

► **事件:** 2022 年 8 月 26 日, 公司发布 2022 年半年报, 上半年公司实现营业收入 9.16 亿元, 同比+48.46%; 实现归母净利润 0.94 亿元, 同比+70.40%; 实现扣非净利润 0.92 亿元, 同比+136.55%。分季度来看, 公司 Q2 单季度实现营收 5.33 亿元, 同比+54.82%, 环比+38.99%; 实现归母净利润 0.61 亿元, 同比 99.95%, 环比+82.04%。公司业绩大幅提升的原因有: 1) 产销结构调整, 盈利能力较好的 BO 背板占比提升。2) 铝塑膜业务产能逐渐释放。

► **背板: 无氟背板持续开拓重要客户, 有望带来量利齐升。** 由于 PVDF 膜的价格持续走高, K 系列背板成本居高不下, 因此公司于年初制定了 BO 型无氟背板产销占比达 60%的经营目标。公司 H1 背板销量达到 5884.77 万平米, 产销率达到 103%, 其中 BO 背板销量达到 4140.19 万平米, 同比+227.57%, 占比已超过 70%, 完成年初制定的目标, BO 背板销售额达到 4.04 亿元, 占背板收入的 62.01%。根据公司规划, 目前 BO 背板持续推进继续推进对头部客户的导入, 随着募投项目加速释放, 有望实现量利齐升。

► **胶膜: 产能稳步扩张, 有望提供新增量。** 产能方面, 公司 1.2 亿平米 POE 胶膜项目正在建设过程中, 目前已有四条产线顺利投产, 年产能达到 4000 万平米。出货量方面, H1 公司胶膜销量 922 万平米, 同比+171%, 产销率达到 93%。同时, 公司的两条 POE/EVA 胶膜产线已经完成安装, 在产能扩张的同时能够满足客户多元化的需求。客户导入方面, 目前公司的主要客户有晶澳科技、东方日升等头部组件厂, 下半年将致力于隆基的批量导入与天合、韩华等客户的认证, 随着新电池技术持续放量, 公司在原材料方面紧密配套陶氏、LG 化学等, POE 胶膜产品有望受益这一趋势, 加速放量。

► **铝塑膜: 乘国产化东风, 铝塑膜业务加速进攻。** 此前铝塑膜市场主要以日韩市场为主, 近年来随着海外厂商扩产进度放缓与国内软包电池兴起带来二次封装等因素, 铝塑膜国产化进程加速。2022 年上半年, 公司 1000 万平米锂电池铝塑膜扩建项目建成投产, 目前正在爬坡期, 产能逐步释放。出货量方面, 上半年铝塑膜出货量达到 347.7 万平米, 同比+46%, 产销率达到 94.5%。客户方面, 公司现有派能科技、赣锋电池、鹏辉能源等客户且均处于扩产阶段, 同时正在导入比亚迪、ATL 等头部客户, 预计 2022 年铝塑膜产销量将超 1000 万平米。

► **投资建议:** 我们预计公司 22-24 年实现营收 23.48/46.43/69.66 亿元; 归母净利润分别为 2.27/5.06/7.75 亿元, 增速分别为 85%/123%/53%。8 月 26 日股价对应 PE 倍数 43x/19x/13x。公司横跨光伏与新能源车两大高景气赛道, 光伏封装业务稳定增长, 铝塑膜业务充分受益于国产化替代浪潮, 业绩或迎来较快增长, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 下游需求不及预期、原材料价格波动等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1289	2348	4643	6966
增长率 (%)	40.3	82.1	97.7	50.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	123	227	506	775
增长率 (%)	16.5	84.5	123.1	53.2
每股收益 (元)	0.75	1.38	3.08	4.73
PE	79	43	19	13
PB	6.9	6.1	4.6	3.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

59.21 元



**分析师 邓永康**

执业证书: S0100521100006

电话: 021-60876734

邮箱: dengyongkang@mszq.com

**分析师 郭彦辰**

执业证书: S0100522070002

电话: 021-60876734

邮箱: guoyanchen@mszq.com

## 相关研究

1. 明冠新材(688560.SH)深度报告: 戴得明冠, “膜”出新材-2022/05/03

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1289	2348	4643	6966
营业成本	1065	1867	3687	5524
营业税金及附加	4	7	14	21
销售费用	28	50	97	143
管理费用	32	70	134	193
研发费用	53	94	186	279
EBIT	135	284	574	878
财务费用	-3	-3	3	7
资产减值损失	-2	-2	-1	-1
投资收益	4	3	8	11
营业利润	142	262	575	877
营业外收支	-4	-7	-6	-6
利润总额	137	255	569	872
所得税	15	28	63	96
净利润	123	227	506	776
归属于母公司净利润	123	227	506	775
EBITDA	160	331	637	957

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	394	310	330	527
应收账款及票据	639	1044	1908	2345
预付款项	19	32	50	75
存货	243	429	694	1145
其他流动资产	243	404	618	888
流动资产合计	1537	2219	3600	4981
长期股权投资	12	20	29	37
固定资产	215	370	509	633
无形资产	72	74	76	78
非流动资产合计	448	621	781	925
资产合计	1985	2841	4381	5905
短期借款	1	51	131	251
应付账款及票据	484	1080	1946	2497
其他流动负债	55	79	167	244
流动负债合计	540	1210	2244	2993
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18
非流动负债合计	18	18	18	18
负债合计	558	1228	2262	3011
股本	164	164	164	164
少数股东权益	11	11	11	12
股东权益合计	1427	1613	2119	2895
负债和股东权益合计	1985	2841	4381	5905

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	40.33	82.14	97.75	50.03
EBIT 增长率	6.69	109.95	102.02	53.11
净利润增长率	16.53	84.55	123.09	53.21
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	17.38	20.48	20.58	20.69
净利润率	9.54	9.66	10.90	11.13
总资产收益率 ROA	6.19	7.99	11.55	13.13
净资产收益率 ROE	8.68	14.16	24.01	26.89
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.85	1.83	1.60	1.66
速动比率	2.34	1.44	1.27	1.25
现金比率	0.73	0.26	0.15	0.18
资产负债率 (%)	28.11	43.23	51.63	50.98
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	116.05	90.00	80.00	80.00
存货周转天数	59.40	65.00	55.00	60.00
总资产周转率	0.69	0.97	1.29	1.35
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.75	1.38	3.08	4.73
每股净资产	8.63	9.76	12.84	17.57
每股经营现金流	-0.57	0.81	1.00	1.85
每股股利	0.25	0.25	0.25	0.25
<b>估值分析</b>				
PE	79	43	19	13
PB	6.9	6.1	4.6	3.4
EV/EBITDA	58.28	28.57	14.95	9.86
股息收益率 (%)	0.42	0.42	0.42	0.42

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	123	227	506	776
折旧和摊销	25	47	63	79
营运资金变动	-241	-161	-409	-559
经营活动现金流	-93	133	165	303
资本开支	-124	-220	-220	-220
投资	-11	-7	-9	-8
投资活动现金流	-130	-224	-220	-217
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1	50	80	120
筹资活动现金流	-32	8	75	110
现金净流量	-255	-83	20	197

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026