

## 新能源尖端新材料平台, 风电结构胶+光伏 ITO 双轮驱动

### ——康达新材公司首次覆盖报告

#### 报告要点:

#### ● 高端风电结构胶龙头企业, “新材料+军工” 领域双布局

康达新材成专注于中高端胶粘剂产品的研发、生产和销售, 是国内高端风电结构胶粘剂领域的龙头企业。公司坚持内生加外延的战略布局, 通过持续研发创新提升在新材料领域的竞争力, 并通过收购必控科技等公司切入军工电子等新领域, 扩张业务版图。

#### ● 风电装机高增长提升公司风电结构胶需求

我们假设十四五期间年均风电装机 50-55GW, 对应风电环氧结构胶年均需求约 3.85 万吨, 环氧基树脂年均需求约 22 万吨。随着风电叶片大型化趋势, 风电结构胶用量将超过测算数值。风电结构胶是胶粘剂领域的高端产品, 以通过 GL 认证作为准入门槛。2008 年康达新材成为首家通过 GL 认证的风电叶片胶国产厂商, 目前在该领域占据 70% 左右的市场份额。

#### ● 进军高端 ITO 靶材市场, 充分受益于 HJT 发展大趋势

公司 2021 年 7 月份收购惟新科技 72.51% 股权, 进军高端 ITO 靶材市场。惟新科技主要从事 ITO 靶材的研发、生产和销售, 技术支持方为清华大学化学工程系, 技术底蕴深厚。随着 HJT 电池未来进入大规模应用, 而 ITO 靶材作为 HJT 电池的重要材料之一, 需求有望大幅增长。

#### ● 军工业务提供稳定业绩来源

公司以晟璟科技为军工板块管理平台, 下辖必控科技与力源兴达两家子公司。受益于“十四五”期间国家对武器装备采购的进一步增加, 公司军工领域有望大幅增长。

#### ● 投资建议与盈利预测

未来风电装机量保持高景气、ITO 靶材受益于 HJT 电池的大规模量产、武器装备需求提升, 公司业绩增长确定性高。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 18.81/31.82/45.44/亿元, 同比增长-2.67%/69.22%/42.80%。2022 年上游原材料价格有望回落, 公司盈利水平有望回升, 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 0.10/4.54/5.51 亿元, 同比增长-95.15%/4259.05%/21.32%; 对应 EPS 分别为 0.04/1.80/2.18 元/股, 当前股价对应 PE 为 421.8/9.7/8.0, 首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

原材料价格波动风险; 风电装机量不及预期风险; 市场竞争加剧风险

#### 附表: 盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1066.07	1932.14	1880.64	3182.33	4544.38
收入同比 (%)	14.84	81.24	-2.67	69.22	42.80
归母净利润(百万元)	139.96	214.98	10.42	454.27	551.11
归母净利润同比 (%)	73.99	53.60	-95.15	4259.05	21.32
ROE (%)	6.56	9.21	0.45	16.68	16.96
每股收益 (元)	0.55	0.85	0.04	1.80	2.18
市盈率(P/E)	31.41	20.45	421.82	9.68	7.98

资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 买入|首次评级

当前价 17.41 元

#### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 20.29/10.11

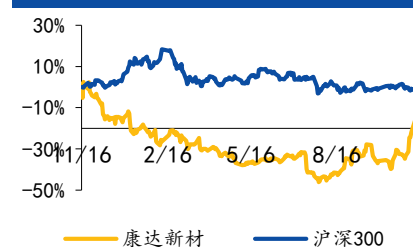
A 股流通股 (百万股): 250.85

A 股总股本 (百万股): 252.49

流通市值 (百万元): 4858.97

总市值 (百万元): 4890.79

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 胶粘剂行业领军企业，持续推进产品创新.....	4
2. 风电装机需求有望超预期，提升风电结构胶需求.....	7
3. 结构胶细分领域龙头，外延 ITO 靶材与军工业务.....	10
3.1 首家 GL 认证的环氧结构胶国产厂商，优质客户结构贡献业绩.....	10
3.2 原材料价格有望回落，公司盈利水平有望回升.....	12
3.3 进军高端 ITO 靶材市场，受益于 HJT 发展大趋势.....	14
3.4 “新材料+军工”双布局，军工业务提供稳定业绩来源.....	17
4. 盈利预测和投资评级.....	18

## 图表目录

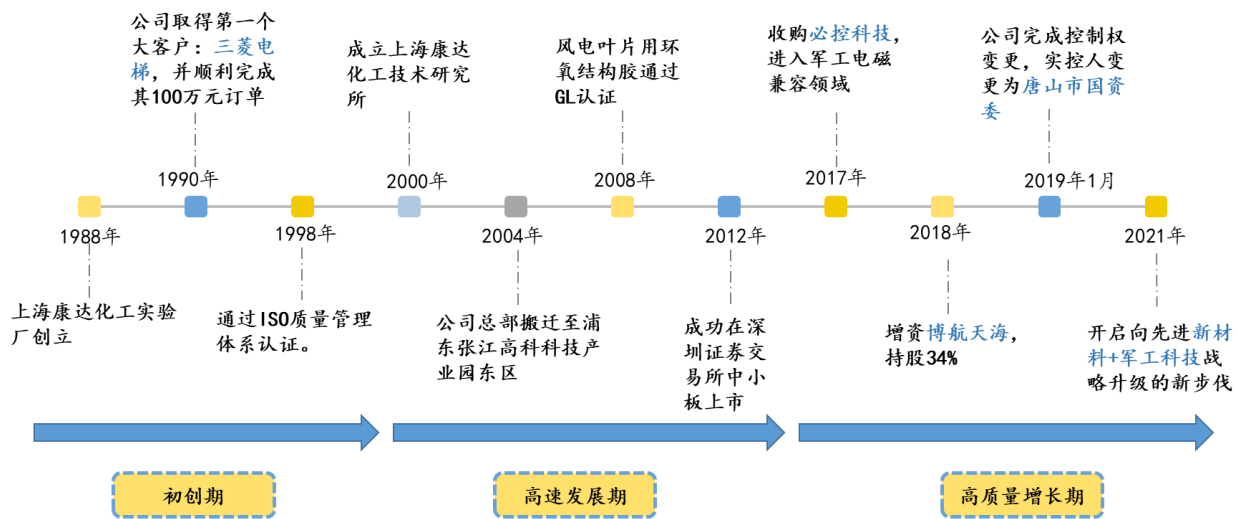
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司 2015-2020 年营收复合增速为 21.59%.....	5
图 3: 公司 2015-2020 年归母净利润复合增速为 13.82%.....	5
图 4: 公司环氧树脂结构胶产品贡献主要收入（单位：万元）.....	5
图 5: 公司逐年加大研发费用的投入.....	6
图 6: 截至 2021 年 Q3，公司股权架构图.....	6
图 7: 2020 年我国风电新增装机 57.8GW.....	7
图 8: 2008-2020 年我国风电累计装机量 CAGR 为 31.26%.....	7
图 9: 国内风机公开市场招标规模.....	8
图 10: 国内风电公开市场招标量（GW）.....	8
图 11: 风电叶片截面示意图.....	8
图 12: 国内 2020 年央企风电机组采购结构.....	9
图 13: 2010-2019 年全球风电新增装机量情况.....	10
图 14: GWEC 预测 2021-2025 年全球风电新增装机量.....	10
图 15: 2020 年全球前十风机制造商（按新增装机容量排名，单位：GW）.....	12
图 16: 2021Q3 公司销售毛利率下滑至 16.87%.....	13
图 17: 华东市场环氧树脂市场价（单位：元/吨）.....	13
图 18: 惟新科技主要产品包含 ITO 靶材及 ITO 粉末.....	15
图 19: 2021 年我国国防预算支出达 1.35 万亿.....	17
图 20: 2010-2017 年我国年度国防费构成.....	17
表 1: 国家发展改革委关于完善风电上网电价政策的通知.....	7
表 2: 风电结构胶需求测算.....	9
表 3: 风电叶片用环氧结构胶粘剂技术要求.....	10
表 4: 公司在国内风电结构胶市场的主要竞争对手.....	11
表 5: 公司环氧结构胶产品成本主要来自环氧树脂.....	12
表 6: 公司募投 6 万吨胶粘剂项目.....	13
表 7: ITO 靶材应用领域.....	14

表 8: 2020 年国内企业 GW 级 HJT 电池布局涌现 .....	16
表 9: HJT 对 ITO 靶材需求的拉动预测 .....	16
表 10: 必控科技和力源兴达的主要产品 .....	18
表 11: 相对估值表 .....	19

## 1. 胶粘剂行业领军企业，持续推进产品创新

新材料和军工领域双布局，高端风电结构胶粘剂龙头企业。康达新材成立于 1988 年，2012 年于深交所上市。公司专注于中高端胶粘剂产品的研发、生产和销售，产品包括环氧胶、聚氨酯胶、丙烯酸胶、SBS 胶粘剂等八大系列、数百种规格型号，广泛应用于风电叶片制造、软材料复合包装等工业市场和新能源领域。经过多年的发展，公司已成为国内高端风电结构胶领域的龙头企业。2017 年，公司收购必控科技切入军工领域，新增电磁兼容与电源模块等业务。未来公司将继续深耕功能性高分子新材料与军工电子行业中的细分领域，夯实“新材料+军工科技”的战略方向。

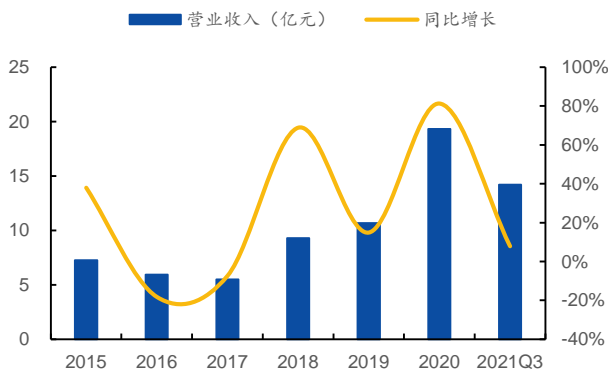
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

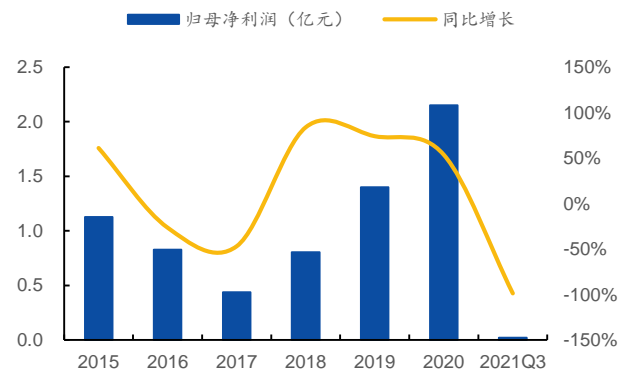
公司营收呈现稳健增长的趋势，营收受下游风电装机量影响较大。公司营业收入从 2015 年的 7.27 亿元增至 2020 年的 19.32 亿元，CAGR 为 21.59%，呈现稳健增长的趋势，期间公司的营收同比增速存在一定的波动，主要系公司的主要产品风电用环氧树脂结构胶的营收受下游风电新增装机波动的影响较大。受 2020 年国内风机抢装潮的影响，2021 年国内装机回落，2021Q3 公司营收为 14.21 亿元，同比增长 7.82%。受 2021 年上游原材料价格上涨及国内限电限产因素的影响，公司 2021Q3 归母净利润为 0.02 亿元，同比下降 98.79%。未来伴随着上游原材料价格的回落、国内限电政策的压力缓解，我们认为公司的盈利能力有望恢复。

图 2：公司 2015-2020 年营收复合增速为 21.59%



资料来源：Wind，国元证券研究所

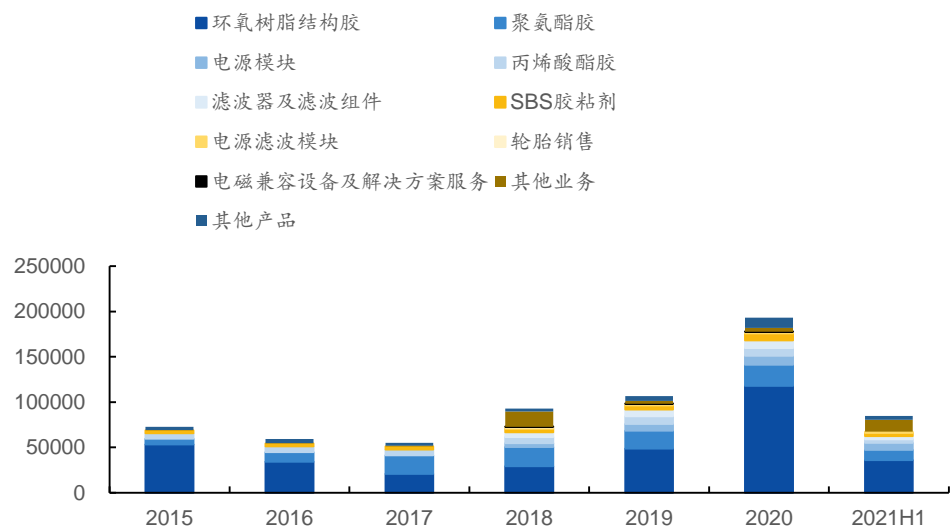
图 3：公司 2015-2020 年归母净利润复合增速为 13.82%



资料来源：Wind，国元证券研究所

公司产品结构多元化发展，环氧树脂结构胶贡献主要收入。公司涉及胶粘剂新材料、军工电子等业务领域，产品矩阵丰富。2020 年军工电子业务占总营收的比重为 10.46%，主要包含电源模块、滤波器及滤波组件等产品。2020 年公司胶粘剂类产品实现收入 16.89 亿元，其中环氧树脂结构胶为第一大业务。受风电行业抢装潮影响，2020 年公司环氧树脂结构胶实现营收 11.78 亿元，占总营收的比重为 60.97%。

图 4：公司环氧树脂结构胶产品贡献主要收入（单位：万元）

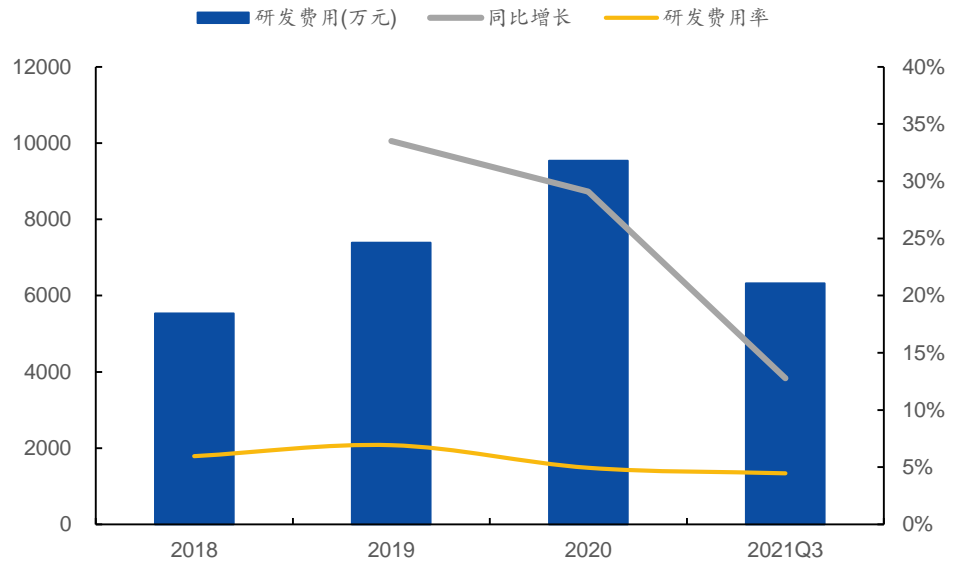


资料来源：Wind，国元证券研究所

重视产品研发及创新，2020 年研发费用达 0.95 亿元。公司在 2000 年设立上海康达化工技术研究所，现升级为产业研究院，专注于新能源和节能环保等新兴领域的产品研发。新材料产业研究院被认定为“国家企业技术中心”和“上海胶粘剂工程技术研究中心”，经审批设立企业博士后科研工作站，检测中心拥有 CNAS 认可的实验室资质，同时公司也是国内最早通过 GL 认证的企业。2020 年，公司共拥有技术人员 256 人，占员工总数的 26.15%，投入研发费用 0.95 亿元，同比增长 29%。

