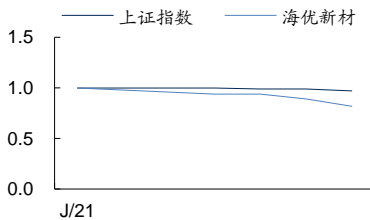


证券研究报告—动态报告
电气设备新能源
新能源
海优新材(688680)
买入
2020 年业绩预告点评

(维持评级)

2021 年 01 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	84/19
总市值/流通(百万元)	15,040/3,460
上证综指/深圳成指	3,505/14,913
12 个月最高/最低(元)	236.00/173.00

相关研究报告:

《国信证券-海优新材-688680-深度报告: 以创新立本, 呈追赶之势》——2021-01-21

证券分析师: 王蔚祺

 E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080003

联系人: 万里明

 电话: 010-88005329
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

光伏胶膜新星, 业绩超预期增长

● 光伏行业装机旺盛需求, 公司增产降本盈利大增

公司业绩预告全年营收 14.5-15 亿元, 同比增 36.4%-41.1%, 全年归母净利润达到 2.1-2.3 亿元, 同比增长 214.0-243.9%。按此计算 Q4 归母净利润为 0.94-1.14 亿元, 同比增 292%-375%, 环比增 57%-90%, Q4 业绩持续爆发, 盈利增速行业领先。伴随光伏装机加速, 公司持续扩大产能, 优化产品结构降本增效, 销售单价上涨盈利能力显著增加。

● 产品结构优化叠加下游需求旺盛, 公司高有望持续

高盈利的 POE 胶膜销售占比增加, 产品随材料涨价推动盈利持续上涨。19 年开始公司高毛利率的白膜和 POE 占比显著提升, 公司毛利率已从 19Q4 的 15.6% 提升至 2020Q3 的 25.5%, 净利率从 19Q4 的 7.3% 增至 20Q3 的 16.9%。Q4 公司胶膜量价齐升, 按 Q4 归母净利润 1 亿元保守估计, Q4 公司胶膜单平净利润高达 2 元。2021 年光伏新增装机量仍将保持 25% 左右的增速, 叠加 EVA 树脂原材料价格维持高位, 我们预计公司胶膜盈利仍将保持高位。

● 上市后产能高速扩张, 大客户保障业绩释放无忧

公司产能快速扩张, 下游大客户保障产能消化无忧。公司于隆基、晶科、天合光能等大客户紧密合作, 2019 年公司胶膜有效产能约 1.4 亿平, 另外还有上市募资的 1.7 亿平技改项目和 3 亿平扩建项目在建, 预计达产后产能达到 6.1 亿平。其中 3 亿平胶膜主要为特定组件企业做配套, 包括泰州 1 亿平主要为隆基配套, 义乌 1 亿平主要给天合和晶澳配套, 上饶 1 亿平主要为晶科配套。

● 投资建议: 看好公司盈利提升和高成长性, 维持“买入”评级

我们看好光伏胶膜行业高增速、公司产能扩张和降本能力提升。维持原有盈利预测, 预计公司 2020-2022 年营收分别为 16.1/30.5/55.4 亿元, 同比增速达到 51.7/88.8/81.7%, 归母净利润分别为 2.1/4.0/7.5 亿元, 同比增速 215.0/91.0/86.8%, 当前股价对应的 20-22 年 PE 分别为 71/37/20 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 国际贸易壁垒; 光伏新增装机不达预期; 市场竞争加剧。
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,063.22	1,613.23	3,046.24	5,536.13
(+/-%)	48.61%	51.73%	88.83%	81.74%
净利润(百万元)	66.88	210.64	402.23	751.48
(+/-%)	142.18%	214.95%	90.96%	86.83%
摊薄每股收益(元)	1.06	2.51	4.79	8.94
EBIT Margin	11.11%	13.67%	15.02%	15.74%
净资产收益率(ROE)	12.32%	29.61%	38.93%	45.98%
市盈率(PE)	168.64	71.40	37.39	20.01
EV/EBITDA	88.73	60.56	31.36	17.73
市净率(PB)	20.78	21.14	14.56	9.20

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

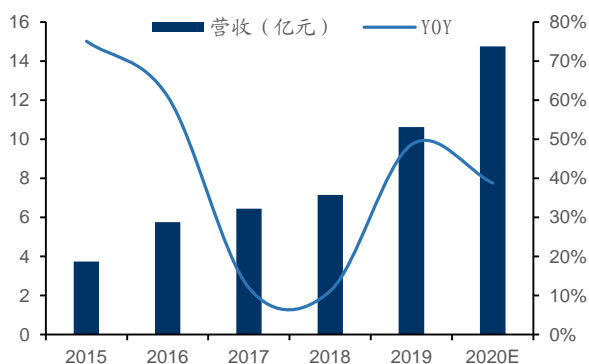
公司公布了2020年业绩预告，2020年预计公司全年营收14.5-15亿元，同比增长36.4%-41.1%，全年归母净利润达到2.1-2.3亿元，同比增长214.0%-243.9%，预计扣非归母净利润2.0-2.2亿元，同比增长229.3%-262.2%。按此计算Q4归母净利润预计为0.94-1.14亿元，同比增长292%-375%，环比增长57%-90%，Q4业绩全面爆发，全年盈利超预期。伴随光伏新增装机量加速，公司持续扩大产能，同时优化产品结构降本增效，同时销售单价跟随原材料价格上涨，带动公司盈利能力显著增加。

表 1: 光伏胶膜主要企业 2020 各期归母净利润和增速 (亿元、%)

	2020 年	2020 同比增速	2020Q3	2020Q4	Q4 同比增速	Q4 环比增速
福斯特	15.40	61%	4.15	6.68	83%	61%
海优新材	2.10-2.30	214%-244%	0.60	0.94-1.14	292%-375%	57%-90%

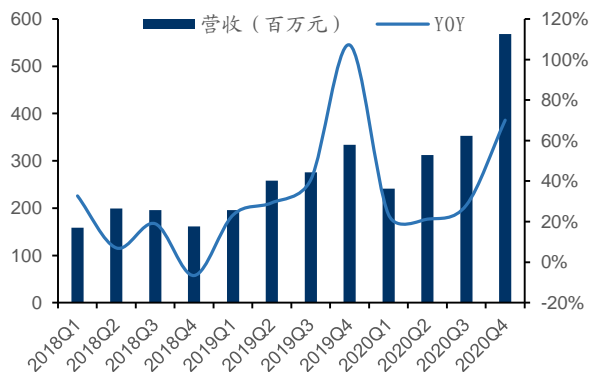
资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



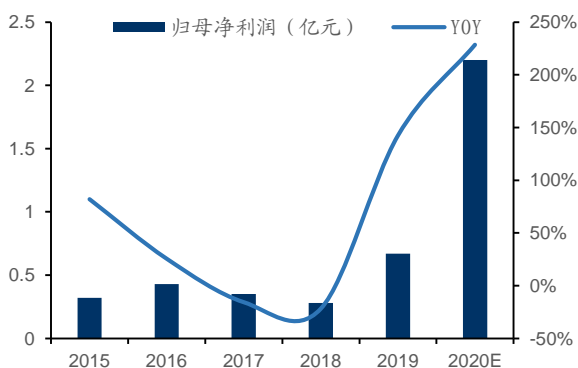
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 2020 年营收按照公司业绩预告区间平均值计算

图 2: 公司单季度营收和增速 (单位: 亿元、%)



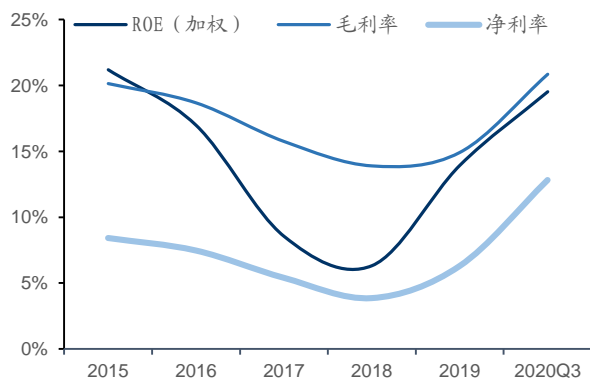
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 2020 年营收取业绩预告区间平均值

图 3: 公司归母净利润和增速变化 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 2020 年盈利按照公司业绩预告区间平均值计算

图 4: 公司 ROE、毛利率和净利率变化

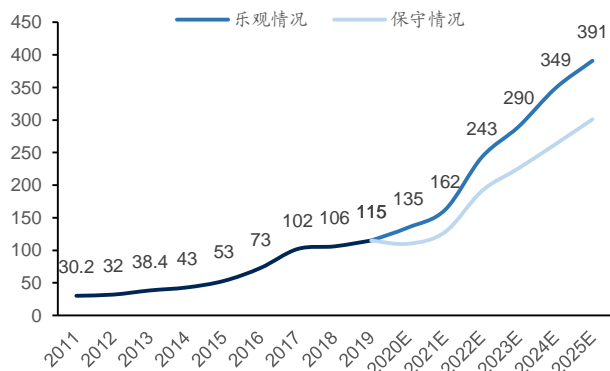


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司产品结构优化,盈利能力持续增长。2015-2016 年公司毛利率在 20%左右, 2017 年公司白色增效 EVA 胶膜扩产, 叠加化工品价格上涨, 导致公司毛利率下滑至 15.8%; 2018 年受 531 新政影响, 胶膜单位克重增加带来的成本增加无法传导导致毛利率持续下降。19 年开始伴随光伏行业回暖、公司规模提升、高毛利率的白膜和 POE 占比提升、原材料降价等多因素叠加, 公司盈利能力显著回升。

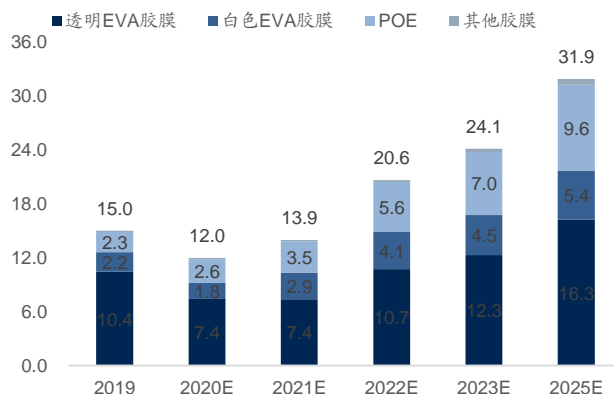
2020 年下半年行业供需紧张, 胶膜涨价显著提高盈利能力。公司毛利率已从 19Q4 的 15.6%提升至 2020Q3 的 25.5%, 净利率增至 Q3 的 16.9%。Q4 光伏胶膜价格大幅上涨, 按照 Q4 归母净利润 1 亿元保守估计, Q4 公司胶膜单平净利润高达 2 元。21-22 年光伏行业新增装机量仍将保持 25%左右的增速, 叠加 EVA 树脂原材料价格维持高位, 我们预计 21-22 年公司胶膜盈利仍有望保持高位。

图 5: 未来五年全球光伏年均新增装机预测 (GW)



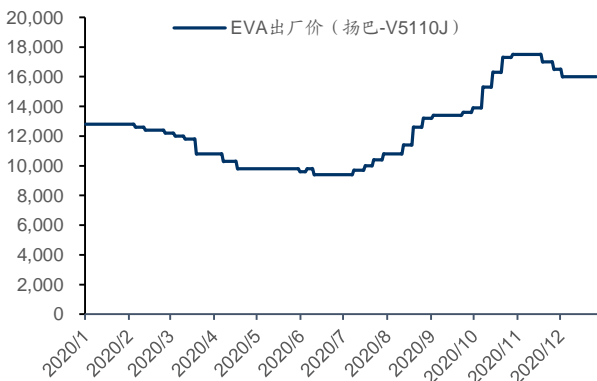
资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理

图 6: 光伏胶膜全球需求预测 (亿平方米)



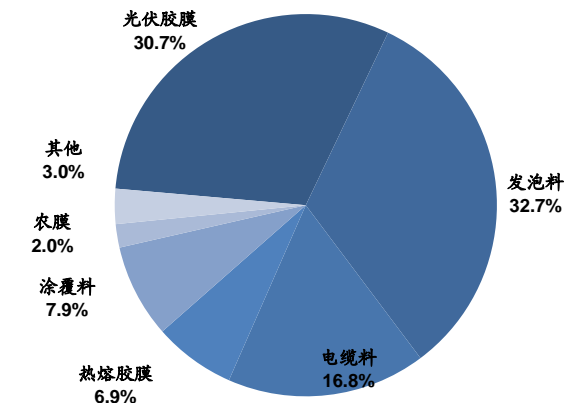
资料来源: 各类型比例来自 CIPA, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2020 年国内 EVA 树脂价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2019 年国内 EVA 树脂下游需求结构



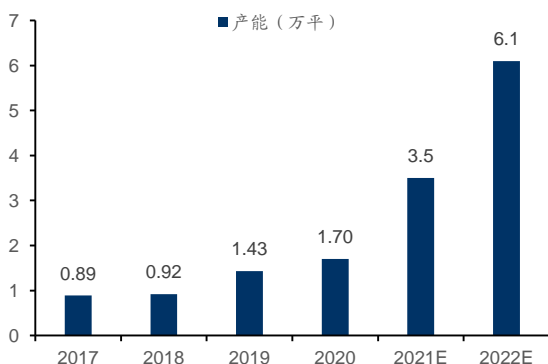
资料来源: 中国化工信息, 国信证券经济研究所整理

公司客户结构优化, 权威认证齐全。公司通过了德国 TUV 认证、美国 UL 认证、中国 CQC 认证、黄河认证等认证, 并得到主要发电集团的认可。公司持续加强与龙头组件企业的合作, 大客户占比持续增加, 客户 CR5 从 2017 年的 50%增至 2020H1 的 85%, 前五大客户分别为天合光能、晶科能源、隆基、韩华新能

源、苏州腾晖。

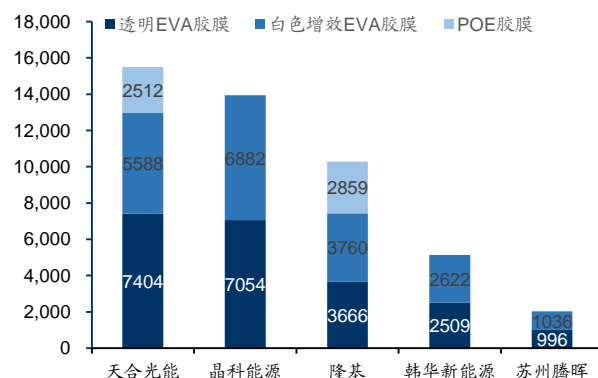
公司产能快速扩张，下游大客户保障下业绩释放无忧。2019 年公司胶膜有效产能 1.43 亿平，另外还有 1.7 亿平技改项目和 3 亿平扩建项目，预计达产后产能有望达到 6 亿平。其中上市募集中 3.5 亿元用于 1.7 亿平胶膜技改项目，另外 3 亿平中泰州海优威计划扩产 1 亿平，主要给隆基做配套，义乌海优威计划扩产 1 亿平，主要给天合和晶澳做配套，上饶海优威计划建设光伏胶膜产能约 1 亿平，主要给晶科做配套，三地合计新增 3 亿平产能。

图 9：公司光伏胶膜有效产能和规划产能（亿平）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 10：2020H1 公司前五大客户胶膜销售额（万元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 2：公司胶膜扩建项目

在建项目	预算数 (亿元)	扩产项目	厂址	预期达产时间
年产 1.7 亿平米高分子特种膜技术改造项目	3.45	主要白色 EVA 和 POE 胶膜	上海市	2021-2022 年
泰州海优威 1 亿平胶膜扩产项目	2.4	光伏胶膜	江苏泰州	2021 年
义乌海优威计划建设 1 亿平光伏胶膜项目	2.2	光伏胶膜	浙江义乌	2021 年
上饶海优威计划建设 1 亿平光伏胶膜项目	2.0	光伏胶膜	江西上饶	2021 年
合计	10.05	4.7 亿平		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司盈利提升和高成长性，维持“买入”评级

我们维持预计公司 2020-2022 年营收分别为 16.1/30.5/55.4 亿元，同比增速达到 51.7/88.8/81.7%，归母净利润分别为 2.1/4.0/7.5 亿元，同比增速 215.0/91.0/86.8%，当前股价对应的 20-22 年 PE 分别为 71/37/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

- 一、十四五国内光伏规划或实际发展不及预期；
- 二、美国光伏相关政策出台进展或规模不及预期；
- 三、市场竞争加剧导致企业盈利能力不达预期。

表 3: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	投资评级	昨收盘价	EPS			PE			PB	PEG
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	MRQ	2021
601012	隆基股份	未评级	113.24	2.24	2.95	3.63	50.6	38.4	31.2	13.2	1.59
603212	赛伍技术	未评级	29.39	0.49	0.99	1.52	60.0	29.7	19.3	6.5	0.59
600438	通威股份	增持	49.19	1.02	1.20	1.48	48.2	41.0	33.2	9.1	2.73
300274	阳光电源	买入	99.59	1.36	2.08	2.84	73.2	47.9	35.1	15.0	1.38
603806	福斯特	增持	103.52	2.00	2.61	3.48	51.7	39.6	29.7	10.0	1.69
688680	海优新材	买入	179.00	2.51	4.79	8.94	71.3	37.4	20.0	23.3	0.79

资料来源: 隆基股份、通威股份、赛伍技术盈利预测来自 Wind 一致预期, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	83	256	150	150	营业收入	1063	1613	3046	5536
应收款项	550	663	1252	2275	营业成本	905	1268	2368	4277
存货净额	88	101	190	345	营业税金及附加	1	3	6	11
其他流动资产	89	81	152	277	销售费用	20	32	55	100
流动资产合计	811	1102	1745	3048	管理费用	19	90	159	278
固定资产	164	225	464	477	财务费用	12	(27)	(15)	(12)
无形资产及其他	23	22	21	21	投资收益	2	0	0	0
投资性房地产	35	35	35	35	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	12	12	12	12	其他收入	(38)	0	0	0
资产总计	1044	1396	2277	3592	营业利润	70	248	472	883
短期借款及交易性金融负债	113	150	272	230	营业外净收支	2	0	1	1
应付款项	156	220	412	748	利润总额	72	248	473	884
其他流动负债	198	271	505	915	所得税费用	6	37	71	133
流动负债合计	467	640	1190	1894	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	17	17	17	17	归属于母公司净利润	67	211	402	751
其他长期负债	17	27	37	47					
长期负债合计	34	44	54	64	现金流量表 (百万元)				
负债合计	501	685	1244	1958	净利润	67	211	402	751
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(9)	0	0	0
股东权益	543	711	1033	1634	折旧摊销	15	39	62	87
负债和股东权益总计	1044	1396	2277	3592	公允价值变动损失	(0)	0	0	0
					财务费用	12	(27)	(15)	(12)
关键财务与估值指标					营运资本变动	6	29	(312)	(547)
每股收益	1.06	2.51	4.79	8.94	其它	9	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.16	0.50	0.96	1.79	经营活动现金流	87	279	152	292
每股净资产	8.62	8.47	12.30	19.45	资本开支	(38)	(100)	(300)	(100)
ROIC	18%	26%	38%	47%	其它投资现金流	(1)	0	0	0
ROE	12%	30%	39%	46%	投资活动现金流	(34)	(100)	(300)	(100)
毛利率	15%	21%	22%	23%	权益性融资	35	0	0	0
EBIT Margin	11%	14%	15%	16%	负债净变化	2	0	0	0
EBITDA Margin	12%	16%	17%	17%	支付股利、利息	(10)	(42)	(80)	(150)
收入增长	49%	52%	89%	82%	其它融资现金流	6	37	122	(42)
净利润增长率	142%	215%	91%	87%	融资活动现金流	24	(5)	42	(192)
资产负债率	48%	49%	55%	55%	现金净变动	77	173	(106)	0
息率	0.1%	0.4%	0.7%	1.3%	货币资金的期初余额	6	83	256	150
P/E	168.6	71.4	37.4	20.0	货币资金的期末余额	83	256	150	150
P/B	20.8	21.1	14.6	9.2	企业自由现金流	91	155	(161)	181
EV/EBITDA	88.7	60.6	31.4	17.7	权益自由现金流	99	215	(26)	149

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032