

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

双星新材 (002585)

买入

化学新材料 II

重大事件快评

(维持评级)

2021年06月15日

# 产能订单持续验证，国产替代进入加速期

证券分析师：姜明

jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980521010004

## 事项：

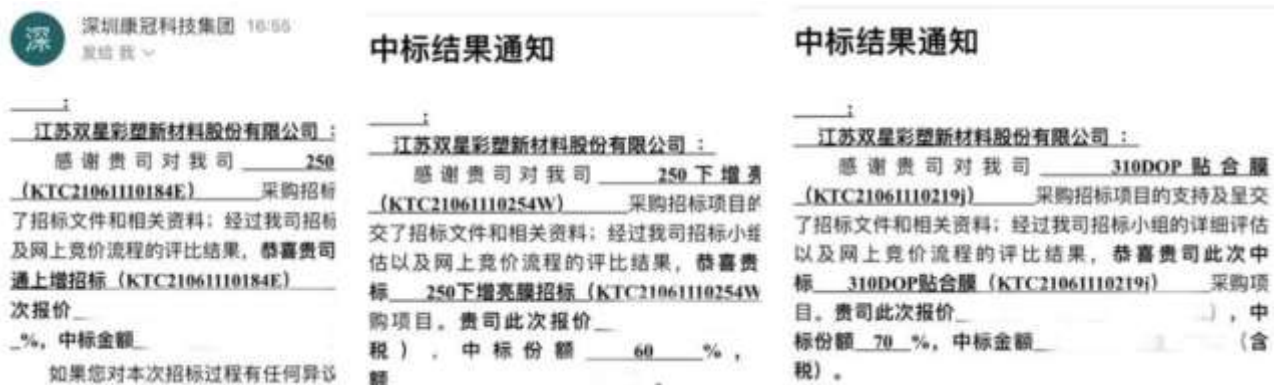
双星新材官网公布：1) 2021年交付的30万吨2亿平米光学膜片项目中的D-5车间、D-8车间于6月10日上午正式投产，上述车间产能具备年产大尺寸光学膜片1000万平方，高端棱镜及复合膜片6000万平方，约占项目总产能的35%，公司远期规划光学膜片的收入超过20亿元；2) 6月11日公司参加深圳康冠科技集团招标会，其中三款光学膜片产品：250下增亮膜、250上增亮膜和310DOP贴合膜顺利中标，此次中标的各款产品分别获得康冠科技该款产品60%-70%市场需求份额。

图2：双星新材二亿平光学项目部分产能投产



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图3：双星新材中标康冠项目：增亮膜、复合膜



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**国信中小盘观点：**1) 伴随光伏、面板、电子、手机、新能源汽车、5G 产业链在国内的扎根布局，新材料领域的各类 BOPET 用膜的产业内迁和国产替代已进入加速期；2) 新产品的开发会使得下游应用场景不断扩大，继而拉动本轮传统+新材料膜产品景气度的持续上行；3) 上下游一体化布局开发将会是头部参与者构建核心竞争力的必然趋势，双星本次产能释放以及订单落地仅是整个产业趋势的一个缩影，并再次验证公司一体化开发的竞争优势及在各细分功能膜领域的订单放量、市占率提升的长期逻辑。4) 投资建议：维持盈利预测不变，预计公司 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；净利润增速分别为 65%、39%、31%，对应当前股价 PE 为 16.8/12.1/9.3X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济失速、新产能交付及达产低于预期、新材料产品推进进度低于预期。

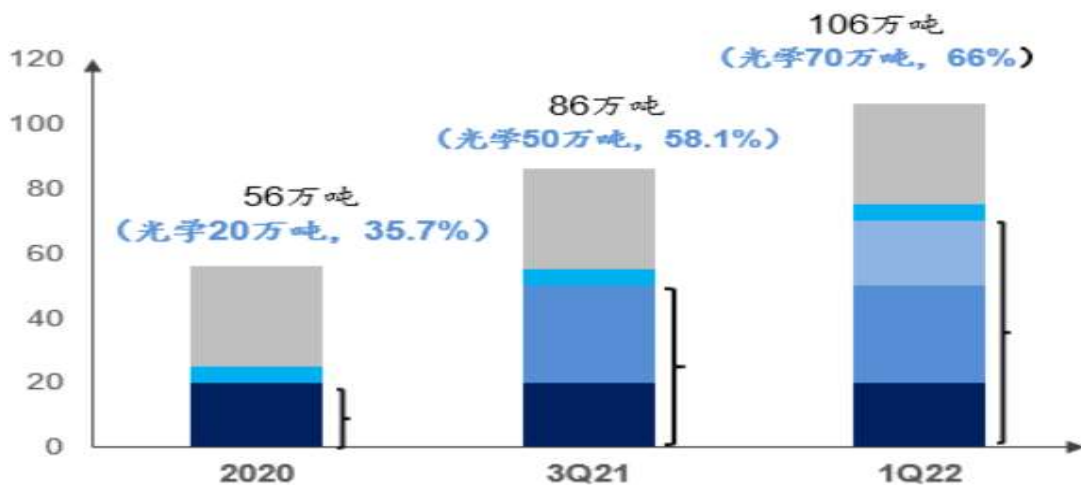
## 评论：

### ■ 公司层面：产能和订单超预期，光学膜有望成为国内全品类量产最大供应商

**公司光学膜片渗透效率及产能投放节奏超预期：**双星光学显示膜 18-19 年完成技术突破并开始逐步放量，2020 年 3 万吨光学膜片主要供应韩国三星，2021 年公司加快对国内客户的突破，2Q 的海信、3Q 的康冠都迎来重大合同放量，预计伴随 2 亿平方米产能的完全交付，未来有望在面板大客户中迎来重大订单突破。

**切片-基膜-成品膜一体化开发再次被验证，终端以中高端产品为主，2021 年底有望成为国内全品类量产最大供应商之一：**电视面板行业基于显示效果、良率、人工成本的维度考量，未来复合膜替代多张单品功能膜已成为趋势；当前新进入者若依然从单品膜，特别是技术难度较低的单品膜种去渗透国内市场意义并不大，2020 年公司供三星产品主要是高附加值的增亮和复合膜，21 年 2 季度开发的海信、3 季度的康冠同样保持上述态势，基于上述信息，我们推断：1) 公司从切片-基膜-成品膜的一体化技术路径完成突破再度被验证；2) 4Q2021 公司累计光学膜产能达到 3 亿平，届时公司将能在多种单品膜、复合膜实现量产和稳定供应，双星和终端面板客户的联合开发产品比重、终端客户直采额都将稳步提升；3) 从产能释放节奏看，双星有望在 2022 年成为国内最大光学显示膜供应商。

图 4：双星新材光学产能投放节奏



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

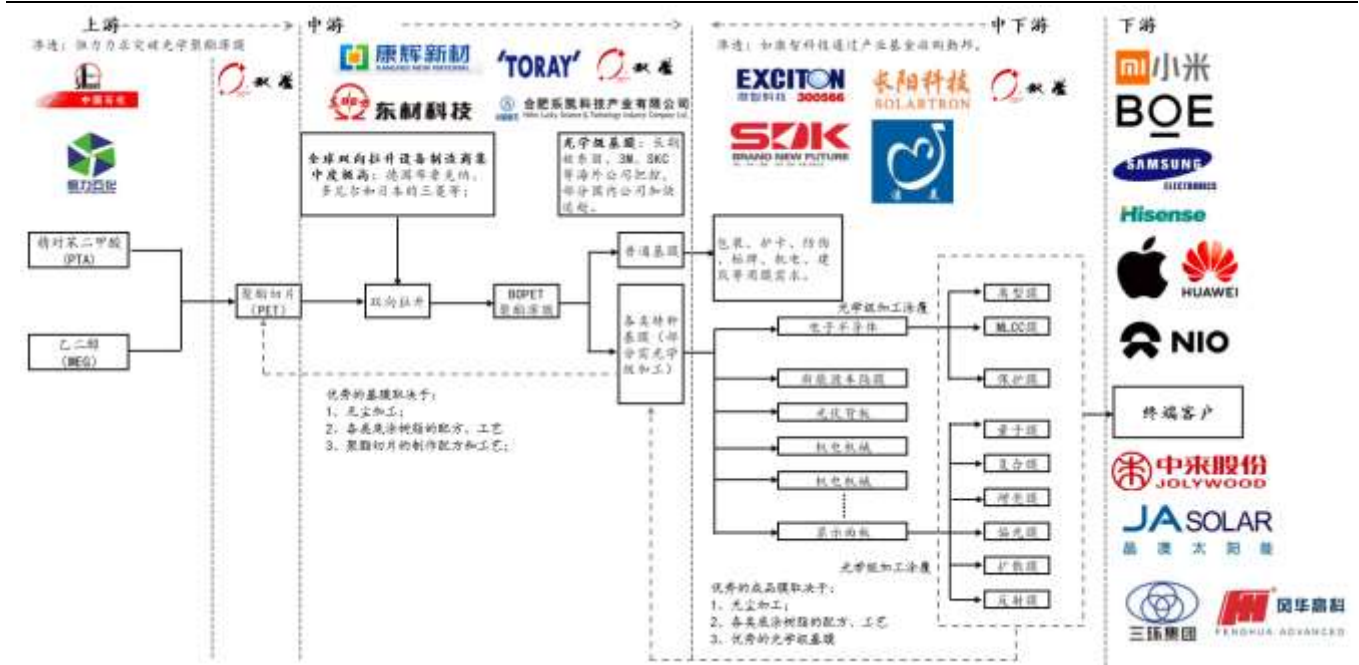
**换个角度去思考当前无法证伪的当前分歧：**目前双星、激智、长阳、东材在光学膜领域都有所突破，投资人往往无法验证哪个标的最有优势，最终谁会是中国市场的 NO1，这里我们可以换个角度去思考这个问题：1) 目前技术难度较高的复合膜放量主要是激智、双星；2) 双星的成品膜已完成高端产品继三星之后，在国内客户突破，那么其自研的基膜产品指标原则上已达到主流水平，同样的产品会具备较强的成本优势；3) 退一步说，即使双星的产品指标并不是市场中最好的，但公司已在基膜、成品膜完成了最为困难的 0 到 1 的一体化开发和放量，动态的看，公司在现有基础上对产品进行技术迭代和升级会很难吗？对此，我们的持乐观态度，当然最终的验证还是订单、收入、毛利和净利指标的逐步验证。

■ **行业层面：风口上的 BOPET 功能膜，将迎来国产替代主升浪**

我们曾在之前的深度报告《基材之上，万膜生长—全链布局的双星新材》中描述：“不应孤立看待 BOPET 在传统、新材料领域的应用和整体景气度的回升，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上行”，我们只要仔细观察光学级 BOPET 膜的下游市场，就会发现体现为：

**新材料产业链核心企业快速向国内转移，全产业链进口替代已是大势所趋：**核心企业如光伏产业链（光伏用膜相关）的隆基、赛伍；面板（光学膜片相关）的京东方、TCL；其它还包括手机、5G、新能源车辆（OCA 膜；MLCC 用膜在 5G、新能源车辆中大幅增加）等行业也同样如此；从供应链的角度看，国内膜公司对国外的进口替代已进入加速期，这可以从部分上市公司的布局得到验证，譬如激智、长阳的显示膜布局；斯迪克、洁美科技在 OCA、MLCC 的产品开发。

图 5：BOPET 部分功能膜产业链梳理



资料来源:国信证券经济研究所整理

**上下游一体化是趋势，门槛在于技术、上游投资强度：**目前 BOPET 功能膜的产业趋势是上下游一体化布局，即：切片-基膜-成品功能膜，譬如：激智收购宁波勤邦（基膜）；长阳增加基膜产能、斯迪克布局 MLCC 和 OCA 基膜产能、恒力石化从原材料切片拓展至基膜，产业链参与者一体化布局的原因在于：

- 1) 基材自供有成本优势;
- 2) 可以根据终端功能膜产品的用途调整基膜配方和物理属性。
- 3) 疫情阶段, 不受海外基膜供应链波动的影响。

一体化开发虽然是行业趋势, 但依然会有诸多门槛, 主要表现在:

