

双星新材 (002585)

材料平台星耀苍穹，卡位 PET 铜箔

报告摘要

◆ 平台型新材料供应商，充分受益产能释放

公司是一家专注于先进高分子材料研发、制造和销售的国家高新技术企业。目前产品主要包括：1) 光学材料；2) 新能源材料；3) 信息材料；4) 热收缩材料。公司以液晶显示、消费电子、光伏新能源、汽车等为场景，致力打造平台型新材料供应商。

2021 年公司实现营收 59.31 亿元(同比增速 17.19%)，归母净利润 13.85 亿元(同比增速 92.28%)；2022Q1 公司实现收入 17.30 亿元（同比增速 35.00%，环比增速 2.33%），归母净利润 3.59 亿元（同比增速 30.01%，环比增速-12.82%）。随着高端光学膜的顺利放量，公司的盈利能力显著提升，在同行因为竞争加剧而导致毛利率下滑时，公司逆流而上，毛利率显著提升，领跑行业。

◆ 自主开发 PET 铜箔

假设 2025 年 PET 铜箔全球渗透率 19.8%，我们预计产生 32 亿平方米的需求，对应约 289 亿元市场规模。公司 2020 年着手立项 PET 铜箔项目，2021 年开始开发。在 4.5 微米基材的基础上，自主完成原料、母带（磁控溅射）、水镀等主要工艺，目前进展顺利。在重要指标内部检验合格后，已送往客户进行评价认证。目前国内 PET 基膜大部分依赖进口，公司具备 PET 基膜的自供能力，并且已拥有溅射设备，在材料端具备技术先发优势和成本优势。

◆ 全产业链技术助力 PET 铜箔规模生产

PET 铜箔当前处于产业化早期成本优势尚未体现，主要降本路径为通过提高生产效率与良率摊薄单位固定成本。公司拥有从原料开发、挤出拉伸、精密涂布、磁控溅射、微成型、电子光雕模具等全套工艺技术，具备聚脂薄膜全产业链技术产品开发优势，有助于提升实现 4.5 μ mPET 膜的规模化生产的速度，降低成本，提升产品质量。

投资评级

买入
首次评级

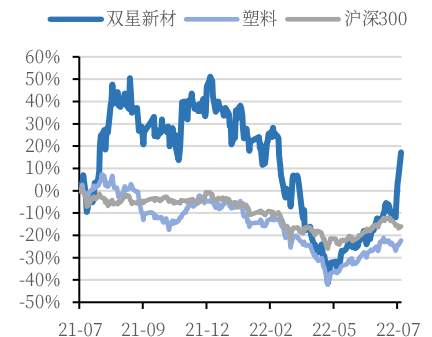
2022 年 07 月 18 日

收盘价(元): 22.67

公司基本数据

总股本(百万股)	1,156.28
总市值(百万)	26,212.82
流通股本(百万股)	879.74
流通市值(百万)	19,943.73
12 月最高/最低价(元)	30.37/11.47
资产负债率(%)	19.29
每股净资产(元)	8.44
市盈率(TTM)	17.85
市净率(PB)	2.69
净资产收益率(%)	3.68

股价走势图



作者

刘牧野 分析师
SAC 执业证书: S0640522040001
联系电话: 13162117343
邮箱: liumy@avicsec.com

唐保威 研究助理
SAC 执业证书: S0640121040023
联系电话: 18017096787
邮箱: tangbw@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

◆ 投资建议

PET 铜箔正处大规模应用前夕，看好公司提前卡位的先发优势，以及全产业链支持规模化生产的放大能力，同时，聚脂薄膜项目陆续投产带来利润释放，成为公司业绩持续增长的动力来源。公司净利润/固定资产在 2021 年达到 32%，高于行业均值 30%，随着产能释放，公司固定资产的造血能力将进一步增强。截至 2022 年 7 月 18 日，公司 PE (TTM) 为 17.85，显著低于行业均值 27.07，表明公司存在被市场低估的可能。预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 18.34 亿元、23.60 亿元、29.21 亿元，对应目前 PE 分别为 14.29、11.11、8.97，重点推荐。

◆ 风险提示

光伏、面板行业需求放缓；原材料价格波动的风险；扩产项目不及预期。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5061.31	5931.21	7802.27	9974.90	12291.45
增长率 (%)	13.17	17.19	31.55	27.85	23.22
归母净利润 (百万元)	720.54	1385.43	1834.49	2360.36	2920.93
增长率 (%)	315.33	92.28	32.41	28.67	23.75
毛利率 (%)	22.55	32.86	33.25	33.12	33.14
每股收益 (元)	0.62	1.20	1.59	2.04	2.53
市盈率 PE	36.38	18.92	14.29	11.11	8.97
市净率 PB	3.15	2.79	2.44	2.09	1.78
净资产收益率 ROE (%)	8.67	14.74	17.04	18.85	19.88

资料来源：ifind，中航证券研究所

正文目录

一、 星耀苍穹，先进材料平台价值重构	4
(一) 进军光伏、面板高端膜材，完成蜕变.....	4
(二) 先进产能释放，造血能力一流	5
二、 卡位 PET 铜箔，全产业链技术助力规模生产	6
(一) PET 铜箔正处大规模应用前夕	6
(二) 基膜工艺、磁控溅射技术储备充分	8
三、 投资建议	8
四、 风险提示	9

图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 2022Q1 营收同比+35%，归母净利润同比+30.01%	5
图 3 2021 年公司光学膜营收占比 36.2%	5
图 4 公司研发投入领先行业（亿元）	5
图 5 公司毛利率反超并领跑行业.....	5
图 6 行业对比：净利润/固定资产	6
图 7 行业对比：净利润/生产人员（万元/人）	6
图 8 公司净利率大幅跑赢行业.....	6
图 9 复合集流体针刺后电池容量仍能保持 93%.....	7
图 10 复合集流体的循环性能和能量密度优于传统集流体.....	7
图 11 复合集流体制备过程（图中为复合铝箔，复合铜箔制备过程类似）.....	8
表 1 预计 2025 年 PET 铜箔市场空间约 289 亿元.....	7

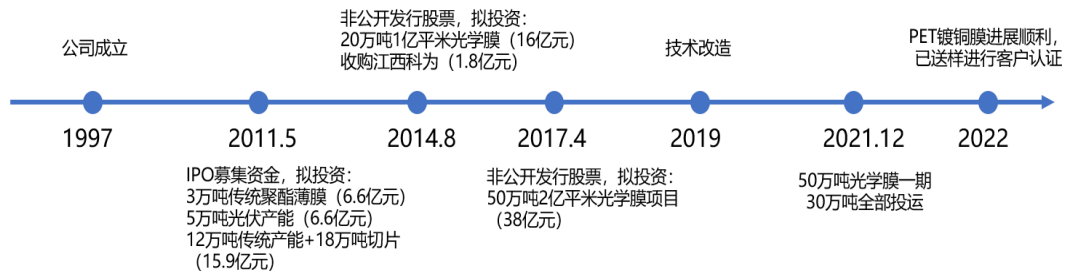
一、星耀苍穹，先进材料平台价值重构

公司是一家专注于先进高分子材料研发、制造和销售的国家高新技术企业。目前产品主要包括：1) 光学材料；2) 新能源材料；3) 信息材料；4) 热收缩材料。公司以液晶显示、消费电子、光伏新能源、汽车等为场景，致力打造平台型新材料供应商。公司为三星的全球核心供应商之一，在显示类聚酯薄膜产品的主要客户还包括 LG、TCL、小米、华为等国内外企业。

(一) 进军光伏、面板高端膜材，完成蜕变

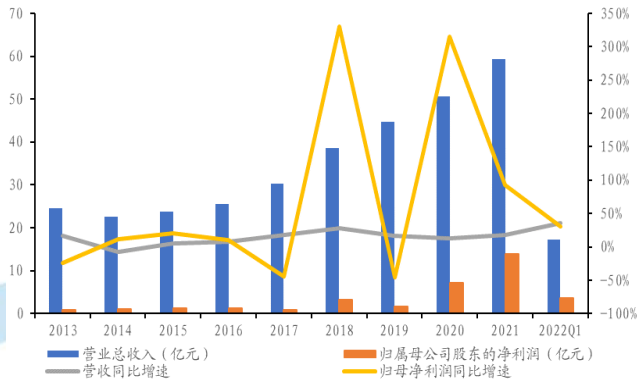
江苏双星彩塑新材料股份有限公司成立于 1997 年，2011 年上市至 2017 年间累计募资超过 60 亿元，逐渐从传统包装膜厂家转型为集光学材料、新能源材料、信息材料等于一体的平台型先进材料供应商。

图1 公司发展历程

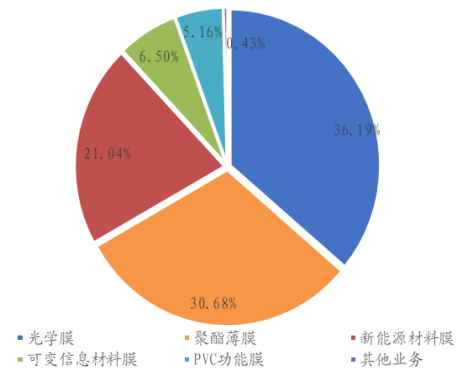


资料来源：公司公告，中航证券研究所

公司凭借产品竞争力、创新驱动在聚酯功能膜材料领域形成膜、片纵向一体化布局。2021 年公司实现营收 59.31 亿元，同比增长 17.19%；归母净利润 13.85 亿元，同比增长 92.28%。分业务来看，光学膜、聚酯薄膜、新能源材料膜为公司的主要收入来源，2021 年营收占比分别为 36.2%、30.7%、21.0%，公司原有传统业务与新材料业务实现高效协同，产品不依赖单一产业链和单一客户，有较强的抗风险能力。

图2 2022Q1 营收同比+35%，归母净利润同比+30.01%


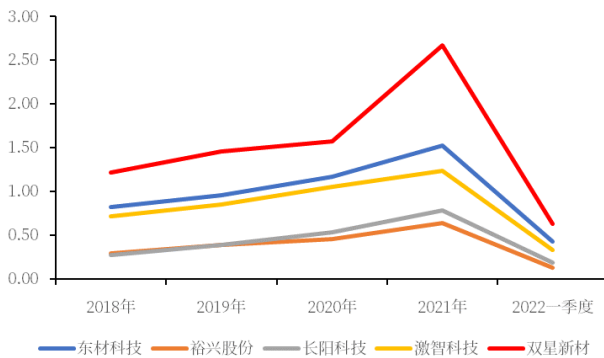
资源来源: ifind, 中航证券研究所

图3 2021 年公司光学膜营收占比 36.2%


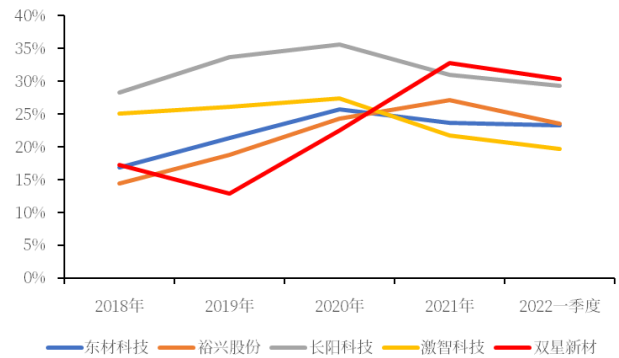
资源来源: ifind, 中航证券研究所

(二) 先进产能释放，造血能力一流

公司研发投入领先行业，在传统薄膜市场竞争日益激烈时，公司聚焦光学膜、基材的研发，2019 年进行产线技改升级，2020 年打破国外技术垄断，成功在 2021 年实现业绩高速增长。并且随着高端光学膜的顺利放量，公司的盈利能力显著提升，在同行因为竞争加剧而导致毛利率下滑时，公司逆流而上，毛利率开始提升，领跑行业。

图4 公司研发投入领先行业 (亿元)


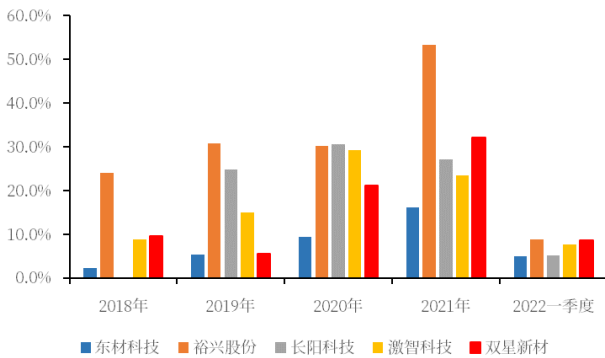
资源来源: ifind, 中航证券研究所

图5 公司毛利率反超并领跑行业


资源来源: ifind, 中航证券研究所

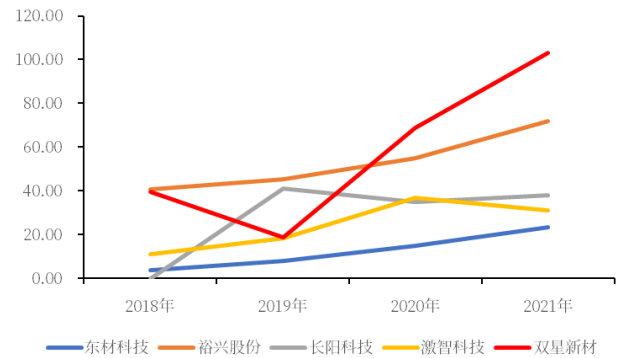
公司造血能力突出。凭借管理层的经验和能力，公司可以有效地控制成本，提高运营效率和公司盈利能力。同时，公司注重引进高端管理人才，对于公司整体管理能力的提升和生产经营水平的提高提供了强有力的保证。公司资产利用率、人员利用率处于行业领先地位，因此，公司 2022 年一季度净利率（21%）大幅跑赢行业。

图6 行业对比：净利润/固定资产



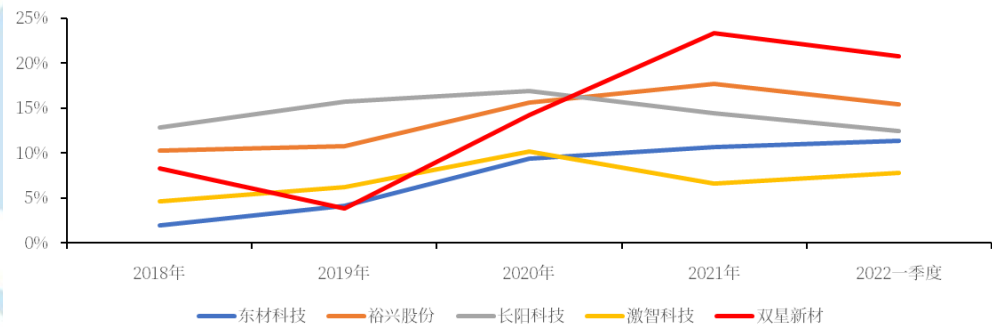
资料来源: ifind, 中航证券研究所

图7 行业对比：净利润/生产人员 (万元/人)



资料来源: ifind, 中航证券研究所

图8 公司净利率大幅跑赢行业



资料来源: ifind, 中航证券研究所

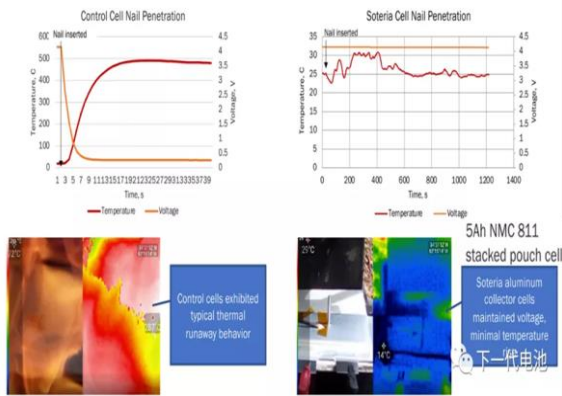
公司在 2021 年完成了 30 万吨高性能聚酯膜材料项目的投产，全年实际新增了 7.2 万吨产量，聚酯膜基膜整体产销达 52 万吨。预计 2022 年产量实现 75 万吨-80 万吨左右。

二、卡位 PET 铜箔，全产业链技术助力规模生产

(一) PET 铜箔正处大规模应用前夕

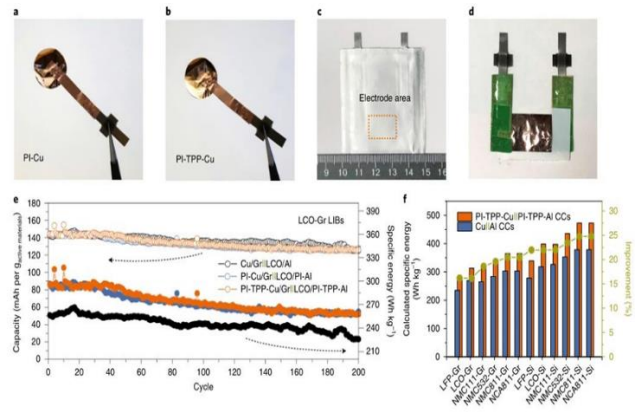
PET 铜箔安全性高、能量密度高、理论成本低，产业应用势在必行。动力电池高安全性、高能量密度的发展方向对铜箔提出了更高要求，PET 复合铜箔具有“金属导电层-高分子支撑层-金属导电层”的三明治结构，在电池内短路时 PET 层和阻燃结构可提供无穷大电阻从而有效避免电池热失控；PET 复合铜箔中铜厚度相比 6 μ m 铜箔减少 2/3，相同电芯体积能容纳更多活性材料从而提高能量密度、降低理论成本，产业应用势在必行。如宁德时代 PET 复合铜箔重量比传统铜箔降低 50-80%，能量密度提升 5-10%，循环寿命提升 5%。

图9 复合集流体针刺后电池容量仍能保持 93%



资源来源：下一代电池，中航证券研究所

图10 复合集流体的循环性能和能量密度优于传统集流体



资源来源：清新电源，中航证券研究所

预计 2025 年 PET 铜箔市场空间约 289 亿元。根据以下假设进行测算：1) 根据之前我们周报中关于新能源车的预测，预计 2025 年中国/全球新能源车渗透率达 33%/21%；据 EVTank 预测，2022-2025 年储能电池需求分别为 98GWh、132GWh、177GWh、244GWh；2) 根据产业调研，我们预计 PET 铜箔渗透率在动力电池、小动力电池、消费电池、储能电池、电动工具中的渗透率分别达到 19%、20%、22.2%、22.2%、22.5%，据此计算 2025 年 PET 铜箔平均渗透率约为 19.8%；3) 据产业调研，每 GWh 电池对应 1000 万 m² PET 铜箔需求，则 2025 年 PET 铜箔需求量为 32.1 亿 m²，市场空间约 289 亿元。

表1 预计 2025 年 PET 铜箔市场空间约 289 亿元

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
电池总需求量 (Gwh)	553.4	706.3	937.0	1228.5	1621.1
动力电池	371.0	476.9	655.3	884.0	1188.9
小动力	13.1	16.9	21.9	28.3	35.0
消费电池	81.0	87.5	95.0	99.8	104.7
储能电池	66.3	98.2	132.1	176.5	243.7
电动工具	22.0	26.8	32.7	39.9	48.7
PET 铜箔平均渗透率	0.2%	0.9%	4.3%	12.6%	19.8%
动力电池	-	0.5%	4.0%	12.1%	19.0%
小动力	-	1.0%	4.0%	12.5%	20.0%
消费电池	-	3.0%	7.0%	14.0%	22.2%
储能电池	-	1.0%	3.5%	14.0%	22.2%
电动工具	-	1.5%	5.0%	15.0%	22.5%
PET 铜箔需求量 (千万 m ²)	1.1	6.6	40.0	155.2	321.2
动力电池	-	2.4	26.2	107.0	225.9
小动力	-	0.2	0.9	3.5	7.0
消费电池	-	2.6	6.7	14.0	23.3
储能电池	-	1.0	4.6	24.7	54.1

电动工具	-	0.4	1.6	6.0	11.0
PET 铜箔市场空间(亿元)	1.1	6.6	40.0	147.4	289.1

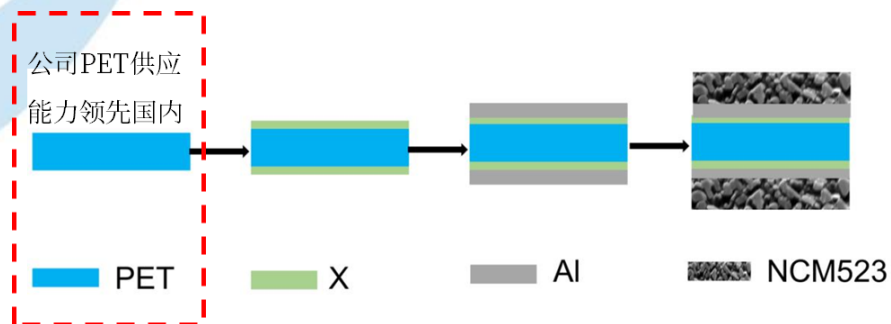
资料来源: GGII, EVTank, 中航证券研究所测算

产业大规模应用蓄势待发, 相关设备与材料企业有望充分受益。宁德时代等电池厂积极布局 PET 铜箔, 终端应用有望加速落地; 重庆金美等多家膜材料厂商的复合铜箔已进入下游验证或已实现量产; 双星新材 PET 铜箔已送往客户进行评价认证; 宝明科技近日公告拟投资 60 亿元建设锂电复合铜箔生产基地, 其中一期拟投资 11.5 亿元、建设期 12 个月。PET 复合铜箔产业趋势持续明朗、大规模应用蓄势待发, 相关设备与材料企业有望率先受益。

(二) 基膜工艺、磁控溅射技术储备充分

PET 铜箔具有典型的“金属导电层-高分子支撑层-金属导电层”三明治结构, 以绝缘分子薄膜为支撑基材, 两侧沉积金属铜层而得到的复合集流体。PET 铜箔是在 4.5 μm 的 PET (或 PP) 膜两边各镀 1 μm 铜形成 6.5 μm 的 PET 镀铜膜。国内 4.5 μm PET 膜大部分依赖进口, 双星新材具备 4.5 μm PET 的生产供应能力, 且已拥有溅射设备, 在材料端具备技术先发优势和成本优势。

图11 复合集流体制备过程 (图中为复合铝箔, 复合铜箔制备过程类似)



资料来源:《高安全锂离子电池复合集流体的界面强化》, 中航证券研究所

公司拥有从原料开发、挤出拉伸、精密涂布、磁控溅射、微成型、电子光雕模具等全套工艺技术, 具备聚脂薄膜全产业链技术产品开发优势, 有助于提升实现 4.5 μm PET 膜的规模化生产的速度, 降低成本, 提升产品质量。公司 2020 年着手 PET 铜箔项目立项, 2021 年开始开发。在 4.5 微米基材的基础上, 自己完成原料、母带(磁控溅射)、水镀, 目前进展顺利, 在重要指标内部检验合格后, 已送往客户进行评价认证。

三、投资建议



PET 铜箔正处大规模应用前夕，看好公司提前卡位的先发优势，以及全产业链支持规模化生产的放大能力，同时，聚脂薄膜项目陆续投产带来利润释放，成为公司业绩持续增长的动力来源。公司净利润/固定资产在 2021 年达到 32%，高于行业均值 30%，随着产能释放，公司固定资产的造血能力将进一步增强。截至 2022 年 7 月 18 日，公司 PE (TTM) 为 17.85，显著低于行业均值 27.07，表明公司存在被市场低估的可能。预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 18.34 亿元、23.60 亿元、29.21 亿元，对应目前 PE 分别为 14.29、11.11、8.97，重点推荐。

四、风险提示

光伏、面板行业需求放缓；原材料价格波动的风险；扩产项目不及预期。



财务报表与财务指标 (百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1282.60	1599.27	1721.14	3093.09	5031.02	营业收入	5061.31	5931.21	7802.27	9974.90	12291.45
应收票据及账款	1386.75	1762.03	2317.88	2963.32	3651.51	营业成本	3920.12	3982.26	5207.80	6671.30	8217.89
预付账款	594.08	550.68	724.40	926.12	1141.20	税金及附加	20.80	20.95	27.56	35.23	43.41
其他应收款	3.15	2.57	3.38	4.33	5.33	销售费用	20.17	29.13	31.21	39.90	49.17
存货	1179.47	1561.78	1854.83	2284.69	2701.77	管理费用	110.89	173.07	171.65	199.50	221.25
其他流动资产	477.71	18.53	30.10	38.49	47.42	研发费用	157.27	266.89	335.50	399.00	491.66
流动资产总计	4923.76	5494.86	6651.75	9310.03	12578.27	财务费用	26.97	14.14	-5.81	-8.42	-14.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-3.50	-6.52	0.00	0.00	0.00
固定资产	3404.60	4303.19	4680.03	5202.30	5231.27	信用减值损失	-83.29	-24.56	0.00	0.00	0.00
在建工程	861.58	1258.14	1095.74	483.33	200.00	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	334.33	346.93	289.11	231.29	173.47	投资收益	25.02	13.45	21.90	21.90	21.90
长期待摊费用	35.39	29.35	14.68	0.00	0.00	公允价值变动损益	30.50	77.32	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	658.15	692.83	692.83	692.83	692.83	资产处置收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5294.04	6630.45	6772.38	6609.75	6297.57	其他收益	61.47	86.47	51.75	51.75	51.75
资产总计	10217.80	12125.31	13424.13	15919.79	18875.83	营业利润	835.29	1590.96	2108.02	2712.05	3355.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.12	0.48	0.27	0.27	0.27
应付票据及账款	1180.48	1469.02	1655.55	2120.80	2612.46	营业外支出	3.13	0.06	1.09	1.09	1.09
其他流动负债	720.02	1239.13	986.40	1260.52	1551.52	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1900.51	2708.14	2641.96	3381.32	4163.97	利润总额	832.29	1591.38	2107.20	2711.24	3355.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	111.75	205.95	272.71	350.88	434.21
其他非流动负债	6.87	18.38	18.38	18.38	18.38	净利润	720.54	1385.43	1834.49	2360.36	2920.93
非流动负债合计	6.87	18.38	18.38	18.38	18.38	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1907.38	2726.52	2660.34	3399.70	4182.35	归母净利润	720.54	1385.43	1834.49	2360.36	2920.93
股本	1156.28	1156.28	1156.28	1156.28	1156.28	EBITDA	1304.78	2128.46	2659.46	3365.45	4053.11
资本公积	5185.55	5186.57	5186.57	5186.57	5186.57	NOPLAT	720.09	1330.04	1830.25	2353.84	2909.36
留存收益	1968.60	3055.94	4420.94	6177.23	8350.63	EPS(元)	0.62	1.20	1.59	2.04	2.53
归属母公司权益	8310.42	9398.79	10763.80	12520.09	14693.48						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股东权益合计	8310.42	9398.79	10763.80	12520.09	14693.48						
负债和股东权益合计	10217.80	12125.31	13424.13	15919.79	18875.83						

主要财务比率	会计年度				
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营收增长率	13.17%	17.19%	31.55%	27.85%	23.22%
营业利润增长率	324.03%	90.47%	32.50%	28.65%	23.74%
EBIT增长率	291.71%	86.85%	30.89%	28.62%	23.61%
EBITDA增长率	99.97%	63.13%	24.95%	26.55%	20.43%
归母净利润增长率	315.33%	92.28%	32.41%	28.67%	23.75%
经营现金流增长率	11.08%	-12.06%	22.25%	92.85%	24.59%
盈利能力					
毛利率	22.55%	32.86%	33.25%	33.12%	33.14%
净利率	14.24%	23.36%	23.51%	23.66%	23.76%
营业利润率	16.50%	26.82%	27.02%	27.19%	27.30%
ROE	8.67%	14.74%	17.04%	18.85%	19.88%
ROA	7.05%	11.43%	13.67%	14.83%	15.47%
ROIC	11.21%	20.08%	23.26%	25.31%	29.38%
估值倍数					
P/E	36.38	18.92	14.29	11.11	8.97
P/S	5.18	4.42	3.36	2.63	2.13
P/B	3.15	2.79	2.44	2.09	1.78
股息率	0.87%	1.32%	1.79%	2.30%	2.85%
EV/EBIT	11.57	18.55	11.78	8.73	6.55
EV/EBITDA	7.62	13.99	9.31	7.01	5.40
EV/NOPLAT	13.81	22.39	13.52	10.02	7.52

资料来源: ifind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。 分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637