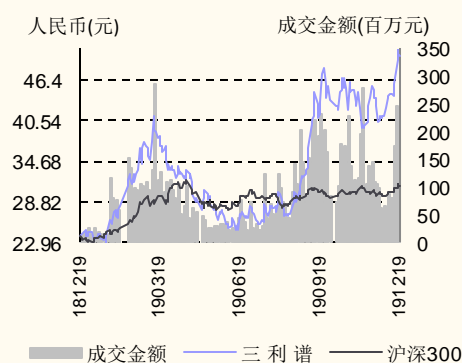


市场价格 (人民币): 49.82 元
 目标价格 (人民币): 78.00-78.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.04
已上市流通 A 股(亿股)	.71
总市值(亿元)	51.81
年内股价最高最低(元)	51.00/40.50
沪深 300 指数	4027
中小板综	9592



显示材料成为优质赛道，偏光板龙头厚积薄发

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.028	0.346	0.744	2.239	3.574
每股净资产(元)	10.97	11.02	11.60	21.75	24.35
每股经营性现金流(元)	-1.76	-1.10	-0.27	-0.23	2.70
市盈率(倍)	58.25	92.31	66.92	22.25	13.94
净利润增长率(%)	12.89%	-66.31%	179.53%	260.85%	59.66%
净资产收益率(%)	9.36%	3.14%	8.34%	12.47%	17.79%
总股本(百万股)	80.00	80.00	104.00	124.80	124.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **50%显示面板产能转移至中国大陆，偏光板将成为显示材料最佳投资赛道：**显示面板正在经历从韩国和中国台湾向中国大陆的第三次产业转移，凭借制造成本优势和产业链配套，我们认为显示面板的转移将带来显示材料的投资机会。从各类材料市场规模和国产化率两个维度来看，我们认为行业空间接近 200 亿，国产化率不足 10%的偏光板有望成为最佳投资赛道。
- **小尺寸偏光板国产化正在替代进行时，电视用大尺寸偏光板大规模替代即将开启：**目前小尺寸偏光板的供应主要集中在日本的住友化学、日东电工和韩国的三星偏光板三大厂商，由于国内手机品牌厂商的崛起，国内偏光板龙头三利谱凭借产品性价比和本土化服务优势正在实现小尺寸的替代，未来三年随着大尺寸面板产能转移至国内以后，大尺寸偏光板的替代将全面开启。
- **2019 年 Q3 三利谱业绩拐点出现，明年小尺寸和大尺寸偏光板业务放量助力公司长期成长：**今年三季度公司的小尺寸偏光板需求旺盛，叠加合肥产能的助力，小尺寸盈利能力大幅改善，驱动公司毛利率从 2019 年 Q1 的 5.3% 增长至 Q3 的 20%。2020 年合肥两条大尺寸偏光板产线进入投产高峰期，叠加龙岗 1490mm 小尺寸偏光板产线明年下半年量产，预计业绩将进入持续高增长阶段，我们预计未来 5 年公司营收 CAGR 达到 50%，EPS 的 CAGR 将达到 71%

投资建议

- 随着明年韩国三星显示和 LGD 退出部分过剩产能，显示面板行业供需格局将大幅改善，行业供需比将从 2019 年的 20% 下降至 2020 年的 8%，行业有望进入新一轮高景气周期。公司作为面板上游原材料厂商，未来 5 年均有新产能逐渐释放，业绩将进入快速兑现期，明年公司有望迎来“行业估值”和“公司业绩”双提升的阶段，股价有望迎来“戴维斯双击”。
- 我们采取市盈率估值方法，给予公司未来 6-12 个月 78 元目标价，相较于 2020 年 2.24 元 EPS，备考市盈率 P/E 估值约为 22x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 由于原材料成本在偏光板成本占比中超过 70%，而公司原材料大部分以日元计价采购，因此日元兑人民币汇率波动对于公司成本产生较大影响；未来公司新产线将逐步投产，新产品导入可能不及预期从而影响获利；行业竞争加剧导致偏光板价格下降，影响公司业绩；公司股权质押比率较高，2020 年 5 月约 27%的原始股解禁风险；存货跌价风险。

范彬泰 联系人
 fanbintai@gjzq.com.cn

张纯 分析师 SAC 执业编号: S1130519100004
 zhang_chun@gjzq.com.cn

内容目录

一、偏光板有望成为显示面板材料行业最优质赛道	4
1、显示面板产能向中国大陆转移，新型显示材料赛道投资价值凸显.....	4
2、国内偏光板市场规模超过 200 亿，未来国内偏光板企业有望胜出	6
二、成长中的国内偏光板龙头.....	8
1、主营业务：显示面板的核心原材料之一的偏光板	8
2、全系列偏光板产品均衡发展：大尺寸和小尺寸产线明年快速放量.....	10
3、2019 年 Q3 迎来业绩拐点：小尺寸偏光板盈利能力大幅改善，大尺寸偏光板产线满产	11
4、持续研发大尺寸偏光板和 OLED 偏光板，为公司的长期成长助力	13
三、盈利预测与估值定价.....	14
1、营收预测及关键假设	14
2、定增对于 EPS 摊薄测算	15
3、估值与投资建议	15
四、风险提示	16
1、日元兑人民币汇率变动影响成本.....	16
2、新产品导入进度有可能不达预期.....	16
3、偏光板价格下降，影响获利水平.....	16
4、目前股东股权质押比例较高，2020 年迎来约 27%的首发原始股份解禁	17
5、经营性现金流仍然为负，存货较快增长带来跌价风险。	17

图表目录

图表 1：全球液晶显示面板产能分布.....	4
图表 2：3Q19 显示面板厂盈利能力对比.....	5
图表 3：8.5 代显示面板成本结构.....	5
图表 4：显示面板各类原材料国产化率（%）	5
图表 5：偏光板产业链构成.....	6
图表 6：国内和国外显示面板材料代表厂商.....	6
图表 7：全球偏光片市场需求结构.....	7
图表 8：全球偏光板行业竞争.....	7
图表 9：国内偏光片厂商对比.....	8
图表 10：前工序（TAC 膜清洗及 PVA 膜延伸与复合）	8
图表 11：中工序（涂布与复合生产线）	9
图表 12：后工序（裁切生产线）	9
图表 13：三利谱各产线分布.....	10
图表 14：不同宽幅偏光板产线裁切利用率情况.....	10
图表 15：过去 5 年公司营收和获利的成长.....	11
图表 16：三利谱大尺寸偏光板营收占比在未来三年稳步提升.....	11

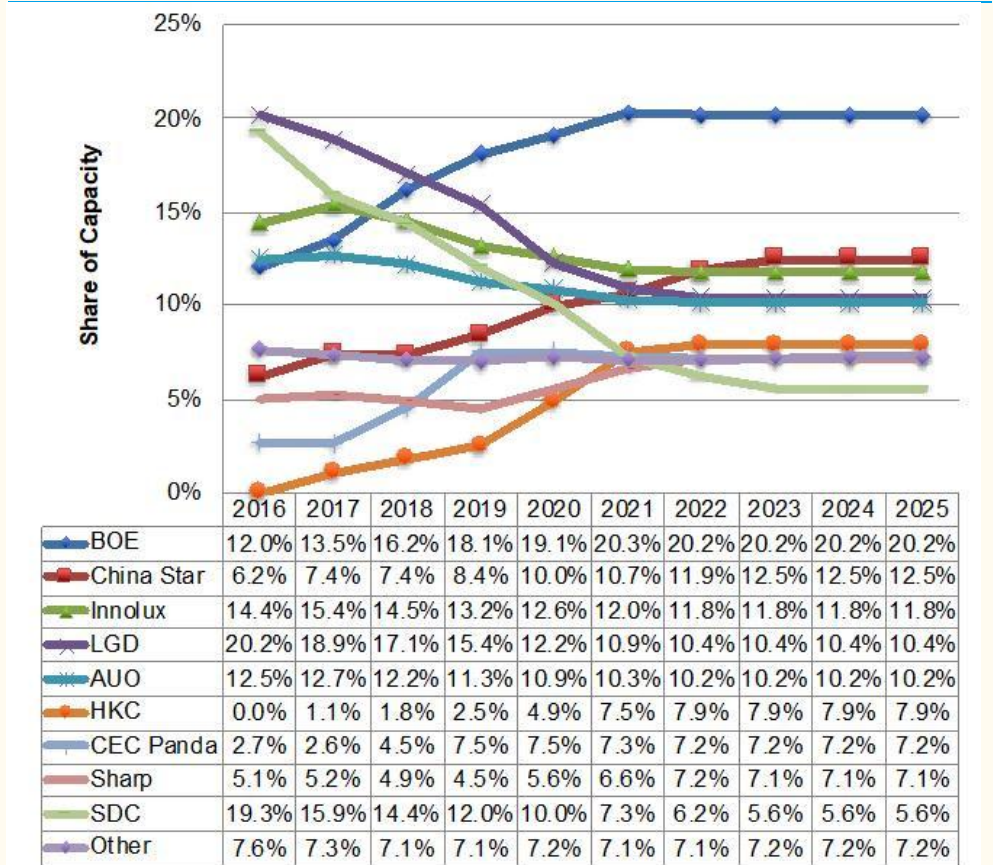
图表 17: 母公司单季度营收和净利润.....	12
图表 18: 母公司毛利率和净利率.....	12
图表 19: 合肥三利谱营收、增速和净利润.....	12
图表 20: 三利谱存货周转天数和应收账款周转天数.....	13
图表 21: 三利谱未来 5 年营收预测.....	14
图表 22: 定增对于 EPS 摊薄测算.....	15
图表 23: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	16
图表 24: 可比公司估值比较 (PEG 估值法).....	16

一、偏光板有望成为显示面板材料行业最优质赛道

1、显示面板产能向中国大陆转移，新型显示材料赛道投资价值凸显

全球显示面板行业历史上经历了三次产业转移，最初从美国发明液晶技术转移至日本实现了液晶显示的产业化，第二次是在经济危机中从日本转移至逆周期投资的韩国和中国台湾，同时也伴随着消费电子产业从日本转移至韩国。目前我们正在经历第三次显示面板产业的转移，这一次后来居上的中国大陆厂商凭借 10 年间的不断投入与连续三轮的逆周期投资，终于实现了显示面板产业从韩国和台湾再次向中国大陆的转移。由于劳动力的成本竞争力和工程师红利，作为人才、资本和技术密集三合一的显示面板产业，中国大陆厂商将在这一轮行业洗牌中胜出，我们预计京东方的市场份额将从 2016 年的 12% 增至 2022 年的 20.2%，TCL 华星的全球液晶面板产能市占率将从 2016 年的行业第七位成为 2022 年的行业第二位，中国大陆厂商在液晶显示面板产能份额将在 2022 年达到 47.2%，成为名副其实的全球显示面板中心。

图表 1：全球液晶显示面板产能分布



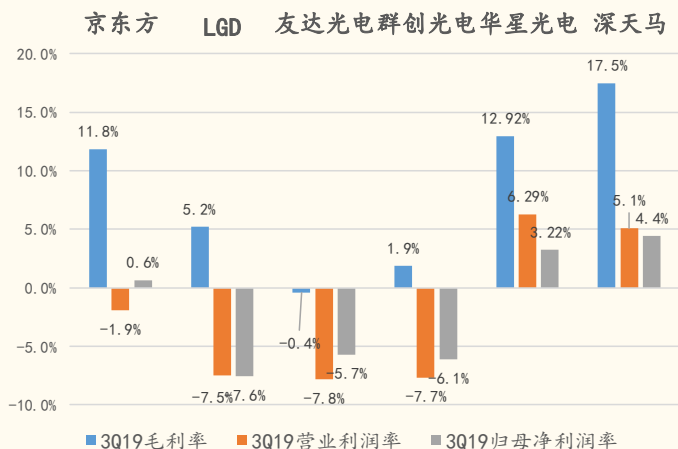
来源：DSCC，国金证券研究所

目前显示面板行业正在经历寒冬，以大尺寸液晶电视面板价格为例，32~65 寸的价格均已经跌至现金成本以下，行业的产能利用率下降到历史新低的 79%。从今年三季度各大厂商的盈利来看，韩国 LGD 和台湾面板厂商群创友达已经陷入连续 3-4 个季度的营业利润亏损，台湾厂商的毛利率与中国大陆厂商也相差近 12%。进一步分析显示面板成本结构可以发现，作为人力资源密集型的产业，人工成本在整个面板产品中的占比高达 25%，如果中国大陆人工成本仅为中国台湾的一半的话，两地面板厂商毛利率差异就接近 12.5%，所以这一轮行业下行周期中，中国大陆厂商凭借人力成本优势有望胜出，而韩国厂商和台湾厂商则不得不面临产业转型。

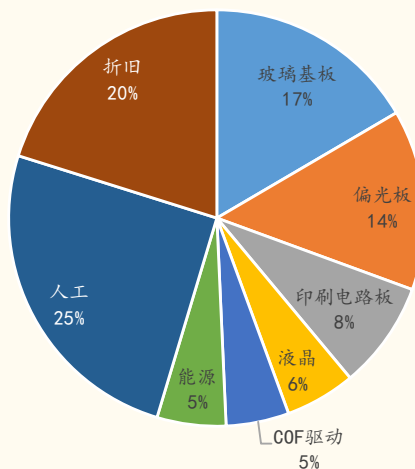
图表 2: 3Q19 显示面板厂盈利能力对比

图表 3: 8.5 代显示面板成本结构

3Q19 显示面板厂盈利能力对比



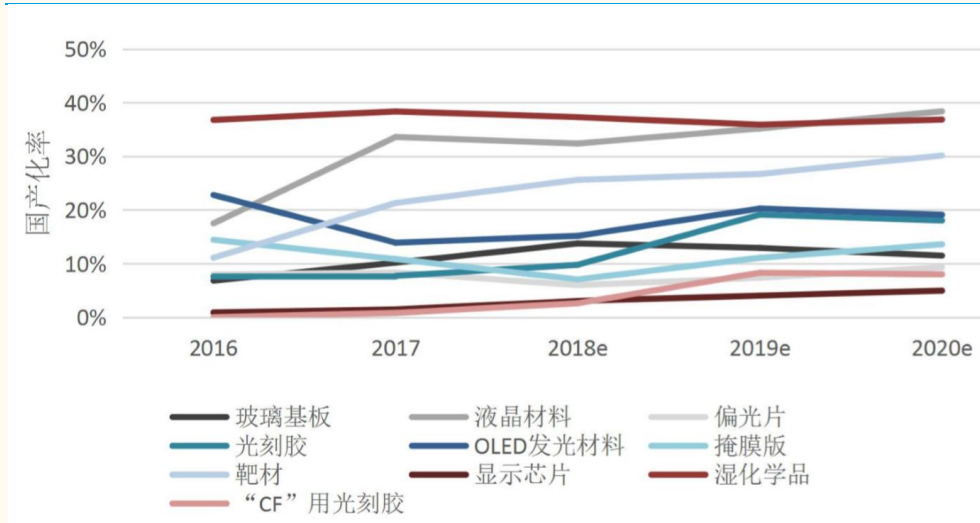
来源: 各公司公告, 国金证券研究所



来源: TCL 集团公告, 国金证券研究所

我们认为全球接近 50% 的液晶显示面板产能转移至中国大陆以后, 配套的材料产业链将迎来历史性发展机遇。从面板成本结构来看, 玻璃基板、偏光板、印刷电路板、液晶材料和驱动 IC 占比分别为 17%, 14%, 8%, 6% 和 5%。除了参考市场空间以外, 国产化率较低的细分品类将更具成长性, 从主要面板生产企业近年来材料采购情况、国外和国内采购金额对比分析可以看出, 各类显示材料国产化率普遍较低, 玻璃基板, 偏光板, 掩模版主要集中在 10%-20% 之间, 其中, 显示芯片的国产化率最低, 不足 5%; 液晶材料和湿化学品的国产化率超过了 30%; 彩色滤光片主要由面板企业自产自销, 国产化率超过 80%。

