

海优新材 (688680)

证券研究报告
2021年03月22日

凭创新之材，济光伏之海

1、为什么我们认为公司将迎来发展机遇？

当下海优新材在胶膜行业中市占率约 10%。随下游组件厂商集中度提升，重视供应链安全，将给予产品好+成本低的胶膜企业更多发展空间。

2、为什么我们看好公司成为胶膜二线企业中的优胜者？

a. 上市后营运资金补充+设备更新有望提升公司盈利能力。此前海优新材为提升公司营运能力，牺牲了部分盈利能力。上市后，公司通过营运资金补充，可使净利率提升 2-3%，进一步缩小与龙头的差距。

原材料耗量是影响胶膜成本的重要因素。原料耗量每下降 10g/平方米，对应单位成本下降 2pct，毛利率提升 1.5pct。未来随公司扩产，有望通过更新先进设备，实现原料耗量下降，提升盈利水平。

b. 凭借强创新研发能力和敏锐的市场嗅觉，公司于 2014、2018 年分别领先行业推出白色 EVA、EPE 胶膜。白色 EVA 和 EPE 胶膜因附加值高，毛利率较透明 EVA 高 5-8%。后续公司有望继续引领行业趋势，通过产品创新迭代和结构改善，提升盈利水平。

c. 胶膜行业重营运资金，公司上市后融资能力提升，可支撑大规模扩产(22 年有效产能较 21 年提升 120%)，未来出货满产保障性强。

3、盈利预测

21 年短期估值展望：【价】预计 21 年胶膜价格中枢 12 元/平方米，胶膜单平净利约 1.15 元/平米。【量】公司 21 年胶膜出货量 3.5 亿平米。公司 21 年收入 45.4 亿元，利润 4.1 亿元。

如何给估值？

市场担心胶膜盈利下行，无法给高估值；而我们认为胶膜行业先发优势明显，利润和估值是有底的（福斯特凭借 Know-how 优势和高市占率具有定价权，可锚定福斯特 20%毛利率测算胶膜各公司盈利底），且随规模效应摊薄销售费用，底部盈利能力抬升。

盈利的底：锚定福斯特 20%毛利率+规模效应摊薄费用率 0.5%进行测算：(a) 当下原料价格 2 万元/吨时，对应公司单平净利 1.2 元；(b) 假设原料价格 1.3 万元/吨时，对应单平净利 0.8 元。但由于 1.3 万元/吨为原料供应充足时的正常价格，因此预计 0.8 元单平净利为公司盈利的底。

我们认为当下时间点可以给到公司较高估值：(1) 公司市占率有望提升，胶膜放量高于行业平均增速；(2) 胶膜环节未来竞争格局稳定，公司可实现业绩的持续增长，属于“能看到终局的公司”。

我们给予公司 21 年 30 倍 PE，对应目标价 146 元。当下公司市值对应 21 年动态 PE 仅 23 倍左右，安全边际高。给予公司“买入”评级。

风险提示：下游装机量增长不及预期、公司新增产能投产不及预期、感光干膜研发进程不及预期等；测算具有一定主观性，仅供参考

投资评级

行业	电气设备/电源设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	113.36 元
目标价格	146 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	84.02
流通 A 股股本(百万股)	19.33
A 股总市值(百万元)	9,524.51
流通 A 股市值(百万元)	2,191.51
每股净资产(元)	10.25
资产负债率(%)	46.66
一年内最高/最低(元)	236.00/110.55

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
叶天琳	联系人
yetianlin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	715.43	1,063.22	1,502.08	4,544.47	5,001.12
增长率(%)	11.13	48.61	41.28	202.55	10.05
EBITDA(百万元)	68.07	135.22	248.32	472.10	607.19
净利润(百万元)	27.62	66.88	213.83	410.04	529.49
增长率(%)	(21.83)	142.18	219.72	91.76	29.13
EPS(元/股)	0.33	0.80	2.54	4.88	6.30
市盈率(P/E)	351.31	145.06	45.37	23.66	18.32
市净率(P/B)	21.57	17.87	12.48	8.17	5.65
市销率(P/S)	13.56	9.12	6.46	2.13	1.94
EV/EBITDA	0.00	0.00	41.61	26.51	16.52

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 海优新材：胶膜行业二梯队生产商，下游组件集中度提升，公司迎来发展机遇	3
2. 为什么我们看好海优新材成为二梯队胶膜公司中的优胜者？	4
2.1. 上市后营运资金补充+设备更新有望提升公司盈利能力	4
2.2. 研发能力强，可通过产品创新迭代获取结构性高盈利	7
2.3. 上市后公司具备融资渠道优势，未来出货满产保障性高	10
3. 盈利预测	11
4. 风险提示	12

