

胶带成本端减压，新产线贡献增量

华泰研究

2022年7月25日 | 中国内地

动态点评

化学制品

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

39.00

研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

联系人 张雄
SAC No. S0570121100029 zhangxiang@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人 姚雯慧
SAC No. S0570122010032 yaowenyi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

成本压力逐渐释放、新产线持续贡献增量，维持“买入”评级

永冠新材是国内胶带行业龙头企业，受益于原料价格回落及海运费下降，成本端压力逐渐释放，江西基地新产线有望于年内持续贡献增量，伴随传统胶带领域份额提升及汽车/可降解胶带等工业品放量，我们看好公司业绩持续增长。考虑成本端压力缓解及新产线投产贡献，我们上调公司22-24年EPS预测至1.95/2.62/3.30元（前值1.74/2.40/3.05元），结合可比公司估值水平（22年Wind一致预期平均24倍PE），考虑可比公司主营包括新能源相关业务、公司目前新能源领域布局较少，给予公司22年20倍PE，目标价39.00元（前值27.84元，基于22年16xPE），维持“买入”评级。

原材料价格及海运费下行，公司成本端压力缓解

受限于基材/树脂/能源价格上涨及海运费高位，公司21Q2-22Q1净利率持续承压，而据百川盈孚，截至7月22日胶带原材料PP/PVC/丙烯酸丁酯/纸浆22Q3均价0.84/0.67/1.13/0.60万元/吨，环比-4%/-22%/-17%/+1.5%，PP/PVC/丁酯价格自6月以来持续下行，据MacroMicro，7月22日亚洲至美西/北欧/地中海运价指数较4月初回落57%/19%/7%，我们预计公司成本端压力显著改善，且海运费回落利好公司出口交付及海外售价。考虑到22Q2中以来成本端压力已有缓解，我们预计公司22Q2业绩环比改善，而22Q3开始受益于成本显著改善及公司一体化优势，净利率有望继续回升。

22年内新增3条BOPP产线，增量有望逐步兑现

据公司21年年报，公司BOPP拉膜机22年内将新增3条产线，其中：山东产线已于2月试运行，我们预计已处于满开状态；江西二线和山东二线均将于22H2投产，新增3条BOPP产线全部达产后公司BOPP产能较21年底将扩大3倍。据百川盈孚，截至7月22日BOPP-PP价差虽较21年高点有所回落，但仍维持2000元/吨以上水平，BOPP拉膜平均毛利约906元/吨，盈利良好，我们预计BOPP新产线陆续投产将持续贡献营收增量，且规模优势有望突显，亦将有助于提升公司成本竞争力和净利率水平。

传统胶带及新品类持续发力，产业链一体化优势逐渐显现

传统胶带方面，快递业务量持续增长将带动需求提升，而BOPP最大下游食品包装需求刚性，21年以来受原料涨价和疫情等影响，小企业份额收缩，头部企业收入持续增长。公司布局汽车线束/可降解/医药/消费电子等高端胶带，伴随上海疫情缓解，我们预计线束胶带业务显著恢复，22-23年是新产能集中释放期，22Q1公司在建工程8.2亿元，伴随IPO及可转债募投项目陆续投产，规模化优势增强，高附加值产品放量亦将增厚利润。

风险提示：原料价格大幅波动风险、新项目投产不达预期风险。

经营预测指标与估值

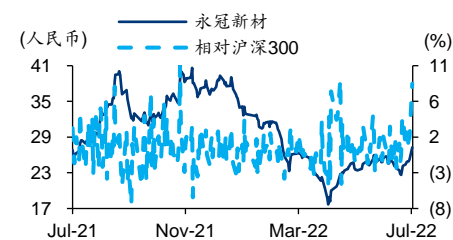
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	2,414	3,840	4,707	5,988	7,205
+/-%	12.58	59.07	22.59	27.20	20.34
归属母公司净利润(人民币百万)	175.50	225.51	371.83	500.84	630.97
+/-%	18.36	28.50	64.88	34.69	25.98
EPS(人民币,最新摊薄)	0.92	1.18	1.95	2.62	3.30
ROE(%)	11.27	10.08	14.47	16.89	18.34
PE(倍)	29.70	23.11	14.02	10.41	8.26
PB(倍)	3.35	2.35	2.04	1.77	1.52
EV EBITDA(倍)	20.73	15.90	10.05	7.95	5.98

