



基材之上，万膜生长——全链布局的双星新材

证券研究报告——公司深度

2021年06月01日

证券分析师：姜明 S0980521010004

杨林 S0980520120002

刘子栋 S0980521020002

邮箱：jiangming2@guosen.com.cn yanglin6@guosen.com.cn liuzidong@guosen.com.cn

联系电话：13917321634

010-88005379



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

■ **综述：**本篇报告明确BOPET在传统行业（包装、建筑等）和新材料领域（光学、光伏、信息材料）的应用非常广泛；2020年中国产能虽然高达349万吨，产能利用率为79%，但当年依旧有12-14%的高端新材料BOPET需要从国外进口；因此A股对于传统BOPET公司给与周期估值，如双星新材；对新材料相关公司给予成长估值，如激智、长阳，但我们认为双星新材在18年完成技术突破、19年完成维保和技改之后，2020年其新材料板块已占收入比重近50.4%，贡献毛利比重为56.1%，而伴随21-22年30、20万吨的光学新材料产能的释放，预计2021年新材料板块毛利贡献大概率超过70%，同时从切片-基膜-成品膜的全产业链布局会让公司在未来竞争中拥有成本优势、研发提速、规模交付的三大优势，我们认为市场低估双星在新材料领域的基膜重要性、成长能力和盈利弹性，估值有望迎来修复。

■ **估值与投资建议：**我们认为双星的确定性来自于以下几点，首先伴随面板产业链的国产替代、光伏产业的放量，都会对公司即将交付的新产能形成有效支撑；其次，在新材料领域的拉动下，BOPET整体供需格局要好于2014-2019年的周期，因此传统板块的盈利也会强于过去几年；最后，公司已预告21上半年5.4-5.8亿的业绩，并将21-23年股权激励的利润条件设定为11.5、15.1和18.7亿元；综上，我们估算21-23年归母净利润分别为11.9亿元、16.5亿元、21.6亿元；归母净利润增速分别为65%、39%、31%，21年公司净利润中传统、新材料板块分别为2.74和9.16亿，给予传统板块8倍、新材料板块25倍的分部估值法（5月28日收盘价：激智、长阳PE-TTM估值为52、38倍、对应万德2021年一致预期净利润估值分别为30、26倍），目标市值250~260亿元，目标股价21.6~22.5元；若2021年公司新材料膜类产品放量及市占率超预期，则新材料板块或将享有更高溢价，股价空间有望再度提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **核心假设与逻辑：**21-23年公司加权平均产能分别为71、101和106万吨，伴随公司光学级产能将于2021-2022年逐步交付，新材料板块收入占比将逐年提升，收入占比分别为73%、81%和83%；毛利占比分别为77%、87%和90%；

■ 同市场的差异之处

（1）**上下游一体化开发和基膜重要性：**公司具备切片-基膜-成品膜一体化的开发能力，优势体现为成本、研发和交付，而基膜量产是当前国内新材料膜公司最为匮乏的，它直接决定了成品膜的品质和良率；并可能导致双星在未来走向平台类的公司

（2）**不应孤立看待BOPET在传统和新材料领域的应用：**我们认为正是BOPET在新材料中的应用前景，才导致双星为代表的传统膜公司的升级转型，这也客观导致部分产能退出在传统领域的竞争，推动了2020年整个行业景气度的回升。

■ **股价变化的催化因素：**业绩超预期公告、光学和光伏板块出货量占据国内第一、新客户和新品的渗透率超预期

■ **核心假设或逻辑的主要风险：**基膜到应用端的工艺水准低于行业标准、宏观经济失速

双星新材：核心逻辑

1

低估值源于19年技改后新材料和传统板块同时上行中，投资人无法证伪周期和成长，20年公司新材料板块占毛利比重已达56%，即将交付的新产能都是新材料领域，存在预期差。

2

17-18年工艺突破，19年完成产能技改匹配新产品，目前国内外客户部分放量，部分在送样阶段，预计后期放量，公司秉承切片-基膜-成品膜的商业模式，新产能达产后弹性巨大。

3

基膜决定了高端成品膜的品质，双星在基膜技术突破后具备三个优势：1) 成本优势；2) 根据终端客户快速调整配方、工艺进行送样测试；3) 产能储备保障了头部客户交付量。

4

新材料板块-光学显示膜：主要产品为附加值较高的复合膜、增亮膜、扩散膜，量产客户包括三星、海信；送样客户包括华为、小米、京东方、TCL。

5

新材料板块-光学非显示膜：高端MLCC、窗膜的基膜、成品膜市场空间和国产替代潜力巨大，目前已向海外客户供货，2021年开始突破国内市场。

6

新材料板块-光伏：下游需求较为刚性，门槛在于产品稳定性，目前产品主要供应赛伍、中来等头部客户。

7

公司存量产能56万吨，我们估算其新材料领域产能为26.7万吨，1Q21-2Q22交付的50万吨产能全部应用于新材料，预计2022年公司新材料板块收入及毛利占比超过80%。

8

核心逻辑是以面板为代表的新产业转移至中国，国内在制造业升级中，用膜产业链上会逐步诞生一些优异的供应商，伴随双星的技术突破和产能放量，公司盈利和估值体系的双升。



● 反思：膜公司之间的估值差

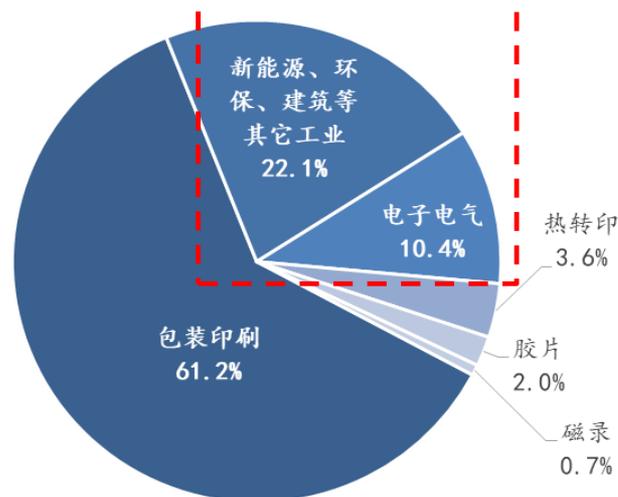
聚酯薄膜（BOPET）：传统的周期和新材料的成长

■ 2016-2020我国BOPET产销量和进出口数据

万吨	2016	2017	2018	2019	2020
产能	297.7	307.7	312.2	318.7	348.7
产量	206.7	216.2	229.1	242	275.5
进口量	25.1	27.8	33	32.8	33.1
出口量	30.2	37.6	41	44	43.4
表观消费量	201.6	206.4	221	230.8	265.3

资料来源：卓创咨询、国信证券经济研究所整理

■ 我国BOPET应用场景



■ 中国部分化工新材料进口依存度

产品	市场容量（亿元）	进口依存度
高端聚烯烃	1000	58%
其中：EVA	160	57%
工程塑料	1200	31%
其中：聚碳酸酯	400	63%
特种橡胶	750	48%
高性能纤维	120	38%
电子化学品	1500	55%
功能性膜材料	500	55%

资料来源：卓创咨询、国信证券经济研究所整理

■ BOPET行业：2020年中国BOPET整体产能近349万吨，产量276万吨，下游需求以包装印刷为主，占比61%；但伴随产业升级，电子电气、新能源、环保、家具装饰对新型BOPET功能膜的需求日益旺盛，这导致我国BOPET行业近年来不断的转型升级，即使如此，在2020年行业产能开工未滿的情况下，每年有近12-14%的高端产品仍需要进口，因此行业的逻辑既有传统产品的周期特点，也有新材料成长的属性；正因为如此，涉及新材料、进口替代、产业链快速放量属性的公司更具成长属性，并体现在上市公司过去几年的报表成长性以及估值体系中。

聚酯薄膜 (BOPET) : 受益于周期和成长, 板块大幅上涨

■ 2019.1-2021.5 薄膜公司股价 (元) & 2019年以来涨幅

■ 五家公司当前估值差巨大



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

公司	PE (TTM)	2020年 净利增长	1Q2021 净利增长	PB (LF)	ROE (2020年)
双星新材	18.0	315.3%	215.2%	1.9	8.7%
东材科技	44.9	140.8%	250.9%	4.1	7.0%
裕兴股份	15.8	65.5%	133.9%	1.8	9.3%
长阳科技	38.1	23.7%	22.7%	3.9	10.1%
激智科技	51.7	111.5%	81.1%	9.0	16.6%

注: 估值以2021年4月30日收盘价计算

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

板块股价: 周期+成长推动下的景气度复苏和盈利上行

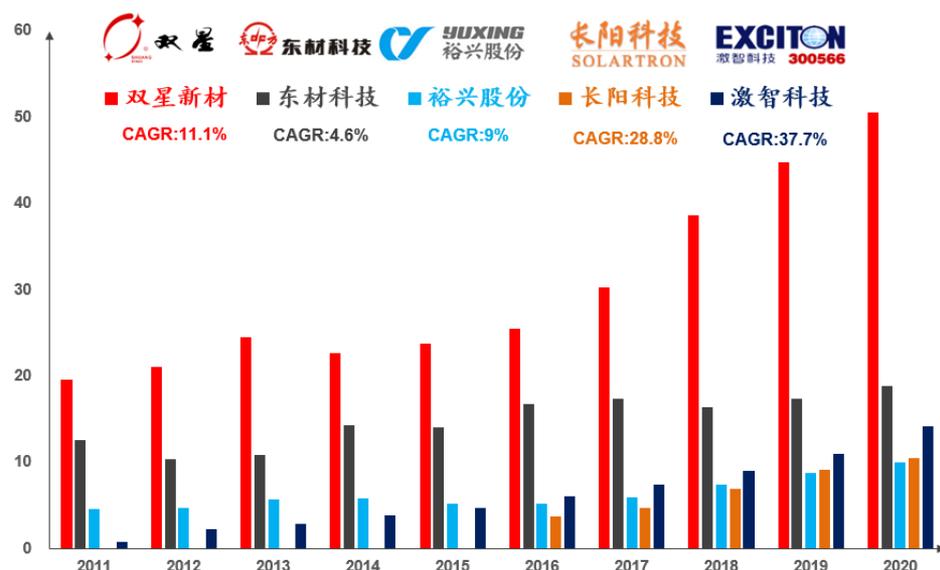
- 行业层面-供给端: BOPET经历13-18年的低迷, 产能扩张相对节制;
- 行业层面-需求端: 光伏、显示面板、新能源电池用膜拉动的增量需求; 疫情阶段制造业回流国内; 行业巨头暴雷大带来的空缺;
- 公司层面: 部分公司产能升级, 开发出光学级基材、成品功能膜的产品, 形成对进口产品的替代, 如LCD中的增亮、复合膜;

公司间估值差的形成

- 长期历史表现: 拉长时间轴后收入、利润段的表现, 激智、长阳显著跑赢其它对手。
- 收入结构和公司定位: 新材料板块、基材和成品膜的营收结构影响盈利表现和估值体系, 譬如投资人从面板产业链布局激智;
- 传统薄膜公司的沟通和验证: 康得新事件后, 被定位于传统薄膜公司的变化被投资人忽视, 叠加公司缺乏和市场的长期沟通, 即使2020年以来有积极变化, 市场依旧质疑改善的原因和持续性。

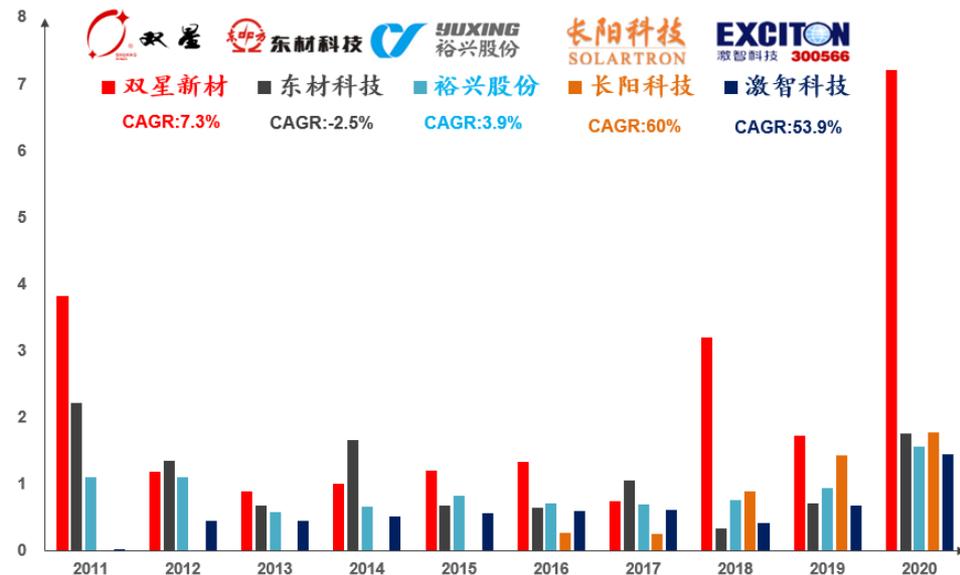
估值差的形成（一）：收入、利润端历史表现，成长和周期的差异

■ 2011-2020年五家膜公司收入复合增速



注：长阳科技取2016-2020年四年收入复合增速

■ 2011-2020年五家膜公司利润复合增速



注：长阳科技取2016-2020年四年利润复合增速

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

收入：激智 (37.7%) > 长阳 (28.8%) > 双星 (11.1%) > 裕兴 (9%) > 东材 (4.6%)

