

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

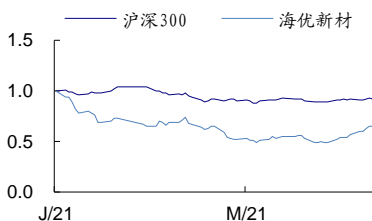
新能源

海优新材(688680)
买入

20 年年报&21 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 05 月 04 日

一年该股与沪深 300 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)	11,958/2,751
上证综指/深圳成指	3,447/14,439
12 个月最高/最低(元)	236.00/103.35

相关研究报告:

《海优新材-688680-2020 年业绩预告点评: 光伏胶膜新星, 业绩超预期增长》——2021-01-29

《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号: S0980520080003

联系人: 万里明

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

盈利符合预期, 技术创新致胜

● 20 年盈利符合预期, 毛利率持续保持高位

公司 20 年营收 14.81 亿元(+39.3%), 归母净利润 2.23 亿元(+234%), 盈利符合预期, 20 年毛利率为 24.2% (+9.3pct), 净利率为 15.1% (+8.8pct)。2021 年 Q1 公司归母净利润 0.75 亿元, 同比+305.9%, 环比-29.9%, Q1 毛利率为 19.60%, 环比-9.83pct, 净利率为 13.42%, 环比-5.23pct, 预计 Q1 实现出货量 4600-4700 万平。

● 短期盈利受上游价格影响较大, 上市后运营效率显著提升

20 年 Q4 胶膜业务量价齐升, 依靠 EVA 存货溢价 Q4 毛利率上涨至 29.4%, 净利率上涨至 18.7%, 胶膜单平净利润超过 2 元。2021 年 Q1 原材料 EVA 价格进一步上涨但下游需求减弱产品降价导致单平盈利环比下降。20 年 Q4EVA 树脂涨价以来胶膜产品售价也同步上涨, 估计 Q1 公司胶膜销售均价为 12 元/平, 单平毛利约为 2.3 元, 单平净利润约为 1.6 元, 剔除原材料涨价因素后单位成本持续降低, 运营效率持续提升。

● 光伏长期高增长确定性强, 公司产能释放市占率持续提高

随着产能释放公司市占率有望持续上升, 充分享受行业增长红利。根据中国光伏协会预测, 预计 2021 年全球新增光伏装机量有望达到 160GW, 2025 年最高可达 330GW, 对应光伏胶膜需求近 30 亿平, 按照每平 10 元测算, 2025 年全球光伏行业市场规模有望达到 300 亿元, 行业长期高增长确定性强。20 年公司有效产能 1.7 亿平, 当前扩建项目处于产能爬坡中, 预计达产后 22 年公司有效产能有望达到 6.1 亿平, 伴随下游龙头客户需求保障, 公司市占率有望进一步提升。

● 风险提示: 光伏需求波动; 行业竞争加剧; 投产进度不及预期。
● 投资建议: 看好公司成长性和产能释放, 维持“买入”评级

Q2 公司业绩可能受组件开工率暂时下降影响, 但长期看行业高增长和公司市占率提升确定性较强。我们维持原有盈利预测, 预计公司 21-22 年归母净利润 4.0/7.5 亿元, 同比+80%/87%, 新增 23 年盈利预测为 9.1 亿元(+22%), 当前股价对应 PE 为 30/16/13 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,481.09	3,046.00	5,535.86	6,577.14
(+/-%)	39.30%	105.66%	81.74%	18.81%
净利润(百万元)	223.23	401.72	750.03	911.61
(+/-%)	233.78%	79.96%	86.70%	21.54%
摊薄每股收益(元)	3.54	4.78	8.93	10.85
EBIT Margin	21.25%	14.81%	15.71%	16.01%
净资产收益率(ROE)	29.66%	37.40%	44.80%	37.93%
市盈率(PE)	40.17	29.77	15.94	13.12
EV/EBITDA	29.18	25.91	14.57	12.26
市净率(PB)	11.91	11.13	7.14	4.98

