

巩固传统主业，重点发展锂电池隔膜

推荐（维持）

⑤ 利润增速高于收入增速

2015 年年报显示，公司实现营业收入 21.75 亿元，同比增长 4.08%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.15 亿元，同比增长 28.44%；实现每股收益 0.35 元。分红预案为每 10 股派发现金红利 1.60 元（含税）。

⑤ 高毛利产品占比提升，综合盈利能力增强

公司主营 PE 管道、BOPA 薄膜和锂离子电池隔膜产品，PE 管道和 BOPA 薄膜产能和技术均位居国内前列，是公司传统优势主业。2009 年公司开始进军锂电池隔膜产业，经过多年发展，成为国内少数几家能够规模化生产干法和湿法隔膜的生产企业。数据显示，2015 年公司锂电池隔膜毛利率高达 68.03%，同比提升 3.41 个百分点。收入占比方面，锂电池占公司 2015 年收入的 8%，而毛利占比却达到 23%。高毛利的锂电池隔膜收入占比的提升，有效优化了公司产品结构，2015 年综合毛利率提升 3.79 个百分点。

⑤ 2016 年锂电池隔膜销量有望翻倍增长

年报显示，2015 年公司锂电池隔膜销量为 595.23 吨，同比增长 52.27%，按照 7 万平米隔膜重 1 吨粗略计算，公司 2015 年锂电池隔膜销量换算成平米大概为 4167 万平米，目前公司有年产 6000 万平米湿法隔膜产能在建，预计将于 2016 年投产。同时公司制定的 2016 年隔膜销量目标为 9000 万平米，根据我们的测算，2016 年公司锂电池隔膜销量有望翻番。公司同时预计 PE 管道销量为 9.5 万吨、BOPA 薄膜销量为 3.3 万吨，与 2015 年相比有小幅提升。预计公司未来两年业绩增长主要来自于锂电池隔膜产销量的增长。

⑤ 盈利预测及估值

公司目前有年产 6000 万吨隔膜在建，同时计划增发用于年产 1.05 亿平米隔膜项目，假设公司各在建产能顺利建成投产，我们暂预计 2016-2018 年公司每股收益分别为 0.47 元、0.62 元和 0.84 元，以昨日收盘价计算，对应的动态市盈率为 26 倍、20 倍和 15，维持公司“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。

市场表现 截至 2016.2.29



市场数据 2016-2-29

| | |
|---------------|----------|
| A 股收盘价 (元) | 12.42 |
| 一年内最高价 (元) | 22.55 |
| 一年内最低价 (元) | 8.00 |
| 上证指数 | 2,687.98 |
| 市净率 | 4.3 |
| 总股本 (万股) | 61,846 |
| 实际流通 A 股 (万股) | 61,444 |
| 限售流通 A 股 (万股) | 402 |
| 流通 A 股市值 (亿元) | 76.3 |

