

二季度经营恢复正常，收入环比大幅增长

核心观点

- **二季度经营恢复正常，营收环比大幅改善。**公司 2022 年上半年实现营收 13.24 亿元，同比下降 2.29%；实现归母净利润 1.61 亿元，同比下降 30.69%。从季度来看，公司一季度公司受冬奥会和疫情影响，排产受限，收入和利润均不及预期，而二季度随着疫情等干扰因素逐渐消除，各个业务板块已经恢复正常，二季度单季度实现收入 8.14 亿元，同比增长 6.43%，环比增长 59.71%，经营情况大幅好转。
- **隔膜业务仍保持增长，有效产能进一步释放。**公司自 2020 年下半年湿法工艺跑通并获得国内外客户认证后，销量和盈利均实现了持续增长，2022 年上半年隔膜业务实现营收 2.41 亿元，同比增长 1.94%，毛利率 26.13%，考虑到一季度沧州和德州工厂环保受限的影响，二季度以来隔膜板块保持较快增长。目前公司隔膜整体产能为 2.9 亿平，其中干法产线技改工作基本完成，隔膜有效产能进一步提升。
- **隔膜子公司整合完成，芜湖 4 亿平新产能建设稳步推进。**公司已将隔膜业务整合至子公司“沧州明珠隔膜科技”，同时公司在子公司实施多元化员工持股计划，持股平台持股 3.43%，未来隔膜业务运营的整体性和效率将极大提升。此外公司 2021 年公告了芜湖基地 4 亿平湿法隔膜扩产项目，目前新产能建设稳步推进，预计新产能 23 年逐步释放，届时湿法隔膜总产能将达到 5.9 亿平。

盈利预测与投资建议

- **短期影响消除，目前公司生产经营已恢复正常。**随着干法提升负荷叠加湿法产线认证，以及明年 4 亿平湿法新产能投放，隔膜业务有较大提升空间，叠加 BOPA 膜成功进入铝塑膜领域和新产能释放，公司成长空间可观。我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.23、0.37、0.58 元（前期 22-23 年预测值分别为 0.39、0.46 元，2022 年预测值调整原因是一季度冬奥会影响全年出货量，同时传统业务受原材料涨价影响，毛利率下滑，2023 业绩调整原因为新产能存在爬产周期），参考可比公司 22 年估值水平，给予公司 22 年 28 倍市盈率，对应目标价为 6.44 元，维持买入评级。

风险提示

- 新能源汽车销量不及预期；湿法新产能投放不及预期；隔膜海外销量不及预期等。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,762	2,889	3,051	4,069	5,306
同比增长(%)	-7.8%	4.6%	5.6%	33.4%	30.4%
营业利润(百万元)	395	430	465	742	1,155
同比增长(%)	74.7%	8.8%	8.2%	59.4%	55.8%
归属母公司净利润(百万元)	301	366	393	626	974
同比增长(%)	81.2%	21.6%	7.4%	59.2%	55.7%
每股收益(元)	0.18	0.22	0.23	0.37	0.58
毛利率(%)	19.5%	20.9%	20.7%	23.7%	26.9%
净利率(%)	10.9%	12.7%	12.9%	15.4%	18.4%
净资产收益率(%)	8.9%	10.2%	8.8%	11.4%	15.5%
市盈率	29.5	24.2	22.6	14.2	9.1
市净率	2.5	2.4	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2022年09月13日）	5.32 元
目标价格	6.44 元
52 周最高价/最低价	10.76/4.1 元
总股本/流通 A 股（万股）	167,270/141,792
A 股市值（百万元）	8,899
国家/地区	中国
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2022 年 09 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.38	-12.65	-6.83	-35.41
相对表现	-3.03	-8.44	1.43	-10.28
沪深 300	0.65	-4.21	-8.26	-25.13



证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
李梦强	limengqiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517100003
顾高臣	021-63325888*6119 gugaochen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080004
林煜	linyuy1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521080002

相关报告

隔膜拐点已至，海外占比提升带来巨大盈利弹性 2021-09-27

表 1：沧州明珠可比公司估值水平

公司	代码	最新价格 (元) 2022/9/13	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
恩捷股份	002812	187.75	3.05	5.56	8.04	10.68	61.65	33.79	23.36	17.58
星源材质	300568	22.18	0.22	0.65	1.09	1.49	100.41	34.35	20.44	14.93
天赐材料	002709	48.15	1.15	2.96	3.46	4.07	42.01	16.29	13.94	11.83
壹石通	688733	67.30	0.59	1.24	2.61	4.11	113.30	54.10	25.75	16.38
璞泰来	603659	63.56	1.26	2.17	3.10	4.23	50.55	29.30	20.51	15.02
伟星新材	002372	21.17	0.77	0.88	1.06	1.23	27.55	24.05	20.03	17.26
公元股份	002641	4.86	0.47	0.37	0.49	0.57	10.41	13.05	9.97	8.46
	最大值						113.30	54.10	25.75	17.58
	最小值						10.41	13.05	9.97	8.46
	平均数						57.98	29.28	19.14	14.49
	调整后 平均						56.43	27.56	19.66	15.09

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整表

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
核心假设					
锂电隔膜整体出货量/亿平	2.90	3.68	2.60	4.40	6.50
变动幅度			-10.3%	19.7%	
PE 管材出货量/万吨	17.50	18.00	13.00	14.00	15.00
变动幅度			-25.7%	-22.2%	
BOPA 膜出货量/万吨	3.45	4.30	3.30	5.30	8.69
变动幅度			-4.3%	23.3%	
分产品盈利预测					
锂电隔膜					
销售收入	566	799	504	1,009	1,546
变动幅度			-10.8%	26.3%	
毛利率	33.15%	36.68%	30.67%	37.17%	41.36%
变动幅度			-2.5%	0.5%	
PE 管材					
销售收入	2,233	2,320	1,703	1,834	1,965
变动幅度			-23.7%	-20.9%	
毛利率	22.82%	22.93%	20.9%	21.6%	21.6%
变动幅度			-1.9%	-1.3%	
BOPA 膜					
销售收入	672	799	696	1,073	1,635
变动幅度			3.6%	34.2%	
毛利率	26.40%	26.66%	15.4%	16.8%	21.2%
变动幅度			-11.0%	-9.8%	
其他业务					
销售收入	132	136	148	153	160
变动幅度			11.9%	13.0%	
毛利率	12.05%	12.22%	8.7%	8.7%	8.7%
变动幅度			-3.3%	-3.5%	
销售收入合计	3,602	4,054	3,051	4,069	5,306
变动幅度			-15.3%	0.4%	
综合毛利率	24.71%	26.02%	20.66%	23.74%	26.86%
变动幅度			-4.1%	-2.3%	

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,602	4,054	3,051	4,069	5,306
变动幅度			-15.3%	0.4%	
营业利润	723	861	465	742	1,155
变动幅度			-35.6%	-13.9%	
归属母公司净利润	551	656	393	626	974

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

变动幅度			-28.7%	-4.6%	
每股收益(元)	0.39	0.46	0.23	0.37	0.58
变动幅度			-39.6%	-19.1%	
毛利率(%)	24.71%	26.02%	20.66%	23.74%	26.86%
变动幅度			-4.1%	-2.3%	
净利率(%)	15.30%	16.19%	12.88%	15.37%	18.36%
变动幅度			-2.4%	-0.8%	

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	230	514	2,027	1,625	1,782	营业收入	2,762	2,889	3,051	4,069	5,306
应收票据、账款及款项融资	1,227	1,051	1,127	1,504	1,961	营业成本	2,223	2,287	2,420	3,103	3,881
预付账款	39	65	35	47	61	营业税金及附加	24	28	27	37	48
存货	432	481	460	590	737	营业费用	86	92	96	124	123
其他	170	142	180	213	258	管理费用及研发费用	109	121	124	166	200
流动资产合计	2,097	2,253	3,829	3,978	4,798	财务费用	26	32	38	27	28
长期股权投资	1,046	1,099	1,050	1,050	1,050	资产、信用减值损失	13	56	15	6	6
固定资产	1,312	1,382	1,551	2,028	2,408	公允价值变动收益	(11)	29	0	0	0
在建工程	127	50	143	331	321	投资净收益	87	97	100	100	100
无形资产	227	254	246	239	231	其他	38	31	35	35	35
其他	137	474	163	163	164	营业利润	395	430	465	742	1,155
非流动资产合计	2,848	3,260	3,153	3,812	4,174	营业外收入	2	1	1	1	1
资产总计	4,945	5,513	6,982	7,790	8,972	营业外支出	3	1	0	0	0
短期借款	481	815	500	500	500	利润总额	394	430	466	743	1,156
应付票据及应付账款	275	412	307	394	493	所得税	98	69	79	126	197
其他	345	178	588	690	814	净利润	296	361	387	616	960
流动负债合计	1,101	1,405	1,395	1,584	1,807	少数股东损益	(5)	(5)	(6)	(9)	(14)
长期借款	65	70	70	70	70	归属于母公司净利润	301	366	393	626	974
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.18	0.22	0.23	0.37	0.58
其他	200	218	211	215	215						
非流动负债合计	265	288	282	285	285	主要财务比率					
负债合计	1,366	1,693	1,677	1,869	2,091		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	90	124	118	109	94	成长能力					
实收资本(或股本)	1,418	1,418	1,673	1,673	1,673	营业收入	-7.8%	4.6%	5.6%	33.4%	30.4%
资本公积	184	184	1,095	1,095	1,095	营业利润	74.7%	8.8%	8.2%	59.4%	55.8%
留存收益	1,889	2,097	2,419	3,044	4,019	归属于母公司净利润	81.2%	21.6%	7.4%	59.2%	55.7%
其他	(1)	(2)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,579	3,820	5,305	5,921	6,881	毛利率	19.5%	20.9%	20.7%	23.7%	26.9%
负债和股东权益总计	4,945	5,513	6,982	7,790	8,972	净利率	10.9%	12.7%	12.9%	15.4%	18.4%
						ROE	8.9%	10.2%	8.8%	11.4%	15.5%
						ROIC	7.5%	8.6%	7.8%	10.1%	13.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	27.6%	30.7%	24.0%	24.0%	23.3%
净利润	296	361	387	616	960	净负债率	12.7%	10.1%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	168	147	163	213	280	流动比率	1.90	1.60	2.74	2.51	2.66
财务费用	26	32	38	27	28	速动比率	1.50	1.26	2.41	2.13	2.24
投资损失	(87)	(97)	(100)	(100)	(100)	营运能力					
营运资金变动	(10)	221	108	(365)	(444)	应收账款周转率	2.9	3.2	3.3	3.4	3.4
其它	(125)	(167)	346	4	1	存货周转率	5.9	4.9	5.1	5.8	5.7
经营活动现金流	268	498	942	396	725	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
资本支出	(125)	(167)	(416)	(871)	(640)	每股指标(元)					
长期投资	(54)	(60)	55	0	0	每股收益	0.18	0.22	0.23	0.37	0.58
其他	147	(110)	55	100	100	每股经营现金流	0.19	0.35	0.56	0.24	0.43
投资活动现金流	(31)	(337)	(306)	(771)	(540)	每股净资产	2.09	2.21	3.10	3.47	4.06
债权融资	99	(118)	135	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	1,166	0	0	市盈率	29.5	24.2	22.6	14.2	9.1
其他	(303)	245	(425)	(27)	(28)	市净率	2.5	2.4	1.7	1.5	1.3
筹资活动现金流	(204)	127	876	(27)	(28)	EV/EBITDA	15.9	15.4	14.0	9.5	6.4
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.2	20.2	18.6	12.2	7.9
现金净增加额	31	286	1,513	(402)	156						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn