

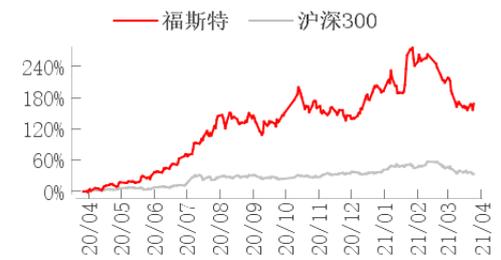
## 胶膜稳定成长，新材料两翼齐飞



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月25日)	78.38元
目标价格	90.27元
52周最高价/最低价	110.58/28.14元
总股本/流通A股(万股)	76,955/76,955
A股市值(百万元)	60,318
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2021年03月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.78	-13.06	-11.36	168.33
相对表现	8.54	-9.33	-17.09	148.86
沪深300	-3.76	-3.73	5.73	19.47



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 郑华航  
021-63325888\*6110  
zhenghuahang@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520100001

**联系人** 郑浩  
021-63325888\*6078  
zhenghao@orientsec.com.cn

**相关报告**

三季度量利齐升，龙头掌控力尽显	2020-10-25
中报符合预期，新材料快速推进	2020-08-07
大股东资金需求减持股权，看好光伏胶膜和新材料双箭齐发	2020-07-21

3月25日，公司发布2020年报。2020年实现营业收入83.93亿（同比增加31.59%），实现归母净利润15.65亿元（+63.52%），扣非后为15.21亿元（+87.72%），超过业绩预增指引。

### 核心观点

- **光伏胶膜2020年利润逐季释放，2021年稳健成长。**2020年，公司年初受疫情影响短暂遭遇低谷后，下半年实现量利齐升；毛利率从Q2的21%提升至Q4的35%；单季销量从Q1的1.7亿平提升至Q4的2.7亿平，实现全年市占率在50%以上。公司Q4毛利率高达35.44%（同比+13.42pct，环比+5.73pct）。展望2021年，量上，预计公司今年底在15亿平左右（+42%），全年销量增速在35%以上；价上，在上游EVA树脂紧缺下，下游价格下降空间不大，盈利能力或受到开工率下降和终端压力回归常值。
- **立足电子材料和功能膜材料，膜平台龙头初具雏形。**电子材料方面，公司2020年实现感光干膜销量4362万平米（+206.45%），顺利导入深南、景旺等国内大型PCB企业；同时，公司安吉年产2万吨丙烯酸树脂也顺利试产，为产品升级和供应链稳定提供助力。功能膜材料方面，公司铝塑膜已形成小规模销售，水处理膜亦完成产线建设和送样测试，膜平台型龙头战略持续推进。
- **资金储备充足，应收账款有所增加。**截止年底，公司资产负债率为22%，显著低于行业其余龙头；公司应收票据及账款为26亿，环比增加36%，主要是销售规模扩大；公司货币资金+相关理财接近40亿，是利润的2-3倍，储备资金充足；公司经营活动现金流净额为2.72亿，低于净利润，主要是上下游收付款错配导致，且是行业共性；考虑到公司严格的计提政策和主要合作客户的资信，对公司影响可控。

### 财务预测与投资建议

- 我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为19.16/22.20/28.31亿元（原预测为16.06/19.02，主要调整产品价格和出货量），按照FCFF估值（WACC=9.7%，永续增长率=3%），公司权益价值约为695亿元，对应目标价为90.27元，维持买入评级。

**风险提示：**光伏装机不及预期；原材料价格大幅上涨。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,378	8,393	13,215	16,749	21,961
同比增长(%)	32.6%	31.6%	57.5%	26.7%	31.1%
营业利润(百万元)	1,094	1,790	2,186	2,532	3,227
同比增长(%)	27.5%	63.5%	22.1%	15.8%	27.5%
归属母公司净利润(百万元)	957	1,565	1,916	2,220	2,831
同比增长(%)	27.4%	63.5%	22.5%	15.9%	27.5%
每股收益(元)	1.24	2.03	2.49	2.89	3.68
毛利率(%)	20.4%	28.4%	23.6%	22.6%	22.2%
净利率(%)	15.0%	18.6%	14.5%	13.3%	12.9%
净资产收益率(%)	15.8%	20.1%	20.0%	20.3%	22.0%
市盈率	63.0	38.5	31.5	27.2	21.3
市净率	9.2	6.7	6.0	5.1	4.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**图 1：DCF 假设表**

所得税率	25%	权益比例	97.8%
<b>永续增长率</b>	<b>3%</b>	<b>债务利率</b>	<b>3.25%</b>
无风险利率	3.25%	股权投资成本	9.89%
<b>β</b>	<b>0.93</b>	<b>WACC</b>	<b>9.72%</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 2：公司价值敏感性分析**

		永续增长率				
权益价值		2%	2.5%	3%	3.5%	4%
WACC	8.72%	826	843	<b>863</b>	886	915
	9.22%	744	757	<b>771</b>	789	809
	9.72%	<b>674</b>	<b>684</b>	<b>695</b>	<b>708</b>	<b>723</b>
	10.22%	614	621	<b>630</b>	639	650
	10.72%	561	567	<b>574</b>	581	589

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,881	1,677	1,322	1,675	2,196	营业收入	6,378	8,393	13,215	16,749	21,961
应收票据及应收账款	3,047	4,177	9,251	11,724	15,373	营业成本	5,079	6,013	10,094	12,956	17,080
预付账款	60	129	106	134	176	营业税金及附加	22	35	53	67	88
存货	909	974	2,019	2,591	3,416	营业费用	113	121	192	243	318
其他	847	2,361	2,421	2,439	2,465	管理费用及研发费用	300	453	674	837	1,076
<b>流动资产合计</b>	<b>6,745</b>	<b>9,318</b>	<b>15,118</b>	<b>18,563</b>	<b>23,626</b>	财务费用	(0)	(19)	62	159	217
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(107)	59	0	0	0
固定资产	1,083	1,634	2,078	2,278	2,399	公允价值变动收益	(0)	(2)	1	1	1
在建工程	207	166	146	139	135	投资净收益	27	40	25	25	25
无形资产	217	272	294	312	328	其他	97	21	20	20	20
其他	53	155	155	155	155	<b>营业利润</b>	<b>1,094</b>	<b>1,790</b>	<b>2,186</b>	<b>2,532</b>	<b>3,227</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,560</b>	<b>2,227</b>	<b>2,674</b>	<b>2,885</b>	<b>3,019</b>	营业外收入	2	0	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>8,305</b>	<b>11,545</b>	<b>17,792</b>	<b>21,448</b>	<b>26,644</b>	营业外支出	4	8	4	4	4
短期借款	20	0	4,370	5,957	8,378	<b>利润总额</b>	<b>1,092</b>	<b>1,782</b>	<b>2,183</b>	<b>2,529</b>	<b>3,224</b>
应付票据及应付账款	702	731	1,432	1,838	2,423	所得税	137	217	266	309	393
其他	139	400	466	484	510	<b>净利润</b>	<b>955</b>	<b>1,565</b>	<b>1,916</b>	<b>2,220</b>	<b>2,831</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>862</b>	<b>1,131</b>	<b>6,268</b>	<b>8,278</b>	<b>11,310</b>	少数股东损益	(2)	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>957</b>	<b>1,565</b>	<b>1,916</b>	<b>2,220</b>	<b>2,831</b>
应付债券	890	1,355	1,355	1,355	1,355	每股收益(元)	1.24	2.03	2.49	2.89	3.68
其他	25	29	29	29	29						
<b>非流动负债合计</b>	<b>914</b>	<b>1,384</b>	<b>1,384</b>	<b>1,384</b>	<b>1,384</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,776</b>	<b>2,516</b>	<b>7,652</b>	<b>9,663</b>	<b>12,694</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	4	4	4	4	4	<b>成长能力</b>					
股本	523	770	770	770	770	营业收入	32.6%	31.6%	57.5%	26.7%	31.1%
资本公积	1,391	2,262	2,262	2,262	2,262	营业利润	27.5%	63.5%	22.1%	15.8%	27.5%
留存收益	4,336	5,610	7,104	8,749	10,914	归属于母公司净利润	27.4%	63.5%	22.5%	15.9%	27.5%
其他	275	383	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,529</b>	<b>9,029</b>	<b>10,139</b>	<b>11,785</b>	<b>13,950</b>	毛利率	20.4%	28.4%	23.6%	22.6%	22.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,305</b>	<b>11,545</b>	<b>17,792</b>	<b>21,448</b>	<b>26,644</b>	净利率	15.0%	18.6%	14.5%	13.3%	12.9%
						ROE	15.8%	20.1%	20.0%	20.3%	22.0%
						ROIC	14.7%	17.4%	15.0%	13.5%	14.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	21.4%	21.8%	43.0%	45.1%	47.6%
净利润	955	1,565	1,916	2,220	2,831	净负债率	0.0%	0.0%	43.4%	47.8%	54.0%
折旧摊销	108	124	153	189	216	流动比率	7.83	8.24	2.41	2.24	2.09
财务费用	(0)	(19)	62	159	217	速动比率	6.77	7.37	2.09	1.93	1.79
投资损失	(27)	(40)	(25)	(25)	(25)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	302	(2,659)	(5,389)	(2,668)	(3,930)	应收账款周转率	4.6	4.2	5.3	5.6	5.7
其它	(903)	1,301	(37)	(1)	(1)	存货周转率	6.0	6.4	6.7	5.6	5.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>435</b>	<b>272</b>	<b>(3,320)</b>	<b>(125)</b>	<b>(691)</b>	总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
资本支出	(245)	(684)	(600)	(400)	(350)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	14	0	0	0	0	每股收益	1.24	2.03	2.49	2.89	3.68
其他	212	(1,148)	(321)	26	26	每股经营现金流	0.83	0.35	-4.31	-0.16	-0.90
<b>投资活动现金流</b>	<b>(20)</b>	<b>(1,832)</b>	<b>(921)</b>	<b>(375)</b>	<b>(325)</b>	每股净资产	8.48	11.73	13.17	15.31	18.12
债权融资	889	465	(0)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	1,118	0	0	0	市盈率	63.0	38.5	31.5	27.2	21.3
其他	(25)	(201)	3,885	853	1,537	市净率	9.2	6.7	6.0	5.1	4.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>864</b>	<b>1,382</b>	<b>3,885</b>	<b>853</b>	<b>1,537</b>	EV/EBITDA	49.5	31.4	24.8	20.7	16.3
汇率变动影响	32	(22)	-0	-0	-0	EV/EBIT	54.4	33.6	26.5	22.1	17.3
<b>现金净增加额</b>	<b>1,311</b>	<b>(200)</b>	<b>(355)</b>	<b>353</b>	<b>521</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)