



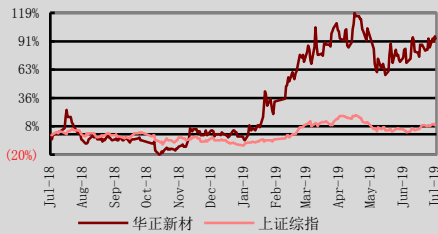
603186.SH

增持

市场价格：人民币 29.58

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	98.8	11.5	(2.6)	90.9
相对上证指数	76.5	7.2	3.7	82.7

发行股数(百万)	129
流通股(%)	57
总市值(人民币 百万)	3,875
3个月日均交易额(人民币 百万)	134
净负债比率(%) (2019E)	316
主要股东(%)	
华立集团股份有限公司	43

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月4日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子

赵琦

021-20328313

qi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

王达婷

021-20328284

dating.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060001

华正新材

增发储备新产能，迎接5G商用

公司是国内领先的覆铜板生产企业，具备高频、高速覆铜板生产能力，部分产品已经通过华为等知名终端客户认证。目前，公司正在筹划增发事项，为5G应用储备新产能。随着5G网络的规模建设，公司覆铜板业务将进入增长期，首次覆盖，给予“增持”评级。

支撑评级的要点

- **普通覆铜板价格逐步稳定。**公司是国内领先的覆铜板生产企业，主要产品包括覆铜板、导热材料、热塑性蜂窝板等，其中覆铜板收入占比80%左右。2018年，受普通覆铜板价格下行影响，公司覆铜板产品毛利率同比减少2.72个百分点，目前看，普通覆铜板价格已经走出下行趋势，公司普通板产品盈利能力有望提升。
- **超前布局高速板，迎接5G。**早在2016年，公司青山湖450万平方米覆铜板项目即立项，2018年青山湖基地一期项目完成建设并投产，目前，已基本处于满产状态，但以普通覆铜板产品为主。随着5G网络的规模建设，公司青山湖基地产能将逐步转向高速板，届时覆铜板产品整体毛利率水平将逐步提升。
- **增发储备新产能，贡献更大业绩增长弹性。**在高频板领域，公司积极进行产品的研发和客户的导入。2019年4月，公司公告增发预案，拟增发募资不超过6.5亿元，用于年产650万平米高频高速覆铜板青山湖制造基地二期项目及补充流动资金。二期项目将为公司贡献更大的业绩弹性。

估值

- 预计公司2019~2021年的EPS分别为0.87、1.17、1.56元，当前股价对应PE分别为35X、26X、19X。考虑5G建设对高频高速板需求的拉动，首次覆盖，给予“增持”评级。

评级面临的主要风险

- 5G建设进度不及预期；新产品客户导入不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,513	1,678	1,970	2,374	2,878
变动(%)	21	11	17	21	21
净利润(人民币 百万)	94	75	113	153	204
全面摊薄每股收益(人民币)	0.716	0.575	0.867	1.172	1.558
变动(%)	9.3	(19.8)	50.9	35.2	32.9
全面摊薄市盈率(倍)	41.8	52.1	34.6	25.6	19.2
价格/每股现金流量(倍)	49.4	42.4	9.8	5.7	5.0
每股现金流量(人民币)	0.61	0.71	3.04	5.22	5.94
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.9	38.1	16.3	11.6	9.6
每股股息(人民币)	0.150	0.148	0.201	0.273	0.376
股息率(%)	0.5	0.5	0.7	0.9	1.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,513	1,678	1,970	2,374	2,878
销售成本	(1,206)	(1,365)	(1,592)	(1,865)	(2,249)
经营费用	(160)	(199)	12	159	239
息税折旧前利润	147	113	391	668	868
折旧与摊销	(31)	(39)	(245)	(427)	(542)
经营利润 (息税前利润)	115	75	146	241	326
净利息收入/(费用)	(29)	(27)	(44)	(93)	(122)
其他收益/(损失)	18	27	23	21	20
税前利润	105	75	125	169	225
所得税	(11)	0	(11)	(15)	(21)
少数股东权益	(0)	0	0	1	1
净利润	94	75	113	153	204
核心净利润	94	75	114	154	204
每股收益 (人民币)	0.716	0.575	0.867	1.172	1.558
核心每股收益 (人民币)	0.717	0.575	0.872	1.175	1.561
每股股息 (人民币)	0.150	0.148	0.201	0.273	0.376
收入增长(%)	21	11	17	21	21
息税前利润增长(%)	26	(35)	95	65	35
息税折旧前利润增长(%)	24	(23)	244	71	30
每股收益增长(%)	9	(20)	51	35	33
核心每股收益增长(%)	8	(20)	52	35	33

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	105	75	125	169	225
折旧与摊销	31	39	245	427	542
净利息费用	29	27	44	93	122
运营资本变动	(21)	(38)	59	(70)	105
税金	(11)	0	(11)	(15)	(21)
其他经营现金流	(53)	(10)	(64)	78	(196)
经营活动产生的现金流	79	92	398	682	777
购买固定资产净值	(2)	21	2,363	1,961	1,215
投资减少/增加	1	3	0	0	0
其他投资现金流	(401)	(207)	(4,725)	(3,921)	(2,430)
投资活动产生的现金流	(403)	(183)	(2,363)	(1,961)	(1,215)
净增权益	(20)	(19)	(26)	(36)	(49)
净增债务	258	127	2,051	1,448	659
支付股息	20	19	26	36	49
其他融资现金流	(51)	(70)	(53)	(129)	(171)
融资活动产生的现金流	207	57	1,998	1,319	488
现金变动	(116)	(34)	33	40	50
期初现金	310	160	164	197	237
公司自由现金流	(323)	(90)	(1,965)	(1,279)	(438)
权益自由现金流	(36)	63	130	262	343

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	160	164	197	237	288
应收帐款	609	787	712	1,035	1,009
库存	205	223	287	207	401
其他流动资产	7	9	14	11	18
流动资产总计	1,092	1,242	1,269	1,551	1,776
固定资产	504	727	2,837	4,366	5,031
无形资产	89	111	119	125	134
其他长期资产	77	53	53	54	55
长期资产总计	671	890	3,009	4,545	5,221
总资产	1,764	2,136	4,282	6,100	7,001
应付帐款	487	657	670	883	991
短期债务	449	524	1,997	3,048	3,554
其他流动负债	84	154	110	149	133
流动负债总计	1,020	1,335	2,777	4,080	4,678
长期借款	72	84	683	1,079	1,226
其他长期负债	53	36	36	37	38
股本	131	131	131	131	131
储备	488	560	647	765	919
股东权益	619	691	778	895	1,050
少数股东权益	1	8	8	8	9
总负债及权益	1,764	2,136	4,282	6,100	7,001
每股帐面价值 (人民币)	4.73	5.29	5.95	6.85	8.03
每股有形资产 (人民币)	4.05	4.44	5.04	5.90	7.01
每股净负债/(现金)(人民币)	2.76	3.40	19.00	29.77	34.37

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.7	6.8	19.8	28.1	30.2
息税前利润率(%)	7.6	4.5	7.4	10.1	11.3
税前利润率(%)	6.9	4.5	6.3	7.1	7.8
净利率(%)	6.2	4.5	5.8	6.5	7.1
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.9	0.5	0.4	0.4
利息覆盖率(倍)	4.0	2.8	3.3	2.6	2.7
净权益负债率(%)	58.3	63.6	316.0	430.3	424.1
速动比率(倍)	0.9	0.8	0.4	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	41.8	52.1	34.6	25.6	19.2
核心业务市盈率(倍)	41.8	52.1	34.4	25.5	19.2
市净率(倍)	6.3	5.7	5.0	4.4	3.7
价格/现金流(倍)	49.4	42.4	9.8	5.7	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.9	38.1	16.3	11.6	9.6
周转率					
存货周转天数	53.6	57.3	58.4	48.3	49.3
应收帐款周转天数	138.8	151.9	138.9	134.3	129.6
应付帐款周转天数	111.5	124.5	122.9	119.4	118.9
回报率					
股息支付率(%)	20.9	25.8	23.2	23.3	24.1
净资产收益率(%)	16.1	11.5	15.4	18.3	20.9
资产收益率(%)	6.5	3.8	4.1	4.2	4.5
已运用资本收益率(%)	2.4	1.5	1.2	0.9	0.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测