

## 产品结构改善，盈利能力进一步提升

### ⑤ 收入小幅增长，利润增长明显

2015年1-6月，公司实现营业收入9.73亿元，同比小幅增长0.75%；实现归属于上市公司股东的净利润8996万元，同比增长21.62%；扣非后股归属于上市公司股东的净利润同比增长26.7%；实现每股收益0.15元。公司同时预计2015年1-9月归属于上市公司股东的净利润变化幅度为同比增长10%-30%。

### ⑤ 原油价格持续低迷、锂电池隔膜规模化效应初显，毛利率提升明显

上半年公司综合毛利率为23%，同比提升4个百分点，我们认为主要原因有两个方面，一是公司传统优势产品PE管道塑料制品受益于原油价格的低迷，成本有所下降，该业务毛利率同比提升5.6个百分点；二是公司锂电池隔膜项目规模效应开始显现，毛利率同比提升8.27个百分点。同时由于公司锂电池隔膜毛利率较高，该业务收入同比增长49%，使得公司高毛利产品收入、利润占比提高，产品结构得到改善，最终使得公司上半年利润增速明显高于收入增速。公司同时公告称，将投资建设年产6000万平米湿法锂电池隔膜项目，将成为公司未来业绩的重要增长点。

### ⑤ 盈利预测及估值

我们看好公司锂电池隔膜项目的前景，预计2015-2017年公司每股收益分别为0.35元、0.45元和0.51元，以昨日收盘价计算，对应的动态市盈率为44倍、34倍和30倍，首次给予公司“推荐”评级。

### ⑤ 风险提示

1、在建项目进度不达预期风险；2、原油价格波动风险；3、新能源汽车政策风险。

图表：盈利预测简表

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	1,983.0	2,090.0	2,408.0	2,618.0	2,825.1
同比增长(+/-%)	12.5%	5.4%	15.2%	8.7%	7.9%
归属净利润（百万元）	149.4	167.1	216.5	277.1	318.3
同比增长(+/-%)	22.7%	11.9%	29.5%	28.0%	14.9%
每股收益（元）	0.44	0.46	0.35	0.45	0.51
PE	35	33	44	34	30
PB	4.46	3.28	2.91	2.67	2.44

## 推荐（首次）

### 市场表现 截至 2015.8.20



### 市场数据 2015-8-20

A股收盘价（元）	15.37
一年内最高价（元）	19.59
一年内最低价（元）	7.66
上证指数	3,794.11
市净率	5.7
总股本（万股）	61,846
实际流通A股（万股）	57,826
限售流通A股（万股）	4,019
流通A股市值（亿元）	88.9

分析师：丁思德

执业证书号：S1490515070002

电话：010-58566865

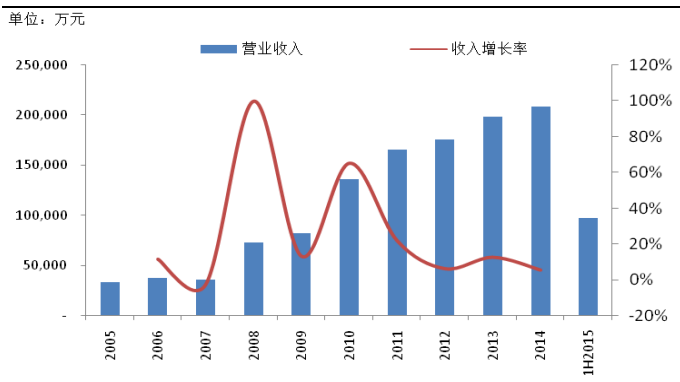
邮箱：dingside@hrsec.com.cn

## 一、细分行业龙头，优势有望保持

公司是国内最大的 PE 燃气、给水用管材和管件生产基地之一，产品种类和规格配套齐全，同时也是国内最大的 BOPA 薄膜制造企业之一，是国内第一家通过自主研发全面掌握 BOPA 薄膜同步双向拉伸工艺的企业。从 2012 年开始，公司锂电池隔膜业务也开始逐步贡献收益。

