

投资评级：买入(首次)

永冠新材(603681)

目标价:23.0元

竞争优势强、成长确定性高的胶带龙头

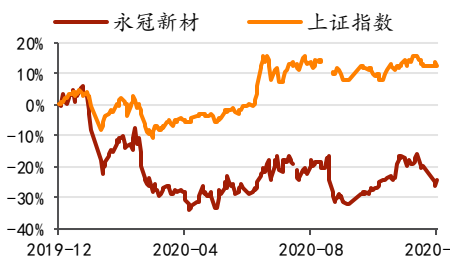
## 市场数据 2020-12-24

收盘价(元)	19.05
一年内最低/最高(元)	16.20/27.10
市盈率	17.7
市净率	2.15

## 基础数据

净资产收益率(%)	12.14
资产负债率(%)	26.5
总股本(亿股)	1.67

## 最近12月股价走势



## 联系信息

虞小波	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
路辛之	分析师
SAC 证书编号: S0160520090001	
luxz@ctsec.com	

## 相关报告

- 公司是产业链齐全、品类多样的胶带龙头。公司产品主要为布基、纸基、膜基三大类胶带，销售市场覆盖多个国家地区，与3M等国际知名客户建立了深厚的合作关系。公司自成立以来有两条成长主线非常清晰，一是扩展品类，二是产业链一体化，这两者也支撑了公司整体营收和净利润的增长，2012-2019年公司营收和归母净利润复合增长率分别为24%、23%。
- 国内胶带行业较为分散，公司大有可为。全球胶带市场规模约600亿美元，我国胶带市场规模接近500亿元。整体上看，国内胶带企业众多、规模普遍较小、产业集中度低，目前公司国内市场市占率仅1.6%。我们认为，公司作为出口为主、全球知名的胶带企业，在品牌、品类多样性、质量管控和综合成本上均具有竞争优势，此时重点发力国内市场无异于“降维打击”，发展空间广阔。
- 募投项目保证公司未来数年成长。公司未来数年的新增产能包括：(1) IPO募投项目2021年投产，预计贡献毛利0.97亿元；(2) 可转债募投项目2021年后投产，预计毛利贡献1.96亿元。(3) 自有资金购买德国BOPP产线，预计增厚净利润0.44亿元。全部投产后，公司利润将再上一个台阶。
- 从民用胶带向特种胶带延伸。经过近20年的发展，公司民用胶带技术已经不输国外龙头，在此基础上向特种胶带延伸的关键是针对性的打开下游市场和渠道。公司通过事业部制网罗新业务核心人才，发展路径清晰。我们看好公司从传统民用胶带向各类特种胶带延伸。
- 我们预测公司2020/21/22年归母净利润1.67/2.09/2.64亿元，EPS 1.00/1.26/1.59元，对应现价PE 19.0/15.1/12.0倍。我们看好公司竞争优势和成长的确定性，给予2021年20倍PE，目标价23元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:人民币升值,原材料快速涨价,新项目投产进度不及预期

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1,701	2,144	2,499	2,730	3,659
增长率	20.6%	26.1%	16.5%	9.2%	34.0%
归属母公司股东净利润(百万)	131	148	167	209	264
增长率	61.1%	12.9%	12.6%	25.4%	26.1%
每股收益(元)	0.79	0.89	1.00	1.26	1.59
市盈率(倍)	24.2	21.4	19.0	15.1	12.0

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

## 内容目录

1、 产业链齐全、品类多样的胶带龙头.....	3
2、 国内胶带行业较为分散，公司大有可为 .....	6
2.1 胶带行业基本情况.....	6
2.2 几类主要胶带基本情况.....	7
2.3 国内市场仍比较分散，公司优势明显.....	8
3、 募投项目保证公司未来数年成长.....	10
3.1 IPO 募投项目：2021 年投产，预计贡献毛利 0.97 亿元 .....	11
3.2 可转债募投项目：2021 年后投产，预计毛利贡献 1.96 亿元.....	12
3.3 自有资金：购买德国 BOPP 产线，预计增厚净利润 0.44 亿元 .....	13
4、 从民用胶带向特种胶带延伸.....	14
4.1 汽车线束胶带、医用胶带市场广阔.....	14
4.2 公司通过事业部制吸引人才，发展路径清晰.....	15
5、 盈利预测和投资建议 .....	15
6、 风险提示 .....	17