**1) 工艺、技术:** 无论是上游切下游成品膜、还是下游切上游基膜, 工艺和技术依然是最重要的门槛, 下游终端的难度在于树脂底涂改性、涂覆工艺; 上游基膜难度在于材料配方、拉升工艺; 合格的产品往往要经历实验室开发、商业应用价值、客户认可和导入三个阶段, 这往往要建立在长期的经验、技术积累之上。

**2) 下游切上游, 资金壁垒高:** 相抵而言, 行业上游的投资强度要高于下游, 对比长阳、激智、长阳、双星的定增或 IPO 项目, 可以明显看到一旦涉及到基膜的产品开发, 投资强度往往是数倍于下游后道涂覆工艺。

**表 6: 部分膜公司 IPO 及定增项目梳理**

上市公司	IPO 或定增新材料项目	产能 (千万平方米)	总投资额 (亿元)
长阳科技	成品膜-反射膜	9	2.97
激智科技	成品膜-增亮膜	1.5	2.32
激智科技	成品膜-扩散反射膜	3.9	2.14
东材科技	基膜+成品膜 (OLED 制程保护膜、减粘膜和柔性面板功能胶带)	1	4.2
双星新材	光学级切片+基膜+成品膜 (光学膜、窗膜、ITO 膜及柔性电路板)	10	16
双星新材	光学级切片+基膜+成品膜 (光学膜基膜+成品膜、窗膜、ITO 膜及柔性电路板)	20	38

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## ■ 核心观点和投资建议

1) 伴随光伏、面板、电子、手机、新能源汽车、5G 产业链在国内的扎根布局, 新材料领域的各类 BOPET 用膜的产业内迁和国产替代已进入加速期; 2) 新产品的开发会使得下游应用场景不断扩大, 继而拉动本轮传统+新材料膜产品景气度的持续上行; 3) 上下游一体化布局开发将会是头部参与者构建核心竞争力的必然趋势, 双星本次产能释放以及订单落地仅是整个产业趋势的一个缩影, 并再次验证公司一体化开发的竞争优势及在各细分功能膜领域的订单放量、市占率提升的长期逻辑。4) 投资建议: 公司新材料板块 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% 预计公司 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; 净利润增速分别为 65%、39%、31%, 对应当前股价 PE 为 16.8/12.1/9.3X, 维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

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
<b>流动资产合计</b>	<b>4924</b>	<b>4961</b>	<b>6767</b>	<b>8786</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>10218</b>	<b>11315</b>	<b>13460</b>	<b>15533</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>1901</b>	<b>1930</b>	<b>2588</b>	<b>2717</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7
<b>长期负债合计</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>负债合计</b>	<b>1907</b>	<b>1937</b>	<b>2595</b>	<b>2724</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	8310	9378	10865	12809
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10218</b>	<b>11315</b>	<b>13460</b>	<b>15533</b>

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%	0.6%	0.8%	1.1%
P/E	27.7	16.9	12.1	9.3
P/B	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	15.4	11.3	8.7	7.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5061</b>	<b>7071</b>	<b>9916</b>	<b>11467</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>832</b>	<b>1379</b>	<b>1907</b>	<b>2491</b>
所得税费用	112	193	254	331
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>721</b>	<b>1186</b>	<b>1653</b>	<b>2160</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>721</b>	<b>1186</b>	<b>1653</b>	<b>2160</b>
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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1624</b>	<b>656</b>	<b>1364</b>	<b>2374</b>
资本开支	(954)	(1500)	(900)	(700)
其它投资现金流	35	372	0	(558)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(919)</b>	<b>(1128)</b>	<b>(900)</b>	<b>(1258)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>(172)</b>	<b>(119)</b>	<b>(165)</b>	<b>(216)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>533</b>	<b>(591)</b>	<b>298</b>	<b>900</b>
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

## 相关研究报告

《国信证券-双星新材-002585-深度报告：基材之上，万膜生长—全链布局的双星新材》——2021-06-01

## 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

## 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