在持续的研发投入下，截至 2020 年底，公司共拥有 159 项专利，其中发明专利 79 项，公司不断推出性能优异、经济性好的产品，逐步替代进口，为公司的持续业绩增长提供动力。

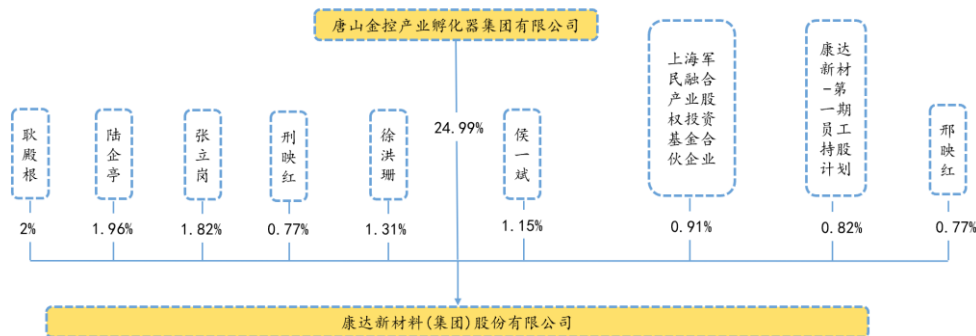
图 5：公司逐年加大研发费用的投入



资料来源：Wind，国元证券研究所

**实控人变更，成为国资背景企业。**2019 年 1 月，陆企亭及其一致行动人徐洪珊、储文斌转让 6270 万股给唐山金控孵化，唐山金控孵化成为公司最大控股股东，公司实际控制人变更为唐山市国资委，公司成为国资背景企业。陆企亭先生毕业于北京大学有机化学专业，从事胶粘剂研究近 50 年，是国内胶粘剂行业知名学者，中国丙烯酸酯胶粘剂学科带头人，现担任公司名誉董事长。

图 6：截至 2021 年 Q3，公司股权架构图



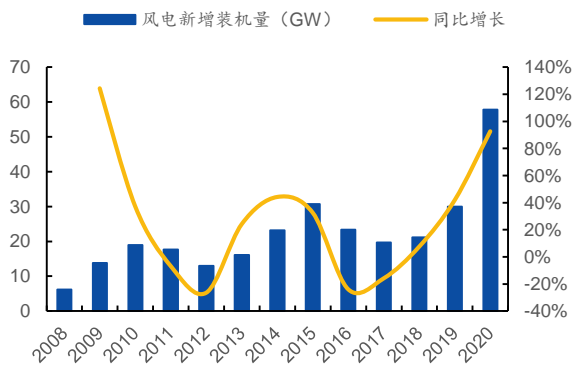
资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 2. 风电装机需求有望超预期，提升风电结构胶需求

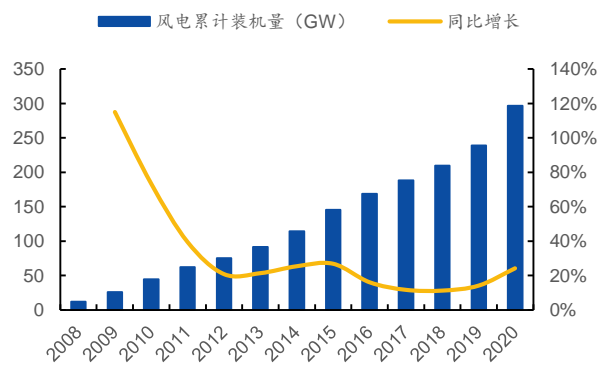
受益于技术创新和政策支持，我国风电装机量整体呈现高速增长的趋势。我国风电累计装机量由2008年的12.0GW增至2019年的239.1GW，CAGR为31.26%。平价政策出台，2020年国内迎来风电抢装潮。2019年5月国家发改委出台《关于完善风电上网电价政策的通知》，2018年底之前核准的陆上风电项目，2020年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。新政策的出台带来一轮抢装潮，2020年我国风电新增装机量达57.8GW，同比增长92.67%。

图7：2020年我国风电新增装机57.8GW

图8：2008-2020年我国风电累计装机量CAGR为31.26%



资料来源：CWEA, BloombergNEF, 前瞻产业研究院, 国元证券研究所



资料来源：CWEA, BloombergNEF, 前瞻产业研究院, 国元证券研究所

表1：国家发展改革委关于完善风电上网电价政策的通知

发布时间	政策	政策内容
2019-05	《关于完善风电上网电价政策的通知》	2019年I~IV类资源区新核准陆上风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元、0.52元，2020年指导价分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元、0.47元。指导价低于当地燃煤机组标杆上网电价的地区，以燃煤机组标杆上网电价作为指导价。 2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年调整为每千瓦时0.75元。

资料来源：中国政府网, 国元证券研究所

2021年Q3国内风电招标规模超过2020年，全年有望达55GW。2021年风电行业继续维持对新增装机的需求，根据金风科技和明阳智能的官网数据（统计口径或有差异），2021年Q3国内风机公开市场招标规模约为42-48GW，超过2020年同期水平，我们预计2021年风机招标规模将达55GW左右。

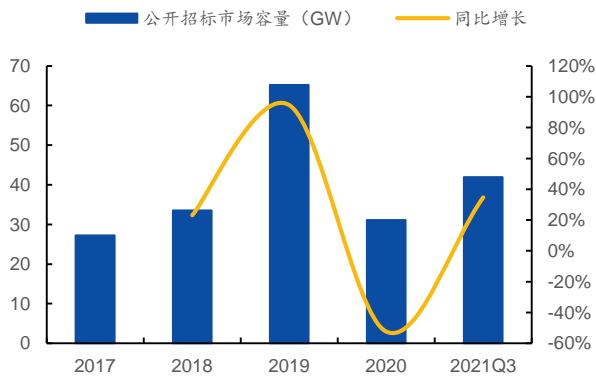
风机招标规模高增长，预示未来1-2年国内风电装机高景气。风机机组订单的平均交付周期在1-2年左右，我们认为当年风电招标规模可作为预测未来1-2年风电装机量的参考依据。基于2021年国内风机招标规模超预期，我们预计2022-2023年

国内风电新增装机增长规模明确。

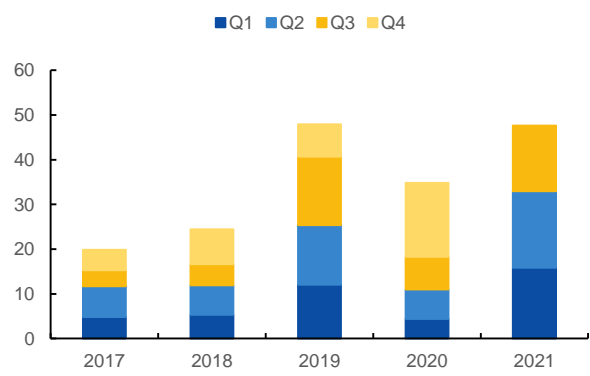
长期来看，我们认为“十四五”期间风电装机将继续维持高速增长的趋势。2020年10月，《风能北京宣言》制定科学明确的中国风电未来五年和中长期发展规划，“十四五”期间保证年均新增装机50GW以上，2025年后，中国风电年均新增装机容量应不低于60GW。

图 9：国内风机公开市场招标规模

图 10：国内风电公开市场招标量 (GW)