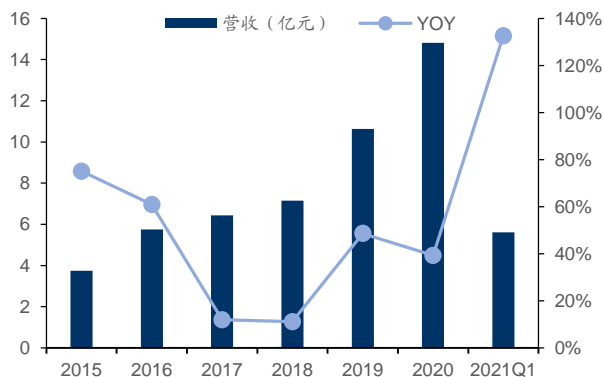
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 2020 年全年实现营收 14.81 亿元 (+39.3%)，归母净利润 2.23 亿元 (+234%)，其中 20 年 Q4 盈利 1.07 亿元 (+341%)，盈利符合预期，20 年全年公司毛利率为 24.2% (+9.3pct)，净利率为 15.1% (+8.8pct)。2021 年 Q1 公司营收 5.61 亿元，同比+132.6%，环比增长-2.3%，归母净利润 0.75 亿元，同比+305.9%，环比-29.9%，Q1 毛利率为 19.60%，同比+5.06pct，环比-9.83pct，净利率为 13.42%，同比+5.73pct，环比-5.23pct，预计 Q1 实现出货量 4600-4700 万平，业绩符合预期。

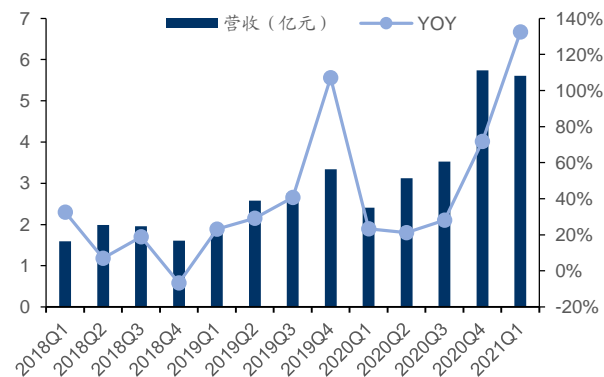
2020 年全年公司营收和盈利大幅上涨，一方面是公司产能快速扩张，另一方面下半年光伏行业持续高景气度，公司胶膜产品实现了量价齐升。2021 年虽然胶膜价格仍处于高位，但是上游 EVA 树脂价格持续上涨压缩盈利，另外 3 月开始硅料价格上涨影响组件厂盈利，胶膜行业对组件厂有一定的降价，公司毛利率和净利率环比下降，但盈利水平与 20 年全年相差不多，仍处于较高位置。2020 年全年公司拟向全体股东每 10 股派发现金 5.4 元 (含税)，合计分红 4537 万元，分红占归母净利润的 20.32%，基本符合预期。

图 1：公司营业收入及增速 (单位：亿元、%)



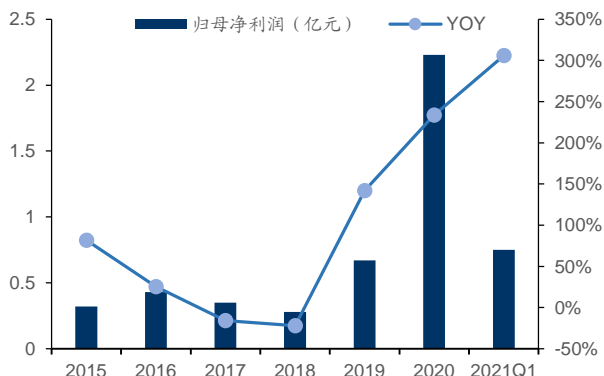
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速 (单位：亿元、%)



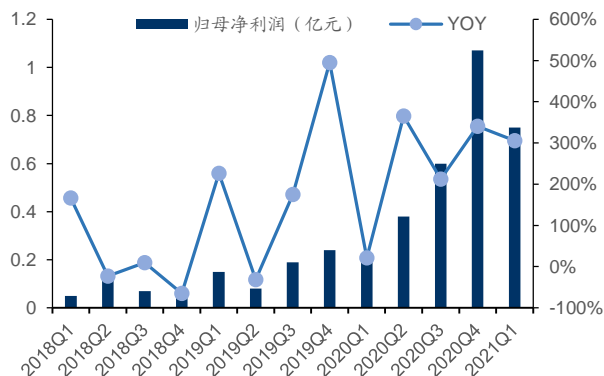
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速 (单位：亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及增速 (单位：亿元、%)

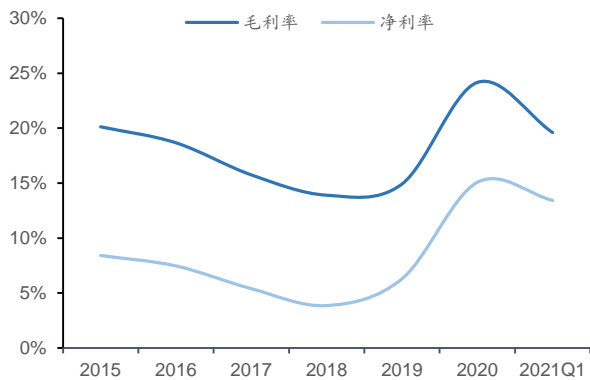


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

21 年 Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.4% (-0.5pct)、0.9% (-1.1pct)、3.9% (-0.5pct) 和 0.4% (-0.5pct)，期间费用率降幅明显，其中销售费用降低主要是运输费用放到营业成本中计算，管理费用同比+71.8%，研发费用同比+143.5%。Q1 公司经营性活动现金净流量同比减少 5.78 亿元至-5.83 亿元，一

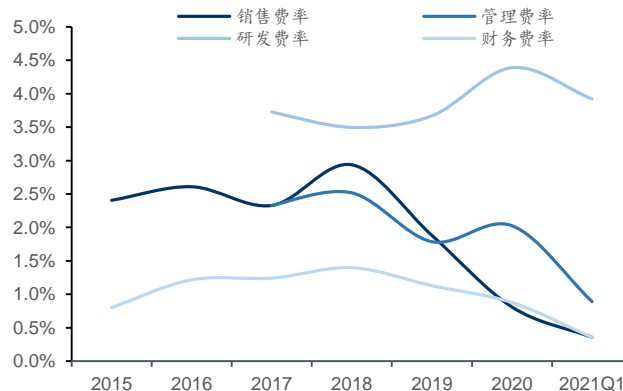
方面是募集资金到账后支付大量经营性现金，另一方面是报告期内票据贴现大幅减少，投资性活动现金净流量同比减少 0.14 亿元至-0.16 亿元，主要是本期扩产购买设备支付金额增加所致。公司短期偿债指标持续向好，流动比率、速动比率、现金比率均创历史新高。

图 5：公司毛利率、净利率和 ROE 变化



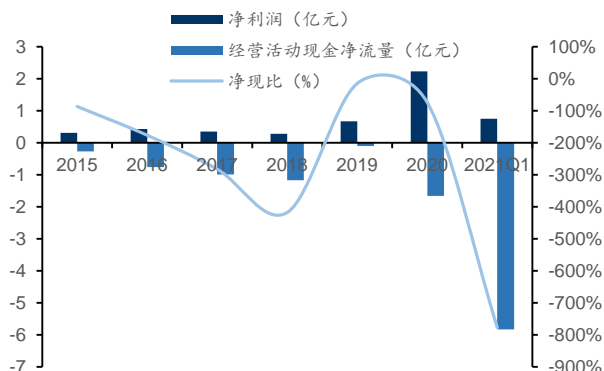
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司四费占比情况变化



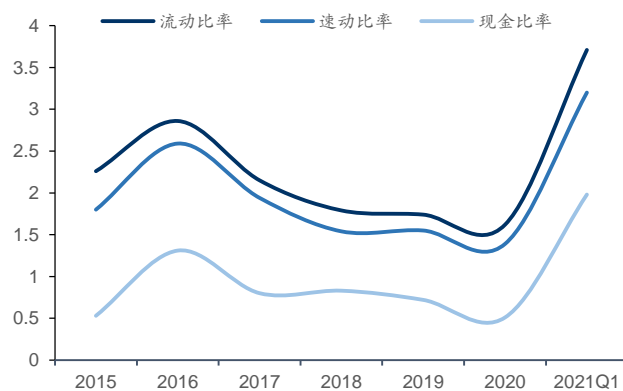
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司经营性现金流变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司短期偿债指标变化

