

投资评级 **增持** 首次覆盖

收购金张科技完善光学膜产业链，AB胶放量业绩承诺可期

股票数据

6个月内目标价(元)	8.00
05月23日收盘价(元)	7.84
52周股价波动(元)	6.11-16.60
总股本/流通A股(百万股)	616/616
总市值/流通市值(百万元)	4828/4828

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	79.0	45.7	36.4
市净率	2.2	2.1	2.0
市销率	3.43	2.97	2.49
EV/EBITDA	25.3	21.4	17.4
分红率(%)	—	—	—

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.6	9.7	7.0
相对涨幅(%)	11.3	14.3	7.0

资料来源:海通证券研究所

投资要点:

- 国内领先的绝缘材料生产商。**公司主要从事新型绝缘材料和功能高分子材料及精细化工材料的研发、制造和销售,重点发展新型绝缘材料、光学膜材料和环保阻燃材料,产品广泛应用于新能源、特高压、智能电网、消费电子、平板显示、电工电器、军工等领域。2015年国内固定资产投资增速减缓,发电设备行业增长缓慢,传统水电和火电订单匮乏,特高压投资进度放缓,而聚酯薄膜国内产能不断释放,传统绝缘材料价格竞争白热化,公司实现营业收入14.07亿元,同比下降2.11%,实现归属于上市公司股东的净利润6110.56万元,同比下降63.07%。2016年1季度实现营业收入3.69亿元,同比增长27.93%,归属于上市公司股东净利润1394万元,同比下降41.12%。
- 收购金张科技51%股权,完善光学膜产业链。**2015年2月13日公司与施克炜、孙建等签署《股权转让协议》,出资13344.80万元收购太湖金张科技股份有限公司51%的股权。从而建立起从光学级聚酯切片、光学级聚酯基膜到光学膜的完整产业链。当时承诺金张科技2015-2017年实现经审计后的净利润不低于2800万元、3300万元和4000万元,但由于2015年镜片类和外屏类老产品销售情况不佳(外屏类产品销量下降74%)、蓝光膜产品市场开发不及预期、AB胶研发和生产产生了一系列质量问题,从而导致2015年实际实现净利润1399.61万元,仅完成业绩承诺的一半。
- AB胶产品逐步成熟放量,实现业绩承诺可期。**公司开发的AB胶是一种结合钢化玻璃使用的手机外屏保护膜,从2015年3季度起AB胶产品已逐步成熟稳定并显现出良好的盈利趋势。2015年前三季度,金张科技仅实现净利润180.90万元,2015年第四季度,实现净利润1218.71万元,2016年第一季度,已实现净利润1198.99万元。未来,金张科技将继续重点抓好AB胶产品的生产、销售工作,进一步加大蓝光膜产品的研发和市场推广,加快新设备上线时间,解决产能瓶颈和产品生产能力的提升和转型,同时,加大新产品研发推广的力度,保证后续发展的基础和动力,未来金张科技实现承诺业绩并弥补2015年业绩未完成部分的可能性较大(20160426东材科技拟修改《股权转让协议》业绩承诺及补偿条款的公告)。
- 盈利预测及投资建议。**公司2万吨光学基膜于2015年8月投料试车,随着通过客户认证期,产能将逐步释放;AB胶已经实现稳定量产,预计公司2016-2018年归属母公司净利润分别为1.06/1.32/1.62亿元,同比增长72.84%/25.44%/22.59%;对应EPS分别为0.17/0.22/0.26元,参考电子材料公司的估值水平,给与公司2016年47倍PE,对应目标价8.0元,首次覆盖给与“增持”评级。

- 风险提示:** 绝缘材料竞争继续加剧的风险、AB胶生产销售不及预期的风险。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1437.01	1406.67	1626.50	1939.40	2330.00
(+/-)YoY(%)	31.69%	-2.11%	15.63%	19.24%	20.14%
净利润(百万元)	165.45	61.11	105.61	132.48	162.41
(+/-)YoY(%)	144.90%	-63.07%	72.84%	25.44%	22.59%
全面摊薄EPS(元)	0.27	0.10	0.17	0.22	0.26
毛利率(%)	25.68%	22.60%	21.85%	22.73%	23.16%
净资产收益率(%)	7.48%	2.76%	4.55%	5.39%	6.20%