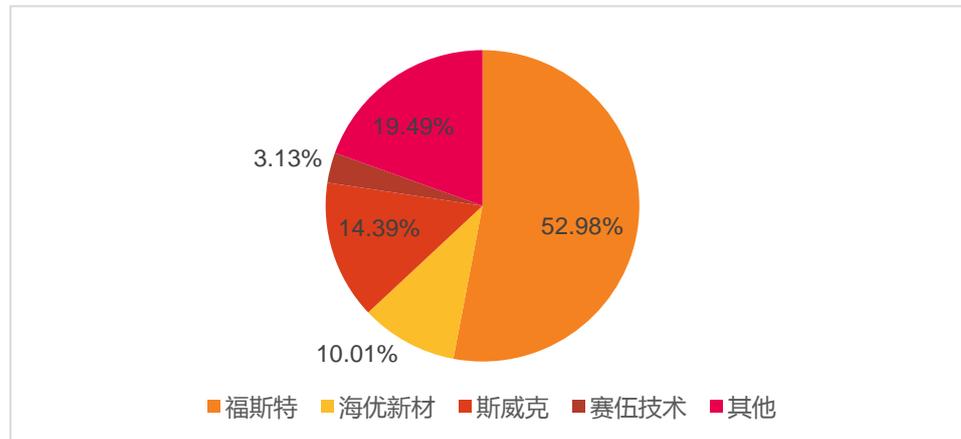
图表目录

图 1：2020 年全球光伏胶膜行业集中度高（市占率：%）	3
图 2：一体化程度低或非一体化企业毛利率较低	3
图 3：一体化程度高组件企业毛利率较高	3
图 4：组件环节行业集中度持续提升	3
图 5：海优新材资产端结构	4
图 6：海优新材财务费用不同组成部分占收入比例	5
图 7：福斯特、海优历史净利率（%）	6
图 8：白色 EVA 在单面组件的封装应用	7
图 9：POE 胶膜在双面组件中的应用	7
图 10：白色 EVA 胶膜需求逐年增长	7
图 11：海优新材率先开发出白色 EVA 胶膜产品	8
图 12：海优新材白色 EVA 胶膜销量逐年增长	8
图 13：2018 年起海优新材白色 EVA 占比维持高位	8
图 14：EPE 产品结构示意图	9
图 15：海优新材率先推出 EPE 产品	9
图 16：EPE 胶膜需求快速增长（万平方米）	9
图 17：公司 EPE 销量逐年提升（万平方米）	10
图 18：公司 EPE 胶膜出货量占比逐年提升	10
图 19：海优新材分产品毛利率水平	10
表 1：海优新材间接法现金流量表，以净利润为分母得到的比重	4
表 2：海优新材直采及代采原材料价格	5
表 3：海优新材代销定价及结算方式	6
表 4：胶膜原材料耗量敏感性测算	6
表 5：海优新材新增营运资金需求测算（亿元）	11
表 6：海优新材盈利对原材料价格敏感性测算（元/平方米）	11

1. 海优新材：胶膜行业二梯队生产商，下游组件集中度提升，公司迎来发展机遇

海优新材胶膜市占率约 10%，为行业二梯队生产商。2020 年预计全球光伏胶膜市场为 16 亿平方米，行业龙头福斯特胶膜销量 8.5 亿平方米，市占率 53%；公司销量约 1.6 亿平方米，市占率约 10%。

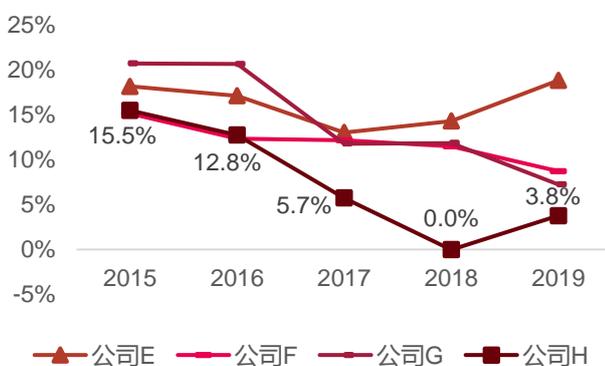
图 1：2020 年全球光伏胶膜行业集中度高（市占率：%）



资料来源：公司公告，CPIA，天风证券研究所

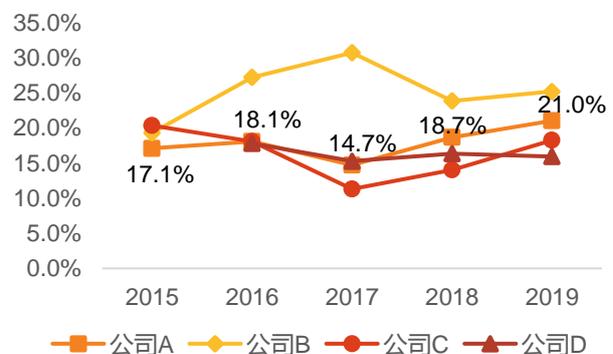
成本曲线拉开+品牌渠道优势明显，胶膜下游组件集中度持续提升。头部一体化程度高的组件企业，较一体化程度低或非一体化的组件企业盈利能力更高（一体化程度低或非一体化企业的毛利率在 5-10%左右，而一体化程度高的组件企业毛利率在 15-20%上下）。在销售方面，头部组件企业具备口碑、渠道和交付能力优势，进一步拉开与中小企业的差距。

图 2：一体化程度低或非一体化企业毛利率较低



资料来源：公司公告，天风证券研究所

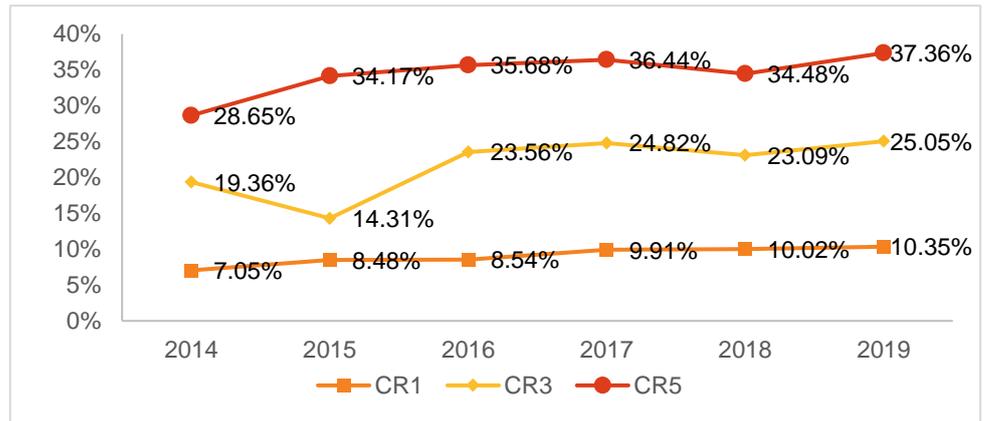
图 3：一体化程度高组件企业毛利率较高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从历史上来看胶膜下游组件环节的 CR3 由 2014 年的 19% 提升至 2019 年的 25%，CR5 由 2014 年的 29% 提升至 2019 年的 37%。随下游组件厂商集中度提升，重视供应链安全，产品好+成本低的胶膜二线企业将迎来发展机遇。

