

## 业绩实现高速增长, 产能继续加速扩张

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2021年度及2022年一季度业绩报告。2021年公司实现营业收入12.89亿元, 同比增长40.33%, 归母净利润1.23亿元, 同比增长16.53%; 实现扣非净利润0.94亿元, 同比增长32.03%。2022年一季度公司实现营业收入3.83亿元, 同比增长40.45%, 归母净利润0.33亿元, 同比增长34.27%, 扣非净利润0.32亿元, 同比增长104.04%。
- **BO背板优势明显, 供不应求, 背板产量将翻番。** 公司增长主要原因为公司光伏业务的高速发展。2021年公司背板累计销量8864万平方米, 实现营业收入10.5亿元, 同比增幅26%。公司前五大客户出货量为6419万平方米, 占总出货量的78%, 优质客户订单集中度较高。其中BO背板销量3264万平方米, 同比增幅187%。今年, 公司将积极拓展独有的BO背板销售, 在保持白色BO背板销量不断增长的同时, 开发出黑色BO背板投放市场, 得到战略客户隆基股份、晶澳科技的认可并批量下单, 预计BO背板占比将达到60%。公司现有背板产能1.14亿平, 已经满产, 未来将新增产能1亿平, 有望顺利消化, 产量将翻番, 新增产能已经完成购置用地及厂房, 扩产速度快, 有望今年陆续投产。
- **铝塑膜高速发展, 产能将实现10倍增长。** 2021年, 公司实现铝塑膜完工入库629.67万平方米, 销售587.56万平方米, 销量同比增长126%, 其中动力/储能类产品销售量占比65%, 3C数码类铝塑膜销量占比35%; 营业收入9692.27万元, 同比增幅为113%。2021年公司完成了动力电池铝塑膜产品在B公司、亿纬锂能、蜂巢能源、捷威动力、盟固利、等客户的多轮测试, 当年实现新客户孚能科技、盟固利的小批量出货。限于产能瓶颈, 公司将募资投资大幅扩充公司铝塑膜产能3亿平, 在国产替代背景下抢占市场高点。
- **胶膜业务快速发展, 膜技术外延产品丰富。** 2021年, 公司已经建成胶膜生产线4条并顺利投产, 形成理论年产4000万平方米POE/EVA胶膜产能, 胶膜产量987.95万平方米, 销量885.65万平方米。IPO募投1.2亿平产能将逐渐达产, 将成为公司业绩又一增长点。此外, 公司还有包括异质结网栅膜在内的多项有前景的储备新技术, 未来有望形成多点开花局面。
- **盈利预测与投资建议。** 公司背板业绩将继续保持稳定增长, 同时铝塑膜业务将成为公司营收新的增长极, 扩产加速, 未来成长空间巨大。我们预计2022/2023/2024年公司归母净利润2.32/5.06/6.68亿元, 维持公司目标价46.8元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 单面组件市场萎缩; 锂电池技术迭代; 定增新增产能不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1289.07	2927.00	5512.00	6413.00
增长率	40.33%	127.06%	88.32%	16.35%
归属母公司净利润(百万元)	122.92	231.86	505.86	667.97
增长率	16.53%	88.62%	118.18%	32.05%
每股收益EPS(元)	0.75	1.41	3.08	4.07
净资产收益率ROE	8.61%	14.19%	24.16%	25.11%
PE	29	15	7	5
PB	2.50	2.18	1.70	1.33

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.64
流通A股(亿股)	0.88
52周内股价区间(元)	18.1-46
总市值(亿元)	35.34
总资产(亿元)	19.85
每股净资产(元)	8.63

### 相关研究

1. 明冠新材(688560): 定增加速扩张产能, 业绩有望高速增长 (2022-01-27)
2. 明冠新材(688560): 业绩基本符合预期, 铝塑膜国产替代在即 (2021-10-28)
3. 明冠新材(688560): 胶膜业务稳定增长, 铝塑膜国产替代在即 (2021-08-27)

### 关键假设：

假设 1：公司铝塑膜产量 2022 年、2023 年、2024 年达到 2000 万平、1 亿平、1.5 亿平，毛利率稳步提升；

假设 2：公司背板产量 2022 年、2023 年、2024 年达到 1.5 亿平、2 亿平、2 亿平，毛利率稳步提升。

假设 3：公司 POE 膜产量 2022 年、2023 年、2024 年达到 8000 万平、1.2 亿平、1.2 亿平。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
太阳能背板	收入	1054.0	1785.0	2380.0	2380.0
	增速	25.6%	69.4%	33.3%	0.0%
	毛利率	17.0%	16.5%	17.0%	17.0%
光伏胶膜	收入	109.6	770.0	1320.0	1320.0
	增速	630.7%	602.6%	71.4%	0.0%
	毛利率	10.0%	15.0%	15.5%	16.0%
铝塑膜	收入	96.9	360.0	1800.0	2700.0
	增速	112.7%	271.5%	400.0%	50.0%
	毛利率	20.0%	23.0%	24.0%	25.0%
合计	收入	1289.1	2927.0	5512.0	6413.0
	增速	40.3%	127.1%	88.3%	16.3%
	毛利率	17.4%	16.9%	18.9%	20.1%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1289.07	2927.00	5512.00	6413.00	净利润	122.84	231.86	505.86	667.97
营业成本	1065.08	2433.58	4470.20	5121.55	折旧与摊销	24.75	38.01	58.30	75.57
营业税金及附加	3.99	13.69	24.33	27.46	财务费用	-2.80	0.60	22.88	36.42
销售费用	28.06	70.25	121.26	128.26	资产减值损失	-1.79	-1.00	0.00	0.00
管理费用	32.29	193.18	347.26	384.78	经营营运资本变动	-162.92	-414.75	-912.40	-307.73
财务费用	-2.80	0.60	22.88	36.42	其他	-73.33	-8.00	-6.00	-6.00
资产减值损失	-1.79	-1.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-93.26</b>	<b>-153.27</b>	<b>-331.36</b>	<b>466.23</b>
投资收益	3.66	3.00	0.00	0.00	资本支出	-130.28	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	6.00	6.00	6.00	其他	0.42	9.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-129.86</b>	<b>-191.00</b>	<b>-194.00</b>	<b>-194.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>141.70</b>	<b>255.70</b>	<b>562.07</b>	<b>750.53</b>	短期借款	-29.23	268.42	853.11	-44.54
其他非经营损益	-4.23	0.50	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>137.47</b>	<b>256.20</b>	<b>562.07</b>	<b>750.53</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	14.63	24.34	56.21	82.56	支付股利	0.00	-24.58	-46.37	-101.17
净利润	122.84	231.86	505.86	667.97	其他	-2.60	-0.41	-22.88	-36.42
少数股东损益	-0.08	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-31.83</b>	<b>243.42</b>	<b>783.86</b>	<b>-182.13</b>
归属母公司股东净利润	122.92	231.86	505.86	667.97	<b>现金流量净额</b>	<b>-254.99</b>	<b>-100.85</b>	<b>258.50</b>	<b>90.10</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	393.55	292.70	551.20	641.30	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	684.66	1666.43	3124.57	3599.74	销售收入增长率	40.33%	127.06%	88.32%	16.35%
存货	242.73	554.60	1018.74	1167.18	营业利润增长率	17.53%	80.45%	119.82%	33.53%
其他流动资产	216.11	33.13	62.39	72.58	净利润增长率	16.45%	88.74%	118.18%	32.05%
长期股权投资	11.77	11.77	11.77	11.77	EBITDA 增长率	8.49%	79.85%	118.56%	34.09%
投资性房地产	11.24	11.24	11.24	11.24	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	285.10	454.85	604.32	736.52	毛利率	17.38%	16.86%	18.90%	20.14%
无形资产和开发支出	85.96	79.12	72.28	65.44	三费率	10.06%	9.02%	8.92%	8.57%
其他非流动资产	53.47	52.54	51.61	50.68	净利率	9.53%	7.92%	9.18%	10.42%
<b>资产总计</b>	<b>1984.59</b>	<b>3156.39</b>	<b>5508.14</b>	<b>6356.47</b>	ROE	8.61%	14.19%	24.16%	25.11%
短期借款	1.00	269.42	1122.53	1077.99	ROA	6.19%	7.35%	9.18%	10.51%
应付和预收款项	495.09	1137.94	2096.16	2396.36	ROIC	13.34%	15.81%	21.11%	20.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.69%	10.06%	11.67%	13.45%
其他负债	61.70	114.76	195.69	221.57	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>557.78</b>	<b>1522.12</b>	<b>3414.38</b>	<b>3695.92</b>	总资产周转率	0.69	1.14	1.27	1.08
股本	164.09	164.09	164.09	164.09	固定资产周转率	7.48	8.73	10.41	9.57
资本公积	703.30	703.30	703.30	703.30	应收账款周转率	3.10	3.85	3.51	2.93
留存收益	548.54	755.81	1215.30	1782.10	存货周转率	6.04	6.10	5.68	4.69
归属母公司股东权益	1415.73	1623.20	2082.69	2649.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	76.51%	—	—	—
少数股东权益	11.07	11.07	11.07	11.07	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1426.81</b>	<b>1634.27</b>	<b>2093.76</b>	<b>2660.56</b>	资产负债率	28.11%	48.22%	61.99%	58.14%
负债和股东权益合计	1984.59	3156.39	5508.14	6356.47	带息债务/总负债	0.18%	17.70%	32.88%	29.17%
					流动比率	2.85	1.69	1.40	1.49
					速动比率	2.40	1.32	1.10	1.17
					股利支付率	0.00%	10.60%	9.17%	15.15%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.75	1.41	3.08	4.07
					每股净资产	8.63	9.89	12.69	16.15
					每股经营现金	-0.57	-0.93	-2.02	2.84
					每股股利	0.00	0.15	0.28	0.62
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	163.64	294.32	643.25	862.52					
PE	28.75	15.24	6.99	5.29					
PB	2.50	2.18	1.70	1.33					
PS	2.74	1.21	0.64	0.55					
EV/EBITDA	18.72	11.67	6.26	4.51					
股息率	0.00%	0.70%	1.31%	2.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn