

投资评级 优于大市 首次覆盖

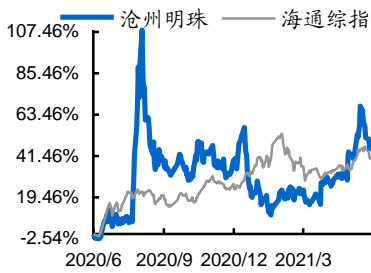
## 扩建 2 亿平锂电池湿法隔膜，成功进入三星 SDI 供应链

### 股票数据

06月21日收盘价(元)	5.23
52周股价波动(元)	3.44-7.40
总股本/流通A股(百万股)	1418/1418
总市值/流通市值(百万元)	7416/7416

### 相关研究

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	16.6	25.4	23.9
相对涨幅 (%)	12.6	21.6	22.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 刘海荣

Tel: (021)23154130

Email: lhr10342@htsec.com

证书: S0850517080010

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

### 投资要点:

- PE 管道、BOPA 薄膜龙头，锂电隔膜产品进入国际龙头企业。** 公司主营产品包括 PE 管道、BOPA 薄膜和锂离子电池隔膜产品。公司凭借规模和技术优势，已经成为 PE 管道和 BOPA 薄膜细分行业的领军企业，目前分别拥有 PE 管道、BOPA 薄膜 19.95 万吨、2.85 万吨产能。公司锂离子电池隔膜产品已进入国际龙头企业，目前拥有产能 2.9 亿平方米。2020 年公司实现营收 27.62 亿元，同比下降 7.80%；实现归母净利润 3.01 亿元，同比增长 81.19%。
- PE 管道市场竞争激烈，行业集中度将进一步提升。** 塑料管道技术和资金壁垒较低，造成行业市场竞争加剧，未来行业集中度有望进一步提升。公司是国内少数管材、管件规格齐全、配备完备的企业之一，拥有先进的 PE 管道产品生产设备，2020 年公司给水管产品进驻中国水务集团，打开了未来市场新局面，未来公司将重点跟踪给水的高端市场，我们判断公司规模和市场优势有望进一步得到强化。
- 市场需求空间广阔，公司产能技术优势行业领先。** BOPA 薄膜是近几年世界上发展较快的高档包装材料之一，主要应用在食品包装上。随着食品安全和环保要求的不断提高，使用 BOPA 薄膜做基材的蒸煮袋的市场空间将有较大增长。公司是国内最大的 BOPA 薄膜制造企业之一，同时拥有同步、分步共六条 BOPA 薄膜生产线，公司也是国内首家自主研发全面掌握 BOPA 薄膜同步双向拉伸工艺的企业，各级别产品品质优良。
- 锂电隔膜需求快速增长，公司积极扩产。** 近年来新能源应用终端实现爆发式增长，有力的推动了锂电隔膜行业的发展，锂电隔膜行业也竞争异常激烈，头部企业规模化优势显现。公司是同时拥有干法、湿法、涂覆锂离子电池隔膜产品的企业之一，2020 年公司锂电隔膜产品成功导入三星 SDI。公司 2021 年 5 月公告拟投资 6.2 亿元建设 2 亿平湿法锂离子电池隔膜项目，项目建设期 24 个月。我们认为随着公司新增产能投产，其在湿法锂电池隔膜行业的竞争力将得到进一步加强。
- 盈利预测与估值区间。** 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.28、0.31、0.35 元/股，结合可比公司估值，谨慎给予 2021 年 23-25 倍 PE，对应合理价值区间 6.44-7.00 元，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。** BOPA 薄膜价格下跌、锂电池隔膜价格下跌、锂电池隔膜投产低于预期。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2996	2762	3025	3227	3450
(+/-)YoY(%)	-9.9%	-7.8%	9.5%	6.7%	6.9%
净利润(百万元)	166	301	400	446	495
(+/-)YoY(%)	-44.2%	81.2%	32.8%	11.6%	11.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.12	0.21	0.28	0.31	0.35
毛利率(%)	16.1%	19.5%	22.1%	22.5%	22.9%
净资产收益率(%)	5.1%	8.6%	9.9%	9.3%	9.1%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 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

公司主要产品为 PE 管道、BOPA 薄膜、锂电池隔膜，因此我们的盈利预测如下：

(1) PE 管道 2021-2023 年销量保持 5% 小幅增长，价格毛利率保持不变。

(2) BOPA 薄膜 2021-2023 年销量保持 5% 小幅增长，价格毛利率保持不变。

(3) 随着公司 2020 年湿法隔膜进入三星 SDI 供应链，我们判断公司锂电池隔膜业务销量将迎来大幅增长，2021-2023 年销量增速分别为 60%、20% 和 20%，价格保持稳定，而随着出货量增加成本摊销有望下降，对标星源材质和恩捷股份毛利率水平，谨慎预期 2021-2023 年公司毛利率分别为 20%、23% 和 25%。

表 1 2021-2023 年沧州明珠分业务盈利预测

项目	2020	2021E	2022E	2023E
<b>PE 管道</b>				
销售收入 (百万元)	1850	1943	2040	2142
毛利率 (%)	23%	23%	23%	23%
销售成本 (百万元)	1427	1496	1571	1649
<b>BOPA 薄膜</b>				
销售收入 (百万元)	564	593	624	656
毛利率 (%)	23%	23%	23%	23%
销售成本 (百万元)	436	457	480	505
<b>锂电池隔膜</b>				
销售收入 (百万元)	224	364	436	524
毛利率 (%)	-11%	20%	23%	25%
销售成本 (百万元)	249	291	336	393
<b>其他</b>				
销售收入 (百万元)	124	125	127	128
毛利率 (%)	11%	11%	11%	11%
销售成本 (百万元)	111	112	113	114
<b>合计</b>				
销售收入 (百万元)	2762	3025	3227	3450
毛利率 (%)	20%	22%	23%	23%
销售成本 (百万元)	2223	2355	2500	2661

资料来源：公司 2020 年年报，海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
星源材质	300568.SZ	49.95	0.27	0.62	0.89	1.22	185	81	56	41
恩捷股份	002812.SZ	190.48	1.26	2.23	3.11	4.12	151	85	61	46
中材科技	002080.SZ	21.8	1.22	1.64	1.94	2.21	18	13	11	10
平均							118	60	43	32

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 2021 年 6 月 21 日收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2762</b>	<b>3025</b>	<b>3227</b>	<b>3450</b>
每股收益	0.21	0.28	0.31	0.35	营业成本	2223	2355	2500	2661
每股净资产	2.46	2.85	3.39	3.85	毛利率%	19.5%	22.1%	22.5%	22.9%
每股经营现金流	0.19	0.32	0.33	0.29	营业税金及附加	24	25	28	29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	86	128	132	131
P/E	24.74	18.63	16.69	15.03	营业费用率%	3.1%	4.2%	4.1%	3.8%
P/B	2.13	1.84	1.55	1.36	管理费用	78	70	79	87
P/S	2.69	2.46	2.31	2.16	管理费用率%	2.8%	2.3%	2.4%	2.5%
EV/EBITDA	16.18	13.06	11.92	10.55	EBIT	320	410	449	499
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	26	17	8	4
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.9%	0.6%	0.3%	0.1%
毛利率	19.5%	22.1%	22.5%	22.9%	资产减值损失	-10	0	0	0
净利润率	10.9%	13.2%	13.8%	14.4%	投资收益	87	95	102	109
净资产收益率	8.6%	9.9%	9.3%	9.1%	<b>营业利润</b>	<b>395</b>	<b>518</b>	<b>576</b>	<b>643</b>
资产回报率	6.1%	7.8%	7.7%	7.7%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	5.6%	6.8%	6.6%	6.6%	<b>利润总额</b>	<b>394</b>	<b>518</b>	<b>576</b>	<b>643</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	500	580	618	669
营业收入增长率	-7.8%	9.5%	6.7%	6.9%	所得税	98	129	143	160
EBIT 增长率	59.4%	27.9%	9.5%	11.3%	有效所得税率%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润增长率	81.2%	32.8%	11.6%	11.1%	少数股东损益	-5	-11	-13	-12
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>301</b>	<b>400</b>	<b>446</b>	<b>495</b>
资产负债率	27.6%	19.8%	15.7%	14.1%					
流动比率	1.90	2.80	3.49	4.19	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	1.43	2.23	2.80	3.37	货币资金	230	285	335	587
现金比率	0.21	0.38	0.52	0.92	应收账款及应收票据	1087	1145	1215	1321
<b>经营效率指标</b>					存货	432	372	386	450
应收账款周转天数	130.49	110.11	116.98	119.19	其它流动资产	348	299	313	334
存货周转天数	70.91	57.73	56.38	61.67	流动资产合计	2097	2102	2249	2692
总资产周转率	0.56	0.59	0.56	0.54	长期股权投资	1046	1046	1046	1046
固定资产周转率	2.11	2.07	1.67	1.66	固定资产	1312	1465	1929	2082
					在建工程	127	169	200	246
					无形资产	227	225	221	218
					非流动资产合计	2848	3040	3531	3727
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4945</b>	<b>5142</b>	<b>5780</b>	<b>6418</b>
净利润	301	400	446	495	短期借款	481	212	51	0
少数股东损益	-5	-11	-13	-12	应付票据及应付账款	275	249	279	302
非现金支出	193	170	169	170	预收账款	0	10	8	7
非经营收益	-35	-78	-93	-104	其它流动负债	345	282	306	333
营运资金变动	-185	-29	-44	-142	流动负债合计	1101	752	644	642
<b>经营活动现金流</b>	<b>268</b>	<b>451</b>	<b>464</b>	<b>406</b>	长期借款	65	65	65	65
资产	-54	-205	-347	-208	其它长期负债	200	200	200	200
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	265	265	265	265
其他	23	95	102	109	<b>负债总计</b>	<b>1366</b>	<b>1017</b>	<b>909</b>	<b>907</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-31</b>	<b>-110</b>	<b>-245</b>	<b>-99</b>	实收资本	1418	1418	1418	1418
债权募资	764	-269	-161	-51	归属于母公司所有者权益	3489	4046	4805	5458
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	90	79	66	54
其他	-968	-17	-8	-4	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4945</b>	<b>5142</b>	<b>5780</b>	<b>6418</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-204</b>	<b>-287</b>	<b>-169</b>	<b>-55</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>31</b>	<b>55</b>	<b>50</b>	<b>252</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
刘海荣 基础化工行业  
邓勇 石油化工行业

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： 华峰化学,恒力石化,滨化股份,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,东华能源,鼎龙股份,三友化工

### 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。