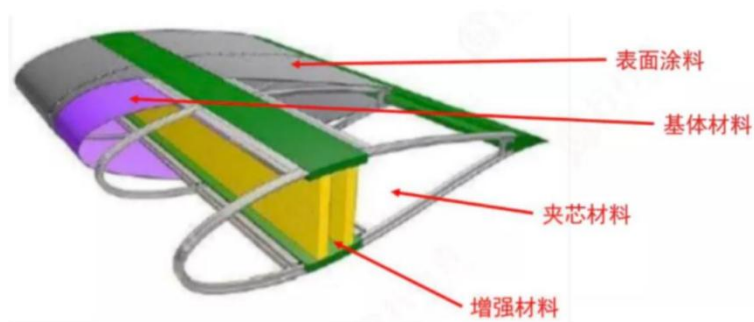
资料来源：金风科技官网，国元证券研究所



资料来源：明阳智能官网，国元证券研究所

风机叶片是风力发电机组的关键部件，主要由增强材料(梁)、夹芯材料、基体材料、表面涂料及不同部分之间的结构胶组成。风机叶片需要的结构胶包含环氧树脂结构胶和环氧基体树脂，其中，环氧树脂结构胶主要是用于风电叶片上壳体和下壳体的粘接，环氧基体树脂是生产叶片和叶片模具的主体材料。

图 11：风电叶片截面示意图



资料来源：《国际先进材料与制造工程学会》，国元证券研究所

风电行业的快速发展带动对风电叶片结构胶的需求。以1.5MW的风电机组为例，每个机组需要三个叶片，每片叶片需要0.35吨风电环氧结构胶和2吨环氧基体树脂。我们假设“十四五”期间年均风电新增装机量在55GW左右，对应风电环氧结构胶年均需求约3.85万吨，环氧基体树脂年均需求22万吨。按照公司公告的数据



测算得公司 2020 年风电环氧结构胶的平均售价在 4 万元/吨左右，据此测算对应市场规模约 15 亿元。同时，单叶片中环氧基体树脂的需求量是风电环氧结构胶需求量的 6 倍左右，公司的平均售价约为 4 万元/吨，测算得市场规模为 88 亿元。

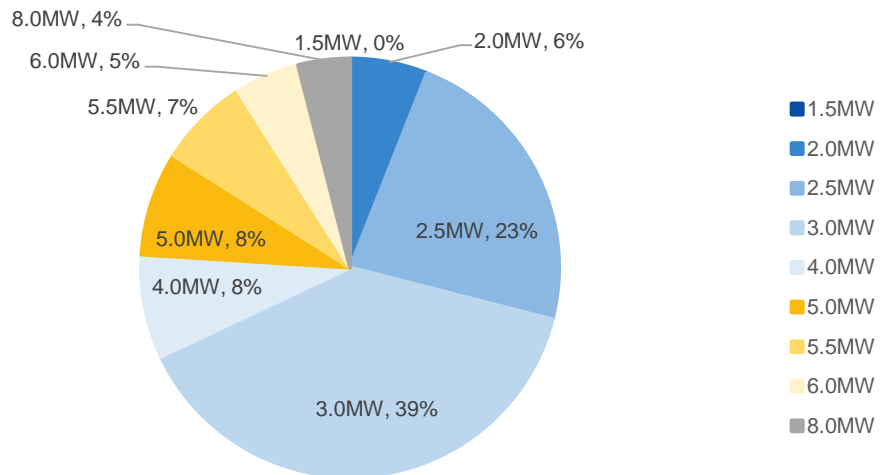
表 2：风电结构胶需求测算

时间	2009	2010	2011	“十四五”期间平均
风电新增装机量 (MW)	13803.21	18927.99	18000	55000
叶片量 (片)	27607	37856	36000	110000
每叶片风电环氧结构胶需求量(吨)	0.35	0.35	0.35	0.35
风电环氧结构胶需求 (吨)	9662.45	13249.60	12600	38500
每叶片环氧基体树脂需求量 (吨)	2	2	2	2
环氧基体树脂需求 (吨)	55214	75712	72000	220000
风电结构胶合计需求	64876.45	88961.60	84600	258500

资料来源：公司招股说明书，中国胶粘剂工业协会，国元证券研究所

风机大型化趋势将进一步增长对风电结构胶粘剂的需求。根据 CWEA，2017 年全国新增风电装机的平均单机容量首次超过 2.0MW。根据国际能源网统计，2020 年央企风电机组招标的约 23GW 项目中，平均单机功率已达到 3.2MW，其中 3.0MW 及以上功率机型占比超 70%。大型化趋势加速下，风电叶片长度将随之增长，带动对风电结构胶的需求。我们预计，运用于风电叶片的胶粘剂年需求量将超过 30 万吨，若考虑其他行业的应用，年均结构胶市场需求或达到 50 万吨。

图 12：国内 2020 年央企风电机组采购结构

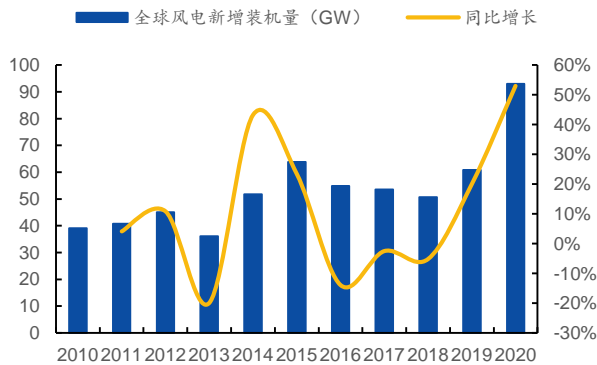


资料来源：国际能源网，国元证券研究所

海外市场有望成为未来风电结构胶增长的驱动力之一。近些年全球风电新增装机量保持在 50-60GW/年的水平，2020 年全球风电新增装机量 93.0GW，同比增长

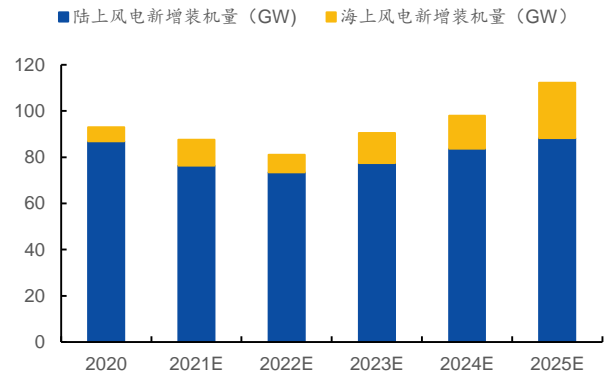
52.96%。根据 GWEC 的预测，2025 年全球风电新增装机量将提升至 112.2GW，年均新增装机量约为 94GW，其中 2020 年国内风电新增装机量占全球市场的 55.91%，海外市场仍具有较大的开拓空间。

图 13：2010-2019 年全球风电新增装机量情况



资料来源：GWEC，国元证券研究所

图 14：GWEC 预测 2021-2025 年全球风电新增装机量



资料来源：GWEC，国元证券研究所

### 3. 结构胶细分领域龙头，外延 ITO 靶材与军工业务

#### 3.1 首家 GL 认证的环氧结构胶国产厂商，优质客户结构贡献业绩

风电结构胶是胶粘剂的高端应用领域，性能要求较高，并以 GL 认证作为准入门槛。为了保证风电叶片长达 20 年的使用寿命，并能在恶劣环境下安全运作，所用的环氧结构胶需要有较强的拉伸强度、弯曲强度、剪切强度、剥离强度、冲击强度和耐久性。通常，风电叶片制造厂家将通过 GL 认证作为行业的准入门槛。

表 3：风电叶片用环氧结构胶粘剂技术要求

项目	测试依据	单位	性能指标	
			陆地风电叶片	海上风电叶片
混合后密度	ISO 1675	g/cm <sup>3</sup>	1.1-1.3	
堆积高度	底径 5cm 圆锥体	cm	≥3.0	
固化收缩率	DIN 16945	%	≤2.0	
热变形温度	ISO 75-2, 方法 A	°C	≥65.0	
玻璃化温度	ISO 11357-2	°C	≥70.0	
拉伸强度	ISO 527	MPa	≥50.0	≥55.0
断裂伸长率	ISO 527	%	≥1.5	≥3.0
弯曲强度	ISO 178	MPa	≥70.0	≥80.0
拉伸剪切强度	DIN 1465	MPa	≥12.0	≥15.0
T 剥离强度	ISO 11339	N/mm	≥2.0	
冲击强度	ISO 179	kJ/m <sup>2</sup>	≥12.0	≥15.0
疲劳性能	ISO 9664	-	≥7.0	≥8.0