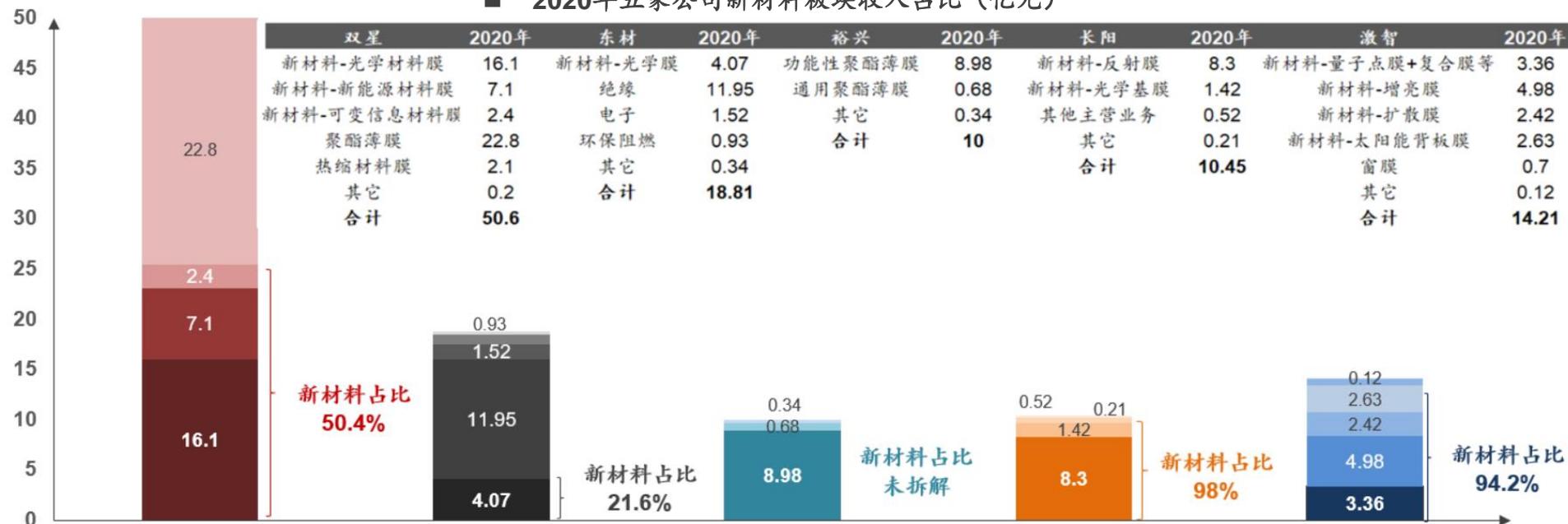
利润：激智 (53.9%) > 长阳 (60%) > 双星 (7.3%) > 裕兴 (3.9%) > 东材 (-2.5%)

- 激智科技：2011年以来收入增长**1676%**，2020年收入同比增长30%；2011年以来利润增长**4733%**，2020年利润同比增长113%；
- 长阳科技：2016年以来收入增长**175%**，2020年收入同比增长15%；2016年以来利润增长**556%**，2020年利润同比增长24%；
- 双星新材：2011年以来收入增长159%，2020年收入同比增长13%；2011年以来利润增长88.3%，2020年利润同比增长**317%**；
- 裕兴股份：2011年以来收入增长117%，2020年收入同比增长15%；2011年以来利润增长40.5%，2020年利润同比增长**66%**；
- 东材科技：2011年以来收入增长49%，2020年收入同比增长8%；2011年以来利润增长-20.7%，2020年利润同比增长**144%**；

小结：激智、长阳无论从收入还是利润端来看，首先体现出增长的绝对增速和持续性，其次是增长的稳定性，具备成长股的属性；反观双星、裕兴和东材，2020年对比2011年的利润累计增速甚至慢于环比增速，体现出巨大的波动性，典型的周期属性；所以市场给与上述五家公司的估值差之一来自公司属性不同，前者是成长，后者是周期。

估值差的形成（二）：新材料板块占比不同，部分公司在终端产品形成标杆

■ 2020年五家公司新材料板块收入占比（亿元）



注：1、双星新材的新材料板块以基材为主；2、东材光学膜板块包含新能源光伏；3、裕兴的功能性聚酯薄膜包含部分光伏板块，占比有限；4、长阳和激智的新材料板块占比高，且以终端成品膜为主；

资料来源：WIND、国信证券研究所整理

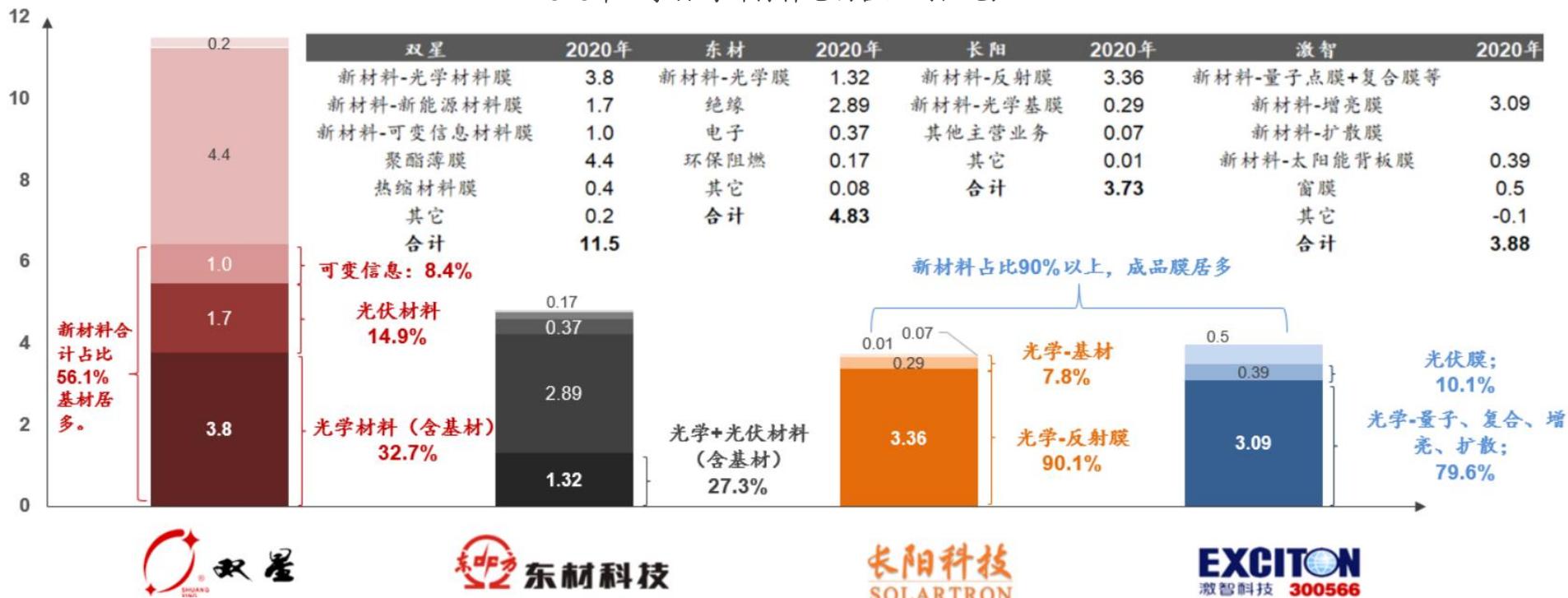
新材料收入占比：长阳（98%）>激智（94.2%）>双星（50.4%）>东材（21.6%）+ 裕兴（未披露细节），这种收入结构的差异可以总结为：

- 以显示面板、新能源光伏为代表的用膜市场给予溢价：投资人愿意给产业转移大背景下的面板和受益“碳中和”顶层设计的光伏用膜市场溢价，公司收入占比越高，收入、利润增速越稳健；而这种溢价尤其愿意给予终端产品（复合膜、增量膜、扩散膜、反射膜）占比较高的公司；
- 长阳科技和激智科技已形成标杆：长阳科技的扩散膜目前已占全球市场份额近40%；激智在附加值最高的复合膜、增量膜出货量目前领先其它对手，同时针对OLED的量子膜在2020年逐步放量。

- 产品到财务指标的全面升级，源于基材上的万膜生长

双星科技：新材料利润放量，市场依旧“观望”

■ 2020年四家公司新材料毛利占比（亿元）



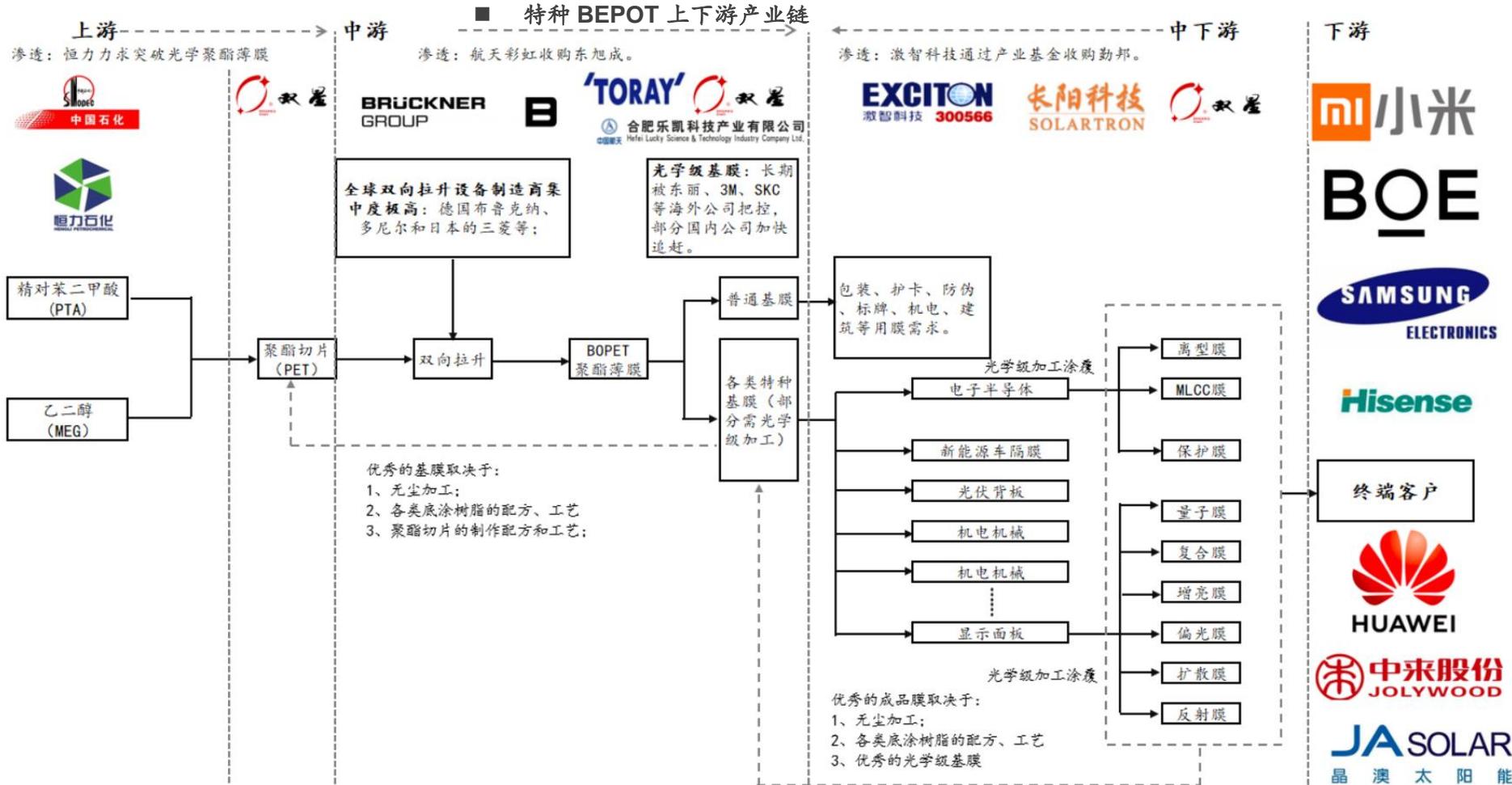
注：1、双星新材的新材料板块以基材为主；2、东材光学膜板块包含新能源光伏；3、激智光学膜利润合并披露；