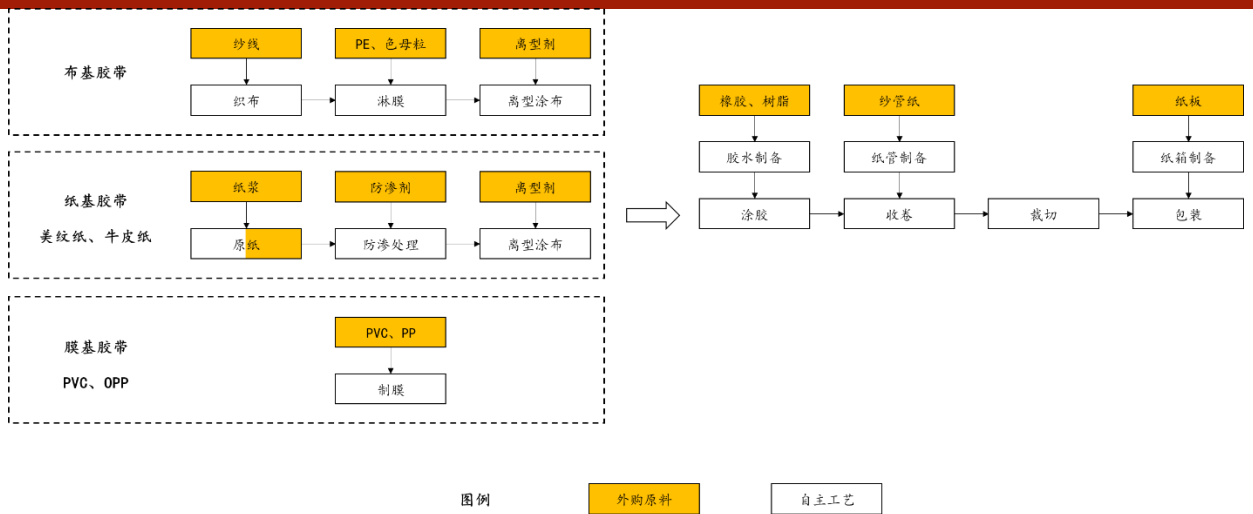
## 图表目录

图 1：公司胶带产业链和主要产品.....	3
图 2：公司四种主要胶带产品 .....	3
图 3：公司各类胶带产能持续增长（单位：万平） .....	4
图 4：公司各类胶带产量持续增长（单位：万平） .....	4
图 5：公司各类胶带销量持续增长（单位：万平） .....	4
图 6：公司各类胶带营收持续增长（单位：万元） .....	4
图 7：公司各类胶带毛利率稳中有升.....	5
图 8：公司历史营业收入及增速.....	5
图 9：公司历史归母净利润及增速.....	5
图 10：公司股权结构 .....	6
图 11：国内胶带销量及增速 .....	7
图 12：国内胶带销售额及增速 .....	7
图 13：国内胶带销量构成（2019 年） .....	7
图 14：国内胶带销售额构成（2019 年） .....	7
图 15：公司内销收入占比较低 .....	10
图 16：公司三大类胶带产能利用率均较高.....	11
图 17：BOPP 价格及净利润 .....	14
表 1：公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2：国内胶带行业竞争格局 .....	8
表 3：公司布基胶带关键事件 .....	9
表 4：公司国内市场市占率较低.....	10
表 5：公司 IPO 募投项目.....	11
表 6：公司 IPO 募投项目毛利测算.....	11
表 7：公司可转债募投项目（山东永冠）毛利测算 .....	12
表 8：公司可转债募投项目（江西永冠）毛利测算 .....	13
表 9：公司主营业务拆分.....	16

### 1、产业链齐全、品类多样的胶带龙头

上海永冠众诚新材料科技(集团)股份有限公司前身为上海永冠胶粘制品股份有限公司,成立于2002年8月,是国内领先的综合性胶粘材料生产企业。公司主营业务为各类胶带的研发、生产和销售,主要产品包括布基胶带、美纹纸胶带、PVC胶带、OPP胶带、清洁胶带、牛皮纸胶带、铝箔胶带等。经过多年的技术沉淀和客户积累,公司产品包含布基、纸基、膜基三大品类,销售市场覆盖多个国家地区,与3M等国际知名客户建立了深厚的合作关系,产业链延伸至纺织、特种纸制造、特种膜制造、PVC膜压延、高精度涂布、防渗上硅、裁切包装、印刷等。公司已成为兼具品类、规模、技术、成本优势的胶带行业龙头。

图1: 公司胶带产业链和主要产品



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图2: 公司四种主要胶带产品



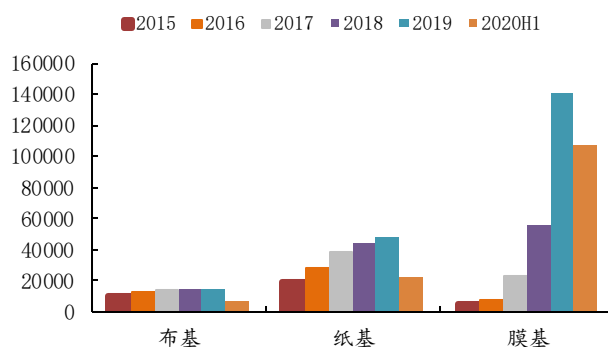
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

公司自成立以来有两条成长主线非常清晰, 一是扩展品类, 二是产业链一体化。

(1) 扩展品类: 公司自成立以来以布基胶带作为拳头产品, 而且定位于美日高

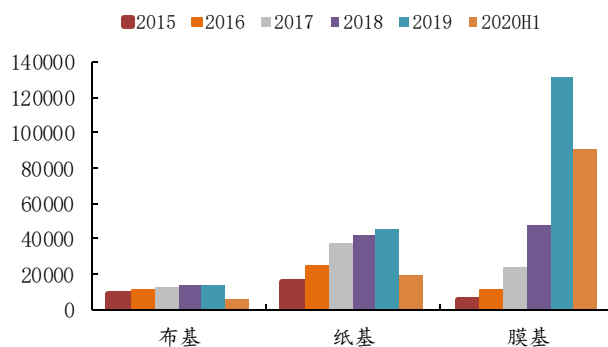
端市场，避免了国内胶带产业发展初期的无序化竞争。2012年后，公司逐渐意识到多品类发展的重要性，成立了子公司江西永冠并拓展了纸基和膜基胶带。在布基胶带成功的基础上，这两个新品类发展迅速：2015到2019年，纸基胶带销量从1.69亿平增长至4.52亿平，营收从2.23亿元增长至6.19亿元；膜基胶带销量从0.57亿平增长至13.11亿平，营收从0.97亿元增长至8.49亿元。通过扩展品类，公司打开了营收增长的空间，产业链地位和竞争力也不断提高。

图3：公司各类胶带产能持续增长（单位：万平）



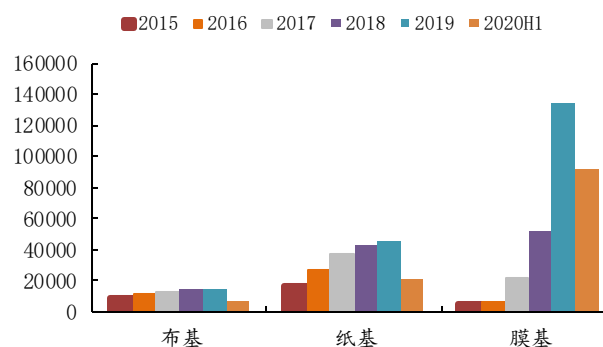
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图5：公司各类胶带销量持续增长（单位：万平）



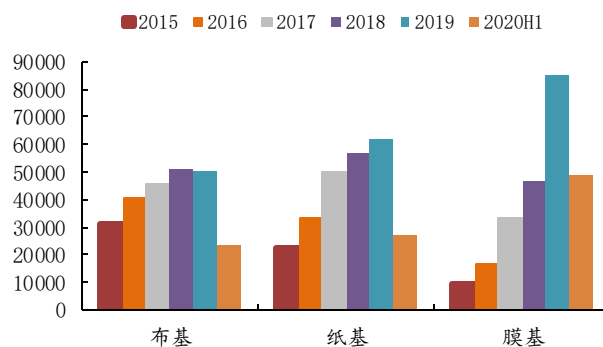
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4：公司各类胶带产量持续增长（单位：万平）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

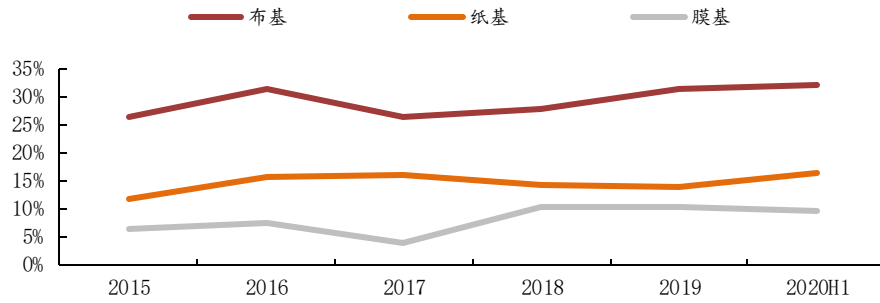
图6：公司各类胶带营收持续增长（单位：万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**(2) 产业链一体化：**公司在成立初期布基胶带研发期间就比较重视产业链一体化，当时主要是为了向国外大厂供货时能够质量稳定和快速响应，这也成为公司与国内其他企业相比的主要竞争优势之一。由于公司新进入的纸基、膜基胶带售价和毛利率比布基胶带低，向上游延伸，获取造纸、制膜阶段的利润更加重要。随着公司在纺织、造纸、制膜、涂布、裁切、包装领域的不断延伸，公司各产品毛利率也稳中有升，综合竞争力不断增强。

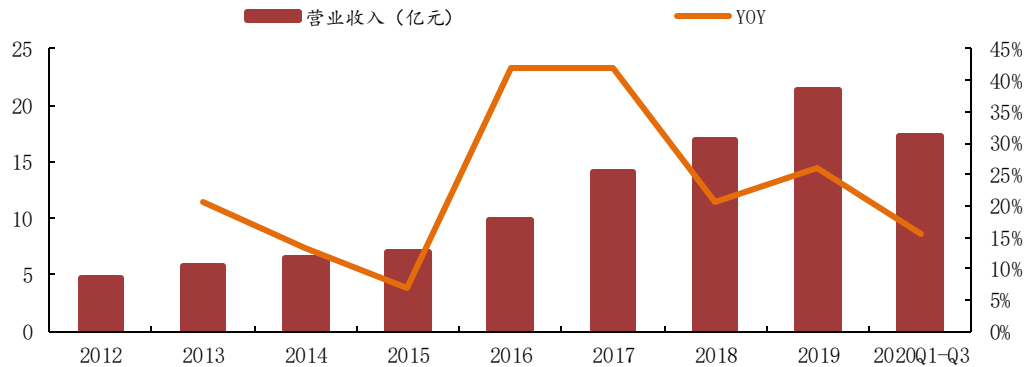
图 7：公司各类胶带毛利率稳中有升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

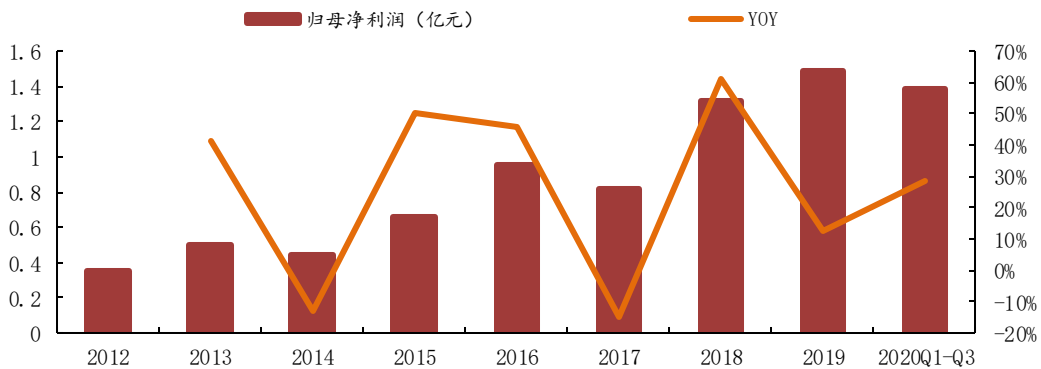
新品类扩张和产业链一体化也支撑了公司整体营收和净利润的增长，2012-2019 年公司营收和归母净利润复合增长率分别为 24%、23%（2015-2019 年该数据为 32%、23%）。尽管受到疫情影响，2020 年前三季度公司营收和归母净利润仍分别同比增长 17%、29%。

图 8：公司历史营业收入及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

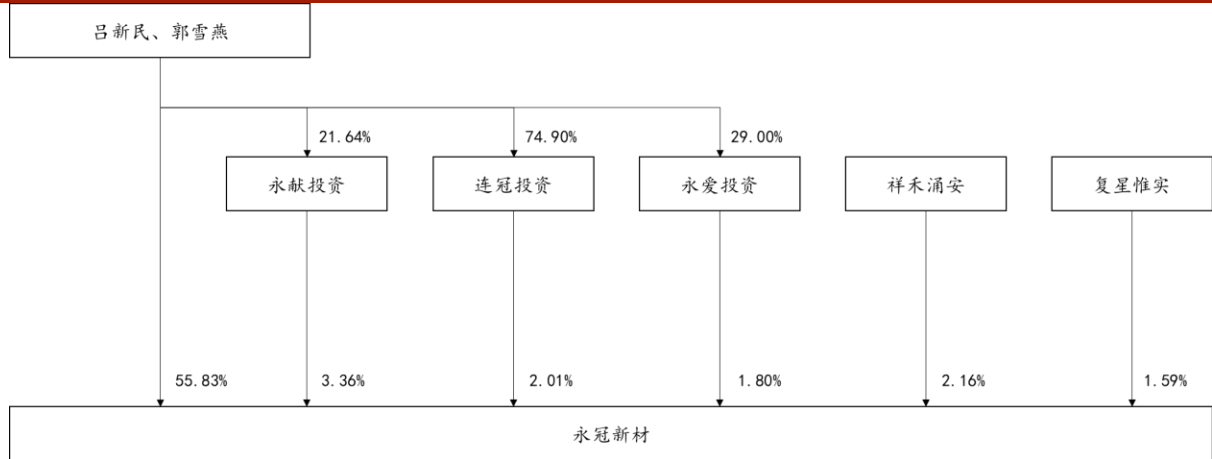
图 9：公司历史归母净利润及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司股权结构清晰,大股东持股比例高。吕新民、郭雪燕夫妇直接持有公司 55.83% 股份,并通过永献投资、连冠投资、永爱投资合计持有公司 58.58% 股份,为公司实际控制人。

图 10: 公司股权结构



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

## 2、国内胶带行业较为分散, 公司大有可为

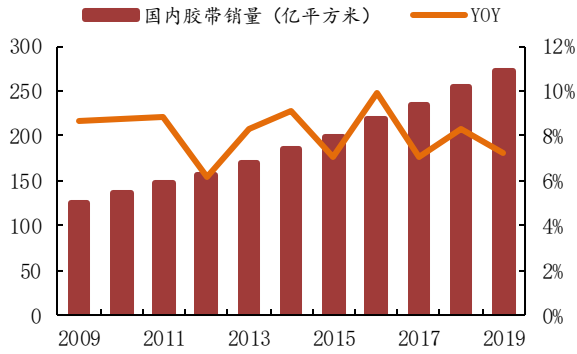
### 2.1 胶带行业基本情况

胶带属于常规消费品, 应用范围相当广泛。民用胶带可用于装修、包装、办公等; 医用胶带可用于包扎、固定、辅助治疗等; 工业用胶带可用于封装、捆扎、保护、绝缘、遮蔽等。

