

新纶科技

新老业务全面释放，上调至“推荐”

观点聚焦

投资建议

我们将新纶科技的评级由“中性”上调至“推荐”。(1)传统业务转型、功能材料新业务的业绩贡献将在1Q16体现,公司预计1Q16净利润同比增长100~150%;(2)坚定转型新材料业务,转型项目市场空间大,下游客户开拓顺利;(3)产业链并购预期。

理由

产业转型阵痛期已至尾声。由于传统业务盈利能力下滑、新业务未显著贡献业绩但大幅增加费用,2015年公司营业收入10.24亿元, YoY-24%, 归属净利润-1.07亿元, YoY-222%, EPS-0.29元。

传统业务积极转型, 新增订单将在1H16体现。业务模式由“粗放型”转换为“重经济效益与客户质量”, 增加医药、食品等高附加值行业客户。2015年新订单中, 医药与食品行业项目占比由2014年的5%大幅提升至69%, 中标金额合计约1.6亿元, 预计可带来营业利润3,000万元。

功能材料新业务即将释放。常州基地一期11条功能膜生产线于4Q15投产, 已有150多款产品具备全面量产条件, 试产试销的产品15年合计营收近1亿元。核心产品已获三星、LG、TCL、信利光电、宸鸿科技、华为、富士康等主流厂商的客户认证, 为新业务2016年实现业绩突破创造了条件。

新建项目打破海外垄断, 市场空间广阔。公司拟与日本东山薄膜在常州基地合作投建5个TAC功能膜材料品种, 预计2H17投产, 预计达产后年均营业收入16.86亿元、净利润2.50亿元。日本东山共授权20多个TAC功能膜品种, 未来产能仍有大幅增加的空间。同时, 公司拟在成都基地投建PBO纤维项目, 切入军工材料领域, 预计2H17投产, 预计达产后年均营业利润1~1.5亿元。

积极寻求新材料产业链的并购整合, 培育利润新增长点。

盈利预测与估值

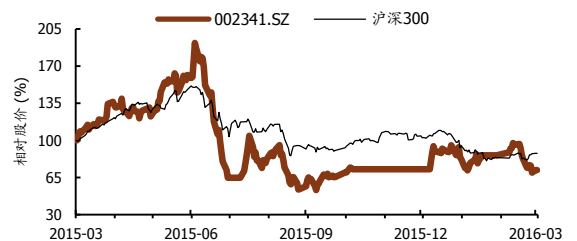
公司16年将扭亏为盈, 未来三年业绩有望保持高增长。常州一期项目有望于17年正式达产, 预计贡献净利1亿元以上; 二期项目若17年顺利投产预计当年可贡献净利1,000~2,000万元。我们暂不考虑二期项目贡献, 维持16/17年EPS预测分别为0.27元/0.38元, 分别对应16/17年49倍/35倍P/E。因估值中枢下移, 目标价下调15%至17元, 对应17年45倍P/E, 我们认为这一估值合理: 1)公司处业绩拐点; 2)新项目业绩贡献主要在2017年, 且确定性高; 3)二期投产将使公司未来盈利超预期。上调至“推荐”评级。

风险

项目建设进度、客户开拓进度不及预期。

上调至推荐

股票代码	002341.SZ
评级	↑ 推荐
最新收盘价	人民币 13.08
目标价	人民币 17.00
52周最高价/最低价	人民币 33.70~8.72
总市值(亿)	人民币 49
30日日均成交额(百万)	人民币 244.61
发行股数(百万)	373
其中: 自由流通股(%)	69
30日日均成交量(百万股)	16.18
主营行业	化工



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	1,349	1,024	1,901	2,444
增速	-0.1%	-24.1%	85.7%	28.5%
归属母公司净利润	87	-107	99	141
增速	-19.7%	-222.4%	N.M.	42.0%
每股净利润	0.23	-0.29	0.27	0.38
每股净资产	4.15	3.86	4.12	4.53
每股股利	0.01	0.00	0.03	0.04
每股经营现金流	0.44	0.35	0.44	0.34
市盈率	56.1	N.M.	49.3	34.7
市净率	3.1	3.4	3.2	2.9
EV/EBITDA	27.1	572.1	20.4	16.9
股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%
平均总资产收益率	2.7%	-3.0%	2.5%	3.2%
平均净资产收益率	5.7%	-7.1%	6.6%	8.7%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

方巍

分析员

wei.fang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080513070003

SFC CE Ref: BGC194

刘宇卓

联系人

yuzhuo.liu@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080114090019



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	1,349	1,024	1,901	2,444	营业收入	-0.1%	-24.1%	85.7%	28.5%
营业成本	910	758	1,354	1,736	营业利润率	-16.4%	-204.9%	N.M.	51.1%
营业税金及附加	15	13	23	30	EBITDA	3.5%	-95.0%	N.M.	22.6%
营业费用	107	101	143	196	净利润	-19.7%	-222.4%	N.M.	42.0%
管理费用	123	163	171	220	盈利能力				
财务费用	66	60	99	105	毛利率	32.6%	25.9%	28.8%	29.0%
其他	-23	-39	-20	-20	营业利润率	7.8%	-10.8%	4.8%	5.6%
营业利润	105	-110	91	138	EBITDA 利润率	15.9%	1.0%	16.0%	15.2%
营业外收支	-2	-19	0	0	净利率	6.5%	-10.4%	5.2%	5.8%
利润总额	104	-127	91	138	偿债能力				
所得税	14	-7	5	8	流动比率	1.08	0.86	0.92	0.97
少数股东损益	3	-14	-13	-10	速动比率	0.90	0.72	0.75	0.78
归属母公司净利润	87	-107	99	141	现金比率	0.24	0.19	0.19	0.13
EBITDA	215	11	304	372	资产负债率	51.8%	58.6%	62.4%	62.4%
资产负债表					净债务资本比率	43.2%	62.8%	66.1%	66.4%
货币资金	352	336	424	319	回报率分析				
应收账款及票据	890	827	1,138	1,463	总资产收益率	2.7%	-3.0%	2.5%	3.2%
预付款项	56	46	83	106	净资产收益率	5.7%	-7.1%	6.6%	8.7%
存货	275	243	371	476	每股指标				
其他流动资产	32	43	43	43	每股净利润 (元)	0.23	-0.29	0.27	0.38
流动资产合计	1,605	1,496	2,059	2,407	每股净资产 (元)	4.15	3.86	4.12	4.53
固定资产及在建工程	1,102	1,402	1,422	1,426	每股股利 (元)	0.01	0.00	0.03	0.04
无形资产及其他长期资产	612	645	664	679	每股经营现金流 (元)	0.44	0.35	0.44	0.34
非流动资产合计	1,771	2,140	2,178	2,197	估值分析				
资产合计	3,376	3,635	4,237	4,604	市盈率	56.1	N.M.	49.3	34.7
短期借款	1,022	1,241	1,441	1,441	市净率	3.1	3.4	3.2	2.9
应付账款及票据	296	323	577	740	EV/EBITDA	27.1	572.1	20.4	16.9
其他流动负债	167	165	227	291	股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%
流动负债合计	1,485	1,729	2,245	2,472					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	265	401	401	401					
负债合计	1,750	2,130	2,645	2,872					
股东权益合计	1,551	1,440	1,539	1,690					
少数股东权益	74	65	52	42					
负债及股东权益合计	3,376	3,635	4,237	4,604					
现金流量表									
净利润	87	-107	99	141					
折旧和摊销	48	65	100	120					
营运资本变动	45	140	-121	-226					
其他	-20	45	99	105					
经营活动现金流	163	130	165	129					
投资活动现金流入	139	28	0	0					
投资活动现金流出	-614	-376	-139	-139					
投资活动现金流	-474	-348	-139	-139					
股权融资	24	4	0	0					
银行借款	231	319	161	0					
其他	-132	-225	-99	-95					
筹资活动现金流	123	98	62	-95					
汇率变动对现金的影响	0	-1	0	0					
现金净增加额	-188	-121	88	-105					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

深圳市新纶科技股份有限公司成立于 2002 年，是国内防静电/洁净室行业龙头，提供集防静电/洁净室产品研发/生产/销售、净化工程设计/施工/维护、和超净清洗服务于一体的系统解决方案。公司正积极向新材料、日化护理产品等领域拓展，目标转型为以新材料为本的行业综合服务商。



图表 1：季度财务数据

(百万元)	1Q14	2Q14	1H14	3Q14	1-3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	1H15	3Q15	1-3Q15	4Q15	QoQ	YoY
主营业务收入	215	487	702	336	1038	311	245	312	557	225	782	242	8%	-22%
主营业务成本	142	327	469	244	713	197	173	212	385	160	545	213	33%	8%
主营业务利润	72	153	224	88	313	112	69	96	165	62	227	26	-58%	-77%
销售费用	22	23	45	28	73	34	24	23	47	24	71	30	26%	-12%
管理费用	25	32	56	27	83	40	35	37	72	37	109	55	49%	37%
财务费用	13	19	32	19	51	15	17	14	31	15	46	13	-11%	-12%
营业利润	18	70	88	13	100	5	6	23	29	(26)	3	(113)	334%	n.m.
税前利润	19	66	84	13	98	6	8	15	23	(26)	(3)	(124)	381%	n.m.
净利润	16	54	70	10	81	7	10	13	23	(18)	5	(111)	513%	n.m.
按最新股本摊薄每股收益 (元)	0.04	0.15	0.19	0.03	0.22	0.02	0.03	0.04	0.06	(0.05)	0.01	(0.30)	513%	n.m.
财务比率	1Q14	2Q14	1H14	3Q14	1-3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	1H15	3Q15	1-3Q15	4Q15	QoQ	YoY
毛利率	34.1%	32.8%	33.2%	27.4%	31.3%	36.8%	29.3%	32.2%	30.9%	28.7%	30.3%	11.9%	-59%	-24.9%
营业利润率	8.4%	14.3%	12.5%	3.8%	9.7%	1.5%	2.6%	7.3%	5.2%	-11.6%	0.4%	-46.7%	302%	-48.2%
净利润率	7.5%	11.2%	10.0%	3.0%	7.8%	2.1%	4.0%	4.3%	4.1%	-8.1%	0.6%	-46.0%	468%	-48.1%
销售费用率	10.0%	4.8%	6.4%	8.3%	7.0%	11.0%	9.6%	7.5%	8.4%	10.7%	9.1%	12.4%	16%	1.4%
管理费用率	11.4%	6.5%	8.0%	8.1%	8.0%	12.8%	14.3%	11.9%	13.0%	16.3%	13.9%	22.5%	38%	9.7%
有效税率	10.9%	15.2%	14.2%	-0.8%	12.2%	26.7%	-4.0%	23.4%	14.0%	21.8%	79.2%	3.7%	-83%	-23.0%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 2：业绩回顾

(人民币百万元)	2014A	2015E	2015A	2015A YoY	vs CICC estimate	2016E	2016E YoY
收入	1,349	1,010	1,024	-24.1%	1.4%	1,901	85.7%
成本	910	748	758	-16.6%	1.4%	1,354	78.5%
毛利	439	262	266	-39.5%	1.4%	548	106.1%
营业利润	105	(113)	(112)	-207.4%	-0.5%	91	-181.3%
净利润	87	(102)	(107)	-222.4%	4.5%	99	-192.9%
全面摊薄每股收益 (元)	0.23	(0.27)	(0.29)	-222.4%	4.5%	0.27	-192.9%
毛利率	32.6%	26.0%	25.9%	-6.6ppt	0ppt	28.8%	2.9ppt
营业利润率	7.7%	-11.2%	-11.0%	-18.7ppt	0.2ppt	4.8%	15.8ppt
净利润率	6.5%	-10.1%	-10.4%	-16.9ppt	-0.3ppt	5.2%	15.6ppt

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

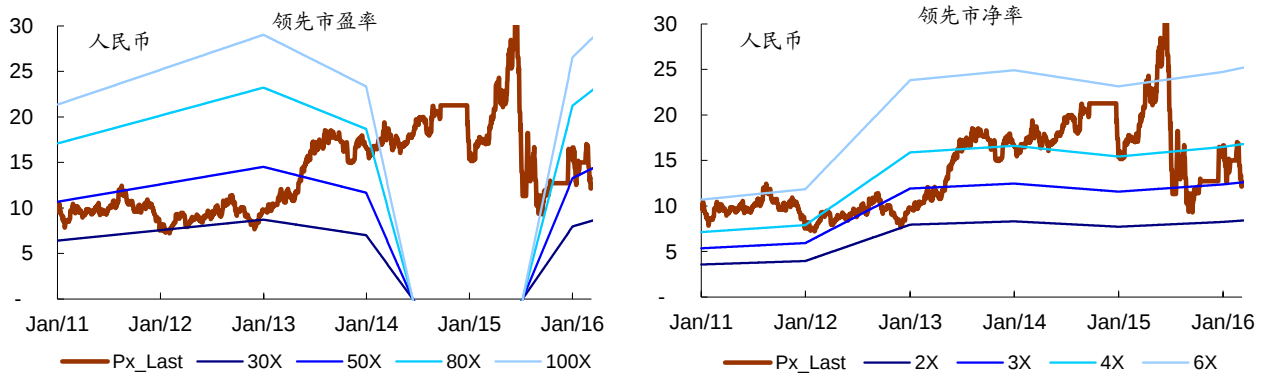
图表 3：可比公司估值表

公司	股票代码	收盘价	市值	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)			
		2016/3/8	(百万元)	2013A	2014A	2015A/E	2016E	2013A	2014A	2015A/E	2016E	2013A	2014A	2015A/E	2016E
新纶科技	002341	13.08	4,885	45	56	(46)	49	3	3	3	3	7	6	(7)	6
上海新阳	300236	26.12	4,807	109	70	54	38	6	6	5	5	6	8	7	9
万润股份	002643	32.07	10,900	88	113	42	33	8	8	5	4	9	7	12	14
永太科技	002326	15.84	12,651	637	152	79	43	13	7	7	6	2	5	9	15
国瓷材料	300285	29.00	7,405	94	117	71	42	11	10	10	9	12	9	12	17
飞凯材料	300398	54.08	5,624	86	62	49	38	23	9	8	7	27	14	16	23
光华科技	002741	29.71	10,696	178	158	161	123	34	29	25	21	19	18	17	19
强力新材	300429	71.55	5,710	100	84	62	40	28	22	15	11	28	26	22	26
南大光电	300346	21.55	3,467	57	68	72	43	3	3	2	2	5	4	4	6

资料来源：万得资讯，中金公司研究部 注：国瓷材料、强力新材、南大光电采用万得一致预期



图表 4: P/E 和 P/B 区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

