

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

胶膜快速放量，非光伏业务初露锋芒

事件: 公司发布 2020 年年度报告, 2020 年实现营业收入为 21.83 亿元, 同比增长 2.20%, 实现归母净利润 1.94 亿元, 同比增长 1.90%, 实现扣非后归母净利润 1.78 亿元, 同比减少 3.84%。

四季度业绩显著回暖, 实际毛利率略有提升。 2020 年受疫情影响, 导致公司业绩受到冲击, 下半年随着光伏市场需求回暖, 公司业务恢复增长。Q4 实现营业收入 7.24 亿元, 同比增长 29.76%, 实现归母净利润 0.71 亿元, 同比增长 38.76%。受会计政策变更影响, 2020 年公司毛利率为 17.96%, 将运杂费与报关费进行回溯, 折算去年同口径测算毛利率在 19% 左右, 略高于去年同期水平。

背板稳居行业龙头, 胶膜快速放量。 2020 年公司背板业务市占率 30.1%, 与去年基本持平, 继续保持行业领军地位。公司 POE 胶膜快速放量, 2020 年出货 6880 万平米, 贡献收入达 7.25 亿元, 同比增长 262.43%, 市占率达 17.5%, 较上年提升 8.45pct, 位居行业第二。随着公司 3.5 亿平 POE 胶膜产能逐步释放, 业绩弹性将充分体现。此外, 公司胶膜盈利能力逐步提升, 全年毛利率达 17.54%, 且于 Q4 的 11 月、12 月已接近行业领先水平。随着公司新产能释放, 我们预计胶膜产品不论是收入体量还是利润体量均有望超背板业务, 成为公司光伏业务增长新引擎。

非光伏业务加速突进, 盈利能力凸显。 公司 SET 材料(收入 0.63 亿元, 毛利率 39.02%) 及 3C 材料(收入 0.39 亿元, 毛利率 29.52%) 两大非光伏业务快速发展, 全年合计收入 1.02 亿元, 同比增长 105.67%。其中 SET 材料收入从年初 18.77 万元/月快速增长至年末 1636.12 万元/月。此外, 动力电池 Pack 的多种材料和其他电动汽车材料业务, 自 Q3 起批量性进入宁德时代、比亚迪、上汽等头部企业的供应链, 并开始快速放量。非光伏业务的强爆发性及高盈利能力将提升公司收入体量及盈利能力。

投资建议: 公司为稀缺的新材料平台型企业, 上市开启加速成长, 光伏胶膜及非光伏的新能源车及 3C 业务将显著提升公司收入体量及盈利能力。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.80、4.96、6.52 亿元, 对应 PE 分别为 34x、26x、20x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

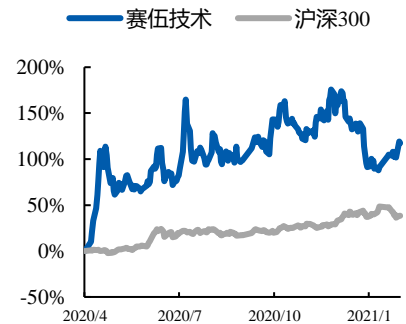
风险提示: 胶膜价格大幅下滑, 新产品放量、业绩预测和估值不达预期

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,135	2,183	3,753	4,912	6,215
(+/-)%	10.59%	2.20%	71.96%	30.88%	26.53%
归属母公司净利润	190	194	380	496	652
(+/-)%	1.68%	2.01%	95.71%	30.65%	31.39%
每股收益(元)	0.48	0.49	0.95	1.24	1.63
市盈率	0.00	80.13	34.44	26.36	20.06
市净率	0.00	8.30	5.40	4.13	3.16
净资产收益率(%)	14.55%	10.36%	15.69%	15.67%	15.76%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	360	400	400	400	400

股票数据 2021/03/02

6 个月目标价(元)	40.75
收盘价(元)	32.70
12 个月股价区间(元)	15.06-41.45
总市值(百万元)	13,080.33
总股本(百万股)	400
A 股(百万股)	400
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	9%	-6%	
相对收益	10%	-13%	

相关报告

- 《海外户用储能市场方兴未艾, 高增长有望持续》 --20210228
- 《硅料紧缺迎涨价潮, 硅片价格再上调》 --20210226
- 《消纳目标助力碳中和, 新能源及储能迎发展》 --20210221
- 《政策逐渐清晰, 新能源发电侧储能有望加速》 --20210208

证券分析师: 董瑜

执业证书编号: S0550521010002
(021)20361230 dongyu@nesc.cn

研究助理: 王哲宇

执业证书编号: S0550119100015
(021)20361258 wangzheyu@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	530	84	103	115
交易性金融资产	50	50	50	50
应收款项	1,274	2,233	2,895	3,681
存货	354	461	688	812
其他流动资产	217	242	267	289
流动资产合计	2,426	3,070	4,003	4,947
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	320	455	493	688
无形资产	84	84	68	60
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	851	1,168	1,461	1,875
资产总计	3,276	4,238	5,464	6,822
短期借款	308	308	308	308
应付款项	788	1,177	1,629	1,994
预收款项	0	2	1	2
一年内到期的非流动负债	32	32	32	32
流动负债合计	1,176	1,590	2,070	2,458
长期借款	228	228	228	228
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	228	228	228	228
负债合计	1,404	1,818	2,298	2,686
归属于母公司股东权益合计	1,873	2,421	3,167	4,137
少数股东权益	-1	-1	-1	0
负债和股东权益总计	3,276	4,238	5,464	6,822

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,183	3,753	4,912	6,215
营业成本	1,791	2,987	3,907	4,917
营业税金及附加	6	13	15	20
资产减值损失	-1	0	3	2
销售费用	27	69	91	115
管理费用	45	79	103	131
财务费用	7	31	38	38
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	6	6
营业利润	223	449	587	772
营业外收支净额	-1	-2	-3	-4
利润总额	222	447	584	768
所得税	28	67	88	115
净利润	194	380	497	652
归属于母公司净利润	194	380	496	652
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	194	380	497	652
资产减值准备	32	0	-3	-2
折旧及摊销	34	34	16	25
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	40	40	40
投资损失	-3	-3	-6	-6
运营资本变动	-228	-677	-434	-545
其他	-3	2	3	4
经营活动净现金流量	29	-224	113	169
投资活动净现金流量	-513	-182	-54	-118
融资活动净现金流量	663	-40	-40	-40
企业自由现金流	-318	913	900	1,112

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	0.49	0.95	1.24	1.63
每股净资产 (元)	4.68	6.05	7.92	10.34
每股经营性现金流量	0.07	-0.56	0.28	0.42
成长性指标				
营业收入增长率	2.2%	72.0%	30.9%	26.5%
净利润增长率	2.0%	95.7%	30.7%	31.4%
盈利能力指标				
毛利率	18.0%	20.4%	20.5%	20.9%
净利润率	8.9%	10.1%	10.1%	10.5%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	172.91	157.71	165.31	161.51
存货周转率 (次)	72.23	56.32	64.28	60.30
偿债能力指标				
资产负债率	42.9%	42.9%	42.1%	39.4%
流动比率	2.06	1.93	1.93	2.01
速动比率	1.74	1.61	1.58	1.65
费用率指标				
销售费用率	1.2%	1.8%	1.9%	1.9%
管理费用率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
财务费用率	0.3%	0.8%	0.8%	0.6%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	80.13	34.44	26.36	20.06
P/B (倍)	8.30	5.40	4.13	3.16
P/S (倍)	5.99	3.49	2.66	2.10
净资产收益率	10.4%	15.7%	15.7%	15.8%

资料来源：东北证券

分析师简介:

董瑜：宾夕法尼亚大学材料工程硕士，中山大学高分子材料与工程本科，现任东北证券电力设备新能源组组长。曾任华创证券研究所电力设备行业分析师，农银汇理基金研究部行业研究员。2013 年以来具有 7 年证券分析师从业经历，所在团队获 2014 年电力设备行业新财富第 1。

王哲学：上海交通大学船舶与海洋工程硕士，华中科技大学船舶与海洋工程本科，现任东北证券电力设备与新能源组研究助理。2019 年加入东北证券研究所。

张正阳：上海交通大学金融硕士，上海交通大学材料科学与工程本科，现任东北证券电力设备新能源组研究助理。曾任职于招商银行资产管理部。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn