

覆铜板扩产能促成长，蜂窝板、铝塑膜爆发在即

首次覆盖报告

开文明 (分析师) 刘华峰 (联系人)
021-68865582 021-68865595
kaiwenming@xsdzq.cn liuhuafeng@xsdzq.cn
证书编号: S0280517100002 证书编号: S0280116120013

● 高端电子基础材料和新型复合材料提供商:

公司形成了以覆铜板为基础，绝缘材料、热塑性蜂窝板和铝塑膜并行发展的格局。产品广泛应用于计算机、通信、电工电气、仪器仪表、消费类电子、交通物流等终端市场。

● 覆铜板价格支撑强，扩产脚步加快促进业绩成长:

铜箔 2018 年处于紧平衡，价格有望维持稳定；玻纤布、环氧树脂供应不足，价格维持高位运行，原材料价格上涨对覆铜板价格形成了较强的支撑。预计 2018-2022 年覆铜板全球复合增速可保持在 3% 左右，随着全球 PCB 和覆铜板产能向中国大陆继续转移、产品结构高端化调整、进口替代，中国大陆覆铜板行业增速有望达 10% 以上。2017 年 11 月青山湖一期项目投产，使公司具备了高频、高速、高多层等印制电路用高附加值覆铜板的生产和批量交付能力。随着覆铜板投产脚步加快，公司市占率有望提升。

● 加码高毛利率热塑性蜂窝板，看好蜂窝板市场前景:

目前蜂窝板渗透率很低，绝大部分商用车还是采用铁制货箱，随着车辆轻量化趋势和快递物流行业发展，未来蜂窝材料市场空间巨大。公司扩产力度大，公司“新增年产 200 万平方米蜂窝复合板项目”将于 2018 年二季度投产，届时蜂窝板总产能可达 380 万平方米/年，结合蜂窝板较为稳定的高毛利率，预计蜂窝板将成为贡献业绩增量的新动能。

● 铝塑膜进口替代空间巨大，公司布局正当时:

预计 2020 年国内铝塑膜需求量有望达 2.4 亿平方米，市场空间将达到 59.34 亿元。目前国外进口占比 92%，国产化率仅 8%，国内锂离子电池厂商面临巨大的成本压力，迫切要求降低锂离子电池的原材料成本，摆脱铝塑膜依赖进口的现状，实现替代进口和国产化需求日益凸显。公司以华正能源建设年产数码电池铝塑膜和动力电池铝塑膜产品各 250 万平方米的产能，预计 2018 年第二季度进入试运行阶段，主要产能将在 2019 年释放。

● 首次覆盖给予“推荐”评级:

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.93、1.10 和 1.26 元。当前股价对应 18-20 年分别为 24、20 和 18 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示: 原材料价格波动过大，新产品推进不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1250	1,513	1,991	2,508	2,881
增长率(%)	40.6	21.1	31.5	26.0	14.9
净利润(百万元)	84.8	94	122	144	164
增长率(%)	107.7	10.4	30.5	18.1	14.0
毛利率(%)	22.0	20.8	20.0	19.8	19.6
净利率(%)	6.8	6.2	6.1	5.8	5.7
ROE(%)	15.6	15.1	16.9	17.1	16.7
EPS(摊薄/元)	0.65	0.72	0.93	1.10	1.26
P/E(倍)	34.27	31.0	23.8	20.1	17.7
P/B(倍)	5.35	4.7	4.0	3.4	3.0

推荐 (首次评级)

市场数据 时间 2018.04.18

收盘价(元): 22.24
一年最低/最高(元): 18.1/44.65
总股本(亿股): 1.31
总市值(亿元): 29.06
流通股本(亿股): 0.74
流通市值(亿元): 16.39
近 3 月换手率: 127.53%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	5.39	1.49	-47.22
绝对	-2.2	-10.26	-39.5

相关报告

目 录

1、 高端电子基础材料和新型复合材料提供商.....	3
1.1、 以覆铜板为基础，绝缘材料、蜂窝板、铝塑膜并行发展.....	3
1.2、 华立集团新材料板块唯一运作平台	3
1.3、 行业形势向好，业绩快速成长	4
1.4、 实施股权激励，自下而上夯实发展基础	5
2、 覆铜板价格支撑强，扩产脚步加快促进业绩成长.....	6
2.1、 覆铜板应用广泛	6
2.2、 上游：原材料价格坚挺，覆铜板价格支撑较强.....	7
2.2.1、 铜箔 2018 年处于紧平衡，价格有望维持稳定	7
2.2.2、 玻纤布、环氧树脂供应不足，价格维持高位运行	8
2.3、 下游：需求持续增加，产品结构高端化	8
2.4、 覆铜板扩产脚步加快，市占率有望提升	9
3、 加码高毛利率热塑性蜂窝板，看好蜂窝板市场前景	10
4、 铝塑膜进口替代空间巨大，公司布局正当时	12
5、 首次覆盖给予“推荐”评级：	14
附：财务预测摘要.....	15

图表目录

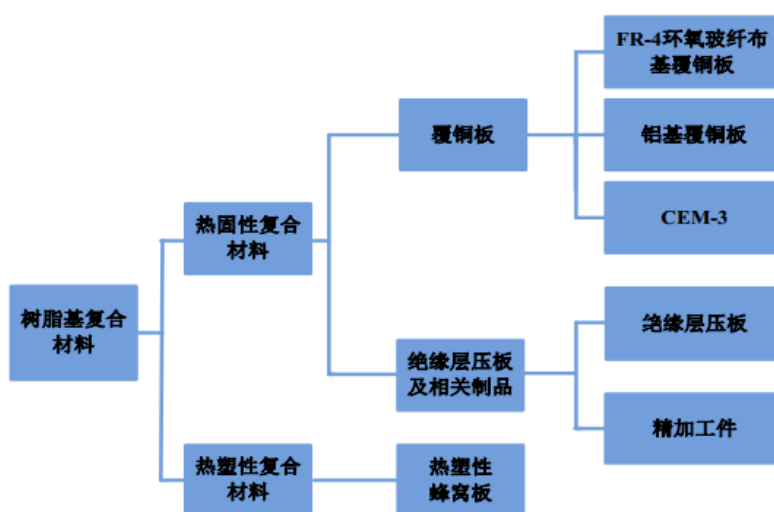
图 1： 主要产品分类.....	3
图 2： 华立集团业务范围	4
图 3： 华立集团产业布局	4
图 4： 公司营业收入及同比增速	4
图 5： 公司归母净利润及同比增速	4
图 6： 公司产品收入构成.....	5
图 7： 近年来公司毛利率迅速提升	5
图 8： 覆铜板构成示意图	6
图 9： 覆铜板种类.....	6
图 10： 我国新能源汽车产量预测.....	7
图 11： 我国动力电池需求预测.....	7
图 12： 2010-2016 年我国电解铜箔产能产量情况.....	7
图 13： 中国大陆占全球 PCB 产值比例呈上升趋势.....	8
图 14： 全球刚性覆铜板市场规模.....	9
图 15： 中国大陆刚性覆铜板市场规模.....	9
图 16： 公司覆铜板业务收入及毛利率	9
图 17： 热塑性蜂窝板产业链关系	10
图 18： 公司热塑性蜂窝板业务收入及毛利率	11
图 19： 三类电池产量占比变化趋势	12
图 20： 2020 年国内铝塑膜市场将达到 59.34 亿元	13
表 1： 公司主要产品及应用领域.....	3
表 2： 三类电池性能对比.....	12

1、高端电子基础材料和新型复合材料提供商

1.1、以覆铜板为基础，绝缘材料、蜂窝板、铝塑膜并行发展

自 2003 年设立以来，公司利用在树脂改性技术、界面处理技术、层压技术、涂布技术等核心技术领域的深厚积淀，成功开发铝基板、导热 CEM-3 覆铜板、无卤板、无铅板、高频、高速板等覆铜板产品以及 SMARTCOVER 轻质功能组件、光学组件材料、绝缘系统支撑件、热塑性蜂窝板等树脂基复合材料产品，2017 年又进军电池铝塑膜领域，预计 2018 年第二季度进入试运行阶段。至此公司形成了以覆铜板为基础，绝缘材料、热塑性蜂窝板和铝塑膜并行发展的格局。产品广泛应用于计算机、通信、电工电气、仪器仪表、消费类电子、交通物流等终端市场。

图1：主要产品分类



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

表1：公司主要产品及应用领域

类别	主要产品	下游应用	终端领域
覆铜板	全系列 FR-4、CEM-3 覆铜板及 各种半固话片	PCB	计算机、通信、电工电气、仪器仪表、 消费类电子
导热材料	LED 用高导热材料	LED 散热片	液晶产品的背光源、汽车头灯等以及 路灯
绝缘材料	GPO-3 及高精度绝缘加工件	3C 产品包装材料、母排、定制化机加工件	轨道交通、消费类电子、电力、办公 用品、包装材料
热塑性蜂窝板	HolyCore(热塑性蜂窝芯材)等新型 复合材料	物流箱体、物流托盘、脚手架	活动板房、物流运输、包装、航天、 列车、游艇、航空

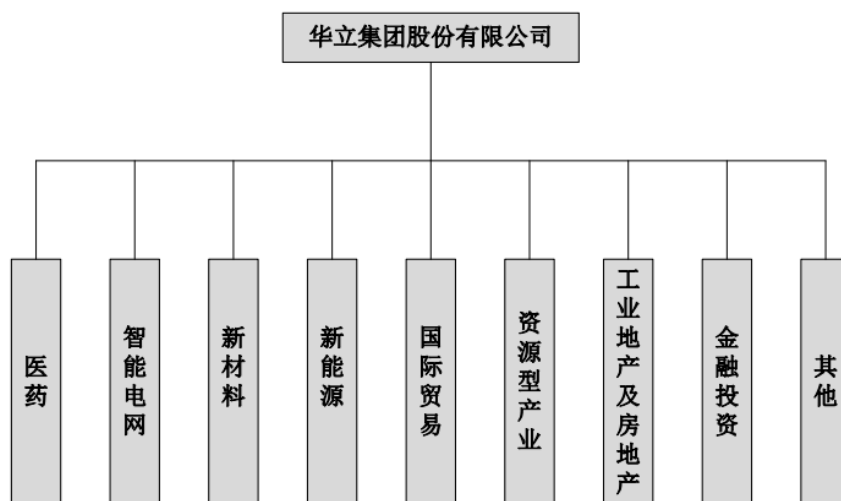
资料来源：公司官网、公司公告、新时代证券研究所

1.2、华立集团新材料板块唯一运作平台

公司控股股东为华立集团股份有限公司，持股比例为 43.01%。华立集团以医药为核心，以智能电网、新能源新材料为两翼进行多元化发展，产业涉及医药、智能电网、新材料、新能源、国际贸易、资源型产业、工业地产及房地产、金融投资等业务板块，目前，华立控股了昆药集团、健民集团、华正新材三家 A 股上市公司，参股华媒控股、开创国际两家 A 股上市公司和新三板厚达智能。公司为华立

集团新材料板块唯一的运作平台，重要性不言而喻。

图2： 华立集团业务范围



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

华立集团产业遍及欧洲、美洲、亚洲、非洲，在泰国、印度、阿根廷、约旦、坦桑尼亚、乌兹别克斯坦等国投资建立了各类产业的生产基地；在美国、法国、俄罗斯、菲律宾以及非洲的十多个国家设立了业务机构，代理和销售的产品遍及五大洲 120 多个国家和地区。

图3： 华立集团产业布局



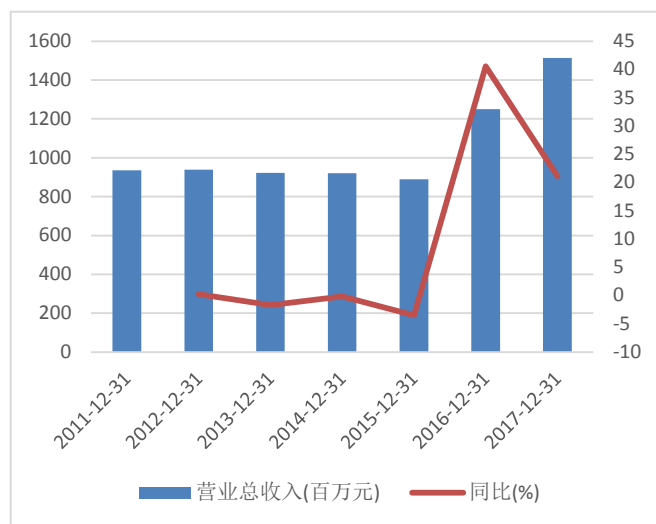
资料来源：华立集团官网、新时代证券研究所

1.3、行业形势向好，业绩快速成长

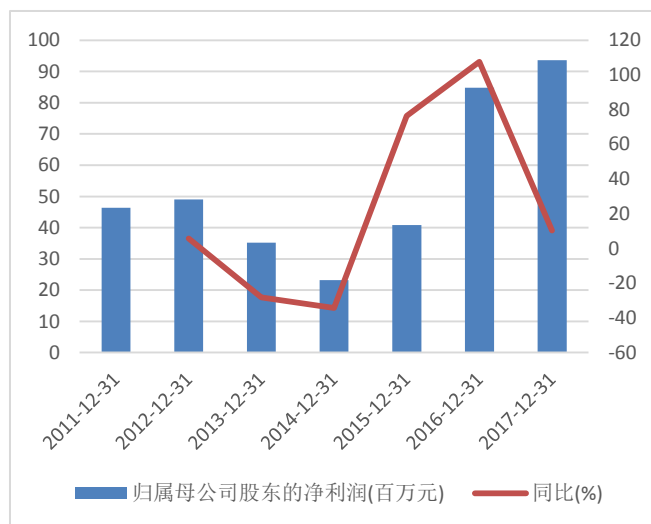
2016 年开始，受益于行业形势向好，公司营业收入和归母净利润实现了较快增长。2017 年公司实现营业总收入 15.13 亿元，同比增长 21.12%；实现归母净利润 0.94 亿元，同比增长 10.38%；实现扣非后归母净利润 0.85 亿元，同比增长 7.74%。

图4： 公司营业收入及同比增速

图5： 公司归母净利润及同比增速

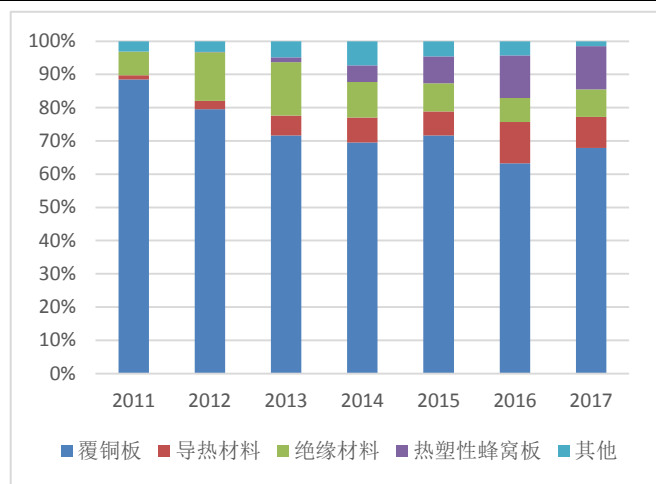


资料来源: wind、新时代证券研究所



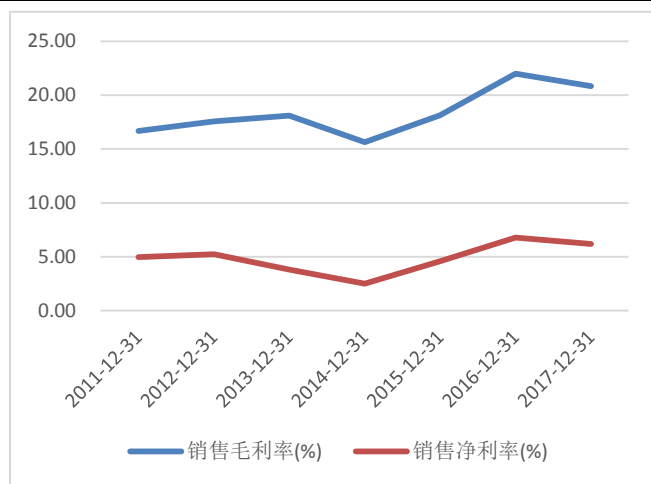
资料来源: wind、新时代证券研究所

图6: 公司产品收入构成



资料来源: wind、新时代证券研究所

图7: 近年来公司毛利率迅速提升



资料来源: wind、新时代证券研究所

1.4、实施股权激励，自下而上夯实发展基础

2018年2月6日，公司向31名激励对象共授予132万股限制性股票，占总股本的1.01%，授予价格为12.93元/股。2017-2020年度业绩考核目标为（1）以2017年营业收入为基数，2018/2019/2020年营业收入增长率分别不低于11%/23.2%/36.8%；（2）以2017年归母净利润为基数，2018/2019/2020年净利润增长率分别不低于10.5%/25.4%/45%。

根据2017年营业收入为15.13亿元，2018/2019/2020年营业收入要分别不低于16.80/18.64/20.70亿元。根据2017年归母净利润为0.94亿元，2018/2019/2020年净利润要分别不低于1.04/1.18/1.36亿元。我们认为，股权激励方案的推出彰显了公司对中长期发展的信心，将员工利益与公司发展绑定，自下而上夯实发展基础。

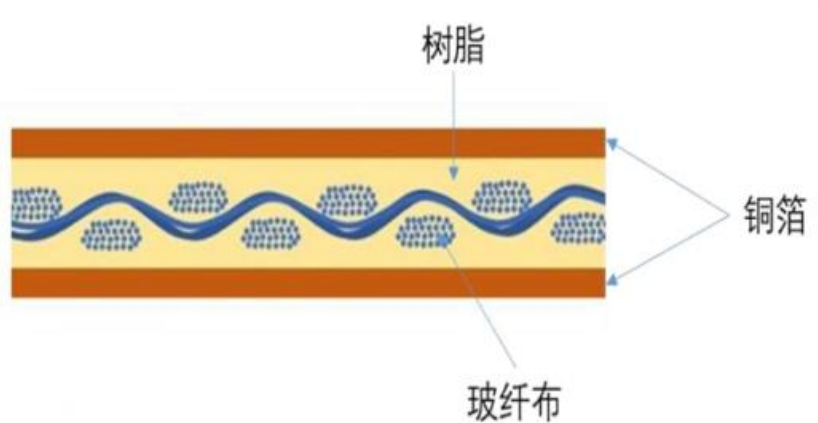
2、覆铜板价格支撑强，扩产脚步加快促进业绩成长

2.1、覆铜板应用广泛

覆铜板（CCL）是将增强材料浸以树脂胶液，一面或两面覆以铜箔，经热压而成的一种板状材料，是印制电路板（PCB）的直接原材料，担负着 PCB 导电、绝缘、支撑三大功能。覆铜板材料占整个 PCB 生产成本的 40% 左右，在所有 PCB 的物料成本中占比最高。

覆铜板的结构包括了基板、铜箔、覆铜板粘合剂等。它是由木浆纸或玻纤布等作增强材料，浸以树脂，单面或双面覆以铜箔，经热压而成的一种产品。覆铜板可以通过雕刻法、手工描绘法、贴图法、油印法、热熔塑膜制版法、预涂布感光敷铜板和热转印法制作成电路板。覆铜板品质好坏对 PCB 的性能影响很大。