分析师：丁思德

执业证书号：S1490515070002

电话：010-85556179

邮箱：dingside@hrsec.com.cn

盈利预测表:
资产负债表

| 单位: 百万元 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 1,324.4 | 1,527.9 | 1,323.6 | 1,656.9 | 1,837.0 | 2,236.6 |
| 现金 | 218.1 | 436.0 | 156.8 | 340.5 | 366.9 | 567.6 |
| 交易性投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应收票据 | 262.6 | 334.5 | 196.4 | 301.2 | 330.1 | 367.2 |
| 应收款项 | 556.8 | 501.7 | 628.0 | 677.4 | 766.5 | 885.7 |
| 其他应收款 | 15.3 | 4.6 | 53.5 | 35.8 | 44.4 | 54.0 |
| 存货 | 235.9 | 199.2 | 218.7 | 239.7 | 260.4 | 288.5 |
| 其他 | 264.3 | 365.6 | 229.8 | 328.9 | 360.7 | 397.6 |
| 非流动资产 | 821.8 | 991.2 | 1,111.9 | 1,268.1 | 1,366.5 | 1,445.2 |
| 长期股权投资 | 43.7 | 8.2 | 8.2 | 14.1 | 11.1 | 11.6 |
| 固定资产 | 604.4 | 633.3 | 788.1 | 972.0 | 1,077.3 | 1,162.6 |
| 无形资产 | 67.3 | 88.5 | 80.4 | 74.0 | 73.9 | 72.1 |
| 其他 | 106.3 | 261.3 | 235.2 | 208.0 | 204.2 | 198.8 |
| 资产总计 | 2,146.2 | 2,519.1 | 2,435.5 | 2,925.0 | 3,203.5 | 3,681.8 |
| 流动负债 | 767.8 | 765.4 | 609.5 | 1,271.8 | 1,254.8 | 1,295.3 |
| 短期负债 | 563.7 | 501.2 | 363.0 | 1,003.3 | 962.5 | 981.5 |
| 应付账款 | 116.3 | 172.8 | 158.3 | 173.7 | 194.3 | 212.1 |
| 预收账款 | 18.7 | 15.9 | 18.2 | 20.7 | 23.1 | 26.6 |
| 其他 | 30.5 | 33.7 | 34.2 | 9.1 | 7.2 | 7.9 |
| 长期负债 | 178.5 | 126.7 | 34.2 | -18.2 | -49.7 | -85.5 |
| 长期借款 | 148.0 | 93.0 | 0.0 | -27.2 | -56.9 | -93.4 |
| 其他 | 30.5 | 33.7 | 34.2 | 9.1 | 7.2 | 7.9 |
| 负债合计 | 907.8 | 850.3 | 607.8 | 1,188.5 | 1,137.5 | 1,142.6 |
| 股本 | 340.2 | 363.8 | 618.5 | 618.5 | 618.5 | 618.5 |
| 资本公积金 | 330.2 | 632.4 | 449.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 留存收益 | 500.9 | 600.0 | 723.7 | 1,016.8 | 1,340.5 | 1,810.2 |
| 少数股东权益 | 28.7 | 30.8 | 0.0 | 2.6 | 5.5 | 9.3 |
| 母公司所有者权益 | 1,171.2 | 1,596.2 | 1,791.8 | 1,635.3 | 1,959.0 | 2,428.7 |
| 负债及权益合计 | 2,146.2 | 2,519.1 | 2,435.5 | 2,893.4 | 3,171.9 | 3,650.2 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | -41.3 | 290.0 | 258.1 | 351.1 | 439.6 | 544.0 |
| 净利润 | 151.9 | 169.3 | 215.4 | 293.7 | 384.1 | 522.9 |
| 折旧摊销 | 45.2 | 63.4 | 82.9 | 102.1 | 121.1 | 140.3 |
| 财务费用 | 19.9 | 40.9 | 50.0 | 57.5 | 62.0 | 52.3 |
| 投资收益 | -6.5 | -4.6 | -4.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营运资金变动 | -258.6 | 64.9 | -78.3 | -128.6 | -127.5 | -174.5 |
| 其他 | 6.7 | -43.9 | -7.5 | 26.4 | -0.2 | 3.1 |
| 投资活动现金流 | 121.9 | 292.4 | 202.6 | 229.1 | 212.3 | 217.6 |
| 资本支出 | 116.9 | 312.6 | 193.6 | 224.7 | 215.7 | 219.5 |
| 其他投资 | 5.0 | -20.2 | 8.9 | 4.4 | -3.4 | -1.9 |
| 筹资活动现金流 | 15.9 | 96.7 | -311.6 | -75.2 | -222.6 | -137.6 |
| 借款变动 | 176.0 | -62.5 | -138.2 | 640.3 | -40.7 | 19.0 |
| 普通股增加 | 0.0 | 23.6 | 254.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资本公积增加 | 0.0 | 302.3 | -182.7 | -449.7 | 0.0 | 0.0 |
| 股利分配 | -61.2 | -68.0 | -90.9 | 0.0 | -59.8 | -51.8 |
| 其他 | -98.9 | -98.6 | -154.4 | -265.7 | -122.1 | -104.8 |