全球胶带市场规模约 600 亿美元。根据全球知名胶粘带咨询公司 AWA (Alexander Watson Associates) 的数据, 2018 年、2019 年全球胶带销量分别为 453、468 亿平方米。以销量计, 亚洲占比约 45%, 是占比最大的地区。根据 Marketsand Markets 的数据, 全球胶带市场规模预计将从 2016 年的 473.3 亿美元增长到 2021 年 618.6 亿美元, 复合增长率 5.5%。

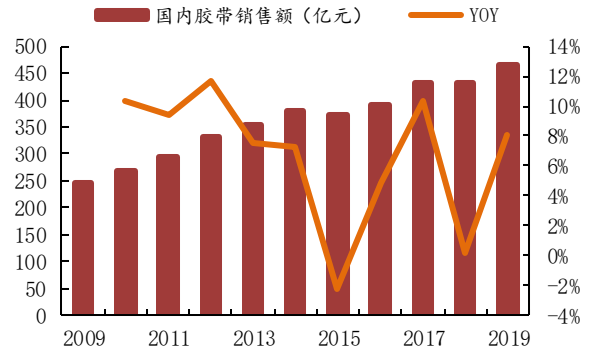
我国胶带市场规模接近 500 亿元。我国胶带市场稳步增长, 根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会的数据, 2009 年到 2019 年, 国内胶带销量从 125 亿平方米增长至 271.8 亿平方米, 复合增长率 8.08%; 市场规模从 244.7 亿元增长至 465.5 亿元, 复合增长率 6.64%。根据我国胶粘剂和胶粘带行业“十四五”规划, “十四五”期间胶带发展目标是产量年均增长率 4.5%, 销售额年均增长率 4.2%。细分来看, OPP 胶带是占比最大的种类(销量占 56%、销售额占 22%), 其次是标签及广告贴、双面胶带、PVC 胶带、保护膜胶带等。

图 11：国内胶带销量及增速



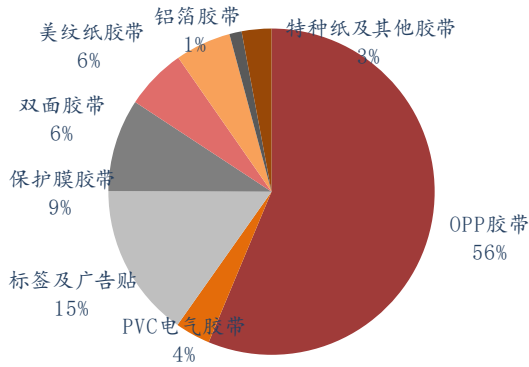
数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，财通证券研究所

图 12：国内胶带销售额及增速



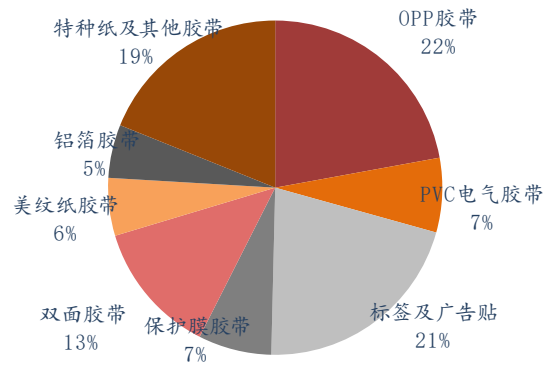
数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，财通证券研究所

图 13：国内胶带销量构成（2019 年）



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，财通证券研究所

图 14：国内胶带销售额构成（2019 年）



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，财通证券研究所

## 2.2 几类主要胶带基本情况

### (1) 布基胶带

布基胶带以聚乙烯和纱布纤维的热复合材料为基材。其最大特点是用手即可整齐撕断，使用方便，此外具有较大的初粘力、抗拉力、均衡的剥离力，防水防漏，耐化学性优良。布基胶带可分为民用型和工业型，民用型布基胶带主要用于家装修理、捆扎、包裹等，工业型布基胶带主要用于工业封箱、管道保护、造船及汽车等工业生产。布基胶带在日常生活中最常见的两个使用场景是DIY装饰和地毯粘接，由于价格相对较高以及符合DIY要求，其主要市场在欧美。

布基胶带市场以出口OEM/ODM为主，需要经过国外大厂认证，对质量稳定性和交货速度要求较高，也是胶带中技术要求较高的品种。

### (2) 美纹纸胶带

美纹纸胶带以美纹纸为基材。其最大特点是粘着力强、容易剥离、不留残胶，主要用于室内装修、汽车修理、电子元器件制造过程中的喷漆和电镀保护。

美纹纸胶带也是具有一定技术壁垒的品种，在室外和高温喷漆等场景下常规胶水容易残留，因此对胶水质量和涂布的要求较高。

### (3) OPP 胶带

OPP 胶带以 OPP/BOPP 薄膜为基材。OPP 胶带即日常生活中最常见的透明胶带，主要用于纸箱封口、物品包扎等。

OPP 胶带生产壁垒较低，其主要竞争要素是产业链一体化，即能否实现聚丙烯薄膜的自主生产。

## 2.3 国内市场仍比较分散，公司优势明显

国内胶带市场大致可分为三个层次的竞争格局。第一层次为生产特种胶带的外企，第二层次为以公司为代表的国内主流胶带生产企业，第三层次为国内众多小型胶带生产企业和下游裁切商。整体上看，国内胶带企业众多、规模普遍较小、产业集中度低。

**表 2：国内胶带行业竞争格局**

层级	特点	代表企业
第一层次	能够生产具有特定物理和化学特性的高附加值胶带	欧美大型胶带生产企业，主要包括 3M、Tesa、日东电工等
第二层次	有一定生产能力和技术水平，拥有自主品牌	国内主流胶带生产企业，主要包括永冠、友谊、炎洲、晶华、永乐等
第三层次	低端产品竞争，同质化程度高，技术含量低	国内众多小型胶带生产企业和下游裁切商

数据来源：公司公告，财通证券研究所

相比国内其他胶带企业，公司的竞争优势包括：

### (1) 技术设备领先

公司通过自主研发、自主创新掌握了多项核心技术，涉及基材制备、胶粘剂制备、涂布等多个关键工艺步骤，并且研发了拥有自主知识产权的关键生产设备。目前公司共拥有 11 项发明专利技术、11 项实用新型专利、7 项外观设计专利、6 项高新技术成果转化，并且先后通过 ISO9001/14001/18000、IATF16949 体系管理认证，REACH 认证、美国 UL 认证、加拿大 CSA 认证、欧盟 ROHS 环保认证、全球 BSCI 社会责任体系认证等。

以布基胶带为例，公司依次突破涂布、淋膜、胶水制备等关键工艺，并引入吸收纺织、涂布等关键设备，掌握了从布基制备到涂布裁切的整套工艺，成为了国内首个进入美日市场的国内胶带企业。



**表 3：公司布基胶带关键事件**

	事件	意义
2002	自主研发半自动化布基胶带涂胶流水线	解决国内布基胶带技术依赖进口的被动局面
2003	探索热熔压敏胶配方及工艺	掌握布基胶带核心技术
2005	自主研发淋膜设备	解决外发加工品质不稳定、交货期慢的问题
2005	购入大批剑杠纺织设备	向产业链上游延伸，突出成本优势
2006	打入美国市场	进入快速发展阶段
2008	打入日本市场	品质要求最高的市场
2009	引进及研发天然橡胶涂布设备	丰富产品应用领域，开拓工业市场

数据来源：公司官网，财通证券研究所

### （2）产业链一体化程度高

公司是行业内一体化程度最高的企业，通过多年的技术研发与经验沉淀，目前产业链涵盖纺织、特种纸制造、特种膜制造、PVC 膜压延、高精度涂布、防渗上硅、裁切包装、印刷等，主要产品均已完成产业链纵向整合。

正如我们前文提到的，产业链一体化一方面保证了产品品质和交货周期，提供高性价比的产品，另一方面提高了公司利润水平。

### （3）产品种类丰富

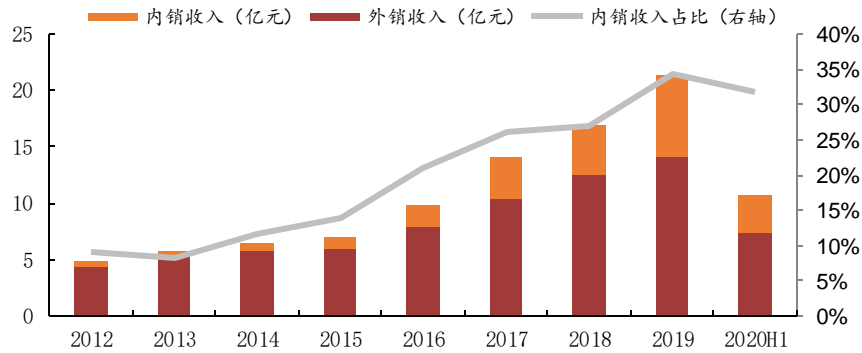
公司主要产品为布基胶带、美纹纸胶带、OPP 胶带、PVC 胶带，兼顾生产其它各类胶带，如清洁胶带、铝箔胶带、双面胶带等。同时较强的技术研发能力和产业链一体化优势使得公司可以根据客户需要定制各类胶带，SKU 有数千个。丰富的产品线增强了公司的综合抗风险能力，也使得公司有满足客户多方位的需求，方便客户进行“一站式”采购。

### （4）融资便利

国内胶带上市公司仅有炎洲集团（台湾上市）、晶华新材和永冠新材。上市以来公司的 IPO 和可转债募投项目极大加快了公司产能增长和产业链一体化，与其他非上市公司的差距将显著拉大。

目前公司国内市场市占率仍然较低，发展空间广阔。公司是国内胶带行业中少数以外销为主的企业，2019 年公司外销收入占比仍接近 70%，内销收入 7.33 亿元，市占率仅 1.6%。具体品种来看，根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会以及公司财报数据测算，2019 年公司国内布基、纸基、膜基胶带市占率分别约为 1.94%（占特种纸及其他胶带比例，不只包括布基胶带）、6.32%、2.91%。

图 15：公司内销收入占比较低



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表 4：公司国内市场市占率较低

	2019 年国内销售额 (亿元)	2019 年永冠内销收入 (亿元)	市占率
OPP 胶带	103	3.98	2.91%
PVC 电气胶带	34		
标签及广告贴	98		
保护膜胶带	33		
双面胶带	60		
美纹纸胶带	26	1.64	6.32%
铝箔胶带	24		
特种纸及其他胶带	88	1.71	1.94%

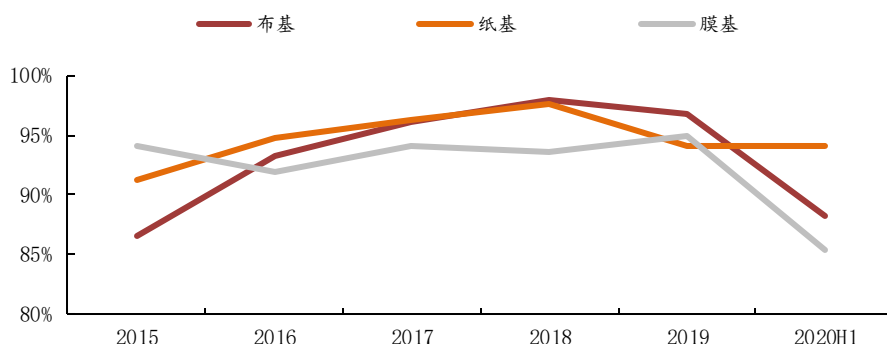
数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，公司公告，财通证券研究所  
注：公司布基及其他胶带均计入特种纸及其他胶带类别中

我们认为，公司作为出口为主、全球知名的胶带企业，在品牌、品类多样性、质量管控和综合成本上均具有竞争优势，此时重点发力国内市场无异于“降维打击”，发展空间广阔。

### 3、募投项目保证公司未来数年成长

上一章我们分析了公司在国内市场发展的空间和竞争优势，而公司发展的具体举措则依然要落实到产能增长和产业链一体化上。公司过去数年产能快速扩张，凭借公司的竞争优势，产能利用率仍然较高。2019 年三大类胶带产能利用率均约 95%，2020 年上半年受疫情影响产能利用率略有下滑，整体也在 85%以上，产能进一步扩张十分必要。IPO 和可转债募投项目是公司未来数年进一步发展的保证。

图 16：公司三大类胶带产能利用率均较高



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3.1 IPO 募投项目：2021 年投产，预计贡献毛利 0.97 亿元

公司 IPO 募投项目为“年产 4200 万平方米无溶剂天然橡胶布基胶带胶粘制品生产线建设项目”、“年产 7000 万平方米水性美纹纸胶带胶粘制品生产线建设项目”、“年产 7380 万平方米水性 PVC 胶带胶粘制品生产线建设项目”。截至 2020 年 6 月 30 日，上述项目资金投入进度约 70%，预计将于 2021 年贡献利润。

表 5：公司 IPO 募投项目

种类	备注	现有产能 (万平方米)	募投项目完成后产能 (万平方米)	资金投入进度	预计投产时间
布基胶带	无溶剂天然橡胶	14400	18600	64.21%	2021 年 4 月
纸基胶带	水性美纹纸	48000	55000	71.12%	2021 年 6 月
膜基胶带	水性 PVC	141200	148580	76.24%	2020 年 12 月

数据来源：公司公告，财通证券研究所

我们测算 IPO 募投项目达产后贡献毛利 0.97 亿元。

表 6：公司 IPO 募投项目毛利测算

	2017	2018	2019	IPO 募投项目	
	单价 (元/平)			预测单价 (元/平)	预测营收 (亿元)
布基	3.65	3.61	3.74	3.80	1.60
美纹纸	1.38	1.39	1.39	1.50	1.05
PVC	2.72	2.82	2.71	2.75	2.03
	合计				4.68
	毛利率			预测毛利率	预测毛利 (万元)
布基	26.21%	27.75%	31.35%	32.00%	0.51
纸基	15.95%	14.30%	13.88%	15.00%	0.16
PVC	6.01%	11.26%	17.09%	15.00%	0.30
	合计				0.97

数据来源：公司公告，财通证券研究所

注：PVC 胶带毛利率为膜基胶带除去 OPP 胶带计算所得，包含了部分其他膜基胶带，有一定偏差

### 3.2 可转债募投项目：2021年后投产，预计毛利贡献1.96亿元

2020年10月14日，公司获得证监会批文，核准公司公开发行5.2亿元可转债，用于“山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目”、“江西永冠智能制造产业升级一期技改项目”、“线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目”和补流。

(1) 山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目主要包括 OPP 胶带及薄膜半成品 11 万吨（OPP 胶带约 45g/平方米，1 万吨=2.22 亿平方米）、美纹纸胶带 0.6 万吨、双面泡棉胶带 0.05 万吨、双面棉纸胶带 0.05 万吨，预计 2022 年投产（60%），2024 年完全达产。

公司预测项目完全达产后销售收入 11.91 亿元，毛利率 10.74%，毛利贡献 1.28 亿元。项目主要收入和利润由 OPP 胶带贡献，毛利率相对较高主要因 BOPP 薄膜由外购变为自产。（后文详细说明）

**表 7：公司可转债募投项目（山东永冠）毛利测算**

	2017	2018	2019	IPO 募投项目	
	单价（元/平）			预测单价（元/平）	预测营收（万元）
OPP	0.61	0.53	0.44	0.42	10.22
其他产品					1.69
		合计			11.91
	毛利率			预测毛利率	预测毛利（万元）
OPP	-1.94%	8.77%	6.23%	10.74%	1.28
		合计			1.28

数据来源：公司公告，财通证券研究所

注：PVC 胶带毛利率为膜基胶带除去 OPP 胶带计算所得，包含了部分其他膜基胶带，有一定偏差

(2) 江西永冠智能制造产业升级一期技改项目主要包括 OPP 胶带 11780 万平方米、PVC 胶带 1200 万平方米、美纹纸胶带 5040 万平方米，预计 2021 年投产（20%），2024 年完全达产。

公司预测完全达产后销售收入 1.61 亿元，毛利率 20.61%，毛利贡献 0.33 亿元。毛利率相对较高主要因生产线改造主要采用各类智能化设备，在提高生产效率的同时节约部分人工成本和费用。

**表 8：公司可转债募投项目（江西永冠）毛利测算**

	2017	2018	2019	IPO 募投项目	
	单价（元/平）			预测单价（元/平）	预测营收（亿元）
美纹纸	1.38	1.39	1.39	1.38	0.70
PVC	2.72	2.82	2.71	2.68	0.32
OPP	0.61	0.53	0.44	0.50	0.59
	合计				1.61
	毛利率			预测毛利率	预测毛利（万元）
纸基	15.95%	14.30%	13.88%		
PVC	6.01%	11.26%	17.09%	20.61%	
OPP	-1.94%	8.77%	6.23%		
	合计				0.33

数据来源：公司公告，财通证券研究所

注：PVC 胶带毛利率为膜基胶带除去 OPP 胶带计算所得，包含了部分其他膜基胶带，有一定偏差

（3）线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目主要包括线束胶带 865.80 万平方米、医用胶带 371.25 万平方米，预计 2022 年投产（50%），2024 年完全达产。

公司预测完全达产后销售收入 1.52 亿元，毛利率 22.89%，毛利贡献 0.35 亿元。这一项目是公司新进入的工业用、医用胶带领域，我们在下一章详细分析。

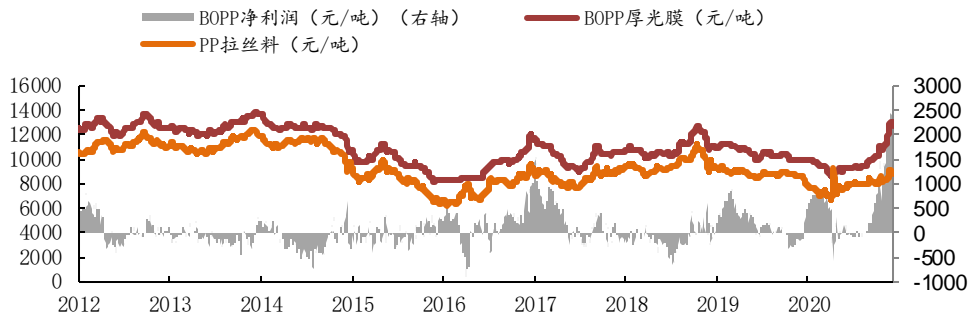
### 3.3 自有资金：购买德国 BOPP 产线，预计增厚净利润 0.44 亿元

2020 年 7 月 11 日，公司公告子公司江西永冠于 5 月和 7 月向德国布鲁克纳机械有限公司购买 BOPP 薄膜生产设备，合同金额不超过 3000 万欧元（不含交易税费）。合计共 4 条产线，预计分别于 2021 年 1 月、2021 年 12 月及 2022 年 3 月在江西投产、2021 年 8 月在山东投产（用于山东永冠募投项目中）。

每条产线 BOPP 年产能约 5.5 万吨，4 条合计 22 万吨，可生产 48.84 亿平 OPP 胶带。公司目前拥有约 OPP 胶带产能 15 亿平，加上可转债的 24.2+1.18 亿平，合计 40.38 亿平产能，4 条产线将完全满足公司 BOPP 薄膜需求且有富余，公司 OPP 胶带毛利率将有显著提升。

2012 年至今 BOPP 薄膜行业历史平均净利润约 100 元/吨。同时公司 BOPP 设备较为先进，江西永冠余热发电、热电联产具有成本优势（BOPP 产线热电消耗较大），预计相比一般企业成本节约 100 元/吨。据此我们测算 22 万吨 BOPP 薄膜可带来约 0.44 亿元净利润增厚。

图 17: BOPP 价格及净利润



数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 4、从民用胶带向特种胶带延伸

公司之前的胶带产品主要为普通民用胶带，其特点是消费属性强、用量大，但毛利率相对偏低。在这一市场站稳后，公司势必会向特种功能胶带延伸，向更高层次的胶带供应商迈进（即前文所述竞争格局中第一层次的企业）。

公司目前选择的两个主要方向汽车线束胶带和医用胶带，即可转债募投项目中的“线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目”。

