上半年景气扰动业绩低点，继续看好公司长期发展

——公司 2020 半年报点评

公司点评

● 事件：公司发布 2020 半年报，上半年归母净利润下降 58%

公司发布 2020 半年报，上半年营收 3.4 亿元，同比-3%，归母净利润 7100 万元，同比-58%，扣非归母净利润 5400 万元，同比-40%。上半年主要是疫情原因，复工延迟对销量有所影响，下游需求扰动使得价格有所下降。短期扰动不改长期向上趋势，随着海外需求高速增长，以及国内销量逐步恢复，公司客户顺利推进及产能投产顺利进行，继续看好公司长期发展潜力。

● 公司与 Northvolt 签订战略合作协议，为未来业绩增量提供重要支撑

Northvolt 股东和管理人员具有特斯拉、大众等欧美重要电动车及电池厂背景，此次战略合作协议的签订，一方面表明公司的产品质量、市场口碑被国际市场高度认可，另一方面为公司长期业绩增长提供了重要支撑。公司有望借助 Northvolt 大力开拓全球市场，与 Northvolt 在电池产业链领域实现双赢。

● 推出 2020 年股权激励计划，绑定员工利益，彰显公司长期发展信心

公司推出股权激励计划，实现公司中高层管理和技术人员的利益绑定，更加有利于激发员工创造公司价值。同时，股权激励计划的推出，彰显公司长期发展的信心。

● 公司推荐逻辑：干法受益于下游需求拉动，湿法达产拐点业绩向上

干法龙头优势显著，未来将受益下游储能和 LFP 动力电池需求拉动。湿法领域达产放量，电池厂选择二供意愿增强将提升公司份额。

● 盈利预测及投资建议

公司是干法隔膜龙头，湿法隔膜处于第二梯队，未来受益于行业景气提升将加速放量。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.9、2.8、4.0 亿元，按照最新收盘价对应 PE 分别为 42、29、20 倍。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：下游销量需求不及预期风险、公司产能达产不及预期风险、公司产品质量风险、新冠疫情等原因造成的系统性风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	583	600	925	1,230	1,555
增长率(%)	11.9	2.8	54.2	33.0	26.4
净利润(百万元)	222	136	191	280	404
增长率(%)	108.0	-38.7	40.2	46.9	44.0
毛利率(%)	48.3	41.8	45.4	48.4	51.8
净利率(%)	38.1	22.7	20.6	22.8	26.0
ROE(%)	13.2	5.2	7.3	10.0	12.9
EPS(摊薄/元)	0.50	0.30	0.43	0.63	0.90
P/E(倍)	36.4	59.3	42.3	28.8	20.0
P/B(倍)	5.6	3.4	3.2	3.0	2.7

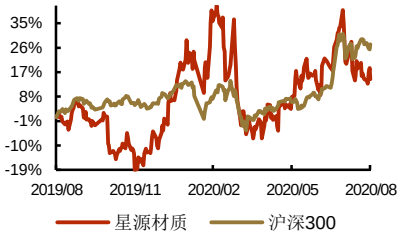
强烈推荐（维持评级）

开文明（分析师）
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn
证书编号：S0280517100002

赵勇臻（分析师）
zhaoyongzhen@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030001

市场数据	时间 2020.08.14
收盘价(元):	18.01
一年最低/最高(元):	16.81/43.88
总股本(亿股):	4.49
总市值(亿元):	80.79
流通股本(亿股):	2.9
流通市值(亿元):	52.27
近 3 月换手率:	206.12%

股价一年走势



相关报告

《一季报业绩符合预期，短期扰动不改长期向上趋势》2020-04-28

《业绩符合预期，继续看好公司长期发展潜力》2020-04-26

《与 Northvolt 签订协议加速发展，推出股权激励彰显信心》2020-03-19

《干法隔膜龙头，湿法赛道加速追赶》2020-03-17

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1079**	**1739**	**1948**	**2148**	**2631**
现金	419	483	256	340	430
应收票据及应收账款合计	401	419	769	850	1168
其他应收款	10	5	19	13	27
预付账款	10	4	17	10	24
存货	109	177	237	284	331
其他流动资产	131	651	651	651	651
非流动资产	**2490**	**3590**	**4297**	**4963**	**5719**
长期投资	8	12	16	20	24
固定资产	794	1669	2408	3068	3750
无形资产	196	192	224	251	282
其他非流动资产	1491	1718	1650	1625	1663
资产总计	**3569**	**5329**	**6245**	**7111**	**8349**
流动负债	**639**	**1398**	**2234**	**3035**	**4079**
短期借款	418	685	1923	2094	3669
应付票据及应付账款合计	104	431	34	626	63
其他流动负债	117	282	276	316	347
非流动负债	**1389**	**1456**	**1354**	**1227**	**1106**
长期借款	986	1048	947	820	699
其他非流动负债	403	408	408	408	408
负债合计	**2028**	**2854**	**3588**	**4262**	**5185**
少数股东权益	13	7	7	7	7
股本	192	230	449	449	449
资本公积	734	1538	1356	1356	1356
留存收益	504	602	721	901	1180
归属母公司股东权益	1527	2469	2650	2842	3157
负债和股东权益	**3569**	**5329**	**6245**	**7111**	**8349**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**240**	**147**	**-470**	**1010**	**-245**
净利润	203	130	191	280	404
折旧摊销	91	102	158	223	292
财务费用	12	37	17	18	19
投资损失	-3	6	0	0	0
营运资金变动	-73	-147	-835	488	-960
其他经营现金流	11	20	0	0	0
投资活动现金流	**-1263**	**-1292**	**-865**	**-889**	**-1047**
资本支出	1259	1063	703	662	752
长期投资	-8	-232	-4	-4	-4
其他投资现金流	-13	-461	-166	-231	-300
筹资活动现金流	**685**	**1297**	**-131**	**-207**	**-192**
短期借款	-32	266	0	0	0
长期借款	868	62	-102	-127	-121
普通股增加	0	38	218	0	0
资本公积增加	-3	804	-182	0	0
其他筹资现金流	-148	126	-66	-80	-71
现金净增加额	**-327**	**153**	**-1466**	**-86**	**-1485**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**583**	**600**	**925**	**1230**	**1555**
营业成本	302	349	505	635	750
营业税金及附加	11	9	15	19	24
营业费用	29	37	37	43	47
管理费用	88	86	118	135	143
研发费用	38	35	55	73	92
财务费用	12	37	17	18	19
资产减值损失	11	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
其他收益	29	30	0	0	0
投资净收益	3	-6	0	0	0
营业利润	**124**	**62**	**179**	**306**	**480**
营业外收入	125	98	56	38	16
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	**249**	**159**	**234**	**344**	**496**
所得税	46	29	44	64	92
净利润	**203**	**130**	**191**	**280**	**404**
少数股东损益	-19	-6	0	0	0
归属母公司净利润	**222**	**136**	**191**	**280**	**404**
EBITDA	362	286	409	586	806
EPS（元）	0.50	0.30	0.43	0.63	0.90

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.9	2.8	54.2	33.0	26.4
营业利润(%)	9.5	-49.7	186.7	71.2	56.9
归属于母公司净利润(%)	108.0	-38.7	40.2	46.9	44.0
获利能力					
毛利率(%)	48.3	41.8	45.4	48.4	51.8
净利率(%)	38.1	22.7	20.6	22.8	26.0
ROE(%)	13.2	5.2	7.3	10.0	12.9
ROIC(%)	9.2	3.8	3.7	5.2	5.7
偿债能力					
资产负债率(%)	56.8	53.5	57.5	59.9	62.1
净负债比率(%)	92.5	75.1	122.9	114.0	147.3
流动比率	1.7	1.2	0.9	0.7	0.6
速动比率	1.3	0.8	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5
应付账款周转率	3.5	1.3	2.2	1.9	2.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.30	0.43	0.63	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.51	-1.05	2.25	-0.55
每股净资产(最新摊薄)	3.19	5.29	5.61	6.04	6.74
估值比率					
P/E	36.4	59.3	42.3	28.8	20.0
P/B	5.6	3.4	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	26.3	33.9	27.1	18.9	15.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

赵勇臻，上海交通大学硕士，2017-2019 年任广发证券研究所非金属建筑材料行业分析师，2020 年加入新时代证券，覆盖电动车产业链和部分非电动车光伏风电公司。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/