

中小盘行业点评

无评级

PET 铜箔一体化生产优势显著，KNOWHOW 型公司有望脱颖而出

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 中小盘

◆ 投资评级：无评级

证券分析师： 姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

执证编码：S0980521010004

事项：

PET 铜箔关注度持续提升：锂电池需求快速增长，市场对电池性能的要求也不断提高。作为锂电池电芯的主要材料，铜箔性能对锂电池能量密度影响大，PET 铜箔有望在未来部分替代锂电铜箔，其解决了电池内易短路引发的热失控问题，并在一定程度上提高了能量密度。技术革新总是会引领新一轮赛道景气度和牛股爆发，目前二级市场已经出现了宝明、双星、万顺等相关标的，其中宝明科技 7 月 6 日晚间公告拟投资建设锂电复合铜箔生产基地，双星新材在公告中提及 2020 年起便已着手立项 PET 铜箔生产，目前进展顺利，产品已送往客户进行认证。近期相关个股市场表现较好，关注度较高。

先发 KNOW-HOW 型公司有望脱颖而出，一体化生产优势显著

对于相关标的，市场最关心的无非在于是否有下游认证、定点，其中高增的动力电池认证更为重要。目前各家公司工艺选择存在差异，大多数产品尚处于开发-送样-反馈-再送样阶段，虽然定点尚有不稳定性，但产业的趋势已经相当明确。

工业产品竞争优势核心来自于性能及价格。性能方面，产品的各类物理、化学指标要满足需求，这一环节是理论替代；其次是 PET 铜箔产品能否匹配于产线上的设备。基于上述两个要求，我们认为基膜、磁控溅射、水镀各个环节密不可分，某些指标可能通过单一环节无法满足，而膜产业链的共性都是在多个环节累计 KNOW-HOW 才能做出最具性价比的产品，因此先发者有经验优势。假设未来隔膜参与者来做 PET 铜箔，逻辑上也具备膜产业链 KNOW-HOW 和存量客户渠道优势，但最终我们判断具备一体化加工能力、多平台产品的公司会胜出，逻辑是相同指标下成本最低。

传统 6 μm 铜箔的价格在 5-7 元，若采用 PET 铜箔路线，其要求在 4.5 μm 的 PET 基膜上磁控溅射，再进行水镀，市场上价格差异较大，其取决于产业布局和良率。双星新材传统业务已经配备了切片聚合、拉膜线和磁控溅射装置，后续量产只要增加水镀线。公司去年生产超过 50 万吨的产品，未来额外增加 PET 铜箔产品，水镀线之前的人工折旧水电将综合摊销在所有产品上，且公司从原材料聚合-基膜-磁控溅射-水镀一条龙完成，不需要外采半成品损失利润空间，一体化生产成本优势显著。

投资建议：手握 PET 铜箔期权，双星新材低估值高弹性

我们认为 PET 铜箔市场前景广阔，渗透率有望不断提升。相关公司中，我们深度覆盖的双星新材致力于先进高分子复合材料产品技术研发及生产销售，以基膜生产为平台，涂布深加工后对应下游各种场景，包括光伏、面板、电子、包装等。当前多家公司布局 PET 铜箔赛道，相关技术参数暂时难以获取，如不考虑各家产品差异，我们认为双星当前运营的成品膜一体化模式具备强大的成本优势。不同于传统认知下其仍是以传统包装膜产销为主的周期类公司，当前公司新材料用膜利润贡献已经超过 80%。公司过去三年业绩复合增速达到 62.8%，未来继续保持高增长，目前公司市值对应 2022 年一致预期盈利的 PE 估值仅 12 倍，具备低估值高弹性属性，继续推荐。

风险提示

宏观经济下滑，产业升级不及预期，公司生产销售不及预期，公司研发成果不及预期

评论：

◆ 动力电池技术迭代，PET 铜箔涌上浪尖

锂电池需求快速增长，市场对电池性能的要求也不断提高。作为锂电池电芯的主要材料，铜箔性能对锂电池能量密度影响大。PET 铜箔有望在未来部分替代锂电铜箔，其解决了电池内易短路引发的热失控问题，并在一定程度上提高了能量密度。技术革新总是会引领新一轮赛道景气度和牛股爆发，目前二级市场已经出现了宝明、双星、万顺等相关标的，其中宝明科技 7 月 6 日晚间公告拟投资建设锂电复合铜箔生产基地，双星新材在公告中提及 2020 年起便已着手立项 PET 铜箔生产，目前进展顺利，产品已送往客户进行认证。近期相关个股市场表现较好，关注度较高。

◆ 产业趋势明确，产品路线仍存差异

对于相关标的，市场最关心的无非在于是否有下游认证、定点，其中高增的动力电池认证更为重要。目前大多数产品尚处于开发-送样-反馈-再送样阶段。在产业路线上，市场参与者都在摸索各自的路线，目前大多数采用 PET+磁控溅射+水镀工序，部分则在研究研究蒸镀路线的可行性。目前看各家定点尚有不确定性，但产业的趋势已经相当明确，从设备产商的订单就可以反馈出行业变化。我们认为定点时间虽然对短期股价影响较大，但更长久还是看产品力表现，即下游认可度。

◆ 先发 KNOW-HOW 型公司有望脱颖而出，一体化生产优势显著

PET 制造各环节密不可分，KNOW-HOW 型公司有望脱颖而出

工业产品竞争优势核心来自于性能及价格。性能方面，产品的各类物理、化学指标要满足需求，如延展性、导电性、耐受力、抗氧化腐蚀等等，这一环节是理论替代；其次是 PET 铜箔的成品是否能满足电池厂大规模高速生产的工业场景，即 PET 铜箔产品还要匹配于产线上的设备。

基于上述两个要求，我们认为基膜、磁控溅射、水镀各个环节密不可分，某些指标可能通过单一环节无法满足，如平整度、耐受性等指标往往取决于基膜，在前序产品性能天花板锁定时，后续工艺只能在其基础上弥补优化，而膜产业链的共性都是在多个环节累计 KNOW-HOW 才能做出最具性价比的产品，这一准则基本适用于隔膜、LCP、PI 等各种类型的膜产品，因此市场参与者中先发者有经验优势。

为什么双星新材具备生产 PET 铜箔的基础，当前进度如何？

双星新材专注 BOPET 赛道，与 PET 铜箔制程工艺存在共通性：双星新材是全球最大的专注于 BOPET 赛道的成品膜供应商，可实现切片-基膜-成品膜一体化生产，目前 PET 铜箔基膜厚度为 4.5 μm ，与双星新材曾经的拳头产品——信息材料膜厚度基本相同，其制程和工艺具有共通性。

生产 PET 铜箔设备已经具备，全面量产一触即发：双星新材当前使用的拉膜设备大多是全球一线品牌（多尼尔、布鲁克纳），而且过去陆续采购了 5 台美国应用材料的磁控溅射设备，一直在做光学膜、导电膜类产品，现在正在用来做 PET 铜箔的研发；水镀线方面，双星早期的包装膜很多是糖果、糖纸，熟悉各类铝、铜镀膜工艺，具备切换优势。

事实上，2020 年底公司便已立项 PET 铜箔，2021 年开始正式研发。公司在投资者关系活动记录表中公告

PET 铜箔已送往中、韩多家厂商进行认证，目前公司有一条试生产线，未来产品验证并确认订单后，公司会大规模上马水镀线。

一体化生产，双星新材成本优势显著

假设未来隔膜参与者来做 PET 铜箔，逻辑上也具备膜产业链 KNOW-HOW 和存量客户渠道优势，但最终我们判断具备一体化加工能力、多平台产品的公司会胜出，逻辑是相同指标下成本最低。

传统 $6\mu\text{m}$ 铜箔的价格在 5-7 元，若采用 PET 铜箔路线，其要求在 $4.5\mu\text{m}$ 的 PET 基膜上磁控溅射，再进行水镀，市场上价格差异较大，其取决于产业布局和良率。

产业布局方面，如果一家公司仅从事 PET 铜箔业务，那么其所有的设备、人工、水电、折旧都要集中分摊在铜箔生产成本；此外，基膜是否自己加工亦是关键一环，如外采则要额外让渡 30% 以上的毛利给上游；良率的影响更为直观，次品成本将统一分摊在成品上。

双星新材传统业务已经配备了切片聚合、拉膜线和磁控溅射装置，后续量产只要增加水镀线，公司去年生产超过 50 万吨产品，未来额外增加 PET 铜箔产品，水镀线之前的人工折旧水电将综合摊销在所有产品上，而且公司从原材料聚合-基膜-磁控溅射-水镀一条龙完成，不需要外采半成品损失利润空间。

◆ 投资建议：手握 PET 铜箔期权，双星新材低估值高弹性

PET 铜箔市场前景广阔，渗透率有望不断提升。相关公司中，我们深度覆盖的双星新材致力于先进高分子复合材料产品技术研发及生产销售，以基膜生产为平台，涂布深加工后对应下游各种场景，包括光伏、面板、电子、包装等。当前多家公司布局 PET 铜箔赛道，相关技术参数暂时难以获取，如不考虑各家产品差异，我们认为双星当前运营的成品膜一体化模式具备强大的成本优势。

不同于传统认知下双星新材仍是以传统包装膜产销为主的周期类公司，当前公司新材料用膜利润贡献已经超过 80%，过去三年业绩复合增速达到 62.8%。目前公司市值对应 2022 年一致预期盈利的 PE 估值仅 12 倍，具备低估值高弹性属性，继续推荐。

◆ 风险提示

宏观经济下滑，产业升级不及预期，公司生产销售不及预期，公司研发成果不及预期

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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