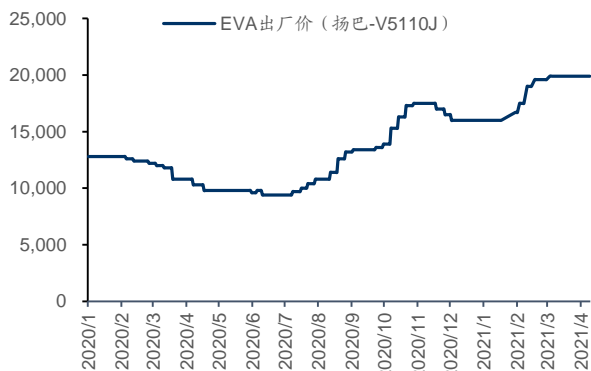


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2020 年下半年行业供需紧张，胶膜涨价显著提升盈利能力。公司毛利率已从 19Q4 的 15.6% 提升至 2020Q4 的 29.4%，净利率增至 20 年 Q4 的 18.7%。Q4 光伏胶膜价格大幅上涨，Q4 公司胶膜单平净利润超过 2 元。

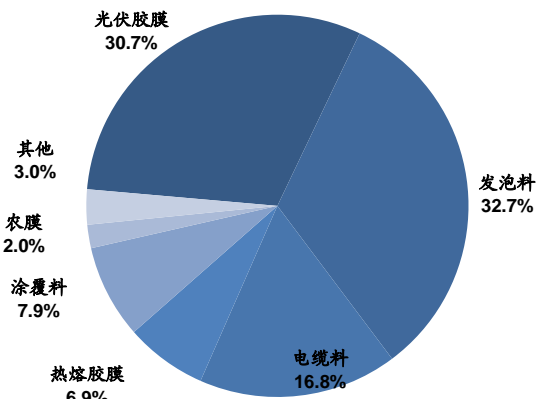
2021 年 Q1 原材料 EVA 树脂价格高企，压缩了公司盈利。自 EVA 树脂 20 年 Q4 涨价以来，公司胶膜价格也随之上涨，预计 Q1 公司胶膜销售均价 12 元/平，单平毛利约为 2.3 元，单平净利润约为 1.6 元，剔除原材料涨价因素后单位成本持续降低。21 年 Q1 胶膜原材料 EVA 树脂价格不断创下新高，季度均价达 1.72 万元/吨（同比+37.6%），预计随着后续 EVA 树脂价格下降，公司成本端压力有望缓解。

图 9: 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 10: 2019 年国内 EVA 树脂下游需求结构

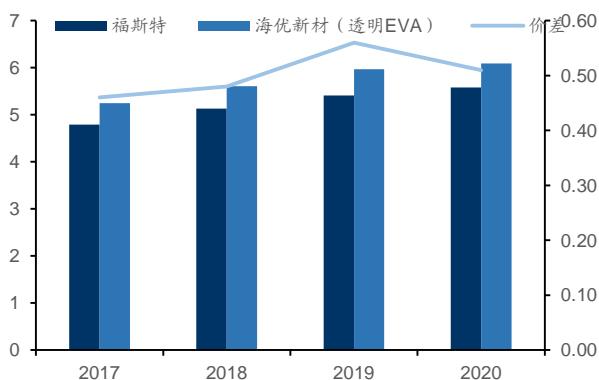


资料来源: 中国化工信息, 国信证券经济研究所整理与预测

对比公司和龙头福斯特胶膜成本差异, 主要体现在营运资金规模差异形成的采购与销售端的折扣差异。2017-2020 年公司透明 EVA 胶膜在行业售价差异不大的情况下, 毛利率显著低于福斯特, 差异主要在于福斯特单位采购单价和销售端用充足的资金用于采购预付和信用账期, 平均成本低于海优新材 0.5 元/平左右, 特别是 20Q4 和 21Q1 伴随 EVA 树脂价格持续高位, 福斯特的存货溢价优势更加显著。

