

三利谱 (002876): 中泰化工/中小盘

国内偏光片先行者, 乘势而起大有可为

评级: 买入 (首次)

市场价格: 73.51

目标价格: 100.63

中泰化工:

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

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

中泰中小盘:

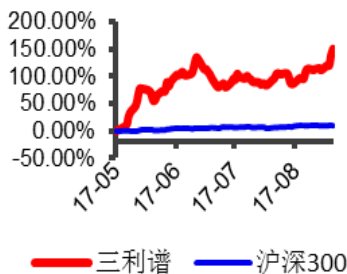
联系人: 吴吉森

Email: wujs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	80
流通股本(百万股)	20
市价(元)	73.35
市值(百万元)	1465
流通市值(百万元)	5868

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	666.52	800.49	1,023.42	1,602.19	2,412.72
增长率 yoy%	12.75%	20.10%	27.85%	56.55%	50.59%
净利润	80.71	72.82	102.20	160.54	252.22
增长率 yoy%	15.81%	-9.78%	40.35%	57.08%	57.11%
每股收益(元)	1.35	1.21	1.28	2.01	3.15
每股现金流量	0.72	-0.03	0.89	0.49	0.40
净资产收益率	21.37%	16.19%	10.94%	14.66%	18.72%
P/E	0.00	0.00	45.86	29.20	18.58
PEG	0.00	—	1.14	0.51	0.33
P/B	6.29	7.50	11.68	13.69	16.84
备注:					

投资要点

- 公司在国内偏光片领域处于领先地位。**三利谱是目前国内少数几家具备 TFT-LCD 偏光片生产线的企业, 打破了偏光片长期依靠进口的局面。公司产品主要应用于手机、电脑、液晶电视等消费类电子产品显示屏, 以及汽车电子、医疗器械、仪器仪表等工控类电子产品显示屏等领域。公司客户主要包括京东方、天马、龙腾光电、信利、帝晶光电等液晶面板厂商和合力泰、同兴达等液晶显示模组厂商。
- 面板产能不断向大陆转移, 偏光片需求旺盛。**当前全球 LCD 产能的增长主要来自中国大陆, 我们认为国内高世代 LCD 产线投资将会继续增加, 全球 LCD 面板产能将持续往大陆转移。偏光片市场未来供需状况和成长性与 TFT-LCD 面板市场息息相关, 根据 IHS 预测数据, 到 2020 年偏光片需求将从 2016 年的 4.42 亿平方米增加到 2020 年的 5.45 亿平方米, 复合增长率为 5.34%。根据我们测算的数据, 目前国内规划在建、即将投产和已经投产 LCD 面板产线合计偏光片需求量为 2.29 亿平方米, 国内公司产能加上国外公司在国内的产能, 供给仍远远不能满足需求, 还需要大量进口。
- 日韩企业主导偏光片市场, 国内企业竞争力逐步增强。**全球偏光片生产企业主要集中在日本、韩国、中国台湾和中国大陆, 其中日本日东电工、住友化学和韩国 LG 化学主导偏光片市场, 2016 年三家企业市占率分别为 26%/21%/27%。分地区供需情况方面, 根据 IHS 数据测算, 2017 年日本供给明显大于需求, Glut 值为 410%, 韩国偏光片供需整体处于平衡状态, Glut 值为 4%, 台湾地区 Glut 值为 -38%, 中国大陆地区 Glut 为 -34%。整体而言, 2017 年中国大陆地区的偏光片供需缺口相比之前已经有明显的收窄, 但是供给主要来自外资企业在国内的工厂, 国内公司以三利谱、盛波光电为主, 产能还明显较小, 随着产能的逐步放大, 国内企业在偏光片领域的竞争力将会逐步增强。
- 公司有望充分受益于面板行业大发展。**当前, 液晶面板产能不断向大陆转移, 伴随着国内高世代液晶面板投资不断增加以及产线不断建成投产, 中国大陆地区将成为偏光片最大的需求市场。我们认为在国内面板产业大发展的背景下, 偏光片作为面板的核心材料之一, 国产替代将会是大势所趋。公司作为国内偏光片龙头企业, 持续专注于偏光片领域, 随着公司产能的逐步释放, 营业收入、市占率将会逐步提高, 有望充分受益。
- 盈利预测与估值:** 我们认为公司偏光片领域处于领先地位。预计公司 2017-2019 年有望实现营业收入 10.23/16.02/24.13 亿元, 实现净利润 1.02/1.61/2.52 亿元, EPS 为 1.28/2.01/3.15 元, 给予公司 2018 年 50 倍 PE 估值, 对应市值为 80.5 亿元, 目标价格 100.63 元, 给予“买入”评级。
- 风险提示事件:** 1、原材料价格波动风险, 2、国内面板产业建设进度和力度不及预期风险, 3、公司偏光片产线建设进度不及预期风险。

## 内容目录

<b>公司是国内偏光片行业龙头企业</b> .....	<b>- 4 -</b>
公司在国内偏光片领域处于领先地位 .....	- 4 -
公司业绩稳步增长，未来有望大幅提速 .....	- 6 -
<b>全球面板需求不断增长，带动偏光片需求持续增长</b> .....	<b>- 8 -</b>
全球面板需求不断增长，带动偏光片需求持续增长 .....	- 8 -
偏光片技术门槛较高，外资企业占据大部分市场 .....	- 9 -
面板产能不断向大陆转移，国内偏光片需求旺盛 .....	- 11 -
<b>国内面板行业景气度高，公司有望充分受益</b> .....	<b>- 14 -</b>
国内不断加大高世代液晶产线投资，公司有望充分受益 .....	- 14 -
募投扩产解决产能瓶颈，公司进入快速成长期 .....	- 15 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 16 -</b>
关键假设 .....	- 16 -
盈利预测与估值 .....	- 16 -
投资建议 .....	- 17 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 17 -</b>

## 图表目录

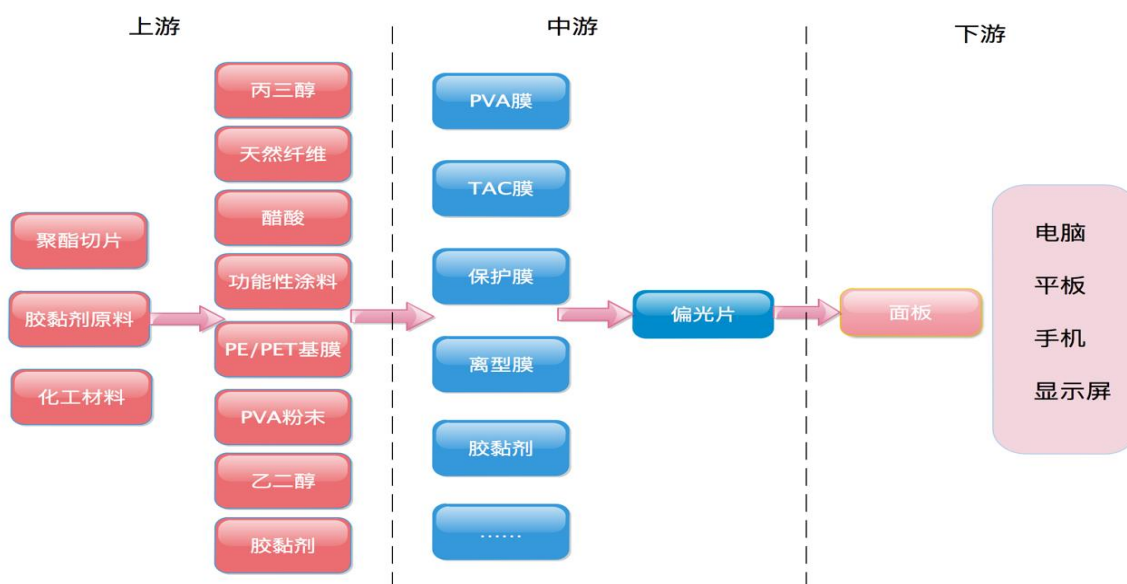
图表 1:偏光片产业链上下游情况.....	- 4 -
图表 2:三利谱股权结构图.....	- 4 -
图表 3:液晶显示模组的基本结构.....	- 5 -
图表 4:偏光片功能及结构.....	- 5 -
图表 5:偏光片主要构成膜材及其性状、作用.....	- 6 -
图表 6:三利谱营业收入情况.....	- 7 -
图表 7:三利谱净利润情况.....	- 7 -
图表 8:三利谱近年三费费率状况.....	- 7 -
图表 9:三利谱近年销售利润率状况.....	- 7 -
图表 10:全球 LCD 需求面积情况及增速.....	- 8 -
图表 11:全球大尺寸液晶面板产能及增速.....	- 8 -
图表 12:全球偏光片市场需求情况及增速.....	- 8 -
图表 13:全球偏光片市场结构 (百万平方米).....	- 8 -
图表 14:全球偏光片产能及增长情况.....	- 9 -
图表 15:全球偏光片主要生产厂家及市场份额.....	- 9 -
图表 16:偏光片按地区产能分布情况.....	- 10 -
图表 18:中国偏光片供需情况对比.....	- 11 -
图表 19:日本偏光片供需情况对比.....	- 11 -
图表 20:国内 LCD 面板产线及所需偏光片数量情况.....	- 12 -
图表 21:国内 OLED 面板产线所需偏光片情况统计.....	- 13 -
图表 22:中国大陆地区偏光片供需比.....	- 13 -
图表 23:各地区液晶面板产能份额情况.....	- 14 -
图表 24:各地区 Array 制程设备投资情况.....	- 14 -
图表 25:2016 年 Q4 大尺寸面板出货量份额.....	- 14 -
图表 26:2017 年 1 月各大尺寸面板出货量份额.....	- 14 -
图表 27:三利谱产能利用率和产销率情况.....	- 15 -
图表 28:公司募集资金使用用途 (万元).....	- 15 -
图表 29:三利谱分项营业收入预测.....	- 16 -
图表 30:三利谱比上市公司盈利及估值.....	- 17 -
图表 31:三利谱财务报表预测.....	- 18 -

## 公司是国内偏光片行业龙头企业

公司在国内偏光片领域处于领先地位

- 主营业务：**公司的主营业务是偏光片的研发、生产和销售。偏光片主要被应用于手机、电脑、液晶电视等消费类电子产品和汽车电子、医疗器械、仪器仪表等工控类电子产品的液晶显示屏，以及 3D 眼镜、防眩光太阳镜等产品中。公司具备国内领先的 TFT-LCD 用偏光片的生产能力和制造工艺，生产的偏光片主要供应给包括京东方、天马、龙腾光电、信利、帝晶光电等液晶面板和液晶显示模组的生产厂商。

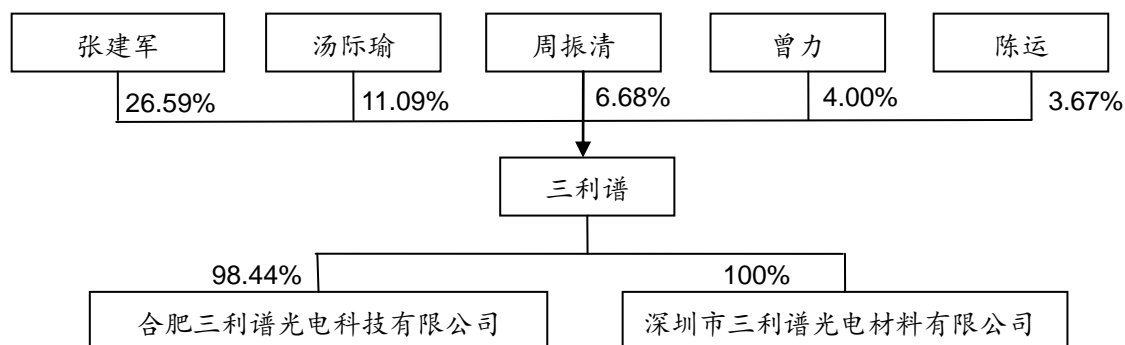
图表 1:偏光片产业链上下游情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 实际控制人：**公司控股股东和实际控制人为张建军，其共持有公司 26.59%的股权。公司控股合肥三利谱光电科技有限公司 98.44%的股权、以及设有全资子公司深圳市三利谱光电材料有限公司。

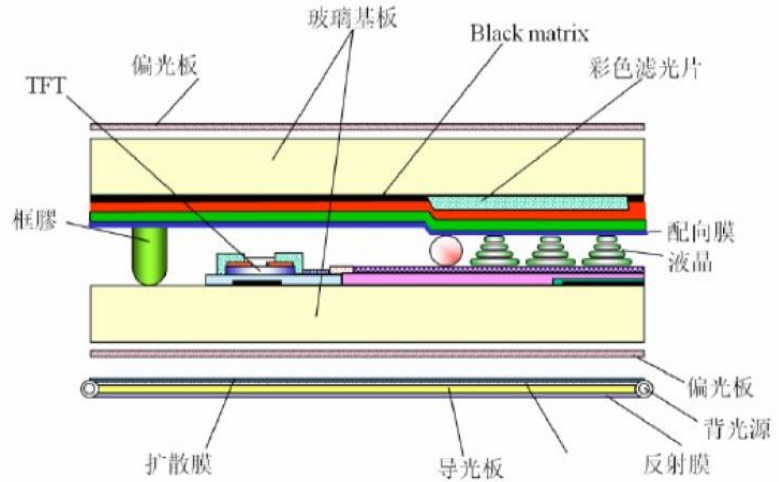
图表 2:三利谱股权结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **偏光片工作原理：**偏光片全称为偏振光片，可控制特定光束的偏振方向。自然光在通过偏光片时，振动方向与偏光片透过轴垂直的光将被吸收，透过光只剩下振动方向与偏光片透过轴平行的偏振光。

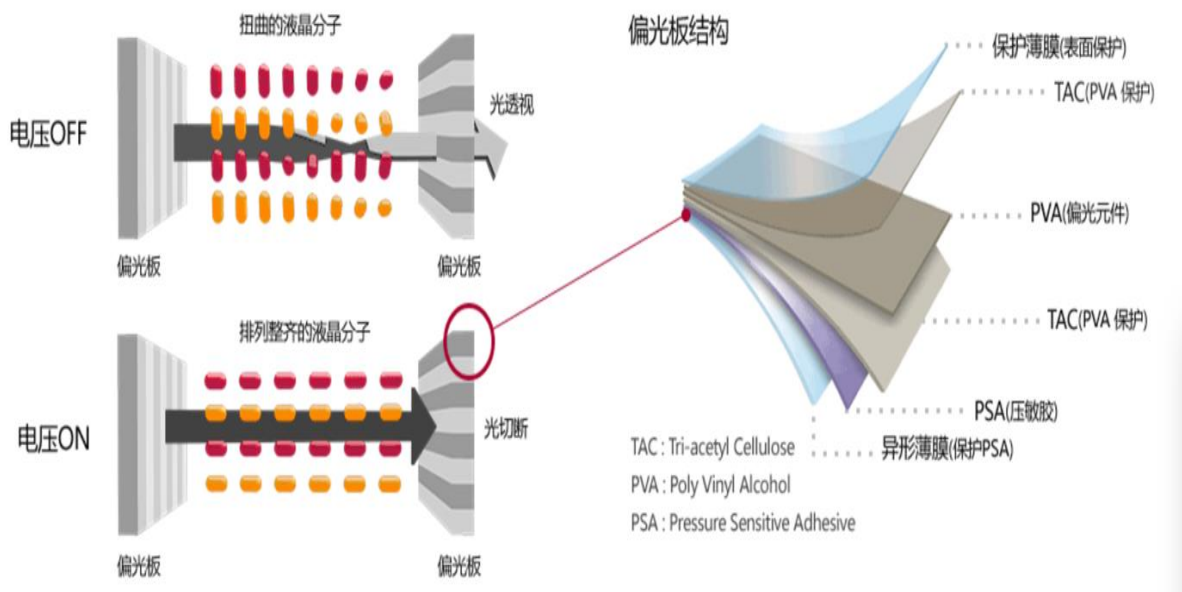
**图表 3:液晶显示模组的基本结构**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **偏光片基本结构：**偏光片主要由 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜和压敏胶等复合制成，其功能是将背光中透出的光向单一方向通过，并将另一方向的光切断。

**图表 4:偏光片功能及结构**



来源：LG 化学官网，中泰证券研究所

- **偏光片中起偏振作用的核心膜材是 PVA 膜。**PVA 膜经染色后吸附具有二向吸收功能的碘分子，通过拉伸使碘分子在 PVA 膜上有序排列，形成具有均匀二向吸收性能的偏光膜，其透过轴与拉伸的方向垂直。