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

新材料利润占比：长阳（98%）>激智（89.7%）>双星（56.1%）>东材（27.3%），引发关于双星的估值思考：

- 新材料板块双星绝对额领先对手，毛利占比高于收入占比：双星新材料板块（光学+光伏+可变信息）收入占比50.4%，贡献毛利占比56.1%；从绝对额来看，光学板块毛利3.8亿，大于长阳的3.66亿也大于激智的3.09亿；光伏板块1.7亿元，大于激智3900万元。
- 双星的估值思考和修复可能：双星的估值体系目前处于较低水平，潜在的投资机会是回答是否存在向高估值激智、长阳方向修复的可能，那么关键点在于：1）双星的新材料板块为何能突然发力；2）双星新材料板块占比是否能继续提升；2）新材料中基材和成品膜之间的关系，如何理解核心竞争力；3）产业链来看，这些标的未来谁更有竞争优势；

双星 & 激智 & 长阳：穿透全产业链 & 基材收购，下游高端 & 精耕反射，基材突破



资料来源：国信证券经济研究所整理

■ **激智、长阳：**从最靠近客户的应用成品膜下手，早期通过采购海外公司的光学基膜，将重心放在基膜到光学成品膜的配方、涂覆工艺，快速跟进下游的变化，开发出一系列膜产品；其中，激智从反射、扩散膜到高附加值的增亮、复合、量子，2020年公司基本不单独销售反射膜；长阳则深耕反射膜市场，做到全球近40%，但增亮、复合、量子等高端产品未有明显放量；基膜领域，激智采用外延收购的方式获得勤邦5万吨产能（并非全部能用于显示光学膜），长阳则加快自我研发，近两年光学基膜开始放量。

■ **双星：**从传统包装膜起家，三次融资60亿+，战略上一方面向上游渗透到切片流程降低成本，另一方面在14-17年通过研发力求突破光学级基膜、成品膜，这种上下游一体化的战略对资金、设备、技术开发尤为严苛，直至2019年才开始突破，2020年初步放量。

双星新材20年爆发：核心工艺突破的全产业优势 + 多因素下的产业周期上行

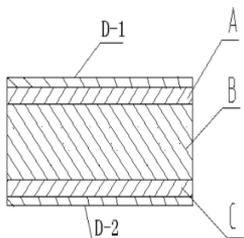
■ 2011年双星新材上市以来的四个阶段



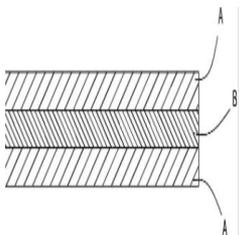
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

- **第一阶段（2011-2013）**：公司增加传统产能并切入上游切片，行业周期下行导致业绩低于预期；但公司累计了切片工艺产线经验。
- **第二阶段（2014-2017）**：1) **光学材料**：数亿资金投入光学基材、光学膜研发，可能在工艺、良率上依旧有瑕疵，16年10月交付的光学一期产能并未放量；2) **光伏材料**：对海外膜逐步替代，市场尚在验证中产能爬坡；3) **传统业务**：乏善可陈，并无亮点；
- **第三阶段（2018-2020）**：1) **光学材料**：从切片、基膜到成品膜的核心工艺、配方突破，显示类光学材料突破并获得三星认证，基膜和成品膜逐步放量，盈利改善；同时突破光学级离保膜、MLCC膜，打入电子板块高端需求；2) **光伏材料**：海外膜替代趋势加速，“碳中和”导致需求放量 20年市占率达到20%+，盈利大幅改善；3) **传统业务**：新材料稀释部分产能，叠加疫情下的制造业回流，市场逐步回暖，价格复苏，同时公司技改后提高高附加值较产品，盈利同步大幅改善；3) **2019年业绩低迷的其它原因**：公司将30万吨存量产能检修+技改，备战技术突破后的新材料放量，对当年业绩影响超过2亿，19全年1.73亿，环比下跌46%。4) **2020年**：业绩逐季提升，实现7.2亿元，同比增长315%。
- **现阶段**：1) **行业**：2021年预计BOPET景气度持续上行；2) **公司**：预计光学、光伏持续放量，复合、增亮高附加值膜开拓国内客户；3Q21公司30万吨光学二期达产；1Q22增加20万吨。

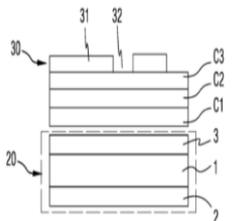
双星新材：2014-2017年的部分专利描述



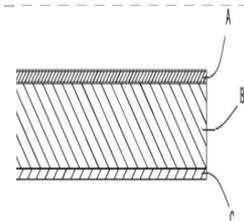
■ **聚酯光学膜（2014年12月31日专利公开号：CN204054818U）**：产品包括表面层A、芯层B和底层C，表面层A和底层C外还设置有涂层D，所述涂层D包括上涂层D-1和下涂层D-2，所述上涂层D-1与表面层A连接，所述下涂层D-2与底层C连接，上述各层之间通过热熔共挤复合而成，所述表面层A和底层C厚度均为1.5~20 μm，芯层B厚度为8~95 μm，上涂层D-1和下涂层D-2厚度均为1.0 μm。本实用新型通过以含普通膜用聚酯/功能性膜用聚酯母料、功能性助剂、涂层添加剂等为原料在芯层与表面层与底层与涂层，实现热熔共挤复合，通过添加涂层，具有高透光率，达到优异光学性能，满足光电、电子领域基材使用等；



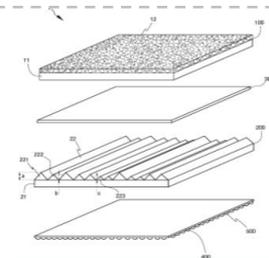
■ **太阳能电池背板及用于该背板的膜用聚酯的制备方法（2016年10月12日专利公开号：CN106008940A）**：该方法先将阻燃剂和分散剂均匀分散在二元醇中制备阻燃剂悬浮液，再将含氟二元酸、二元醇、催化剂和阻燃剂悬浮液混合后进行酯化反应，在酯化反应结束后加入稳定剂进行缩聚反应本发明制成的聚酯薄膜不仅具有优良的机械性能、电气绝缘性能、尺寸稳定性，而且还具有优异的阻燃性、耐候性和耐湿性，可广泛应用于建筑、电子电器、太阳能光伏等领域，尤其适用于高档太阳能电池背材



■ **ITO透明导电薄膜（2017年2月1日专利公开号：CN104766647B）**：ITO透明导电薄膜包括IM基材，所述IM基材由一层PET基材以及涂布于所述PET基材的第一侧面上且折射率大于1.6的IM层所构成，其中，所述IM基材的所述IM层的上方依次镀有一层第一低折射层、一层第二高折射层、一层第三低折射层以及一层ITO透明电极层。本发明的上述ITO透明导电薄膜，通过将现有HC基材替换成IM基材并加以成本和结构优化改造，不但获得了更薄的厚度，更好的显示器亮度和色彩表现，远优于现有技术的消影效果。

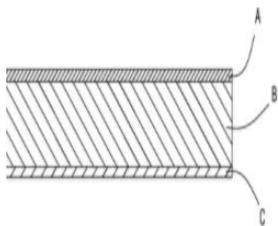


■ **高透明光学聚酯薄膜及其制备方法（2017年1月25日专利公开号：CN104943305B）**：产品由A、B、C三层构成，其中A层为表面层，B层为夹芯层，C层为底层，所述A、B、C三层的原料组份重量百分比为：A层：膜用改性聚酯85~95%，含有纳米级聚甲基戊烯粒子或纳米级丁苯树脂粒子5~15%；B层：膜用超有光聚酯95~99%，热稳定剂1~5%；C层：膜用改性聚酯85~95%，含有纳米级聚甲基戊烯粒子或纳米级丁苯树脂粒子5~15%。本发明的高透明光学聚酯薄膜的各原料组分中无需添加现有技术中常用的不透明材质的抗粘连粒子（抗粘结剂），提高了薄膜的加工性能，克服了薄膜的发雾现象，提高了薄膜的透光率和光泽度。

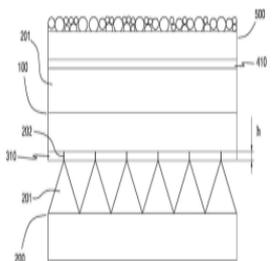


■ **液晶显示器背光模组的扩散复合膜（2018年2月9日专利公开号：CN206990985U）**：包括扩散膜、棱镜膜以及贴合层；扩散膜由第一PET基材和光扩散层所构成；棱镜膜由多个平行排列在第二PET基材上的棱镜结构所组成；棱镜结构包含三种高度分别为a，b，c的第一棱镜条纹、第二棱镜条纹以及第三棱镜条纹，三种高度满足如下关系： $a \leq 32 \mu\text{m}$ ； $a \geq 1.3b$ ； $b \geq 1.2c$ 。产品厚度为传统膜片的1/3，满足产品超薄化市场需求，本申请的复合膜采用了上扩散膜、下棱镜膜的设计，棱镜膜增光、扩散膜使光线均匀，大大增强了扩散复合膜的光学辉度和光线的均匀性，可以获得更好的增光、扩散效果。

双星新材：2018-2021年的部分专利描述



■ **MLCC离型膜基膜及其制备方法（2019年9月17日专利公开号：CN110239185A）**：本发明提出的一种MLCC离型膜基膜及其功能母料以及制备方法，在MLCC离型膜基膜的表面层的功能母料中，包括90%~99.5%的PET、0.1%~0.4%的纳米石墨以及0.1%~9.9%的无机填料，产品表面粗糙度小、具有更加光滑的表面，在表面涂布有机硅涂层之后，在无机填料存在的位置，涂层与无机填料的排斥效果明显降低，施加了有机硅涂层的基膜具备了优秀的剥离性和光滑性，可以很好的满足MLCC加工工艺的需要。



■ **高雾度POP复合膜片（2021年4月9日专利公开号：CN112630875A）**：一种高雾度POP复合膜片，包括扩散膜、上棱镜膜、下棱镜膜以及将三者粘接为整体的第一胶粘剂层以及第二胶粘剂层；所述上棱镜膜和下棱镜膜的结构完全相同，其上均形成有多个平行设置的棱镜结构，其中，至少部分所述棱镜结构的顶部一体形成有向上竖直延伸的长条状的凸缘。本发明通过在棱镜膜的棱镜结构的顶部设置向上竖直延伸的凸缘，可以通过凸缘刺入胶粘剂层中，避免棱镜结构的顶部进入胶粘剂层，从而可以通过凸缘的厚度控制棱镜结构的顶部被破坏的宽度，因而本发明的POP复合膜片可以获得更大的中心辉度值，因而可以通过上方的扩散膜来提高可视角，获得更高的产品雾度。

资料来源：国家专利局、国信证券经济研究所整理

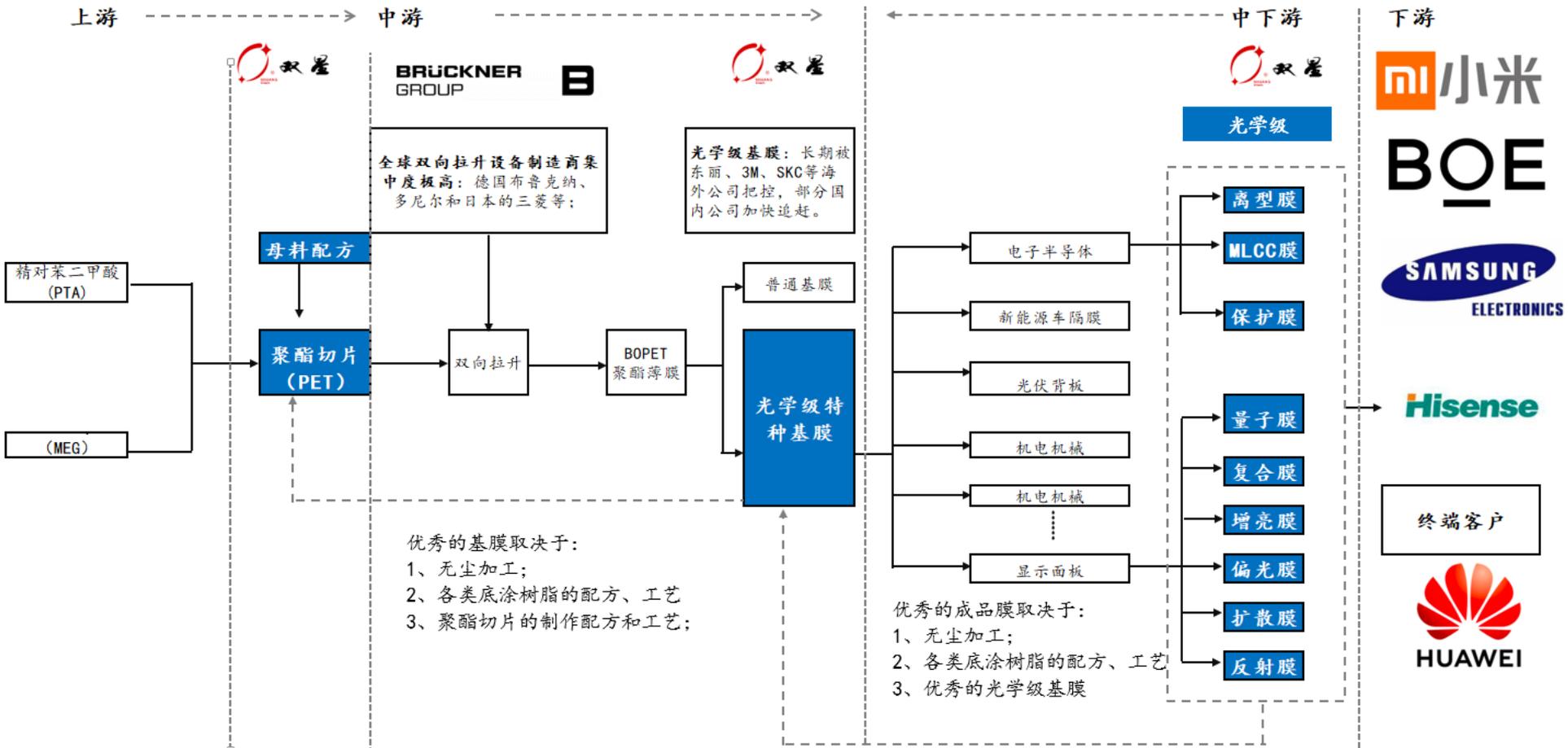
■ 2014-1Q21 五家公司的研发支出（亿元）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

回顾双星新材的18-20年：基材之上，万膜生长

■ 光学膜的品质源于基膜，而基膜的品质从切片就已开始



资料来源：国信证券经济研究所整理

我们认为18-20年双星的爆发源于底层工艺和基膜的突破：优秀的光学膜片一方面来自于从基膜之上的涂覆环节，包含底涂工艺，树脂配方、温度控制等等；而另一层面则取决于光学级基膜的品质，而光学膜基膜的品质其实从更上游的切片工艺就开始了，其实行业里所有高附加值产品都是对基膜进行底层处理（大多数薄膜厂家都进行在线涂布）、电晕处理、防紫外处理、防静电处理、硬化处理等以满足更多的、下游高端PET深加工产品的使用要求，进行底层处理（大多数薄膜厂家都进行在线涂布）、进行电晕处理、防紫外处理、防静电处理、硬化处理等以满足更多的、下游高端PET深加工产品的使用要求。

回顾双星新材的18-20年：基材之上，万膜生长



- **激智科技**：市场上专业从事公司所需的光学级PET基膜的厂商相对较少，而且由于光学膜生产商在产品结构、配方设计及生产工艺所使用的技术体系等方面存在一定差异，使得不同品牌PET基膜产品的技术规范和品质标准不同，因此仅有少数几家厂商所生产的PET基膜能够符合公司产品需求。由于光学膜行业进入门槛较高，与本行业专业配套的PET基膜、高精专业设备的生产企业较少，产业配套成熟度不高，在一定程度上制约了本行业的发展。



- **裕兴股份**：扩散膜基膜的光学基膜，需具备优异的表面光洁度，要求每10米长薄膜中表面直径在 2-5mm 的灰尘数量控制在 5个以下，否则视为不合格产品；对于用于增亮膜基膜的光学基膜，对光学基膜的性能要求更加严格，需具备更加优异且苛刻的表面光洁度，要求每10米长薄膜中表面直径在 0.1mm的灰尘数量控制在20个以下，否则视为不合格产品。



- **长阳科技**：光学基膜作为多种光学膜的基膜，其性能直接决定了扩散膜、增亮膜等光学膜的性能，因其需具备低雾度、高透光率、高表面光洁度、厚度公差小等出色的光学性能，所以对聚酯切片、加工设备、车间洁净度等都有很高的要求，因此光学基膜是光学膜领域技术壁垒最高的领域之一，长期以来只有国外少数企业具备生产能力，日本东丽、日本帝人和韩国SKC等公司占据全球大部分市场份额。

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

- 结合三家膜公司的招股书描述，我们很容易得出以下推论：1) 基膜决定了成品膜的品质，加工环境需无尘，并且对设备、切片工艺有很高要求；2) 基膜生产商之间的产品存在差异，成品膜生产商的工艺可能只有几家基膜供应商能满足，若更换供应商需调整工艺；3) 过去一段时间基膜主要掌握在日韩企业手中，如东丽、三菱、SKC等；
- 双星新材的优势：1) 贯穿切片、基膜、成品膜，能根据终端需求快速调整配方和工艺；2) 综合成本更低，一旦放量，规模优势更为明显；3) 由于切片、拉膜设备的投入高于后端设备（光学二期总投资38亿），容易形成规模壁垒；4) 销售基膜也可创造新的赢利点；5) 2020年光伏、隔膜、面板、包装需求反弹，制造基膜的双向拉升设备商订单饱满，交货+调试的综合时间超过18个月，而双星已完成订购和设备的交付，领先其它竞争对手。



双星新材官网产品：光学基膜

光学材料

节能窗膜

信息材料

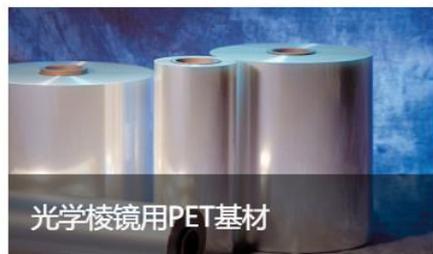
热收缩材料

新能源材料

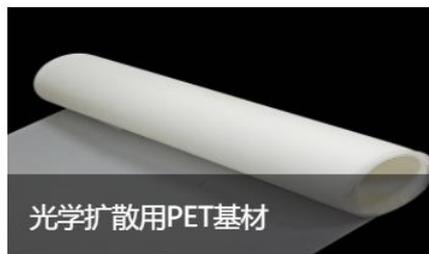
新型包装材料

◆ 光学材料 ◆

包括光学基材、光学膜片2大系列，广泛应用于液晶显示、智能手机、触摸面板等多个市场。公司产品现已进入国内外市场，拥有众多终端客户，2019年成为三星VD光学膜片全球供应商。



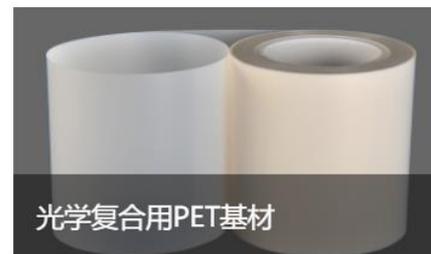
光学棱镜用PET基材



光学扩散用PET基材



微透膜PET基材



光学复合用PET基材



光学用PET离型基材

资料来源：双星新材官网、国信证券经济研究所整理

回顾双星新材的18-20年：基材之上，万膜生长



双星新材官网产品：各类光学成品膜，包含壁垒最高的面板所用的复合膜、增亮膜

光学材料

节能窗膜

信息材料

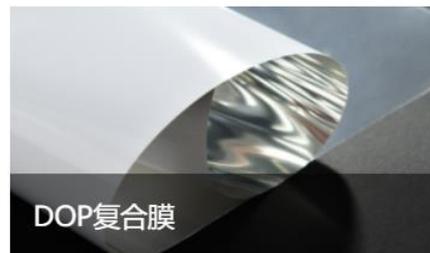
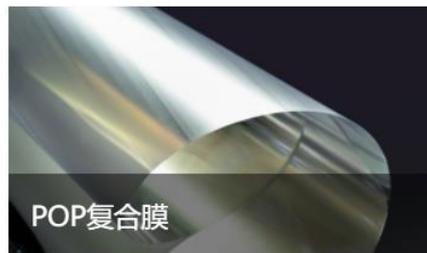
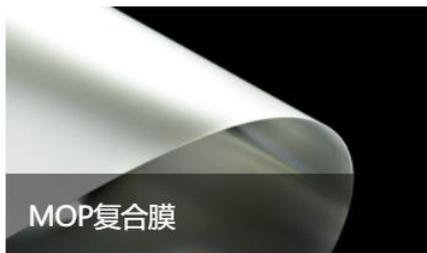
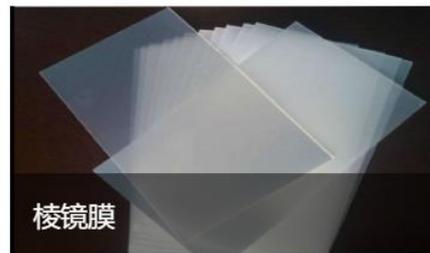
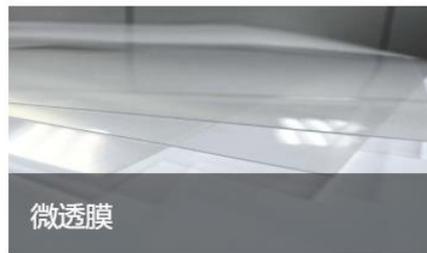
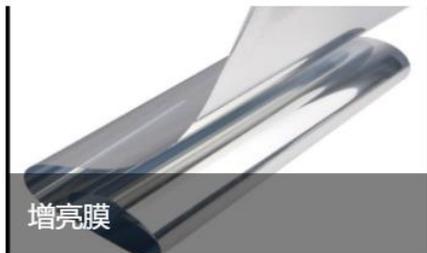
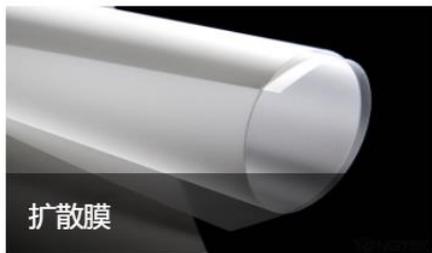
热收缩材料

新能源材料

新型包装材料

◆ 光学材料 ◆

包括光学基材、光学膜片2大系列，广泛应用于液晶显示、智能手机、触摸面板等多个市场。公司产品现已进入国内外市场，拥有众多终端客户，2019年成为三星VD光学膜片全球供应商。



资料来源：双星新材官网、国信证券经济研究所整理

行业内八家公司产品对比



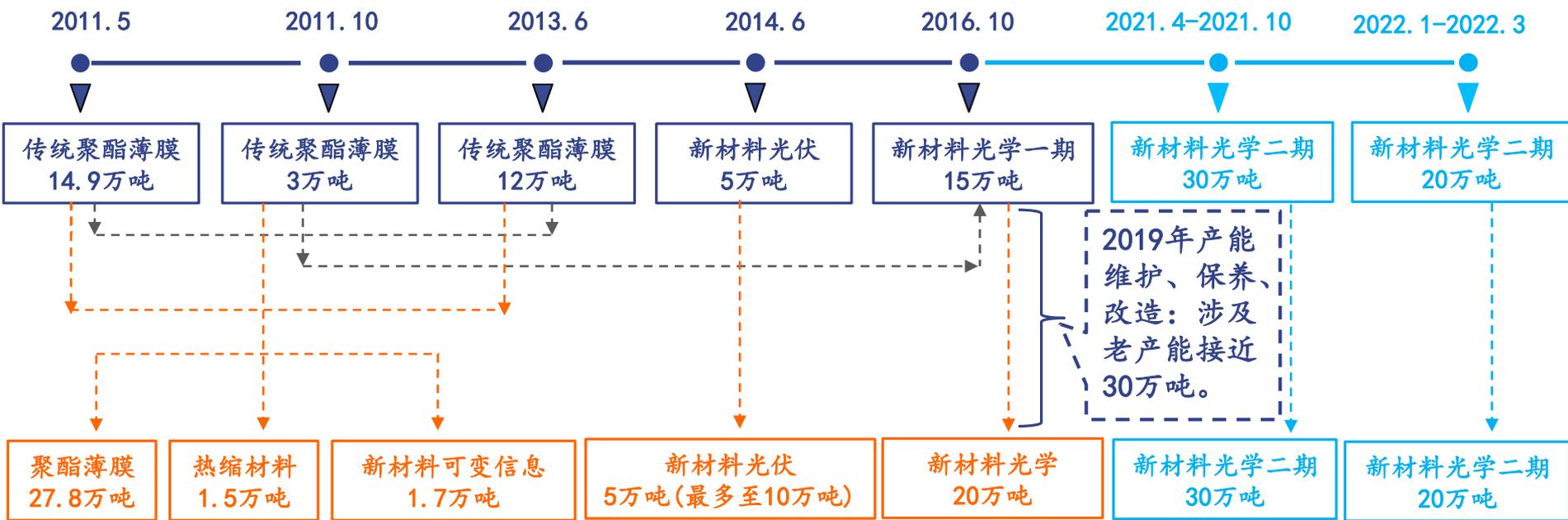
公司名称		东材科技	裕兴股份	长阳科技	激智科技 (勤邦)	航天彩虹 (东旭成)	大东南	双星新材	合肥乐凯	
光学显示类	基膜	●	●	●	●	●	●	●●	●●●	
	成品膜	反射	-	-	●●●	●	●	-	●	-
		扩散	-	-	●	●	●	●	●	●
		增亮	-	-	●	●●●	-	-	●●	-
		复合	-	-	-	●●	-	-	●●	-
		量子点	-	-	-	●	-	-	-	-
光学非显示类 (含基膜)	离保膜、MLCC	●	-	●	-	-	●	●●	-	
	窗膜	●	●	-	●	-	●	●●●	-	
光学光伏类		●	●●	●	●	●	●	●●●	●	
2020年光学类产/销量		2.9/2.87万吨	未披露	5-6万吨 (估算值)	9900万平	1万吨 (估算值)	4.27/4.23万吨	20万吨	-	
2020年合计产/销		12.1/12万吨	9.74/9.79万吨	5-6万吨 (估算值)	1.26亿平	1万吨 (估算值)	15万吨	50万吨	-	
传统业务		电工、绝缘、阻燃膜	电工、绝缘类、珠卡膜、护卡膜	-	-	马达类、绝缘类、珠卡膜、护卡膜	包装、绝缘、锂电池隔膜类	包装类	包装、工业、珠片、护卡等	
在建工程业务类型	业务类型	光学级离保膜、OLED保护膜、胶带等	光学级离保膜基膜、成品膜；增亮膜基膜等	反射膜为主	-	-	-	光学基膜、成品膜类	-	
	产能	2-3万吨	2万吨	9000万平	-	-	-	50万吨	-	
	投产时间	2022-2023年	2022-2024年	1H2021	-	-	-	2021-2022年	-	
公司信息备注		1、公司光学材料以基膜为主，包含偏光、扩散、增亮、复合等各类基膜； 2、公司正在收购业务类型接近的山东胜通光学材料； 3、官网查询： http://www.emtco.cn/	1、公司光学材料以基膜为主； 2、官网查询： http://www.cz.yuxing.com/	1、公司反射膜占全球40%份额，其它光学膜片出货量较少； 2、官网查询： http://www.solartrontech.com/	1、公司高端量子膜、复合膜占比较高； 2、基膜、窗膜主要通过外延收购； 3、官网查询： http://www.excitontech.cn/	1、航天彩虹外延收购东旭切入显示类成品膜市场； 2、官网查询： http://www.dxc-chem.com/	1、公司业务较杂，光学膜占比低； 2、官网查询： http://www.chinaddn.com/	1、公司19年开始突破光学基板膜和成品膜，尤其是复合膜，目前新材料占毛利比重约60%； 2、官网查询： http://www.cpp.com.cn/	1、公司光学级基膜在国内公司影响力较大； 2、官网查询： http://lkbm.luckyfilm.com.cn/	

注：1、资料来源于各公司官网、招股书、年报；

2、红色圆圈代表优势产品；

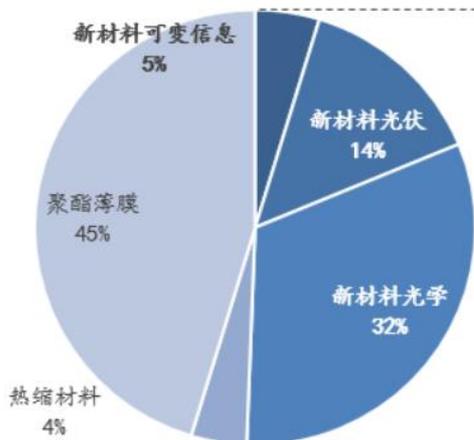
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

回顾双星新材的18-20年：19年维保、技改的背后是调结构

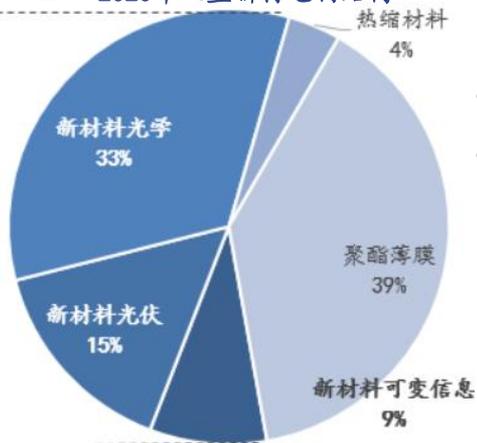


■ 受益于18-20年的技术突破和2019年的技改：2020年双星新材的新材料板块收入占比51%，贡献57%的毛利；其中市场较为关注的光学板块收入占比32%，贡献毛利33%；考虑到光学板块的逐步放量 and 后续产能投放预计未来占比将稳步提升。

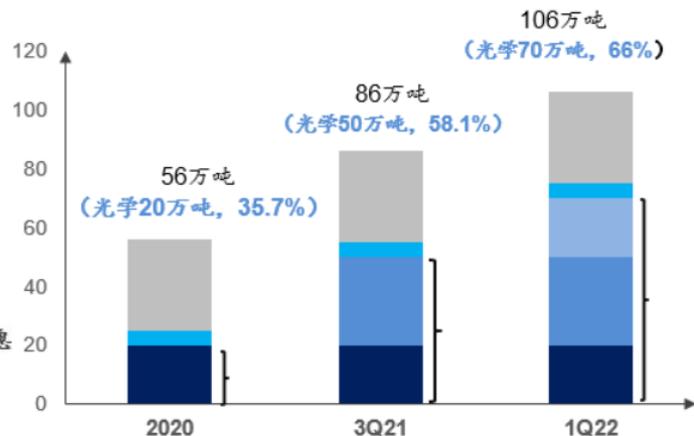
■ 2020年双星新材收入结构



■ 2020年双星新材毛利结构

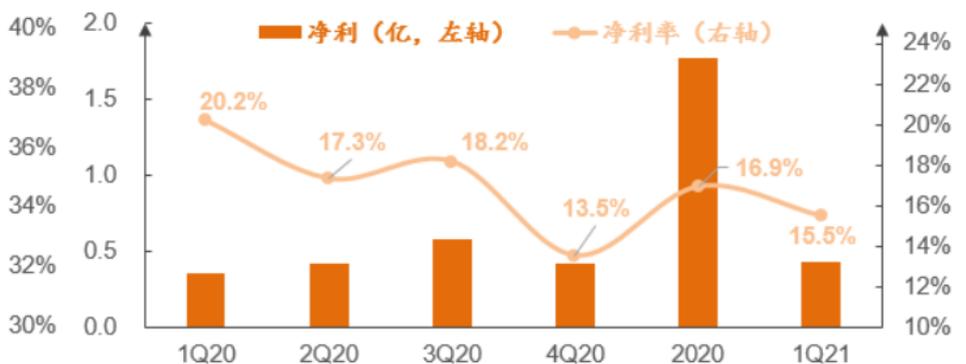
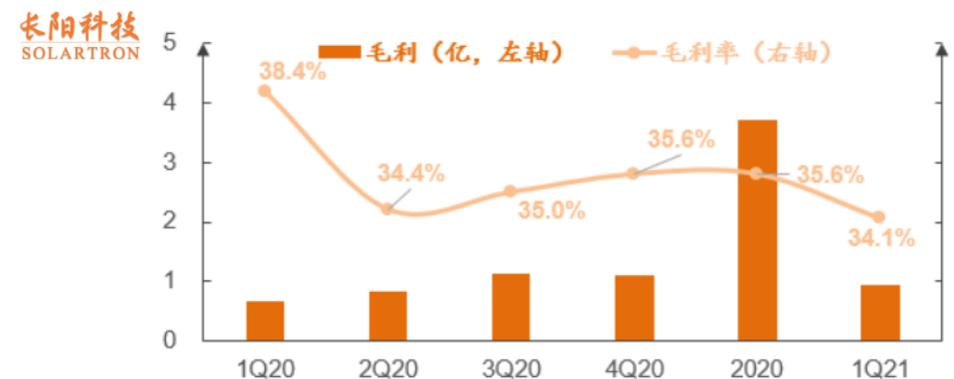
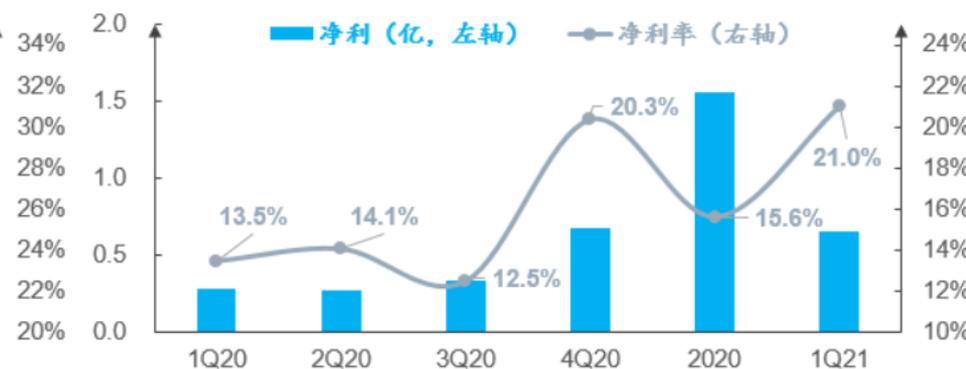
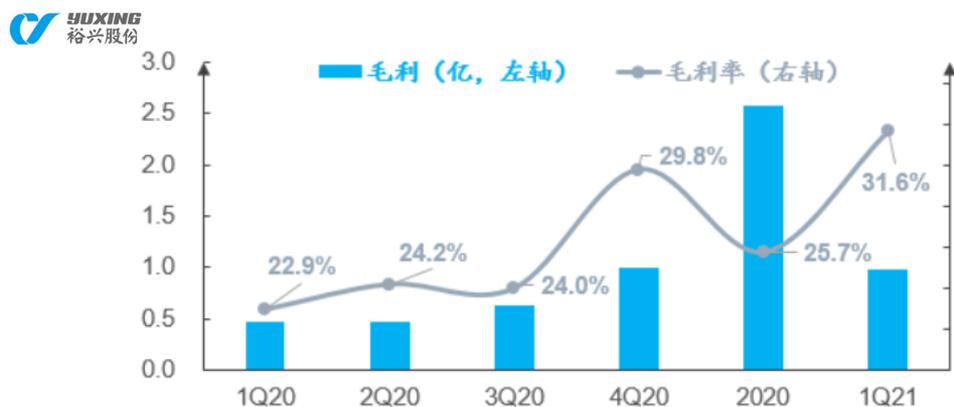
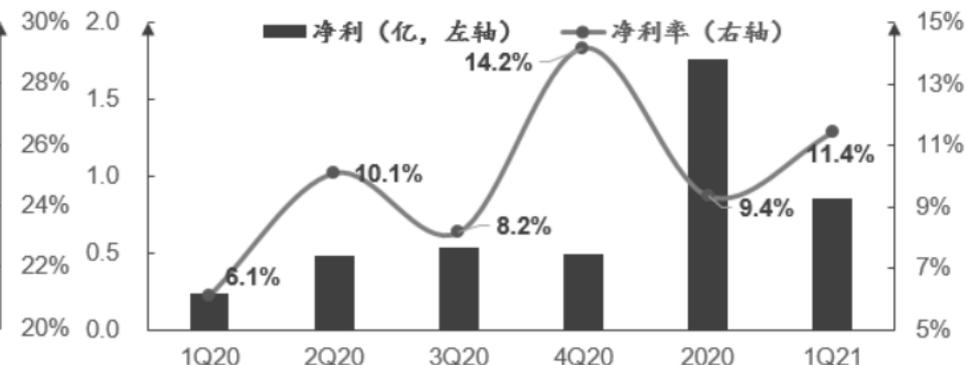
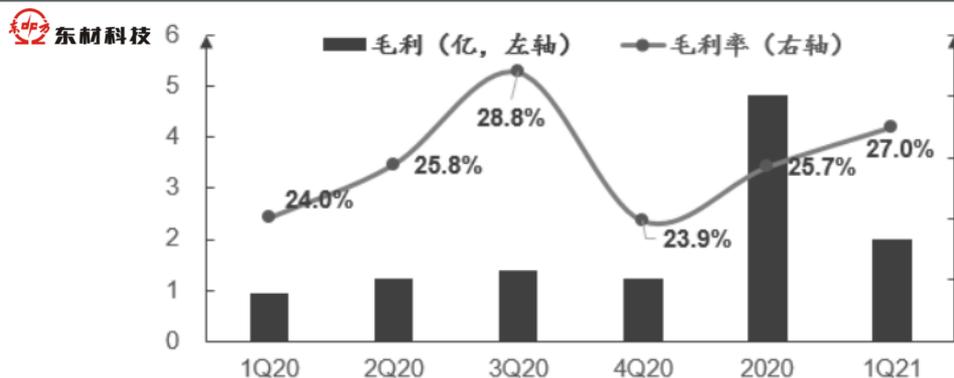


■ 双星新材的产能投放



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

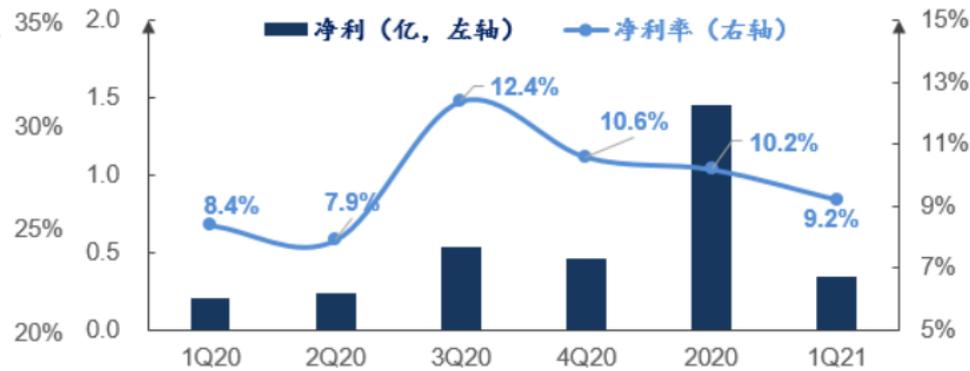
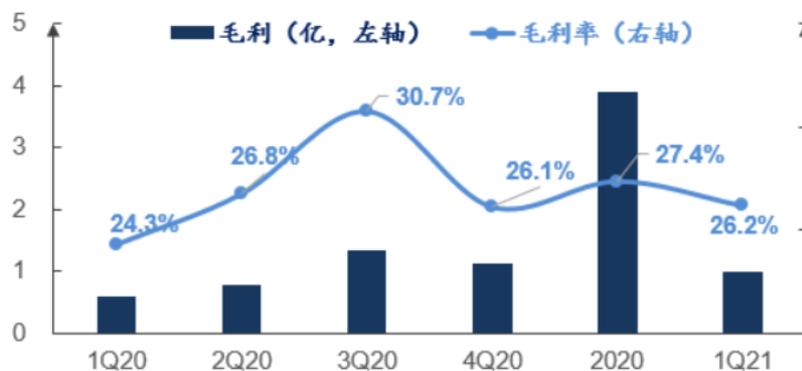
2020-1Q21: 业绩逐季优化



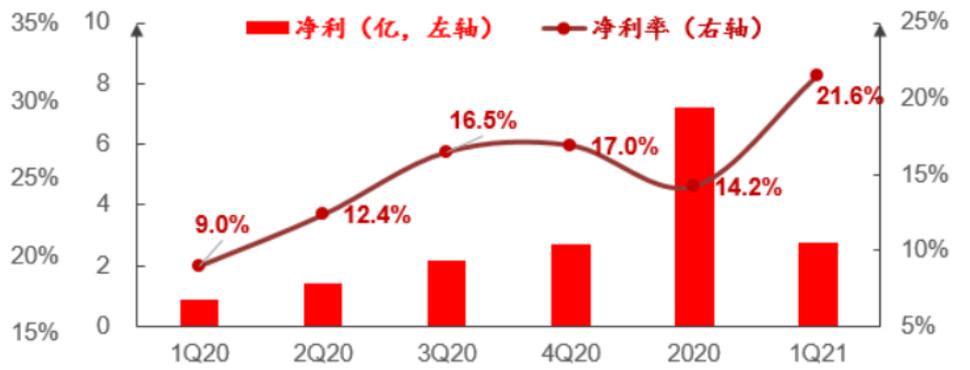
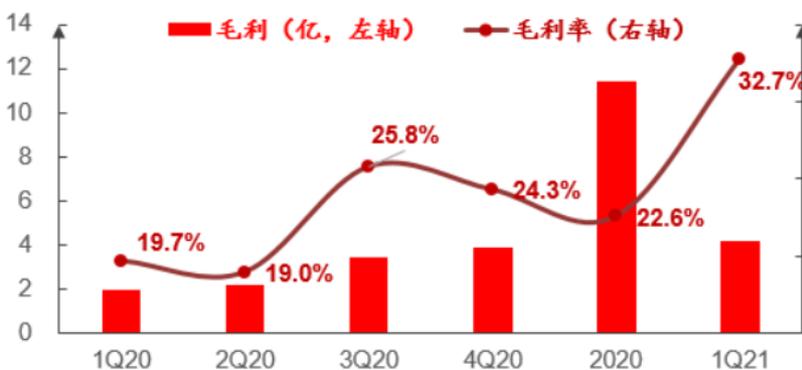
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2020-1Q21: 业绩逐季优化

EXCITON
激智科技 300566



双星
SHANGHAI SHUANGXING



毛利率	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2020
双星新材	19.7%	19.0%	25.8%	24.3%	32.7%	22.6%
东材科技	24.0%	25.8%	28.8%	23.9%	27.0%	25.7%
裕兴股份	22.9%	24.2%	24.0%	29.8%	31.6%	25.7%
长阳科技	38.4%	34.4%	35.0%	35.6%	34.1%	35.6%
激智科技	24.3%	26.8%	30.7%	26.1%	26.2%	27.4%

净利率	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2020
双星新材	9.0%	12.4%	16.5%	17.0%	21.6%	14.2%
东材科技	6.1%	10.1%	8.2%	14.2%	11.4%	9.4%
裕兴股份	13.5%	14.1%	12.5%	20.3%	21.0%	15.6%
长阳科技	20.2%	17.3%	18.2%	13.5%	15.5%	16.9%
激智科技	8.4%	7.9%	12.4%	10.6%	9.2%	10.2%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

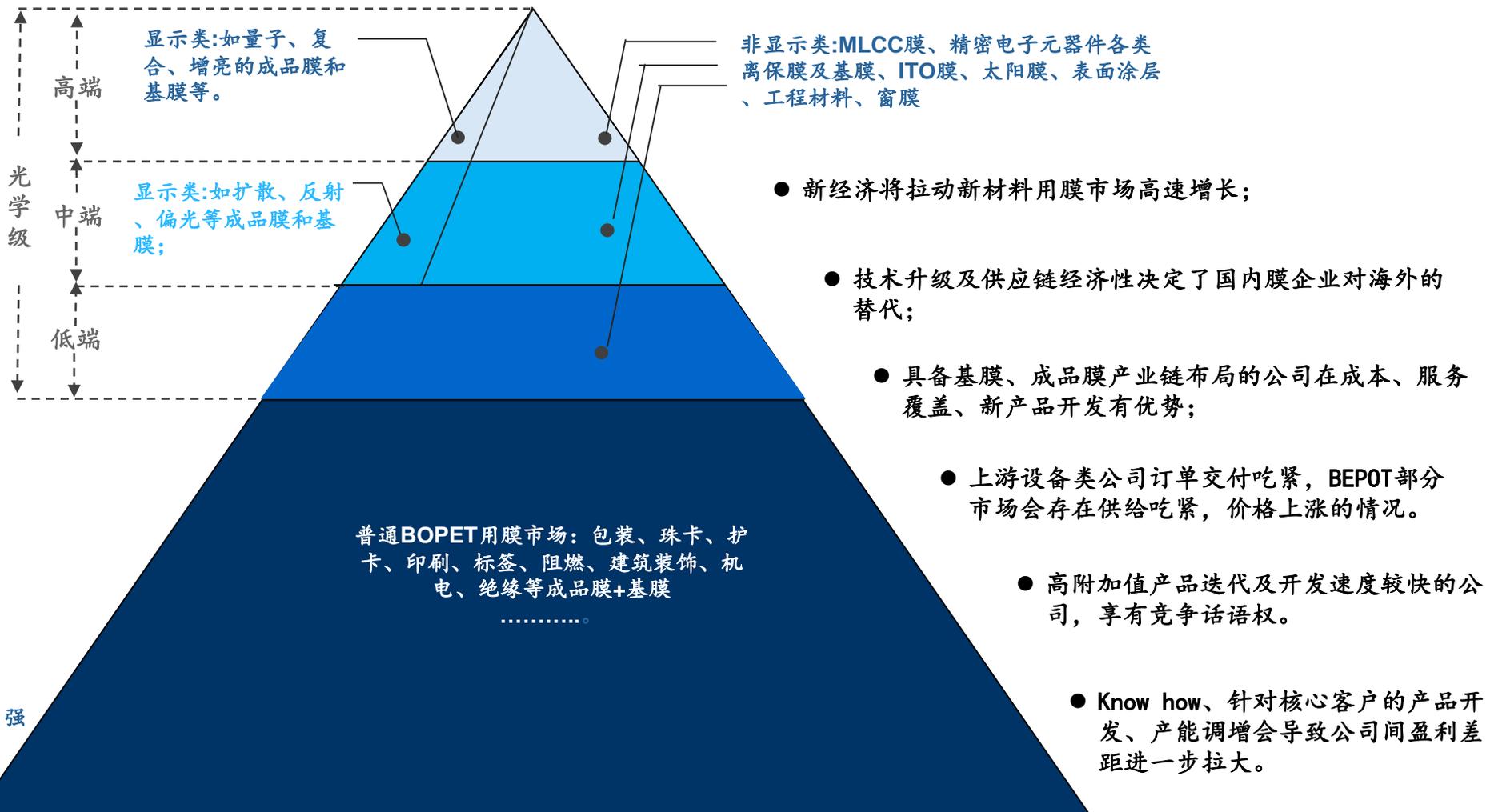
● BOPET新材料市场及公司盈利预测

BOPET市场展望：景气度上行，高端化及全产业链布局公司优势明显

周期性

弱

■ BOPET下游应用面非常广阔，投资人所关注的显示类光学膜、光伏背板用膜都属于特种BOPET膜，合计市场份额也不超过150亿人民币，占整个特种膜市场比重有限；伴随过去几年的产业迁徙，中国已逐渐成为面板、光伏、新能源汽车的最大生产国及消费市场，继而拉动本轮BOPET的增量需求和周期上行，我们认为这个市场未来将展现出如下特征：



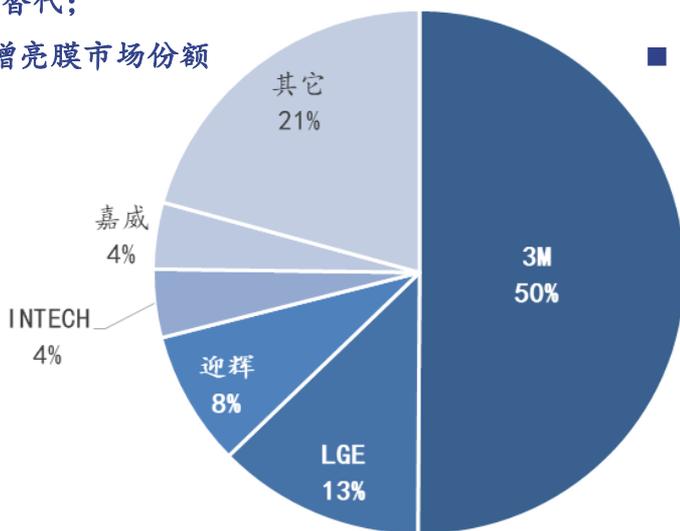
资料来源：国信证券经济研究所整理

光学材料市场空间（一）：三大显示类成品膜100亿+，联动面板国产替代

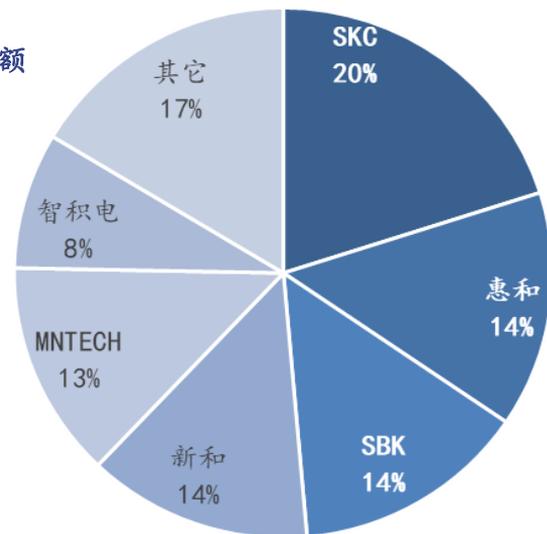
（亿元）	2017年 市场规模	2017年 国产化率	2020年 市场规模	2020年 国产化	17-20年 复合增速
混晶	33	26%	45.9	46%	12%
偏光片	112	10%	155.8	18%	12%
PVA膜	9.4	<1%	13.1	3%	12%
TAC膜	81	<1%	112.7	3%	12%
背光模组	274.4	约100%	381.6	约100%	12%
增亮膜	69.6	≈50%	96.8	≈50%	12%
扩散膜	14.4	≈50%	20	≈50%	12%
反射膜	4.8	≈50%	6.7	≈50%	12%
玻璃基板	143.3	12%	199.3	20%	12%
彩色滤光片	168.6	30%	234.7	45%	12%

- 显示类成品市场：2020年三大显示类成品膜市场总容量约为124亿，过去三年的复合增长约为12%，未来行业的变化在于：1) 行业整体增速匹配与面板3-7%的增速水平；2) 复合膜渗透率提升导致可以放量的公司毛利提升；3) 以双星、激智为代表的公司会加快国产替代；

