

华正新材（603186）

公司研究/简评报告

中报业绩略低于预期，看好下半年覆铜板涨价行情

简评报告/电子元器件

2017 年 08 月 25 日

一、事件概述

近期，华正新材发布 2017 年半年报：2017 年上半年实现营收 7.36 亿元，同比增长 43.42%；归属于上市公司股东的净利润 5181 万元，同比增长 23.97%；扣非净利润为 4845 万元，同比增长 22.69%；EPS 为 0.40 元，扣非 EPS 为 0.37 元。

二、分析与判断

➤ 中报业绩略低于预期，净利润同比增长 23.97%

1、公司 2017 年上半年业绩略低于预期。(1) 公司综合毛利率为 20.38%，同比下降 1.45 个百分点；(2) 期间费用率为 12.04%，同比下降了 0.71 个百分点。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.83%、6.72%、1.49%，分别下降 1.08 个百分点，下降 0.12 个百分点，上升 0.49 个百分点。其中毛利率下降主要是因为上半年铜箔涨价以及覆铜板价格下调导致的，财务费用率上升是由于汇率影响产生的汇兑损失增加，以及因银行借款增加导致支付的利息增加。

2、2017 年第二季度营收同比提升 39.2%，毛利率为 17.12%，同比下降 3.35 个百分点。期间费用率为 13.22%，同比下降 0.38 个百分点，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.02%/7.18%/2.01%，分别下降 1.58 个百分点，上升 0.42 个百分点，增加 1.61 个百分点。

3、公司业绩增长主要原因是：1) 覆铜板与热塑性蜂窝板销量增加；2) 覆铜板销售单价的同比提高。

4、我们认为，报告期内公司大力开拓市场，优化生产管理，推行精细化管理，随着下半年覆铜板涨价预期提升以及相关产能的释放，公司业绩有望保持快速稳定发展。

➤ 下半年覆铜板涨价预期增加，公司四季度产能陆续释放，业绩有望再次提升

1、铜箔 2017 年依然供应不足。CCFA 统计，2016 年全年国内的锂电铜箔需求约为 6.47 万吨，而有效产能只有约 5.44 万吨，形成约 1 万吨的年缺口。而铜箔壁垒高，产能释放需要 18~24 个月，2016 年中旬扩建的铜箔产能至少要到 2018 年中旬才能释放，2017 年铜箔依然供不应求。

2 看好下半年覆铜板涨价行情。由于上游铜箔、玻璃纱因产能不足而涨价，导致覆铜板原材料成本上涨。全球覆铜板行业排名第一的建滔积层板，于 2017 年 7 月 7 日和 7 月 26 日两度发布涨价通知，板料累计提价 20 元/张，整个覆铜板行业下半年的涨价预期再次提高。

3、我们认为，随着下半年覆铜板涨价预期不断提升，以及公司年产 450 万平方米高频、高速、高密度及多层印制电路用覆铜板项目四季度投产，公司业绩将进一步得到提升。

➤ 汽车轻量化快速发展，公司蜂窝板产能不断释放提高业绩

1、热塑性蜂窝板轻质高强，在汽车轻量化运用前景广泛。汽车车重每减轻 1%，可节约能量 0.8% 左右，新能源汽车对轻量化方案需求更迫切。工信部文件计划到 2020 年，我国新能源汽车年产量达到 200 万辆，预计 2016~2020 年之间，

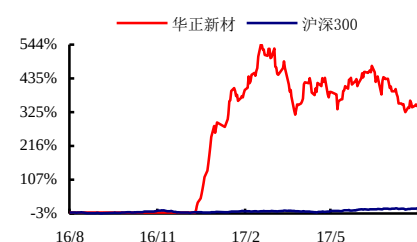
强烈推荐 维持评级

合理估值： 47.20~53.10 元

交易数据 2017-8-24

收盘价(元)	34.65
近 12 个月最高/最低	49.46/7.7
总股本(百万股)	129.35
流通股本(百万股)	32.35
流通股比例(%)	25%
总市值(亿元)	44.82
流通市值(亿元)	11.21

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号： S0100516050001
电话： 010-85127512
邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：胡独巍

执业证号： S0100116080101
电话： 010-85127512
邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

- 《华正新材（603186.SH）公司深度：覆铜板量价齐升，蜂窝板市场高景气》20170605
- 《华正新材（603186.SH）公司点评：加大投资树脂材料，看好汽车轻量化市场》20170605

新能源汽车年复合增速达到 40.24%，呈快速发展态势。

2、公司目前已完成“年产 120 万平方米蜂窝复合板建设项目”的建设，随着产线磨合，产能陆续释放中。同时公司以自有资金 9,300 万元投资新增年产 200 万平方米蜂窝复合板项目进展顺利，已完成厂房主体结构施工，内部设施安装中，预计明年产能将陆续释放。

3、我们认为随着新能源汽车快速发展，公司拥有国内唯一一条能生产大宽幅的轻质高强热塑性蜂窝板生产线，产品已在东风、江铃、宇通等国内品牌车辆制造商产品中运用，未来随着公司蜂窝板产能的陆续释放，公司业绩有望得到进一步提升。

➤ 国内锂电池用铝塑膜 90%依赖进口，铝塑膜未来将成为公司利润新的增长点

1、国内新能源汽车快速发展，推动锂电池需求持续扩大。IIT 统计数据，2005-2016 年全球锂离子电池市场规模从 2005 年的 56 亿美元增长到 2016 年的 239 亿美元，年复合增长率约 15.6%。预计受电动汽车的推动，2020 年全球锂离子电池市场规模将达到 435 亿美元，未来几年年复合增长率约为 16.1%。

2、国内锂电池铝塑膜市场空间大。高工锂电数据，2013 年国内铝塑膜需求量约为 3650 万平方米，市场规模为 15 亿元；2015 年相应的需求量增长至 6580 万平方米，市场规模提升至 21 亿元，同比增长 23%；预计 2020 年中国铝塑膜市场空间为 58 亿元左右，2017~2020 年市场空间合计约 188 亿元。

3、我们认为，目前国内铝塑膜 90%来自日本，产品毛利率超过 50%，预计到 2020 年国内铝塑膜市场空间达 58 亿元左右。公司近期投资建设“年产 500 万平方米锂电池电芯用高性能封装材料项目”，预计项目达产可实现年销售收入 20,000 万元，年税后净利润 2,401 万元，未来将成为利润增长新亮点。

三、盈利预测与投资建议

公司主营业务为覆铜板、热塑性蜂窝板，目前积极进军锂离子电池领域，预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.18 元、1.70 元、2.16 元，基于公司业绩增长的弹性，可给予公司 2017 年 40~45 倍 PE，未来 12 个月的合理估值为 47.20~53.10 元，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

1、蜂窝板发展不及预期；2、铝塑膜发展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,250	1,682	2,114	2,413
增长率（%）	40.6%	34.6%	25.7%	14.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	85	153	220	280
增长率（%）	107.7%	80.2%	44.3%	26.9%
每股收益（元）	0.87	1.18	1.70	2.16
PE（现价）	43.7	32.2	22.3	17.6
PB	9.0	7.1	5.4	4.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,250	1,682	2,114	2,413
营业成本	975	1,300	1,638	1,884
营业税金及附加	6	8	9	6
销售费用	67	84	91	77
管理费用	99	133	148	159
EBIT	103	157	228	287
财务费用	9	0	(5)	(11)
资产减值损失	11	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	83	157	232	298
营业外收支	12	0	0	0
利润总额	94	170	245	310
所得税	9	17	24	31
净利润	85	153	220	280
归属于母公司净利润	85	153	220	280
EBITDA	129	187	260	322

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	310	455	642	896
应收账款及票据	532	634	796	909
预付款项	10	12	16	18
存货	149	173	215	248
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	1013	1285	1681	2084
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	220	239	261	282
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	371	365	358	347
资产合计	1384	1650	2039	2432
短期借款	224	224	224	224
应付账款及票据	437	529	676	774
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	761	874	1043	1156
长期借款	23	23	23	23
其他长期负债	56	56	56	56
非流动负债合计	79	79	79	79
负债合计	841	954	1123	1236
股本	129	129	129	129
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	543	696	916	1196
负债和股东权益合计	1384	1650	2039	2432

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	40.6%	34.6%	25.7%	14.1%
EBIT 增长率	119.1%	53.4%	44.6%	25.9%
净利润增长率	107.7%	80.2%	44.3%	26.9%
盈利能力				
毛利率	22.0%	22.7%	22.5%	21.9%
净利润率	6.8%	9.1%	10.4%	11.6%
总资产收益率 ROA	6.1%	9.3%	10.8%	11.5%
净资产收益率 ROE	15.6%	22.0%	24.1%	23.4%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.5	1.6	1.8
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.6
现金比率	0.4	0.5	0.6	0.8
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	115.3	118.7	117.6	117.9
存货周转天数	46.3	48.4	47.7	47.9
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	1.2	1.7	2.2
每股净资产	4.2	5.4	7.1	9.2
每股经营现金流	0.0	1.3	1.6	2.1
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	43.7	32.2	22.3	17.6
PB	9.0	7.1	5.4	4.1
EV/EBITDA	37.8	25.4	17.5	13.4
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	85	153	220	280
折旧和摊销	37	29	32	35
营运资金变动	(124)	(14)	(40)	(37)
经营活动现金流	6	167	212	276
资本开支	71	11	13	12
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(71)	(11)	(13)	(12)
股权募资	149	0	0	0
债务募资	90	0	0	0
筹资活动现金流	215	(11)	(11)	(11)
现金净流量	150	145	187	253

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

胡独巍，电子研究助理。北京大学微电子学与固体电子学硕士，北京大学微电子学学士，2016年加盟民生证券。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。