

投资评级 优于大市 首次覆盖

胶粘带行业领导者，产能投产带动业绩提升

股票数据

06月08日收盘价(元)	25.77
52周股价波动(元)	16.86-26.76
总股本/流通A股(百万股)	167/62
总市值/流通市值(百万元)	4321/1608

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.7	15.3	25.6
相对涨幅(%)	6.6	10.6	25.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 李智

Tel: (021)23219392

Email: lz11785@htsec.com

证书: S0850519110003

投资要点:

- 深耕胶带领域多年，经营业绩保持稳步增长。** 公司是一家全球领先的综合性胶粘材料制造商，专注于各类民用胶粘材料、工业用胶粘材料、化工材料的生产。公司产品包括布基胶带、美纹纸胶带、PVC 胶带、OPP 胶带等，正在向汽车线束胶带、医用胶带、热熔胶等方面积极研发，开拓汽车、高端工业、医用等方面的高附加值市场。2020 年营业收入达 24.14 亿元，同比增长 12.58%；实现归母净利润 1.76 亿元，同比增长 18.36%。
- 1Q21 业绩增长迅速，营收、净利润同比均大幅增长。** 1Q21 公司实现营业收入 7.10 亿元，同比增长 78.03%；归母净利润 6044.08 万元，同比增长 235.97%。业绩大幅增长主要系疫情后公司经营恢复正常水平及前期建设产能的释放，随着公司双向拉伸聚丙烯薄膜生产线的投产，公司在 OPP 胶带市场的竞争力得到提高。1Q21 布基胶带、纸基胶带和膜基胶带的销售收入分别为 1.21 亿（同比增 21.80%）、1.96 亿（同比增 95.32%）和 3.17 亿元（同比增 83.51%），布基胶带、纸基胶带和膜基胶带的销量分别同比增长 9.93%、85.06% 和 54.72%，单价同比增长 10.88%、5.26% 和 19.30%。
- 行业市场规模可观，公司处于国内领先水平。** 根据公司 2020 年年报援引 Marketsand Markets 的报告，2025 年全球胶粘带市场规模有望达到 750 亿美元，未来四年的年复合增长率为 5%。根据公司 2020 年年报援引中国胶粘剂和胶粘带工业协会的数据，2019 年中国胶粘带销售额达 465.5 亿元，其中 OPP 胶带市场占比大于 50%。目前胶粘带行业的高端产品被 3M、汉高、德莎、日东等国际大厂垄断，而国内厂商依靠成本优势主要在中低端市场发展，且厂商多、规模小、产业集中度较低。公司是国内为数不多的综合性胶带企业之一，各产品销量均处于行业领先水平。
- 积极扩产提升市场份额，延伸产业链保障盈利能力。** 公司 IPO 募投项目包括 7380 万平米水性 PVC 胶带生产线、7000 万平米水性美纹纸胶带生产线、4200 万平米无溶剂天然橡胶布基胶带生产线等，其中 PVC 胶带项目已投产，其余预计在 2021 年逐步达产。可转债项目包括山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目、江西永冠智能制造产业升级一期技改项目和线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目，预计 2022 至 2023 年达产。此外，公司的四条 BOPP 拉膜线自筹项目的一线已于 2021 年 1 月投产，二线预计于 2021 年 11 月投产，三、四线预计于 2022 年投产，四条 BOPP 拉膜生产线全部投产后，OPP 膜预计综合年产能将达到 22 万吨。
- 盈利预测与投资评级。** 我们预计 2021-23 年公司 EPS 分别为 1.41、2.01、2.60 元/股。参考可比公司估值，给予 2021 年 18-22 倍 PE，对应合理目标估值区间为 25.38-31.02 元，给予“优于大市”评级。**风险提示。** 募投项目进展低于预期；原材料价格波动风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2144	2414	3388	4636	5772
(+/-)YoY(%)	26.1%	12.6%	40.3%	36.8%	24.5%
净利润(百万元)	148	176	235	336	433
(+/-)YoY(%)	12.9%	18.4%	33.8%	43.0%	28.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.89	1.05	1.41	2.01	2.60
毛利率(%)	17.1%	14.4%	15.5%	15.7%	15.9%
净资产收益率(%)	10.9%	11.3%	13.2%	16.0%	17.4%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 海通证券研究所请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

关键产品盈利假设:

1.纸基胶带: 公司自筹造纸机项目预计于 2021 年 5 月投产, 此外年产 7000 万平方米纸基胶带 IPO 项目预计在 2021 年下半年完全达产, 我们预计公司 2021-23 年纸基胶带销售量将逐步提升、毛利率保持稳定;

2.布基胶带: 公司年产 4200 万平方米布基胶带 IPO 项目预计于 2021 年 4 月达到预定可使用状态, 同时 2021 年一季度布基胶带价格显著回升, 我们预计 2021-23 年布基胶带的销售数量将逐步提升、毛利率保持稳定;

3.膜基胶带: 公司年产 7380 万平方米的 PVC 胶带 IPO 项目已投产, 另有多条 BOPP 拉膜线将在 2021-22 年陆续投产, 产能得到释放, 公司 OPP 胶带产品的市场竞争力将得到提升, 收入及毛利水平有望进一步增加, 我们预计公司 2021-23 年膜基胶带的销售量将逐年提升、毛利率逐步提高。

表 1 永冠新材分业务盈利预测

项目	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	2414.07	3387.95	4635.54	5772.41
总成本 (百万元)	2066.28	2862.98	3905.83	4854.59
总毛利 (百万元)	347.79	524.97	729.71	917.83
总毛利率	14.41%	15.50%	15.74%	15.90%
纸基胶带				
收入 (百万元)	623.39	812.00	902.80	990.00
成本 (百万元)	527.75	690.20	762.87	836.55
毛利 (百万元)	95.64	121.80	139.93	153.45
毛利率	15.34%	15.00%	15.50%	15.50%
布基胶带				
收入 (百万元)	495.98	630.00	727.60	826.50
成本 (百万元)	345.04	441.00	502.04	566.15
毛利 (百万元)	150.94	189.00	225.56	260.35
毛利率	30.43%	30.00%	31.00%	31.50%
膜基胶带				
收入 (百万元)	1,077.94	1,625.00	2,380.00	2,982.00
成本 (百万元)	1,005.76	1,462.50	2,118.20	2,639.07
毛利 (百万元)	72.18	162.50	261.80	342.93
毛利率	6.70%	10.00%	11.00%	11.50%
OPP 膜基材				
收入 (百万元)	0.00	50.00	300.00	600.00
成本 (百万元)	0.00	42.50	255.00	510.00
毛利 (百万元)	0.00	7.50	45.00	90.00
毛利率	0.00	15.00%	15.00%	15.00%
其他主营业务				
收入 (百万元)	195.93	244.91	293.90	337.98
成本 (百万元)	168.93	203.28	239.52	270.38
毛利 (百万元)	27.00	41.64	54.37	67.60
毛利率	13.78%	17.00%	18.50%	20.00%
其他业务				
收入 (百万元)	20.83	26.04	31.25	35.93
成本 (百万元)	18.80	23.50	28.20	32.43
毛利 (百万元)	2.03	2.54	3.05	3.50
毛利率	9.75%	9.75%	9.75%	9.75%

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (X)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
回天新材	300041.SZ	14.40	0.51	0.72	0.87	28.22	20.13	16.63
万华化学	600309.SH	113.71	3.20	6.09	6.75	28.47	18.67	16.85
		可比公司平均				28.35	19.4	16.74

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2021 年 06 月 07 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	2,414	3,388	4,636	5,772
每股收益	1.05	1.41	2.01	2.60	营业成本	2,066	2,863	3,906	4,855
每股净资产	9.35	10.65	12.57	14.97	毛利率%	14.4%	15.5%	15.7%	15.9%
每股经营现金流	1.29	1.68	1.52	2.59	营业税金及附加	9	12	16	20
每股股利	0.00	0.10	0.10	0.20	营业税金率%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	19	27	37	46
P/E	24.62	18.41	12.87	9.99	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	2.78	2.43	2.06	1.73	管理费用	43	55	83	104
P/S	1.79	1.28	0.93	0.75	管理费用率%	1.8%	1.6%	1.8%	1.8%
EV/EBITDA	15.08	13.13	9.55	7.21	EBIT	170	285	390	496
股息率%	0.0%	0.4%	0.4%	0.8%	财务费用	33	37	37	36
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	1.1%	0.8%	0.6%
毛利率	14.4%	15.5%	15.7%	15.9%	资产减值损失	-4	-15	-15	-20
净利润率	7.3%	6.9%	7.2%	7.5%	投资收益	15	6	7	7
净资产收益率	11.3%	13.2%	16.0%	17.4%	营业利润	196	262	377	487
资产回报率	5.2%	7.9%	9.6%	10.7%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	5.2%	10.7%	12.8%	14.2%	利润总额	196	261	377	486
盈利增长 (%)					EBITDA	231	345	459	572
营业收入增长率	12.6%	40.3%	36.8%	24.5%	所得税	20	27	41	53
EBIT 增长率	-2.7%	67.8%	37.1%	27.3%	有效所得税率%	10.3%	10.2%	11.0%	11.0%
净利润增长率	18.4%	33.8%	43.0%	28.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	176	235	336	433
资产负债率	54.1%	39.9%	40.1%	38.5%					
流动比率	1.75	2.78	2.72	2.85	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.39	1.77	1.69	1.82	货币资金	1,230	410	565	821
现金比率	1.03	0.77	0.75	0.90	应收账款及应收票据	299	371	541	653
经营效率指标					存货	390	481	697	841
应收帐款周转天数	45.16	40.00	42.58	41.29	其它流动资产	177	214	249	280
存货周转天数	68.93	61.34	65.14	63.24	流动资产合计	2,097	1,476	2,052	2,595
总资产周转率	0.71	1.15	1.33	1.42	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.82	5.32	5.08	5.56	固定资产	501	636	913	1,038
					在建工程	492	532	222	112
					无形资产	52	64	63	63
					非流动资产合计	1,298	1,478	1,444	1,458
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	3,395	2,954	3,496	4,053
净利润	176	235	336	433	短期借款	773	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	350	436	628	760
非现金支出	67	76	84	96	预收账款	0	21	14	27
非经营收益	-9	51	32	33	其它流动负债	74	74	112	125
营运资金变动	-18	-82	-198	-129	流动负债合计	1,196	531	754	912
经营活动现金流	215	279	254	432	长期借款	141	141	141	141
资产	-768	-265	-52	-113	其它长期负债	501	507	507	507
投资	89	-10	0	0	非流动负债合计	642	648	648	648
其他	-2	14	7	7	负债总计	1,838	1,179	1,402	1,560
投资活动现金流	-681	-260	-45	-106	实收资本	167	167	167	167
债权募资	1,089	-773	0	0	归属于母公司所有者权益	1,557	1,775	2,094	2,493
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	140	-67	-54	-70	负债和所有者权益合计	3,395	2,954	3,496	4,053
融资活动现金流	1,229	-839	-54	-70					
现金净流量	754	-820	155	256					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
邓勇 石油化工行业
李智 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： 华峰化学,恒力石化,滨化股份,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,雅本化学,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,东华能源,鼎龙股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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。