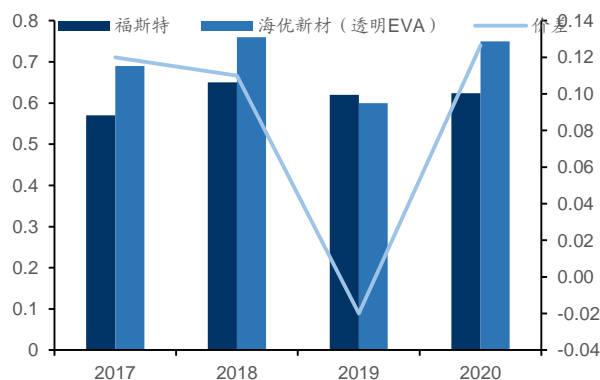
公司规模效应逐步提升, 上市后有望继续缩小与龙头的成本差距。原材料采购方面, 历史上由于公司营运资金不足, 备货周期较短, 对原材料议价能力弱, 成本受到原材料周期波动影响大; 制造和人工成本方面, 公司运营效率优化、规模效应提升, 单位成本逐年呈现下降趋势。公司上市后将显著弥补资金短板, 同时通过快速扩产加强规模优势, 预计将持续缩小与福斯特的成本差距。

图 11: 海优新材和福斯特单位直接材料成本差异 (元/平)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 12: 海优新材和福斯特单位非材料成本差异 (元/平)

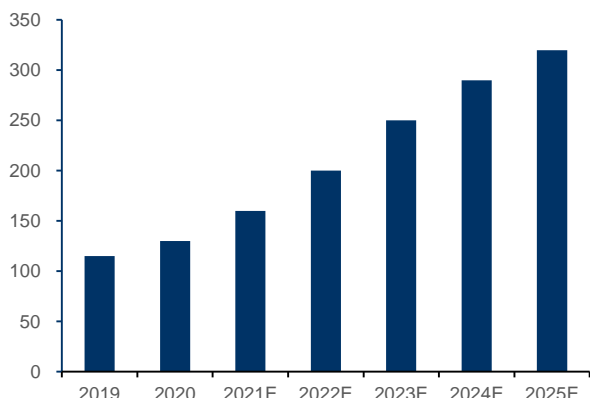


资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

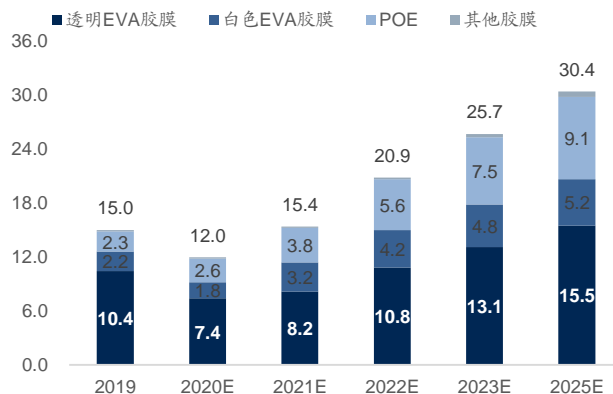
伴随公司产能释放市占率有望持续上升, 充分享受行业增长红利。根据中国光伏协会预测, 预计 2021 年全球新增光伏装机容量有望达到 160GW, 2022 年达到 180-200GW, 2025 年最高可达 330GW, 对应光伏胶膜需求近 30 亿平, 按照每平 10 元测算, 2025 年全球光伏行业市场规模有望达到 300 亿元。

预计 21 年产能集中释放, 公司市占率有望继续提升。公司 1.7 亿平技改项目和

3 亿平扩建项目处于产能爬坡中，预计达产后产能有望达到 6 亿平。3 亿平扩建项目中泰州海优威计划扩产 1 亿平，计划主要给隆基做配套，义乌海优威计划扩产 1 亿平，计划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。2021 年为上述项目产能密集释放期，我们认为随公司上市融资节奏推进，规模效应有望逐步提升，与行业龙头成本差距将进一步缩小，强化跟随战略。

图 13: 未来五年全球光伏年均新增装机预测 (GW)


资料来源: CIPA, 国信证券经济研究所预测与整理

图 14: 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

预计 21 年产能集中释放，公司市占率有望继续提升。公司 1.7 亿平技改项目和 3 亿平扩建项目处于产能爬坡中，预计达产后产能有望达到 6.1 亿平。3 亿平扩建项目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。2021 年为上述项目产能密集释放期，我们认为随公司上市融资节奏推进，规模优势有望逐步建立，公司与行业龙头差距将进一步缩小。

表 1: 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: 公司是全球领先的光伏胶膜企业，Q2 公司业绩可能受组件开工率暂时下降影响，但长期看行业高增长和公司市占率提升确定性较强。我们维持原有盈利预测，预计公司 21-22 年归母净利润 4.0/7.5 亿元，同比+80%/87%，新增 23 年盈利预测为 9.1 亿元 (+22%)，当前股价对应 PE 为 30/16/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示:

- (1) 全球光伏新增装机量不及预期的风险;
- (2) 市场快速扩张的同时行业竞争加剧的风险;
- (3) 公司扩产进度不及预期的风险。

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.04.30	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
601012	隆基股份	99.40	3,843	2.27	2.99	3.84	43.79	33.24	25.89	未评级
600438	通威股份	35.23	1,586	0.8	1.28	1.61	44.04	27.52	21.88	增持
300274	阳光电源	89.90	1,310	1.34	2.08	2.84	67.09	43.22	31.65	买入
603806	福斯特	91.46	704	2.03	2.13	2.82	45.05	42.94	32.43	增持
688680	海优新材	142.32	120	3.54	4.78	8.93	40.20	29.77	15.94	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	154	150	150	565	营业收入	1481	3046	5536	6577
应收款项	773	1252	2275	2703	营业成本	1123	2374	4277	5076
存货净额	168	191	346	410	营业税金及附加	2	6	11	13
其他流动资产	100	152	277	329	销售费用	12	55	100	118
流动资产合计	1195	1745	3047	4007	管理费用	30	160	278	317
固定资产	205	445	461	462	财务费用	13	(19)	(12)	(19)
无形资产及其他	35	34	33	31	投资收益	13	0	0	0
投资性房地产	66	66	66	66	资产减值及公允价值变动	2	0	0	0
长期股权投资	26	26	26	26	其他收入	(63)	0	0	0
资产总计	1528	2317	3634	4592	营业利润	254	470	881	1071
短期借款及交易性金融负债	386	277	239	150	营业外净收支	(0)	2	1	1
应付款项	249	414	749	889	利润总额	254	473	882	1072
其他流动负债	104	507	916	1085	所得税费用	31	71	132	161
流动负债合计	740	1198	1904	2123	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	14	14	14	14	归属于母公司净利润	223	402	750	912
其他长期负债	21	31	41	51					
长期负债合计	35	45	55	65	现金流量表 (百万元)				
负债合计	775	1243	1959	2189	净利润	223	402	750	912
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	2	2	0	0
股东权益	753	1074	1674	2403	折旧摊销	19	58	86	101
负债和股东权益总计	1528	2317	3634	4592	公允价值变动损失	(2)	0	0	0
					财务费用	13	(19)	(12)	(19)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(340)	26	(548)	(226)
每股收益	3.54	4.78	8.93	10.85	其它	(2)	(2)	(0)	(0)
每股红利	0.29	0.96	1.79	2.17	经营活动现金流	(100)	486	287	786
每股净资产	11.95	12.78	19.93	28.61	资本开支	(63)	(300)	(100)	(100)
ROIC	31%	31%	46%	45%	其它投资现金流	1	0	0	0
ROE	30%	37%	45%	38%	投资活动现金流	(77)	(300)	(100)	(100)
毛利率	24%	22%	23%	23%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	15%	16%	16%	负债净变化	(3)	0	0	0
EBITDA Margin	23%	17%	17%	18%	支付股利、利息	(18)	(80)	(150)	(182)
收入增长	39%	106%	82%	19%	其它融资现金流	291	(109)	(37)	(89)
净利润增长率	234%	80%	87%	22%	融资活动现金流	248	(190)	(187)	(272)
资产负债率	51%	54%	54%	48%	现金净变动	71	(4)	0	415
息率	0.2%	0.9%	1.7%	2.0%	货币资金的期初余额	83	154	150	150
P/E	40.2	29.8	15.9	13.1	货币资金的期末余额	154	150	150	565
P/B	11.9	11.1	7.1	5.0	企业自由现金流	(108)	168	177	670
EV/EBITDA	29.2	25.9	14.6	12.3	权益自由现金流	180	75	149	596

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