■ 2020年全球增亮膜市场份额

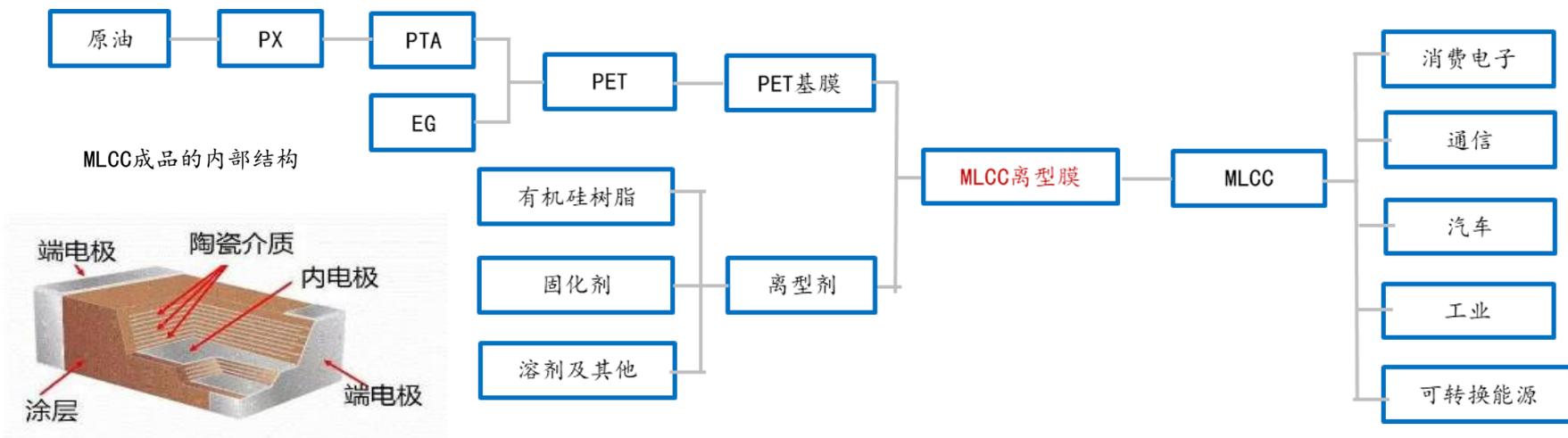


■ 2020年全球扩散膜市场份额



资料来源：头豹研究院、国信证券经济研究所整理

光学材料市场空间（二）：100亿+MLCC离型膜市场

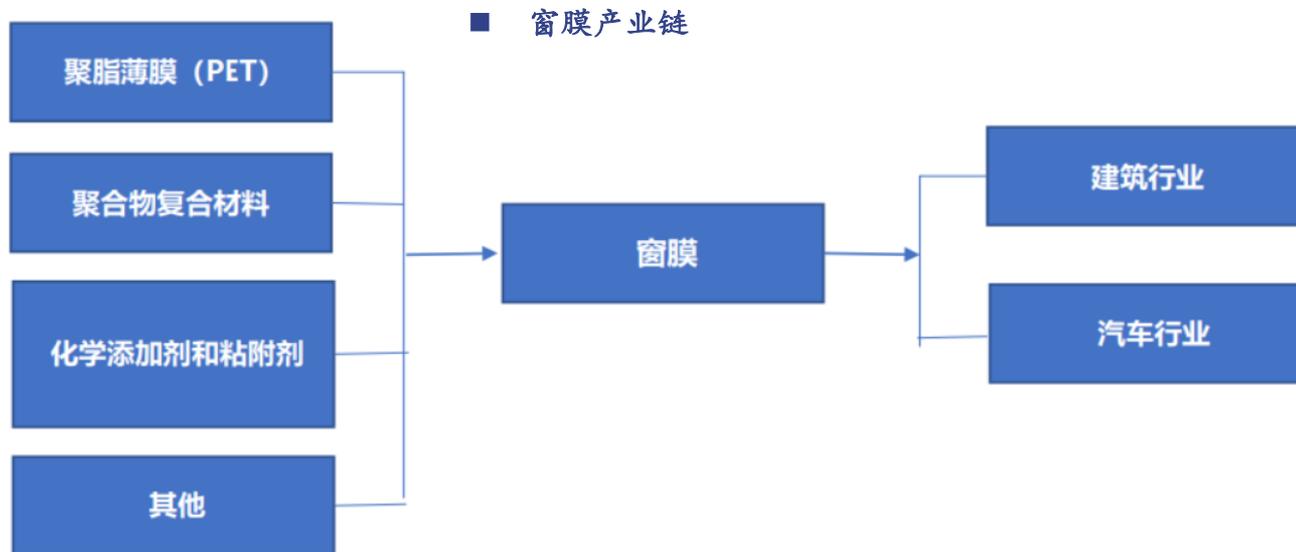


类别	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
全球MLCC销量（万亿只）	3.8	4.3	4.6	4.9	5.2	5.3
MLCC层数	400	400	400	400	400	400
单层使用离型膜面积（平方毫米）	5	5	5	5	5	5
MLCC离型膜面积（亿平方米）	76	86	92	99	104	106
离型膜价格（元/平方米）	5	5	5	5	5	5
MLCC离型膜市场规模（亿元）	380	432	462	494	520	530
光学级高端MLCC离型膜市场规模（亿元）	76	86	92	99	104	106

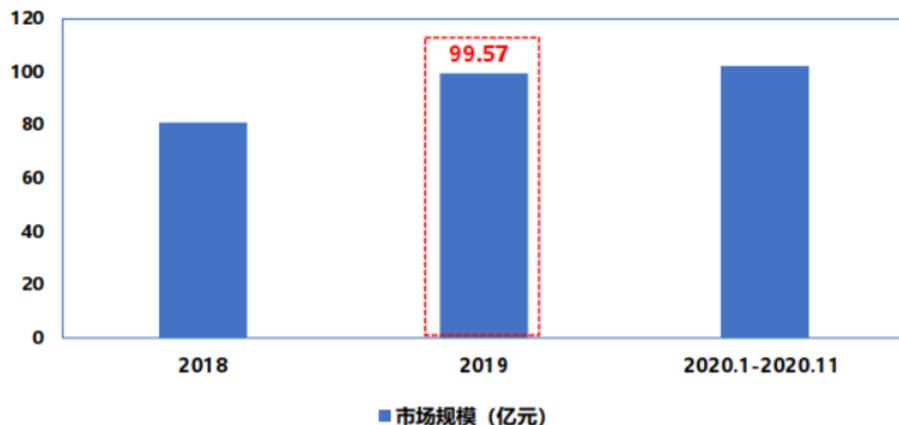
资料来源：WIND、中国电子元件行业协会、国信证券经济研究所整理

- MLCC离型膜的作用是将有机硅离型剂涂布于PET聚酯薄膜的表层上，在流延涂布时承载陶土层，是MLCC制造过程中的高消耗品。MLCC通常需要堆叠300-1000层陶瓷介质，每一层陶瓷介质的形成都需要相同的离型膜，MLCC离型膜的供应商主要是日本的帝人杜邦、三井化学、琳得科，韩国的SKC，中国台湾的南亚塑胶等，其中日本企业占据了绝大部分的市场份额，浙江的洁美是国内为数不多的MLCC离型膜生产厂商之一，后续太仓斯迪克、双星新材等多家公司也跟上了研发，市场规模约为100-110亿，高端产品存在大量国产替代的机会。

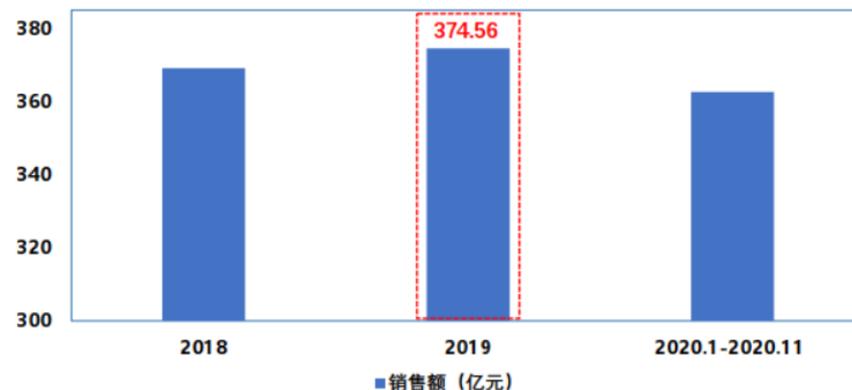
光学材料市场空间（三）：400亿+的窗膜（建筑+汽车）市场



中国建筑窗膜市场规模 (亿元)



中国汽车窗膜市场规模 (亿元)

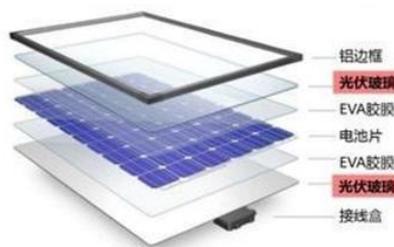


资料来源：研精毕智信息咨询有限公司、国信证券经济研究所整理

- 窗膜市场：2019年窗膜市场接近500亿，在节能环保、汽车消费升级的趋势下，预计保持稳健增长，目前国内玻璃窗膜企业在国际、国内的占有率都很低，美、日韩企业占据主导地位，伴随国内企业在光学膜片和基材的突破，国产替代也将是大势所趋。

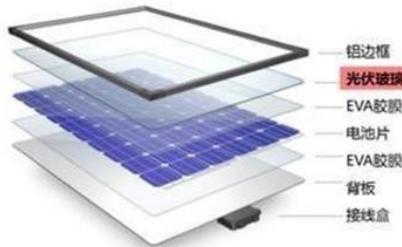
光伏用膜市场：透明背板方案拉动，30亿+市场利于头部供应商

双面双玻组件



示意图

单玻透明背板组件



优点 玻璃的稳定性好，防护能力强

缺点 由于是双面玻璃，重量大，成本高，运输和安装麻烦

使用场景 自然条件严苛的地区，如海边、沙漠

只有单面是玻璃，重量轻、成本低、便于运输和安装

有机物的稳定性较弱，仍待改善优化

自然条件相对温和的区域

■ **光伏用膜市场：**光伏发电解决方案中，单玻透明背板对BOPET薄膜形成有效拉动，该方案的优点是轻便、成本低，但稳定性和对环境适应能力较差，根据我们的测算2020年光伏用膜市场接近29亿，伴随“碳达峰”远期规划的步步落实，预计光伏用膜市场仍将维持较快增速。

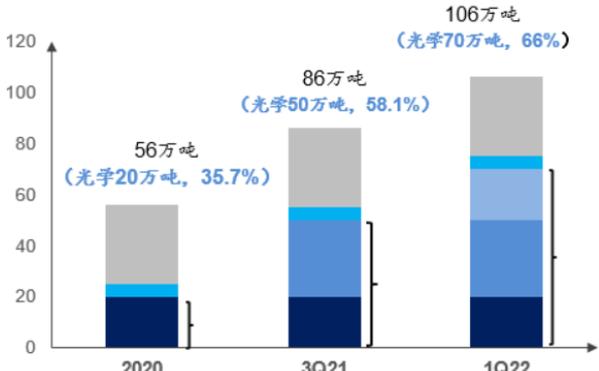
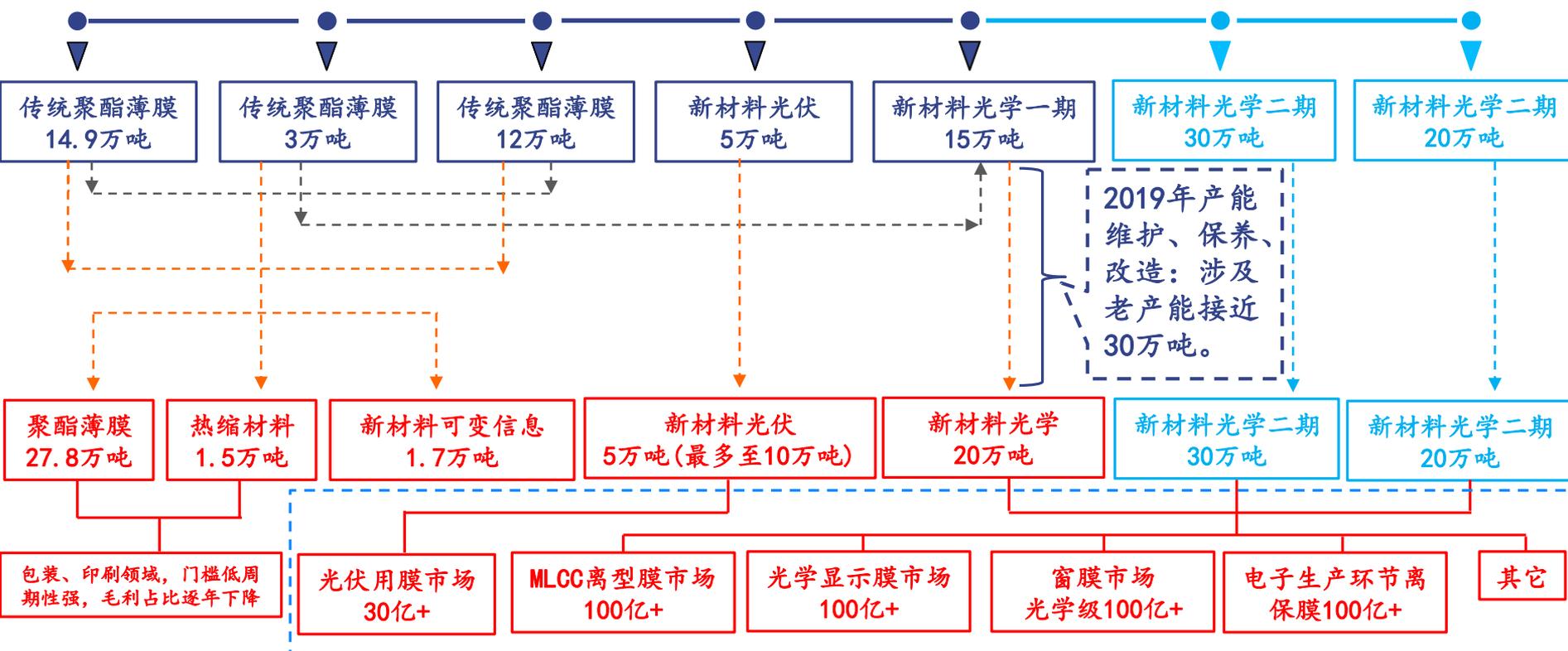
■ **头部公司对光伏膜的要求不断提升：**中来、赛伍这些大型光伏背板生产企业对于用膜稳定性要求与日俱增，因此只有物流指标优秀的产品才可进入核心供应商序列。

逻辑公式	类别	2018年	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
a	光伏新增装机保守情况 (GW)	106	115	132	150	180	210	240	270
b	容配比	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
c=a*b	按容配比计算组件生产量 (GW)	127	138	158	180	216	252	288	324
d	双面组件占比	23%	28%	34%	39%	45%	50%	55%	60%
e	双面透明背板组件占双面组件比例	8%	10%	13%	15%	18%	20%	23%	25%
f=c*(1-d)+c*d*e	考虑双面玻璃组件影响后的组件生产量 (GW)	100.5	103.0	111.7	120.3	135.8	151.2	165.2	178.2
g	每万千瓦需要用太阳光伏背板面积 (万平米)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
h=g*f	光伏背板需求量 (亿平米)	5.03	5.15	5.59	6.02	6.79	7.56	8.26	8.91
i=h	光伏PET薄膜需求量 (亿平米)	5.33	5.46	5.92	6.38	7.20	8.01	8.76	9.44
j	光伏PET薄膜厚度 (微米)	300	300	300	300	300	300	300	300
k	每平米PET薄膜密度 (g/cm ³)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
l=i*j*k	光伏PET薄膜需求量 (万吨)	22.4	22.9	24.9	26.8	30.2	33.7	36.8	39.7
m	光伏PET薄膜单价 (万元/吨)	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
n=l*m	光伏PET薄膜市场规模 (亿元)	25.7	26.4	28.6	30.8	34.8	38.7	42.3	45.6
yoy		-1.9%	2.5%	8.5%	7.8%	12.8%	11.3%	9.3%	7.9%

资料来源：裕兴股份2020年报、国信证券经济研究所整理

双星核心看点：新材料-光学膜占比稳步提升

2011.5 2011.10 2013.6 2014.6 2016.10 2021.4-2021.10 2022.1-2022.3



- 2020年双星新材的新材料板块收入占比51%，贡献57%的毛利；其中市场较为关注的光学板块收入占比32%，贡献毛利33%；2021-2022年双星将陆续交付30、20万吨产能，这意味3Q2021年底公司光学产能将达到整体产能的58%、1Q2022公司光学产能占比将达到66%，我们认为这些产能的释放叠加公司光学膜技术升级的完成，双星将在总容量超过430亿的光学级用膜的各个细分市场持续发力；

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

双星新材：核心假设+盈利预测

■ 核心假设

(1) **产能**：2021年新投产的30万吨光学材料膜产能于下半年逐步达产，加权平均产能71万吨；2022年新投产的20万吨光学材料膜产能于一季度逐步达产，加权产能101万吨；2023年产能为106万吨；

(2) **2021年产量和产品结构**：公司光学级产能将于2021-2022年逐步交付，考虑到下游各子版块需求旺盛，预计全年产能利用率将从2020年的89%逐步提升至21年的92%；其中光学板块产品的放量最为突出，预计从12万吨提升至30万吨左右；若以三年为维度，新材料板块收入占比将逐年提升，2021-2023年收入占比分别为73%、81%和83%；毛利占比分别为77%、87%和90%。

(3) **单价及收入假设**：BOPET传统品类的单价从2020年4月份开始反弹，4Q20达到13000-14000元/吨高点，目前回落至10000元/吨的水平，我们判断公司2021年传统聚酯薄膜产品的价格均价将维持在当前水平；新材料板块产品的价格则会维持在12000元/吨+的水平；我们估计2021-2023年双星收入分别为70.7、99和115亿元。

■ 2020-2021E双星新材主要产品销量（万吨）

品类	2020年销量	2021年预计销量
新材料-光伏	7.43	10
新材料-可变信息	1.43	2.5
新材料-光学材料=显示类+非显示类	12	29.7
其中基材类：高保+MLCC基材	4.1	15.0
医用防护基材	2.0	1.7
光学膜基材	3.0	7.0
节能窗膜基材	1.5	3.0
复合基材	2.0	3.0
其中：光学膜片	3.0	6.0
热缩材料	1.36	3
聚酯薄膜	27.37	20
销量合计	49.6	65
产能	56	71
销量/产能	89%	92%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

双星新材：核心假设+盈利预测

类别 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
加权平均产能 (万吨)	35.5	56	71	101	106
增速		58%	27%	42%	5%
总收入	4472	5061	7071	9916	11467
增速	16%	13%	40%	40%	16%
其中：新材料膜		2779	5144	7989	9540
增速			85%	55%	19%
传统及其它		2283	1927	1927	1927
增速			-16%	0%	0%
毛利润	579	1141	1965	2606	3171
增速	-13%	97%	72%	33%	22%
归母净利润	173	721	1186	1653	2160
增速	-46%	315%	65%	39%	31%
综合毛利率	12.9%	22.5%	27.8%	26.3%	27.6%
其中：新材料膜毛利率		25.3%	29.6%	28.3%	29.8%
传统膜及其它毛利率		19.2%	23.0%	18.0%	17.0%
净利率	3.9%	14.2%	16.8%	16.7%	18.8%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

- 盈利预测结果：传统膜的毛利率2021年达到局部新高并逐年下滑；新材料板块2021年毛利接近30%，2022年因快速抢占市场，小幅下滑，2023年成品膜占比提升，毛利率有望回升；由于新材料膜毛利率高于传统膜且新材料膜的收入占比持续提升。综上基于以上核心假设，我们预计2021-2023年公司收入增速分别为40%、40%、16%；毛利率分别为27.8%、26.3%、27.6%；归母净利润分别为11.9亿元、16.5亿元、21.6亿元；归母净利润增速分别为65%、39%、31%。

■ 可对比公司

公司	股价 (元, 5月28)	PE			ROE (2021年)	市值(亿元)
		2020	2021E	2022E		
双星新材	14.16	13.8	9.9	7.6	12.60%	164
东材科技	15.3	37.3	31.3	19.4	10.70%	106
长阳科技	24.93	39.9	26.2	18.1	13.60%	71
激智科技	50.4	36.5	29.6	21.3	25.20%	78

■ 分部估值结果

类别	2021年毛利润(亿元)	2021年对应的PE估值	2021年目标市值(亿元)
传统板块	2.74	8	22
新材料板块	9.16	25~26	229~238
合计			250~260

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

- 投资建议：由于公司正处于快速变化的高成长阶段，不适用绝对估值方法，我们采用相对PE估值方法进行估值。预计2021年公司净利润中传统、新材料板块占比匹配于毛利，分别为2.74和9.16亿，给予传统板块8倍、新材料板块25~26倍的分部估值法（5月28日收盘价：激智、长阳PE-TTM估值为52、38倍、万德2021年一致预期净利润估值分别为30、26倍），目标市值250-260亿，目标股价21.6~22.5元；若2021年公司新材料膜类产品放量及市占率超预期，则新材料板块或将享有更高溢价，股价空间有望再度提升。

■ 市场宏观风险

未来，新冠疫情仍然给宏观经济带来了不确定性，如果未来新冠疫情影响反复导致宏观经济景气度低于预期，从而影响下游生产需求，则会对公司的收入和利润造成负面影响。

■ 公司经营风险

(1) 由于盈利预测的基础是公司50万吨新产能在明年一季度前逐步交付且达产，如果公司新产能交付及达产低于预期，则会对影响公司的业务拓展，从而对收入和利润造成负面影响。

(2) 公司新产能投入使用后，主要用于生产光学膜等新材料产品，光学膜等主要产品在上量供货前需要通过下游客户的验证，如果产品未通过客户验核，将会对公司产量和销量造成较大的负面影响，从而影响收入和利润的表现。

■ 估值风险

我们采用相对PE估值得到公司的目标市值是250亿元，该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的。相对估值法中，我们选取了业务相近公司进行比较，基于定性对比分析给予了公司新材料业务与激智科技、长阳科技相近的估值水平，可能未充分考虑可比公司估值偏高或者公司业务拓展的不确定性。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元),	4,472	5,061	7,071	9,916	11,467
(+/-%),	15.9%	13.2%	39.7%	40.2%	15.6%
净利润(百万元),	173	721	1186	1653	2160
(+/-%),	-46.0%	315.3%	64.6%	39.4%	30.7%
摊薄每股收益(元),	0.15	0.62	1.03	1.43	1.87
EBIT Margin,	8.2%	19.5%	21.1%	20.3%	22.0%
净资产收益率(ROE),	2.3%	8.7%	12.6%	15.2%	16.9%
市盈率(PE),	94.4	22.7	13.8	9.9	7.6
EV/EBITDA,	22.3	12.9	9.4	7.3	5.9
市净率(PB),	2.14	1.97	1.75	1.51	1.28

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

利润表(百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入,	5061	7071	9916	11467
营业成本,	3920	5106	7310	8297
营业税金及附加,	21	28	40	46
销售费用,	20	35	40	46
管理费用,	111	409	509	552
财务费用,	27	8	12	14
投资收益,	25	28	30	33
资产减值及公允价值变动,	34	37	41	45
其他收入,	(186)	(170)	(170)	(100)
营业利润,	835	1379	1907	2491
营业外净收支,	(3)	0	0	0
利润总额,	832	1379	1907	2491
所得税费用,	112	193	254	331
少数股东损益,	0	0	0	0
归属于母公司净利润,	721	1186	1653	2160

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

资产负债表(百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物,	1748	785	1083	2542
应收款项,	1246	1647	2173	2356
存货净额,	1179	1610	2321	2627
其他流动资产,	750	919	1190	1261
流动资产合计,	4924	4961	6767	8786
固定资产,	4266	5339	5691	5759
无形资产及其他,	334	321	308	294
投资性房地产,	694	694	694	694
长期股权投资,	0	0	0	0
资产总计,	10218	11315	13460	15533
短期借款及交易性金融负债,	0	0	0	0
应付款项,	1180	1417	1856	1891
其他流动负债,	720	513	731	826
流动负债合计,	1901	1930	2588	2717
长期借款及应付债券,	0	0	0	0
其他长期负债,	7	7	7	7
长期负债合计,	7	7	7	7
负债合计,	1907	1937	2595	2724
少数股东权益,	0	0	0	0
股东权益,	8310	9378	10865	12809
负债和股东权益总计,	10218	11315	13460	15533



关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.62	1.03	1.43	1.87
每股红利	0.03	0.10	0.14	0.19
每股净资产	7.19	8.11	9.40	11.08
ROIC	11%	15%	18%	21%
ROE	9%	13%	15%	17%
毛利率	23%	28%	26%	28%
EBIT Margin	20%	21%	20%	22%
EBITDA Margin	28%	27%	26%	28%
收入增长	13%	40%	40%	16%
净利润增长率	315%	65%	39%	31%
资产负债率	19%	17%	19%	18%
息率	0.2%	0.7%	1.0%	1.3%
P/E	22.7	13.8	9.9	7.6
P/B	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	12.9	9.4	7.3	5.9

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	721	1186	1653	2160
资产减值准备	38	32	15	5
折旧摊销	431	446	587	686
公允价值变动损失	(34)	(37)	(41)	(45)
财务费用	27	8	12	14
营运资本变动	507	(939)	(835)	(426)
其它	(38)	(32)	(15)	(5)
经营活动现金流	1624	656	1364	2374
资本开支	(954)	(1500)	(900)	(700)
其它投资现金流	35	372	0	(558)
投资活动现金流	(919)	(1128)	(900)	(1258)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(35)	(119)	(165)	(216)
其它融资现金流	(102)	0	0	0
融资活动现金流	(172)	(119)	(165)	(216)
现金净变动	533	(591)	298	900
货币资金的期初余额	749	1283	692	990
货币资金的期末余额	1283	692	990	1890
企业自由现金流	840	(709)	601	1750
权益自由现金流	738	(716)	590	1738

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±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±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

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM