

BOPA 盈利短期承压，隔膜业务持续推进

核心观点

- 事件：公司近期发布 2024 年半年报。**上半年实现营业收入 12.3 亿元，同比-6.3%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比-46.8%。单二季度来看，公司实现营业收入 7.3 亿元（+4.8%），实现归母净利润 0.3 亿元（-65.8%）。盈利水平方面，公司上半年毛利率为 17.0%，同比-1.0pct，净利率为 7.2%，同比-5.8pct。利润下滑的主要原因包括：（1）主要应用于燃气和给水领域的 PE 管道销量较同期有所下降；（2）BOPA 膜业务毛利率由正转负，上半年毛利率仅为-0.8%；（3）锂电隔膜销量虽略高于去年同期，但受市场影响降价较多，毛利率也由同期的 29.0%下降至 23.8%。
- 坚决拓展隔膜业务，长期产能规划接近 25 亿平。**公司锂电隔膜子公司上半年取得 3255 万利润，在竞争激烈的锂电材料行业表现较为亮眼。2023 年底公司拥有 3.9 亿平隔膜产能，同时规划有芜湖 4 亿平湿法项目、沧州 5 亿平干法项目和沧州 12 亿平湿法项目，远期规划接近 25 亿平。随着上半年芜湖项目 2 亿平隔膜投产，公司有效产能已接近 6 亿平，同比增长 50%，未来公司在建干法和湿法项目还将陆续投产，过去的产能瓶颈将得到解决，并带动公司在隔膜行业中的竞争力不断提升。
- BOPA 薄膜短期竞争加剧，长期市场需求仍会稳步增长。**近几年随着下游消费产业结构调整，BOPA 膜产品会实现全面升级，药包、锂电池铝塑膜、特种尼龙薄膜材料等新应用领域以及海外市场将打开 BOPA 膜市场空间。公司募投项目芜湖 3.8 万吨 BOPA 膜产能已于上半年正式投产，虽然行业竞争激烈导致常规产品进入微利阶段，但公司新上的异步拉伸生产线具备宽幅宽、速度快、产能高等优势，随着新产能爬坡达产，其综合竞争力也将得到进一步提高，毛利率也有望盈利修复。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.11、0.22、0.28 元（前期 24-25 年预测值分别为 0.28、0.31 元，预测值调整原因主要为当前隔膜价格存在下行压力，BOPA 薄膜竞争激烈且公司募投项目投产进度不及预期，因此下调隔膜价格、BOPA 销量及毛利率），参考可比公司 25 年估值水平，给予公司 25 年 14 倍市盈率，对应目标价为 3.08 元，维持增持评级。

风险提示

- 新能源汽车销量不及预期；产能投放不及预期；隔膜海外销量不及预期；行业竞争加剧导致价格继续下降。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,835	2,619	3,441	4,307	5,058
同比增长(%)	-1.9%	-7.6%	31.4%	25.2%	17.4%
营业利润(百万元)	345	327	211	425	547
同比增长(%)	-19.7%	-5.4%	-35.3%	101.0%	28.8%
归属母公司净利润(百万元)	281	273	178	360	464
同比增长(%)	-23.2%	-3.0%	-34.6%	101.7%	28.9%
每股收益（元）	0.17	0.16	0.11	0.22	0.28
毛利率(%)	16.7%	14.5%	12.2%	16.0%	17.4%
净利率(%)	9.9%	10.4%	5.2%	8.4%	9.2%
净资产收益率(%)	6.4%	5.3%	3.5%	6.8%	8.3%
市盈率	17.9	18.4	28.1	14.0	10.8
市净率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持（维持）
股价（2024年09月19日）	3 元
目标价格	3.08 元
52 周最高价/最低价	4.21/2.87 元
总股本/流通 A 股（万股）	167,270/164,836
A 股市值（百万元）	5,018
国家/地区	中国
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2024 年 09 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.67	-2.91	-6.25	-26.18
相对表现	-0.07	1.88	3.18	-12.08
沪深 300	0.74	-4.79	-9.43	-14.1



证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
李梦强	limengqiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517100003
杨雨浓	yangyunong@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090005

相关报告

隔膜销量保持增长，加码扩产湿法项目 2023-09-25

表 1：沧州明珠可比公司估值水平

公司	代码	最新价格 (元) 2024/9/19	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
恩捷股份	002812	25.18	2.59	1.15	1.81	2.52	9.74	21.83	13.94	10.00
星源材质	300568	6.98	0.43	0.45	0.58	0.77	16.27	15.54	12.04	9.07
壹石通	688733	13.59	0.12	0.35	0.59	0.90	110.67	38.67	23.02	15.06
伟星新材	002372	10.69	0.90	0.86	0.95	1.05	11.88	12.45	11.29	10.13
和顺科技	301237	18.71	0.18	0.46	0.87	1.25	102.24	40.45	21.59	14.92
双星新材	002585	4.35	-0.15	0.12	0.36	0.63	-29.92	35.31	12.02	6.91
公元股份	002641	3.87	0.30	0.29	0.32	0.35	13.11	13.40	12.25	10.97
	最大值						110.67	40.45	23.02	15.06
	最小值						(29.92)	12.45	11.29	6.91
	平均数						33.43	25.38	15.17	11.01
	调整后 平均						30.65	24.95	14.37	11.02

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,399	801	688	861	1,012	营业收入	2,835	2,619	3,441	4,307	5,058
应收票据、账款及款项融资	1,129	1,016	1,342	1,680	1,973	营业成本	2,361	2,239	3,022	3,619	4,176
预付账款	39	30	40	50	58	销售费用	79	79	80	94	102
存货	448	332	544	651	752	管理费用	76	78	78	92	99
其他	119	228	152	177	199	研发费用	33	36	45	54	58
流动资产合计	3,133	2,407	2,765	3,419	3,993	财务费用	24	8	76	110	142
长期股权投资	1,089	1,161	1,050	1,050	1,050	资产、信用减值损失	21	15	39	16	29
固定资产	1,260	1,715	2,454	3,088	3,510	公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
在建工程	745	1,063	813	573	414	投资净收益	104	93	100	100	100
无形资产	288	360	351	342	332	其他	1	69	11	2	(6)
其他	497	404	262	261	260	营业利润	345	327	211	425	547
非流动资产合计	3,879	4,702	4,930	5,313	5,566	营业外收入	1	1	2	2	2
资产总计	7,012	7,109	7,695	8,733	9,559	营业外支出	3	10	3	3	3
短期借款	448	387	831	1,462	1,882	利润总额	344	318	210	423	546
应付票据及应付账款	396	373	499	597	689	所得税	49	41	31	63	82
其他	156	326	274	303	335	净利润	295	277	178	360	464
流动负债合计	1,000	1,086	1,604	2,362	2,905	少数股东损益	14	5	0	0	0
长期借款	543	656	656	656	656	归属于母公司净利润	281	273	178	360	464
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.17	0.16	0.11	0.22	0.28
其他	241	245	244	253	253	主要财务比率					
非流动负债合计	784	901	900	908	908		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	1,784	1,987	2,504	3,271	3,814	成长能力					
少数股东权益	106	0	0	0	0	营业收入	-1.9%	-7.6%	31.4%	25.2%	17.4%
实收资本（或股本）	1,673	1,673	1,673	1,673	1,673	营业利润	-19.7%	-5.4%	-35.3%	101.0%	28.8%
资本公积	1,150	1,039	1,095	1,095	1,095	归属于母公司净利润	-23.2%	-3.0%	-34.6%	101.7%	28.9%
留存收益	2,307	2,412	2,423	2,694	2,978	获利能力					
其他	(7)	(1)	0	0	0	毛利率	16.7%	14.5%	12.2%	16.0%	17.4%
股东权益合计	5,228	5,123	5,191	5,462	5,746	净利率	9.9%	10.4%	5.2%	8.4%	9.2%
负债和股东权益总计	7,012	7,109	7,695	8,733	9,559	ROE	6.4%	5.3%	3.5%	6.8%	8.3%
现金流量表						ROIC	5.8%	4.7%	3.8%	6.3%	7.3%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	295	277	178	360	464	资产负债率	25.4%	27.9%	32.5%	37.5%	39.9%
折旧摊销	181	141	230	325	414	净负债率	0.0%	5.4%	16.3%	23.9%	27.4%
财务费用	24	8	76	110	142	流动比率	3.13	2.22	1.72	1.45	1.37
投资损失	(104)	(93)	(100)	(100)	(100)	速动比率	2.68	1.89	1.37	1.17	1.11
营运资金变动	(20)	236	(453)	(369)	(329)	营运能力					
其它	(89)	(225)	183	24	29	应收账款周转率	2.9	2.7	3.2	3.1	3.0
经营活动现金流	287	344	114	349	619	存货周转率	5.0	5.6	6.5	5.8	5.8
资本支出	(769)	(975)	(709)	(709)	(666)	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
长期投资	12	(71)	108	0	0	每股指标（元）					
其他	134	326	100	100	100	每股收益	0.17	0.16	0.11	0.22	0.28
投资活动现金流	(623)	(719)	(500)	(609)	(566)	每股经营现金流	0.17	0.21	0.07	0.21	0.37
债权融资	459	145	16	1	0	每股净资产	3.06	3.06	3.10	3.27	3.44
股权融资	1,221	(111)	56	0	0	估值比率					
其他	(464)	(249)	201	432	98	市盈率	17.9	18.4	28.1	14.0	10.8
筹资活动现金流	1,216	(216)	274	433	98	市净率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
汇率变动影响	5	2	-0	-0	-0	EV/EBITDA	10.2	11.8	10.9	6.5	5.1
现金净增加额	885	(588)	(113)	173	150	EV/EBIT	15.2	16.8	19.6	10.5	8.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。