资料来源：《二种海上风电叶片用环氧结构胶性能研究》，国元证券研究所

公司是首家通过 GL 认证的环氧结构胶国产厂商，市占率约 70%。公司环氧结构胶粘剂的主要竞争对手为美国瀚森和陶氏化学，2007 年公司自主开发的风电叶片用环氧树脂结构胶进入国内的风电市场，2008 年成为国内首家通过 GL 认证的厂商，并实现规模生产，打破了跨国公司的垄断。经过多年的开拓，公司在该领域的市场占有率由 2011 年的 27.34% 提升至目前的 70%，已成为行业龙头。2009 年公司风电叶片真空灌注环氧基体树脂也通过 GL 认证，但公司在环氧基体树脂领域的市占率较低。未来公司将加大在环氧基体树脂领域的市场开拓，同时伴随公司募投项目投产以及产品的国产化趋势，公司在该领域的市场份额有望提升。

**表 4：公司在国内风电结构胶市场的主要竞争对手**

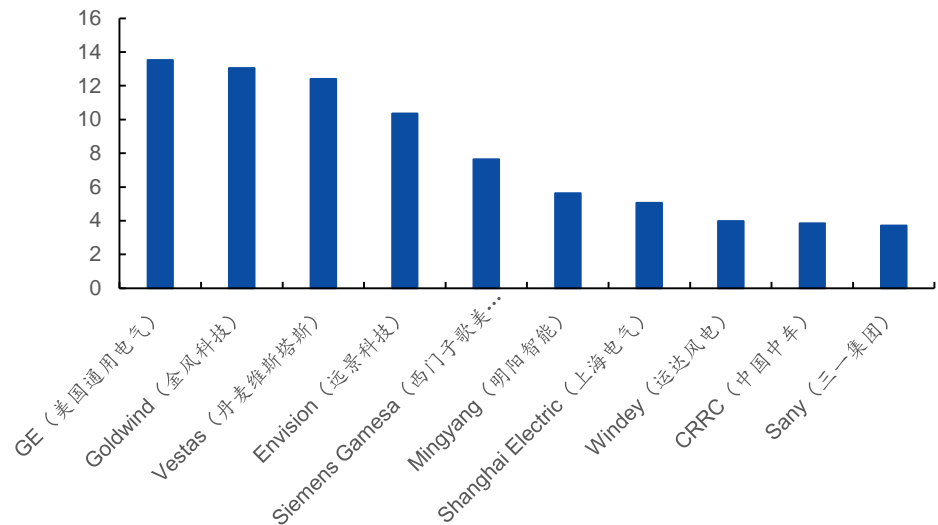
竞争对手	美国瀚森	陶氏化学
注册地	美国俄亥俄州	美国密西根州
国内经营情况	2010 年瀚森化工与美国迈图合并成立迈图特种化学公司，在上海设有亚洲地区营运总部，2011 年 4 月启动和浙江新安化工在中国的合作与扩张计划。2015 年 1 月迈图特种化学公司还原公司名称为瀚森	大中华区是陶氏公司在全球的第二大市场，建立了以商务机构、世界级制造基地和创新基地为基础的完备网络。陶氏公司在大中华区 18 个地点（其中包括 8 个制造基地）运营，员工约 3,200 名，为消费者护理、基础设施、包装等行业客户提供服务。
主要产品	环氧树脂及中间体，丙烯酸树脂，聚酯树脂，醇酸树脂，油墨树脂及添加剂，叔碳酸及其衍生物，复材树脂，分权涂层材料，酚醛树脂及模塑料	功能产品和系统，包括聚氨酯产品，环氧产品，胺类产品，含氧溶剂和功能性单体，表面活性剂和聚二醇醚/功能性流体，汽车产品系统，弹性体等

资料来源：公司招股说明书，陶氏化学中国官网，复合材料信息网，国元证券研究所

**优质产品和高性价比帮助公司积累在高端结构胶领域的优质客户。**根据公司招股说明书，公司推出的多项产品以跨国公司的高端品种为标杆，既保证产品的性能稳定、质量优异，又能在产品刚推出时较跨国公司生产的同类产品价格低 15%-20%，高性价比的优质产品帮助公司在结构胶粘剂高端领域积累大批优质客户。公司环氧树脂结构胶产品的客户包含广东明阳、中材科技、天津东汽、三一电气、株洲时代等十几家风电叶片制造商。在其他应用领域，公司是济南重汽、宝钢、江南造船厂、常州天合、美的电器等著名工业企业的重要结构胶粘剂供应商。2020 年，公司前五名客户的销售金额占比为 36.19%，优质的客户结构为公司贡献重要的收入来源。

**持续推动与海外风电龙头制造商的产品对接，加快产品出海步伐。**公司持续推动与全球风电龙头制造商的业务对接，现阶段已完成歌美飒叶片中试工作，未来将进一步拓展歌美飒项目成果，提升在海外的品牌影响力，为进入 GE 及 Vestas 等海外市场打下基础，使产品能够加快进入国际风电叶片制造市场步伐。

图 15：2020 年全球前十风机制造商（按新增装机容量排名，单位：GW）



资料来源：BloombergNEF，国元证券研究所

### 3.2 原材料价格有望回落，公司盈利水平有望回升

2021 年公司毛利率受到原材料价格上涨影响而大幅下滑。公司胶粘剂产品的主要原材料为石化产品，包括环氧树脂、固化剂等。根据公司年报显示，2020 年胶粘剂业务原材料的成本占比达 86.57%。2021 年公司销售毛利率下滑至 16.87%，即受到 2021 年原油价格大幅走高的影响。

表 5：公司环氧结构胶产品成本主要来自环氧树脂

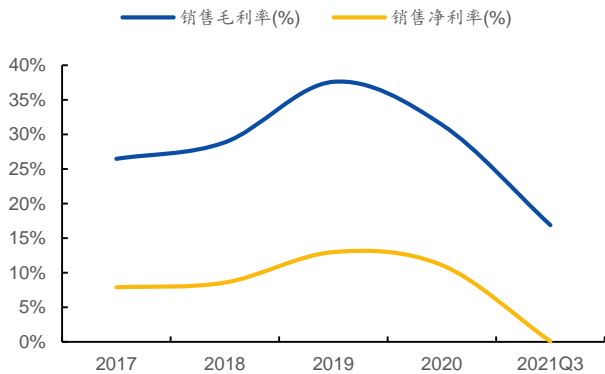
项目	期间	原材料				合计
		环氧树脂	气相二氧化硅	固化剂	其他	
原材料生产成本(万元/吨)	2011 年度	0.89	0.63	0.47	0.41	2.40
	2010 年度	0.83	0.60	0.58	0.30	2.31
	2009 年度	0.60	1.17	0.58	0.35	2.70

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：环氧树脂结构胶包含风电用环氧胶和其他用环氧胶

2022 年原材料价格有望下降，公司业绩进入拐点。以华东市场环氧树脂的市场价为例，目前其价格已经从最高点 4.05 万元/吨回落至现阶段的 3.15 万元/吨。我们预计 2022 年环氧树脂等石化产品的原材料价格将回复到历史正常水平，公司的盈利水平有望复苏。

图 16: 2021Q3 公司销售毛利率下滑至 16.87%



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 17: 华东市场环氧树脂市场价 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

风电结构胶占叶片成本比重较小, 下游敏感度低, 公司可通过提价向下传导成本端压力。公司风电结构胶占叶片的成本比重较低, 根据中材叶片的公告, 其风电叶片对外销售价格约 60-70 万/MW, 其中风电结构胶成本占比仅 2-3 万元/MW, 下游客户对风电结构胶提价敏感度较低。公司通过与客户合理协商, 对产品进行适当提价, 将原材料上涨的成本压力向下游传导, 缓解公司的盈利压力。目前, 公司在 10 月已对环氧胶类系列产品提价 20%-40%, 工业胶类部分产品价格上调 10%-25%, 聚氨酯胶类系列产品实行“一单一价”形式接单。

