鸿图隔膜(835844)　锂电池隔膜生产商　产品定位高端

基本数据

2017 年 5 月 23 日	
成交价(元)	-
总股本(万股)	3853
流通股本(万股)	1674
总市值(亿元)	-
每股净资产(元)	2.31
PB(倍)	-

财务指标

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	26.48	65.79	106.95	149.73	194.65
净利润(百万元)	4.31	8.01	23.94	38.96	52.15
毛利率	15.3%	38.5%	49.4%	49.4%	49.4%
净利率	16.3%	12.2%	22.4%	26.0%	26.8%
ROE	7.5%	13.1%	31.1%	36.0%	33.9%
EPS(元)	0.11	0.21	0.62	1.01	1.35

锂离子电池隔膜生产商。2012 年以来，公司致力于高端湿法锂离子电池隔膜的研发生产，已研发出 20 余种规格产品，包括锂离子电池 PE 膜、锂离子电池陶瓷隔膜。公司收入主要来源于锂离子电池隔膜的销售。

隔膜产能扩张进度将慢于预期。隔膜行业虽然处在加速扩产的过程中，但由于精细化工产品的特殊性，新产线产品良率往往不达预期，需要长时间调试；同时，隔膜下游电芯客户较为固定，隔膜企业扩产节奏会匹配下游电芯厂扩产节奏，所以隔膜供需较为紧张的局面到 2020 年才有望缓解，得到下游客户认可同时具备扩产速度优势的企业将脱颖而出。

另外，湿法隔膜已经能够替代进口隔膜进入消费及动力锂电领域，未来 3 年内有望实现全部替代。

产品已实现进口替代。公司已研发出 20 余种规格产品，覆盖 5 微米厚度至 25 微米厚度的高低孔隙率的产品以及涂覆 2-4 微米的单双面陶瓷产品，其中，在 5 微米级薄膜技术方面处于国内领先地位，公司产品定位高端，已经实现替代进口。

继续扩大生产规模。公司未来三年发展目标是成为锂电池湿法隔膜制造行业的龙头企业，以锂电池隔膜制造产品为核心，拓展国内电池行业市场；继续扩大生产规模，建设三期、四期工程项目。

盈利预测

预测公司 2017-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 3896 万元、5215 万元，每股收益分别为 1.01、1.35 元。

风险提示

原料价格波动风险，应收账款坏账风险。

研究员　王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117

目　录

风险分析 1
锂离子电池隔膜生产企业 2
隔膜需求高增长，产能扩张慢于预期 3
采用迁进湿法工艺，产品性能获下游厂商认证 4
盈利能力提升，计划建设三、四期工程 5
盈利预测 7

图表目录

图表 1　公司高管变动情况 1
图表 2　公司主要产品 2
图表 3　2016 年末股东持股情况 2
图表 4　公司核心技术人员简介 4
图表 5　公司收入、利润及增长情况 5
图表 6　公司收入构成 5
图表 7　公司利润率与费用率情况 6
图表 8　公司盈利预测 7

■ 风险分析

● 控制人与管理层

公司控股股东、实际控制人张汉鸿质押 1000 万股，占公司总股本 25.96%。质押期限为 2017 年 4 月 25 日起至 2017 年 11 月 10 日止。质押股份用于西藏信托有限公司流动资金借款，质押权人为西藏信托有限公司，质押权人与质押股东不存在关联关系。公司向西藏信托有限公司流动资金借款 5100 万元，期限六个月。

图表 1 公司高管变动情况

日期	原任	新任
2016 年 8 月	监事付来辞职	徐世杰
2016 年 8 月	-	任命付来为副总经理

资料来源：choice

● 行业与公司经营

原料价格波动风险。锂离子电池隔膜生产所需的主要原材料成本占产品成本的 20%，而主要原材料聚乙烯成本占主要原材料成本的 60%左右，聚乙烯属于石油化工行业产品，随着国际原油价格的缓慢回升，在一定程度上影响公司毛利率水平，且公司目前聚乙烯主要依赖于韩国进口，面对风云变幻的国际关系，主要原材料聚乙烯价格波动会对经营成果造成不利影响而引致的相关风险。

市场竞争风险。目前行业毛利率水平相对较高，现阶段低端隔膜产品因竞争激烈导致价格下降，而高端隔膜产品的价格仍保持相对稳定，但国内湿法隔膜生产厂商扩大产能，新建生产线，干法隔膜厂家也开始逐步进入湿法市场，一旦产能释放出来，进入市场势必会造成市场竞争加剧。

● 财务

应收账款产生的坏账风险。2016 年末，公司应收账款为 6398.7 万元，占占期末总资产的 16.49%。公司的主要客户为天津力神电池股份公司、深圳旭冉电子科技有限公司等客户均能按照约定支付货款，公司账龄 1 年以内的应收账款余额占各期末应收账款余额的比例均保持在 90%以上，且公司已经按照会计政策计提了坏账准备，虽然公司应收账款坏账风险很小，但公司目前应收账款金额较高，若到期有较大的应收账款不能及时收回，则可能给公司经营带来一定的风险。

■ 锂离子电池隔膜生产企业

公司是锂离子电池隔膜生产商，2012 年以来致力于高端湿法锂离子电池隔膜的研发生产，已研发出 20 余种规格产品，包括锂离子电池 PE 膜、锂离子电池陶瓷隔膜。公司收入主要来源于锂离子电池隔膜的销售。

图表 2 公司主要产品

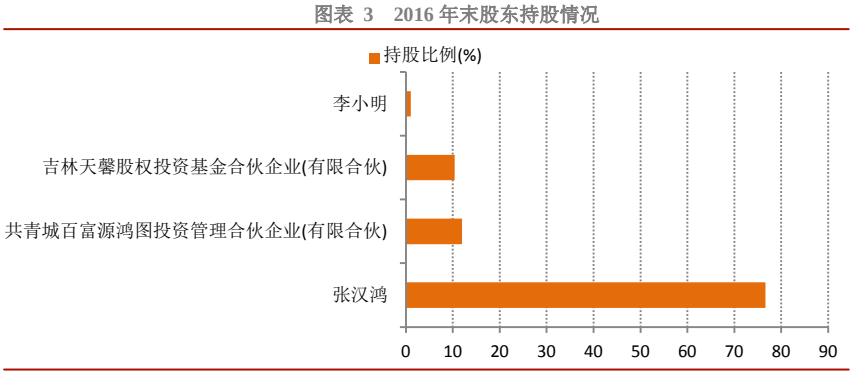
类别	产品	图示
锂离子电池 PE 隔膜	5 微米低孔隙率隔膜、20 微米低孔隙率隔膜等，用于 3C 类和动力电池。	
陶瓷涂覆隔膜	7 微米隔膜+3 微米陶瓷膜、20 微米隔膜+4 微米陶瓷膜等，用于 3C 类和动力电池。	
锌锰电池用隔膜-浆层纸	有汞、无汞，主要用于锌锰电池。	

资料来源：公开转让说明书

公司主要客户有天津力神电池股份有限公司、江苏智航新能源有限公司、深圳市旭冉电子有限公司等，公司产品主要应用在手机电池、笔记本电脑电池、电动工具电池、新能源汽车用动力电池等产品中。

公司目前主要采取直接销售和代理销售相结合的模式进行产品销售，对于天津力神电池股份有限公司、江苏智航新能源有限公司等大中型客户以直销方式为主，小型客户以代理销售为主。主要客户集中在华北、华东、华南，因此公司在天津、南京、深圳下设办事处，以便快速响应客户需求。

图表 3 2016 年末股东持股情况



数据来源：choice

公司控股股东为张汉鸿，持有公司 76.65%的股份。 张汉鸿，1964 年生，清华大学 EMBA。曾于辽源市汽车电器厂任技术员；辽源市真空电镀厂副厂长；

辽源市轻工材料厂厂长；辽源市鸿图变性淀粉有限公司董事长兼总经理；现任辽源鸿图锂电隔膜科技股份有限公司董事长兼总经理。

■ 隔膜需求高增长，产能扩张慢于预期

● 新能源汽车发展拉动隔膜需求

2016 年，新能源车销量为 55 万辆，对比 2015 年将增长 70%。从隔膜需求来看，1GWH 电池对应消耗隔膜大约 2000 万平米，电池需求的爆发对应未来隔膜空间巨大。而新能源汽车销量增长所带动的动力电池需求是锂电材料市场增长的最大动力，由此带动隔膜尤其是中高端湿法隔膜的增长也会极为迅猛。

根据《节能与新能源汽车产业发展规划（2012－2020 年）》，2020 年我国要完成 500 万辆新能源汽车产销量目标，到 2020 年保守估计新能源汽车复合增长率将在 40%以上。

● 隔膜行业产能扩张慢于预期

隔膜行业总体产能扩张进度将慢于预期，供求紧张的格局或持续到 2020 年。隔膜行业虽然处在加速扩产的过程中，但由于：1）隔膜精细化工产品的特殊性，新产线产品良率往往不达预期，需要长时间调试；2）设备厂商产能有限，隔膜企业购买设备普遍需排队；3）隔膜下游电芯客户较为固定，隔膜企业扩产节奏会匹配下游电芯厂扩产节奏，所以隔膜供需较为紧张的局面到 2020 年才有望缓解，得到下游客户认可同时具备扩产速度优势的企业将脱颖而出。

湿法隔膜的进口替代之路已经开启。湿法隔膜已经能够替代进口隔膜进入消费及动力锂电领域，未来 3 年内有望实现全部替代。

湿法隔膜+陶瓷涂覆是未来大势所趋。陶瓷涂覆可以改善湿法隔膜的安全性问题，从而使得湿法隔膜在厚度、通孔特性、安全性等性能上全面超越干法隔膜，湿法+陶瓷涂覆将成为动力锂电的首选。随着产能扩张规模效应带来的成本降低，湿法隔膜将实现对干法隔膜的替代。同时三元锂电通常使用湿法隔膜，伴随三元锂电快速增长的趋势，湿法隔膜占有率将进一步提升。

● 隔膜进口替代空间巨大

2015 年，全球前三大锂电隔膜企业日本旭化成、东燃化学和韩国 SK 三家公司依靠技术优势分别占据全球 30%、11% 和 9%市场份额，产量均超过 1 亿平米，垄断 50%以上市场份额，全球前列的公司大都以高端隔膜业务为主，竞争力强；中国以及其它日韩企业由于技术壁垒和渠道限制很难形成大规模销售。未来能够形成的竞争力也将是目前以高端湿法隔膜业务为主且成功进入中高端锂电公司产业链的隔膜生产厂商，这些生产厂商将在隔膜市场平分秋色，直到下一轮新技术革新。

从国内隔膜行业来看，目前，国内高端动力锂电池隔膜仍然供不应求，虽然国内外产品差距在不断缩小，但赶超空间仍然巨大。据公开资料显示，高端隔膜进口率达 70%，隔膜超过 40%依靠进口，动力电池隔膜环节的进口替代空间仍然非常巨大。目前国内隔膜厂商主要是要提升自身的产品品质、加强研发、加快产能的释放，成功实现替代进口。

■ 采用先进湿法工艺，产品性能获下游厂商认证

- **产品优势**

公司经过三年研发，已经研发出 20 余种规格产品，覆盖 5 微米厚度至 25 微米厚度的高低孔隙率的产品以及涂覆 2-4 微米的单双面陶瓷产品，其中，在 5 微米级薄膜技术方面处于国内领先地位，公司产品已经通过了天津力神等国内外多家大型电池厂商的测评认证，产品质量稳定，性能指标一致性好，公司产品定位高端，已经实现替代进口，公司连续三年被天津力神电池股份有限公司评为优秀供应商，并与天津力神签订了战略联盟合作协议。

- **设备优势**

公司现有的两条生产线为自主研发设计，其中一条年产 2000 万平方米锂离子电池隔膜生产线是引进国外一流设备制造商和电气生产商根据自有技术、工艺路线进行加工整合，设备精密性高，专业性强，并在设备安装调试期间培养了一批专业设备维护工程师，真正实现引进设备技术自有消化吸收；另外一条年产 4500 万锂离子电池隔膜生产线也是由我公司自行研发设计，并总包给设备厂商进行制造及安装，该生产线的主要工序采用进口设备，其他辅助工序则采用国产制造，大大降低了整条生产线的制造成本，产能提高的同时，降低了生产成本。

- **技术优势**

公司专业技术团队完全能覆盖生产线设计、生产线组装及新产品研发的整套流程，并且公司不断投入研发费用以保证生产产品质量。公司产品及技术水平在国内同行业企业中处于领先水平。生产工艺上采用更为先进的湿法制备方法，并在此领域处于国内先进水平。

公司不断加强科研投入，大力培养和引进人才。同吉林大学、东北师范大学等知名高校合作，实现产学研一体化。截至 2016 年末已取得专利证书的专利 3 项，其中发明专利 2 项，实用新型 1 项，此外还有 11 项发明专利正在公示。

图表 4　公司核心技术人员简介

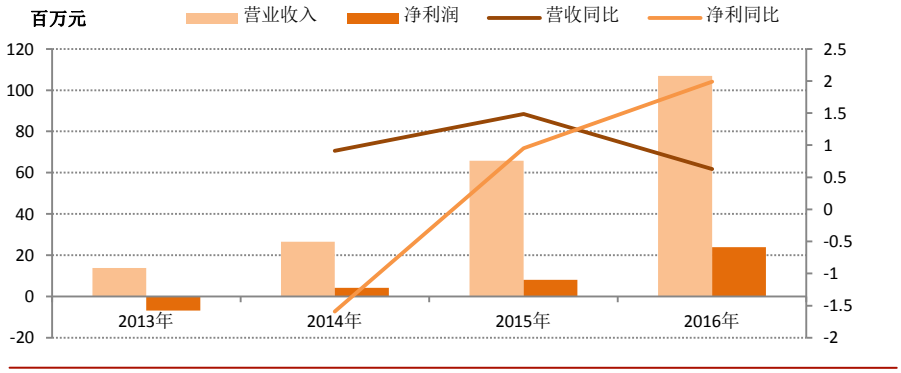
姓名	职务	简介
张汉鸿	董事长、总经理	同上。
陈锡浩	外聘技术顾问	1958 年生，韩国国籍，韩国东洋工业大学毕业。 曾任职于世韩薄膜、世韩锂电。
付来	副总经理	1980 年生，大专学历。 曾任职于北京中脉科技股份有限公司、辽源泰来化工制药机械有限公司。
安亚强	董事	1986 年生，本科学历。 曾任职于通辽梅花生物科技股份有限公司；2012 年 2 月至今任职于辽源鸿图锂电隔膜科技股份有限公司。

资料来源：公司年报

■ 盈利能力提升，计划建设三、四期工程

● 收入大幅增长，毛利率提升

图表 5 公司收入、利润及增长情况



数据来源：choice

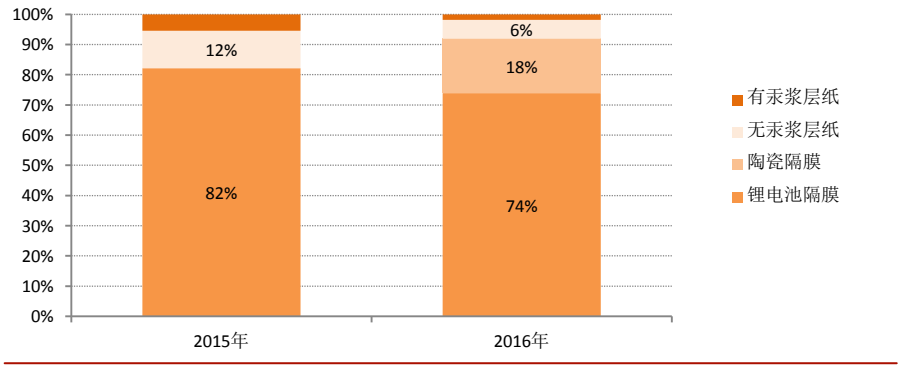
2016 年，公司实现营业收入 1.07 亿元，同比增长 62.56%，实现净利润 2392.8 万元，同比增长 198.73%。

营业收入大幅增长，主要因为公司锂离子电池隔膜产品经过两年的研发生产，产品趋于稳定并形成了相对稳定的客户群体，并基于国家对新能源汽车的政策支持使动力电池厂商积极扩产，导致锂电池隔膜处供不应，公司锂电池隔膜一车间全年满负荷运行，生产锂电池隔膜 2104.68 万平方米，销售锂电池隔膜 1940 万平方米，较上年大幅度提升。

2016 年，公司新增两条涂覆生产线，并已经转为固定资产投入使用，提高了公司涂覆隔膜的生产能力。公司 2015 年启动的 9000 万平方米/年锂离子电池隔膜二期工程项目，新建两条年产 4500 万平方米的锂离子电池隔膜生产线，该项目截止至 2016 年末已经完成第一条年产 4500 万平方米锂离子电池隔膜生产线的安装工作，并于 12 月份投料试生产。至 2016 年末，公司拥有锂离子电池隔膜产能为 6500 万平方米。

公司产品销售上升，规模效应显现，毛利率显著上升，使净利润实现大幅增长。

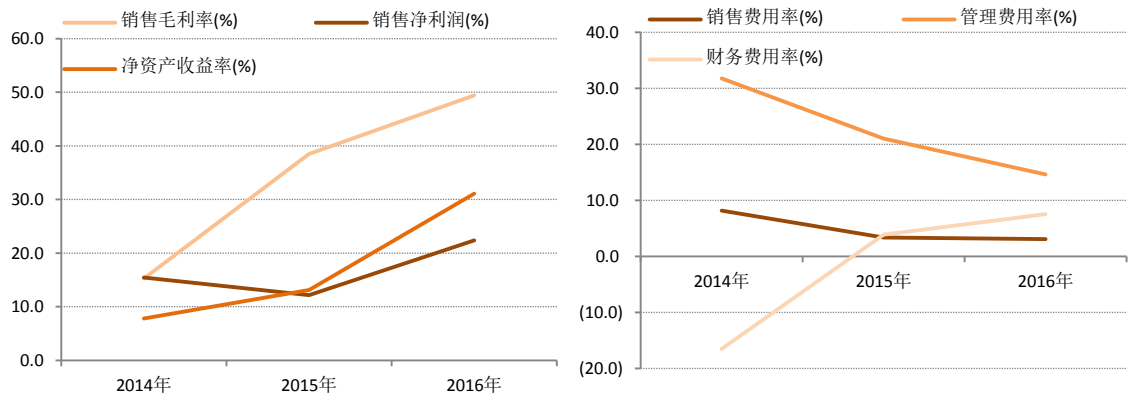
图表 6 公司收入构成



数据来源：公司年报

公司新增陶瓷隔膜收入，该产品属于新能源汽车用动力电池中的高端隔膜产品，该产品是公司主营产品的再加工产品，可以有效的提高锂电池隔膜的性能，提高电池的安全性，该产品通过公司两年来的研发已经转为固定资产并投入生产，2016 年全年生产陶瓷隔膜 3949112 平方米，销售 3366732 平方米，销售收入 1925.4 万元。

图表 7 公司利润率与费用率情况



数据来源：choice

随着锂离子电池隔膜产品产销量增加，产品单位成本下降，产品毛利率大幅度上升；由于职工工资、研发费用有所上升，以及新增新三板挂牌中介费用，公司管理费用上升幅度较大；销售费用有所上升，但幅度不大，销售费用率持续降低。

- **计划建设隔膜三期、四期工程项目**

公司致力于成为锂离子电池产业链的领先企业，定位于高端锂离子电池隔膜的研发、生产、制造，以锂离子电池隔膜为公司基本产品，以超薄数码 3C 类锂电池用隔膜和高能量密度动力电池用隔膜为公司重点拓展领域，为公司的持续增长提供动力。

未来三年主要发展目标是成为锂电池湿法隔膜制造行业的龙头企业。将逐步采用自动化生产设备，以锂电池隔膜制造产品为核心，稳步拓展国内电池行业市场；继续扩大产品的生产规模，建设鸿图隔膜三期、四期工程项目。

■ 盈利预测

预测公司 2017-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 3896 万元、5215 万元，每股收益分别为 1.01、1.35 元。

图表 8 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	26.48	65.79	106.95	149.73	194.65
净利润(百万元)	4.31	8.01	23.94	38.96	52.15
毛利率	15.3%	38.5%	49.4%	49.4%	49.4%
净利率	16.3%	12.2%	22.4%	26.0%	26.8%
ROE	7.5%	13.1%	31.1%	36.0%	33.9%
EPS(元)	0.11	0.21	0.62	1.01	1.35

资料来源：choice,梧桐公会

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法，并且以独立的方式表述，研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价，亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级，暂定为 A(AA、A)、B（BA、B 、BC)、C、D 等 4 类 7 级，分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果，提出对某家特定企业的研究需求，也可以完成别人的悬赏任务，或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后，即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会
电　　话：010-85715117
传　　真：010-85714717
电子邮件：wtlx@wtneeq.com