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	39.00
收盘价(人民币 截至7月25日)	27.27
市值(人民币百万)	5,212
6个月平均日成交额(人民币百万)	46.92
52周价格范围(人民币)	17.68-40.64
BVPS(人民币)	11.98

股价走势图



资料来源：Wind

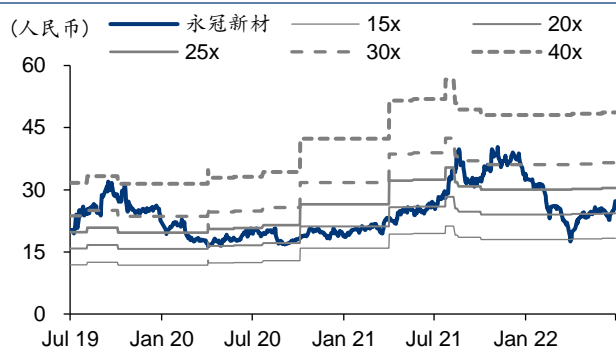
图表1: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		7月25日	7月25日	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
回天新材	300041 CH	17.82	76.78	0.68	0.86	0.86	26	21	21
斯迪克	300806 CH	27.97	85.00	1.11	1.63	1.63	25	17	17
硅宝科技	300019 CH	20.78	81.27	0.98	1.30	1.30	21	16	16
平均							24	18	18

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期, 可比公司 BPS 采用最新业绩期数据

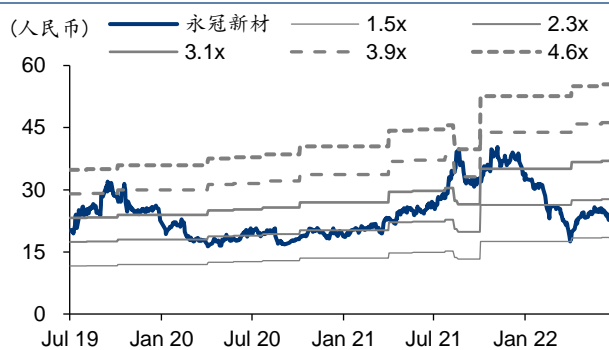
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 永冠新材 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 永冠新材 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,097	2,587	2,546	3,305	3,360
现金	1,230	981.19	1,244	1,198	1,441
应收账款	298.70	588.76	481.11	864.45	736.74
其他应收账款	24.22	50.27	41.05	75.11	64.67
预付账款	44.22	77.39	71.68	117.93	110.24
存货	390.22	615.34	584.51	926.19	882.81
其他流动资产	108.87	274.31	124.18	124.18	124.18
非流动资产	1,298	2,118	2,319	2,628	2,891
长期投资	0.00	9.83	12.29	15.36	19.21
固定投资	501.36	1,103	1,584	1,997	2,291
无形资产	51.70	87.37	99.48	113.20	129.99
其他非流动资产	745.37	918.01	622.64	502.93	451.45
资产总计	3,395	4,706	4,865	5,934	6,251
流动负债	1,196	1,676	1,519	2,195	2,042
短期借款	772.56	866.52	866.52	1,187	1,089
应付账款	244.85	377.39	365.08	569.74	549.67
其他流动负债	179.01	432.23	287.57	438.23	403.68
非流动负债	641.82	793.06	775.76	773.01	769.01
长期借款	141.17	708.52	691.22	688.47	684.47
其他非流动负债	500.65	84.54	84.54	84.54	84.54
负债合计	1,838	2,469	2,295	2,968	2,811
少数股东权益	0.00	15.01	15.01	15.01	15.01
股本	166.59	191.13	191.13	191.13	191.13
资本公积	664.73	1,157	1,157	1,157	1,157
留存公积	684.32	876.51	1,137	1,487	1,929
归属母公司股东权益	1,557	2,221	2,555	2,951	3,425
负债和股东权益	3,395	4,706	4,865	5,934	6,251

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	215.18	12.07	629.92	270.67	1,038
净利润	175.50	225.52	371.83	500.84	630.97
折旧摊销	60.95	97.32	118.50	166.31	210.83
财务费用	33.17	43.03	50.10	58.81	66.53
投资损失	(14.72)	(4.84)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(15.04)	(376.85)	109.48	(451.78)	132.79
其他经营现金	(24.67)	27.89	(15.00)	1.50	1.50
投资活动现金	(681.06)	(997.45)	(148.90)	(472.18)	(470.36)
资本支出	(769.05)	(884.60)	(315.27)	(471.04)	(468.13)
长期投资	88.69	(160.19)	(2.46)	(3.07)	(3.84)
其他投资现金	(0.70)	47.34	168.82	1.93	1.62
筹资活动现金	1,229	743.89	(218.67)	(164.91)	(225.46)
短期借款	622.72	93.96	0.00	320.43	(98.28)
长期借款	141.17	567.35	(17.30)	(2.75)	(4.00)
普通股增加	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	491.79	(0.00)	0.00	0.00
其他筹资现金	465.10	(409.21)	(201.36)	(482.59)	(123.18)
现金净增加额	754.35	(262.17)	262.34	(366.42)	341.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,414	3,840	4,707	5,988	7,205
营业成本	2,066	3,341	3,987	5,020	6,011
营业税金及附加	8.61	11.71	14.12	17.96	21.62
营业费用	19.35	26.09	35.31	44.91	57.64
管理费用	43.38	60.19	75.32	95.80	111.68
财务费用	33.17	43.03	50.10	58.81	66.53
资产减值损失	(4.35)	(5.15)	(4.24)	(4.79)	(5.76)
公允价值变动收益	32.41	4.63	20.00	0.00	0.00
投资净收益	14.72	4.84	5.00	5.00	5.00
营业利润	196.07	255.77	412.15	555.49	700.08
营业外收入	3.45	0.59	3.00	3.00	3.00
营业外支出	3.92	5.02	2.00	2.00	2.00
利润总额	195.60	251.34	413.15	556.49	701.08
所得税	20.10	25.82	41.31	55.65	70.11
净利润	175.50	225.52	371.83	500.84	630.97
少数股东损益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	175.50	225.51	371.83	500.84	630.97
EBITDA	259.12	370.87	562.92	757.65	949.62
EPS (人民币, 基本)	0.92	1.18	1.95	2.62	3.30

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	12.58	59.07	22.59	27.20	20.34
营业利润	17.85	30.45	61.14	34.78	26.03
归属母公司净利润	18.36	28.50	64.88	34.69	25.98
获利能力 (%)					
毛利率	14.41	12.99	15.30	16.16	16.57
净利率	7.27	5.87	7.90	8.36	8.76
ROE	11.27	10.08	14.47	16.89	18.34
ROIC	12.02	9.23	14.56	15.19	18.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.14	52.47	47.17	50.02	44.97
净负债比率 (%)	12.21	36.71	16.67	26.77	13.07
流动比率	1.75	1.54	1.68	1.51	1.65
速动比率	1.33	1.06	1.16	0.97	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.95	0.98	1.11	1.18
应收账款周转率	7.74	8.65	8.80	8.90	9.00
应付账款周转率	10.29	10.74	10.74	10.74	10.74
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.18	1.95	2.62	3.30
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	0.06	3.30	1.42	5.43
每股净资产(最新摊薄)	8.15	11.62	13.37	15.44	17.92
估值比率					
PE (倍)	29.70	23.11	14.02	10.41	8.26
PB (倍)	3.35	2.35	2.04	1.77	1.52
EV EBITDA (倍)	20.73	15.90	10.05	7.95	5.98

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司