图 4：组件环节行业集中度持续提升



资料来源：公司公告，CPIA，天风证券研究所

2. 为什么我们看好海优新材成为二梯队胶膜公司中的优胜者？

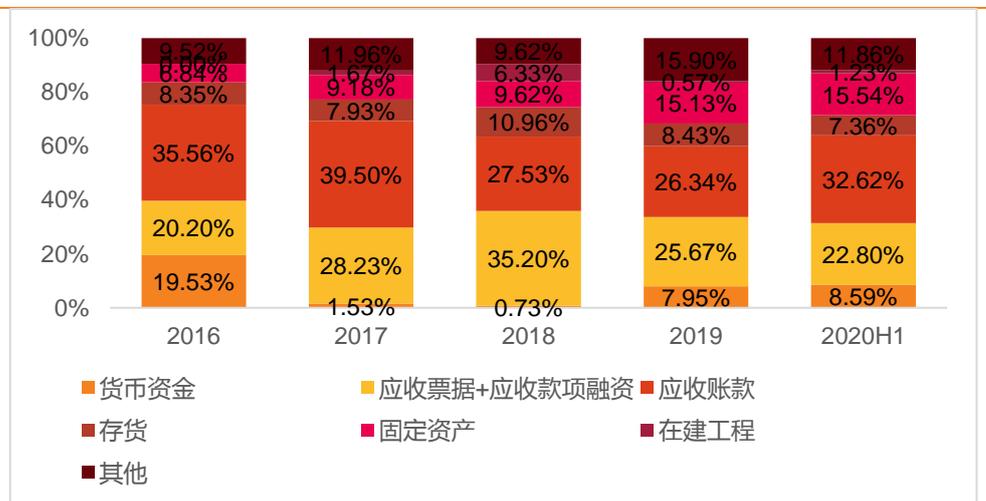
2.1. 上市后营运资金补充+设备更新有望提升公司盈利能力

营运资金补充预计提升公司净利率 2-3pct

如此前我们在 2021 年 2 月 21 日报告《胶膜行业商业模式讨论：轻固定资产，重营运资金》中分析，胶膜行业公司应收票据、应收账款、应收款项融资、存货资产之和占总资产比例超过 40%。行业重营运资金的原因因为胶膜行业销售回款周期长、采购结算账期短。

从现金流端来看，营运能力对胶膜公司现金流影响程度高。海优新材的应收项目变动为影响公司经营现金流的最主要因素之一，2019 年公司经营性应收项目的减少约为公司净利润的 2.7 倍。

图 5：海优新材资产端结构



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：海优新材间接法现金流量表，以净利润为分母得到的比重

	2017	2018	2019
净利润	100.00%	100.00%	100.00%
资产减值准备	0.76%	34.78%	0.65%
信用减值损失	0.00%	0.00%	4.00%
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	21.76%	34.99%	20.86%
无形资产摊销	2.19%	2.68%	1.06%
长期待摊费用摊销	3.99%	1.86%	2.52%
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.01%	2.71%	-0.04%

固定资产报废损失	0.09%	0.00%	0.19%
公允价值变动损失	1.96%	-2.55%	0.00%
财务费用	13.22%	12.33%	9.03%
投资损失	5.37%	-27.04%	-6.64%
递延所得税资产减少	-1.55%	-10.44%	1.47%
递延所得税负债增加	0.00%	0.00%	0.00%
存货的减少	-21.95%	-119.74%	2.73%
经营性应收项目的减少	-357.71%	-390.11%	-269.73%
经营性应付项目的增加	44.54%	384.71%	154.55%
其他	0.00%	0.00%	-3.39%
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-187.32%	24.18%	17.26%

资料来源: wind, 天风证券研究所

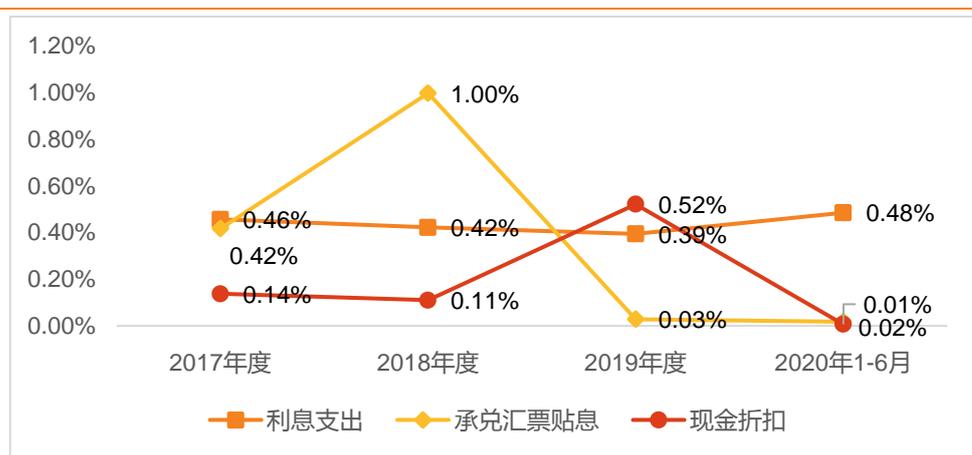
此前,海优新材为提升公司营运能力,牺牲了部分盈利能力,主要体现在财务费用和毛利率两个方面。

财务费用:

- 海优新材为降低营运资金需求,维持了一定水平的流动负债,使公司利息支出占收入比重维持在 0.4%左右;
- 历史上公司为提升营运资金周转率,在对下游客户销售产品时给予现金折扣,并将客户支付的商业票据提前贴现,造成了 2018-2019 年公司财务费用中,承兑汇票贴息、现金折扣占收入比例较高(2018 年贴息占收入比例 1%、2019 年现金折扣占收入比例 0.5%)。

2019 年来随公司应收项目管理能力提升,2020 年 H1 公司承兑汇票贴息和现金折扣费用大幅下行。就目前来看,公司营运能力提升所造成的财务费用损失主要为流动负债造成的财务费用利息支出,占总收入比例约 0.5%。

图 6: 海优新材财务费用不同组成部分占收入比例



资料来源: wind, 天风证券研究所

毛利率:

- 历史上因现金流不足,公司为加速营运资金周转,使用商业汇票通过贸易商采购原材料,同时需支付 1%-4%额外费用。公司 2019 年代采比例约 70%,因代采产生的原材料成本增幅约 2%。

表 2: 海优新材直采及代采原材料价格

国内供应商直采价格 (元/吨)	通过贸易商采购价格 (元/吨)	第三方采购支付费用 比率
--------------------	--------------------	-----------------

2017年	10682	10789	1.00%
2018年	10442	10798	3.41%
2019年	11054	11427	3.38%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- 历史上公司为加速资金周转，通过中间商向下游销售产品，下游使用流通水平更高的银行信用卡而非商业票据进行结算，同时公司需给予 2% 的产品售价折扣。2020H1 公司代销比例约 30%，因代销造成的收入降幅约 0.6%。

表 3：海优新材代销定价及结算方式

项目	向天合光能直销	通过中间商上海成套集团向天合光能销售
产品定价	依据市场情况洽谈价格	在与天合光能洽谈价格上折扣约 2%
结算方式	天合光能以其 6 个月商业承兑汇票与公司结算	上海成套集团以 120 日银行信用卡与公司结算货款，公司向上海成套集团支付合同金额 15% 的款项作为终端客户回款保证金

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

本次海优新材上市所募资金部分可用于营运资金补充，有望提高海优新材盈利能力，具体体现为：1) 公司无需通过经销商进行原材料采购，原材料成本可下降约 2%；2) 公司可不通过经销商销售产品，收入可提升约 0.6%；3) 公司无需通过借款降低营运资金需求，财务费用率可下降约 0.5%。综合来看，公司营运资金补充可使净利率提升 2-3%，进一步缩小与龙头福斯特的差距。

图 7：福斯特、海优历史净利率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

公司可通过新增产能更新设备，进一步实现降本

原材料占胶膜总成本比例约 90%，原料耗量是影响成本的重要因素。以胶膜原料 EVA 粒子价格 1.1 万元/吨，原材料成本占总成本比例 90%，胶膜均价 8 元/平方米进行敏感性测算；原材料单位耗量在 0.45-0.55kg/平米区间时，原料耗量每下降 10g/平方米，则单位成本下降约 2pct，毛利率提升 1.5pct。

表 4：胶膜原材料耗量敏感性测算

原材料耗量	单位原材料成本	单位成本	成本变动幅度	胶膜价格	毛利率
千克/平方米	元/平方米	元/平方米	%	元/平方米	%
0.55	6.05	6.72		8.00	15.97%
0.54	5.94	6.60	-1.8%	8.00	17.50%
0.53	5.83	6.48	-1.9%	8.00	19.03%
0.52	5.72	6.36	-1.9%	8.00	20.56%

0.51	5.61	6.23	-1.9%	8.00	22.08%
0.50	5.50	6.11	-2.0%	8.00	23.61%
0.49	5.39	5.99	-2.0%	8.00	25.14%
0.48	5.28	5.87	-2.0%	8.00	26.67%
0.47	5.17	5.74	-2.1%	8.00	28.19%
0.46	5.06	5.62	-2.1%	8.00	29.72%
0.45	4.95	5.50	-2.2%	8.00	31.25%

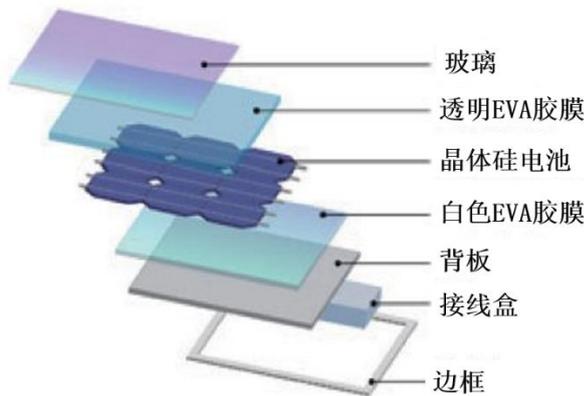
资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

胶膜的生产设备主要为混料釜、螺杆挤出机、T型模头成型设备等。设备的先进程度对原材料耗量有较大影响。以挤出机为例，一般更先进的双螺杆挤出机原材料损耗更低，单螺杆挤出机则会引起更高的原材料损耗。从海优新材的产能设备来看，公司此前设备为单螺杆挤出机。未来随公司扩产，有望通过更新先进设备，实现原材料耗量及成本的下降，提升盈利水平。

2.2. 研发能力强，可通过产品创新迭代获取结构性高盈利

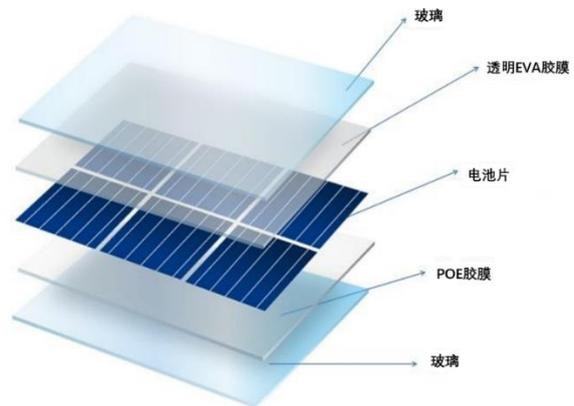
历史上胶膜产品共发生两轮主要的产品迭代，第一轮是白色 EVA 胶膜替代透明 EVA 胶膜用于单面组件的下层封装；第二轮是 POE/EPE 胶膜 EVA 胶膜用于双面组件封装。海优新材创始人上海交通大学高分子系毕业，管理公司研发事务，注重新产品研发工作。在两轮产品迭代中，公司凭借敏锐的市场嗅觉和强研发能力，均成为了新趋势的引领者。

图 8：白色 EVA 在单面组件的封装应用



资料来源：嘉裕检测网，天风证券研究所

图 9：POE 胶膜在双面组件中的应用

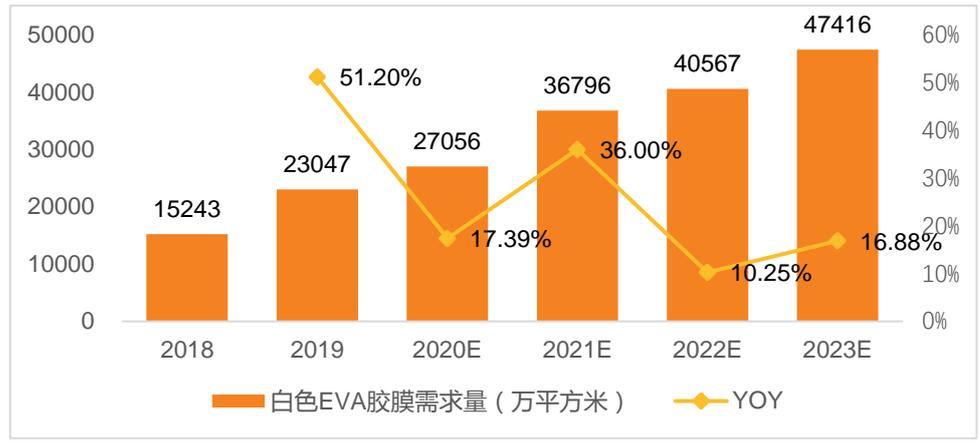


资料来源：世纪新能源网，天风证券研究所

海优新材为行业内第一家实现白色 EVA 胶膜量产的公司

白色 EVA 胶膜凭借高反射率，可提升组件发电效率（功率增益 1-3W），已实现对单玻组件中下层胶膜的替代，市场随终端需求提升持续增长。预计 2020 年白色 EVA 胶膜下游市场约 2.7 亿平方米，预计 21-23 年将以 21% 的 CAGR 逐年增长。

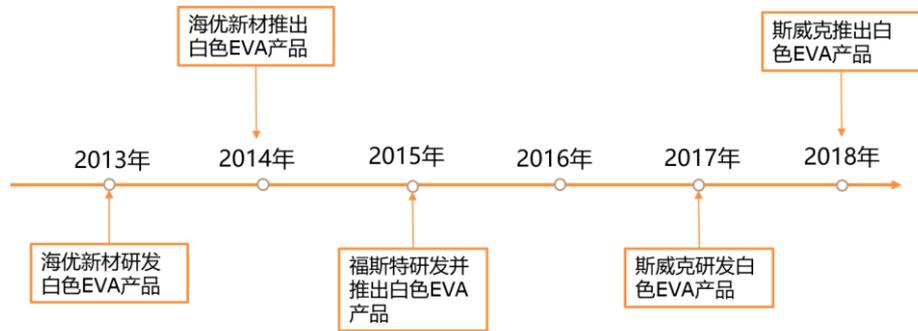
图 10：白色 EVA 胶膜需求逐年增长



资料来源: CPIA, 天风证券研究所

海优新材于 2014 年率先研发出使用电子束预交联技术生产白色 EVA 胶膜的技术, 有效解决白膜在层压过程中存在白色填料上溢、收缩、碎片等问题, 在行业内首次实现了白色 EVA 胶膜的量产。

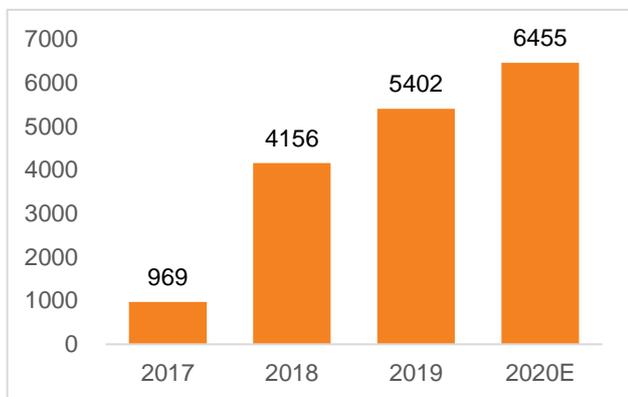
图 11: 海优新材率先开发出白色 EVA 胶膜产品



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

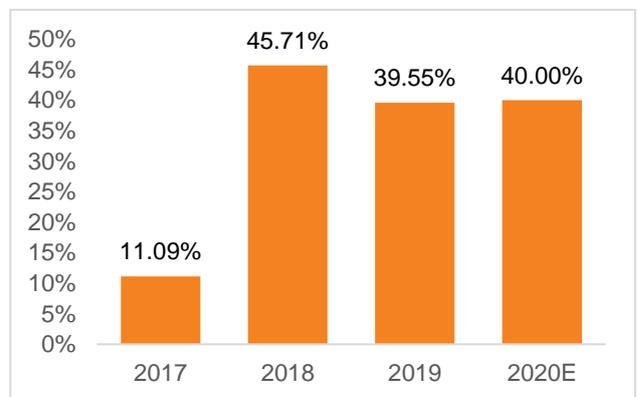
作为新产品的开创者, 公司白色 EVA 胶膜得到下游客户认可, 销量实现快速增长, 自 2017 年的 969 万平方米提升至 2020 年的 6455 万平方米(测算值), CAGR 达 88%。随销量增长, 2018 年起公司白色 EVA 胶膜出货量占整体比例稳定在 40%左右。

图 12: 海优新材白色 EVA 胶膜销量逐年增长



资料来源: 公司公告、天风证券研究所测算

图 13: 2018 年起海优新材白色 EVA 占比维持高位



资料来源: 公司公告、天风证券研究所测算

海优新材为行业内 EPE 胶膜的开创者

POE 胶膜为福斯特在 2017 年首次推出, 主要目的为解决双面组件的 PID 问题。单晶 PERC

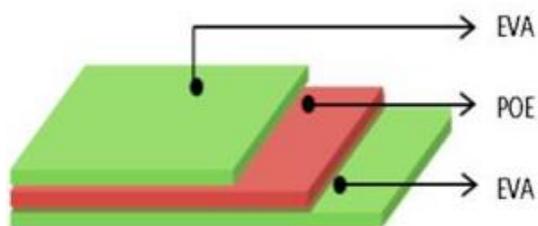
双面电池对 PID 更为敏感，POE 胶膜有更好的抗 PID 性能，在替代双面组件中下层 EVA 胶膜进行封装后，可有效提升双面组件的寿命。但同时 POE 胶膜也存在诸多问题，例如：

- 由于 POE 胶膜与 EVA 胶膜极性存在差异，若下层使用 POE 胶膜，则上层同样需要使用 POE 胶膜。POE 胶膜价格高于 11 元/平米，较透明 EVA 胶膜价格 7 元/平方米约高 50%。上下两层均使用 POE 胶膜封装会造成组件端胶膜成本的提升。
- POE 胶膜表面较滑，使电池片在组件封装过程中容易移位，同时使用 POE 胶膜需要更长的层压时间，使下游组件封装难度提升、效率降低。

为解决 POE 胶膜的上述问题，公司凭借强研发能力和敏锐的行业嗅觉，于 2017 年率先研发出多层共挤 POE（EPE）胶膜，并于 2018 年实现量产。EPE 胶膜由 POE 和 EVA 树脂通过共挤工艺产出，在具备 POE 胶膜的高抗 PID 性能的同时，另有如下优势：

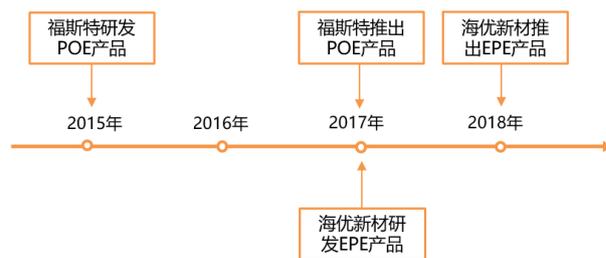
- “EPE+EVA”封装方案可节省下游组件端成本。EPE 与电池片接触的一面为 EVA 层，因此在进行双面组件的下层封装时，组件上层封装可使用透明 EVA 胶膜。在 EPE 与 POE 胶膜价格相同时，“EPE+EVA”封装方案的组件端胶膜成本约 18 元/平方米，较“POE+POE”封装方案的 22 元/平方米成本低约 18%。
- EPE 与电池片接触一面为 EVA 层，不易打滑，层压时间短，可有效提升下游组件端封装良品率和生产效率。

图 14：EPE 产品结构示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

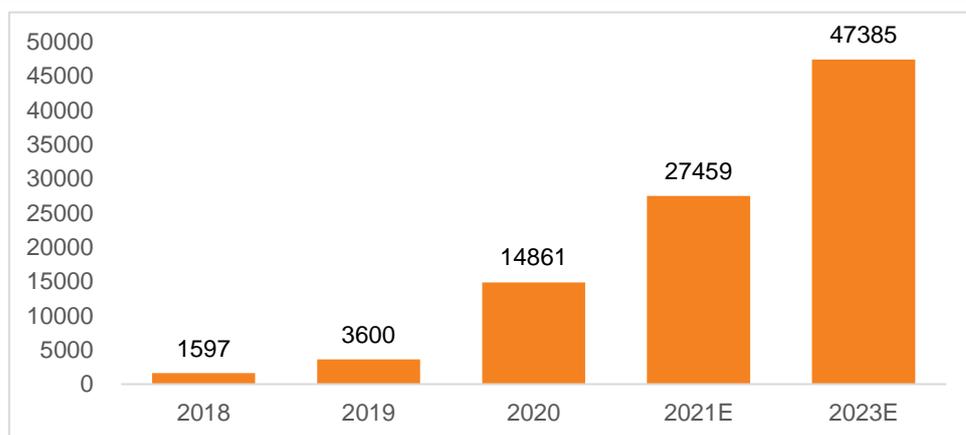
图 15：海优新材率先推出 EPE 产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

低成本+高产品性能，EPE 在终端市场的渗透率迅速提升。根据 CPIA 统计，2018 年 EPE 胶膜渗透率仅 1.1%，至 2020 年已提升至 9.3%，预计至 2023 年该数据将提升至 17.6%。2017 年 EPE 胶膜需求仅约 1600 万平方米，至 2020 年已提升至 1.49 亿平方米，CAGR 达 205%。预计后续随双面组件渗透率提升+EPE 对 POE 替代，EPE 胶膜需求还将持续增长。

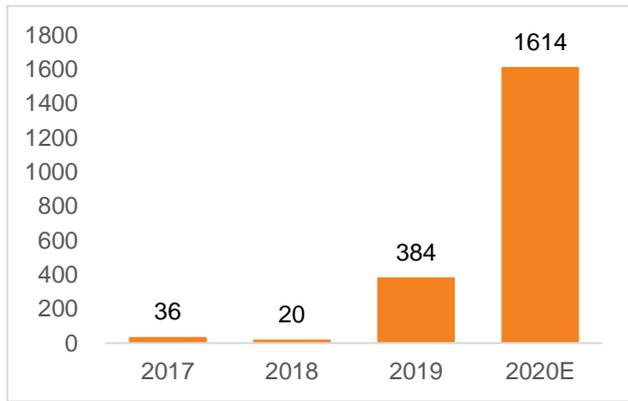
图 16：EPE 胶膜需求快速增长（万平方米）



资料来源：CPIA，天风证券研究所

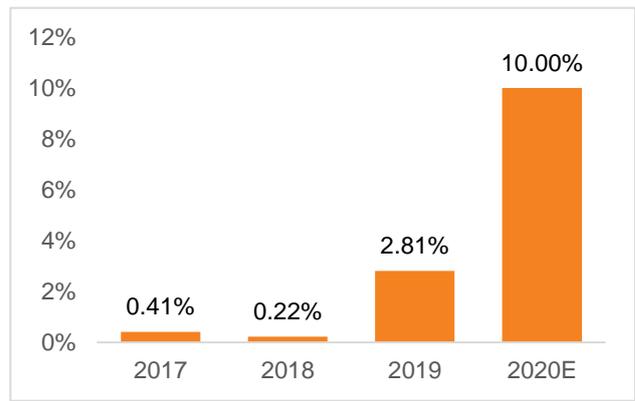
公司 2017 年 EPE 胶膜销量仅 36 万平方米,至 2020 年预计已达 1614 万平方米,CAGR 254%。同时公司 EPE 胶膜的出货量占比逐年增长,自 2017 年的 0.4% 上升至 2020 年的 10% 左右。

图 17: 公司 EPE 销量逐年提升 (万平方米)



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 18: 公司 EPE 胶膜出货量占比逐年提升

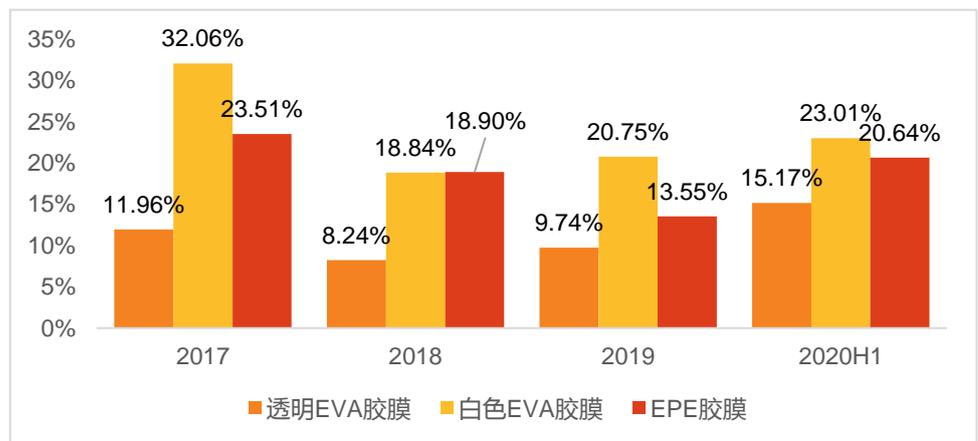


资料来源:公司公告,天风证券研究所

白色 EVA 和 EPE 胶膜产品附加值高,毛利率较透明 EVA 高 5-8%

相较于透明 EVA 胶膜,白色 EVA 和 EPE 胶膜产品具备更高性能,盈利能力较透明 EVA 胶膜更高。从 20H1 的数据来看,海优新材白色 EVA 和 EPE 胶膜的毛利率分别约 23% 和 21%,较透明 EVA 15% 的毛利率高 5-8%。公司作为行业内率先布局白色 EVA 和 EPE 胶膜的公司,通过提升白色 EVA 和 EPE 胶膜的销售占比,可享受结构性高盈利。

图 19: 海优新材分产品毛利率水平



资料来源:公司公告,天风证券研究所

从历史上来看,在胶膜行业两次产品迭代中,公司均凭借强研发能力和敏锐的行业嗅觉抓住机遇,引领行业趋势并率先切入新兴赛道,通过产品升级获取结构性高盈利。我们认为后续公司有望继续引领行业趋势,通过产品创新迭代和结构改善,提升盈利水平。

2.3. 上市后公司具备融资渠道优势,未来出货满产保障性高

如我们在 2021 年 2 月 21 日报告《胶膜行业商业模式讨论:轻固定资产,重营运资金》中分析的,轻固定资产、重流动资金的商业模式导致胶膜行业扩产固定投资金额较低,但所需营运资金水平高。1 亿平方米胶膜投资额仅约 1.5-2 亿元;以胶膜价格 8 元/平方米,现金周期 180 天计算,对应营运资金需求达 4 亿元。营运资金是制约胶膜行业扩产的重要因素。