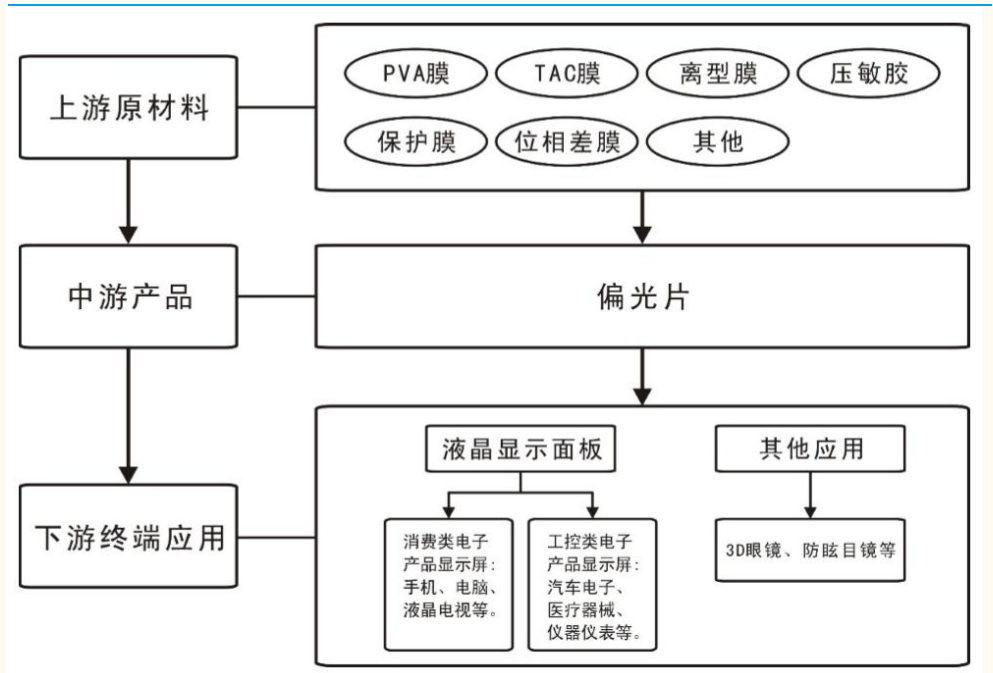
图表 4: 显示面板各类原材料国产化率 (%)



来源: IHS, CESI, 国金证券研究所

结合各类材料在显示面板中的成本占比和国产化率两个维度进行筛选, 我们认为偏光板将成为未来 5 年面板材料行业最优质的赛道。虽然玻璃基板也是非常优质的赛道, 同时符合成本占比高和国产化率低的条件, 但是目前主流的 8.5 代线对应的玻璃基板目前国内企业还无法突破, 东旭光电和彩虹集团还是以 5 代线和 6 代线的基板为主, 而偏光板领域的三利谱已经实现了从小尺寸手机面板向大尺寸的电视面板的突破, 未来随着国内面板厂商的成长具有极大的发展潜力。

图表 5：偏光板产业链构成



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 6：国内和国外显示面板材料代表厂商

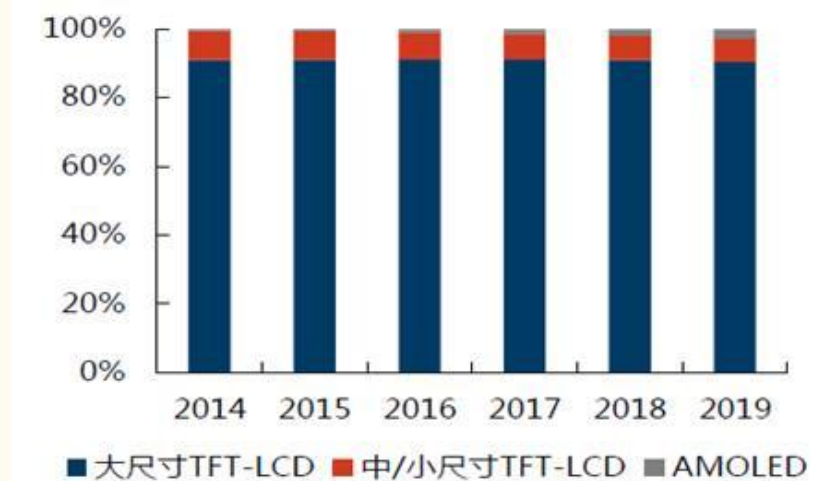
材料种类	国外主要厂商	中国大陆主要厂商
玻璃基板	康宁、旭硝子、电气硝子	东旭集团、彩虹集团
液晶材料	德国默克、日本 JNC、日本 DIC	诚志永华、江苏合成、八亿时空
偏光片	LG 化学，日东，住化，三星 SDI	三利谱光电，盛波光电
OLED 发光材料	UDC、陶氏杜邦、出光、默克、LG 化学	北京鼎材、吉林奥来德、阿格蕾雅
掩模版	SKE、HOYA、PKL、LG	清溢光电、路维光电、龙图光电
靶材	爱发科、住化、攀时、三星	江丰电子、洛阳四丰、欧莱集团、阿石创新材料
驱动 IC	SAMSUNG、Novatak、Himax、Synaptics、Silicon Works	集创北方，彩优微、格科微电子，新相微电子
化学品	东进、住化、三福、关东鑫林、Soulbrain	江化微、江阴润玛、格林达

来源：中国新型显示产业配套保障白皮书，国金证券研究所

2、国内偏光板市场规模超过 200 亿，未来国内偏光板企业有望胜出

我们测算国内偏光板市场空间高达 213 亿元人民币，据 Display Search 预测，全球偏光片市场需求面积有望在 2019 年达到 5 亿平方米，其中大尺寸偏光板占据了 90% 的市场份额，而小尺寸占比仅为 10%。按照 10% 的小尺寸和 90% 的大尺寸偏光板结构测算，小尺寸偏光板的市场规模有望接近 100 亿元，大尺寸偏光板市场规模 540 亿元，2019 年全球偏光板市场规模合计达到 640 亿人民币。按照国内产能占比约为全球的三分之一估算，国内市场规模约为 213 亿元人民币左右。

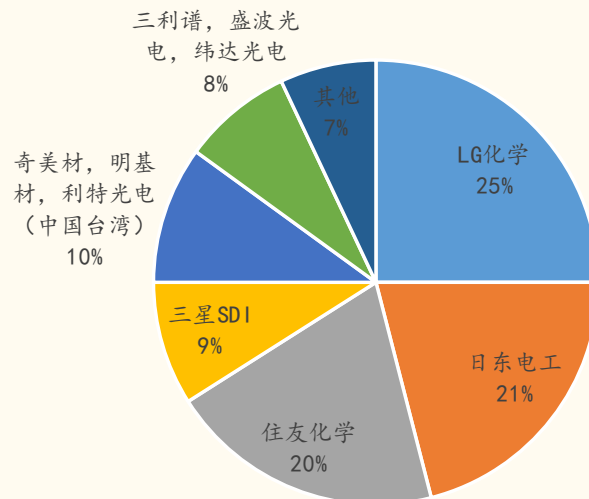
图表 7：全球偏光片市场需求结构



来源：Display Search，国金证券研究所

国内偏光板企业市占率仅为 8%，LG 化学偏光板出售退出：全球偏光板行业呈现寡头垄断的格局，韩国乐金显示 LGD 作为过去全球 LCD 显示面板的龙头，在大尺寸偏光板占据绝对优势，全球市场份额高达 25%。但是随着 LGD 液晶产线的退出，LG 化学正打算将其偏光板业务出售，国内厂商成为主要的竞标参与者，由于未来三年全球大尺寸液晶面板产能向中国大陆转移，为国内大尺寸偏光板的发力崛起提供了绝佳的机会。第二大和第三大偏光板企业分别是日东电工和住友化学，二者均为日本企业，而且二者在中小尺寸占据领先优势，住友化学已经成为三星 OLED 手机偏光板的重要供应商。第四大是三星体系内的企业，占据全球 9% 的份额，主要供应三星电子的手机和电视等产品所需的偏光板产品。中国台湾地区的偏光板企业技术源自日本授权，在全球市场份额约为 10%，中国大陆厂商的市占率仍然较低，仅为 8%。

图表 8：全球偏光板行业竞争



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

中小尺寸偏光板替代处于进行时，大尺寸大规模替代即将开始。从偏光板的产品类别来看，国内偏光板龙头三利谱主要利润来自中小尺寸产品，目前国内手机品牌厂商在全球份额不断提升，对于偏光板的国产化需求起到了极大的推动作用。用于车载和工控领域的黑白偏光板的产品替代已经完成，国内纬达光电和三利谱均有布局黑白偏光板业务，不过由于该产品市场规模有限，而且

国产化率已经很高，未来主要的增长潜力还是在大尺寸。国内目前在大尺寸布局较早的是深纺织旗下控股子公司盛波光电，三利谱今年三季度合肥的1490mm产线导入了京东方，二者将成为未来国内大尺寸偏光板的主要竞争者。

图表 9：国内偏光片厂商对比

	三利谱	盛波光电	纬达光电
优势产品	小尺寸 TFT 偏光板	大尺寸 TFT 偏光板	黑白偏光板
2018 年营收 百万	883.0	953.8	213.0
2018 年归母净利润 百万	27.7	-99.9	54.9
	19 年三季报	19 年中报	19 年中报
毛利率 %	15.91%	-	38.76%
营业利润率 %	3.37%	-	31.24%
净利率 %	2.17%	-3.93%	23.15%

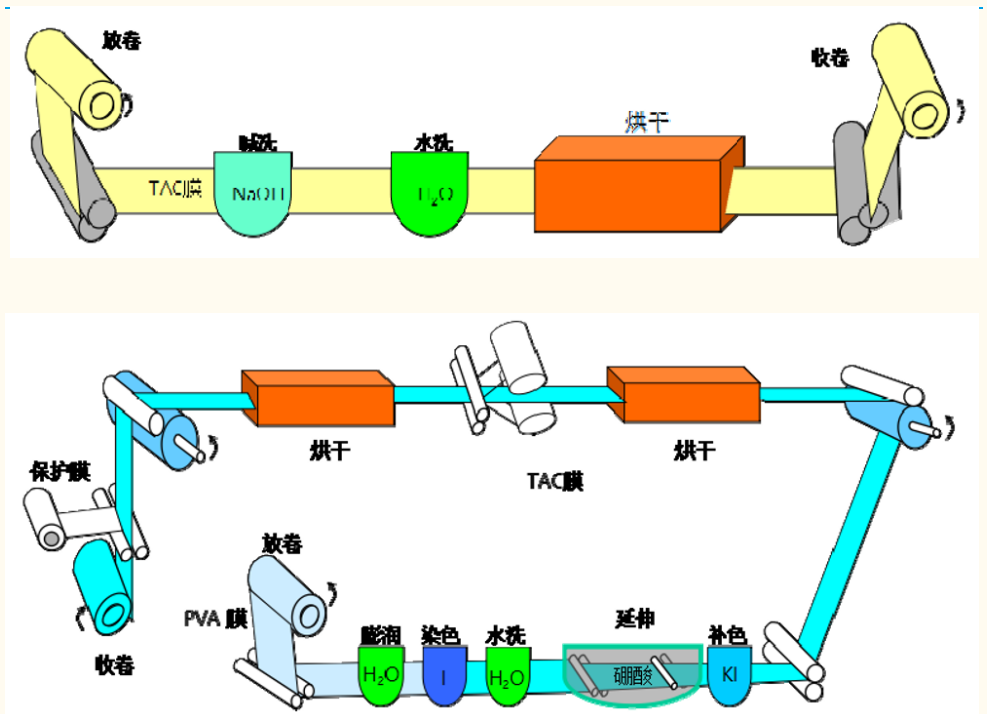
来源：各公司公告，国金证券研究所

二、成长中的国内偏光板龙头

1、主营业务：显示面板的核心原材料之一的偏光板

公司主要产品分为 TFT-LCD 系列偏光片和黑白系列偏光片两大类，偏光板是液晶面板生产重要原材料之一，而偏光板的核心生产过程包括前、中、后三段工序。前工序是核心环节，这个环节中 TAC 膜需要用碱液先进行处理，PVA 膜经过纯水膨润后浸入染色槽，吸附碘分子在进行延伸，烘干后与进行过预处理的 TAC 膜复合而得到偏光膜。

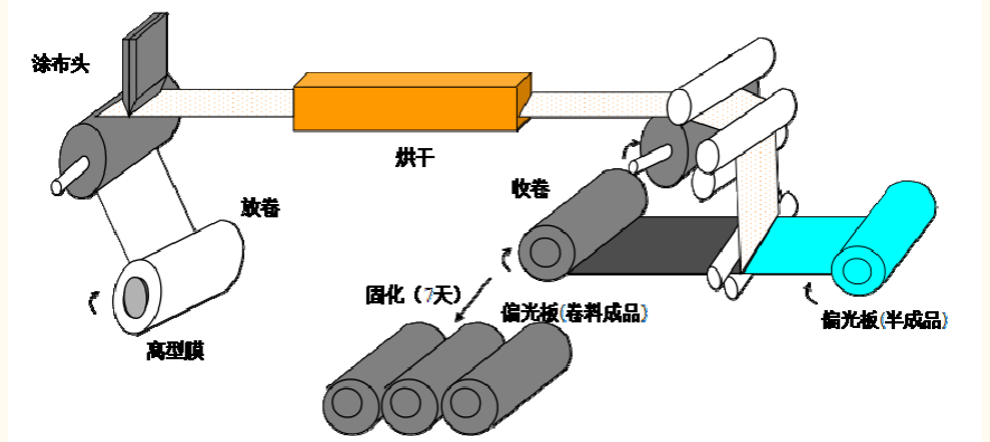
图表 10：前工序（TAC 膜清洗及 PVA 膜延伸与复合）



来源：公司招股书，国金证券研究所

在中工序中，首先将压敏胶涂布在离型膜上，经过烘箱蒸干水分以后与前一道工序中的偏光膜贴合在一起后收卷形成卷状偏光板。

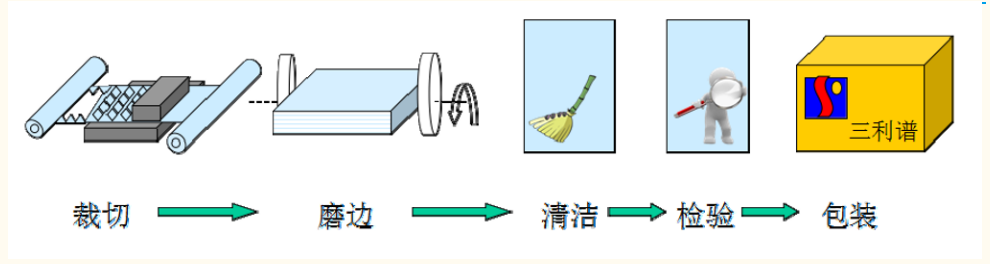
图表 11：中工序（涂布与复合生产线）



来源：公司招股书，国金证券研究所

最后一道工序需要对固化后的偏光板按照需要的尺寸进行裁切、磨边、清洁以及检验和包装完成所有偏光板的制造流程。

图表 12：后工序（裁切生产线）



来源：公司招股书，国金证券研究所

深圳与合肥两地布局，背靠两大面板龙头厂商

公司产线主要分布在福建莆田，广东深圳和安徽合肥三地，其中比较成熟的黑白偏光板产品在福建莆田 650mm 的产线生产，小尺寸偏光板的生产集中在深圳，目前已经投入的光明 1490mm 产线和明年下半年投产的龙岗 1490 产线将主要以小尺寸产品为主。大尺寸电视用偏光板生产则聚集在合肥，其中 1490mm 宽幅产线在今年三季度满产，1330mm 产线今年四季度技改完成以后开始放量，这两条产能合计 1600 万平米的产线将为公司大尺寸偏光板的发展注入成长动力。由于京东方和惠科两大厂商均在合肥设有多条 LCD 面板产线，在合肥布局可以有效利用客户优势，降低运输成本。

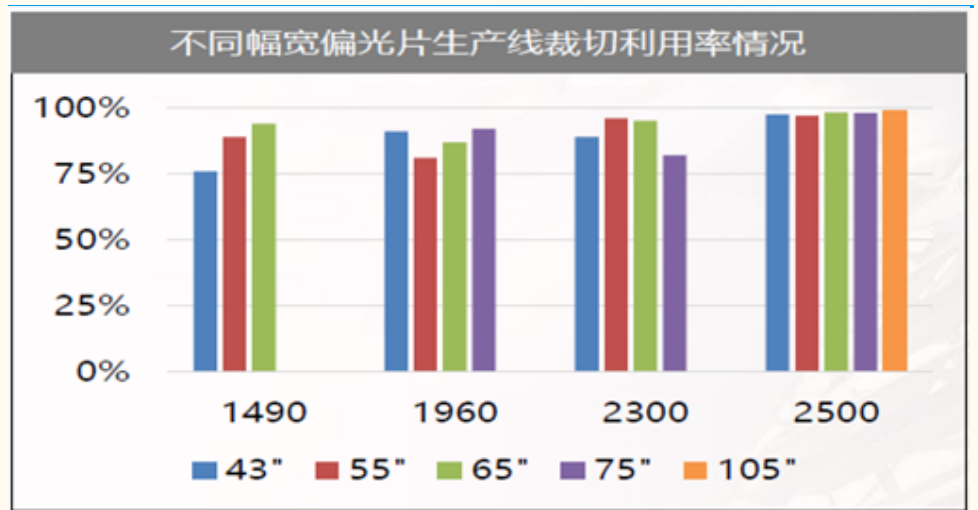
图表 13: 三利谱各产线分布

序号	产线规格 (mm)	投资金额 (百万)	投产时间	放量时间	产能 (万平方米)
母公司	莆田 650mm		2009.11		120
	光明产线 1490mm		2011.08		600
	龙岗产线 1490mm	552.4921	2020Q1	2020Q3	1000
合肥子公司	合肥产线 1490mm		2018Q4	2019Q3	1000
	合肥产线 1330mm	10	2019Q4	2020Q1	600
	合肥产线 2500mm	1261.7	2021Q4	2022Q2	3000-4000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

为了进一步实现在大尺寸面板领域的发展, 提高 32 寸以上产品的裁切效率, 公司于今年 8 月 19 日公告与合肥新站高新技术产业开发区管委会签订合作协议, 规划建设一条 2500mm 超宽幅 TFT 偏光片生产线, 产线设计年产能为 3000 万平方米, 主要生产及销售大尺寸液晶面板用偏光片。现在公司最宽的幅度巍峨 1490mm, 对于 43 寸以上的液晶面板用偏光板裁切利用率仅为 75%, 理论上最大裁切的面积为 65 寸, 相较之下, 2500mm 在 43 寸及以上的液晶面板用偏光板的裁切效率都接近 100%, 而且可以将产品最大切割面积从 65 寸扩大至 105 寸, 可以极大的降低公司的单位面积成本, 进一步提升公司在大尺寸偏光板领域的竞争力。

图表 14: 不同宽幅偏光板产线裁切利用率情况

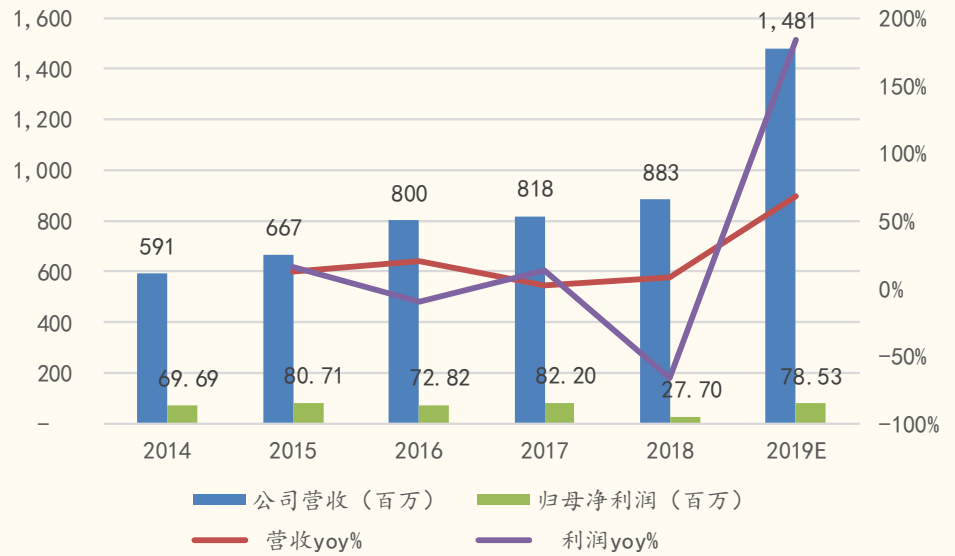


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2、全系列偏光板产品均衡发展: 大尺寸和小尺寸产线明年快速放量

公司从 2014 年开始, 营收规模实现稳步上升, 2014-2019 年营收复合增速 CAGR 为 20%, 但是归母净利润复合增速仅为 2%, 主要原因在于公司成本中原材料占比超过 70%, 而且主要采购自日本, 由于日元兑人民币汇率在过去几年一直处于上升通道, 所以对于利润端产生较大的影响。2019 年由于小尺寸偏光板需求大幅增长, 推动公司营收大幅成长 68%, 利润端也随着日元兑人民币升值压力减小而出现大幅增长, 预计 2019 年归母净利润同比增长 184% 达到 7853 万元。

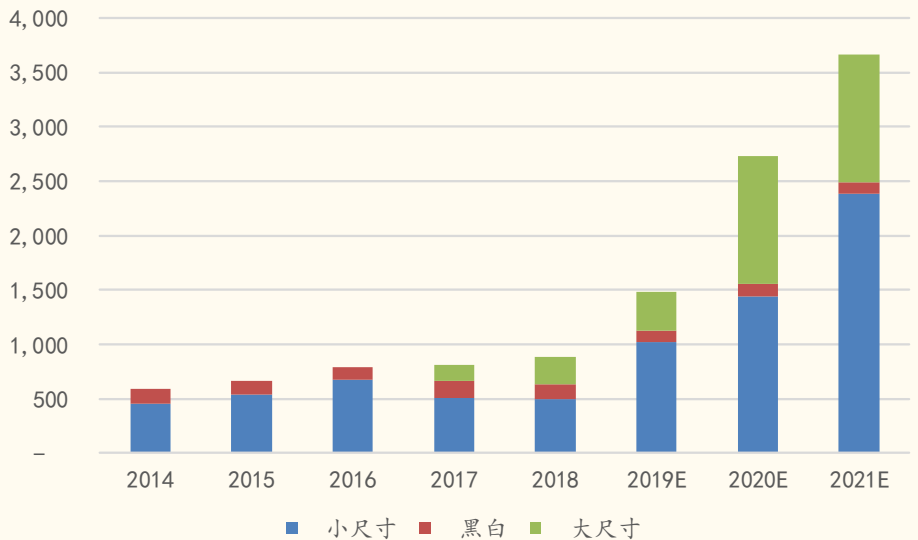
图表 15：过去 5 年公司营收和获利的成长



来源：公司公告，国金证券研究所

从营收结构来看，2017 年以前公司的营收主要来自小尺寸和黑白偏光板，随着公司合肥 1490mm 产线在 2016 年 10 月投产以来，2017 年开始贡献少量营收，2018 年通过京东方认证以后开始逐渐放量，这条产线已经在 2019 年 Q3 实现满产，另一条购置的 1330mm 产线预计经过 2019 年 Q4 的技改之后将于明年 1 季度放量，这两条大宽幅产线投产以后，大尺寸电视用偏光板的占比会逐渐拉高至 2021 年的 32%。

图表 16：三利谱大尺寸偏光板营收占比在未来三年稳步提升



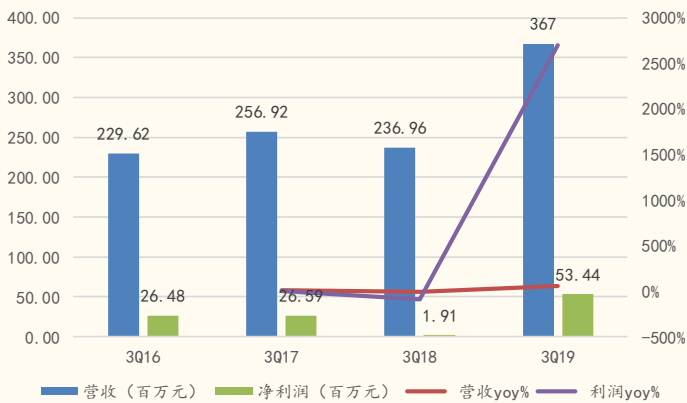
来源：公司公告，国金证券研究所

3、2019 年 Q3 迎来业绩拐点：小尺寸偏光板盈利能力大幅改善，大尺寸偏光板产线满产

公司今年三季度迎来业绩拐点，首先以黑白和小尺寸偏光板为业务主体的母公司单季度营收和净利率都迎来大幅改善，营收单季同比增长 55%，获利单季度暴增 27 倍。另外从母公司的盈利能力来看，今年上半年开始母公司毛利率和净利率都开始经历两年下跌后触底反弹，三季度这种趋势进一步加速，毛利率恢复至 2017 年上半年 25% 的水平，而净利率甚至超过 2017 年上半年达到 15%

