

华正新材 (603186.SH) 买入 (维持评级)

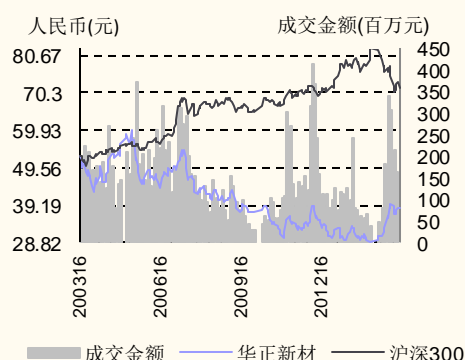
公司点评

市场价格 (人民币): 38.34 元

全年稳增, 高端突破+产能投放助力成长

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.42
已上市流通 A 股(亿股)	1.40
总市值(亿元)	54.46
年内股价最高最低(元)	60.00/28.82
沪深 300 指数	5036
上证指数	3420



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,026	2,284	3,260	4,237	5,085
营业收入增长率	20.76%	12.75%	42.71%	30.00%	20.00%
归母净利润(百万元)	102	125	221	313	412
归母净利润增长率	36.04%	22.60%	76.65%	41.37%	31.82%
摊薄每股收益(元)	0.790	0.882	1.557	2.202	2.902
每股经营性现金流净额	0.91	1.16	1.73	2.61	3.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.75%	8.61%	10.20%	17.51%	20.27%
P/E	48.33	36.96	24.62	17.42	13.21
P/B	6.65	3.18	2.51	3.05	2.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2020 年实现营收 22.8 亿元 (YoY+12.8%), 归母净利 1.3 亿元 (YoY+22.6%), 扣非后 1.0 亿元 (YoY+17.04%); 20Q4 营收 7.2 亿元 (YoY+34.2%, QoQ+16.8%), 归母净利 0.3 亿元 (YoY+34.9%, QoQ-6.9%), 扣非后 0.3 亿元 (YoY+44.7%, QoQ+23.0%)。2020 年毛利率和净利率分别达到 18.9% (YoY-1.6pct) 和 5.5% (YoY+0.5pct); 20Q4 毛利率和净利率分别达到 14.1% (YoY-7.2pct, QoQ-5.5pct) 和 4.5% (YoY+0.02pct, QoQ-1.1pct)。

经营分析

■ **传统覆铜板稳定, 其他业务开拓顺利。**公司覆铜板(占比 65.8%, 后同)\导热材料(10.5%)\交通物流用复合材料(9.6%)\功能性复合材料(7.6%)分别同比增长 6.86%\51.58%\29.03%\-14.39%, 可见公司主营的覆铜板业务基本稳定(主要因为 20 年未有产能投放), 导热材料(铝基板等金属基板, 在电视背光材料和汽车照明市场迅速成长)等业务市场开拓顺利。我们认为 2020 年是公司调整战略、做产能储备的一年, 主业覆铜板稳定、其他材料发展迅速预示着业务调整到位, 待新产能开出和市场需求恢复将有望进入加速成长通道。

■ **高频高速持续突破, 新产能投放助成长。**公司近几年专注于研发高频高速类高端覆铜板产品, 随着资源的投入, 公司高频高速产品已经实现较大突破, 在重点大客户的认证和批量工作如期而有序地进行, 有望在今年贡献业绩; 除了产品结构升级外, 公司今年青山湖二期的 45 万张/月产能也即将在下半年投产, 较现有的约 120 万张/月产能(余杭老厂+青山湖一期)增幅达到 37.50%, 未来还预期在珠海开出 200 万张/月的产能(产能增幅 21.21%), 未来量能的持续增加有助于公司配合大客户供货, 奠定成长基础。

投资建议

■ 公司覆铜板产品结构升级叠加产能投放, 再加上行业涨价效应增厚业绩, 主业增长可期; 除主业覆铜板外, 公司热塑性蜂窝板、铝塑膜等产品因汽车消费等行业需求回暖, 多年技术和市场储备即将在今年乘势爆发。综合来看公司自今年将进入高速成长通道的确定性较高, 我们预计 2021~2023 年公司归母净利润分别达到 2.2 亿元、3.1 亿元和 4.1 亿元, 对应估值为 25 倍、17 倍、13 倍, 继续维持“买入”评级。

风险提示: 产品价格下滑; 产能投产不及预期; 竞争加剧; 限售股解禁风险。

相关报告

1. 《确认授予股票激励, 稳定核心团队攻坚高端-华正新材点评》, 2020.12.2
2. 《短期盈利承压, 长期看结构优化和产能释放-华正新材 2020 年三...》, 2020.10.22
3. 《高频高速撬动成长性, 复合增 47% 迎蜕变-华正新材深度报告》, 2020.5.27

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003 (8621)61038318

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003

dengxiaolu@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004

liuyanxue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,678	2,026	2,284	3,260	4,237	5,085	货币资金	167	173	380	440	569	678
增长率		20.8%	12.7%	42.7%	30.0%	20.0%	应收账款	799	934	1,199	1,418	1,837	2,194
主营业务成本	-1,357	-1,611	-1,852	-2,568	-3,300	-3,915	存货	227	238	279	359	465	562
%销售收入	80.9%	79.5%	81.1%	78.8%	77.9%	77.0%	其他流动资产	69	45	251	495	287	303
毛利	321	414	432	691	937	1,170	流动资产	1,262	1,390	2,109	2,711	3,157	3,737
%销售收入	19.1%	20.5%	18.9%	21.2%	22.1%	23.0%	%总资产	58.3%	57.6%	60.8%	64.4%	65.4%	67.1%
营业税金及附加	-8	-10	-11	-16	-21	-25	长期投资	16	8	9	12	12	12
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	731	788	966	1,196	1,323	1,441
销售费用	-77	-90	-57	-130	-169	-203	%总资产	33.8%	32.7%	27.9%	28.4%	27.4%	25.9%
%销售收入	4.6%	4.4%	2.5%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	115	165	226	263	309	352
管理费用	-58	-69	-88	-130	-169	-203	非流动资产	901	1,021	1,358	1,497	1,670	1,832
%销售收入	3.5%	3.4%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	41.7%	42.4%	39.2%	35.6%	34.6%	32.9%
研发费用	-84	-117	-112	-147	-191	-229	资产总计	2,163	2,411	3,467	4,208	4,827	5,570
%销售收入	5.0%	5.8%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%	短期借款	582	650	689	504	1,074	1,200
息税前利润 (EBIT)	93	128	163	268	386	508	应付款项	710	761	997	1,214	1,641	1,986
%销售收入	5.5%	6.3%	7.1%	8.2%	9.1%	10.0%	其他流动负债	58	63	89	105	138	168
财务费用	-27	-35	-46	-34	-39	-55	流动负债	1,350	1,474	1,775	1,823	2,853	3,354
%销售收入	1.6%	1.7%	2.0%	1.0%	0.9%	1.1%	长期贷款	84	132	165	147	157	149
资产减值损失	-18	-6	-7	-7	-7	-3	其他长期负债	36	53	61	59	20	22
公允价值变动收益	0	0	1	6	3	2	负债	1,470	1,658	2,001	2,029	3,030	3,525
投资收益	3	-1	7	0	0	0	普通股股东权益	683	743	1,455	2,169	1,786	2,034
%税前利润	4.3%	n.a	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	131	129	142	142	142	142
营业利润	69	106	139	240	344	453	未分配利润	316	395	492	625	813	1,060
营业利润率	4.1%	5.2%	6.1%	7.4%	8.1%	8.9%	少数股东权益	10	10	11	11	11	11
营业外收支	6	0	-3	3	0	0	负债股东权益合计	2,163	2,411	3,467	4,208	4,827	5,570
税前利润	75	105	136	243	344	453	比率分析						
利润率	4.5%	5.2%	6.0%	7.5%	8.1%	8.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	0	-3	-10	-22	-31	-41	每股指标						
所得税率	-0.3%	2.7%	7.4%	9.0%	9.0%	9.0%	每股收益	0.575	0.790	0.882	1.557	2.202	2.902
净利润	75	103	126	221	313	412	每股净资产	5.228	5.742	10.243	15.267	12.575	14.316
少数股东损益	0	0	1	0	0	0	每股经营现金净流	0.707	0.915	1.162	1.733	2.608	3.387
归属于母公司的净利润	75	102	125	221	313	412	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.623	0.881	1.161
净利率	4.5%	5.0%	5.5%	6.8%	7.4%	8.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.99%	13.75%	8.61%	10.20%	17.51%	20.27%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	3.47%	4.24%	3.61%	5.26%	6.48%	7.40%
净利润	75	103	126	221	313	412	投入资本收益率	6.82%	8.03%	6.43%	8.55%	11.54%	13.55%
少数股东损益	0	0	1	0	0	0	增长率						
非现金支出	57	64	84	88	94	101	主营业务收入增长率	10.85%	20.76%	12.75%	42.71%	30.00%	20.00%
非经营收益	21	36	34	32	47	67	EBIT 增长率	-25.82%	37.80%	26.93%	64.56%	44.41%	31.58%
营运资金变动	-61	-84	-79	-96	-84	-99	净利润增长率	-19.78%	36.04%	22.60%	76.65%	41.37%	31.82%
经营活动现金净流	92	118	165	246	370	481	总资产增长率	22.61%	11.49%	43.80%	21.37%	14.71%	15.38%
资本开支	-212	-170	-402	-220	-260	-260	资产管理能力						
投资	25	15	0	-217	223	2	应收账款周转天数	131.6	129.7	132.0	127.0	130.0	132.0
其他	4	-6	-179	0	0	0	存货周转天数	58.1	52.6	50.9	52.0	53.0	54.0
投资活动现金净流	-183	-161	-581	-437	-37	-258	应付账款周转天数	81.2	77.6	81.4	84.0	82.0	82.0
股权募资	23	0	644	581	-570	0	固定资产周转天数	99.7	115.3	122.7	89.4	71.1	60.6
债权募资	86	146	70	-203	540	118	偿债能力						
其他	-51	-125	-122	-127	-174	-232	净负债/股东权益	71.97%	80.83%	19.24%	0.85%	26.12%	23.41%
筹资活动现金净流	58	21	592	250	-204	-114	EBIT 利息保障倍数	3.5	3.7	3.5	7.8	10.0	9.3
现金净流量	-32	-22	177	60	129	109	资产负债率	67.97%	68.78%	57.72%	48.21%	62.77%	63.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	2	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-05-27	买入	46.35	61.80~61.80
2	2020-10-22	买入	34.01	61.80~61.80
3	2020-12-02	买入	34.03	N/A

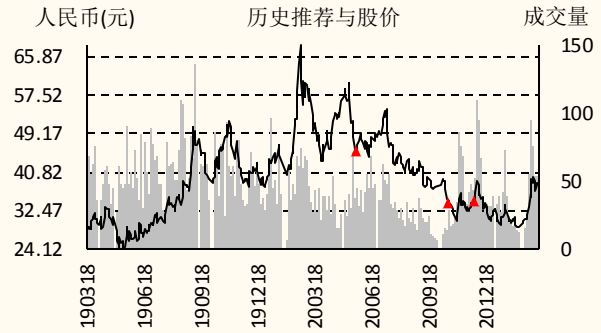
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402