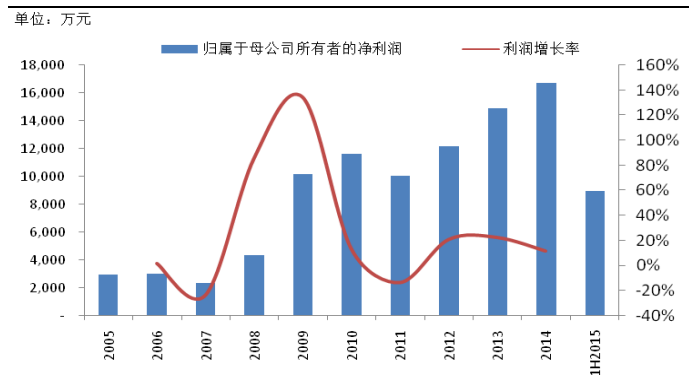
我们统计了 2005 年以来公司收入、利润数据，结果显示，2005 年至今，公司收入、利润均保持了增长态势，收入年均复合增长率为 20%，净利润年均复合增长率为 19%。公司主要原料来自于原油，近一年来，国际油价持续低迷，公司成本下降明显，2015 年上半年 PE 管道塑料业务毛利率提升明显，我们预计短期内国际油价还将持续低迷，公司有望充分受益。同时作为 PE 燃气管道和 BOPA 薄膜的细分行业龙头，公司规模优势有望继续保持。

图表1 公司历年收入及增速情况



数据来源：wind，华融证券整理

图表2 公司历年利润及增速情况



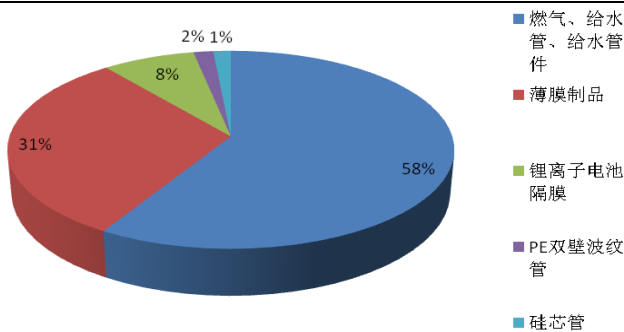
数据来源：wind，华融证券整理

## 二、收入结构改善明显

2015 年上半年 58% 的收入来自于 PE 管道塑料、31% 的收入来自于薄膜制品、8% 的收入来自于锂电池隔膜材料、3% 的收入来自于其他业务；毛利构成方面，60% 的毛利来自于 PE 管道塑料、15% 的毛利来自于薄膜制品、22% 的毛利来自于锂电池隔膜材料、3% 的毛利来自于其他业务。

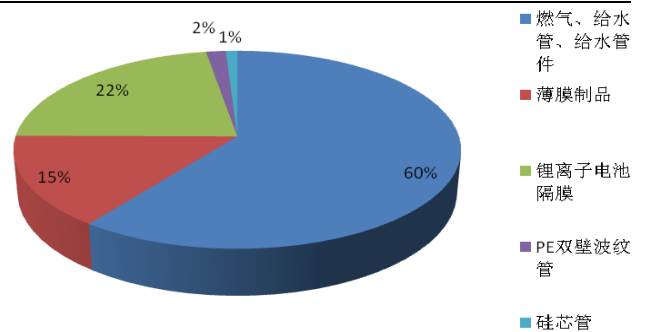
从收入、利润结构上看，锂电池隔膜毛利率较高，因此虽然该业务收入占比仅为 8%，但毛利占比达 22%，表明该业务盈利能力较强。

图表3 2015年上半年收入构成



数据来源: wind, 华融证券整理

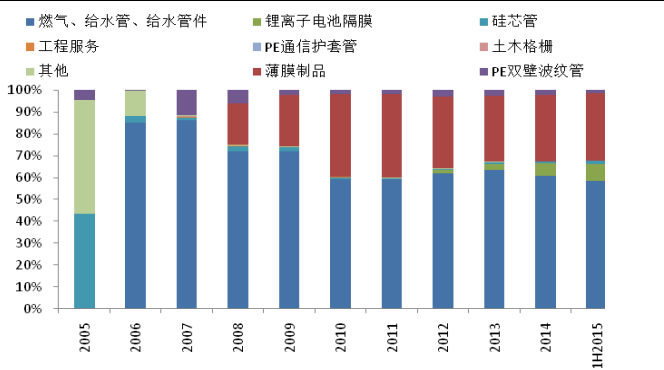
图表4 2015年上半年毛利构成



数据来源: wind, 华融证券整理

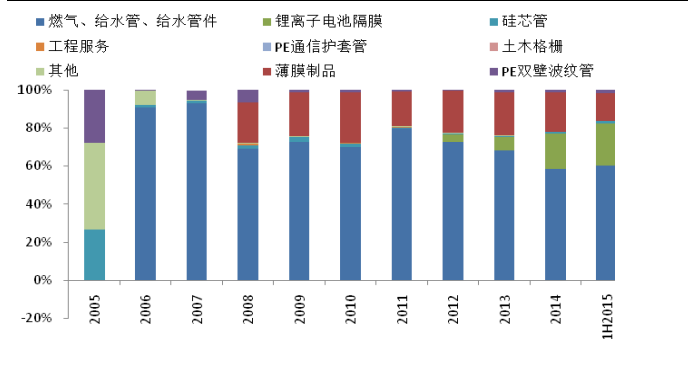
我们也统计了公司历年的收入结构,可以看出自 2012 年锂电池隔膜开始贡献收益以来,该业务的收入、毛利占比逐年提高,2012 年锂电池隔膜业务收入占比为 1.48%,毛利占比为 4.03%,到 2015 年中期,锂电池隔膜业务收入占比提高至 8%,毛利占比提高至 22%。

图表5 历年收入占比变化情况



数据来源: wind, 华融证券整理

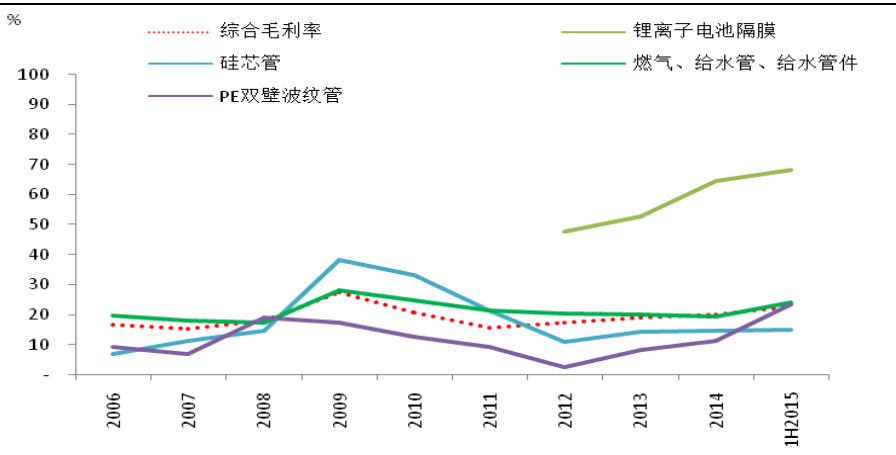
图表6 历年毛利占比变化情况



数据来源: wind, 华融证券整理

公司目前的干法锂电池隔膜主要用于动力电池,即新能源汽车领域,公司产品已经进入主流新能源汽车供货渠道,锂电池隔膜产品附加值较高,相应的毛利率也较高,2012 年公司锂电池隔膜业务毛利率为 28%,2015 年中期毛利率提升至 68%,从历史数据看,显著高于公司其他业务毛利率及综合毛利率,高毛利率产品占比的提高使得公司产品结构显著改善。

图表 7: 公司各产品毛利率变化情况



数据来源: wind, 华融证券整理

### 三、拟投资建设年产 6000 万平米湿法锂电池隔膜项目

公司在公布 2015 年半年报的同时还公告称, 全资子公司德州东鸿制膜科技有限公司将投资 3.2 亿元建设年产 6000 万平米湿法锂离子电池隔膜项目。目前国内湿法隔膜的需求量在 3.5 亿平米左右, 国产隔膜仅能提供不足 1.5 亿平米, 国产化替代空间非常巨大, 未来几年国内传统锂电隔膜市场 (手机、笔记本电脑等) 需求将以 20-30% 的速度高速增长, 而新能源汽车、风电、太阳能等产业所用的动力及储能电池在 2016 年的用量将会是 2013 年的 7 倍, 公司该项目的前景值得期待。

该项目计划建设周期为 2 年, 届时公司锂电池隔膜产能结构将进一步优化, 产品覆盖电子产品及动力电池领域, 项目建成后预计每年将实现销售收入 2.88 亿元。

### 四、盈利预测及估值

我们看好公司锂电池隔膜项目的前景, 预计 2015-2017 年公司每股收益分别为 0.35 元、0.45 元和 0.51 元, 以昨日收盘价计算, 对应的动态市盈率为 44 倍、34 倍和 30 倍, 首次给予公司“推荐”评级。

### 五、风险提示

- 1、在建项目进度不达预期风险;
- 2、原油价格波动风险;
- 3、新能源汽车

政策风险。

### 盈利预测表:

资产负债表					
单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1,324.4</b>	<b>1,527.9</b>	<b>1,704.7</b>	<b>1,864.2</b>	<b>2,178.0</b>
现金	218.1	436.0	447.4	496.0	715.0
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	262.6	334.5	342.5	383.6	416.3
应收款项	556.8	501.7	614.9	666.3	713.0
其他应收款	15.3	4.6	9.7	10.6	10.5
存货	235.9	199.2	238.8	255.0	267.4
其他	264.3	365.6	358.2	402.1	436.1
<b>非流动资产</b>	<b>821.8</b>	<b>991.2</b>	<b>1,114.3</b>	<b>1,242.0</b>	<b>1,339.7</b>
长期股权投资	43.7	8.2	25.9	23.0	21.5
固定资产	604.4	633.3	742.3	806.3	845.8
无形资产	67.3	88.5	92.0	101.5	112.0
其他	106.3	261.3	254.1	311.2	360.4
<b>资产总计</b>	<b>2,146.2</b>	<b>2,519.1</b>	<b>2,819.0</b>	<b>3,106.2</b>	<b>3,517.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>767.8</b>	<b>765.4</b>	<b>874.8</b>	<b>990.4</b>	<b>1,201.8</b>
短期负债	563.7	501.2	608.4	708.9	903.1
应付账款	116.3	172.8	169.0	182.7	197.2
预收账款	18.7	15.9	23.5	23.5	25.5
其他	30.5	33.7	16.2	14.8	13.7
<b>长期负债</b>	<b>178.5</b>	<b>126.7</b>	<b>114.5</b>	<b>118.7</b>	<b>125.0</b>
长期借款	148.0	93.0	98.3	103.8	111.3
其他	30.5	33.7	16.2	14.8	13.7
<b>负债合计</b>	<b>907.8</b>	<b>850.3</b>	<b>931.5</b>	<b>1,048.6</b>	<b>1,264.5</b>
股本	340.2	363.8	618.5	618.5	618.5
资本公积金	330.2	632.4	450.5	450.5	450.5
留存收益	500.9	600.0	725.5	888.4	1,077.1
少数股东权益	28.7	30.8	34.3	38.5	43.2
母公司所有者权益	1,171.2	1,596.2	1,794.5	1,957.4	2,146.1
<b>负债及权益合计</b>	<b>2,146.2</b>	<b>2,519.1</b>	<b>2,819.0</b>	<b>3,106.2</b>	<b>3,517.6</b>
<b>现金流量表</b>					
单位: 百万元					
<b>经营活动现金流</b>	<b>-20.2</b>	<b>319.6</b>	<b>244.4</b>	<b>372.4</b>	<b>466.1</b>
净利润	151.9	169.3	218.9	279.9	321.7
折旧摊销	66.3	93.1	120.7	147.6	174.5
财务费用	19.9	40.9	35.7	38.8	46.3
投资收益	-6.5	-4.6	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-258.6	64.9	-158.9	-93.5	-76.6
其他	6.7	-43.9	27.9	-0.3	0.2
<b>投资活动现金流</b>	<b>121.9</b>	<b>292.4</b>	<b>238.6</b>	<b>248.6</b>	<b>244.9</b>
资本支出	116.9	312.6	243.8	261.6	258.9
其他投资	5.0	-20.2	-5.2	-13.0	-14.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>15.9</b>	<b>96.7</b>	<b>-53.5</b>	<b>-167.3</b>	<b>-110.6</b>
借款变动	176.0	-62.5	107.2	100.5	194.3
普通股增加	0.0	23.6	254.7	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	302.3	-181.9	0.0	0.0
股利分配	-61.2	-68.0	-90.9	-114.2	-129.6
其他	-98.9	-98.6	-142.4	-153.6	-175.3

利润表					
单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,983.0	2,090.0	2,408.0	2,618.0	2,825.1
营业成本	1,607.2	1,668.9	1,899.0	2,006.1	2,133.0
营业税金及附加	6.0	12.5	11.3	12.7	14.1
营业费用	100.3	99.6	107.7	117.9	128.2
管理费用	48.5	54.9	61.7	67.9	73.1
财务费用	19.9	40.9	35.7	38.8	46.3
资产减值损失	8.7	-1.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	6.5	4.6	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>198.8</b>	<b>218.7</b>	<b>292.7</b>	<b>374.7</b>	<b>430.3</b>
营业外收入	6.7	8.3	0.0	0.0	0.0
营业外支出	1.5	0.5	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>204.1</b>	<b>226.5</b>	<b>292.7</b>	<b>374.7</b>	<b>430.3</b>
所得税	52.2	57.2	73.8	94.7	108.7
<b>净利润</b>	<b>151.9</b>	<b>169.3</b>	<b>218.9</b>	<b>279.9</b>	<b>321.7</b>
少数股东权益	2.6	2.2	3.4	4.2	4.8
归属母公司所有者净利润	149.4	167.1	216.5	277.1	318.3
EPS (元)	0.44	0.46	0.35	0.45	0.51

### 主要财务比率

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	12.5%	5.4%	15.2%	8.7%	7.9%
营业利润	27.4%	10.0%	33.9%	28.0%	14.9%
净利润	22.7%	11.9%	29.5%	28.0%	14.9%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	18.9%	20.1%	21.1%	23.4%	24.5%
净利率	7.5%	8.0%	9.0%	10.6%	11.3%
ROE	12.8%	10.5%	12.1%	14.2%	14.8%
ROIC	13.1%	14.9%	16.0%	18.2%	19.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.1%	35.4%	35.1%	35.7%	37.7%
流动比率	1.72	2.00	1.95	1.88	1.81
速动比率	1.42	1.74	1.68	1.62	1.59
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.01	0.90	0.90	0.88	0.85
存货周转率	8.34	7.67	8.67	8.13	8.17
应收账款周转率	3.97	3.95	4.31	4.09	4.10
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.44	0.46	0.35	0.45	0.51
每股经营现金	-0.06	0.94	0.72	1.09	1.37
每股净资产	3.44	4.69	5.28	5.75	6.31
每股股利	-	-	-	-	-
<b>估值比率</b>					
PE	35.00	33.46	43.91	34.31	29.86
PB	4.46	3.28	2.91	2.67	2.44

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

丁思德，在此声明，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)