

研究所

证券分析师: 李航 S0350521120006

lih11@ghzq.com.cn

证券分析师: 邱迪 S0350522010002

qiud@ghzq.com.cn

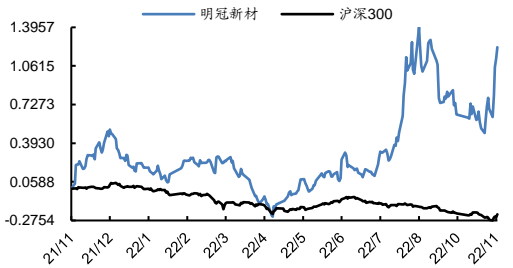
证券分析师: 彭若恒 S0350522040003

pengrh@ghzq.com.cn

无氟背板引领者，季度需求存扰动，展望向好

——明冠新材（688560）2022 三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2022/11/04

表现	1M	3M	12M
明冠新材	35.4%	77.7%	116.5%
沪深 300	-1.0%	-8.2%	-22.6%

市场数据

2022/11/04

当前价格(元)	62.69
52 周价格区间(元)	20.91-70.80
总市值(百万)	10,286.66
流通市值(百万)	5,661.58
总股本(万股)	16,408.77
流通股本(万股)	9,031.07
日均成交额(百万)	528.05
近一月换手(%)	0.00

事件:

明冠新材发布 2022 年三季度报: 前三季度合计收入 13.66 亿元, 同比+42.01%, 归母净利润 1.35 亿元, 同比+53.83%, 扣非后 1.30 亿元, 同比+93.63%; 其中 Q3 营收 4.50 亿元, 同比+30.46%; 归母净利润 0.40 亿元, 同比+25.41%; 扣非净利润 0.38 亿元, 同比+34.68%;

投资要点:

- 下游需求短期减弱，背板出货受影响，胶膜、铝塑膜尚在业务突破期。1) 背板方面，受下游需求偏弱订单预计不足及疫情等短期因素影响，Q3 出货预计 2400-2500 万平，环比有所下降，而价格和毛利率方面环比也略有下降；2) 胶膜方面，随新产能释放预计环比有所上升，但尚在爬坡释放期，预计盈利性还未体现，3) 铝塑膜，预计季度出货持平或略增，产能规模尚小有待进一步释放，盈利能力仍待强化。
- 盈利能力长期趋势向好。公司前三季度毛利率率 21.01%，同比上升 4.39pct.，预计主要系产品结构调整，同时业务规模放大，较上半年略降 0.48pct.。前三季度费用率 3.97%，同比下降 0.4pct.，其中销售/管理/财务费用率同比分别下降 0.31pct./上升 0.40 pct./下降 0.48pct.，体现规模效应，研发费用率 3.88%，维持较高投入。
- 股权激励增强未来信心。公司公告拟对 20 名对象授予限制性股票 48 万股，含两名核心技术人员，无董事高管，占总股本 0.29%，授予价格 36 元，分三年三期解锁（30/30/40%），条件为 2023/2024/2025 年分别营收 36 亿元或 2021 净利润基数增长 225%（约 4 亿）/营收 50 亿元或净利润基数增长 380%（约 5.9 亿）/营收 79 亿元或净利润基数增长 550%（约 8 亿）
- 十五年专精新能源膜材料，无氟背板性价比优势突出，加速推广。公司 BO 无氟背板基于自研核心材料“M”膜，成本价格大幅低于传统产品，环保性突出、可靠性佳，单平毛利高，在海外已销售多年，先发优势明显，近两年来国内下游组件企业成本压力大，公司顺势加大推广力度，已突破晶澳、通威、隆基等龙头客户，销售规模迅速放大。同时公司新扩建 1 亿平米生产项目已启动，明年产能有望

大幅提升 70%以上，处于业内领先水平

- **盈利预测和投资评级。**我们认为公司具备核心差异化产品优势，受益下游光伏高景气及锂电材料国产替代趋势，加之背板、胶膜及铝塑膜大规模产能扩建的快速推进，重点布局的各个主要业务都将迎来大幅放量，预计 2022-2024 年归母净利润为 1.93/5.90/7.74 亿元，对应 PE53.22/21.90/16.70 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**产品推广不及预期、竞争加剧或产品价格超预期下降、下游光伏行业景气度波动、各国新能源相关政策变化。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1289	2057	4899	6652
增长率（%）	40	60	138	36
归母净利润（百万元）	123	193	590	774
增长率（%）	17	57	205	31
摊薄每股收益（元）	0.75	1.18	2.86	3.75
ROE（%）	9	12	15	17
P/E	46.12	53.22	21.90	16.70
P/B	4.01	6.39	3.33	2.78
P/S	4.40	5.00	2.64	1.94
EV/EBITDA	33.02	35.68	15.45	12.13

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、盈利预测与评级

我们认为公司具备核心差异化产品优势,受益下游光伏高景气及锂电材料国产替代趋势,加之背板、胶膜及铝塑膜大规模产能扩建的快速推进,重点布局的各个主要业务都将迎来大幅放量,预计 2022-2024 年归母净利润为 1.93/5.90/7.74 亿元,对应 PE53.22/21.90/16.70 倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 1: 公司业务分拆预测

业务	项目	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1、背板	销售额	亿元	8.84	8.39	10.54	12.51	22.99	26.82
	——无氟		1.52	1.04	2.99	8.47	19.87	23.18
	——其他		7.32	7.35	7.55	4.04	3.12	3.64
	销量	万平米	5956	6804	8864	11835	24000	28000
	——无氟		1438		3254	8977	21600	25200
	——其他		4517		5610	2857	2400	2800
	——无氟占比		24%		37%	76%	90%	90%
	均价	元/平米	12.99	11.87	11.90	10.6	9.6	9.6
	——无氟		10.57		9.19	9.4	9.2	9.2
	——其他		16.19		13.47	14.2	13.0	13.0
	毛利率	%	23.42%	19.80%	18.94%	23.4%	24.6%	24.2%
	——无氟		38.51%		32.64%	28.3%	26.1%	25.5%
	——其他		20.28%		13.52%	13.0%	15.4%	15.4%
	单平毛利	元/平米	3.04	2.35	2.25	2.5	2.4	2.3
	——无氟		4.07		3.00	2.7	2.4	2.4
——其他		3.29		1.82	1.8	2.0	2.0	
2、胶膜	销售额	亿元	0.04	0.13	1.10	4.0	16.9	23.4
	销量	万平米			929	3322	13000	18000
	均价	元/平米			11.8	12.2	13.0	13.0
	毛利率	%	-5.83%	2.72%	5.58%	8.8%	15.4%	15.4%
	单平毛利	元/平米			0.66	1.1	2.0	2.0
3、铝塑膜	销售额	亿元	0.19	0.46	0.97	1.46	8.80	16
	销量	万平米			587.57	897.7	5500	10000
	均价	元/平米			16.50	16.2	16.0	16.0
	毛利率	%	3.40%	22.63%	17.05%	16.0%	20.0%	20.0%
	单平毛利	元/平米			2.812	2.6	3.2	3.2
4、磷酸铁	销售额	亿元				1.5	2	2
	销量	万吨				1.0	2.0	2.0
	均价	万元/吨				2.1	1.7	1.6
	毛利率	%				33.1%	23.5%	21.9%
	单吨毛利	万元/吨				0.7	0.4	0.4
5、其他业务	销售额	亿元	0.390	0.208	0.281	0.4	0.3	0.3
	毛利率	%			-35.92%	-5.1%	8.0%	8.0%
合计	营收	亿元			12.6	20.6	49.0	66.5
	毛利	亿元			2.12	4.2	10.8	14.0

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2、风险提示

- 1) 产品推广不及预期;
- 2) 竞争加剧或产品价格超预期下降;

- 3) 下游光伏行业景气度波动;
- 4) 各国新能源相关政策变化;

附表：明冠新材盈利预测表

证券代码:	688560				股价:	62.69				投资评级:	买入				日期:	2022/11/04			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	9%	12%	15%	17%	EPS	0.75	1.18	2.86	3.75										
毛利率	17%	20%	22%	21%	BVPS	8.63	9.81	18.82	22.58										
期间费率	4%	4%	3%	3%	估值														
销售净利率	10%	9%	12%	12%	P/E	46.12	53.22	21.90	16.70										
成长能力					P/B	4.01	6.39	3.33	2.78										
收入增长率	40%	60%	138%	36%	P/S	4.40	5.00	2.64	1.94										
利润增长率	17%	57%	205%	31%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	0.65	0.88	0.89	0.96	营业收入	1289	2057	4899	6652										
应收账款周转率	3.05	3.65	3.65	3.65	营业成本	1065	1637	3814	5252										
存货周转率	5.31	5.40	5.52	5.44	营业税金及附加	4	6	15	21										
偿债能力					销售费用	28	37	77	94										
资产负债率	28%	29%	28%	31%	管理费用	32	45	83	100										
流动比	2.85	2.41	2.85	2.56	财务费用	-3	0	0	0										
速动比	2.36	1.79	2.23	1.93	其他费用/(-收入)	53	82	196	266										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	142	252	714	920										
现金及现金等价物	394	95	1013	812	营业外净收支	-4	0	0	0										
应收款项	639	902	2148	2916	利润总额	137	252	714	920										
存货净额	243	381	888	1223	所得税费用	15	28	93	120										
其他流动资产	261	229	376	507	净利润	123	223	621	800										
流动资产合计	1537	1607	4425	5458	少数股东损益	0	30	31	27										
固定资产	215	376	634	929	归属于母公司净利润	123	193	590	774										
在建工程	70	185	292	346	现金流量表 (百万元)	2021A	2022	2023E	2024E										
无形资产及其他	151	154	157	160	经营活动现金流	-93	18	-337	229										
长期股权投资	12	12	12	12	净利润	123	193	590	774										
资产总计	1985	2334	5520	6905	少数股东权益	0	30	31	27										
短期借款	1	0	0	0	折旧摊销	25	36	57	78										
应付款项	484	583	1359	1871	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-241	-241	-1014	-650										
其他流动负债	55	83	193	265	投资活动现金流	-130	-316	-425	-430										
流动负债合计	540	666	1551	2136	资本支出	-124	-315	-425	-430										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-11	-1	0	0										
其他长期负债	18	18	18	18	其他	5	0	0	0										
长期负债合计	18	18	18	18	筹资活动现金流	-32	-1	1680	0										
负债合计	558	684	1569	2154	债务融资	1	-1	0	0										
股本	164	164	206	206	权益融资	0	0	1680	0										
股东权益	1427	1650	3951	4751	其它	-33	0	0	0										
负债和股东权益总计	1985	2334	5520	6905	现金净增加额	-255	-299	918	-201										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

彭若恒，布里斯托大学金融硕士，4年证券分析师相关从业经验，曾于国信证券消费行业新财富团队任职，后独立负责新三板深化改革及北交所优质上市公司研究工作，目前主要覆盖光伏领域的研究覆盖工作。

【分析师承诺】

李航，邱迪，彭若恒，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。