

# 三利谱 (002876)

证券研究报告  
2019年10月29日

## 产能加速释放, Q3 营收再提速, Q4 盈利或持续改善

**事件:** 1) 19 年前三季度公司实现营收 10.42 亿元, 同比增长 61.34%, 实现归母净利润 0.24 亿元, 同比增长 4.01%。2) 19Q3 实现营收 4.25 亿元, 同比增长 86.27%, 实现归母净利润 0.22 亿元, 同比增长 496%。3) 公司预计 19 年归母净利润同比增速 80%-130%, 中值对应整年业绩 0.57 亿元, 对应 19Q4 业绩 0.33 亿元, 环比增长 48%。三季报及全年指引超出市场预期。

### 1. 合肥基地产能顺利释放, 推动业绩持续增长

合肥 1490mm 产线 18Q4 开始实现批量供货。量产初期, 由于重要客户导入时间较预期延缓, 加上单位成本较高, 故产能提升受到影响。不过, 该产线目前的产能利用率已逐步升高, 其产能释放成为本季业绩增长主要动力。产线预计第四季度开始满产, 加之产品良率仍有提升空间, 业绩有望在 19Q4 进一步增长。此外, 合肥 1330mm 产线上半年处于安装调试阶段, 第三季度开始量产, 预计明年满产, 也有望为未来业绩增长做出贡献。

### 2. 部分产品售价提高, 营收利润稳步上升

手机端小尺寸偏光片产品, 二季度陆续发出涨价通知, 三季度的营收和利润体现了涨价的积极影响; 电视用大尺寸产品目前价格为 60-70 元/平米之间, 主要是 32 寸为主, 目前正在向 43 寸转移, 平均单价会有一定提升空间, 会到 70 元/平米以上, 预计会在未来对营收增长有一定贡献。

### 3. 募投 2500mm 项目, 提升大尺寸产品竞争力

公司近期非公开发行意在丰富公司大尺寸产品类型, 提高在 65 寸偏光片等高端市场的产品竞争力。目前生产线最宽幅为 1490mm, 其理论上能够生产的偏光片最大面积为 65 寸, 但其生产 43 寸以上液晶面板所用的偏光片裁切利用率较低, 从而单位材料成本较高。在引入超宽幅生产线后, 一方面, 公司能新增 75 寸, 105 寸液晶面板配套偏光片的经济生产能力, 另一方面, 43-65 寸液晶面板配套偏光片产品将获得比现有生产线更高的裁切利用率, 从而降低单位生产成本。

### 4. 投资建议

我们持续看好偏光片材料国产化加速机遇, 公司合肥线随着产能持续释放, 未来拟引进 2500mm 生产线提高生产效率, 其大尺寸产品的竞争力也有望增强, 营收利润潜在弹性较大。鉴于人民币贬值因素影响, 我们将公司 19 归母净利润调整为 0.56 亿元 (原值为 0.79 亿元), 维持公司 20-21 年 2.12/3.09 亿元净利润预测, 目前股价对应 PE 为 84/22/15 倍, 维持买入评级。

**风险提示:** 汇率短期内波动较大; 合肥基地业绩增长低于预期。

### 投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	44.85 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	104.00
流通 A 股股本(百万股)	70.54
A 股总市值(百万元)	4,664.40
流通 A 股市值(百万元)	3,163.52
每股净资产(元)	8.67
资产负债率(%)	61.86
一年内最高/最低(元)	55.15/24.77

### 作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
张健	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010002	
zjian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《三利谱-半年报点评:业绩符合预期, 等待产能完全释放改善盈利能力》 2019-09-10
- 《三利谱-年报点评报告:Q1 营收拐点确认, 预计 Q2 利润拐点》 2019-05-06
- 《三利谱-公司点评:短期业绩不改量价齐升成长逻辑》 2019-03-28

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	817.61	882.96	1,322.94	2,184.40	3,015.86
增长率(%)	2.14	7.99	49.83	65.12	38.06
EBITDA(百万元)	197.60	133.18	115.12	297.72	438.19
净利润(百万元)	82.20	27.70	55.79	212.34	308.75
增长率(%)	12.89	(66.31)	101.44	280.57	45.41
EPS(元/股)	0.79	0.27	0.54	2.04	2.97
市盈率(P/E)	56.97	169.08	83.93	22.06	15.17
市净率(P/B)	5.33	5.31	4.91	4.15	3.36
市销率(P/S)	5.73	5.30	3.54	2.14	1.55
EV/EBITDA	24.77	21.66	43.65	19.57	12.42

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 1: 公司偏光片产销情况 (单位: 万平方米)

项目	2019 年 1-9 月				2018 年			
	深圳	莆田	合肥	合计	深圳	莆田	合肥	合计
产能	337.50	90.00	900.00	1,327.50	450.00	120.00	1,100.00	1,670.00
产量	327.00	71.93	641.36	1,040.29	404.79	110.44	288.80	804.03
销量	269.29	79.72	463.99	813.00	361.79	119.00	195.61	675.91
产能利用率	96.89%	79.92%	71.26%	78.36%	89.95%	92.03%	26.25%	48.15%
产销率	82.35%	110.83%	72.34%	78.15%	89.26%	107.75%	67.73%	84.07%

  

项目	2017 年				2016 年			
	深圳	莆田	合肥	合计	深圳	莆田	合肥	合计
产能	450.00	120.00	1000.00	1,570.00	450.00	120.00		570.00
产量	405.60	111.39	225.01	742.00	423.59	109.17		532.76
销量	358.55	107.44	139.34	605.33	432.49	120.01		552.50
产能利用率	90.13%	92.83%	22.50%	47.26%	94.13%	90.98%		93.47%
产销率	88.40%	96.45%	61.93%	81.58%	102.10%	109.93%		103.71%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 募投项目具体投资构成

序号	项目	投资金额 (万元)	投资比例 (%)
1	固定资产投资	112,170.00	88.90%
1.1	土建工程	13,770.00	10.91
1.2	装修工程	10,000.00	7.93
1.3	设备购置	86,900.00	68.88
1.4	运输安装费用	1,500.00	1.19
2	铺底流动资金	14,000.00	11.10
	合计	126,170.00	100.00

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 3: 设备购置具体明细

序号	设备名称	数量	单位	金额 (万元)
1	溶液循环系统	1	套	10,000.00
2	延伸与复合机	1	套	34,000.00
3	涂布机	1	套	9,000.00
4	保护膜复合机	1	套	2,000.00
5	裁切机	1	套	12,200.00
6	磨边机	1	套	3,000.00
7	物流系统	1	套	14,700.00
8	生产测试仪器	1	套	2,000.00
	合计			86,900.00

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	361.54	390.19	105.84	174.75	241.27
应收票据及应收账款	368.61	480.56	665.25	1,177.68	1,366.74
预付账款	8.29	11.55	11.84	29.20	27.74
存货	288.43	414.79	374.58	1,004.47	761.26
其他	145.65	106.28	141.24	141.55	167.13
<b>流动资产合计</b>	<b>1,172.52</b>	<b>1,403.38</b>	<b>1,298.74</b>	<b>2,527.65</b>	<b>2,564.14</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	375.18	399.57	439.39	483.09	516.13
在建工程	36.72	94.16	92.49	103.50	92.10
无形资产	67.02	67.75	65.53	63.32	61.11
其他	36.00	40.22	32.49	33.37	32.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>514.93</b>	<b>601.69</b>	<b>629.90</b>	<b>683.28</b>	<b>701.47</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,687.45</b>	<b>2,005.07</b>	<b>1,928.65</b>	<b>3,210.93</b>	<b>3,265.61</b>
短期借款	391.96	690.98	415.40	1,127.51	882.90
应付票据及应付账款	169.22	222.95	357.90	581.56	689.55
其他	77.09	57.11	78.01	81.04	81.99
<b>流动负债合计</b>	<b>638.26</b>	<b>971.04</b>	<b>851.30</b>	<b>1,790.11</b>	<b>1,654.44</b>
长期借款	55.00	30.00	18.00	178.95	107.37
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	111.82	118.39	101.55	110.59	110.18
<b>非流动负债合计</b>	<b>166.82</b>	<b>148.39</b>	<b>119.55</b>	<b>289.54</b>	<b>217.55</b>
<b>负债合计</b>	<b>805.08</b>	<b>1,119.43</b>	<b>970.85</b>	<b>2,079.65</b>	<b>1,871.99</b>
少数股东权益	4.51	4.08	4.02	3.62	1.72
股本	80.00	80.00	104.00	104.00	104.00
资本公积	366.25	366.25	366.25	366.25	366.25
留存收益	797.86	801.56	849.78	1,023.66	1,287.90
其他	(366.25)	(366.25)	(366.25)	(366.25)	(366.25)
<b>股东权益合计</b>	<b>882.37</b>	<b>885.64</b>	<b>957.80</b>	<b>1,131.28</b>	<b>1,393.62</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,687.45</b>	<b>2,005.07</b>	<b>1,928.65</b>	<b>3,210.93</b>	<b>3,265.61</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	82.07	27.27	55.79	212.34	308.75
折旧摊销	33.70	37.29	24.05	27.50	30.57
财务费用	22.70	38.30	35.00	30.40	61.22
投资损失	0.30	0.00	0.06	0.06	0.06
营运资金变动	(391.70)	(159.09)	(42.16)	(925.69)	143.21
其它	111.87	(31.39)	(0.06)	(0.40)	(1.90)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(141.06)</b>	<b>(87.61)</b>	<b>72.69</b>	<b>(655.79)</b>	<b>541.92</b>
资本支出	3.20	111.53	76.85	70.96	50.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(24.56)	(186.59)	(136.91)	(151.02)	(100.47)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(21.36)</b>	<b>(75.06)</b>	<b>(60.06)</b>	<b>(80.06)</b>	<b>(50.06)</b>
债权融资	491.96	745.98	467.56	1,341.18	1,021.57
股权融资	316.20	(43.89)	(11.00)	(30.40)	(61.22)
其他	(638.68)	(563.05)	(753.56)	(506.02)	(1,385.69)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>169.47</b>	<b>139.04</b>	<b>(296.99)</b>	<b>804.77</b>	<b>(425.34)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	(0.60)	(0.84)	(0.48)
<b>现金净增加额</b>	<b>7.05</b>	<b>(23.63)</b>	<b>(284.96)</b>	<b>68.08</b>	<b>66.04</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>817.61</b>	<b>882.96</b>	<b>1,322.94</b>	<b>2,184.40</b>	<b>3,015.86</b>
营业成本	602.22	723.48	1,045.12	1,660.15	2,292.06
营业税金及附加	6.88	3.41	15.08	22.50	25.69
营业费用	12.54	13.34	34.40	30.58	33.17
管理费用	28.60	33.51	59.53	76.45	99.52
研发费用	66.20	50.05	72.76	120.14	150.79
财务费用	29.57	43.89	35.00	30.40	61.22
资产减值损失	1.10	11.60	4.32	3.46	6.46
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.30)	0.00	(0.66)	(0.90)	(0.54)
其他	(19.85)	(25.06)	1.32	1.80	1.08
<b>营业利润</b>	<b>90.65</b>	<b>28.74</b>	<b>56.07</b>	<b>239.82</b>	<b>346.41</b>
营业外收入	4.33	0.62	10.00	10.00	6.87
营业外支出	0.23	0.74	0.49	0.49	0.57
<b>利润总额</b>	<b>94.75</b>	<b>28.62</b>	<b>65.58</b>	<b>249.33</b>	<b>352.71</b>
所得税	12.68	1.35	9.84	37.40	45.85
<b>净利润</b>	<b>82.07</b>	<b>27.27</b>	<b>55.74</b>	<b>211.93</b>	<b>306.85</b>
少数股东损益	(0.13)	(0.43)	(0.06)	(0.40)	(1.90)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>82.20</b>	<b>27.70</b>	<b>55.79</b>	<b>212.34</b>	<b>308.75</b>
每股收益(元)	0.79	0.27	0.54	2.04	2.97

  

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.14%	7.99%	49.83%	65.12%	38.06%
营业利润	10.96%	-68.29%	95.06%	327.75%	44.44%
归属于母公司净利润	12.89%	-66.31%	101.44%	280.57%	45.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.34%	18.06%	21.00%	24.00%	24.00%
净利率	10.05%	3.14%	4.22%	9.72%	10.24%
ROE	9.36%	3.14%	5.85%	18.83%	22.18%
ROIC	13.98%	7.03%	6.40%	17.73%	15.61%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.71%	55.83%	50.34%	64.77%	57.32%
净负债率	14.78%	40.17%	37.77%	103.11%	55.99%
流动比率	1.84	1.45	1.53	1.41	1.55
速动比率	1.39	1.02	1.09	0.85	1.09
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.30	2.08	2.31	2.37	2.37
存货周转率	3.55	2.51	3.35	3.17	3.42
总资产周转率	0.53	0.48	0.67	0.85	0.93
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.79	0.27	0.54	2.04	2.97
每股经营现金流	-1.36	-0.84	0.70	-6.31	5.21
每股净资产	8.44	8.48	9.17	10.84	13.38
<b>估值比率</b>					
市盈率	56.97	169.08	83.93	22.06	15.17
市净率	5.33	5.31	4.91	4.15	3.36
EV/EBITDA	24.77	21.66	43.65	19.57	12.42
EV/EBIT	29.50	29.55	55.17	21.57	13.35

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com