

证券研究报告—动态报告

基础化工

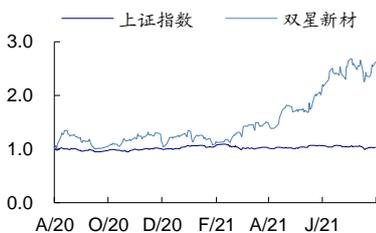
化学新材料 II

双星新材(002585)
买入

21年半年报财报点评

(维持评级)

2021年08月10日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,156/880
总市值/流通(百万元)	24,097/18,335
上证综指/深圳成指	3,495/14,941
12个月最高/最低(元)	22.00/7.83

相关研究报告:

《双星新材-002585-重大事件快评:产能订单持续验证,国产替代进入加速期》——2021-06-15

《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

证券分析师:姜明

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

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

新材料贡献持续提升,盈利环增六个季度

事件: 公司 1H21 收入 26.4 亿元,同比增长 23.1%,毛利率 33.7%,较去年同期增加 14.5 个百分点,净利率 22.86%,实现净利 6.04 亿元,同比增长 160.3%,较预增上限 5.8 亿元增加 2000 万元,超市场和我们的预期。

● 加速向新材料转型,新材料收入占比持续提升

整体来看,2021 年 1Q、2Q 收入分别为 12.8 和 13.6 亿元,同比增长分别为 31.1% 和 16.4%,我们认为 2 季度增速环比放缓一方面因为去年 1 季度疫情影响下基数低,另一方面新材料板块是从去年 1 季度逐步爬坡;此外,2 季度环比 1 季度微增 0.8 亿元,源于今年 30 万吨光学二期前期产能是从 4 月份逐步交付,未能有效体现在当季。分板块来看,新材料四大板块光学、新能源、可变信息和热缩膜有不同程度增长,分别为 25%、113%、40% 和 20%,传统包装膜同比下滑 5.7%,这意味公司继续加快部分具备升级潜力的传统产能向新材料板块的转移。整体来看,四大新材料板块合计贡献收入 17.6 亿元,占收入比重 67%,较去年提升 11 个百分点,公司向新材料转型的速度在不断加速,伴随 30 万吨产能在今年 9 月的交付,未来新材料收入占比将会持续提升。

● 各板块景气度呈上行态势,毛利率持续改善

整体来看,1H21 公司毛利率持续改善主要原因包括:1) 高毛利的新材料板块收入占比提升;2) 传统板块毛利率水平好于去年同期水平。分板块来看,四大新材料板块毛利率分别为 38.9%、34.3%、46.5% 和 32.4%,同比分别提升 18、14、4 和 5 个百分点,环比提升幅度分别为 13、8、7 和 21 个百分点。新材料板块整体贡献毛利 6.61 亿,占整体比重 74%,同比、环比分别提升 5、19 个百分点。综上,公司所有板块景气度呈上行态势,其中光学膜的毛利率提升最为明显,我们认为大概率来自终端显示膜在海信、三星的持续放量;新能源板块的良好表现则来自于下游光伏的景气度上行。

● 风险提示:产能未能及时交付;新产品未通过客户核验收。
● 投资建议:上调盈利预测,维持“买入”评级

考虑到公司盈利能力改善,上调盈利预测,预计 2021-2023 年归母净利润分别为 13.2/18.6/24.1 亿元(21-23 年上调幅度 11%/12%/11%),分别同比增长 82.7%/41.1%/29.5%。通过分部估值方法,得出公司的合理估值约为 29.5 元,维持“买入”评级。

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	6,236	8,753	11,610
(+/-%)	15.9%	13.2%	23.2%	40.4%	32.6%
净利润(百万元)	173	721	1317	1858	2405
(+/-%)	-46.0%	315.3%	82.7%	41.1%	29.5%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.62	1.14	1.61	2.08
EBIT Margin	4.9%	16.4%	26.4%	25.7%	24.2%
净资产收益率(ROE)	2.3%	8.7%	13.9%	16.6%	18.0%
市盈率(PE)	138.9	33.4	18.3	13.0	10.0
EV/EBITDA	39.2	20.6	12.2	9.2	7.7
市净率(PB)	3.15	2.90	2.54	2.16	1.81

