

其他塑料制品

天津新材（603330.SH）

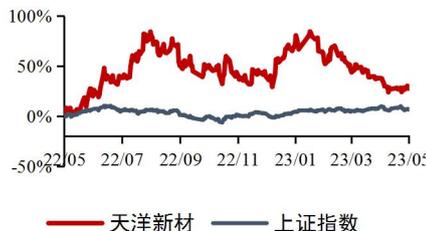
买入-A(首次)

2023 年光伏胶膜放量，业绩迎来触底反弹

2023 年 5 月 17 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023 年 5 月 17 日

收盘价（元）：	11.19
年内最高/最低（元）：	16.49/8.92
流通 A 股/总股本（亿）：	3.33/4.33
流通 A 股市值（亿）：	37.24
总市值（亿）：	48.42

资料来源：最闻

基础数据：2023 年 3 月 31 日

基本每股收益：	0.01
摊薄每股收益：	0.01
每股净资产（元）：	4.61
净资产收益率：	0.14

资料来源：最闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

研究助理：

贾惠淋

邮箱：jihuilin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 14.3 亿元，同比增长 33.6%；实现归母净利润-0.6 亿元，同比减少 151.4%。2023 年 Q1 公司实现营业收入 3.4 亿元，同比增长 5.6%，实现归母净利润 344.4 万元，同比增长 237.6%。

事件点评

➢ **原材料价格影响 2022 年盈利，2023 年有望触底回升。**2022 年公司毛利率为 15.4%（YOY-10.8pct），归母净利率为-4.2%（YOY-14.5pct）。盈利能力下降主要受以下因素影响：1）三季度开始光伏封装胶膜市场售价随 EVA 粒子市场价格下降而下调，公司基于材料成本及合理利润率制定的销售价格无法向下游客户传导，光伏封装胶膜毛利率下降；2）公司对 EVA 粒子计提约 6000 万的存货跌价；3）公司对子公司烟台泰盛产生的商誉计提减值约 1200 万。2023 年在硅料价格下行，光伏行业景气度较高的背景下，叠加高价存货出清，预计公司盈利能力触底回升。此外，公司费用率管控能力良好，2022 年整体费用率 14.6%（YOY-4.8pct）。

➢ **光伏封装胶膜：产能顺利释放，到 2024 年底将达 5.4 亿平。**2022 年公司光伏封装胶膜实现营收 7.3 亿元（YOY+124.7%），在营收中占比 51.1%，是主要的业务支撑；毛利率为 3.9%。在 EVA 胶膜的基础上，公司持续研发 N 型电池专用 EPE、POE 封装膜和共挤白膜，2022 年公司光伏封装胶膜产量和销量分别为 0.65 及 0.63 亿平。截至 2022 年底，公司光伏封装胶膜年产能约 1.6 亿平方米；预计 2023 年年底年产能达 3.5 亿平方米；待募投项目一期全部投产后，2024 年年产能将达 5.4 亿平方米，带动光伏胶膜业务营收持续增长。

➢ **热熔胶：调整存量业务结构，拓展新应用新产品。**2022 年公司热熔胶实现营收 4.6 亿元（YOY-8.9%），在营收中占比 32.2%，毛利率为 18.2%。2022 年公司热熔胶生产量为 1.9 万吨（YOY-10.7%），销售量为 1.7 万吨（YOY-16.5%）。公司积极应对行业低迷的大环境：1）存量业务领域优化低毛利产品及客户结构，致力于原料端迭代开发；2）积极拓展新应用，在风能叶片用胶细分领域实现稳定供货；3）成功开发汽车内饰面料领域用胶，湿气固化聚氨酯胶粘剂（PUR）版块取得 50%销量增长。

➢ **热熔墙布、窗帘：优化经营思路，拓宽经销商渠道。**2022 年公司热熔墙布、窗帘实现营收 0.9 亿元（YOY-4.5%），在营收中占比 6.4%；毛利率为 36.5%。2022 年公司热熔墙布、窗帘生产量为 272.7 万 m²（YOY-2.1%），销



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



销量为 271.5 万 m² (YOY-0.9%)。在 2022 年消费市场疲软，同行业绩下降的背景下，公司优化经营思路，拓展经销商数量和外加工渠道，收入较 2021 年同比基本持平。2022 年度开发经销商 120 家，截止 2022 年底经销商总数达 500 家以上，为 2023 年实现盈利奠定基础。

➤ **电子胶：深耕行业标杆客户，扩大市场份额。**2022 年公司电子胶实现营收 1.2 亿元 (YOY+3.8%)，在营收中占比 8.2%；毛利率为 50.1%。2022 年公司电子胶生产量为 627.0 吨 (YOY-7.9%)，销售量为 612.5 吨 (YOY-6.8%)。公司聚焦主力赛道，2022 年在汽车电子细分行业实现营业额超 50% 的增长，智能穿戴行业实现翻倍增长，板块协同效应显著。重点客户方面，公司 Coating 产品成功导入海尔、海信代工厂，并与正泰电器深化业务合作，销售额持续提升；结构胶产品正式导入华为笔记本代工厂，同时拓展到同类企业生产使用。与电机行业龙头日本万宝至公司达成战略合作，业务拓展顺利。

投资建议

➤ 我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 1.72/4.17/6.27 亿元，分别同比增长 403.1/142.9%/50.6%，对应 EPS 为 0.40/0.96/1.45 元，PE 为 27.8/11.4/7.6 倍，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示

➤ 原材料价格波动风险；需求不及预期；政策变动风险；市场竞争加剧等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,068	1,426	2,688	4,433	6,363
YoY(%)	52.7	33.6	88.5	64.9	43.5
净利润(百万元)	110	-57	172	417	627
YoY(%)	112.7	-151.4	403.1	142.9	50.6
毛利率(%)	25.6	14.9	20.5	24.1	24.9
EPS(摊薄/元)	0.25	-0.13	0.40	0.96	1.45
ROE(%)	9.3	-5.5	14.7	26.5	28.8
P/E(倍)	43.3	-84.3	27.8	11.4	7.6
P/B(倍)	4.4	4.9	4.2	3.1	2.3
净利率(%)	10.3	-4.0	6.4	9.4	9.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	966	1210	2079	2589	3498
现金	207	147	661	491	636
应收票据及应收账款	392	567	508	969	1151
预付账款	24	28	68	91	137
存货	273	412	742	941	1447
其他流动资产	70	57	100	96	126
非流动资产	809	1087	1229	1419	1644
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	599	685	794	934	1096
无形资产	74	94	96	99	104
其他非流动资产	137	309	339	385	444
资产总计	1775	2298	3309	4008	5143
流动负债	499	1177	1048	1369	1922
短期借款	233	635	501	546	886
应付票据及应付账款	93	240	370	592	773
其他流动负债	174	302	177	231	263
非流动负债	140	96	93	88	81
长期借款	120	47	43	39	32
其他非流动负债	20	49	49	49	49
负债合计	639	1273	1140	1457	2003
少数股东权益	62	61	66	69	66
股本	238	333	433	433	433
资本公积	537	444	1311	1311	1311
留存收益	301	211	338	658	1155
归属母公司股东权益	1074	964	2102	2483	3073
负债和股东权益	1775	2298	3309	4008	5143

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-36	-255	41	86	175
净利润	106	-56	177	419	625
折旧摊销	53	65	13	15	17
财务费用	22	33	58	76	115
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-168	-359	-191	-406	-559
其他经营现金流	-47	63	-14	-18	-22
投资活动现金流	-45	-157	-154	-185	-214
筹资活动现金流	230	354	628	-71	-172
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	-0.13	0.40	0.96	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	-0.59	0.10	0.20	0.40
每股净资产(最新摊薄)	2.48	2.23	2.62	3.50	4.87

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1068	1426	2688	4433	6363
营业成本	794	1214	2136	3367	4777
营业税金及附加	7	8	14	23	34
营业费用	74	62	108	177	255
管理费用	72	76	108	177	274
研发费用	38	37	67	111	153
财务费用	22	33	58	76	115
资产减值损失	-8	-82	0	4	13
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
营业利润	115	-81	218	530	797
营业外收入	28	10	10	12	15
营业外支出	2	3	4	2	3
利润总额	140	-73	223	539	809
所得税	35	-17	46	119	185
税后利润	106	-56	177	419	625
少数股东损益	-5	0	5	3	-3
归属母公司净利润	110	-57	172	417	627
EBITDA	204	22	253	564	846

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	52.7	33.6	88.5	64.9	43.5
营业利润(%)	66.2	-170.4	369.9	143.4	50.6
归属于母公司净利润(%)	112.7	-151.4	403.1	142.9	50.6
获利能力					
毛利率(%)	25.6	14.9	20.5	24.1	24.9
净利率(%)	10.3	-4.0	6.4	9.4	9.9
ROE(%)	9.3	-5.5	14.7	26.5	28.8
ROIC(%)	7.6	-1.8	11.0	19.9	20.8
偿债能力					
资产负债率(%)	36.0	55.4	34.5	36.3	39.0
流动比率	1.9	1.0	2.0	1.9	1.8
速动比率	1.2	0.6	1.2	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	1.0	1.2	1.4
应收账款周转率	3.2	3.0	5.0	6.0	6.0
应付账款周转率	7.9	7.3	7.0	7.0	7.0
估值比率					
P/E	43.3	-84.3	27.8	11.4	7.6
P/B	4.4	4.9	4.2	3.1	2.3
EV/EBITDA	24.7	254.8	18.7	8.8	6.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

