主要被日本企业垄断。其中，日本 Fujifilm（富士写真）为全球 TAC 薄膜龙头，拥有雄厚的 TAC 膜技术积累，年产能达为 8.2 亿平方米，占全球产能的 55% 以上。日本 KonicaMinolta（柯尼卡·美能达）TAC 膜产能达到 3 亿平方米，占全世界产能的 20% 以上，两家日企合计占据全球 TAC 产能的 75%。

表 11: TAC 全球供给格局

公司	所在地	生产线条数	产能	备注
Fujifilm 富士写真	日本	17 条	8.2 亿平方米	全球 TAC 薄膜龙头，拥有雄厚的技术积累。
Konica Minolta 柯尼卡美能达	日本	8 条	3 亿平方米	约占全球产能的 21%
韩国晓星	韩国	不详	1.1 亿平方米	拥有自主研发能力
台湾新光合成纤维	台湾	不详	8000 万平方米	由东丽株式会社与三菱商事株式会社参与投资建立
Zeon 瑞翁	日本	不详	7500 万平方米	

资料来源：长城证券研究所

我国 TAC 膜长期依靠进口，国内有厂家尝试自主开发技术生产 TAC 膜。乐凯胶片在 2005 年投资 1.4 亿建设 TAC 薄膜产线，技术团队来自日本柯达，2011 年追加投资 3.5 亿元建 TAC 膜二期生产线，但 TAC 产品难以满足增塑剂使用安全的限制，未能在 LCD 面板中使用。东氟塑料在 2015 年投资约 10.1 亿元建设年产 1 亿平方米 TAC 光学薄膜生产线。

新纶科技与日本东山签订合作协议，获得对方 TAC 膜表面处理的相关技术、品牌使用权利，及进出口权利。公司 TAC 薄膜生产基地位于常州，靠近南京、无锡、昆山等电子产品生产工厂，周边围绕国内最大的偏光片厂商，如韩国 LG、日本住友化学、韩国三星、台湾奇美、东旭光电等。预计 2020 年全球对 TAC 膜年需求 10.96 亿平，国内需求将达到 3.84 亿平，远超公司规划 0.96 亿平的产能，进口替代前景乐观。

3.3 设立新晨新材 国内首条 PBO 项目投建

PBO（聚对亚苯基苯并双口恶唑）是含杂环的苯氮聚合物的一种，它是采用二氨基间苯二酚和对苯二甲酸在多磷酸中聚合、利用空气间隙-湿法纺丝法进行纺丝而制得的。PBO 纤维的强度、弹性模量约为对位芳纶纤维 Kevlar-49 的 2 倍。PBO 作为直链高分子，具有极限弹性模量、耐热性好、强度模量高等优点，可广泛用于航空航天、军工国防、电绝缘材料、卫星探测、轻质材料、汽车工业和深海油田等方面。

表 12: PBO 纤维主要运用领域

纤维种类	用途
长纤维	可用于轮胎、胶带、复合材料的增强组分；纤维光缆的受拉件和光缆的保护膜；电热线、耳机线等各种软线的增强纤维；绳索和缆绳等高拉力材料；高温过滤用耐热过滤材料；导弹和子弹的防护设备、防弹背心、防弹头盔和高性能航行服；网球、快艇、赛艇等体育器材；高级扩音器振动板、新型通讯用材料；航空航天用材料等。
短纤维	用于铝材挤压和玻璃加工等用的耐热缓冲垫毡；高温过滤用耐热过滤材料；热防护皮带、消防服、赛车运动服装等耐热劳动防护服。
纱线	可用于消防服；炉前工作服、焊接工作服等处理熔融金属现场用的耐热工作服；防切伤的保护服、安全手套和安全鞋；赛车服、骑手服；各种运动服和活动性运动装备；Carrace 飞行员服等
短切纤和浆粕	可用于摩擦材料和密封垫片用补强纤维；各种树脂、塑料的增强材料等。

资料来源：百度百科 长城证券研究所

由于 PBO 纤维涉及航空航天、军工产业等领域特殊，其关键中间体 4,4'-二氨基二苯醚技术壁垒高，日本东洋纺是全球唯一进行商业化生产 PBO 纤维的公司，我国的 PBO 纤维目前主要依赖进口。公司和新纶先材研究院在成都市设立合资公司，投资建设 PBO 纤维项目。公司以现金方式 4,900 万元出资，占注册资本的 70%；研究院以知识产权“PBO 工艺技术包”作价 2,100 万元出资，占注册资本的 30%。该项目已于 2016 年 6 月 22 日正式开工，预计 2017 年底投产，产能拟为 380 吨/年。

4. 盈利预测与估值水平

4.1 投资建议

公司常州一期功能材料自 2016 年开始逐渐放量,2017 年上半年已进入主流手机品牌 BOM 清单,技术指标已达到国际一流厂商标准。公司通过改善生产工艺与质量管控体系,胶膜类产品一次涂布平均良率已从年初的 70%左右提升至 85%以上,良率的提升不仅有效保障了产品品质的稳定性,还将提高产品的毛利率水平。同时,公司计划在现有产能基础上追加高端胶带生产线,电子功能材料业绩贡献预计将持续增长。

公司 2016 年底启动了 300 万平方米/月的铝塑膜生产线项目,并计划将凸版印刷 200 万平方米/月的生产线升级至 300 万平方米/月,产能落地后公司将形成 600 万平方米/月的产能。公司目前已建立完善的销售、服务网络及技术团队,产品已批量运用于捷威动力、微宏动力、多氟多新能源、孚能科技等软包动力锂电池厂商,以及 ATL、宁波维科等 3C 锂电池厂商,未来随着铝塑膜产能放量将显著贡献业绩增长。

公司 2015 年底与日本签约获得其 TAC、COP 等多种光学功能膜涂布产品独家生产技术许可,并投资 11.2 亿元建设年产 9400 万平米 TAC 膜项目,预计 2018 年中期投入生产。TAC 光学薄膜下游主要是液晶面板中的偏光片,产品技术壁垒高,关键技术仍掌握在日韩企业手中。公司 TAC 膜项目建成后,将有效加速国产 TAC 进口替代的进程。

电子功能材料、铝塑膜、TAC 薄膜以及 PBO 纤维等新材料需求成长性十足,且国内大部分的供给是被日韩垄断,国产化率相对较低。从需求的视角来看,公司早期深耕电子行业清洁室相关业务,积累了大量电子行业的资源,下游需求的空间较大,铝塑膜业务进入多氟多、捷威动力的供应链验证了需求的动能。我们认为公司的投资逻辑应该从供给的视角出发,产能的落地、良品率的提升、产能利用率的提高和技术指标对标国际水平将是决定公司投资价值的关键。从当前时点来看,公司产能稳步落地,生产工艺及质量管控体系不断完善,良品率逐渐提升,近三年将是公司业绩快速增长的时期,预计公司 2017、2018、2019 年 EPS 为 0.34 元、0.61 元、0.95 元,继续维持“推荐”评级。。

表 13: 收入预测明细 (单位: 万元)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (合计)	1024.10	1658.45	2339.96	3167.73	4497.07
营收同比增长率	-24.14%	61.94%	41.09%	35.38%	41.97%
毛利率	25.90%	24.70%	26.20%	27.52%	27.60%
营业成本 (合计)	758.86	1248.81	1726.91	2296.07	3255.70
毛利 (合计)	265.24	409.64	613.05	871.66	1241.37
毛利同比增长率	-39.68%	54.44%	49.66%	42.19%	42.41%

资料来源: 长城证券研究所整理

4.2 盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1024.10	1658.45	2339.96	3167.73	4497.07	成长性					
营业成本	758.39	1249.58	1726.91	2296.06	3255.70	营业收入增长	-24.1%	61.9%	41.1%	35.4%	42.0%
销售费用	101.12	100.31	128.70	158.39	224.85	营业成本增长	-16.6%	64.8%	38.2%	33.0%	41.8%
管理费用	163.49	190.96	229.32	291.43	404.74	营业利润增长	-207.4%	-103.6%	4440.7%	79.4%	55.2%
财务费用	59.78	90.36	46.07	60.72	58.08	利润总额增长	-222.4%	-142.1%	260.8%	76.8%	55.7%
投资净收益	-2.07	17.57	5.00	5.00	5.00	净利润增长	-233.1%	-141.1%	260.8%	76.8%	55.7%
营业利润	-112.27	4.01	181.88	326.23	506.26	盈利能力					
营业外收支	-15.03	49.55	11.32	15.28	25.38	毛利率	25.9%	24.7%	26.2%	27.5%	27.6%
利润总额	-127.29	53.55	193.20	341.51	531.64	销售净利率	-10.4%	3.0%	7.4%	9.7%	10.6%
所得税	-6.99	4.12	14.88	26.29	40.93	ROE	-7.7%	2.1%	5.2%	8.7%	12.1%
少数股东损益	-13.69	-0.72	5.35	9.46	14.72	ROIC	3.3%	-3.6%	4.7%	7.2%	9.5%
净利润	-106.62	50.15	172.98	305.76	475.98	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	9.9%	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%
流动资产	1495.59	3380.95	3829.23	4181.76	6069.89	管理费用/营业收入	16.0%	11.5%	9.8%	9.2%	9.0%
货币资金	336.01	1730.32	1514.89	1065.57	1647.55	财务费用/营业收入	5.8%	5.4%	2.0%	1.9%	1.3%
应收账款	775.24	1034.31	1459.34	1975.59	2804.65	投资收益/营业利润	-0.2%	1.1%	0.2%	0.2%	0.1%
应收票据	22.44	35.20	49.67	67.24	95.46	所得税/利润总额	5.5%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
存货	242.69	380.68	526.09	699.48	991.83	应收账款周转率	1.26	1.83	1.88	1.84	1.88
非流动资产	2139.80	2911.81	3817.09	4686.26	4860.60	存货周转率	2.93	4.01	3.81	3.75	3.85
固定资产	941.29	1226.60	2053.81	2743.73	3265.04	流动资产周转率	0.66	0.68	0.65	0.79	0.88
资产总计	3635.39	6292.77	7646.32	8868.02	10930.49	总资产周转率	0.29	0.33	0.34	0.38	0.45
流动负债	1729.05	1753.34	2725.30	3263.63	4383.26	偿债能力					
短期借款	1241.10	783.80	883.80	983.80	1083.80	资产负债率	58.6%	47.3%	54.4%	57.1%	60.7%
应付款项	323.24	594.72	821.90	1092.78	1549.50	流动比率	0.86	1.93	1.41	1.28	1.38
非流动负债	400.85	1225.92	1434.70	1802.85	2254.98	速动比率	0.72	1.71	1.21	1.07	1.16
长期借款	250.00	521.07	621.07	721.07	721.07	每股指标 (元)					
负债合计	2129.90	2979.26	4160.00	5066.48	6638.24	EPS	-0.29	0.10	0.34	0.61	0.95
股东权益	1505.49	3313.51	3486.32	3801.54	4292.25	每股净资产	4.03	6.58	6.93	7.55	8.53
股本	1157.76	2912.28	2912.28	2912.28	2912.28	每股经营现金流	0.32	0.73	0.48	0.83	1.20
留存收益	282.55	332.70	500.14	805.90	1281.88	每股经营现金/EPS	-1.12	7.30	1.41	1.37	1.26
少数股东权益	65.20	68.55	73.90	83.36	98.08	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	3635.39	6292.77	7646.32	8868.02	10930.49	PE	-78.74	225.58	65.40	37.00	23.77
现金流量表					(百万)	PEG	0.34	-1.60	0.25	0.48	0.43
经营活动现金流	119.26	365.90	243.15	419.44	601.39	PB	0.06	0.03	0.03	0.03	0.03
其中营运资本减少	117.81	-9.47	-290.81	-356.43	-558.62	EV/EBITDA	0.00	41.40	22.96	14.30	10.16
投资活动现金流	-401.70	-446.85	-606.97	-508.98	330.65	EV/SALES	8.11	5.01	3.55	2.62	1.85
其中资本支出	-355.59	-476.42	-659.04	-513.98	325.65	EV/IC	2.30	1.80	1.61	1.44	2.10
融资活动现金流	265.84	1477.93	148.39	-359.78	-350.05	ROIC/WACC	0.31	-0.35	0.45	0.69	0.91
净现金总变化	-16.61	1396.97	-215.43	-449.32	581.99	REP	7.29	-5.14	3.59	2.10	2.32

5. 风险提示

产能扩张不及预期；软包电池渗透率提升不及预期；行业竞争加剧。

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

马晓明: 上海交通大学硕士, 曾就职于国家电网上海市力公司, 2016 年加入长城证券, 任电力设备与新能源行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
佟骥: 0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编: 200126 传真: 021-31829681
网址: <http://www.cgws.com>