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

事件: 公司 1H21 收入 26.4 亿元同比增长 23.1%，毛利率 33.7%，较去年同期上升 14.5 个百分点，毛利额 8.9 亿元，同比增长 115%；净利率达 22.86%，同比提升 12 个百分点，实现净利 6.04 亿元，同比增长 160.3%，较预增上限 5.8 亿元增加 2000 万元，超市场和我们的预期。

点评:

一、收入端

整体: 1H21 收入 26.4 亿，同比增速 23.1%，其中 1Q、2Q 收入分别为 12.8 和 13.6 亿元，同比增长分别为 31.1%和 16.4%，我们认为 2 季度增速环比放缓一方面是因为去年 1 季度疫情影响下的低基数，另一方面是公司的新材料板块是从去年 1 季度逐步爬坡；此外，2 季度环比 1 季度微增 0.8 亿元，源于今年 30 万吨光学二期前期产能是从 4 月份逐步交付，未来有效体现在当季；

分板块: 新材料四大板块光学、新能源、可变信息和热缩膜有不同程度增长，分别为 25%、113%、40%和 20%，传统包装膜同比下滑 5.7%，考虑到 1H21 包装膜市场价格同比正增长，这意味公司继续加快部分具备升级潜力的传统产能向新材料板块的转移，如新能源、热缩膜板块；值得一提的是，即使对比 2H21（下半年通常为旺季），上述板块中除包装膜、光学膜收入环比下滑 36%、4%，新能源、可变信息和热缩材料分别增长 27%、49%和 90%，一定程度体现了下游的强劲需求；整体来看，四大新材料板块合计贡献收入 17.6 亿，占收入比重 67%，较去年提升 11 个百分点，意味着公司向新材料转型的速度在不断加速，伴随 30 万吨产能在今年 9 月的交付，未来新材料收入占比将会持续提升。

二、毛利和毛利率

整体: 1H21 公司实现毛利额 8.9 亿，同比增长 115%，环比增长 22%；毛利率达 33.7%，同比提升 14.5 个百分点，环比提升 8.7 个百分点；毛利率持续改善主要原因包括：1）高毛利的新材料板块收入占比提升；2）传统板块毛利率水平好于去年同期水平；分季度来看，2 季度实现毛利额 4.7 亿，同比增长 113%，环比增长 13%，毛利率 34.7%，环比改善 2 个百分点。

分板块-毛利额: 光学、新能源、可变信息和热缩膜四大板块的毛利额同比分别增长 134%、256%、55%和 42%，传统包装膜毛利额同比增长 87%；环比 2H20 来看，新材料板块毛利额分别增长 46%、65%、75%和 429%；传统包装膜毛利额下滑 29%；

分板块-毛利率: 四大新材料板块分别为 38.9%、34.3%、46.5%和 32.4%，同比分别提升 18、14、4 和 5 个百分点，环比提升幅度则为 13、8、7 和 21 个百分点；传统包装板块得益于 1 季度景气度高点，毛利率达 25.8%，较去年同期提升 12.8 个百分点，环比提升 2.3 个百分点。新材料板块整体贡献毛利 6.61 亿，占整体比重 74%，同比、环比分别提升 5、19 个百分点。

综合来看，公司所有板块景气度呈上行态势，其中光学膜的毛利率提升最为明显，我们认为大概率来自终端显示膜在海信、三星的持续放量；新能源板块的良好表现则来自于下游光伏的景气度上行。

三、净利润和净利润率

1H21 公司净利率达 22.86%，同比提升 12 个百分点，实现净利 6.04 亿，同比增长 160.3%，其中 1Q、2Q 的净利润率分别为 21.6%和 24.1%，同比分别提升 12.6、11.7 个百分点；2 季度环比 1 季度改善 2.5 个百分点，净利率创 2011 年以来的新高。净利率方面，1Q、2Q 和 1H21 净利润分别为 2.76、3.28 和 6.04 亿，同比增速为 215%、127%和 160%，2 季度增速放缓还是因为去年 1 季度的低技术效应。

投资建议：

在新材料国产替代的大背景下，公司在 18-19 年完成技术突破和产线技改，新材料板块收入和利润占比稳步提升，2020-2Q21 连续 6 个季度业绩持续正增长；目前新材料板块的收入、毛利及占比的趋势持续超我们预期，公司在 2H21、1Q22 还将分别投放 30、20 万吨的光学膜产能，预计匹配的后道涂覆产能大概率超过 2 亿平，公司有望在光学显示成品膜、MLCC 等光学非显示成品膜持续突破和放量，继而拉动新材料板块收入、毛利的持续提升，我们上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 13.2/18.6/24.1 亿元（21-23 年上调幅度 11%/12%/11%），分别同比增长 82.7%/41.1%/29.5%。通过分部估值方法，得出公司的合理估值约为 29.5 元，维持“买入”评级。

表 1：公司分布估值结果

类别	2022 年净利润(亿元)	2021 年对应的 PE 估值	目标市值(亿元)
传统板块	2.6	8	21
新材料板块	16	20	320
合计			341

资料来源:国信证券经济研究所预测

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	1748	1147	1735	3028	营业收入	5061	6236	8753	11610
应收款项	1246	1452	1919	2386	营业成本	3920	4131	5928	8067
存货净额	1179	1275	1846	2548	营业税金及附加	21	25	35	46
其他流动资产	750	811	1050	1277	销售费用	20	31	35	46
流动资产合计	4924	4685	6550	9239	管理费用	268	400	504	640
固定资产	4266	5339	5691	5759	财务费用	27	7	10	13
无形资产及其他	334	321	308	294	投资收益	25	28	30	33
投资性房地产	694	694	694	694	资产减值及公允价值变动	34	37	41	45
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(29)	(170)	(170)	(100)
资产总计	10218	11039	13243	15986	营业利润	835	1536	2143	2774
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(3)	0	0	0
应付款项	1180	1122	1477	1835	利润总额	832	1536	2143	2774
其他流动负债	720	414	591	811	所得税费用	112	220	285	369
流动负债合计	1901	1536	2068	2646	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	721	1317	1858	2405
其他长期负债	7	7	7	7					
长期负债合计	7	7	7	7	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1907	1543	2075	2653	净利润	721	1317	1858	2405
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	38	32	15	5
股东权益	8310	9495	11168	13332	折旧摊销	431	446	587	686
负债和股东权益总计	10218	11039	13243	15986	公允价值变动损失	(34)	(37)	(41)	(45)
					财务费用	27	7	10	13
关键财务与估值指标					营运资本变动	507	(695)	(730)	(813)
每股收益	0.62	1.14	1.61	2.08	其它	(38)	(32)	(15)	(5)
每股红利	0.03	0.11	0.16	0.21	经营活动现金流	1624	1031	1674	2233
每股净资产	7.19	8.21	9.66	11.53	资本开支	(954)	(1500)	(900)	(700)
ROIC	10%	17%	21%	24%	其它投资现金流	35	372	0	(558)
ROE	9%	14%	17%	18%	投资活动现金流	(919)	(1128)	(900)	(1258)
毛利率	23%	34%	32%	31%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	26%	26%	24%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	34%	32%	30%	支付股利、利息	(35)	(132)	(186)	(241)
收入增长	13%	23%	40%	33%	其它融资现金流	(102)	0	0	0
净利润增长率	315%	83%	41%	29%	融资活动现金流	(172)	(132)	(186)	(241)
资产负债率	19%	14%	16%	17%	现金净变动	533	(229)	588	734
息率	0.1%	0.5%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	749	1283	1054	1642
P/E	33.4	18.3	13.0	10.0	货币资金的期末余额	1283	1054	1642	2376
P/B	2.9	2.5	2.2	1.8	企业自由现金流	704	(336)	909	1608
EV/EBITDA	20.6	12.2	9.2	7.7	权益自由现金流	602	(342)	901	1597

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。

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