

**投资评级 优于大市** 首次覆盖

# 背材基膜细分行业领先, 继续扩建 5 亿平方米功能聚脂薄膜

**股票数据**

06月25日收盘价(元)	14.32
52周股价波动(元)	8.04-15.00
总股本/流通A股(百万股)	289/233
总市值/流通市值(百万元)	4135/3331

**相关研究**
**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	42.2	34.7	43.6
相对涨幅(%)	43.7	32.7	37.2

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: 张翠翠

Tel: (021)23214397

Email: zcc11726@htsec.com

证书: S0850517110003

**投资要点:**

- 公司背板基膜行业领先, 2020年归母净利润实现快速增长。**公司主营业务为中厚型特种功能聚酯薄膜的研发、生产和销售, 产品具备优异的尺寸稳定性、绝缘性能、耐热性能、耐候性能和光学性能等, 被广泛应用于新能源、电子通讯、电气绝缘等工业领域。2020年公司实现聚酯薄膜销量 9.79 万吨, 同比增长 27.01%, 总营收 10 亿元, 同比增长 14.37%, 净利润 1.56 亿元, 同比增长 65.52%。
- 受益光伏等行业快速发展, 聚酯薄膜市场持续扩张。**聚酯薄膜下游产业主要包括太阳能电池、光电显示、电子电机、纺织机械等领域。光伏行业, 根据公司 2020 年年报, 《中国光伏产业发展路线图(2020年版)》预计国内“十四五”期间年均新增装机量在 70-90 GW 之间。据中国光伏行业协会的公开数据, 预计全球新增装机量保守估计将由 2021 年的 150 GW 增长到 2025 年的 270 GW, 对应需要的功能 PET 薄膜为 6.02 亿平方米和 8.91 亿平方米。我们认为光伏等行业的高速发展将带动聚酯薄膜需求量的持续扩张。
- 产能扩张助力公司紧抓行业发展机遇。**公司六、七号生产线已于 2020 年第三季度竣工投产; 年产 5 亿平方米高端功能聚酯薄膜厂房及生产线已于 2021 年 3 月开工建设, 预计建设周期 24 个月, 建成后将增加 75000 吨聚酯薄膜产能, 预计将带来年 1.45 亿元的净利润。另外, 公司重视下游光伏背板主流尺寸的变化, 166 mm 主流尺寸将被 182 mm 及 210 mm 替代, 后两者 2020 年市场份额约 4.5%, 公司预计 2021 年将达近 50%, 公司将适应性调整工艺。
- 盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 2.46 亿元、2.89 亿元、3.52 亿元, EPS 为 0.85 元、1.00 元、1.22 元。参考同行业公司, 我们认为合理估值为 2021 年 PE 20-23 倍, 价值区间为 17.00-19.55 元, 首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**产品价格下跌风险; 市场竞争加剧风险; 新产能投产进度不及预期。

**主要财务数据及预测**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	875	1000	1258	1502	1793
(+/-)YoY(%)	18.4%	14.4%	25.8%	19.4%	19.4%
净利润(百万元)	94	156	246	289	352
(+/-)YoY(%)	23.8%	65.5%	57.6%	17.5%	21.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.33	0.54	0.85	1.00	1.22
毛利率(%)	18.8%	25.7%	29.7%	29.7%	29.7%
净资产收益率(%)	6.3%	9.3%	13.0%	13.5%	14.4%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利假设:**

- 1) 功能性聚酯薄膜方面, 预计 2021-2023 年销量同比增长 20%、20%、20%, 即 2021-2023 年销量分别为 10.8、12.9、15.5 万吨, 单价为 10500、10500、10500 元/吨。
- 2) 通用聚酯薄膜方面, 预计 2021-2023 年销量同比增长 15%、15%、15%, 即 2021-2023 年销量分别为 8640、9936、11426 吨, 单价为 10200、10200、10200 元/吨。

**表 1 公司分业务盈利预测**

项目		2020	2021E	2022E	2023E
功能性聚酯薄膜	销售收入 (百万元)	897.90	1132.35	1358.82	1630.58
	销售成本 (百万元)	664.18	792.64	951.17	1,141.41
	毛利率	26.03%	30.00%	30.00%	30.00%
通用聚酯薄膜	销售收入 (百万元)	68.14	88.13	101.35	116.55
	销售成本 (百万元)	50.87	61.69	70.94	81.58
	毛利率	25.34%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	销售收入 (百万元)	34.17	37.59	41.34	45.48
	销售成本 (百万元)	27.97	30.63	33.70	37.07
	毛利率	18.14%	18.50%	18.50%	18.50%
合计	销售收入 (百万元)	1000.21	1258.06	1501.51	1792.61
	销售成本 (百万元)	743.02	884.97	1055.81	1260.06
	毛利率	25.71%	29.66%	29.68%	29.71%

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值分析表**

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
东材科技	601208	14.92	0.28	0.49	0.79	53	31	19
双星新材	002585	19.24	0.62	0.93	1.19	31	21	16
		<b>平均值</b>				42	26	18

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2021 年 6 月 25 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1000</b>	<b>1258</b>	<b>1502</b>	<b>1793</b>
每股收益	0.54	0.85	1.00	1.22	营业成本	743	885	1056	1260
每股净资产	5.79	6.54	7.41	8.43	毛利率%	25.7%	29.7%	29.7%	29.7%
每股经营现金流	0.42	0.83	0.83	1.06	营业税金及附加	4	6	7	8
每股股利	0.00	0.10	0.14	0.19	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	15	18	22	26
P/E	26.47	16.79	14.30	11.75	营业费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	2.47	2.19	1.93	1.70	管理费用	54	58	75	86
P/S	4.13	3.29	2.75	2.31	管理费用率%	5.4%	4.6%	5.0%	4.8%
EV/EBITDA	11.00	13.09	11.52	9.07	EBIT	138	235	274	331
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>	财务费用	-7	-5	-5	-9
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.7%	-0.4%	-0.3%	-0.5%
毛利率	25.7%	29.7%	29.7%	29.7%	资产减值损失	-5	-5	-5	-5
净利润率	15.6%	19.6%	19.3%	19.6%	投资收益	35	41	51	60
净资产收益率	9.3%	13.0%	13.5%	14.4%	<b>营业利润</b>	<b>181</b>	<b>282</b>	<b>333</b>	<b>404</b>
资产回报率	8.0%	11.3%	11.8%	13.0%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	6.8%	10.4%	10.8%	11.8%	<b>利润总额</b>	<b>180</b>	<b>282</b>	<b>333</b>	<b>404</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	199	291	332	389
营业收入增长率	14.4%	25.8%	19.4%	19.4%	所得税	24	36	43	52
EBIT 增长率	83.6%	69.5%	16.7%	21.0%	有效所得税率%	13.4%	12.7%	13.1%	12.9%
净利润增长率	65.5%	57.6%	17.5%	21.7%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>156</b>	<b>246</b>	<b>289</b>	<b>352</b>
资产负债率	13.8%	13.3%	12.6%	10.2%					
流动比率	5.78	5.44	5.33	7.36	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	5.50	5.09	4.97	6.85	货币资金	425	404	383	612
现金比率	1.86	1.62	1.43	2.58	应收账款及应收票据	347	395	496	578
<b>经营效率指标</b>					存货	38	53	59	73
应收帐款周转天数	81.33	69.62	75.47	72.54	其它流动资产	508	504	492	487
存货周转天数	18.79	21.74	20.26	21.00	流动资产合计	1318	1356	1430	1749
总资产周转率	0.52	0.58	0.61	0.66	长期股权投资	38	39	41	44
固定资产周转率	1.94	2.46	2.30	2.25	固定资产	516	511	654	797
					在建工程	4	199	244	39
					无形资产	28	36	39	45
					非流动资产合计	623	822	1016	964
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1941</b>	<b>2178</b>	<b>2446</b>	<b>2713</b>
净利润	156	246	289	352	短期借款	90	81	70	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	72	95	108	131
非现金支出	66	62	63	62	预收账款	0	5	3	5
非经营收益	-29	-38	-48	-58	其它流动负债	66	69	88	101
营运资金变动	-71	-30	-64	-51	流动负债合计	228	249	268	238
<b>经营活动现金流</b>	<b>122</b>	<b>240</b>	<b>241</b>	<b>305</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-131	-258	-254	-6	其它长期负债	40	40	40	40
投资	32	-2	-2	-3	非流动负债合计	40	40	40	40
其他	30	41	51	59	<b>负债总计</b>	<b>268</b>	<b>289</b>	<b>308</b>	<b>277</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-69</b>	<b>-219</b>	<b>-206</b>	<b>50</b>	实收资本	289	289	289	289
债权募资	140	-9	-12	-70	归属于母公司所有者权益	1673	1889	2139	2435
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-171	-33	-43	-56	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1941</b>	<b>2178</b>	<b>2446</b>	<b>2713</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-31</b>	<b>-42</b>	<b>-55</b>	<b>-126</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>21</b>	<b>-21</b>	<b>-20</b>	<b>229</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 25 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  
张翠翠 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,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,永太科技,东华能源,鼎龙股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。