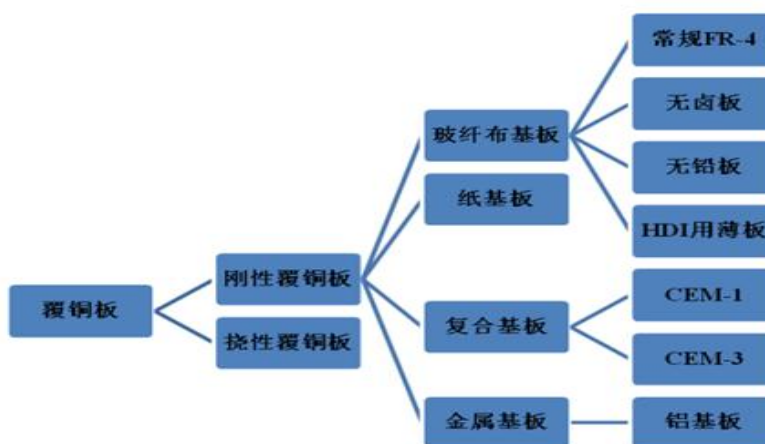
图8：覆铜板构成示意图



资料来源：中国产业信息网、新时代证券研究所

根据机械刚性，覆铜板可以分为刚性覆铜板和挠性覆铜板两大类。根据增强材料和树脂品种的不同，刚性覆铜板主要包括玻纤布基覆铜板、纸基覆铜板、CEM-3、CEM-1 等四大类刚性覆铜板及金属基板等。目前公司产品主要以刚性覆铜板为主。覆铜板行业需求直接受 PCB 产业发展的影响，终端应用主要是通信、计算机、封装基板和消费电子等领域。

图9：覆铜板种类



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

2.2、上游：原材料价格坚挺，覆铜板价格支撑较强

2.2.1、铜箔 2018 年处于紧平衡，价格有望维持稳定

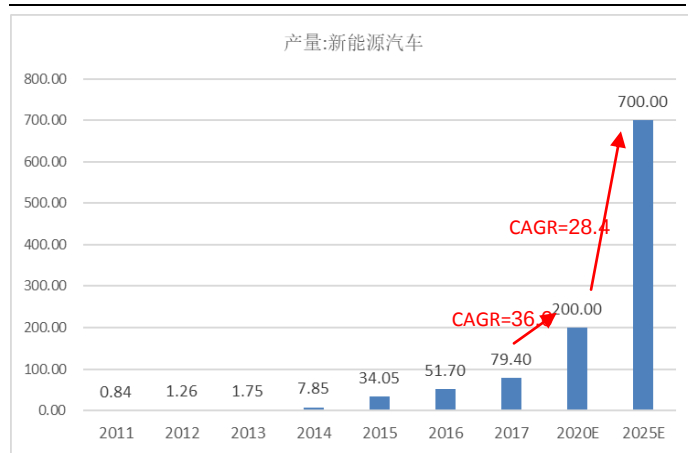
覆铜板成本中，铜箔、玻纤布、环氧树脂三大原材料占比近 90%。

铜箔按照应用领域可分为锂电铜箔（6-20 μ m）、标准铜箔（12-70 μ m）、超厚铜箔（105-420 μ m），其中锂电铜箔主要应用于锂离子电池，标准铜箔和超厚铜箔主要用于 PCB 覆铜板。

近年来，我国新能源汽车市场销量呈快速增长，带动锂电铜箔的需求大幅提升，部分铜箔厂商将产能重心向锂电铜箔倾斜，加剧了铜箔行业的供需紧张状态。根据中国汽车工业协会统计数据，2017 年，我国新能源汽车产量为 79.4 万辆，同比增长 53.8%，销量为 77.7 万辆，同比增长 53.3%，产量市场占比达到 2.7%，比上年提高 0.9%，连续三年居世界首位。根据《汽车产业中长期发展规划》，到 2020 年，汽车年产量将达到 3000 万辆，其中新能源汽车年产量将达到 200 万辆。到 2025 年，汽车产量将达到 3500 万辆，其中新能源汽车年产量将达到 700 万辆。

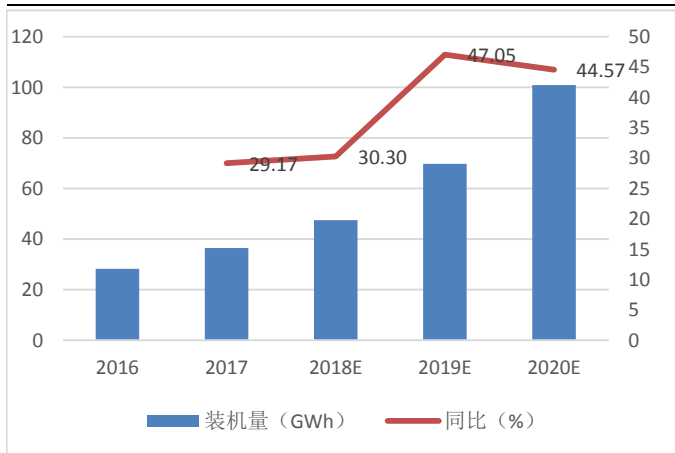
伴随新能源汽车销量旺盛，动力电池需求打开高成长空间。根据 GGII 数据，2017 年我国动力电池出货量 44.5GWh，同比增速 44%；新增动力电池装机量约 36.4GWh，同比增长 29%。预计 2018-2020 年我国动力电池需求分别为 47.48GWh、69.82GWh 和 100.94GWh，三年复合增长率达 40%。

图10： 我国新能源汽车产量预测



资料来源：wind、汽车产业中长期发展规划、新时代证券研究所

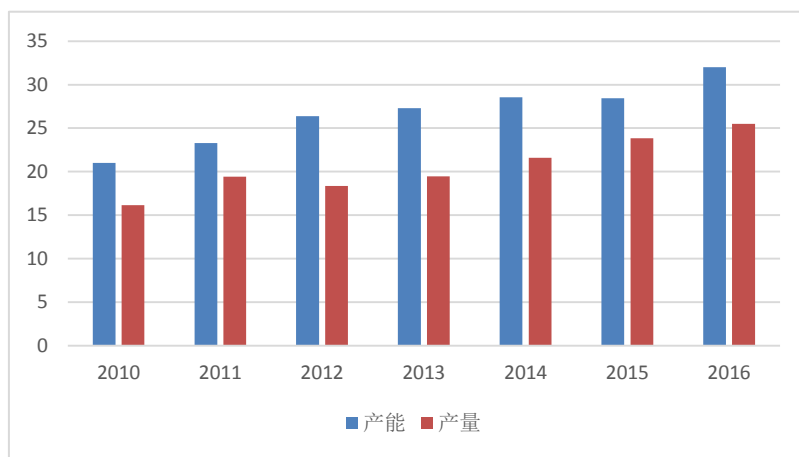
图11： 我国动力电池需求预测



资料来源：观研天下、新时代证券研究所

中国电子材料行业协会电子铜箔材料分会估测 2017 年国内电子铜箔总产能达 38.34 万吨，同比增长 15.48%，新增 5.14 万吨，其中锂电铜箔新增产能 4.55 万吨，覆铜板铜箔新增产能 0.59 万吨。2016 年下半年开始，从 PCB 覆铜板领域加大锂电铜箔产能的企业增多，考虑铜箔扩产周期一般在 18-24 个月，预计 2018 年年中后会有一波新的产能释放，铜箔供需紧张状况有所缓解，2018 年全年处于紧平衡，铜箔价格有望保持稳定。

图12： 2010-2016 年我国电解铜箔产能产量情况



资料来源：智研咨询、新时代证券研究所

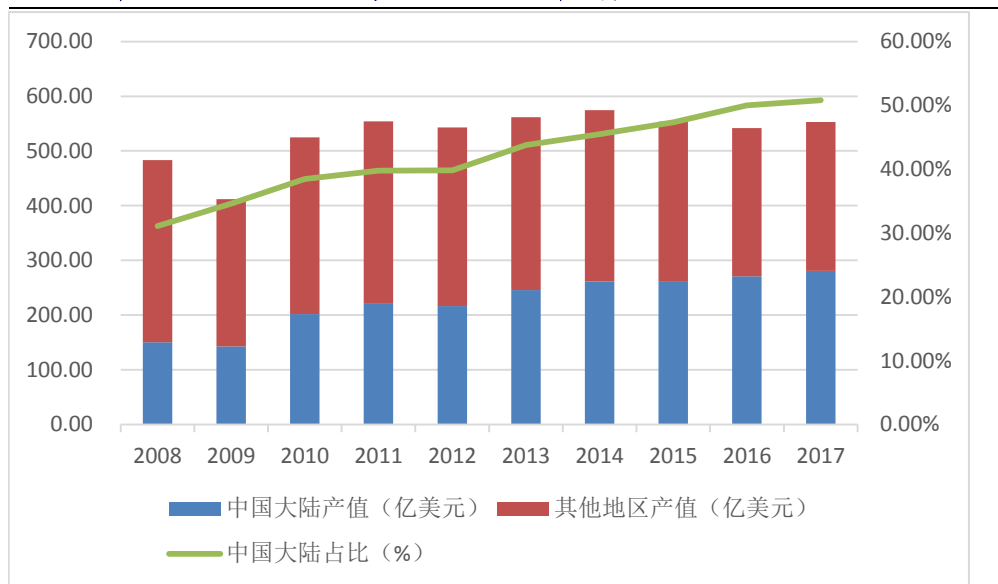
2.2.2、玻纤布、环氧树脂供应不足，价格维持高位运行

玻纤布主要由玻璃纤维和短线针刺无纺布复合而成的，是一种性能优异的无机非金属材料，主要应用于建筑、轨道交通、石油化工、汽车制造、航空航天、风力发电、电子电器等。2017 年国内玻纤产能约 400 万吨，同比增长约 3%，低于预期，主要是受供给侧改革和部分玻纤窑停产检修影响。预计未来玻纤新增产能比较稳定，玻纤供应较为平稳，随着全球制造业回暖，预计玻纤需求增长较为可观，玻纤价格有望稳中有升。2017 年下半年以来环氧树脂及上游原材料均呈现上涨态势，受限于下游原材料价格上涨，环氧树脂价格较为坚挺。2017 年玻纤布和环氧树脂的上涨对覆铜板价格形成了较强的支撑。

2.3、下游：需求持续增加，产品结构高端化

中国大陆 PCB 产值一直稳步增加，由 2008 年的 150.37 亿美元增长到 2017 年的 280.93 亿美元，复合增长率达 7%，高于世界整体增速；中国大陆占全球 PCB 产值比例呈上升趋势，由 2008 年的 31.11% 增长到 2017 年的 50.82%。根据智研咨询，预计到 2021 年，中国大陆 PCB 行业产值有望超过 320 亿美元，占全球 PCB 行业总产值的比重小幅上升至 53.04%。

图13： 中国大陆占全球 PCB 产值比例呈上升趋势



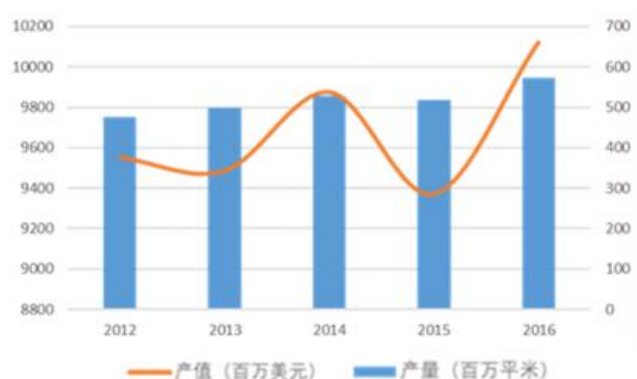
资料来源：wind、新时代证券研究所

消费电子、通信、LED 照明、汽车电子的发展带动了 PCB 市场的发展，对覆铜板行业有巨大拉动作用；同时 5G 通信升级、物联网、自动驾驶、人工智能、大数据交换等智能化浪潮的兴起，引领了市场对高频、高速、高多层覆铜板等高性能材料的需求，促使覆铜板产品结构向高端化调整，进一步拓宽了覆铜板产品的应用领域，扩大了市场规模。同时受资金、技术、研发、品质和管理等系统性因素的制约，覆铜板行业的集中度也在逐步提高，行业正迈向整合升级阶段。

根据 Prismark 的数据，2016 年全球刚性覆铜板总产量 5.73 亿平米，自 2012 年以来复合增速为 4.8%；2016 年中国大陆地区刚性覆铜板总产量 4.06 亿平米，自 2012 年以来复合增速为 6.25%，其中 2016 年由于产业链景气度向上更是同比增长 12.3%。中国大陆占全球刚性覆铜板产值比例呈上升趋势，由 2012 年的 59.05% 增长到 2016 年的 64.68%。

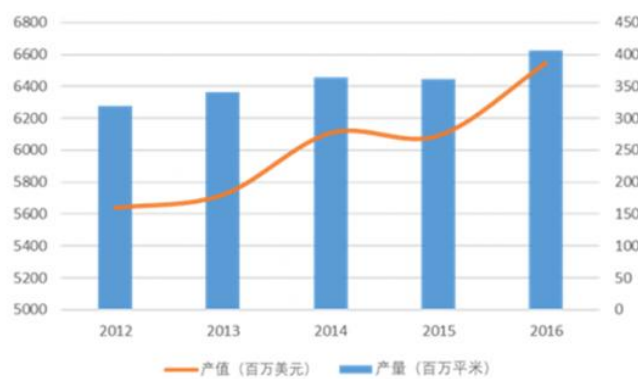
预计 2018-2022 年覆铜板全球复合增速可保持在 3% 左右，随着全球 PCB 和覆铜板产能向中国大陆继续转移、产品结构高端化调整、进口替代，中国大陆覆铜板行业增速有望达 10% 以上。

图14： 全球刚性覆铜板市场规模



资料来源：观研天下、新时代证券研究所

图15： 中国大陆刚性覆铜板市场规模



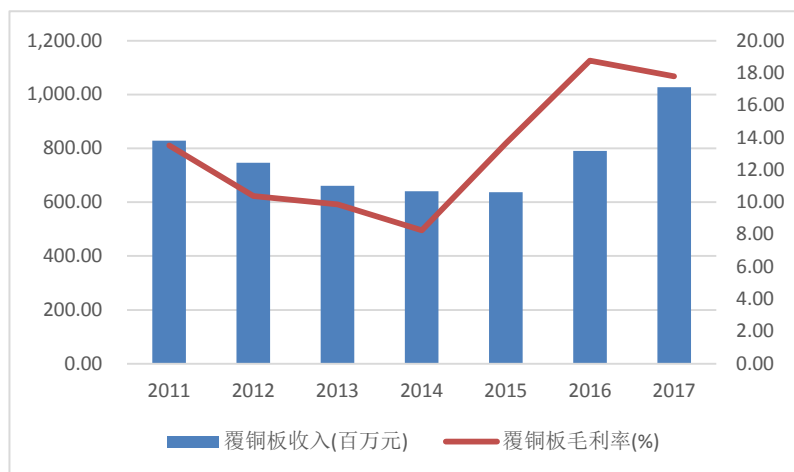
资料来源：观研天下、新时代证券研究所

2.4、覆铜板扩产脚步加快，市占率有望提升

2016 年以来，公司覆铜板业务收入增长较快，2017 年覆铜板业务实现收入 10.27 亿元，同比增长 29.92%；生产覆铜板 799.84 万张，外协加工 119.20 万张，合计 919.04 万张，同比增长 3.76%；销售覆铜板 909.04 万张，同比增长 2.12%。随着青山湖一期“年产 450 万平方米高频、高速、高密度及多层印制电路用覆铜板项目”的投产，公司覆铜板现有月产能超 100 万平米，市占率有望提升。

目前公司主要生产 FR-4 环氧树脂玻璃纤维布覆铜层压板，多层印刷线路板所需芯板和半固化片，多系列 CEM-3 覆铜板，LED 用高导热材料（金属基板，导热 CEM-3，导热 FR4）以及高频高速材料。相关产品已经通过已通过中国 CQC、美国 UL、日本 JET 和 SGS 认证，终端客户遍布世界各地，主要有东芝、日立、富士康、飞利浦、西门子、三星、LG 等。

图16： 公司覆铜板业务收入及毛利率



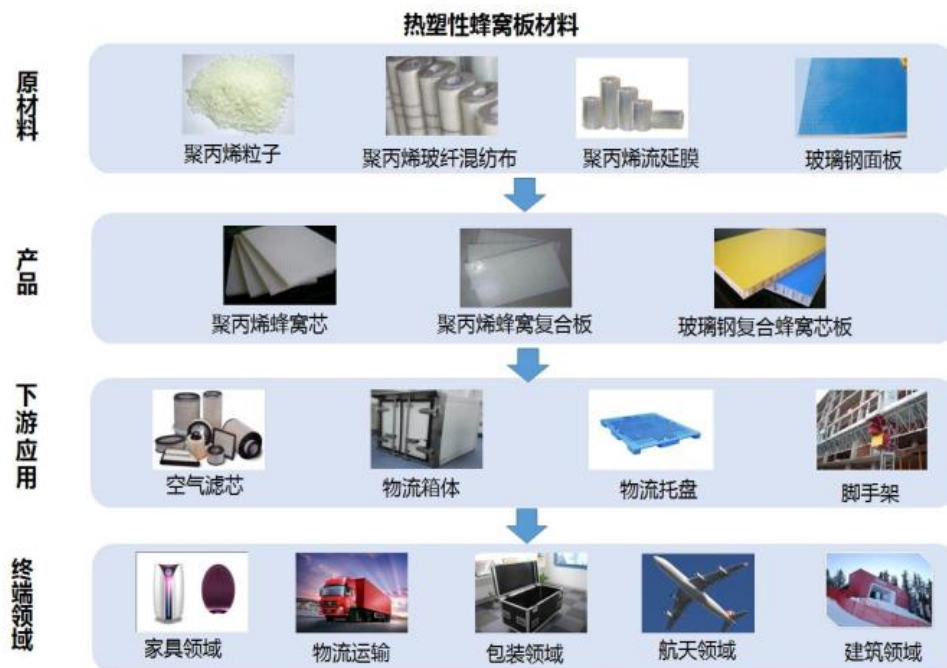
资料来源：wind、新时代证券研究所

青山湖一期项目于 2017 年 11 月投产，使公司具备了高频、高速、高多层等印制电路用高附加值覆铜板的生产及批量交付能力，为公司产品进入通信领域、抢占市场先机打下了坚实的基础，其中 H5220、H5255、H5265、H5300 四款玻纤增强型 PTFE 高频板实现量产，H175HF、H180HF、H185HF 三款高速材料完成开发并投入市场。经过前期和终端客户的合作、开发，该项目生产的部分产品已通过部分知名企业的终端技术认证，具备了批量供货资格，为公司立足 4G/5G 通信等领域奠定了坚实的基础。

3、加码高毛利率热塑性蜂窝板，看好蜂窝板市场前景

热塑性蜂窝板，俗称“魔晶板”，是由两块较薄的面板，牢固地粘结在一层较厚的蜂窝状芯材两面而制成的板材，亦称蜂窝夹层结构。它是一种新型的高科技轻质高强复合材料，产品可再生利用，具有优良的环保、节能、轻量化等特点，可广泛应用于厢式货车、冷藏车和物流车用厢、活动板房、乘用车、列车、游艇、航空等领域，其替代金属板、纸板、胶合板、木板等，在国外应用广泛，国内还处于起步阶段，未来市场前景较好。

图17： 热塑性蜂窝板产业链关系

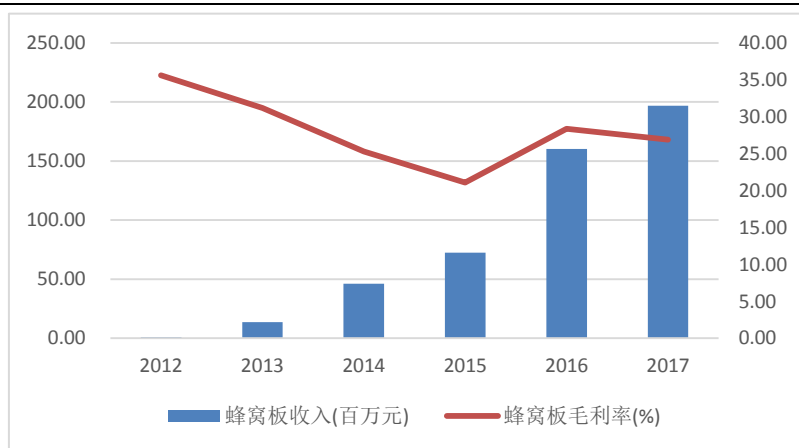


资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

目前，公司热塑性蜂窝板产品的核心切入点为新兴的电物流车车厢领域，随着各项国家政策的出台，汽车节能减排需求带来的轻量化趋势推动了公司的市场开拓进程，车厢和底板材料已在东风、江铃、宇通、依维柯等国内品牌车辆制造商产品中运用，并出口欧洲、北美和澳大利亚等市场。

自公司进军热塑性蜂窝板领域以来，销售收入保持高速增长，2017 年公司热塑性蜂窝板实现营业收入 1.97 亿元，同比增长 22.84%；产量达 138.79 万平方米，同比增长 19.63%；销量达 138.24 万平方米，同比增长 20.60%。除 2015 年外，毛利率维持在 25%以上。

图 18： 公司热塑性蜂窝板业务收入及毛利率



资料来源：wind、新时代证券研究所

蜂窝板市场空间巨大。2018 年新能源汽车补贴方案中，纯电动货车、运输类专用车单位载质量能量消耗量 (E_{kg}) 不高于 $0.4Wh/km \cdot kg$ ，对 $0.35-0.4 Wh/km \cdot kg$ （含）的按 0.2 倍补贴，对 $0.35Wh/km \cdot kg$ 及以下的按 1 倍补贴。相比 2017 年调降幅度较大，对新能源专用车轻量化要求更高。蜂窝板厢体不仅在纯电动物流车使用，在燃油货车里由于其质轻节能的优点，一样存在很大市场空间。目前蜂窝板渗

透率很低,绝大部分商用车还是采用铁制货箱,随着车辆轻量化趋势和快递物流行业发展,未来蜂窝材料市场空间巨大。

公司扩产力度大。公司“新增年产 200 万平方米蜂窝复合板项目”将于 2018 年二季度投产,届时蜂窝板年产能可达 380 万平方米,结合蜂窝板较为稳定的高毛利率,预计蜂窝板将成为贡献业绩增量的新动能。

4、铝塑膜进口替代空间巨大,公司布局正当时

锂电池根据封装形式不同,可分为三类:圆柱、方形和软包。圆柱形电池一般采用钢壳或铝壳封装,会比较重,比能量相对较低。方形硬壳电池壳体多为铝合金、不锈钢等材料。软包电池一般采用铝塑复合膜封装,这是软包锂电池中最关键、技术难度最高的材料。软包装材料通常分为三层,即外阻层(一般为尼龙 BOPA 或 PET 构成的外层保护层)、阻透层(中间层铝箔)和内层(多功能高阻隔层)。

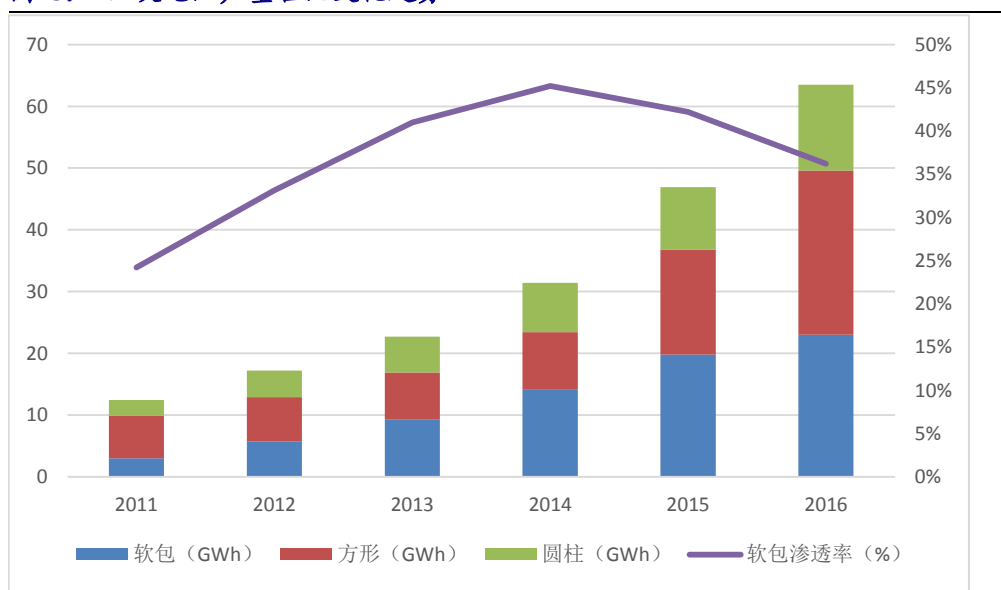
表2: 三类电池性能对比

电池类别	优点	缺点	主要企业
圆柱电池	生产工艺成熟, PACK 成本较低, 电池产品良率以及电 池组的一致性较高;由于电池组散热面积大, 其散热性能一般采用钢壳或铝壳封装, 会 优于方型电池;圆柱形电池便于多种形态组合, 适用于电 比较重, 比能量相对较低 动车空间设计的充分布局		松下电器、沃特玛、比克电池
方形电池	电池壳体多为铝合金、不锈钢等材料, 内部采用卷绕式 或叠片式工艺, 对电芯的保护作用优于于铝塑膜电池(即型号太多, 工艺统一难 软包电池), 电芯安全性相对圆柱型电池也有了较大改善		CATL、比亚迪、三星 SDI、国 轩高科、沃特玛
软包电池	安全性能好; 重量轻; 容量大; 内阻小; 循环性能好; 设计灵活	一致性较差, 成本较高, 容易 LG 化学、中航锂电、万向、中 发生漏液	信国安、微宏动力

资料来源: ofweek、新时代证券研究所

2016 年中国圆柱、软包、方形锂电池产量分别为 13.92GWh、22.99GWh 和 26.64GWh, 占比分别为 21.9%、36.2%、41.9%。其中方形电池增长较快, 主要是由国内电动汽车快速增长拉动所致。

图19: 三类电池产量占比变化趋势



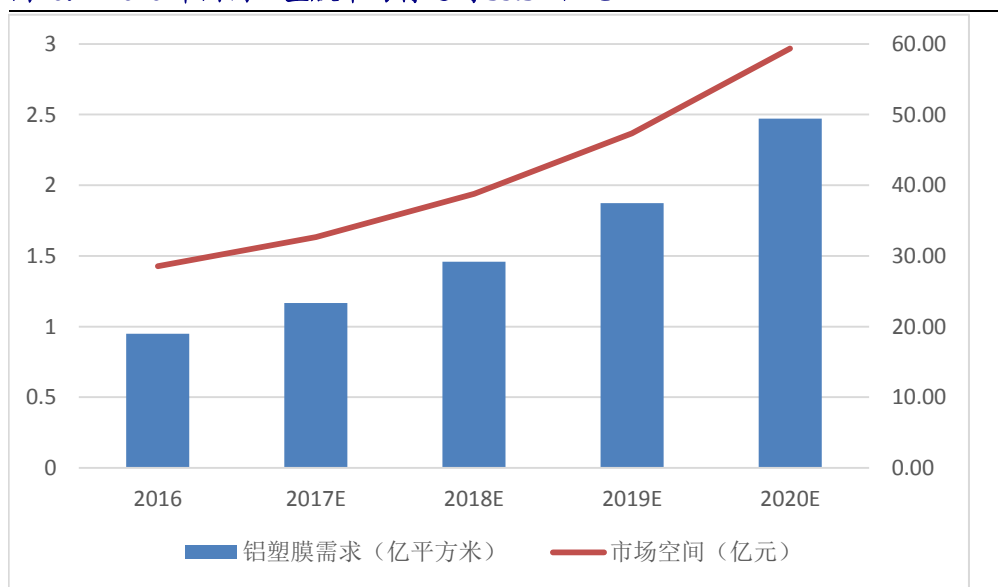
资料来源: 起点研究、新时代证券研究所

随着消费电子等传统行业对锂电池容量、性能要求的提升以及锂电池在电动汽

车、储能电站等新兴领域的应用，尤其是动力电池等需要大功率多块电池串联成组的应用，将大幅拉动锂电池的需求增长。受益于新能源汽车的发展，全球动力电池占锂电池需求比例逐年攀升，2017年达34%左右，预计2020年可达50%左右，贡献了锂电池需求最大的增量。

国内铝塑膜行业孕育优良机会，进口替代空间巨大。软包电池重量轻，软包电池重量较同等容量的钢壳锂电池轻40%，较铝壳锂电池轻20%；三元软包电池容量较同等尺寸规格的钢壳锂电高10~15%、较铝壳电池高5~10%。基于软包电池高能量密度特性，CATL、比亚迪、国轩高科、力神四大电池厂商提出技术规划都是2020年之前电池能量密度要做到300Wh/kg，采用高镍三元正极+碳硅负极+软包电池。鉴于软包电池的优势，随着电池路线的发展，软包电池在新能源汽车市场的渗透率将不断提升，另一方面，3C数码类产品将继续提供需求支撑，软包电池在3C数码产品中的渗透率有望进一步提升，铝塑膜需求有望保持稳定增长。预计2020年国内铝塑膜需求量有望达2.4亿平方米，市场空间将达到59.34亿元。目前国外进口占比92%，国产化率仅8%，国内锂离子电池厂商面临巨大的成本压力，迫切要求降低锂离子电池的原材料成本，摆脱铝塑膜依赖进口的现状，实现替代进口和国产化需求日益凸显。

图20: 2020年国内铝塑膜市场将达到59.34亿元



资料来源：智研咨询、新时代证券研究所

2017年7月，公司公告与杭州华材投资管理合伙企业（有限合伙）共同出资成立华正能源，公司出资4400万元，持股比例73.33%，并以华正能源为主体投资建设“年产500万平方米锂电池电芯用高性能封装材料项目”。项目建成后预计将实现年产数码电池铝塑膜和动力电池铝塑膜产品各250万平方米的产能。目前已完成团队构建、设备产线定制，预计2018年第二季度进入试运行阶段，主要产能将在2019年释放。

因此目前市场上常规铝塑膜的厚度一般分为88μm、113μm、153μm三档，其中86μm和113μm两档用于消费类电子产品，153μm用于新能源车动力电池和工业储能领域。目前国产铝塑膜90%以上都是供消费电子产品使用，153μm铝塑膜产量很小，公司切入153μm动力电池铝塑膜领域时机正处于行业起步阶段，未来有望受益国产替代全过程。

5、首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.93、1.10 和 1.26 元。当前股价对应 18-20 年分别为 24、20 和 18 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1013	1092	1771	2109	2375
现金	310	160	541	719	837
应收账款	459	538	706	814	880
其他应收款	10	7	16	13	20
预付账款	10	7	15	13	19
存货	149	205	266	329	356
其他流动资产	75	174	228	221	262
非流动资产	371	671	771	860	904
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	220	301	409	509	565
无形资产	91	89	104	108	113
其他非流动资产	59	281	258	242	226
资产总计	1384	1764	2543	2969	3279
流动负债	761	1020	1706	2022	2205
短期借款	224	449	863	1116	1114
应付账款	238	277	408	456	539
其他流动负债	299	295	436	450	552
非流动负债	79	125	115	103	89
长期借款	23	72	61	50	36
其他非流动负债	56	53	53	53	53
负债合计	841	1146	1820	2126	2294
少数股东权益	0	1	1	1	1
股本	129	129	131	131	131
资本公积	189	189	189	189	189
留存收益	225	299	395	508	637
归属母公司股东权益	543	617	721	843	984
负债和股东权益	1384	1764	2543	2969	3279

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	6	79	166	139	309
净利润	85	94	122	144	164
折旧摊销	27	31	35	47	59
财务费用	9	29	33	47	49
投资损失	0	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	-124	-83	-23	-99	37
其他经营现金流	9	9	-0	-0	-0
投资活动现金流	-71	-403	-134	-136	-102
资本支出	72	324	100	89	44
长期投资	0	-80	0	0	0
其他投资现金流	1	-159	-35	-47	-58
筹资活动现金流	215	207	-513	-80	-86
短期借款	68	225	-449	0	0
长期借款	3	49	-11	-11	(14)
普通股增加	32	0	1	0	0
资本公积增加	101	0	0	0	0
其他筹资现金流	11	-67	-55	-68	-72
现金净增加额	155	-118	-481	-76	121

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1250	1513	1991	2508	2881
营业成本	975	1198	1593	2011	2316
营业税金及附加	6	8	11	13	15
营业费用	67	70	88	108	121
管理费用	99	112	129	163	187
财务费用	9	29	33	47	49
资产减值损失	11	10	12	15	17
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
营业利润	83	103	126	152	175
营业外收入	12	2	12	10	9
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	94	105	136	161	184
所得税	9	11	14	17	19
净利润	85	94	122	144	164
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	85	94	122	144	164
EBITDA	127	163	203	252	288
EPS(元)	0.65	0.72	0.93	1.10	1.26

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	40.6	21.1	31.5	26.0	14.9
营业利润(%)	164.0	25.4	21.3	21.0	15.5
归属于母公司净利润(%)	107.7	10.4	30.5	18.1	14.0
获利能力					
毛利率(%)	22.0	20.8	20.0	19.8	19.6
净利率(%)	6.8	6.2	6.1	5.8	5.7
ROE(%)	15.6	15.1	16.9	17.1	16.7
ROIC(%)	10.2	9.7	8.8	8.8	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	60.8	64.9	71.6	71.6	70.0
净负债比率(%)	-5.4	61.3	55.1	55.0	33.5
流动比率	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	3.2	3.0	3.2	3.3	3.4
应付账款周转率	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.72	0.93	1.10	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	-0.22	1.27	1.07	2.36
每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.72	5.52	6.45	7.53
估值比率					
P/E	34.27	31.05	23.80	20.15	17.67
P/B	5.35	4.71	4.03	3.45	2.95
EV/EBITDA	23.18	20.4	16.6	13.6	11.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>