##### 4.1 汽车线束胶带、医用胶带市场广阔

汽车线束胶带主要用于汽车工业线束缠绕。汽车线束是汽车电路的网络主体，承担着传输电力以及电信号的重任，被誉为“汽车神经”，因此其对汽车线束胶带的性能要求较高，包括优良的基材、高品质胶粘剂、强抗老化力、强表面抗污力、强稳定性等。

在国内汽车线束整体发展的背景下，汽车线束胶带市场规模逐年攀升。同时新能源汽车的快速发展带动了高压线束产品和胶带需求的稳步增长，并对高压线束胶带在性能上提出了新的要求。高压线束胶带相比传统胶带更加注重绝缘、阻燃、耐磨、耐高温及电磁波屏蔽等方面的考虑，其售价相比传统胶带高出 20%-30%。根据高工产业研究院的数据，2018 年中国传统汽车线束胶带市场规模 95 亿元、新能源汽车线束胶带市场规模 9 亿元，预计至 2021 年两者分别增长至 110 亿元、25 亿元。

由于汽车线束胶带技术壁垒较高，国内汽车线束市场主要被四家外企 TESA、3M、日东电工、DIC 占据，市占率合计超过 85%。随着国产胶带品质逐渐提升以及汽车产业链国产化，国内胶带龙头将有非常好的切入机会。

医用胶带作为医疗过程中常见的耗材，主要用于输液针管固定、敷料固定和医疗

包扎。作为接触皮肤的医疗器械，医用胶带对胶水的要求很高，要求透气亲肤、粘性适中、易于剥离、适应各种灭菌方式。此外，医用胶带属于第一类医疗器械，需要进行备案。

根据 Markets and Markets 的数据，2017 年全球医用胶带市场约 66.4 亿美元，预计 2022 年增长至 87.6 亿美元，复合增长率 5.70%。

#### 4.2 公司通过事业部制吸引人才，发展路径清晰

民用胶带业务是典型的传统制造业，主要比拼的就是规模、质量和成本。我们认为，经过近 20 年的发展，公司民用胶带技术（制胶、涂布等）已经不输国外龙头，在此基础上向特种胶带延伸的关键是针对性的打开下游市场和渠道。

公司通过事业部制网罗新业务核心人才，发展路径清晰。2019 年年底至 2020 年上半年，公司新设四个事业部，分别为线束胶带事业部、医用胶带事业部、热熔胶事业部、及新材料事业部，主要负责对汽车线束胶带、医用胶带、电子胶带、特种民用胶带等产品的研发、生产及销售。其中，汽车线束胶带和医用胶带为公司未来两年内落地的项目，电子胶带和特种民用胶带则仍处于技术储备期。

公司目前各事业部的主要进展包括：（1）汽车线束胶带事业部：产品品质达到甚至超过国际一线品牌，目前已获得相关下游汽车线束厂及汽车相关二级以上供应商认可并陆续供货，并直接与奇瑞、吉利、福特等汽车开展主机厂认证工作，同时持续推进北汽福田、江淮汽车、柳州五菱等客户的送样、测试等工作。（2）医用胶带事业部：公司计划开展医用胶带及耗材相关产品的研发、生产及销售，重点为医用棉布胶带、医用丝绸胶带、医用纸衬/膜衬 PU 胶带、医用水刺布胶带、医用无纺布胶带、医用热轧布胶带、口罩用熔喷布、民用及医用口罩、防护服热熔胶带等，目前公司相关产品已投产并进行市场开拓，并同步进行相关医疗领域所需的生产及销售认证。（3）热熔胶事业部：完成医疗用品行业、建筑防水行业、家具地板行业、标签行业的数十项产品的研发及推广工作，其中数款产品已趋近成熟并逐步打入市场。（4）新材料事业部：2020 年 6 月，江西永冠新增建设用地 430 亩，计划开展结合公司产品产业链的各类民用新材料领域相关产品研发、生产及销售，重点为预涂膜、格拉辛纸、热敏纸、环保不干胶、MOPP 单向拉伸聚丙烯薄膜、离型纸、离型膜等。

## 5、盈利预测和投资建议

我们对公司主营业务进行如下假设：

（1）布基胶带：21 年 4200 万平项目产能利用率 45%；2022 年无新产能，整体产能利用率提升至 95%。产品售价因天然橡胶布基胶带占比增多而略有提升，毛利率维持不变。

(2) 纸基胶带：21 年 7000 万平项目产能利用率 30%、5040 万平项目产能利用率 20%；22 年分别为 80%、50%。毛利率因新增造纸机而提升。

(3) 膜基胶带：OPP：现有产能产能利用率稳步提升；21 年 11780 万平项目产能利用率 20%；22 年 11780 万平项目产能利用率 50%、244200 万平项目产能利用率 50%。PVC：现有产能产能利用率稳步提升；22 年 7380 万平项目产能利用率 80%、1200 万平项目产能利用率 20%。考虑到 2020Q4 以来的 PVC 和 BOPP 价格大幅上涨，预计 2020Q4-2021Q1 毛利率有所下滑，随着原材料价格恢复正常以及公司 BOPP 自给率提升，毛利率逐步提高。

**表 9：公司主营业务拆分**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>合计</b>					
收入 (百万)	1701.05	2144.26	2499.00	2730.09	3659.22
毛利 (百万)	298.92	366.74	403.94	461.71	599.77
毛利率	17.57%	17.10%	16.16%	16.91%	16.39%
<b>布基</b>					
销量 (万平)	14077.53	13480.94	14000.00	15890.00	17500.00
平均售价 (元/平)	3.61	3.74	3.75	3.78	3.78
收入 (百万)	508.48	503.77	525.00	600.64	661.50
毛利 (百万)	141.13	157.94	168.00	192.21	211.68
毛利率	27.75%	31.35%	32.00%	32.00%	32.00%
<b>纸基</b>					
销量 (万平)	41948.05	45143.44	45000.00	48108.00	53120.00
平均售价 (元/平)	1.35	1.37	1.35	1.37	1.37
收入 (百万)	567.97	619.14	607.50	659.08	727.74
毛利 (百万)	81.21	85.95	97.20	106.77	120.08
毛利率	14.30%	13.88%	16.00%	16.20%	16.50%
<b>膜基</b>					
销量 (万平)	47787.14	131110.97	195000.00	208356.00	350134.00
平均售价 (元/平)	0.98	0.65	0.61	0.61	0.58
收入 (百万)	467.01	849.33	1186.50	1270.37	2029.97
毛利 (百万)	47.53	87.83	102.74	120.73	215.21
毛利率	10.18%	10.34%	8.66%	9.50%	10.60%
<b>其他</b>					
收入 (百万)	157.58	172.02	180.00	200.00	240.00
毛利 (百万)	29.06	35.02	36.00	42.00	52.80
毛利率	18.44%	20.36%	20.00%	21.00%	22.00%

数据来源：财通证券研究所



我们预测公司 2020/21/22 年归母净利润 1.67/2.09/2.64 亿元，EPS 1.00/1.26/1.59 元，对应现价 PE 19.0/15.1/12.0 倍。