利润表

| 单位: 百万元 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1,983.0 | 2,090.0 | 2,175.3 | 2,498.3 | 2,819.9 | 3,227.6 |
| 营业成本 | 1,607.2 | 1,668.9 | 1,654.4 | 1,839.3 | 2,016.5 | 2,218.8 |
| 营业税金及附加 | 6.0 | 12.5 | 10.1 | 12.1 | 14.0 | 15.7 |
| 营业费用 | 100.3 | 99.6 | 109.0 | 123.4 | 139.1 | 159.7 |
| 管理费用 | 48.5 | 54.9 | 74.5 | 84.9 | 92.5 | 107.9 |
| 财务费用 | 19.9 | 40.9 | 50.0 | 57.5 | 62.0 | 52.3 |
| 资产减值损失 | 8.7 | -1.0 | 14.1 | 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 | 0.0 |
| 投资收益 | 6.5 | 4.6 | 4.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营业利润 | 198.8 | 218.7 | 267.4 | 381.1 | 495.7 | 673.1 |
| 营业外收入 | 6.7 | 8.3 | 10.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营业外支出 | 1.5 | 0.5 | 7.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 利润总额 | 204.1 | 226.5 | 271.0 | 381.1 | 495.7 | 673.1 |
| 所得税 | 52.2 | 57.2 | 55.6 | 87.4 | 111.6 | 150.3 |
| 净利润 | 151.9 | 169.3 | 215.4 | 293.7 | 384.1 | 522.9 |
| 少数股东权益 | 2.6 | 2.2 | 0.8 | 2.6 | 2.9 | 3.8 |
| 归属母公司所有者净利润 | 149.4 | 167.1 | 214.6 | 293.1 | 383.5 | 521.5 |
| EPS (元) | 0.44 | 0.46 | 0.35 | 0.47 | 0.62 | 0.84 |

主要财务比率

| 单位: 百万元 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 同比增长率 | | | | | | |
| 营业收入 | 12.5% | 5.4% | 4.1% | 14.8% | 12.9% | 14.5% |
| 营业利润 | 27.4% | 10.0% | 22.3% | 42.5% | 30.1% | 35.8% |
| 净利润 | 22.7% | 11.9% | 28.4% | 36.6% | 30.8% | 36.0% |
| 盈利能力 | | | | | | |
| 毛利率 | 18.9% | 20.1% | 23.9% | 26.4% | 28.5% | 31.3% |
| 净利率 | 7.5% | 8.0% | 9.9% | 11.7% | 13.6% | 16.2% |
| ROE | 12.8% | 10.5% | 12.0% | 17.9% | 19.6% | 21.5% |
| ROIC | 13.1% | 14.9% | 16.4% | 19.6% | 22.6% | 26.7% |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 资产负债率 | 44.1% | 35.4% | 26.4% | 43.3% | 38.0% | 33.1% |
| 流动比率 | 1.72 | 2.00 | 2.17 | 1.30 | 1.46 | 1.73 |
| 速动比率 | 1.42 | 1.74 | 1.81 | 1.11 | 1.26 | 1.50 |
| 营运能力 | | | | | | |
| 资产周转率 | 1.01 | 0.90 | 0.88 | 0.93 | 0.92 | 0.94 |
| 存货周转率 | 8.34 | 7.67 | 7.92 | 8.03 | 8.06 | 8.08 |
| 应收账款周转率 | 3.97 | 3.95 | 3.85 | 3.83 | 3.91 | 3.91 |
| 每股资料 (元) | | | | | | |
| 每股收益 | 0.44 | 0.46 | 0.35 | 0.47 | 0.62 | 0.84 |
| 每股经营现金 | -0.12 | 0.85 | 0.76 | 1.03 | 1.29 | 1.60 |
| 每股净资产 | 3.44 | 4.69 | 5.27 | 4.81 | 5.76 | 7.14 |
| 每股股利 | - | - | - | - | - | - |
| 估值比率 | | | | | | |
| PE | 28.29 | 27.04 | 35.79 | 26.20 | 20.03 | 14.73 |
| PB | 3.61 | 2.65 | 2.36 | 2.58 | 2.16 | 1.74 |

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：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 15 层 (100020)

传真：010-85556304

网址：www.hrsec.com.cn