

## 业绩复合预期, 新项目稳步推进

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年全年实现营业收入 10.00 亿元, 同比增长 18.06%; 实现归母净利润 0.51 亿元, 同比增长 542.99%; 实现扣非归母净利润 0.45 亿元, 同比增长 376.38%。
- **业绩复合符合预期, Q4 单季度盈利创纪录。** Q4 公司实现归母净利润 1762 万元, 创单季度新高。Q4 扣非归母净利润 1296 万元, 非经常性损益主要是政府补助。Q4 资产减值、信用减值合计计提 256 万元, 营业外收支净额为-383 万元。扣除减值、营业外收支等非经营性因素, 扣非归母净利润也有较好表现。
- **薄膜涨价盈利修复, 电容器经营稳健。** 公司电子级薄膜材料业务实现营业收入 4.15 亿元, 同比增长 33.47%; 毛利率 25.10%, 同比增加 10.52pp。电子级薄膜材料销量 1.74 万吨, 同比增长 7.10%。受益薄膜价格上涨, 收入大幅增长, 盈利能力显著改善。电容器业务实现营业收入 3.98 亿元, 同比增长 8.69%; 毛利率 20.60%, 同比增加 0.16pp。电容器业务经营稳健, 毛利率水平相对稳定。
- **新项目稳步推进, 下半年有望陆续贡献收入。** 公司 2020 年 12 月、2021 年 6 月公告的 6 个投资项目稳步推进。其中, 新能源用超薄型薄膜材料项目已完成备案、能评, 项目第一条膜线的主设备预计 2022 年底可交货, 第二条膜线主设备已完成签订。新能源汽车用电容器项目的备案、安环评、厂房改造等工作正在进行中。新能源用电容器扩产项目一期建设已完成, 二期设备正在选型。直流电网输电用电容器项目已完成备案, 主设备正在选型之中, 厂房在设计装修中。公司新项目建设有序推进, 下半年开始有望贡献收入增量。
- **员工薪酬同步增长, 充分激发公司活力。** 公司自实控人变更以来, 推行了更市场化的薪酬体系和激励机制。2021 年公司高管及员工薪酬较 2020 年有较大幅度提升, 生产经营也更加贴近市场, 有利于充分激发管理层与基层员工活力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 1.03 亿、1.75 亿、2.32 亿。今年 BOPP 薄膜涨价贡献业绩弹性, 明年新线投产量价齐升。中长期来看, 薄膜电容器向新能源领域全面转型, 收入、盈利能力提升, 打开估值天花板。当前公司市值 42 亿, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 薄膜涨价不及预期; 原材料价格上涨; 新项目投产进度滞后; 客户拓展不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1000.09	1235.55	1569.35	1948.32
增长率	18.06%	23.54%	27.02%	24.15%
归属母公司净利润(百万元)	50.86	103.18	174.87	231.51
增长率	542.99%	102.89%	69.48%	32.39%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.18	0.31	0.41
净资产收益率 ROE	4.20%	8.31%	12.61%	14.44%
PE	83	41	24	18
PB	3.69	3.40	3.03	2.65

数据来源: Wind, 西南证券

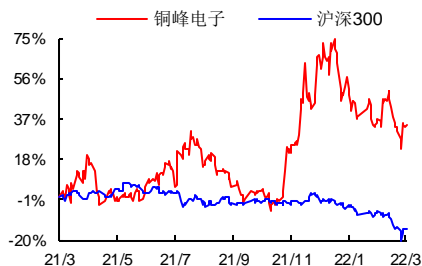
### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师  
电话: 021-58351679  
邮箱: xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.64
流通 A 股(亿股)	5.64
52 周内股价区间(元)	5.21-9.8
总市值(亿元)	42.44
总资产(亿元)	17.36
每股净资产(元)	2.04

### 相关研究

1. 铜峰电子(600237): 老树开新花, 铜峰谱新篇 (2021-12-22)

### 关键假设：

假设 1：假设 2022、2023 年 3.4um 及以下超薄 BOPP 薄膜销售均价同比上涨 2.5 万元/吨、2 万元/吨，2024 年价格同比持平。3.4~5.0um BOPP 薄膜销售均价 2022 年同比上涨 0.5 万元/吨，此后价格维持在 2022 年水平。5um 及以上 BOPP 薄膜供需整体平衡，销售均价保持稳定。

假设 2：2022~2024 年 3.4um 及以下超薄 BOPP 薄膜销量分别为 2,200 吨、3,300 吨、4,400 吨。3.4~5.0um、5.0um 及以上薄膜销量保持稳定。

假设 3：公司交流电容器收入及毛利率水平保持稳定，电力电子电容器收入每年保持小幅增长，产品结构持续改善。新能源汽车用电容器项目、新能源用电容器扩产项目、直流电网输电用电容器项目自 2022 年开始分期投产。2022 年，新能源汽车电容器、新能源电容器分别贡献销量 8 万只、0.6 亿只；2023 年销售大幅增长至 40 万只、1.5 亿只；2024 年销量分别为 100 万只、2.0 亿只。直流电网输电电容器 2022、2023 年销售收入分别为 0.25 亿元、0.70 亿元、1.36 亿元。

假设 4：再生树脂 2022~2024 年销量分别为 6,300 吨、6,800 吨、7,300 吨，毛利率维持在 10%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电子级薄膜材料	收入	415.31	512.87	648.62	765.44
	增速	33.47%	23.49%	26.47%	18.01%
	毛利率	25.10%	34.21%	40.51%	42.89%
电容器	收入	398.39	473.58	650.17	908.98
	增速	8.69%	18.87%	37.29%	39.81%
	毛利率	20.60%	21.17%	23.57%	25.40%
再生树脂	收入	36.13	44.10	45.56	48.91
	增速	255.65%	22.07%	3.31%	7.35%
	毛利率	5.27%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	收入	150.26	205.00	225.00	225.00
	增速	-5.63%	36.43%	9.76%	0.00%
	毛利率	96.30%	17.93%	19.00%	19.00%
合计	收入	1,000.09	1,235.55	1,569.35	1,948.32
	增速	18.06%	23.54%	27.02%	24.15%
	毛利率	20.43%	25.64%	29.52%	31.15%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1000.09	1235.55	1569.35	1948.32	净利润	50.32	108.18	184.87	241.51
营业成本	795.80	918.72	1106.05	1341.49	折旧与摊销	78.38	44.08	53.53	63.02
营业税金及附加	11.49	15.44	19.62	24.35	财务费用	11.19	18.92	27.68	43.22
销售费用	29.47	40.77	51.79	64.29	资产减值损失	-11.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	96.48	125.53	156.93	194.83	经营营运资本变动	163.62	-145.76	-6.81	-100.60
财务费用	11.19	18.92	27.68	43.22	其他	-87.44	32.94	-31.97	9.66
资产减值损失	-11.66	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>204.42</b>	<b>58.36</b>	<b>227.30</b>	<b>256.81</b>
投资收益	0.39	0.53	0.50	0.50	资本支出	34.35	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-69.54	0.53	0.50	0.50
其他经营损益	0.00	2.00	2.00	2.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-35.19</b>	<b>-149.47</b>	<b>-149.50</b>	<b>-149.50</b>
<b>营业利润</b>	<b>54.29</b>	<b>118.70</b>	<b>209.78</b>	<b>282.63</b>	短期借款	-34.43	-141.46	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.65	1.50	1.50	1.50	长期借款	0.00	50.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	<b>51.64</b>	<b>120.20</b>	<b>211.28</b>	<b>284.13</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1.32	12.02	26.41	42.62	支付股利	0.00	-10.17	-20.64	-34.97
净利润	50.32	108.18	184.87	241.51	其他	-110.18	-16.02	-27.68	-43.22
少数股东损益	-0.53	5.00	10.00	10.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-144.61</b>	<b>-117.65</b>	<b>51.68</b>	<b>21.80</b>
归属母公司股东净利润	50.86	103.18	174.87	231.51	<b>现金流量净额</b>	<b>19.92</b>	<b>-208.76</b>	<b>129.48</b>	<b>129.11</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	352.36	143.61	273.09	402.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	393.19	549.87	681.22	837.87	销售收入增长率	18.06%	23.54%	27.02%	24.15%
存货	206.92	196.21	274.51	323.21	营业利润增长率	357.76%	118.65%	76.73%	34.73%
其他流动资产	75.52	98.84	125.55	155.87	净利润增长率	421.90%	114.97%	70.89%	30.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.69%	26.30%	60.15%	33.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	639.27	746.35	843.98	932.11	毛利率	20.43%	25.64%	29.52%	31.15%
无形资产和开发支出	11.33	10.26	9.18	8.10	三费率	13.71%	14.99%	15.06%	15.52%
其他非流动资产	57.58	57.50	57.42	57.34	净利率	5.03%	8.76%	11.78%	12.40%
<b>资产总计</b>	<b>1736.18</b>	<b>1802.63</b>	<b>2264.95</b>	<b>2716.71</b>	ROE	4.20%	8.31%	12.61%	14.44%
短期借款	141.46	0.00	0.00	0.00	ROA	2.90%	6.00%	8.16%	8.89%
应付和预收款项	268.71	315.17	491.26	609.31	ROIC	5.85%	10.73%	15.28%	17.85%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	14.38%	14.71%	18.54%	19.96%
其他负债	126.81	135.32	157.31	184.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>536.98</b>	<b>500.49</b>	<b>798.57</b>	<b>1043.80</b>	总资产周转率	0.59	0.70	0.77	0.78
股本	564.37	564.37	564.37	564.37	固定资产周转率	1.58	1.88	2.07	2.29
资本公积	841.83	841.83	841.83	841.83	应收账款周转率	4.18	4.44	4.27	4.31
留存收益	-251.03	-158.02	-3.79	192.75	存货周转率	3.32	4.21	4.37	4.38
归属母公司股东权益	1150.23	1248.18	1402.41	1598.95	销售商品提供劳务收到现金营业收入	88.13%	—	—	—
少数股东权益	48.96	53.96	63.96	73.96	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1199.19</b>	<b>1302.14</b>	<b>1466.37</b>	<b>1672.91</b>	资产负债率	30.93%	27.76%	35.26%	38.42%
负债和股东权益合计	1736.18	1802.63	2264.95	2716.71	带息债务/总负债	26.34%	9.99%	18.78%	23.95%
					流动比率	2.00	2.31	2.17	2.23
					速动比率	1.60	1.85	1.73	1.81
					股利支付率	0.00%	9.86%	11.80%	15.11%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.09	0.18	0.31	0.41
					每股净资产	2.04	2.21	2.48	2.83
					每股经营现金	0.36	0.10	0.40	0.46
					每股股利	0.00	0.02	0.04	0.06
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	143.86	181.69	290.99	388.87					
PE	83.45	41.13	24.27	18.33					
PB	3.69	3.40	3.03	2.65					
PS	4.24	3.43	2.70	2.18					
EV/EBITDA	27.66	22.53	13.97	10.38					
股息率	0.00%	0.24%	0.49%	0.82%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn