

## 中报符合预期，新材料快速推进

公司公布中报，2020H1 实现收入 33.76 亿元(+13.4%)，实现归母净利润 4.56 亿元(+14.6%)，扣非后为 4.43 亿元(+45.5%)，表现稳定，符合预期。

### 核心观点

- **公司整体盈利能力有所改善。** 毛利率为 21.39% (+1.92pct)，净利率为 13.50% (+0.17pct)，均同比好转，受疫情影响不大；上半年核心主业胶膜在其原料 EVA 树脂单价与去年同期基本持平的情况下，受益于高效 POE 和白色 EVA 胶膜占比大幅提升，Q1 和 Q2 胶膜单价分别增加 8.09% 和 9.93%。
- **Q2 冲回 Q1 信用计提损失，费用率表现持续优异。** 公司 Q1 计提 7663 万减值损失，Q2 基本冲回，上半年减值影响不大。公司费用管控持续优化，上半年期间费用率仅为 5.94% (+1.18pct)，达到近年来新低，体现了较强的规模效应；其中研发费用率为 3.44% (+0.09pct)，研发投入持续加码，致力成为膜材料平台型公司。
- **光伏胶膜持续满产，产能扩张有所加速。** 公司胶膜排产较满，高端 POE 胶膜供不应求，随着下半年光伏旺季逐步来临，胶膜已有所涨价。此外，公司年产 2.5 亿平白色 EVA 技改项目和年产 2 亿平 POE 胶膜（一期）项目均快速推进，部分已结顶试产，预计未来三年每年能释放 1.5-2 亿平胶膜产能，相比过去有所加速，在满足市场需求的同时打击竞争者扩产积极性。
- **膜平台战略稳步推进。** 公司感光干膜已打入深南、景旺等多家核心 PCB 厂商供应商名单，成为公司新的增长极。一方面公司加快产能落地，年底产能将达到 2 亿平，满足全市场 15% 左右的需求；另一方面公司从常规中低端的干膜入手，并逐步进行结构升级，满足不同精细度需求，向中高端进发。公司铝塑膜和 FCCL 也均有相关团队推进，目前已有中试线和种子客户。

### 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.59、13.11、15.40 亿元（原预测为 10.73/12.92/15.16，主要小幅下调出货量 and 费用），按照 FCFF 估值（WACC=7.3%，永续增长率=3%），公司权益价值约为 543 亿元，对应目标价为 70.54 元，维持买入评级。

**风险提示：** 原料价格大幅上涨；新材料拓展不及预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,810	6,378	7,555	10,086	12,049
同比增长(%)	4.9%	32.6%	18.4%	33.5%	19.5%
营业利润(百万元)	858	1,094	1,213	1,501	1,763
同比增长(%)	26.8%	27.5%	10.9%	23.7%	17.4%
归属母公司净利润(百万元)	751	957	1,059	1,311	1,540
同比增长(%)	28.4%	27.4%	10.7%	23.8%	17.5%
每股收益(元)	0.98	1.24	1.38	1.70	2.00
毛利率(%)	19.7%	20.4%	22.5%	22.3%	22.3%
净利率(%)	15.6%	15.0%	14.0%	13.0%	12.8%
净资产收益率(%)	14.2%	15.8%	15.6%	17.4%	17.9%
市盈率	64.5	50.7	45.8	37.0	31.5
市净率	8.7	7.4	6.9	6.0	5.3

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，



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月06日)	64.51 元
目标价格	70.54 元
52周最高价/最低价	71.95/34.5 元
总股本/流通A股(万股)	76,955/76,955
A股市值(百万元)	49,644
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2020年08月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-9.45	28.71	34.31	62.49
相对表现	-11.74	26.73	13.31	31.51
沪深300	2.29	1.98	21.00	30.98



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫  
021-63325888\*6118  
lurixin@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860515100003

联系人 郑浩  
021-63325888\*6078  
zhenghao@orientsec.com.cn

### 相关报告

大股东资金需求减持股权，看好光伏胶膜和新材料双箭齐发： 2020-07-21  
胶膜业务增长确定，膜平台公司初具雏形： 2020-04-24  
光伏胶膜龙头稳步成长，平台化膜巨头初具雏形： 2020-03-22

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。

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声明。

**图 1：DCF 假设表**

所得税率	15%	权益比例	99.7%
永续增长率	3%	债务利率	4.75%
无风险利率	3.0%	股权投资成本	7.28%
$\beta$	0.89	WACC	7.3%

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 2：公司价值敏感性分析**

		永续增长率				
权益价值		2%	2.5%	3%	3.5%	4%
WACC	6.3%	663	699	<b>746</b>	809	900
	6.8%	575	599	<b>631</b>	671	726
	7.3%	<b>504</b>	<b>522</b>	<b>543</b>	<b>570</b>	<b>605</b>
	7.8%	447	460	<b>475</b>	493	517
	8.3%	400	409	<b>420</b>	433	449

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	494	1,881	755	1,009	1,205	营业收入	4,810	6,378	7,555	10,086	12,049
应收票据及应收账款	2,668	3,047	7,555	10,086	12,049	营业成本	3,864	5,079	5,855	7,842	9,361
预付账款	36	60	60	81	96	营业税金及附加	19	22	26	34	41
存货	780	909	1,171	1,568	1,872	营业费用	87	113	125	166	199
其他	1,037	847	865	877	887	管理费用及研发费用	264	300	348	464	554
<b>流动资产合计</b>	<b>5,014</b>	<b>6,745</b>	<b>10,406</b>	<b>13,621</b>	<b>16,109</b>	财务费用	(5)	(0)	37	127	180
长期股权投资	14	0	0	0	0	资产、信用减值损失	103	(107)	1	2	2
固定资产	1,103	1,083	1,587	1,833	1,995	公允价值变动收益	(0)	(0)	1	1	1
在建工程	57	207	163	145	138	投资净收益	62	27	30	30	30
无形资产	199	217	246	268	287	其他	319	97	20	20	20
其他	69	53	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>858</b>	<b>1,094</b>	<b>1,213</b>	<b>1,501</b>	<b>1,763</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,442</b>	<b>1,560</b>	<b>1,996</b>	<b>2,247</b>	<b>2,421</b>	营业外收入	0	2	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>6,456</b>	<b>8,305</b>	<b>12,402</b>	<b>15,868</b>	<b>18,530</b>	营业外支出	3	4	4	4	4
短期借款	15	20	2,696	4,878	6,171	<b>利润总额</b>	<b>856</b>	<b>1,092</b>	<b>1,210</b>	<b>1,498</b>	<b>1,760</b>
应付票据及应付账款	637	702	820	1,098	1,310	所得税	106	137	151	187	220
其他	233	139	161	173	183	<b>净利润</b>	<b>750</b>	<b>955</b>	<b>1,059</b>	<b>1,311</b>	<b>1,540</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>885</b>	<b>862</b>	<b>3,676</b>	<b>6,149</b>	<b>7,665</b>	少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>751</b>	<b>957</b>	<b>1,059</b>	<b>1,311</b>	<b>1,540</b>
应付债券	0	890	1,700	1,700	1,700	每股收益(元)	0.98	1.24	1.38	1.70	2.00
其他	15	25	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>15</b>	<b>914</b>	<b>1,700</b>	<b>1,700</b>	<b>1,700</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>900</b>	<b>1,776</b>	<b>5,376</b>	<b>7,849</b>	<b>9,365</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	2	4	4	4	4	成长能力					
股本	523	523	732	732	732	营业收入	4.9%	32.6%	18.4%	33.5%	19.5%
资本公积	1,391	1,391	1,182	1,182	1,182	营业利润	26.8%	27.5%	10.9%	23.7%	17.4%
留存收益	3,614	4,336	5,108	6,101	7,248	归属于母公司净利润	28.4%	27.4%	10.7%	23.8%	17.5%
其他	26	275	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,556</b>	<b>6,529</b>	<b>7,026</b>	<b>8,019</b>	<b>9,166</b>	毛利率	19.7%	20.4%	22.5%	22.3%	22.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,456</b>	<b>8,305</b>	<b>12,402</b>	<b>15,868</b>	<b>18,530</b>	净利率	15.6%	15.0%	14.0%	13.0%	12.8%
						ROE	14.2%	15.8%	15.6%	17.4%	17.9%
						ROIC	14.1%	14.7%	11.6%	11.0%	10.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	13.9%	21.4%	43.4%	49.5%	50.5%
净利润	750	955	1,059	1,311	1,540	净负债率	0.0%	0.0%	51.8%	69.5%	72.7%
折旧摊销	59	108	112	149	176	流动比率	5.66	7.83	2.83	2.22	2.10
财务费用	(5)	(0)	37	127	180	速动比率	4.78	6.77	2.51	1.96	1.86
投资损失	(62)	(27)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(132)	302	(4,650)	(2,673)	(2,071)	应收账款周转率	4.6	4.6	4.8	5.7	5.4
其它	(441)	(903)	(39)	2	1	存货周转率	6.1	6.0	5.6	5.7	5.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>170</b>	<b>435</b>	<b>(3,511)</b>	<b>(1,115)</b>	<b>(204)</b>	总资产周转率	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
资本支出	(300)	(245)	(600)	(400)	(350)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	14	0	0	0	每股收益	0.98	1.24	1.38	1.70	2.00
其他	453	212	(177)	31	31	每股经营现金流	0.32	0.83	-4.80	-1.52	-0.28
<b>投资活动现金流</b>	<b>151</b>	<b>(20)</b>	<b>(777)</b>	<b>(370)</b>	<b>(320)</b>	每股净资产	7.22	8.48	9.12	10.41	11.90
债权融资	(1)	889	810	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	0	0	0	0	市盈率	64.5	50.7	45.8	37.0	31.5
其他	(225)	(25)	2,351	1,737	720	市净率	8.7	7.4	6.9	6.0	5.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(226)</b>	<b>864</b>	<b>3,162</b>	<b>1,737</b>	<b>720</b>	EV/EBITDA	51.5	39.1	34.5	26.4	22.2
汇率变动影响	15	32	-0	-0	-0	EV/EBIT	55.1	42.9	37.6	28.8	24.2
<b>现金净增加额</b>	<b>110</b>	<b>1,311</b>	<b>(1,126)</b>	<b>253</b>	<b>196</b>						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 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](http://www.dfzq.com.cn)

