

投资评级 优于大市 首次覆盖

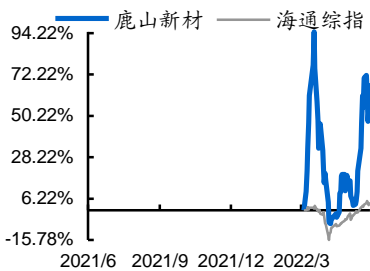
## 深耕热熔粘接材料，光伏胶膜快速发展

### 股票数据

06月20日收盘价(元)	60.27
52周股价波动(元)	30.95-72.37
总股本/流通A股(百万股)	92/23
总市值/流通市值(百万元)	5545/1386

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	40.4	41.6	-
相对涨幅(%)	34.2	35.2	-

资料来源:海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@htsec.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

### 投资要点:

- 核心观点:** 公司深耕热熔粘接材料,主要产品包括功能性胶膜以及功能性聚烯烃热熔胶粒。2020年后,光伏景气推动太阳能封装胶膜产销量快速增长。公司2021H1光伏胶膜销量2101万平方米,在建项目投产后,未来光伏胶膜总产能将达到约3亿平方米/年。
- 下游市场向好,公司收入、利润规模提升。** 2020年后,公司在建产能逐步投产,热熔胶粒业务下游市场逐渐向好,同时光伏行业景气推动太阳能封装胶膜产品销量提升,公司收入及归母净利润规模较2018-2019年大幅增长。2021年,公司实现营业收入16.93亿元,同比+67.39%;实现归母净利润1.13亿元,连续两年维持在1.1亿元以上。1Q22,公司实现营业收入5.01亿元,同比+65.01%;实现归母净利润0.33亿元,同比+12.06%。
- 胶膜及热熔胶粒产能整体较快增长。** (1) **热熔胶膜:** 2018-2021年总产能从4370万平方米提升至7260万平方米,年均复合增长率18.44%。在建产能22000万平方米,公司预计2023年3月完工。(2) **功能性聚烯烃热熔胶粒:** 2018-2021年产能从3.06万吨提升至7.05万吨,年均复合增长率32.07%。在建产能4万吨,公司预计2023年底完工。
- 太阳能电池封装胶膜业务快速发展。** 公司太阳能电池封装胶膜销量从2018年2899.01万平方米提升至2020年3833.27万平方米,年复合增长率14.99%;营收从2018年2.09亿元(占比27.27%)上升至2021年6.85亿元(占比40.46%),毛利占比从2018年19.59%上升至2021H1 30.08%。公司积极推进新增项目建设,项目达产后公司光伏胶膜总产能达到约3亿平方米/年。公司加强与晶澳、晶科、比亚迪、天合、阿特斯等知名组件厂商合作,大部分新客户已批量合作收获落地订单,部分客户正在认证过程中。
- 产品光伏行业景气,推动胶膜需求量维持较快增长。** “双碳”目标下,我们预计光伏行业有望迎来景气周期。根据中国光伏行业协会数据,预计2025年全球新增光伏装机270-330GW,年复合增长率12%-18%。光伏行业高景气,带动光伏胶膜需求快速增长。根据我们测算,2021年光伏胶膜全球需求量约20亿平方米,预计2025年达到32-40亿平方米。
- 盈利预测与投资评级。** 我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.28亿元、2.09亿元和2.83亿元, EPS分别为1.39、2.27、3.07元,2022年BPS 15.61元。参考可比公司估值,按照2022年PE 45-47倍,给予合理价值区间62.55-65.33元(对应2022年PB 4.0-4.2倍),首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 光伏装机增速不及预期,原材料价格大幅波动,在建项目进展不及预期等。
- 合规提示:** 根据海优新材2021年报,海通证券持有【688680 海优新材】超过总股本1%,特此披露。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	1012	1693	1993	3039	4257
(+/-)YoY(%)	27.2%	67.4%	17.7%	52.5%	40.1%
净利润(百万元)	116	113	128	209	283
(+/-)YoY(%)	60.9%	-2.4%	13.5%	63.0%	35.3%
全面摊薄EPS(元)	1.26	1.23	1.39	2.27	3.07
毛利率(%)	22.7%	14.8%	14.5%	14.2%	13.9%
净资产收益率(%)	18.0%	15.0%	8.9%	13.2%	16.0%

资料来源:鹿山新材招股说明书,鹿山新材年报(2021),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

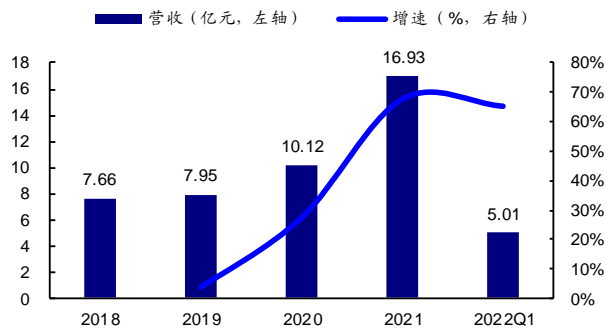
**深耕热熔粘接材料。**公司成立于1998年，是一家专注于绿色环保高性能的高分子热熔粘接材料研发、生产和销售的高新技术企业，产品广泛应用于复合建材、能源管道、高阻隔包装、光伏新能源、平板显示等多个领域。公司主要产品包括功能性胶膜，以及功能性聚烯烃热熔胶粒；其中，功能性胶膜主要包括太阳能电池封装胶膜（用于光伏组件等）、热塑性光学透明胶膜；功能性聚烯烃热熔胶粒主要包括复合建材热熔胶、油气管道防腐热熔胶、高阻隔包装热熔胶等。

**表 1 鹿山新材主要产品情况**

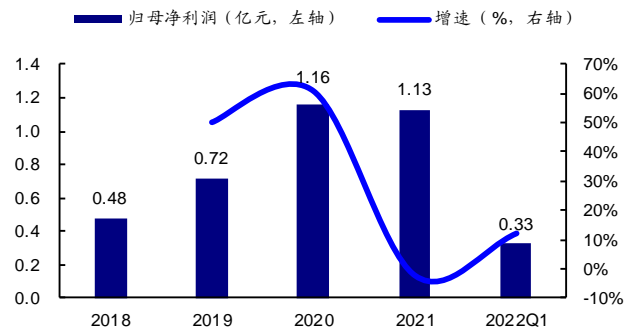
序号	产品	产品用途
1	功能性胶膜	太阳能电池封装胶膜 主要应用于太阳能光伏组件的封装
		热塑性光学透明胶膜 主要应用于各种尺寸的触控面板及显示模组的贴合封装
		复合建材热熔胶 主要应用于复合板材和复合管材当中
2	功能性聚烯烃热熔胶粒	油气管道防腐热熔胶 主要用于石油、天然气、成品油输送管道外层粘接与防护
		高阻隔包装热熔胶 主要用于高阻隔包装生产的多层共挤复合工艺环节，用于粘接通用树脂与高阻隔材料

资料来源：鹿山新材年报（2021），海通证券研究所

**下游市场向好，公司收入、利润规模提升。**2020年后，公司在建产能逐步投产，热熔胶粒业务下游市场逐渐向好，同时光伏行业景气推动太阳能封装胶膜产品销量提升，公司收入及归母净利润规模较2018-2019年大幅增长。2021年，公司实现营业收入16.93亿元，同比+67.39%；实现归母净利润1.13亿元，连续两年维持在1.1亿元以上。1Q22，公司实现营业收入5.01亿元，同比+65.01%；实现归母净利润0.33亿元，同比+12.06%。

**图 1 2018-2022Q1 公司收入与同比增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图 2 2018-2022Q1 年公司归母净利润与同比增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**胶膜及热熔胶粒产能整体较快增长。**（1）**热熔胶膜：**2018-2021年总产能从4370万平方米提升至7260万平方米，年均复合增长率18.44%。在建产能22000万平方米，公司预计2023年3月完工。（2）**功能性聚烯烃热熔胶粒：**2018-2021年产能从3.06万吨提升至7.05万吨，年均复合增长率32.07%。在建产能4万吨，公司预计2023年底完工。