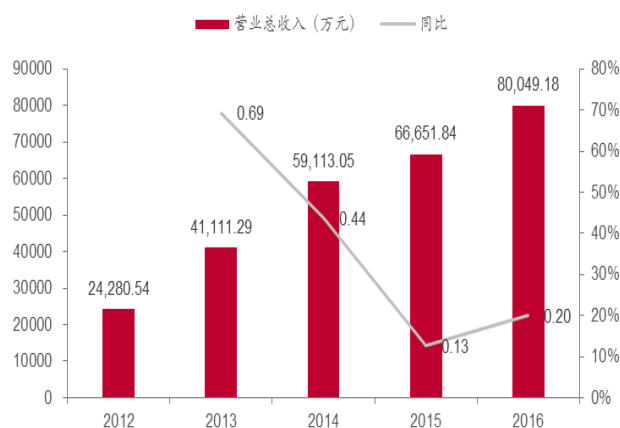
**图表 5:偏光片主要构成膜材及其性状、作用**

序号	类型	性状	作用
1	PVA 膜	聚乙烯醇，具有高透明、高延展性、好的碘吸附作用、良好的成膜特性等特点，延伸前厚度有75微米、60微米、45微米等几种规格。	该层膜吸附碘的二向吸收分子后经过延伸配向，起到偏振的作用，是偏光片的核心部分，决定了偏光片的偏光性能、透过率、色调等关键光学指标。
2	TAC膜	三醋酸纤维素膜，具有优异的支撑性、光学均匀性和高透明性，耐酸碱、耐紫外线，厚度主要有80微米、60微米、40微米、25微米等多种规格。	一方面作为PVA膜的支撑体，保证延伸的PVA膜不会回缩，另一方面保护PVA膜不受水汽、紫外线及其他外界物质的损害，保证偏光片的环境耐候性。
3	保护膜	具有高强度，透明性好、耐酸碱、防静电等特点，一般厚度为58微米。	一面涂布有感压胶黏剂，贴合在偏光片上可以保护偏光片本体不受外力损伤。
4	压敏胶	也称感压胶，与TAC具有很好的粘附性，透明性好，残胶少。偏光片用压敏胶的厚度一般为20微米左右。	是偏光片贴合在LCD面板上的胶材，决定了偏光片的粘着性能及贴片加工性能。
5	离型膜	单侧涂布硅涂层的PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）膜，具有强度高、不易变形、透明性好、表面平整度高等特点，不同应用具有不同剥离强度。	在偏光片贴合到LCD之前，保护压敏胶层不受损伤，避免产生贴合气泡。
6	反射膜	为单侧蒸铝的PET膜，反射率高。	主要用于不自带光源的反射型LCD，将外界光反射回来作为显示的光源。
7	位相差膜	也称为补偿膜，不同的应用具有不同的光学各向异性及补偿量。	用于补偿液晶显示器内部液晶材料的位相差，起到提升液晶显示器的对比度、观看视角，校正显示颜色等作用。

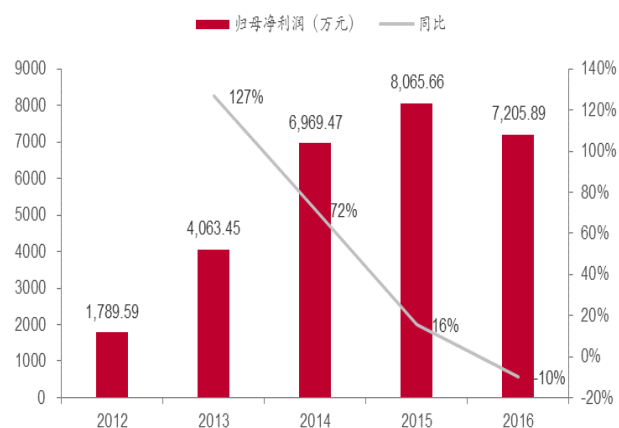
来源：公司公告，中泰证券研究所

### 公司业绩稳步增长，未来有望大幅提速

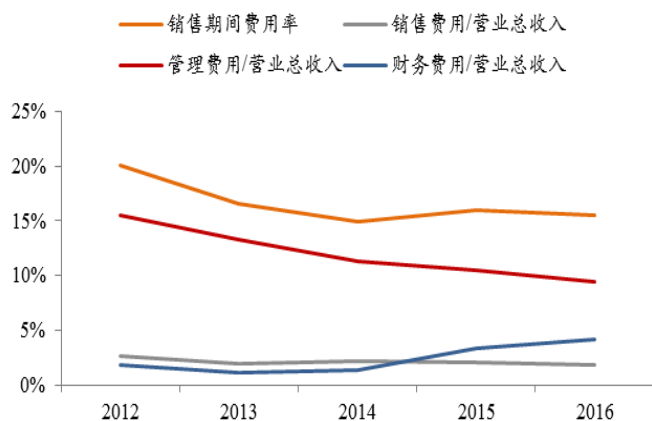
- 偏光片分为 TFT-LCD 系列和黑白系列。**偏光片产品按照应用领域的不同，分为 TFT-LCD 系列偏光片和黑白系列（TN\STN\OLED）偏光片两大类，前者主要应用于彩色 TFT 液晶显示屏，后者主要应用于单色及假彩色液晶显示屏，两者区别主要在于对偏光片性能指标要求不同。TFT-LCD 系列偏光片产品，根据使用功能及具体膜材的差异，可以分为普通功能偏光片、宽视角功能偏光片和增亮功能偏光片。其中，宽视角功能偏光片使用超宽视角薄膜作为保护膜，可以使液晶显示器获得更好地可视角度；增亮功能偏光片在普通偏光片中加入了一层增亮膜，可以在同等功耗下使 LCD 显示器呈现更高的亮度。相较于普通功能偏光片，宽视角功能偏光片和增亮功能偏光片售价更高。
- 公司 2016 年实现主营业务收入 8.00 亿元，同比增长 20%；**归属母公司净利润 7300 万元，同比下降了 9.78%。公司 2016 年归母净利润的下降主要源自 2016 年由于日元汇率上升导致材料成本上升，另一方面，TFT 销售价格下降从而导致 TFT 系列产品毛利率下降。同时另一个主要原因是公司在 2016 年下半年其子公司合肥三利谱由于投产时间较短，整体还处于亏损状态。2017 年上半年公司实现主营业务收入 3.64 亿元，同比增长 5.51%；归属母公司净利润 3062 万元，同比增长 43.72%。上半年业绩的大幅增长主要得益于今年日元汇率波动较小。
- 我们认为伴随着公司合肥厂良率的不断提升，产能利用率的不断提高，**公司未来几年营业收入、净利润有望取得快速的增长。

**图表 6:三利谱营业收入情况**


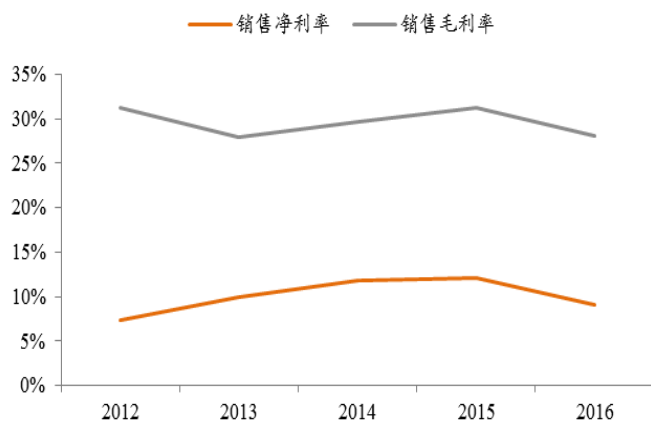
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 7:三利谱净利润情况**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 8: 三利谱近年三费率状况**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 9: 三利谱近年销售利润率状况**