我们看好公司竞争优势和成长的确切性。公司在国内市场竞争优势强、发展空间广阔，未来数年公司新增产能将不断落地，同时正在向高附加值的特种胶带领域延伸。参考 PEG，给予 2021 年 20 倍 PE，目标市值 42 亿元。考虑部分可转债的摊薄（可转债募投项目主要产能释放在 2022 年），目标价 23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险提示

### 1、人民币升值

由于疫情以来美联储货币政策较为宽松，人民币升值较多。公司目前以出口为主，尽管公司今年通过锁汇等操作受汇率影响较小，仍不排除未来人民币快速升值对公司订单利润产生影响。

### 2、原材料快速涨价

公司主要采购纸浆、PVC、BOPP（未来 BOPP 自产后将采购 PP）等原材料。若原材料快速涨价，公司产品价格或未能及时调整，从而影响短期利润。

### 3、新项目投产进度不及预期

公司成长性主要来自于新项目的产能释放。尽管公司在国内胶带企业中竞争优势较强，仍存在新项目建设及市场开拓进度低于预期的风险。

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,701</b>	<b>2,144</b>	<b>2,499</b>	<b>2,730</b>	<b>3,659</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,402	1,778	2,095	2,268	3,059	营业收入增长率	20.6%	26.1%	16.5%	9.2%	34.0%
营业税费	6	7	9	10	13	营业利润增长率	65.1%	10.3%	12.8%	25.4%	26.1%
销售费用	48	64	80	85	113	净利润增长率	61.1%	12.9%	12.6%	25.4%	26.1%
管理费用	75	122	112	123	165	EBITDA 增长率	23.4%	31.0%	-15.2%	20.3%	24.9%
财务费用	-0	3	15	9	12	EBIT 增长率	22.8%	35.9%	-21.1%	20.7%	26.2%
资产减值损失	5	-3	-	-	-	NOPLAT 增长率	32.8%	15.3%	19.8%	20.7%	26.2%
加:公允价值变动收益	-0	-6	-	-	-	投资资本增长率	15.5%	7.9%	21.4%	7.5%	44.0%
投资和汇兑收益	-25	-5	-	-	-	净资产增长率	17.2%	52.2%	9.8%	11.2%	12.7%
<b>营业利润</b>	<b>151</b>	<b>166</b>	<b>188</b>	<b>235</b>	<b>297</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0	0	-	-	-	毛利率	17.6%	17.1%	16.2%	16.9%	16.4%
<b>利润总额</b>	<b>151</b>	<b>166</b>	<b>188</b>	<b>235</b>	<b>297</b>	营业利润率	8.9%	7.8%	7.5%	8.6%	8.1%
减:所得税	20	18	21	26	33	净利润率	7.7%	6.9%	6.7%	7.7%	7.2%
<b>净利润</b>	<b>131</b>	<b>148</b>	<b>167</b>	<b>209</b>	<b>264</b>	EBITDA/营业收入	13.9%	14.5%	10.5%	11.6%	10.8%
						EBIT/营业收入	11.1%	12.0%	8.1%	9.0%	8.4%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	196	461	820	904	732	固定资产周转天数	92	79	66	60	46
交易性金融资产	-	109	109	109	109	流动营业资本周转天数	74	62	63	65	66
应收帐款	296	325	399	392	669	流动资产周转天数	151	170	215	236	200
应收票据	0	-	0	0	1	应收帐款周转天数	55	52	52	52	52
预付帐款	15	32	23	37	44	存货周转天数	47	43	43	43	43
存货	249	262	341	312	568	总资产周转天数	259	267	307	330	280
其他流动资产	40	41	57	80	112	投资资本周转天数	158	140	138	143	135
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.6%	10.9%	11.1%	12.6%	14.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	10.0%	8.0%	6.9%	8.1%	8.5%
投资性房地产	-	3	3	3	3	ROIC	18.9%	18.8%	20.9%	20.8%	24.4%
固定资产	472	470	448	456	479	<b>费用率</b>					
在建工程	9	54	143	240	308	销售费用率	2.8%	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%
无形资产	23	23	22	22	21	管理费用率	4.4%	5.7%	4.5%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	16	79	43	43	49	财务费用率	0.0%	0.1%	0.6%	0.3%	0.3%
<b>资产总额</b>	<b>1,317</b>	<b>1,858</b>	<b>2,408</b>	<b>2,598</b>	<b>3,094</b>	三费/营业收入	7.2%	8.8%	8.3%	7.9%	7.9%
短期债务	115	150	-	-	81	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	141	157	194	186	326	资产负债率	31.9%	26.5%	37.8%	35.9%	39.3%
应付票据	30	84	51	95	101	负债权益比	46.9%	36.1%	60.7%	55.9%	64.8%
其他流动负债	59	56	65	65	89	流动比率	2.31	2.75	5.64	5.30	3.74
长期借款	-	-	4	-	37	速动比率	1.59	2.17	4.55	4.40	2.79
其他非流动负债	76	46	595	586	582	利息保障倍数	-614.39	91.49	13.41	26.34	25.41
<b>负债总额</b>	<b>421</b>	<b>493</b>	<b>909</b>	<b>932</b>	<b>1,217</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.18	0.15	0.20	0.25	0.32
股本	125	167	167	167	167	分红比率	22.8%	16.9%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	772	1,199	1,332	1,500	1,711	股息收益率	0.9%	0.8%	1.1%	1.3%	1.7%
<b>股东权益</b>	<b>897</b>	<b>1,365</b>	<b>1,499</b>	<b>1,666</b>	<b>1,878</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EPS(元)	0.79	0.89	1.00	1.26	1.59
净利润	131	148	167	209	264	BVPS(元)	5.38	8.19	9.00	10.00	11.27
加:折旧和摊销	50	56	61	72	87	PE(X)	24.2	21.4	19.0	15.1	12.0
资产减值准备	5	3	23	22	23	PB(X)	3.5	2.3	2.1	1.9	1.7
公允价值变动损失	0	6	-	-	-	P/FCF	139.1	26.4	8.9	25.0	-27.9
财务费用	9	8	15	9	12	P/S	1.9	1.5	1.3	1.2	0.9
投资收益	25	5	-	-	-	EV/EBITDA	9.6	8.6	10.3	8.3	7.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	16.8%	21.2%	27.0%	16.8%	21.2%
营运资金的变动	-62	-122	-83	26	-411	PEG	1.4	1.0	0.7	0.9	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>172</b>	<b>201</b>	<b>183</b>	<b>340</b>	<b>-25</b>	ROIC/WACC	2.0	2.0	2.2	2.2	2.6
投资活动产生现金流量	-113	-285	-150	-200	-200	REP	1.4	1.6	1.2	1.1	0.7
融资活动产生现金流量	-29	336	326	-56	53						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

注: 管理费用包含研发费用

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。