2021 年海优新材扩产规模较大,新增营运资金需求高。根据公司规划产能,预计 21 年公司有效产能约 3.5 亿平方米,较 20 年的 1.6 亿平方米高 133%。根据 20Q3 数据,假设公司应收票据、应收账款、存货、应付账款周转天数分别约 78、80、30、45 天,21 年胶膜均价约 11.5 元/平方米,则 21 年海优新材新增营运资金需求约 18 亿元。

公司本次 IPO 上市募集资金部分可用于营运资金补充,后期还可通过再融资补充营运资金,支持公司持续扩产。上市后,公司将较行业内未上市其他公司具备融资渠道优势,高速扩产背景下出货满产保障性更高。

表 5: 海优新材新增营运资金需求测算 (亿元)

	2019	2020E	2021E
收入	10.63	15	40.5
应收票据	2.68	3.82	13.73
应收账款	2.75	3.92	14.08
成本	9.04	11.48	33.1
存货	0.88	1.03	4.48
应付账款	1.4	1.47	6.81
营运资金需求	4.91	7.3	25.49
基期营运资金	-	4.91	7.3
营运资金需求增量	-	2.39	18.19
截止 20Q3 公司自有资金			0.83
21 年营运资金缺口			17.36

资料来源:公司公告,天风证券研究所测算

3. 盈利预测

短期盈利预测

- 量: 根据公司新增产能规划, 测算 2021 年公司胶膜有效产能 3.5 亿平方米, 其中透明 EVA、白色 EVA、POE 胶膜分别占比 50%、35%、15%;
- 价: 原材料价格高位背景下, 预计全年透明 EVA、白色 EVA、POE 胶膜平均价格分别为 12.1、12.2、13.3 元/平方米。
- 盈利: 中性预期下, 公司透明 EVA、白色 EVA、POE 胶膜毛利率分别为 16.5%、18.6%、15%, 胶膜单平净利约 1.15 元。

根据上述假设, 中性预期下, 预计 2021 年公司营业收入 45.4 亿元, 净利润 4.1 亿元。

如何给公司估值?

短期看, 胶膜原材料价格上行而产品价格下行, 行业利润受到压缩; 往 22 年看, 随光伏级 EVA 树脂新增产能投产, 原材料不再成为限制行业供给的因素, 胶膜价格可能进一步下行。

但我们认为胶膜是先发优势明显的行业, 即使价格下行, 利润和估值也是有底的 (由于福斯特凭借 Know-how 优势和高市占率具有定价权, 可锚定 20% 毛利率测算胶膜各公司盈利下限), 且规模效应下, 盈利能力底部在持续抬升。

盈利的底: 锚定福斯特 20% 毛利率+公司规模效应摊薄费用率约 0.5% 进行测算, 则:

- (a) 当下原料价格 2 万元/吨时, 对应公司单平净利约 1.2 元;
- (b) 假设原料价格 1.3 万元/吨时, 公司单平净利约 0.8 元;

表 6: 海优新材盈利对原材料价格敏感性测算 (元/平方米)

EVA 粒子 均价 (万 元/吨)	福斯特 毛利率	透明 EVA			白色 EVA			POE			海优新材单 平净利
		价格	成本	单平 净利	价格	成本	单平净利	价格	POE 成本	单平 净利	
1.1	20%	6.42	5.34	0.66	6.29	5.19	0.69	9.92	8.51	0.76	0.69
1.2	20%	7.00	5.83	0.72	6.86	5.67	0.75	9.92	8.51	0.76	0.74

1.3	20%	7.59	6.31	0.78	7.43	6.14	0.81	9.92	8.51	0.76	0.79
1.4	20%	8.17	6.80	0.84	8.00	6.61	0.87	9.92	8.51	0.76	0.83
1.5	20%	8.75	7.28	0.90	8.58	7.08	0.94	9.92	8.51	0.76	0.88
1.6	20%	9.34	7.77	0.96	9.15	7.55	1.00	10.58	9.08	0.81	0.94
1.7	20%	9.92	8.26	1.02	9.72	8.03	1.06	11.24	9.65	0.86	1.00
1.8	20%	10.50	8.74	1.08	10.29	8.50	1.12	11.90	10.22	0.91	1.06
1.9	20%	11.09	9.23	1.14	10.86	8.97	1.19	12.56	10.78	0.97	1.12
2	20%	11.67	9.71	1.20	11.43	9.44	1.25	13.23	11.35	1.02	1.18
2.1	20%	12.25	10.20	1.26	12.01	9.92	1.31	13.89	11.92	1.07	1.24
2.2	20%	12.84	10.68	1.32	12.58	10.39	1.37	14.55	12.49	1.12	1.29

资料来源：天风证券研究所测算

从测算结果看，随 22 年原材料新增供给释放导致原料价格下行，胶膜价格及公司盈利能力确实可能下行。同时由于 1.3 万元/吨为原料供应充足时的正常价格，因此预计 0.8 元的单平净利为公司盈利的底。

如何看公司估值？

我们认为，即使在公司业绩增速可能趋缓的时间点，仍可以给到公司较高估值。原因除胶膜盈利向下空间有限外，还包括（1）公司存在市占率提升逻辑，胶膜放量高于行业平均增速；（2）胶膜环节未来竞争格局稳定，公司可实现业绩的持续增长，属于“能看到终局的公司”。

- **市占率提升逻辑：**如上述分析，我们看好随上市后大幅扩产，公司市占率自 10% 提升至 20% 以上。根据规划，至 21 年底公司产能将扩张至 6 亿平方米，若 22 年满产，对应市占率约 25%，（需求按 210GW 装机量+1.2 倍容配比+单位 GW 组件所需胶膜 968 万平方米测算，共约 24 亿平方米）。公司 21 年胶膜出货量将较 20 年提升 110%，相比行业 20% 左右增速存在强阿尔法。
- **胶膜环节未来竞争格局稳定：**相较于技术变革大的硅片、电池片等环节，胶膜环节的技术迭代水平低，新产品多为原有产品的性能改良，几无颠覆性变革；行业内头部企业可凭借对产品更深入的理解、规模优势和精细化管理，不断巩固先发优势，因此我们预计胶膜行业未来将维持稳定的竞争格局。在终端需求往上走的背景下，长期来看，海优新材可以实现业绩的持续增长。

基于上述分析，我们给予公司 21 年 30 倍 PE，对应目标市值 120 亿元。当下公司市值对应 21 年动态 PE 仅 23 倍左右，安全边际高。给予公司“买入”评级。

4. 风险提示

下游装机量增长不及预期风险。公司所在光伏胶膜行业需求由下游装机量决定，若光伏装机量增长不及预期，行业下游需求将出现下滑，对公司业绩形成影响。

公司新增产能投产不及预期风险。公司现有 12 亿平方米新增胶膜产能规划，若未来新增产能投产不及预期，预计会对公司产品产销量及业绩产生影响。

感光干膜研发进程不及预期风险。公司感光干膜业务需持续研发以满足客户要求，若研发进程不及预期，可能对公司业绩造成影响。

测算具有一定主观性，仅供参考。本报告测算部分为通过既有假设进行推算，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6.03	82.55	120.17	363.56	400.09
应收票据及应收账款	515.01	530.16	1,301.83	3,903.83	1,824.93
预付账款	5.13	55.56	21.83	136.25	64.00
存货	90.24	88.43	154.48	660.05	207.68
其他	17.31	53.16	30.23	71.48	52.65
流动资产合计	633.71	809.87	1,628.55	5,135.17	2,549.34
长期股权投资	16.21	11.92	11.92	11.92	11.92
固定资产	79.07	158.07	179.01	219.08	257.63
在建工程	51.95	5.51	39.31	71.58	72.95
无形资产	24.05	23.34	22.64	21.94	21.25
其他	15.57	34.51	23.42	22.96	25.43
非流动资产合计	186.85	233.34	276.30	347.48	389.18
资产总计	820.56	1,044.07	1,905.13	5,483.04	2,939.03
短期借款	112.32	99.30	746.43	3,175.29	729.41
应付票据及应付账款	93.87	156.21	193.59	909.29	280.37
其他	146.99	211.41	163.14	187.20	188.07
流动负债合计	353.19	466.92	1,103.16	4,271.78	1,197.85
长期借款	15.00	17.00	17.00	17.00	17.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.49	17.30	8.77	9.52	11.86
非流动负债合计	17.49	34.30	25.77	26.52	28.86
负债合计	370.68	501.21	1,128.93	4,298.30	1,226.71
少数股东权益	0.00	0.00	(1.49)	(3.00)	(4.91)
股本	61.11	63.01	84.02	84.02	84.02
资本公积	265.88	297.79	297.79	297.79	297.79
留存收益	388.77	479.85	693.68	1,103.72	1,633.21
其他	(265.88)	(297.79)	(297.79)	(297.79)	(297.79)
股东权益合计	449.88	542.86	776.21	1,184.74	1,712.32
负债和股东权益总计	820.56	1,044.07	1,905.13	5,483.04	2,939.03

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	27.51	66.88	213.83	410.04	529.49
折旧摊销	10.88	16.35	5.96	8.35	10.78
财务费用	3.39	6.04	7.51	22.72	25.01
投资损失	(7.44)	(4.44)	(3.00)	(4.00)	(3.00)
营运资金变动	(124.05)	(59.58)	(787.58)	(2,520.69)	1,992.54
其它	(27.50)	(35.54)	(1.57)	(1.53)	(1.96)
经营活动现金流	(117.21)	(10.29)	(564.85)	(2,085.12)	2,552.86
资本支出	67.90	27.41	68.53	79.25	47.66
长期投资	3.92	(4.29)	0.00	0.00	0.00
其他	(73.73)	(43.34)	(124.96)	(155.35)	(94.78)
投资活动现金流	(1.91)	(20.22)	(56.43)	(76.10)	(47.13)
债权融资	132.75	130.04	775.35	3,202.65	758.42
股权融资	(10.07)	21.46	13.50	(22.72)	(25.01)
其他	(8.37)	(48.35)	(129.96)	(775.33)	(3,202.61)
筹资活动现金流	114.31	103.15	658.89	2,404.60	(2,469.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(4.82)	72.64	37.61	243.39	36.53

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	715.43	1,063.22	1,502.08	4,544.47	5,001.12
营业成本	615.99	904.61	1,148.57	3,767.15	4,084.64
营业税金及附加	1.22	1.41	6.01	18.18	20.00
营业费用	20.88	20.39	30.04	68.17	75.02
管理费用	18.20	18.72	30.04	90.89	75.02
研发费用	25.34	38.67	45.06	136.33	150.03
财务费用	10.07	12.35	7.51	22.72	25.01
资产减值损失	9.57	(0.44)	3.00	4.00	3.00
公允价值变动收益	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.44	2.02	3.00	4.00	3.00
其他	(21.69)	(4.47)	(6.00)	(8.00)	(6.00)
营业利润	27.70	69.96	234.85	441.03	571.41
营业外收入	0.29	2.72	2.00	5.00	5.00
营业外支出	0.11	0.27	1.00	2.00	3.00
利润总额	27.89	72.42	235.85	444.03	573.41
所得税	0.38	5.54	23.58	35.52	45.87
净利润	27.51	66.88	212.26	408.51	527.53
少数股东损益	(0.11)	0.00	(1.57)	(1.53)	(1.96)
归属于母公司净利润	27.62	66.88	213.83	410.04	529.49
每股收益(元)	0.33	0.80	2.54	4.88	6.30

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	11.13%	48.61%	41.28%	202.55%	10.05%
营业利润	-29.84%	152.55%	235.66%	87.79%	29.56%
归属于母公司净利润	-21.83%	142.18%	219.72%	91.76%	29.13%
获利能力					
毛利率	13.90%	14.92%	23.53%	17.10%	18.33%
净利率	3.86%	6.29%	14.24%	9.02%	10.59%
ROE	6.14%	12.32%	27.50%	34.52%	30.83%
ROIC	7.70%	13.55%	39.30%	30.31%	13.72%
偿债能力					
资产负债率	45.17%	48.01%	59.26%	78.39%	41.74%
净负债率	28.17%	8.75%	84.41%	239.64%	20.93%
流动比率	1.79	1.74	1.48	1.20	2.13
速动比率	1.54	1.55	1.34	1.05	1.96
营运能力					
应收账款周转率	1.43	2.03	1.64	1.75	1.75
存货周转率	9.69	11.90	12.37	11.16	11.53
总资产周转率	0.93	1.14	1.02	1.23	1.19
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.80	2.54	4.88	6.30
每股经营现金流	-1.40	-0.12	-6.72	-24.82	30.38
每股净资产	5.35	6.46	9.26	14.14	20.44
估值比率					
市盈率	351.31	145.06	45.37	23.66	18.32
市净率	21.57	17.87	12.48	8.17	5.65
EV/EBITDA	0.00	0.00	41.61	26.51	16.52
EV/EBIT	0.00	0.00	42.63	26.99	16.82

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com