资料来源:公司年报(2014-2015),海通证券研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:刘强

Tel:021-23219733

Email:lq10643@htsec.com

证书:S0850516010001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

表 1 上市公司估值比较

代码	公司	收盘价 (元)		EPS (元/股)			PE (倍)		
		2016/5/23	市值 (亿元)	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
300054.SZ	鼎龙股份	18.46	82.76	0.36	0.50	0.78	51	37	24
002389.SZ	南洋科技	12.95	91.94	0.16	0.22	0.32	81	59	40
600237.SH	铜峰电子	6.65	37.53	0.02	0.17	0.43	333	40	16
300037.SZ	新宙邦	58.20	107.10	0.72	1.20	1.46	81	48	40
可比公司均值							136	46	30

资料来源: 盈利预测均取自 Wind 一致预期, 海通证券研究所

表 2 分产品盈利预测 (单位: 百万元)

项目	2016E	2017E	2018E
功能膜材料			
销售收入	1,275.00	1,550.00	1,896.00
增长率 (YOY)	19.69%	21.57%	22.32%
毛利率	22.00%	23.00%	23.50%
销售成本	994.50	1,193.50	1,450.44
增长率 (YOY)	21.56%	20.01%	21.53%
毛利	280.50	356.50	445.56
增长率 (YOY)	13.50%	27.09%	24.98%
占总销售额比重	78.39%	79.92%	81.37%
占主营业务利润比重	78.91%	80.88%	82.57%
复合材料及制品			
销售收入	201.50	214.40	224.00
增长率 (YOY)	0.16%	6.40%	4.48%
毛利率	24.00%	24.50%	25.00%
销售成本	153.14	161.87	168.00
增长率 (YOY)	1.17%	5.70%	3.79%
毛利	48.36	52.53	56.00
增长率 (YOY)	-2.92%	8.62%	6.61%
占总销售额比重	12.39%	11.05%	9.61%
占主营业务利润比重	13.60%	11.92%	10.38%
树脂类材料			
销售收入	80.00	100.00	130.00
增长率 (YOY)	16.22%	25.00%	30.00%
毛利率	14.00%	14.50%	14.50%
销售成本	68.80	85.50	111.15
增长率 (YOY)	15.44%	24.27%	30.00%
毛利	11.20	14.50	18.85
增长率 (YOY)	21.24%	29.46%	30.00%
占总销售额比重	4.92%	5.16%	5.58%
占主营业务利润比重	3.15%	3.29%	3.49%
其他			
销售收入	70.00	75.00	80.00
增长率 (YOY)	-1.90%	7.14%	6.67%
毛利率	22.00%	23.00%	24.00%
销售成本	54.60	57.75	60.80
增长率 (YOY)	-0.72%	5.77%	5.28%
毛利	15.40	17.25	19.20
增长率 (YOY)	-5.88%	12.01%	11.30%
占总销售额比重	4.30%	3.87%	3.43%
占主营业务利润比重	4.33%	3.91%	3.56%
销售收入小计	1626.50	1939.40	2330.00
销售成本小计	1271.04	1498.62	1790.39
毛利	355.46	440.78	539.61
平均毛利率	21.85%	22.73%	23.16%

资料来源: 公司 2015 年年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标 (元)					营业总收入	1406.67	1626.50	1939.40	2330.00
每股收益	0.10	0.17	0.22	0.26	营业成本	1088.74	1271.04	1498.62	1790.39
每股净资产	3.60	3.77	3.99	4.25	毛利率%	22.60%	21.85%	22.73%	23.16%
每股经营现金流	0.12	0.31	0.21	0.23	营业税金及附加	7.06	6.89	8.72	10.28
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.50%	0.42%	0.45%	0.44%
价值评估 (倍)					营业费用	63.29	71.57	86.30	102.05
P/E	79.00	45.71	36.44	29.72	营业费用率%	4.50%	4.40%	4.45%	4.38%
P/B	2.18	2.08	1.97	1.84	管理费用	154.29	162.31	195.33	237.43
P/S	3.43	2.97	2.49	2.07	管理费用率%	10.97%	9.98%	10.07%	10.19%
EV/EBITDA	25.25	21.36	17.43	14.92	EBIT	93.28	114.69	150.42	189.85
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	29.83	8.19	11.04	14.52
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.12%	0.50%	0.57%	0.62%
毛利率	22.60%	21.85%	22.73%	23.16%	资产减值损失	17.84	0.00	0.00	0.00
净利润率	4.84%	6.99%	7.44%	7.56%	投资收益	0.00	0.52	0.26	0.30
净资产收益率	2.76%	4.55%	5.39%	6.20%	营业利润	45.61	107.03	139.65	175.63
资产回报率	1.84%	3.27%	3.80%	4.14%	营业外收支	29.32	23.70	25.57	24.95
投资回报率	3.21%	3.68%	4.52%	5.45%	利润总额	74.93	130.72	165.22	200.58
盈利增长 (%)					EBITDA	204.03	239.26	295.87	344.31
营业收入增长率	-2.11%	15.63%	19.24%	20.14%	所得税	6.86	17.05	21.01	24.45
EBIT 增长率	-51.38%	22.95%	31.15%	26.21%	有效所得税率%	9.16%	13.04%	12.71%	12.19%
净利润增长率	-59.20%	67.00%	26.87%	22.13%	少数股东损益	6.96	8.06	11.73	13.72
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	61.11	105.61	132.48	162.41
资产负债率	30.3%	24.9%	26.3%	29.9%	扣除非经常性损益净利润	41.43	93.07	121.89	154.22
流动比率	1.74	2.19	2.14	2.04	资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
速动比率	1.31	1.56	1.53	1.52	货币资金	281.75	111.60	127.07	349.50
现金比率	0.58	0.40	0.37	0.65	应收款项	282.65	312.36	380.04	453.54
经营效率指标					存货	268.68	282.74	330.58	396.05
应收帐款周转天数	74.38	70.10	71.52	71.05	其它流动资产	46.59	46.59	46.59	46.59
存货周转天数	79.16	81.19	80.51	80.74	流动资产合计	1245.07	1123.82	1335.61	1790.71
总资产周转率	0.45	0.50	0.58	0.63	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	1.00	0.96	1.16	1.41	固定资产	1711.20	1800.20	1922.20	2033.20
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	在建工程	34.10	84.10	108.10	96.10
净利润	68.07	113.67	144.21	176.13	无形资产	171.81	208.47	233.66	252.39
折旧摊销	110.74	124.57	145.45	154.46	非流动资产合计	2076.91	2108.94	2153.17	2127.84
营运资金变动	-138.89	-39.18	-145.92	-180.81	资产总计	3321.99	3232.77	3488.78	3918.55
经营活动现金流	74.92	191.48	132.30	142.86	短期借款	469.83	258.07	319.47	521.25
固定资产投资	0.00	-89.00	-122.00	-111.00	应付账款	150.94	151.53	182.90	216.83
无形资产投资	0.00	-36.66	-37.32	-32.24	预收账款	13.52	16.18	19.08	23.01
资本支出	101.13	132.90	164.11	104.18	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-133.53	-132.38	-163.85	-103.88	流动负债合计	715.74	512.84	624.65	878.28
债务变化	78.80	-211.76	61.40	201.78	长期借款	116.75	116.75	116.75	116.75
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	175.55	175.55	175.55	175.55
融资活动现金流	30.59	-229.25	47.02	183.45	非流动负债合计	292.30	292.30	292.30	292.30
现金净流量	-28.01	-170.15	15.46	222.44	负债总计	1008.04	805.14	916.95	1170.58
公司自由现金流	-204.56	9.46	-52.50	9.12	实收资本	615.76	615.76	615.76	615.76
股权自由现金流	-221.23	-202.82	9.26	204.22	普通股股东权益	2217.70	2323.31	2455.79	2618.20
					少数股东权益	96.25	104.31	116.04	129.76
					负债和所有者权益合计	3321.99	3232.77	3488.78	3918.55

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 23 日
资料来源：公司年报 (2015)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘强 基础化工行业
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 万润股份、巨化股份、广济药业、石大胜华、三爱富、泰和新材、瑞丰高材、赛轮金宇、回天新材、嘉澳环保、日科化学、新疆天业、阳谷华泰。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。