产品及上游原材料产能双布局, 未来原材料自给能力有望提升。2021 年公司拟定增 7.5 亿元布局 6 万吨胶粘剂及相关上下游材料的产能, 目前项目已经收到当地的环评批复, 预计自 2023 年起释放产能, 未来公司募投项目的投产将提升公司的原材料自供能力。

表 6: 公司募投 6 万吨胶粘剂项目

序号	募集资金投资项目	建设周期	投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	唐山丰南区康达化工新材料有限公司 3 万吨/年胶粘剂及上下游新材料项目	2 年	50569.83	30000.00
2	福建康达鑫宇新材料有限公司年产 3 万吨胶粘剂新材料系列产品项目	2 年	52670.96	30000.00
3	补充流动资金	-	-	15000.00
	合计		103240.79	75000.00

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

### 3.3 进军高端 ITO 靶材市场，受益于 HJT 发展大趋势

**高端 ITO 靶材性能优异，制备技术难度高。**ITO 靶材是一种黑灰色陶瓷半导体，并有中低端和高端之分。中低端 ITO 靶材主要应用于汽车和一些仪器仪表的显示。高端 ITO 靶材主要用于显示器薄膜靶材、集成电路薄膜靶材以及磁记录和光记录膜靶材，尤其用于大面积、大规格的 LED、OLED 等领域，具备高密度、高纯度、高均匀性等特点。ITO 靶材是公认的最难制备的电子信息特种陶瓷之一，尤其大尺寸高性能 ITO 靶材的制备技术是《科技日报》报道的 35 项“卡脖子”技术之一。

**高端 ITO 靶材依赖进口，国产 ITO 靶材主要供应中低端市场。**根据立木信息咨询的最新数据，全球高端 ITO 靶材供应商主要为日本能源、东曹和三井矿业等，目前日韩厂商生产的高端 TFT-LCD、触摸屏用 ITO 靶材占据国内 70% 的市场份额，本土厂商生产的 ITO 靶材主要供应中低端市场，仅占国内市场 30% 的份额。

**表 7：ITO 靶材应用领域**

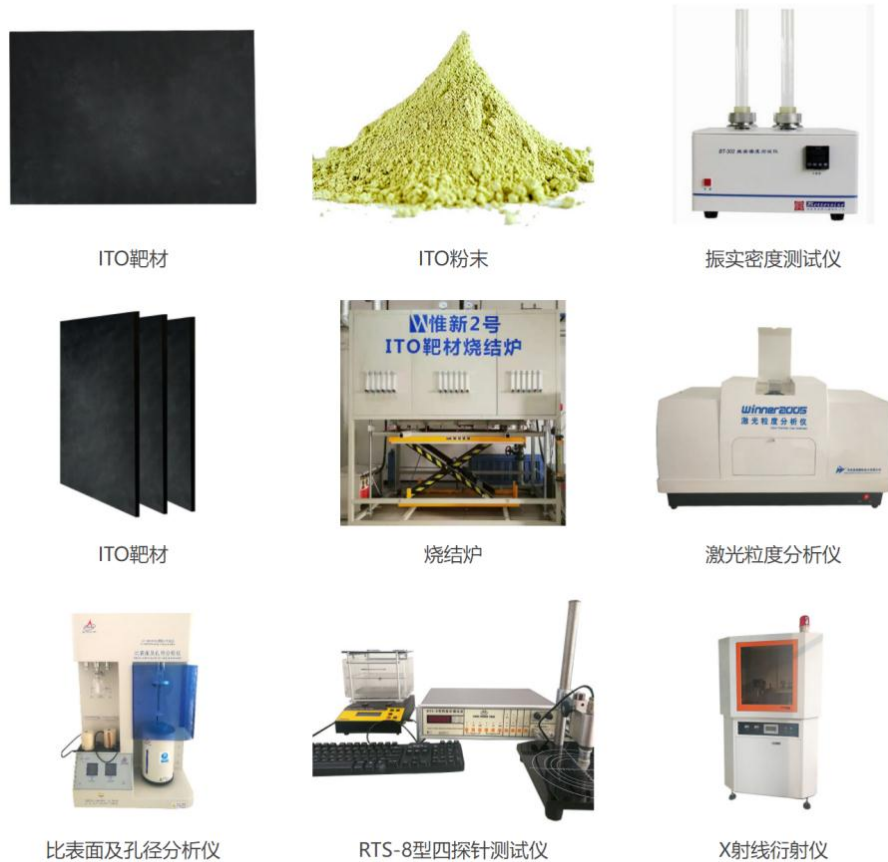
分类	应用领域	供应商
中低端 ITO 靶材	汽车的显示屏、仪器仪表的显示	主要为国内的本土厂商
高端 ITO 靶材	显示器薄膜靶材、集成电路薄膜靶材以及磁记录和光记录膜靶材，尤其用于大面积、大规格的 LED、OLED 等领域	日本能源、东曹和三井矿业

资料来源：立木信息咨询，国元证券研究所

**新收购子公司惟新科技由清华大学化工系提供技术支持，康达新材将借此进军高端 ITO 靶材市场。**公司 2021 年 7 月份收购惟新科技 72.51% 股权，进军高端 ITO 靶材市场。惟新科技主要从事 ITO 靶材的研发、生产和销售，其技术支持方为清华大学化学工程系，由王玉军教授带领研究团队进行产品研发，技术实力深厚。

**惟新科技已成功制备出大尺寸 ITO 靶材，性能达到国际同等靶材水平。**根据公司公告，惟新科技与清华化工系共同研发微反应器制备高活性纳米 ITO 粉体技术，自主研发适合于超大尺寸靶材制备的先进的湿法注浆成型技术，并拥有自主知识产权的超大空间高温烧结炉，已成功制备出 1550\*250mm 大尺寸 ITO 靶材，检测致密度、电阻率、微观晶粒等各项指标与国际同类靶材相当，达到国际先进水平。

图 18：惟新科技主要产品包含 ITO 靶材及 ITO 粉末



资料来源：惟新科技官网，国元证券研究所

惟新科技 2021H1 实现扭亏为盈，产能计划 2022 年底投产，长期业绩确定性高。根据公司公告，惟新科技 2021H1 净利润达到 5.36 万元，实现扭亏为盈。从产能端来看，根据公司业绩交流会的信息，惟新科技目前有 6 吨产能处于试验阶段，还有 60 吨的产能规划预计 2022 年底达产，未来伴随产能释放和 ITO 靶材对进口产品的国产替代，惟新科技将为公司带来可观的业绩贡献。

HJT 技术逐渐获得认可，多家企业入场，GW 级 HJT 电池布局出现。HJT 电池是一种光伏电池，又称为异质结电池。根据 Energytrend 的数据，目前现有主流厂商生产的 HJT 电池的平均转换效率在 23% 以上，高于 PERC 电池。2021 年 10 月，隆基股份的商业尺寸 HJT 太阳能电池经 ISFH 测试，转换效率达 25.82%。当前，HJT 技术路线获得越来越多企业认可，传统电池片企业、组件企业、新进 HJT 企业等多方入场，2020 年 GW 级的 HJT 电池布局涌现。伴随着 HJT 电池成本的下降和平均转换效率的提升，我们预计未来 HJT 电池有望投入大规模应用。