**表 2 鹿山新材产品产能情况**

项目	设计产能	在建产能	预计完工时间
功能性聚烯烃热熔胶粒	7.05万吨	4万吨	2023年12月
热熔胶膜	7260万平方米	22000万平方米	2023年3月

资料来源：鹿山新材年报（2021），海通证券研究所

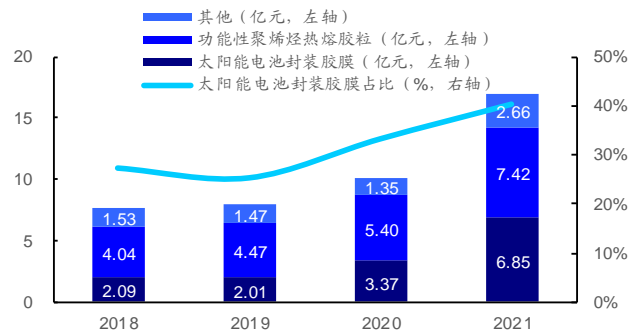
**表 3 鹿山新材产品产销量**

产品类别	项目	2022年Q1	2021年	2020年	2019年	2018年
功能性聚烯烃热熔胶粒	产量 (万吨)	1.48	6.34	4.74	3.50	3.16
	销量 (万吨)	1.51	6.05	4.52	3.34	2.97
	产销率 (%)	102.14	95.51	95.44	95.64	93.91
热熔胶膜	产量 (万平方米)	2199.16	5660.98	4025.39	2676.51	2921.48
	销量 (万平方米)	2003.58	5633.59	3875.64	2648.07	2914.80
	产销率 (%)	91.11	99.52	96.28	98.94	99.77

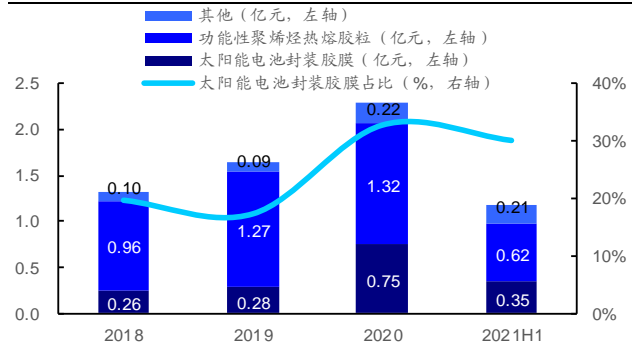
资料来源：鹿山新材招股说明书，鹿山新材年报（2021），鹿山新材22年一季度经营数据，海通证券研究所

**太阳能电池封装胶膜业务快速发展。**2020 年以来光伏行业高景气，公司大力发展太阳能电池封装胶膜业务，销量从 2018 年 2899.01 万平方米提升至 2020 年 3833.27 万平方米，年复合增长率 14.99%；营收从 2018 年 2.09 亿元（占比 27.27%）上升至 2021 年 6.85 亿元（占比 40.46%），毛利占比从 2018 年 19.59% 上升至 2021H1 30.08%。

公司积极推进江苏鹿山、盐城鹿山新增光伏组件封装胶膜项目建设，公司 2021 年报预计项目达产后，公司光伏组件封装胶膜总产能达到约 3 亿平方米/年。同时，公司加强与晶澳、晶科、比亚迪、天合、阿特斯等知名组件厂商合作，大部分新客户已批量合作收获落地订单，部分客户正在认证过程中。

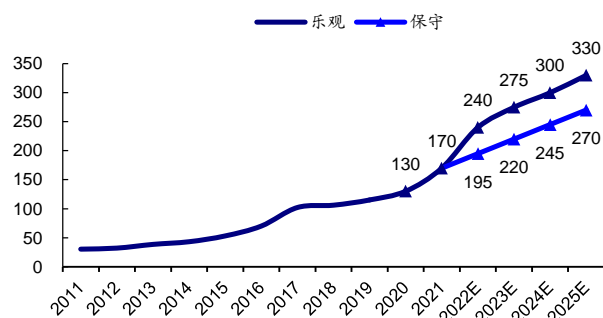
**图 3 公司 2018-2021 营收构成**


资料来源：Wind，鹿山新材年报（2021），海通证券研究所

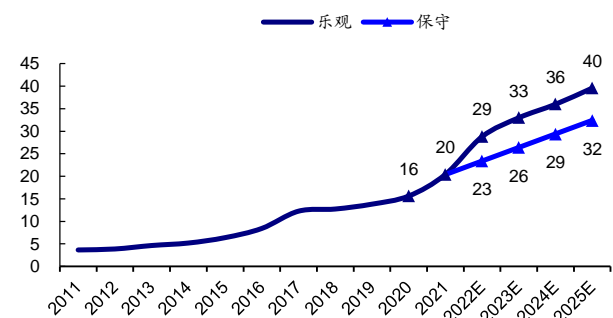
**图 4 公司 2018-2021H1 主营业务毛利**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**光伏行业景气，推动胶膜需求量维持较快增长。**“双碳”目标下，我们预计光伏行业有望迎来景气周期。根据中国光伏行业协会数据，2021 年全球新增光伏装机 170GW，其中中国新增 54.88GW；预计 2025 年全球新增光伏装机 270-330GW，年复合增长率 12%-18%。光伏行业高景气，带动光伏胶膜需求快速增长。根据我们测算，2021 年光伏胶膜全球需求量约 20 亿平方米，预计 2025 年达到 32-40 亿平方米。

**图 5 全球光伏新增装机 (GW)**


资料来源：中国光伏行业协会官方公众号，海通证券研究所

**图 6 全球光伏胶膜需求 (亿平方米)**


资料来源：海通证券研究所测算

**盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.28 亿元、2.09 亿元和 2.83 亿元，EPS 分别为 1.39、2.27、3.07 元，2022 年 BPS 15.61 元。参考可比公司估值，按照 2022 年 PE 45-47 倍，给予合理价值区间 62.55-65.33 元（对应 2022 年 PB 4.0-4.2 倍），首次覆盖给予“优于大市”评级。

盈利预测主要假设：胶膜及热熔胶粒在建产能逐步投产，贡献增量。

表 4 鹿山新材分业务盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>热熔胶膜</b>				
营业收入 (万元)	70147	87273	187720	293969
营业成本 (万元)	58788	74416	160723	252646
毛利率	16.2%	14.7%	14.4%	14.1%
<b>功能性聚烯烃热熔胶粒</b>				
营业收入 (万元)	74172	87130	90172	103683
营业成本 (万元)	62159	72767	75786	87914
毛利率	16.2%	16.5%	16.0%	15.2%
<b>其他业务</b>				
营业收入 (万元)	25002	24909	26026	28086
营业成本 (万元)	23299	23145	24120	25957
毛利率	6.8%	7.1%	7.3%	7.6%
<b>合计</b>				
营业收入 (万元)	169321	199312	303919	425739
营业成本 (万元)	144245	170328	260629	366518
毛利率	14.8%	14.5%	14.2%	13.9%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E
603806.SH	福斯特	1017	2.31	2.06	2.61	33.05	37.06	29.25	6.97
688680.SH	海优新材	182	3.00	6.58	9.63	72.39	33.01	22.55	6.87
	均值		2.66	4.32	6.12	52.72	35.03	25.90	6.92

注: 收盘价为 2022 年 06 月 20 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示。** 光伏装机增速不及预期, 原材料价格大幅波动, 在建项目进展不及预期等。

**合规提示:** 根据海优新材 2021 年报, 海通证券持有【688680 海优新材】超过总股本 1%, 特此披露。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1693</b>	<b>1993</b>	<b>3039</b>	<b>4257</b>
每股收益	1.23	1.39	2.27	3.07	营业成本	1442	1703	2606	3665
每股净资产	10.94	15.61	17.15	19.23	毛利率%	14.8%	14.5%	14.2%	13.9%
每股经营现金流	0.17	0.81	2.54	3.50	营业税金及附加	4	4	7	9
每股股利	0.40	0.47	0.76	1.03	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	23	26	40	55
P/E	49.09	43.26	26.53	19.60	营业费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
P/B	5.51	3.86	3.51	3.13	管理费用	37	42	64	89
P/S	2.46	2.78	1.82	1.30	管理费用率%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
EV/EBITDA	0.28	28.11	18.25	13.50	EBIT	137	155	247	332
股息率%	0.7%	0.8%	1.3%	1.7%	财务费用	13	17	25	34
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
毛利率	14.8%	14.5%	14.2%	13.9%	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
净利润率	6.7%	6.4%	6.9%	6.6%	投资收益	1	2	3	4
净资产收益率	15.0%	8.9%	13.2%	16.0%	<b>营业利润</b>	<b>125</b>	<b>145</b>	<b>237</b>	<b>321</b>
资产回报率	8.3%	5.9%	8.4%	10.4%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	12.1%	7.8%	11.2%	14.2%	<b>利润总额</b>	<b>126</b>	<b>146</b>	<b>237</b>	<b>321</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	167	180	274	362
营业收入增长率	67.4%	17.7%	52.5%	40.1%	所得税	13	17	28	39
EBIT 增长率	-3.3%	13.7%	59.0%	34.3%	有效所得税率%	10.1%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-2.4%	13.5%	63.0%	35.3%	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>113</b>	<b>128</b>	<b>209</b>	<b>283</b>
资产负债率	44.7%	33.5%	36.4%	35.2%					
流动比率	1.81	2.60	2.34	2.39	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	1.42	2.20	1.97	1.99	货币资金	208	800	900	950
现金比率	0.38	1.22	1.08	1.07	应收账款及应收票据	521	605	690	757
<b>经营效率指标</b>					存货	194	233	271	301
应收账款周转天数	46.42	46.00	38.00	30.00	其它流动资产	59	66	91	121
存货周转天数	49.05	50.00	38.00	30.00	流动资产合计	981	1704	1952	2129
总资产周转率	1.24	0.92	1.22	1.56	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	5.87	6.36	9.05	11.97	固定资产	288	313	336	356
					在建工程	30	80	130	180
					无形资产	25	25	25	25
					非流动资产合计	384	458	530	600
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1366</b>	<b>2162</b>	<b>2483</b>	<b>2729</b>
净利润	113	128	209	283	短期借款	187	255	294	219
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	91	103	193	271
非现金支出	38	32	35	37	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	4	2	1	-1	其它流动负债	263	298	348	401
营运资金变动	-143	-87	-11	2	流动负债合计	541	656	835	891
<b>经营活动现金流</b>	<b>12</b>	<b>75</b>	<b>233</b>	<b>322</b>	长期借款	55	55	55	55
资产	-102	-99	-99	-99	其它长期负债	14	14	14	14
投资	28	0	-2	-2	非流动负债合计	69	69	69	69
其他	5	2	3	4	<b>负债总计</b>	<b>611</b>	<b>725</b>	<b>904</b>	<b>960</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-69</b>	<b>-97</b>	<b>-98</b>	<b>-96</b>	实收资本	69	92	92	92
债权募资	176	68	39	-76	归属于母公司所有者权益	755	1437	1578	1769
股权募资	0	593	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-8	-47	-75	-100	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1366</b>	<b>2162</b>	<b>2483</b>	<b>2729</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>168</b>	<b>614</b>	<b>-36</b>	<b>-175</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>111</b>	<b>592</b>	<b>100</b>	<b>50</b>					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为06月20日; (2)以上各表均为简表

资料来源:鹿山新材招股说明书,鹿山新材年报(2021),海通证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业  
刘威 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： 恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,梅花生物,百傲化学,玲珑轮胎,润阳科技,会通股份,七彩化学,纳微科技,三联虹普,东华能源,德美化工,三友化工,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,长鸿高科,苏博特,洁美科技,卓越新能,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,飞凯材料,硅宝科技,和邦生物

### 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。