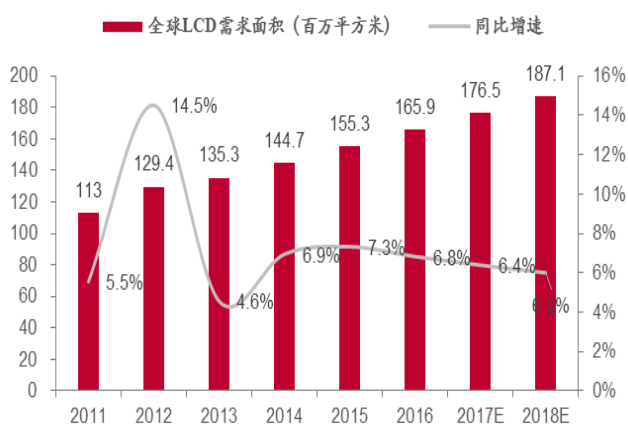
来源: wind, 中泰证券研究所

## 全球面板需求不断增长，带动偏光片需求持续增长

### 全球面板需求不断增长，带动偏光片需求持续增长

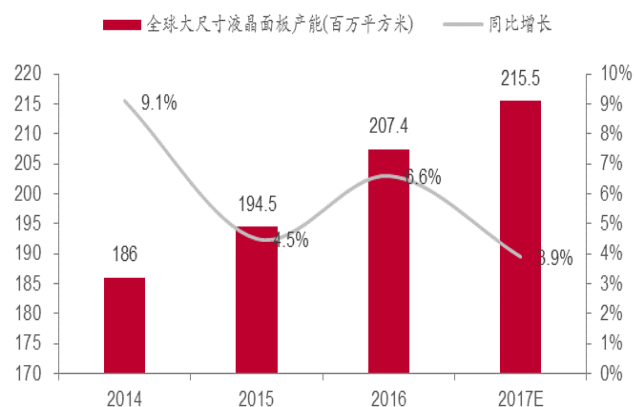
- **全球面板需求持续增长。**根据中国产业信息网统计数据，2016 年全球 LCD 面板需求是 1.66 亿平方米，近五年复合增长率 4.52%。根据 Display Search 预测，到 2020 年全球 TFT-LCD 面板的需求面积将增加到 2.5 亿平方米，主要拉动力是电视需求（尤其是大尺寸）持续增长，以及大尺寸占比提升带来的平均面积增长，另外平板电脑、智能手机数量的快速增长和屏幕面积的扩大也将带动 TFT-LCD 面板需求的增长。TFT-LCD 面板需求仍然是主导产品，TFT-LCD 面板需求仍占 80%以上。

图表 10:全球 LCD 需求面积情况及增速



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

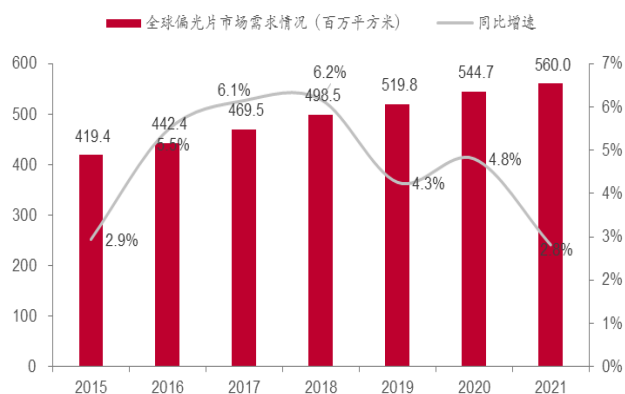
图表 11:全球大尺寸液晶面板产能及增速



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

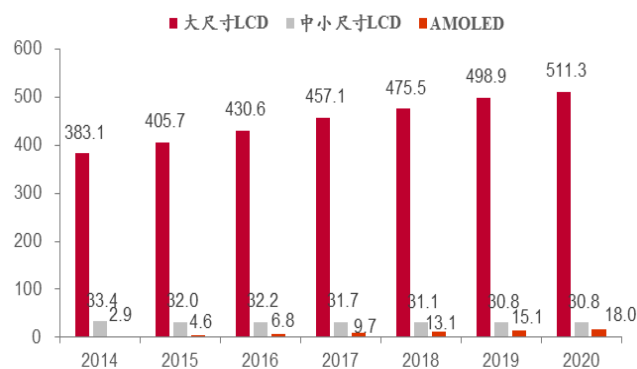
- **面板需求增长带动偏光片需求增加。**偏光片作为 TFT-LCD 面板的关键原材料之一，其市场未来供需状况和成长性与 TFT-LCD 面板市场息息相关。根据 IHS 预测数据，到 2020 年偏光片需求将从 2016 年的 4.42 亿平方米增加到 2020 年的 5.45 亿平方米，复合增长率为 5.34%，其中，偏光片需求增长主要来自大尺寸 LCD 需求的不断增加，预计大尺寸 LCD 用偏光片到 2020 年增加到 5.11 亿平方米。

图表 12:全球偏光片市场需求情况及增速



来源：IHS，中泰证券研究所

图表 13:全球偏光片市场结构 (百万平方米)



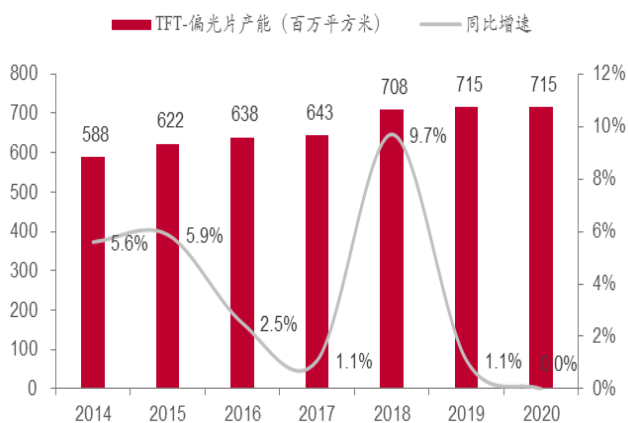
来源：IHS，中泰证券研究所



偏光片技术门槛较高，外资企业占据大部分市场

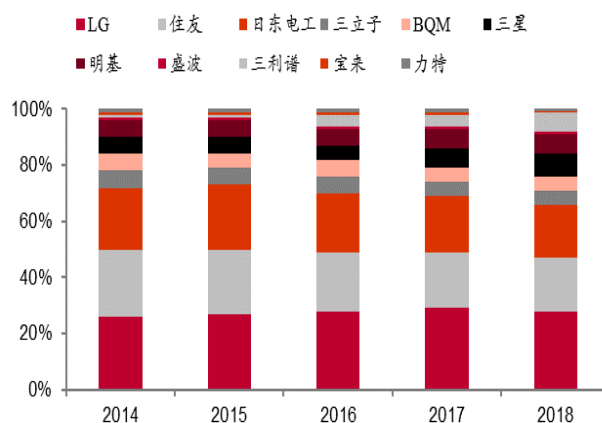
- **偏光片产能稳步增长。**根据 IHS 统计数据显示，全球偏光片产能从 2014 年的 5.88 亿平方米增加到 2016 年的 6.38 亿平方米，年均复合增长率为 3.72%，预计到 2019 年全球偏光片产能达到 7.15 亿平方米，年均复合增长率为 3.87%。整体而言，全球偏光片处于小幅稳定增长状态。
- **内陆地区市场占有率开始逐步上升：**由于偏光片技术门槛较高，市场主要被 LG 化学、住友化学、日东电工等几大厂商垄断。但随着新兴市场持续的技术积累，日韩厂商的市场集中度有所降低。预计从 2014 年至 2018 年，前三大厂商一直是 LG 化学、住友化学、日东电工，虽然市场格局变化不大，但市场份额从 2014 年的 72% 下降至 2018 年的 68%，中国台湾地区、中国大陆厂商的厂商产能逐渐发力，市场占有率开始逐步上升。

图表 14:全球偏光片产能及增长情况



来源：IHS，中泰证券研究所

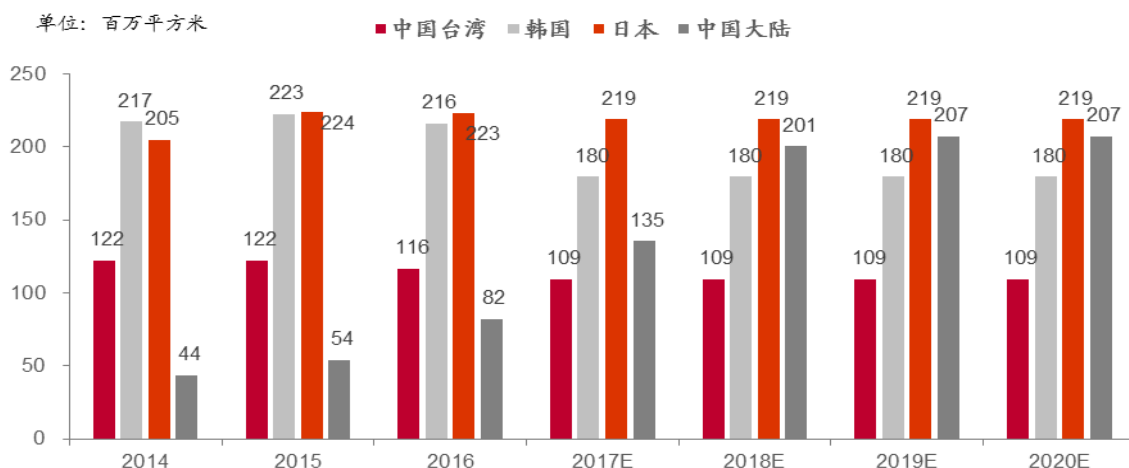
图表 15:全球偏光片主要生产厂家及市场份额



来源：Displaybank，中泰证券研究所

- **偏光片行业产业格局：**全球偏光片生产企业主要集中在日本、韩国、中国台湾和中国大陆，中国大陆产能占全球产能的比例逐年上升。根据 IHS 数据显示，2016 年韩国、日本、台湾、大陆偏光片产能分别是 2.16 亿平方米、2.23 亿平方米、1.16 亿平方米、0.82 亿平方米。韩国主要公司有 LG 化学、三星 SDI，日本主要公司有日东电工、住友化学、三立子等，中国台湾主要公司有括奇美材料和明基材料，大陆地区主要公司有三利谱、盛波光电等。由于全球面板产能不断向大陆转移，国内偏光片需求旺盛，根据 IHS 预测数据，到 2020 年大陆地区偏光片产能将达到 2.07 亿平方米，年均复合增速高达 26.05%。

图表 16:偏光片按地区产能分布情况



来源: IHS, 中泰证券研究所

图表 17: 全球偏光片行业主要公司:

国家及地区	企业	简介	产能
日本	日东电工	成立于 1918 年 10 月, 全球 500 强企业之一, 总部位于日本大阪, 是日本化工领域规模最大、创新能力最强的上市公司。自 1979 年进入中国市场以来, 先后在香港、上海、北京、天津、厦门、深圳等多地设立了 27 家生产、销售公司,	1975 年起开始生产销售偏光片。目前拥有 17 条偏光片产线, 1 条在日本本土, 2 条在韩国, 还有 1 条投资在深圳, 预计今年投产, 目前年产能可达 1.63 亿平方米, 达到全球偏光片总产能左右。
日本	住友化学	日本住友化学株式会社创立于 1913 年 09 月, 旗下拥有子公司 167 家, 全球拥有员工约 3.1 万人, 主要从事化工, 能源行业。1988 年起开始生产销售偏光片, 它开发了名为“Sumikalan™”(基于碘和染料)的偏振膜, 具有当今世界最佳光学性能。	截止到目前拥有 13 条产线, 其中日本本土 4 条、韩国 5 条、还有一条投资在中国大陆无锡, 预计今年三季度投产, 产能 8700 万平方米。
	三立化学	全球第一家生产偏光片的企业, 自 1963 年开始生产销售偏光片。	目前拥有 7 条线, 年产能 3000 万平米。
	LG 化学	LG 化学隶属于韩国三大集团之一 LG 集团, 是其最重要的支柱产业之一。自 1947 年成立以来在半个世纪的时间里, LG 化学通过不断的革新和研究开发活动, 成长为领导韩国化学工业的韩国最大的综合化学公司。	LG 化学在偏光片领域是全球第一, 拥有 10 条产线, 年产能 3000 万平方米。LG 在南京设有工厂——乐金化学(南京)信息电子有限公司, 新建 2300mm 产线, 已于 16 年上半年投产, 新增产能 3000 万平方米。
韩国	三星 SDI	三星 SDI 为三星集团在电子领域的附属企业, 原指中国三星的显像管生产部门, 后由于显示技术液晶化, 转行生产锂电池, 偏光片等产品。三星 SDI 于 2007 年收购 ACE DIGITECH 后进入偏光片市场。公司在 2013 年全球首次开发成功用光学性能优秀的 PET 胶片替代偏光片材料 TAC 胶片的技术, 并成功适用于 TV 用产品。	2015 年以前拥有 4 条产线, 年产能 3200 万平方米。2015 年 10 亿美元在无锡建立偏光片生产线, 于 2016 年底投产, 产能规模 3000 万平方米。
台湾	奇美材料	奇美材料于 2005 年由奇美实业投资创立, 产品以液晶显示器用偏光板为主, 供应全球液晶面板大厂。目前公司的产品主要包括 TFT-LCD 用偏光片、IPS 面板专用超薄型偏光片、专供车辆使用的高耐久偏光片、高耐湿性 PET 和 COP 材质偏光板、中小尺寸 OLED 用偏光片等。	奇美在台湾拥有 4 条产线, 年产能 2500 万平方米。2014 年 10 月立 2 条产线, 2015 年 9 月与锦江集团合作, 加快建设速度, 产能 2300 万平方米。

**明基材料**

台湾明基材料有限公司（原达信）隶属于明基友达集团，成立于1998年，凭借着在光电材料上的专业技术及快速量产能力快速打入偏光片市场，已成为明基友达集团以液晶为核心的发展战略中重要一环。

目前拥有4条产线，年产能3000万平方米。

**力特光电**

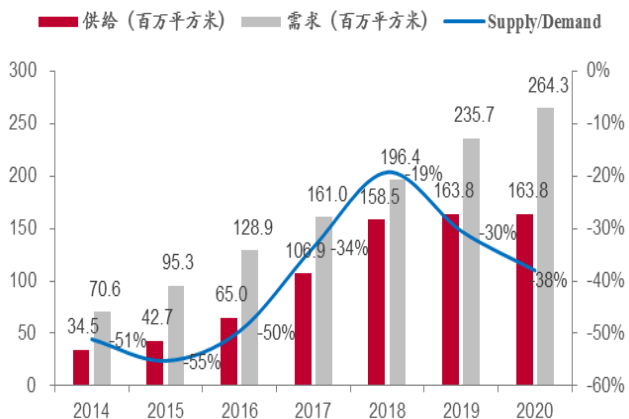
台湾力特光电科技股份有限公司成立于1987年3月，引进日本三立的偏光片技术，是台湾第一家拥有偏光板制造及加工能力的公司。力特光电客户以中国大陆为主，京东方、华星光电、中电熊猫、深圳天马都是客户，供货以大尺寸面板偏光板为主，占营收60%至70%。但力特较有竞争力的还是中小尺寸偏光板，供货华映、彩晶等客户，另供货日本客户占力特营收约10%。

力特拥有四条生产偏光片生产线，宽幅分别650cm、1米、1.1米及1.5米，年产能4000万平方米。

来源：薄膜新材网，中泰证券研究所

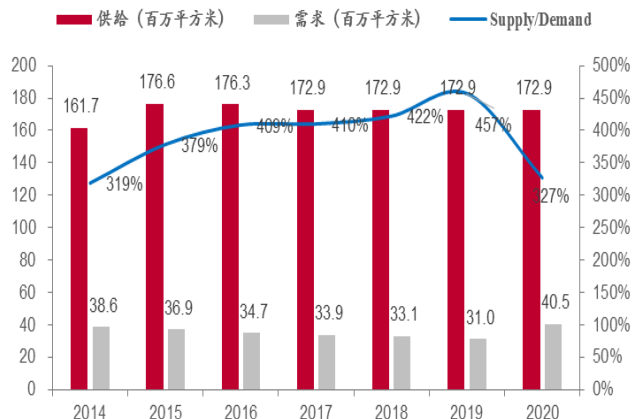
- **分地区供需格局分析：**分地区供需情况方面，韩国偏光片供需整体处于平衡状态，预计2017年韩国偏光片供给为1.42亿平方米，需求为1.36亿平方米；台湾地区偏光片供给明显小于需求，预计2017年台湾地区偏光片需求为1.38亿平方米，供给为0.86亿平方米，供需比为0.625；日本供给大幅高于需求，预计2017年日本偏光片供给是1.76亿平方米，需求为0.35亿平方米，供需比为5.07；中国大陆地区供给明显不足，预计2017年大陆偏光片需求为1.61亿平方米，供给为1.07亿平方米，供需比为0.664。目前国内偏光片产能主要是外资企业在国内的厂生产的，其中，LG化学在南京L1和L2厂产能合计产能为4920万平方米产能，日东电工、住友化学在大陆地区都在投资扩大在大陆地区的偏光片产能，相比之下，国内公司产能还明显较小。

**图表 17: 中国偏光片供需情况对比**



来源：IHS，中泰证券研究所

**图表 18: 日本偏光片供需情况对比**



来源：IHS，中泰证券研究所

**面板产能不断向大陆转移，国内偏光片需求旺盛**

- **国内液晶面板产能不断提高，偏光片需求旺盛：**近十年来，以京东方、华星光电、天马、龙腾光电、中电熊猫等为代表的一批面板生产企业的崛起，带动了大陆平板显示产业链的高速发展，在北京地区、长三角地区、成渝地区、珠三角地区，初步形成了四个面板产业集聚发展带。截

至 2017 年 5 月，国内规划在建、即将投产和已经投产的主要 4.5 代及以上 LCD 面板生产线有 27 条，其中 4.5 代线 4 条，合计年产能 144 万片，年偏光片需求量为 240 万平方米；5 代线 4 条，合计年产能 492 万片，年偏光片需求量为 1540 万平方米；5.5 代线 1 条，合计年产能 36 万片，年偏光片需求量为 120 万平方米；6 代线 5 条，合计年产能 330 万片，年偏光片需求量为 1910 万平方米；8.5 代线 11 条，合计年产能 1122 万片，年偏光片需求量为 14140 万平方米；8.5 代线以上 2 条，合计年产能 216 万片，年偏光片需求量为 4900 万平方米。目前国内规划在建、即将投产和已经投产 LCD 面板产线合计偏光片需求量为 22850 万平方米，需求空间大。

**图表 19:国内 LCD 面板产线及所需偏光片数量情况**

序号	厂商	代数	年产能（万片）	年偏光片需求量（万平方米）	投产时间	备注
1	华星光电	11	108	2500	2019 年	规划 在建
2	京东方	10.5	108	2400	2018 年	
3	京东方	8.5	144	1800	2018 年	
4	惠科	8.5	72	940	2017 年	
5	中国电子	8.5	108	1400	2017 年	
6	京东方	6	54	350	2017 年	
7	华星光电	6	36	230	2016 年	已经 投产
8	友达光电	6	36	230	2016 年	
9	华星光电	8.5	120	1500	2015 年	
10	中电熊猫	8.5	72	900	2015 年	
11	重庆京东方	8.5	108	1400	2015 年	
12	LG Display	8.5	72	800	2014 年 Q3	
13	合肥京东方	8.5	108	1400	2013 年 Q4	
14	三星电子	8.5	66	800	2013 年 Q4	
15	北京京东方	8.5	132	1700	2013 年 Q1	
16	华星光电	8.5	120	1500	2011 年 Q3	
17	中电熊猫	6	96	500	2011 年 Q1	
18	合肥京东方	6	108	600	2010 年 Q4	
19	厦门天马	5.5	36	120	2012 年 Q4	
20	北京京东方	5	120	380	2005 年 Q1	
21	中航光电	5	120	380	-	
22	深超光电	5	120	380	2009 年 Q1	
23	龙腾光电	5	132	400	2006 年 Q3	
24	成都天马	4.5	36	60	2010 年 Q2	
25	武汉天马	4.5	36	60	2010 年 Q4	
26	成都京东方	4.5	36	60	2009 年 Q3	
27	上海天马	4.5	36	60	2007 年 Q4	

来源：三利谱招股说明书，中泰证券研究所

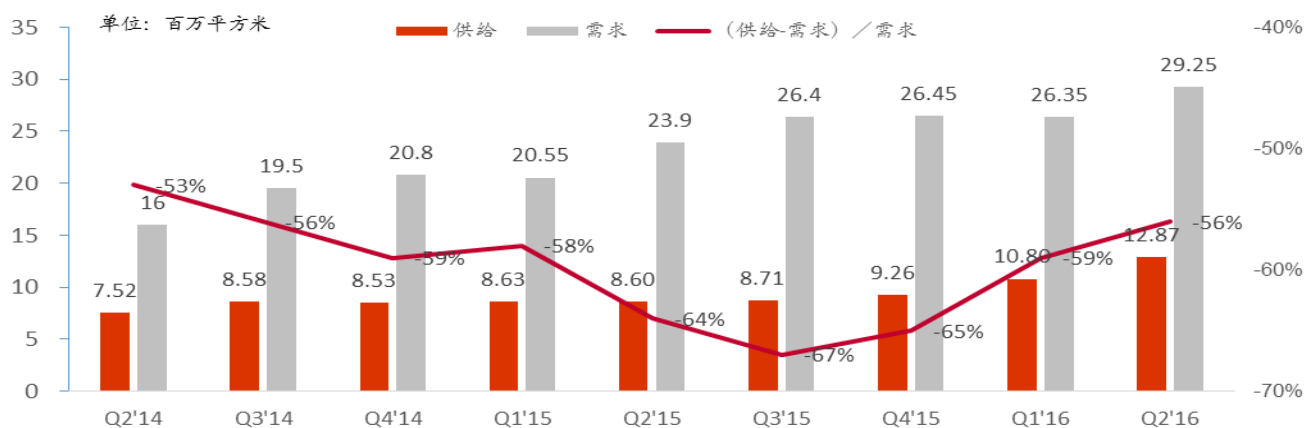
- OLED 产线偏光片需求量测算：**由于 OLED 面板具有优良的性能，国内以京东方为首面板厂在中小 OLED 方面不断加大投资额，目前国内规划在建、即将投产和已经投产 OLED 产线有 16 条，总投资额约 3000 亿元。目前能够查到详细产能数据的有 13 条，其中，4.5 代线 2 条，合计年产能 24 万片，年偏光片需求量为 20 万平方米；5.5 代线 3 条，合计年产能 27.6 万片，年偏光片需求量为 46 万平方米；6 代线 8 条，合计年产能 331.2 万片，年偏光片需求量为 1186 万平方米。根据我们的统计，合计 OLED 偏光片需求量为 1259.6 万平方米，如果再加上没有统计数据的产线，年 OLED 偏光片需求量有望接近 1500 万平方米。

**图表 20:国内 OLED 面板产线所需偏光片情况统计**

公司	地点	代数	投资 (亿元)	年产能 (万片)	年偏光片需求量 (万平方米)	产线情况
京东方	鄂尔多斯	5.5	-	4.8	8	已投产
	成都	6	465	57.6	186	2017年中量产
	绵阳	6	465	57.6	186	建设中, 2019年投产
国显光电/维信诺	昆山	5.5	32	4.8、扩建后18	30	扩建中
	固安	6	300	36	116	建设中,2018年投产
和辉光电	上海	4.5	-	18	15	已投产
	上海	6	272.78	36	116	建设中, 2018年投产
天马	上海	4.5	5	6	5	扩建中
	上海	5.5	15.5	4.8	8	已投产
	武汉	6	120	36	116	建设中, 2017年投产
柔宇科技	深圳	6	262	54	175	建设中, 2018年投产
信利	惠州	4.5	63	-	-	已投产
	惠州	5.5	110	-	-	2017年即将投产
华星光电	武汉	6	350	54	175	建设中, 2019年投产
鸿海/夏普	郑州	-	60	-	-	规划中, 2018年投产
华夏幸福	固安/霸州	6	258	36	116	规划中, 2018年投产

来源: ofweek, 中泰证券研究所

- 国内偏光片产能不足, 国产替代空间大:** 根据 IHS 预测数据, 2017 年中国大陆偏光片产能将达到 1.35 亿平方米, 其中产能主要来自 LG 化学、日东电工、住友化学等在国内工厂, 合计产能约 1 亿平方米。整体而言, 国内公司偏光片产能明显不足, 国产替代空间大。在 TFT-LCD 用偏光片领域, 目前中国大陆厂商中具备全工序规模生产能力的主要为盛波光电和三利谱两家, 即使加上国外公司在国内的产能, 国内偏光片供应远远不能满足国内的液晶面板生产需求, 还需要大量进口。根据 display bank 数据, 2014 年到 2016 年, 国内每季度偏光片始终存在着 50% 以上的供应缺口, 市场需求较大。

**图表 21:中国大陆地区偏光片供需比**


来源: DisplaySearch, 中泰证券研究所

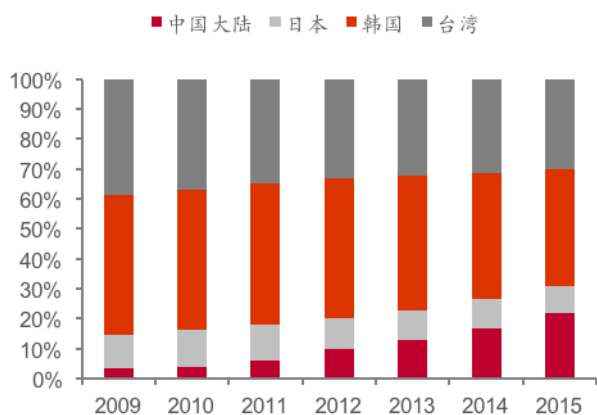


## 国内面板行业景气度高，公司有望充分受益

国内不断加大高世代液晶产线投资，公司有望充分受益

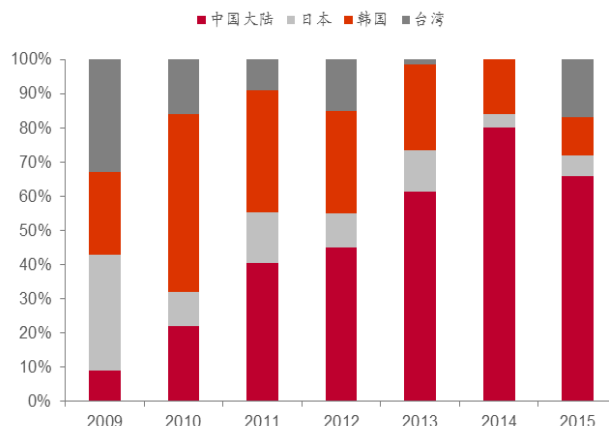
- **面板产业不断向国内转移。**全球平板显示产业集中在韩国、台湾地区、日本和中国大陆，近年来全球面板产能的增长主要来自中国，平板显示设备投资金额也主要集中在中国大陆，区域集中特征愈加明显，产业不断向中国大陆转移。

图表 22:各地区液晶面板产能份额情况



来源: Displaysearch/IHS, 中泰证券研究所

图表 23:各地区 Array 制程设备投资情况



来源: Displaysearch/IHS, 中泰证券研究所

- **大陆面板厂不断扩大 LCD 产能。**以京东方为代表大陆面板厂商不断扩增 LCD 产能，2016 年第四季度京东方超过 LGD，成为全球大尺寸第一大出货量面板厂，市场占有率为 22%，同比增长 27.4%。前五大厂依序为京东方、LGD、群创、友达、三星显示器，共占据全球超过八成面板出货量。

图表 24:2016 年 Q4 大尺寸面板出货量份额

公司	2016Q4 占有率	2015Q4 占有率	年成长率
京东方	22.0%	16.4%	27.4%
LG	19.1%	21.3%	-14.7%
群创	16.2%	15.7%	-1.8%
友达光电	13.6%	13.1%	-0.9%
三星	10.4%	13.8%	-28.5%
其他	18.7%	19.8%	-10.0%
合计	100%	100%	-4.9%

来源: IDC, 中泰证券研究所

图表 25:2017 年 1 月各大尺寸面板出货量份额

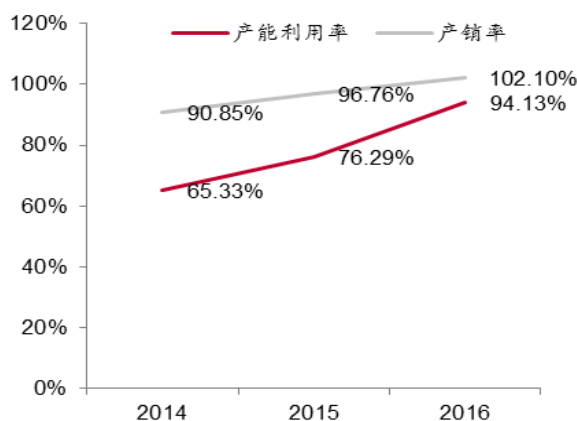
供应商	单位出货量(%)	面积出货量(%)
京东方	22.30%	13.80%
LGD	21.60%	24.80%
友达光电	16.40%	14.60%
群创	15.70%	14.70%
三星	9.90%	16.10%
其他	14.2%	16.0%
合计	100%	100%

来源: IHS Markit, 中泰证券研究所

- 我们认为面板显示行业高世代产线投资将会继续增加，以及全球面板显示产能持续往国内转移。在国内面板产业大发展的背景下，偏光片作为面板的核心材料之一，国产替代将会是大势所趋。公司作为国内偏光片龙头企业，持续专注于偏光片领域，随着公司产能的逐步释放，营业收入、市占率将会逐步提高，有望充分受益。

**募投扩产解决产能瓶颈，公司进入快速成长期**

- 公司于2011年10月在深圳正式投产中国第一条宽幅1490mmTFT型偏光片生产线，打破了国内在中、大尺寸全部依赖进口的局面。2016年公司的TFT-LCD偏光片产销率和产能利用率已经分别达到102.10%和94.13%。为了打破产能瓶颈，公司在14年合肥基地开始新建一条宽幅1490mm的线，产能1000万平方米，已于2016年10月投产，目前处于产能爬坡阶段。同时，合肥还在建第二条宽幅1330mm的线，产能600万平方米，目前正在进行设备安装。到17年底，公司总产能将达到2200万平方米，募投项目1000万平米的线预计将于今年底之前开工，到19年底，公司总产能将进一步增加至3300万平方米。另外，合肥子公司还拥有相应土地储备，最多可以容纳8000万平方米的产能，能够满足公司未来产能继续大幅扩张的土地需要。

**图表 26:三利谱产能利用率和产销率情况**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司此次上市募集资金3.46亿元，募集资金将全部投入宽幅偏光片生产线建设项目项目。项目计划建设期为2年，建设期完成后2年实现达产。达产后TFT偏光片年产量1,000万平方米，预计在2年内达到满产状态，公司预计将实现营收和净利润分别为86,004.87万元和10,457.16万元。同时，新的产能达产后公司将加速实现市占率的提高，公司未来有望成为国内偏光片生产规模最大的企业，引领国内偏光片产业实现进口替代。

**图表 27:公司募集资金使用用途 (万元)**

序号	项目名称	预计投资额	预计募集资金使用额	预计建设期
1	宽幅偏光片生产线建设项目	55,249.21	34,576.40	2年
2	补充营运资金	32,000.00	0	-
合计		87,249.21	34,576.40	-

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 国内企业优势主要体现在更快的响应速度和配套服务能力：**偏光片行业的竞争是综合能力的竞争。国内企业较国外企业优势主要体现在更好的产业链配套能力、更快的相应速度以及更好的综合服务能力，尤其是中小尺寸屏幕变化较快，国内企业能够更好的配合下游客户的需求。

- **从中小尺寸到大尺寸，逐步完成进口替代过程：**由于此前产能受限，公司过去深圳光明基地主要供应的是价格和毛利率更好的中小尺寸市场。合肥产线投产后，公司将有足够的产能去满足客户对大尺寸供货稳定性的需求，未来将进一步为电视、电脑显示屏提供偏光片产品，因此有足够大的市场可以消化公司的新增产能。

## 盈利预测与估值

### 关键假设

- **假设一（收入预测）：**1、公司合肥厂产能 2018 年产能利用率在 50% 左右，2019 年产能利用率达到满产状态；2，公司产品单价大致处于稳定状态。
- **假设二（毛利率）：**公司中小尺寸偏光片毛利率稳定在 30% 左右，在大尺寸产能逐步释放过程中，公司整体毛利率处于小幅下降状态，由预计公司 2017-2019 年毛利率分别为 28.83%、27.19%、26.81%。
- **假设三（费用率）：**公司费用率处于稳定状态。

### 盈利预测与估值

- 我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 10.23 亿元、16.02 亿元、24.13 亿元，同比增速分别为 27.85%、56.55%、50.19%；归属于上市公司股东净利润分别为 1.02 亿元、1.61 亿元、2.52 亿元，同比增速分别为 40.35%、57.08%、57.11%，摊薄每股收益分别为 1.28 元、2.01 元、3.15 元。

图表 28:三利谱分项营业收入预测

产品分类	项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
合计	收入(万元)	66,651.84	80,049.18	102,342.39	160,218.85	241,272.43
	增长率	12.75%	20.10%	27.85%	56.55%	50.59%
	毛利率	31.21%	28.05%	27.83%	27.19%	26.81%
TFT系列	收入(万元)	53882.05	67622.53	89261.74	147281.87	228286.90
	增长率	17.62%	25.50%	32.00%	65.00%	55.00%
	毛利率	30.23%	26.94%	26.87%	26.56%	26.39%
黑白系列	收入(万元)	12,156.00	11,676.54	12,255.54	12,029.36	11,987.15
	增长率	-6.02%	-3.94%	4.96%	-1.85%	-0.35%
	毛利率	33.84%	31.58%	31.98%	31.65%	31.23%
其他业务	收入(万元)	613.80	750.10	825.11	907.62	998.38
	增长率	66.00%	22.21%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	65.38%	72.74%	70.00%	70.00%	70.00%

来源：中泰证券研究所

- **可比公司估值。**我们选取康得新、新纶科技、万润股份 3 家上市公司作为可比公司。可比上市公司对应 2018 年的 PE 范围是 20-39 倍，平均值为 27 倍。我们认为在公司偏光片领域具备较强的竞争力，给予一定幅度的估值溢价，给予公司 2018 年 50 倍 PE 估值，预计公司 2018 年净利润 1.61 亿元，对应该是估值为 80.5 亿元，目标价为 100.63 元。

图表 29:三利谱比上市公司盈利及估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
002450.SZ	康得新	21.80	35.37	771	0.59	0.77	1.03	37.48	28.31	21.16
002471.SZ	新纶科技	-	5.03	120	0.13	0.34	0.61	-	71.05	39.28
002643.SZ	万润股份	13.05	9.09	119	0.92	0.49	0.61	36.41	26.63	21.39
平均								-	42.00	27.28

来源: wind, 中泰证券研究所 (最新股价为 2017 年 9 月 19 日收盘价)

### 投资建议

- 我们认为公司偏光片领域处于领先地位。预计公司 2017-2019 年实现营业收入 10.23/16.02/24.13 亿元, 实现净利润 1.02/1.61/2.52 亿元, EPS 为 1.28/2.01/3.15 元, 给予公司 2018 年 50 倍 PE 估值, 对应市值为 80.5 亿元, 目标价格 100.63 元, 给予“买入”评级。

### 风险提示

- 原材料价格波动风险。
- 国内面板产线建设进度和力度不及预期风险。
- 公司偏光片产线建设进度不及预期风险。

**图表 30:三利谱财务报表预测**

损益表 (人民币万元)							资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	59,113	66,652	80,049	102,342	160,219	241,272	货币资金	7,823	9,687	33,981	66,578	64,061	49,812
增长率	43.79%	12.8%	20.1%	27.8%	56.6%	50.6%	应收款项	23,980	28,239	38,363	44,189	68,468	102,649
营业成本	-41,594	-45,850	-57,596	-73,861	-116,658	-176,585	存货	13,649	13,264	17,211	20,609	31,707	48,633
%销售收入	70.4%	68.8%	72.0%	72.2%	72.8%	73.2%	其他流动资产	214	3,695	2,977	3,079	3,448	3,929
毛利	17,519	20,802	22,453	28,482	43,561	64,687	流动资产	45,666	54,885	92,532	134,455	167,684	205,024
%销售收入	29.6%	31.2%	28.0%	27.8%	27.2%	26.8%	%总资产	77.9%	63.5%	65.1%	67.1%	69.5%	69.5%
营业税金及附加	-493	-324	-1,170	-1,535	-2,403	-3,619	长期投资	1,989	0	0	-1,000	-2,500	-4,500
%销售收入	0.8%	0.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	7,479	13,228	40,117	57,211	66,444	84,644
营业费用	-1,336	-1,385	-1,478	-1,893	-2,964	-4,464	%总资产	12.8%	15.3%	28.2%	28.6%	27.5%	28.7%
%销售收入	2.3%	2.1%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	3,000	8,582	8,154	8,337	8,332	8,419
管理费用	-6,657	-7,032	-7,604	-9,723	-14,420	-20,508	非流动资产	12,966	31,606	49,518	65,796	73,524	89,811
%销售收入	11.3%	10.6%	9.5%	9.5%	9.0%	8.5%	%总资产	22.1%	36.5%	34.9%	32.9%	30.5%	30.5%
息税前利润 (EBIT)	9,033	12,061	12,201	15,331	23,774	36,097	<b>资产总计</b>	<b>58,632</b>	<b>86,491</b>	<b>142,050</b>	<b>200,251</b>	<b>241,208</b>	<b>294,835</b>
%销售收入	15.3%	18.1%	15.2%	15.0%	14.8%	15.0%	短期借款	13,640	18,375	32,726	42,726	52,726	62,726
财务费用	-835	-2,255	-3,341	-2,793	-3,587	-4,462	应付款项	8,855	11,394	19,540	18,079	29,965	44,279
%销售收入	1.4%	3.4%	4.2%	2.7%	2.2%	1.8%	其他流动负债	3,530	3,802	4,889	6,159	9,333	13,631
资产减值损失	-383	-978	-692	-1,000	-1,500	-2,000	流动负债	26,026	33,571	57,155	66,964	92,024	120,636
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	7,500	32,000	32,000	32,000	32,000
投资收益	-11	12	1	7	4	5	其他长期负债	2,308	7,172	7,442	7,442	7,442	7,442
%税前利润	—	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>28,334</b>	<b>48,244</b>	<b>96,597</b>	<b>106,406</b>	<b>131,466</b>	<b>160,078</b>
营业利润	7,805	8,840	8,169	11,545	18,691	29,640	<b>普通股股东权益</b>	<b>30,298</b>	<b>37,769</b>	<b>44,989</b>	<b>93,450</b>	<b>109,504</b>	<b>134,726</b>
营业利润率	13.2%	13.3%	10.2%	11.3%	11.7%	12.3%	少数股东权益	0	478	464	395	238	31
营业外收支	406	644	741	693	717	705	<b>负债股东权益合计</b>	<b>58,632</b>	<b>86,491</b>	<b>142,050</b>	<b>200,251</b>	<b>241,208</b>	<b>294,835</b>
税前列利润	8,212	9,484	8,911	12,237	19,408	30,345	<b>比率分析</b>						
利润率	13.9%	14.2%	11.1%	12.0%	12.1%	12.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-1,242	-1,418	-1,705	-2,086	-3,510	-5,330	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.1%	15.0%	19.1%	17.0%	18.1%	17.6%	每股收益(元)	1.162	1.345	1.214	1.278	2.007	3.153
净利润	6,969	8,066	7,206	10,152	15,898	25,015	每股净资产(元)	5.050	6.295	7.498	11.681	13.688	16.841
少数股东损益	0	-5	-76	-69	-157	-207	每股经营现金净流(元)	0.186	0.721	-0.034	0.886	0.488	0.397
归属于母公司的净利润	6,969	8,071	7,282	10,220	16,054	25,222	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	11.8%	12.1%	9.1%	10.0%	10.0%	10.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币万元)</b>							净资产收益率	23.00%	21.37%	16.19%	10.94%	14.66%	18.72%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	11.89%	9.33%	5.13%	5.10%	6.66%	8.55%
净利润	6,969	8,066	7,206	10,152	15,898	25,015	投入资本收益率	22.47%	18.84%	12.95%	12.35%	14.65%	16.16%
少数股东损益	0	0	0	-69	-157	-207	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,911	2,604	2,699	4,048	5,409	6,943	营业总收入增长率	43.79%	12.75%	20.10%	27.85%	56.55%	50.59%
非经营收益	311	1,508	3,331	2,403	3,282	4,193	EBIT增长率	89.02%	33.52%	1.16%	25.65%	55.07%	51.83%
营运资金变动	-8,074	-7,854	-13,439	-9,517	-20,687	-32,976	净利润增长率	71.52%	15.81%	-9.78%	40.35%	57.08%	57.11%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,119</b>	<b>4,323</b>	<b>-203</b>	<b>7,017</b>	<b>3,745</b>	<b>2,968</b>	总资产增长率	41.04%	47.52%	64.24%	40.97%	20.45%	22.23%
资本开支	1,079	2,901	17,815	19,632	12,421	22,526	<b>资产管理能力</b>						
投资	-2,000	-7,535	0	0	0	0	应收账款周转天数	114.8	123.3	115.9	119.6	117.8	118.7
其他	460	-618	3,601	7	4	5	存货周转天数	109.9	107.1	96.6	101.8	99.2	100.5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,619</b>	<b>-11,054</b>	<b>-14,214</b>	<b>-19,625</b>	<b>-12,417</b>	<b>-22,521</b>	应付账款周转天数	60.6	78.2	95.9	87.0	91.5	89.2
股权募资	0	0	0	38,240	0	0	固定资产周转天数	44.7	38.8	94.4	145.4	113.7	91.7
债权募资	2,918	12,097	33,622	10,000	10,000	10,000	<b>偿债能力</b>						
其他	-539	-1,594	3,607	-3,103	-4,003	-4,903	净负债/股东权益	19.20%	42.33%	67.64%	8.68%	18.83%	33.33%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,379</b>	<b>10,503</b>	<b>37,230</b>	<b>45,137</b>	<b>5,997</b>	<b>5,097</b>	EBIT利息保障倍数	10.8	5.3	3.7	5.5	6.6	8.1
<b>现金净流量</b>	<b>878</b>	<b>3,772</b>	<b>22,813</b>	<b>32,529</b>	<b>-2,674</b>	<b>-14,456</b>	资产负债率	48.33%	55.78%	68.00%	53.14%	54.50%	54.29%

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。