**表 8：2020 年国内企业 GW 级 HJT 电池布局涌现**

建设地点	国内企业	产能规模	详细情况
福建泉州	钧石能源	已建 500MW 电池	晋江第一阶段规划 2GW，平均量产效率 23.5%，新厂目标转换效率 25%
浙江舟山	钧石能源	舟山规划 10GW 电池	2020 年 11 月舟山 10GW HJT 电池片项目签约
江苏盐城	润阳&捷佳伟创	5GW 电池	2020 年 11 月，润阳集团与捷佳伟创在盐城签署 5GW HJT 异质结项目战略合作框架协议，规划 HJT 产线平均效率达到 25%
山西太原	山煤国际	10GW 电池	投资建设 10GW 高效异质结 (HJT)，一期 3GW
安徽马鞍山	斯坦得/晶飞光伏	1GW 电池	9 月，东莞斯坦得集团签约建设安徽二期 5GW 高效叠瓦组件与 1GW 异质结电池生产基地
山东东营	唐正能源	500M 电池和组件	总投资 6 亿元，规划建设一期 200MW，二期 300MW 高效异质结项目
/	天合光能	/	天合光能 HJT 电池可实现 23.8% 以上量产效率，即将完成 HJT 产品的 TÜV 认证，并积极进行市场推广
四川成都	通威	规划 1GW 产能	10 月成都基地招标 1GW 产线配套设备
安徽合肥	通威	已建 250MW	合肥量产转换效率达 24%
江西上饶	厦门神科太阳能	规划 2GW 电池	将投资 18 亿元建设年产 2GW 异质结太阳能电池生产线项目
四川成都	中威	规划 1.2GW	量产转换效率达到 24%，最高效率>24.3%
江苏常熟	中利集团/腾晖光伏	1GW 电池和组件	2020 年 3 月公告，规划在江苏常熟新建年产 1GW 高效异质结电池及组件，预计两年完成
江苏泰兴	中智电力	规划 1.2GW	量产转换效率达到 23.7%，最高效率 24.6%
河北张家口	国投电力&花园电力&金石能源	1.5GW	建设 1.5GW 异质结电池生产线，4.5GW 异质结光伏电站，以及太阳能异质结产业园区

资料来源：energytrend，国元证券研究所

**HJT 电池将带动原材料 ITO 靶材的需求增长。** ITO 靶材作为 HJT 电池的重要原材料之一，HJT 电池未来的大规模应用将拉动对 ITO 靶材的需求。据测算，1GW HJT 约需要 25-27 吨 ITO 靶材，假设 2025 年 HJT 市场达到 200GW，则 ITO 靶材需求达到 5000t，以当前靶材 200 万元/吨的成本计算，对应市场规模 100 亿。

**表 9：HJT 对 ITO 靶材需求的拉动预测**

项目	2020	2025E
HJT 电池规模 (GW)	2	200
单位 ITO 靶材用量 吨/GW		25-27
ITO 靶材需求 (吨)	50	5000-5400
ITO 靶材成本 (万元/吨)		200
ITO 靶材市场规模 (亿元)	1	100

资料来源：研讯社，国元证券研究所



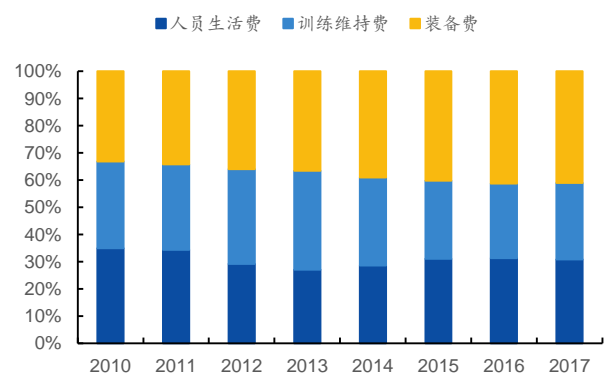
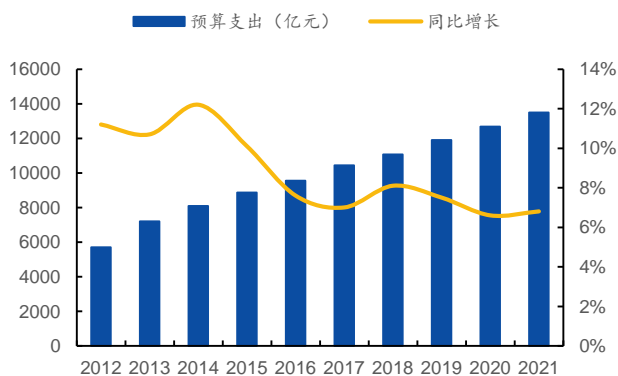
### 3.4 “新材料+军工”双布局，军工业务提供稳定业绩来源

近年来我国军队预算和装备费支出持续提升。我国的军费预算支出由 2012 年的 0.57 万亿元提升至 2021 年的 1.35 万亿元，CAGR 为 10.05%，从军费预算可以反映出我国军费支出保持较快的增长趋势。从军费构成来看，我国军费主要由人员生活费、装备费和训练维持费构成，根据《新时代的中国国防》的数据，我国军费中的装备费支出由 2010 年的 0.18 亿元增至 2017 年的 0.43 亿元，CAGR 为 13.44%，高于整体军费支出的增速，装备费在整体军费中的占比也从 2010 年的 33.2% 提升至 2017 年的 41.1%。同时自 2015 年起，我国计划裁军 30 万，对应人员生活费的占比从 2010 年的 34.9% 降至 2017 年的 30.8%。

根据《新时代的中国国防》，未来我国将进一步完善优化武器装备体系结构，购建现代化武器装备体系。受益于“十四五”期间国家对武器装备采购的进一步增加，我们预计未来军队装备费的支出将继续保持快速增长的趋势，公司将受益于军工行业的市场机遇。

图 19：2021 年我国国防预算支出达 1.35 万亿

图 20：2010-2017 年我国年度国防费构成



资料来源：上观新闻，国元证券研究所

资料来源：《新时代的中国国防》，国元证券研究所

以“新材料+军工科技”为战略方向，以晟璟科技为军工板块管理平台，下辖必控科技与力源兴达两家子公司。公司军工科技板块产品主要以应用于航空、航天、舰船、陆军、兵器市场的滤波器、滤波组件和电源模块及船舶工程领域的聚酰亚胺泡沫隔热材料为主要方向。

必控科技在电磁兼容领域技术实力突出，后续业绩增长具备弹性。子公司必控科技主要从事电磁兼容设备及相关材料的研发、生产与销售，拥有自主开发、设计先进的电磁兼容配套产品的研发、组装和服务体系，并积极对电磁兼容产品进行型谱扩充，目前产品已覆盖器件级产品、部件级产品、系统级电源产品、智能型滤波产品等，部分配套产品已进入批量生产阶段。根据公司 2020 年年报，必控科技新参与国家航空领域某型号飞机的电源及电磁兼容设计，新研制的数十种产品已进行配套联试，为后续业绩提供新的增长点。

力源兴达积极承接研发项目，产品覆盖通信光电等多领域。力源兴达主营业务为电源变换器模块的研发、设计、生产及销售，为客户提供电源配套服务。基于在模块

电源与驱动电源产品的技术积累，力源兴达的产品已覆盖地面平台、空中平台、通信网络设备、光电仪器设备、通专测试设备以及特种装备等各领域。根据公司 2020 年年报，力源兴达在 2019-2020 年共承接新研制项目近 300 项，已完成研制项目 200 余项。研发科技成果持续转换为实际配套产品，从样品研制向产品批量试制转换的产品型号达 31 个。

**表 10：必控科技和力源兴达的主要产品**

子公司	主要产品	客户
必控科技	电磁兼容预测试系统、电磁兼容设备、滤波器、滤波组件、电源滤波模块、电磁屏蔽材料等	主要供给一级或二级整机装配军工企业或军工科研院所
力源兴达	高频开关电源变换器模块	客户分布在军工和电网输配电及工业控制行业

资料来源：公司 2020 年年报，国元证券研究所

## 4. 盈利预测和投资评级

### 核心假设：

- 1) 受益于风电装机量大增，公司 2018-2020 年环氧树脂结构胶营收保持高速增长。2021 年风电装机量受 2020 年抢装潮影响透支一定装机需求，叠加上游原材料涨价和限电限产导致的风电装机偏慢，公司业绩短期下滑。2022 年风电装机量有望回复，且上游原材料价格回落，公司的业绩有望大幅增长。假设 2021-2023 年风电装机分别为 40/50/60GW，对应风电环氧结构胶销量收入分别为 7.55/12.25/13.82 亿元。未来公司将重点发力环氧基体树脂业务，我们预计 2021-2023 年分别实现收入 1.70/8.00/16.40 亿元。聚氨酯胶的营收保持稳健增长，我们预计 2021-2023 年收入分别为 2.76/3.20/3.65 亿元。
- 2) 2021 年公司收购惟新科技 72.51% 股权，进军高端 ITO 靶材市场。受益于惟新科技的产能释放和 ITO 靶材对进口产品的国产替代，以及 HJT 电池的大规模量产带动对 ITO 靶材原材料的需求，2022 年惟新科技全年并表后将为公司带来可观收益。
- 3) 受益于“十四五”期间国家对武器装备采购的进一步增加，军工业务稳步释放业绩，我们预计 2021-2023 年军工业务分别实现收入 2.53/3.54/4.60 亿元，同比增长 25.00%/40.00%/30.00%。
- 4) 我们预计从 2022 年开始原材料价格将有望回落，对公司盈利水平的压力有望缓解，2021-2023 年分别实现毛利率 17.45%/31.06%/27.57%。

**表 11：相对估值表**

公司简称	EPS				PE			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
回天新材	0.51	0.71	0.88	1.11	28.22	24.92	20.03	15.84
硅宝科技	0.61	0.70	0.96	1.25	28.43	31.76	23.05	17.74
航天发展	0.50	0.70	0.91	1.17	54.65	23.37	18.03	13.96
国睿科技	0.38	0.46	0.55	0.68	45.31	34.06	28.54	23.01
平均值	0.50	0.64	0.83	1.05	39.15	28.53	22.41	17.64
康达新材	0.85	0.04	1.80	2.18	20.45	421.82	9.68	7.98

资料来源：Wind，国元证券研究所

**风电结构胶+光伏 ITO 双轮驱动，公司进入业绩释放期。**公司在高端风电结构胶领域市场占有率领先，并通过持续研发创新及收购切入到 ITO 靶材及军工细分领域，提升自身的核心竞争力。未来在下游风电装机量保持高景气、ITO 靶材受益于 HJT 电池的大规模量产以及武器装备需求提升的市场环境下，公司业绩增长确定性高。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 18.81/31.82/45.44 亿元，同比增长 -2.67%/69.22%/42.80%。2022 年上游原材料上涨压力缓解，公司盈利能力有望提升，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 0.10/4.54/5.51 亿元，同比增长 -95.15%/4259.05%/21.32%。对应 EPS 分别为 0.04/1.80/2.18 元/股，当前股价对应 PE 为 421.8/9.7/8.0，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**

原材料价格波动风险、风电装机量不及预期风险、市场竞争加剧风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1504.21	2176.23	2045.62	2502.24	3239.32
现金	403.04	403.57	420.00	530.00	520.00
应收账款	550.50	804.42	560.15	542.70	774.97
其他应收款	4.98	6.41	4.33	4.77	6.82
预付账款	6.80	9.22	15.53	21.94	32.91
存货	154.56	255.52	334.65	490.14	776.55
其他流动资产	384.34	697.09	710.98	912.70	1128.07
<b>非流动资产</b>	1045.90	1150.33	1226.18	1296.23	1378.10
长期投资	63.08	67.32	70.00	73.00	75.00
固定资产	484.83	541.77	607.41	656.04	711.18
无形资产	81.64	109.89	125.89	143.89	161.89
其他非流动资产	416.35	431.35	422.88	423.30	430.03
<b>资产总计</b>	2550.12	3326.56	3271.80	3798.47	4617.42
<b>流动负债</b>	410.46	966.95	952.71	1052.00	1346.72
短期借款	138.50	513.37	449.62	393.90	440.72
应付账款	187.09	286.82	310.51	423.41	608.91
其他流动负债	84.87	166.76	192.58	234.70	297.09
<b>非流动负债</b>	5.95	9.72	8.96	8.16	7.46
长期借款	0.00	4.50	4.50	4.50	4.50
其他非流动负债	5.95	5.22	4.46	3.66	2.96
<b>负债合计</b>	416.41	976.67	961.67	1060.16	1354.18
少数股东权益	-1.16	15.74	15.71	14.68	13.45
股本	252.49	252.49	252.49	252.49	252.49
资本公积	1310.06	1314.15	1314.15	1314.15	1314.15
留存收益	570.55	765.36	725.28	1154.30	1680.16
归属母公司股东权益	2134.86	2334.16	2294.41	2723.63	3249.80
<b>负债和股东权益</b>	2550.12	3326.56	3271.80	3798.47	4617.42

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	188.78	-122.68	272.82	341.31	149.66
净利润	138.58	214.57	10.40	453.24	549.87
折旧摊销	38.68	56.83	60.33	70.91	82.83
财务费用	1.97	10.22	14.31	17.23	17.83
投资损失	-11.24	-9.50	-13.00	-9.00	-9.00
营运资金变动	0.09	-442.38	210.54	-179.64	-512.01
其他经营现金流	20.70	47.58	-9.76	-11.43	20.13
<b>投资活动现金流</b>	-87.73	-238.31	-127.65	-135.50	-158.60
资本支出	84.87	208.06	100.00	100.00	120.00
长期投资	-24.61	30.87	4.18	4.80	2.70
其他投资现金流	-27.46	0.61	-23.47	-30.70	-35.90
<b>筹资活动现金流</b>	73.29	359.42	-128.73	-95.81	-1.06
短期借款	10.50	374.87	-63.75	-55.73	46.82
长期借款	0.00	4.50	0.00	0.00	0.00
普通股增加	11.36	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	89.02	4.09	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-37.59	-24.05	-64.99	-40.08	-47.88
<b>现金净增加额</b>	174.35	-1.70	16.43	110.00	-10.00

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1066.07	1932.14	1880.64	3182.33	4544.38
营业成本	665.53	1325.79	1552.53	2193.82	3291.38
营业税金及附加	4.28	6.26	4.89	8.27	11.82
营业费用	82.40	85.85	82.75	136.84	186.32
管理费用	74.71	125.35	109.08	176.62	245.40
研发费用	73.86	95.36	111.30	140.00	170.50
财务费用	1.97	10.22	14.31	17.23	17.83
资产减值损失	-5.80	-0.64	-1.00	-1.00	-10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.24	9.50	13.00	9.00	9.00
<b>营业利润</b>	157.35	263.76	10.32	512.64	615.83
营业外收入	0.09	1.01	2.00	3.00	3.00
营业外支出	0.66	12.42	0.50	0.60	1.00
<b>利润总额</b>	156.78	252.35	11.82	515.04	617.83
所得税	18.20	37.78	1.42	61.80	67.96
<b>净利润</b>	138.58	214.57	10.40	453.24	549.87
少数股东损益	-1.38	-0.42	-0.02	-1.03	-1.24
<b>归属母公司净利润</b>	139.96	214.98	10.42	454.27	551.11
EBITDA	197.99	330.81	84.96	600.78	716.49
EPS (元)	0.55	0.85	0.04	1.80	2.18

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.84	81.24	-2.67	69.22	42.80
营业利润(%)	70.06	67.63	-96.09	4869.64	20.13
归属母公司净利润(%)	73.99	53.60	-95.15	4259.05	21.32
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.57	31.38	17.45	31.06	27.57
净利率(%)	13.13	11.13	0.55	14.27	12.13
ROE(%)	6.56	9.21	0.45	16.68	16.96
ROIC(%)	10.35	12.02	1.21	22.85	21.72
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	16.33	29.36	29.39	27.91	29.33
净负债比率(%)	33.26	53.08	47.24	37.61	32.91
流动比率	3.66	2.25	2.15	2.38	2.41
速动比率	3.27	1.98	1.78	1.89	1.81
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.66	0.57	0.90	1.08
应收账款周转率	1.72	2.65	2.57	5.37	6.46
应付账款周转率	4.62	5.60	5.20	5.98	6.38
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.85	0.04	1.80	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	-0.49	1.08	1.35	0.59
每股净资产(最新摊薄)	8.46	9.24	9.09	10.79	12.87
<b>估值比率</b>					
P/E	31.41	20.45	421.82	9.68	7.98
P/B	2.06	1.88	1.92	1.61	1.35
EV/EBITDA	21.64	12.95	50.43	7.13	5.98

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188