



分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 证书编号: S0870118010021

基本数据 (2018)

报告日股价 (元)	29.00
12mth A 股价格区间 (元)	12.02-31.54
总股本 (亿股)	1.29
无限售 A 股/总股本 (%)	57.36%
流通市值 (亿元)	21.60
每股净资产 (元)	5.16
PBR (X)	5.18

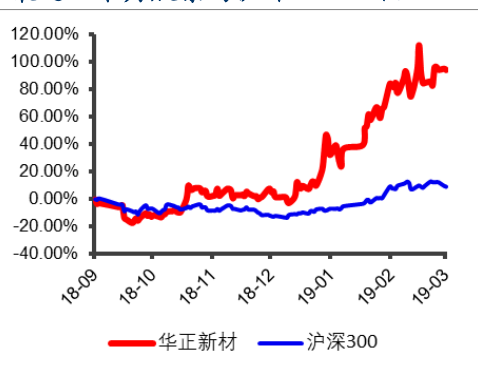
主要股东 (2018)

华立集团	42.58%
钱海平	7.46%
张建国	2.49%

收入结构 (2018)

覆铜板	65.91%
热塑性蜂窝板	12.58%
绝缘材料	10.73%
导热材料	9.18%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

盈利能力短期承压 产能结构优化加码成长

■ 公司动态事项

公司3月22日发布年报显示, 2018年实现营业收入16.78亿元, 同比增长10.85%, 实现扣非归母净利润0.59亿元, 同比下降31.15%。公司利润分配预案为每10股派发现金红利1.5元 (含税), 公司本次派发现金红利总额占2018年归母净利润25.84%。

■ 事项点评

公司盈利能力短期承压

公司主营覆铜板材料、导热材料、绝缘材料和热塑性蜂窝材料, 四大业务在 2018 年年报中占比分别为 65.91%、9.18%、10.73%和 12.58%。公司营收增长主要系覆铜板、绝缘材料等产品销售额增长。公司扣非归母净利润下降明显主要系材料制造费用、人工费用等成本提升引起毛利率下跌。公司 2016-2018 年在建工程分别为 0.11、2.04、2.73 亿元, 固定资产分别为 2.20、3.01 和 4.54 亿元。在建工程与固定资产提升代表公司较大的资本支出以及新产能的逐步投产, 期间公司将承受较大的财务压力以及盈利能力的影响。我们认为, 2017 年与 2018 年公司处在产能扩建以及新产能逐步落地的过程中, 产能磨合完成将带动公司业绩反转。

公司产能提升与结构优化加码成长

公司业务看点主要包含高频高速覆铜板、软包电池包装材料业务。2014 年, 公司覆铜板业务中 FR-4 产品营收占比 84%, 2015 年开始针对高频高速覆铜板进行研发生产, 2016 年在青山湖科技城投资建设“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” (高频覆铜板 3 万平方米/月, 高速覆铜板 35-40 万平方米/月), 2017 年开始投产。公司招股说明书显示 2015 年覆铜板产能 820 万张, 如果假设每张覆铜板面积在 1.1-1.4m², 对应公司在高频高速覆铜板的新增产能占比达到 50%的体量。我们认为公司高频高速覆铜板业绩有望成为未来 3 年业绩成长主动力。另外公司 IPO 项目中 LED 用铝基板项目每年净利润贡献预期在 2000 万以上, 约占 2018 年扣非净利润 30%, 未来也将成为业绩推动力。

在铝塑膜业务方面, 软包电池包装材料铝塑膜占软包电池成本的 8%-10%, 市场空间 30 亿水平, 目前市场主要被日资企业垄断, 国产化水平不足 10%。公司于 2017 年投资建设“年产 500 万平方米锂电池电芯用高性能封装材料项目”, 建成后预计将实现年产数码电池铝塑膜和动力电池铝塑膜产品各 250 万平方米的产能, 2018 年 9 月, 项目相关设备全部安装完成, 产品销售额实现百万级, 2019 年目

标客户达到 20 家，预计产能利用率达到 80%。

■ 盈利预测与估值

我们预期公司2019-2021年实现营业收入19.87亿元、23.82亿元、29.27亿元，同比增长分别为18.46%、19.86%和22.89%；归属于母公司股东净利润为1.40亿元、1.81亿元和2.32亿元，同比增长分别为86.13%、29.41%和28.24%；EPS分别为1.08元、1.40元和1.79元，对应PE为26.84、20.74和16.17。未来六个月内，首次覆盖给与“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

高频高速产品研发不及预期；5G 商用进程低于预期。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,677.63	1,987.37	2,382.12	2,927.31
年增长率	10.85%	18.46%	19.86%	22.89%
归属于母公司的净利润	75.08	139.75	180.85	231.92
年增长率	-19.78%	86.13%	29.41%	28.24%
每股收益 (元)	0.58	1.08	1.40	1.79
PER (X)	65.43	26.84	20.74	16.17

资料来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	164	21	26	32
存货	223	236	314	363
应收账款及票据	776	236	314	363
其他	12	59	59	59
流动资产合计	1242	1075	1504	1640
长期股权投资	0	59	59	59
固定资产	454	379	304	475
在建工程	273	273	273	0
无形资产	101	97	84	71
其他	21	23	21	21
非流动资产合计	894	787	695	577
资产总计	2136	1862	2199	2217
短期借款	524	311	217	44
应付账款及票据	657	634	945	982
其他	35	58	58	58
流动负债合计	1335	1087	1303	1168
长期借款和应付债券	84	84	84	84
其他	0	58	58	58
非流动负债合计	120	84	84	84
负债合计	1455	1087	1303	1168
少数股东权益	8	8	9	10
股东权益合计	674	775	895	1050
负债和股东权益总计	2136	1862	2199	2217

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	75	140	182	233
折旧和摊销	39	79	79	104
营运资本变动	1370	0	0	0
经营活动现金流	92	269	0	0
资本支出	212			
投资收益	200	0	0	0
投资活动现金流	-183	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	57	-286	-174	-262
净现金流	-32	-65	5	6

利润表（单位：百万元）

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1678	1987	2382	2927
营业成本	1629	1605	1923	2366
营业税金及附加	8	10	12	15
营业费用	77	96	115	142
管理费用	58	79	95	117
财务费用	27	19	10	1
资产减值损失	18	13	13	13
投资收益	3	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	69	140	182	233
营业外收支净额	10	0	0	0
利润总额	75	165	214	274
所得税	0	25	32	41
净利润	75	140	182	233
少数股东损益		1	1	1
归属母公司股东净利润	75	140	181	232

财务比率分析

指标	2018	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	11%	18%	20%	23%
EBITDA 增长率	-8%	110%	15%	25%
EBIT 增长率	-17%	112%	22%	23%
净利润增长率	-29%	144%	29%	28%
毛利率	19%	19%	19%	19%
EBITDA/总收入	8%	14%	13%	13%
EBIT/总收入	5%	10%	10%	10%
净利润率	3%	7%	8%	8%
资产负债率	67%	58%	59%	53%
流动比率	91%	107%	123%	151%
速动比率	69%	78%	93%	112%
总资产回报率（ROA）	4%	10%	11%	13%
净资产收益率（ROE）	9%	18%	20%	22%
EV/营业收入	3	2	2	1
EV/EBITDA	34	16	13	10
PE	65	27	21	16
PB	6	5	4	4

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

张涛 袁威津

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。