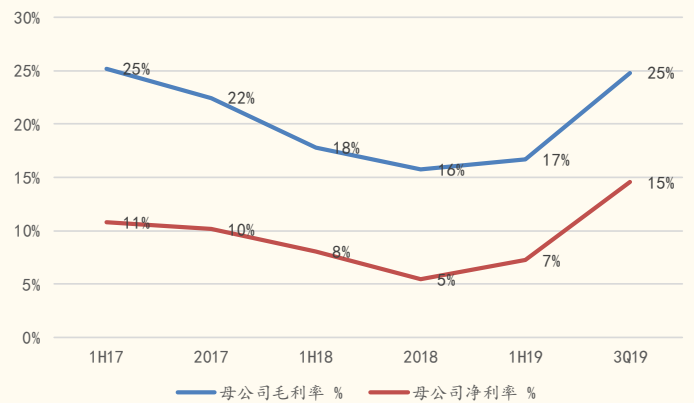
的水平。

图表 17: 母公司单季度营收和净利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

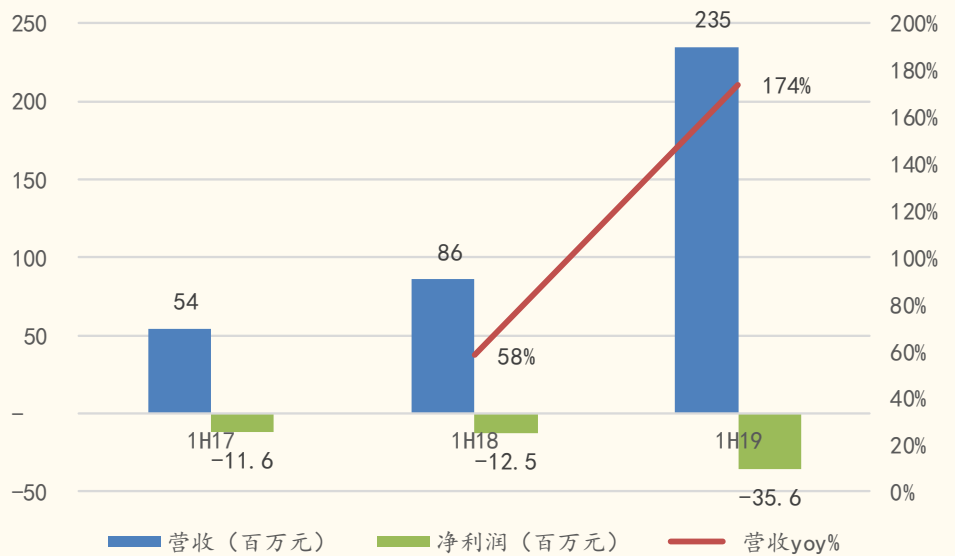
图表 18: 母公司毛利率和净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

除了小尺寸盈利能力大幅改善以外, 大尺寸偏光板规模不断提升, 2019 年上半年成长 174% 达到 2.35 亿元。虽然合肥子公司在今年上半年仍然处于亏损, 但是由于合肥子公司的 1490mm 产线在今年 3 季度实现满产, 预计明年有望实现扭亏, 进一步提升公司整体的盈利能力。

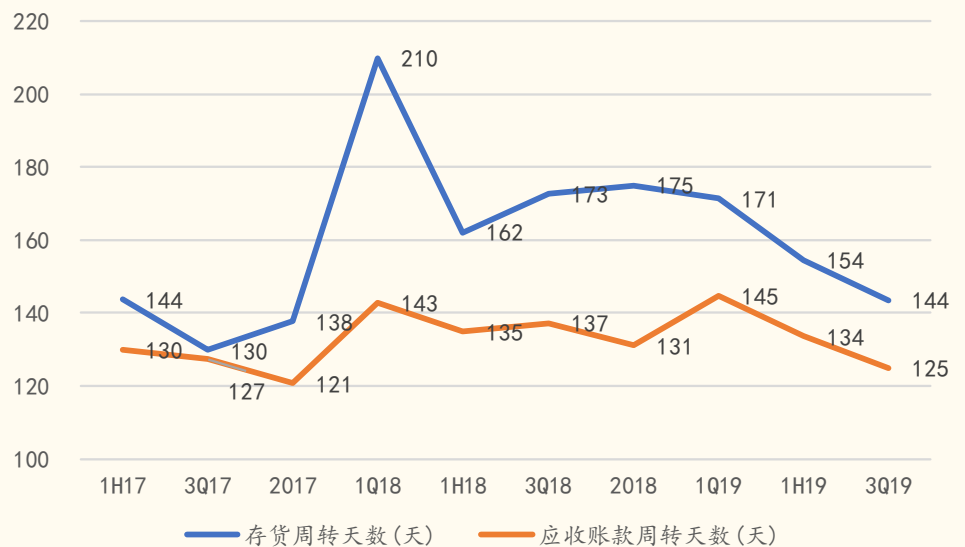
图表 19: 合肥三利谱营收、增速和净利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

从经营指标来看, 我们认为 2019 年公司的存货和应收账款的周转明显加快, 存货周转天数从 2018 年 175 天的高位降至 2019 年第三季度的 144 天, 而且应收账款的周转天数也从 2019 年中报开始出现明显改善, 2019 年 Q3 也下降至 125 天。进入 2019 年存货和应收账款周转率快速提升的背后在于中国大陆显示面板产能增长较快, 国内面板厂商对于像公司这样的国产材料的支持力度增加, 公司生产的偏光板作为显示面板占比第二大的材料而明显受益。

图表 20：三利谱存货周转天数和应收账款周转天数



来源：wind，国金证券研究所

4、持续研发大尺寸偏光板和 OLED 偏光板，为公司的长期成长助力

手机面板 OLED 在中高端手机的应用趋势逐渐明朗，国内显示面板厂商投建的多条柔性 OLED 产线也将在明年迎来投产，像华为，OPPO，Vivo 和小米这些国内手机厂商品牌也正在导入柔性 OLED 机型。随着手机面板材质从 LCD 转换至柔性 OLED，对于偏光板的数量需求将从 2 片逐渐减少为一片，但是由于柔性 OLED 偏光板价值量几乎为原来偏光板的两倍，所以对于偏光板的价值量影响不大。

国内 OLED 产能迎来投产期，公司 OLED 偏光板有望实现国产化导入：目前由于全球主要的 OLED 面板（包括刚性和柔性）的供应集中在三星，所以 OLED 面板用偏光板的主要份额由日本的住友化学和三星偏光板占据，未来随着国内 OLED 面板产能的释放，三利谱有望成为 OLED 偏光板市场有力的竞争者，因此公司在积极研发 OLED 偏光板。由于客户端对 AMOLED 应用更加薄型化的要求，2018 年公司主要投入研发的 120 μm 偏光片已经开发成功，部分客户认证通过。另外也已立项开发 100 μm 以下厚度的超薄型 AMOLED 用偏光片。

大尺寸电视、车载和超薄笔电用偏光板多点开花：此外为了顺应大尺寸显示屏的低透湿性要求，公司还投入了以 PET 为 PVA 保护层的偏光片的研发，目的是开发出低透湿率的 PET 保护层偏光片，目前产品的基本性能已得到面板客户的认可，将进入批量试产阶段，该产品是大尺寸 TV 偏光片的未来发展趋势所要求，该产品的成功开发将支持公司在大尺寸偏光片应用领域的持续发展。车载显示屏用偏光片和超薄的笔记本电脑用偏光片已经在 2018 年底实现突破，耐 95°C 高温的高耐久碘系车载偏光片已经在下游客户开始认证测试，笔记本用偏光板已经量产供货。

国内偏光板之父张建军领衔，保障公司偏光板技术实现不断突破：三利谱自成立以来，在公司董事长兼总经理张建军的带领下一直坚持走自主创新之路，先后建成国内第一条宽幅（1330mm）偏光片中后工序生产线及一条窄幅（650mm）偏光片全制程生产线。公司的研发技术团队，拥有多年的偏光片

研发和生产经验，摸索并掌握了制造偏光片过程中的关键工艺参数，在关键技术、配方、工艺诀窍和良品率控制方面都有较深的积累，先后成功研制出中国第一张 CSTN 半透偏光片、中国第一张 OLED 偏光片、中国第一张 TFT 半透偏光片、中国首条宽幅（1490mm）TFT 偏光片生产线并拥有该项目的完全自主知识产权。相较于国内同行与台湾厂商从日本购买产线等资本驱动的发展路径而言，我们认为三利谱坚持自主创新的发展策略更有希望在技术不断变化的偏光板产业中胜出。

三、盈利预测与估值定价

1、营收预测及关键假设

我们认为未来五年公司将进入高速成长期，2019-2023 年的营收复合增速将达到 50% 左右。

首先国产替代正在如火如荼进行的小尺寸偏光板业务盈利能力大幅改善，由于以华为手机为代表的国产手机品牌的市场份额逐步提升，公司的偏光板价格具有明显优势，而且凭借配套国内手机品牌的本土化优势，公司小尺寸偏光板需求出现供不应求。随着明年下半年龙岗 1490mm 产线的投产，小尺寸偏光板业绩将进入高速增长期。

其次今年三季度实现满产满销的大尺寸偏光板业务开始放量，今年上半年大尺寸偏光板业务主体合肥三利谱仍然亏损约 3600 万，明年这块业务有望扭亏为盈。而且 2020 年两条以大尺寸偏光板产品为主的产线明年有望实现满产满销，进一步拉高整大尺寸偏光板营收占比至 43%。另外公司募投的首条 2500mm 超大宽幅产线也将于 2021 年底投产，2022 年开始贡献营收，预计这条产线投产后，大尺寸偏光板营收占比将于 2023 年首次超过小尺寸营收占比，达到 58%。

图表 21：三利谱未来 5 年营收预测

营收（百万元）	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
小尺寸	676	511	491	1,020	1,445	2,380	2,720	2,720
黑白	117	150	142	116	116	116	116	116
大尺寸	-	152	247	350	1,180	1,180	2,530	3,880
偏光板合计营收	793	813	880	1,486	2,741	3,676	5,366	6,716
其他	8	5	3	3	3	3	3	3
合计营收（百万）	800	818	883	1,490	2,745	3,680	5,370	6,720
营收 yoy%	20%	2%	8%	69%	84%	34%	46%	25%
营收占比（%）								
小尺寸	84%	62%	56%	68%	53%	65%	51%	40%
黑白	15%	18%	16%	8%	4%	3%	2%	2%
大尺寸	0%	19%	28%	24%	43%	32%	47%	58%
其他	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
毛利率（%）	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
小尺寸	27%	28%	25%	24%	25%	27%	30%	26%
黑白	32%	33%	29%	31%	30%	30%	30%	30%
大尺寸	0%	11%	-3%	-12%	15%	12%	21%	20%
其他	73%	87%	43%	36%	35%	35%	35%	35%
合计	28%	26%	18%	16%	21%	22%	26%	23%
单价（元/平米）								
小尺寸	156			170	170	170	170	170
黑白	97			97	97	97	97	97
大尺寸								
1490mm 产线				70	70	70	70	70
1330mm 产线				80	80	80	80	80
2500mm 产线				90	90	90	90	90

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
产能 (万平方米)								
小尺寸	450	450	600	600	850	1600	1600	1600
深圳光明1490mm	450	450	600	600	600	600	600	600
深圳龙岗1490mm					1000	1000	1000	1000
黑白	120	120	120	120	120	120	120	120
莆田650mm	120	120	120	120	120	120	120	120
大尺寸	0	0	0	1000	1600	3100	4600	4600
合肥1490mm				1000	1000	1000	1000	1000
合肥1330mm					600	600	600	600
合肥2500mm						3000	3000	3000
产线投产进度				合肥两条大尺寸产线放量	合肥两条大尺寸满产, 龙岗小尺寸放量	龙岗小尺寸满产, 合肥2500mm下半年投产	合肥2500mm超宽幅产线放量	合肥2500mm超宽幅产线满产

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2、定增对于 EPS 摊薄测算

今年 8 月 20 日公司公告计划在合肥投建一条 2500mm 的超宽幅产线, 用以扩增大尺寸产线的产能, 凭借更高的产品切割效率向利润水平更好的 43 寸及以上更大尺寸的电视用偏光板扩展。该产线投资总金额约为 12.6 亿元, 公司拟通过非公开发行 A 股股票募集资金不超过 11 亿元, 发行股份约为 2080 万股, 对应的总股本预计从 2019 年底的 1.04 亿股增长至 1.25 亿股, 总股本增幅约为 20%, 摊薄后未来 5 年公司 EPS 复合增速约为 71%。

图表 22: 定增对于 EPS 摊薄测算

摊薄影响分析	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	19-23 CAGR
总股本 (百万)	80	104	125	125	125	125	
归母净利润 (百万)	28	77	279	446	544	638	
利润 yoy%	-66%	180%	261%	60%	22%	17%	87%
摊薄EPS (元)	0.35	0.74	2.24	3.57	4.36	5.12	
EPS yoy%	-66%	115%	201%	60%	22%	17%	71%
市盈率 P/E (倍)		67	22	14	11	10	
股价 (元)	50						

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、估值与投资建议

1. 市盈率法

预计公司 2019-2021 年净利润为 7700 万、2.79 亿和 4.46 亿, 对应 EPS 为 0.74 元, 2.24 元和 3.57 元, 对应 PE 为 67x、22x 和 14x。与此同时我们选择显示材料行业有代表性的四家公司作为可比公司进行参考, 阿科力主营 COP/COC 膜材, 主要用于 OLED 偏光板的上游, 液晶材料供应商诚志科技, OLED 发光材料强力新材以及高端光学膜材 QD Film 领域激智科技。

显示面板行业正在经历第三轮从韩台向中国大陆的产业转移, 明年韩厂三星和 LG 产线退出之后, 国内显示面板产能将占据全球一半的市场份额, 我们预计国内显示面板配套材料将迎来黄金发展期。此外主流尺寸面板价格已经触底, 明年上半年随着供需格局进一步改善, 整个行业有望从低谷走向新一轮景气上行阶段。

我们认为三利谱主营的偏光板业务属于显示面板的上游, 随着合肥两条大尺

寸偏光板产线以及深圳龙岗小尺寸产线投产以后，明年公司业绩将进入快速放量期，叠加行业的高景气周期，给予公司略高于行业平均市盈率 P/E 水平，预计 2020 年公司的合理估值处于 35x 之间，未来 6-12 个月目标价为 78 元之间，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 23：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603722.SH	阿科力	31.4	0.49	0.76	1.03	63	41	30
000990.SZ	诚志股份	15.3	0.32	0.38	0.45	48	40	34
300429.SZ	强力新材	15.2	0.37	0.44	0.51	42	35	30
300566.SZ	激智科技	25.0	0.38	0.80	1.03	65	31	24
平均值						55	37	30
002876.SZ	三利谱	49.82	0.74	2.24	3.57	67	22	14

来源：Wind，国金证券研究所

2. PEG 估值法

预计公司 2019-2021 年摊薄每股收益净利润增长率为 115%，201%和 60%，对应 PEG 为 0.6、0.1 和 0.2。

我们选取 4 家显示材料公司作为可比公司三利谱进行估值，由于公司未来三年进入业绩高速增长期，PEG 远低于行业平均，公司 2019-2023 年的 EPS 复合增速约为 71%，由于未来新产线投产以后新产品导入进度受到下游客户的认证周期而存在一定的不确定性，给予公司一定的估值折价，明年合理的市盈率 P/E 估值约为 35-40x 左右。

图表 24：可比公司估值比较（PEG 估值法）

代码	名称	股价（元）	摊薄每股收益EPS同比增长率g			PEG		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603722.SH	阿科力	31.4	29%	53%	36%	2.2	0.8	0.8
000990.SZ	诚志股份	15.3	-53%	20%	19%	-0.9	2.1	1.8
300429.SZ	强力新材	15.2	29%	19%	17%	1.5	1.8	1.8
300566.SZ	激智科技	25.0	40%	109%	29%	1.6	0.3	0.8
平均值						1.1	1.2	1.3
002876.SZ	三利谱	49.8	115%	201%	60%	0.6	0.1	0.2

来源：Wind，国金证券研究所

四、风险提示

1、日元兑人民币汇率变动影响成本

2018 年公司营收增速减缓，但是由于当年日元兑人民币汇率升值 20%，导致公司从日本采购的原材料成本大幅增长，由于原材料成本在偏光板成本占比中超过 70%，所以毛利率下降高达 8 个百分点，拖累净利率下降 7%。因此日元兑人民币汇率变动对于公司获利将产生较大的影响，尤其是成本端的大幅变动对于公司获利产生较大的波动风险。

2、新产品导入进度有可能不达预期

2018 年 Q4 公司合肥 1490mm 产线已经完成爬坡，但是由于下游大客户的验证时间较长，直到 2019 年 Q3 才实现了该产线的满产运行。因此对于即将投产的深圳龙岗 1490mm、合肥 1330mm 以及 2022 年投产的合肥 2500mm 产线投产后放量均可能由于客户验证时间延长导致新产品导入进度不达预期。

3、偏光板价格下降，影响获利水平

随着国内显示面板产能在全球份额的占比逐步提升至接近 50%，偏光板行业规模的持续增长将吸引越来越多的行业竞争者加入，尤其大尺寸偏光板领域有可能出现价格竞争，从而影响公司获利水平的风险。

4、目前股东股权质押比例较高，2020 年迎来约 27%的首发原始股份解禁

目前公司前十大股东中汤际瑜和周振清所持股份合计约 1848 万股均已经质押，公司股份质押比例达到约 21%，但是目前股价相较于之前质押价格高出 80%以上，风险处于可控范围。另外 2020 年 5 月公司第一大股东兼公司董事长张建军占公司总股本约 27%的首发原始股解禁，对于明年股价可能产生一定影响。

5、经营性现金流仍然为负，存货较快增长带来跌价风险。

2018 年 2 季度开始，公司的经营性净现金流为负值的情况一直持续到今年 3 季度，由于公司仍处于快速成长期，资金需求较大，持续为负的经营性净现金流让公司短期内现金流承压。此外公司位于合肥的新产线投产以后，营收进入快速上升阶段，存货也出现大幅增加的趋势，由于库存商品占比较高，未来可能存在跌价风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	800	818	883	1,490	2,745	3,680	货币资金	340	362	390	398	932	928
增长率	2.1%	8.0%	68.7%	84.3%	34.1%		应收账款	384	375	488	712	1,167	1,465
主营业务成本	-576	-602	-723	-1,251	-2,172	-2,854	存货	172	288	415	554	884	1,073
%销售收入	72.0%	73.7%	81.9%	84.0%	79.1%	77.6%	其他流动资产	30	148	111	101	120	150
毛利	225	215	159	238	572	826	流动资产	925	1,173	1,403	1,766	3,103	3,615
%销售收入	28.0%	26.3%	18.1%	16.0%	20.9%	22.4%	%总资产	65.1%	69.5%	70.0%	71.4%	77.7%	78.8%
营业税金及附加	-12	-7	-3	-5	-5	-7	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.5%	0.8%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	固定资产	401	412	494	620	799	874
销售费用	-15	-13	-13	-17	-32	-55	%总资产	28.2%	24.4%	24.6%	25.1%	20.0%	19.0%
%销售收入	1.8%	1.5%	1.5%	1.1%	1.2%	1.5%	无形资产	82	79	81	87	93	100
管理费用	-76	-95	-34	-32	-55	-74	非流动资产	495	515	602	707	892	974
%销售收入	9.5%	11.6%	3.8%	2.1%	2.0%	2.0%	%总资产	34.9%	30.5%	30.0%	28.6%	22.3%	21.2%
研发费用	0	0	-50	-50	-69	-85	资产总计	1,421	1,687	2,005	2,473	3,995	4,589
%销售收入	0.0%	0.0%	5.7%	3.4%	2.5%	2.3%	短期借款	327	437	716	846	655	737
息税前利润 (EBIT)	122	101	59	135	412	605	应付款项	198	175	230	364	685	862
%销售收入	15.2%	12.4%	6.7%	9.0%	15.0%	16.4%	其他流动负债	47	27	25	43	114	170
财务费用	-33	-30	-44	-60	-66	-66	流动负债	572	638	971	1,253	1,453	1,768
%销售收入	4.2%	3.6%	5.0%	4.0%	2.4%	1.8%	长期贷款	320	55	30	165	165	165
资产减值损失	-7	-1	-12	3	-17	-14	其他长期负债	74	112	118	123	134	145
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	966	805	1,119	1,541	1,752	2,078
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	450	878	882	928	2,240	2,508
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	60	80	80	104	125	125
营业利润	82	91	29	90	329	525	未分配利润	312	385	384	431	598	866
营业利润率	10.2%	11.1%	3.3%	6.0%	12.0%	14.3%	少数股东权益	5	5	4	3	3	3
营业外收支	7	4	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,421	1,687	2,005	2,473	3,995	4,589
税前利润	89	95	29	90	329	525	比率分析						
利润率	11.1%	11.6%	3.2%	6.0%	12.0%	14.3%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-17	-13	-1	-13	-49	-79	每股指标						
所得税率	19.1%	13.4%	4.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.214	1.028	0.346	0.744	2.239	3.574
净利润	72	82	27	76	279	446	每股净资产	7.498	10.973	11.020	11.600	21.748	24.347
少数股东损益	-1	0	0	-1	0	0	每股经营现金净流	-0.034	-1.763	-1.095	-0.266	-0.231	2.700
归属于母公司的净利润	73	82	28	77	279	446	每股股利	0.000	0.300	0.040	0.030	0.040	0.040
净利率	9.1%	10.1%	3.1%	5.2%	10.2%	12.1%	回报率						
							净资产收益率	16.19%	9.36%	3.14%	8.34%	12.47%	17.79%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.13%	4.87%	1.38%	3.13%	6.99%	9.72%
净利润	72	82	27	76	279	446	投入资本收益率	8.96%	6.38%	3.46%	5.90%	11.43%	15.06%
少数股东损益	-1	0	0	-1	0	0	增长率						
非现金支出	27	35	49	37	69	75	主营业务收入增长率	20.10%	2.14%	7.99%	68.71%	84.25%	34.07%
非经营收益	33	24	38	64	58	54	EBIT增长率	1.16%	-17.06%	-41.53%	127.70%	205.73%	46.81%
营运资金变动	-134	-281	-202	-198	-430	-297	净利润增长率	-9.78%	12.89%	-66.31%	179.53%	260.85%	59.66%
经营活动现金净流	-2	-141	-88	-21	-24	278	总资产增长率	64.24%	18.79%	18.82%	23.32%	61.58%	14.87%
资本开支	-178	-66	-75	-154	-237	-143	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	115.9	122.4	132.9	145.0	130.0	120.0
其他	36	45	0	0	0	0	存货周转天数	96.6	139.6	177.4	165.0	150.0	140.0
投资活动现金净流	-142	-21	-75	-154	-237	-143	应付账款周转天数	95.9	109.5	98.9	86.0	95.0	90.0
股权募资	0	360	0	0	1,144	0	固定资产周转天数	158.3	167.5	165.2	112.9	74.7	54.9
债权募资	336	-190	242	270	-181	93	偿债能力						
其他	36	-1	-103	-86	-169	-233	净负债/股东权益	67.64%	14.78%	40.17%	65.82%	-5.01%	-1.04%
筹资活动现金净流	372	170	139	183	794	-139	EBIT利息保障倍数	3.7	3.4	1.3	2.2	6.2	9.2
现金净流量	228	7	-24	8	534	-4	资产负债率	68.00%	47.71%	55.83%	62.34%	43.85%	45.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	4	10
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.20	1.09

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH