

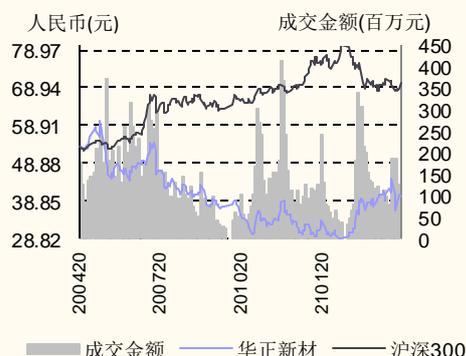
华正新材 (603186.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 40.26 元

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) | 57.19 |
| 年内股价最高最低(元) | 60.00/28.82 |
| 沪深 300 指数 | 5087 |
| 上证指数 | 3478 |



同比+259%，盈利提高+新产能投放=成长确定

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 | 3,372 | 4,384 | 5,260 |
| 营业收入增长率 | 20.76% | 12.75% | 47.63% | 30.00% | 20.00% |
| 归母净利润(百万元) | 102 | 125 | 229 | 324 | 423 |
| 归母净利润增长率 | 36.04% | 22.60% | 82.86% | 41.44% | 30.49% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.790 | 0.882 | 1.612 | 2.280 | 2.975 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.91 | 1.06 | 1.70 | 2.68 | 3.46 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.75% | 8.61% | 10.54% | 18.02% | 20.60% |
| P/E | 48.33 | 36.96 | 24.98 | 17.66 | 13.53 |
| P/B | 6.65 | 3.18 | 2.63 | 3.18 | 2.79 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月19日, 公司公布2021年第一季度财报, 公告显示2021年Q1实现营业收入7.7亿元(同比+86.9%, 环比+6.9%), 归母净利润0.63亿元(同比+259.3%, 环比+96.3%), 其中扣非归母净利润0.61亿元(同比+291.6%, 环比+96.3%)。盈利能力方面, Q1毛利率达到20.8%(同比+0.3pct, 环比+6.7pct), 净利率达到8.3%(同比+3.9pct, 环比+3.8pct)。

经营分析

- 需求景气叠加涨价, 盈利能力将逐渐提高。** 公司第一季度实现利润大幅增长, 从量价的角度来看: 1) 量增, 去年由于疫情影响, 一季度产能未能满产运行, 而今年在消费性需求叠加库存需求的情况下, 公司产能一直满产运行, 销售量大幅增长; 2) 价升, 在经历了由原材料推动的涨价行情导致的盈利承压之后, 公司迅速调整定价策略, 从而使得一季度价格相较于去年有大幅度攀升, 盈利逐渐体现出来。长期来看, 涨价行情能够帮助行业出清落后产能, 公司作为国内的龙头公司盈利有望随着竞争关系改善而明显提升。
- 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

- 公司覆铜板涨价受益+产品结构升级+产能投放, 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增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2.3亿元、3.2亿元和4.2亿元, 对应估值为25倍、18倍、14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

- 《全年稳增, 高端突破+产能投放助力成长-华正新材2020年年报...》, 2021.3.16
- 《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
- 《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
- 《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 | 3,372 | 4,384 | 5,260 | 货币资金 | 167 | 173 | 380 | 456 | 589 | 703 | |
| 增长率 | | 20.8% | 12.7% | 47.6% | 30.0% | 20.0% | 应收账款 | 799 | 934 | 1,199 | 1,463 | 1,896 | 2,266 | |
| 主营业务成本 | -1,357 | -1,611 | -1,852 | -2,657 | -3,414 | -4,056 | 存货 | 227 | 238 | 279 | 371 | 481 | 582 | |
| %销售收入 | 80.9% | 79.5% | 81.1% | 78.8% | 77.9% | 77.1% | 其他流动资产 | 69 | 45 | 251 | 495 | 288 | 304 | |
| 毛利 | 321 | 414 | 432 | 715 | 970 | 1,205 | 流动资产 | 1,262 | 1,390 | 2,109 | 2,785 | 3,254 | 3,855 | |
| %销售收入 | 19.1% | 20.5% | 18.9% | 21.2% | 22.1% | 22.9% | %总资产 | 58.3% | 57.6% | 60.8% | 65.0% | 66.1% | 67.8% | |
| 营业税金及附加 | -8 | -10 | -11 | -17 | -22 | -26 | 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 | -135 | -175 | -210 | %总资产 | 33.8% | 32.7% | 27.9% | 27.9% | 26.9% | 25.3% | |
| %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 | -135 | -175 | -210 | 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% | 35.0% | 33.9% | 32.2% | |
| 研发费用 | -84 | -117 | -112 | -152 | -197 | -237 | 资产总计 | 2,163 | 2,411 | 3,467 | 4,282 | 4,924 | 5,687 | |
| %销售收入 | 5.0% | 5.8% | 4.9% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 短期借款 | 582 | 650 | 689 | 528 | 1,097 | 1,223 | |
| 息税前利润 (EBIT) | 93 | 128 | 163 | 277 | 400 | 521 | 应付款项 | 710 | 761 | 997 | 1,256 | 1,697 | 2,057 | |
| %销售收入 | 5.5% | 6.3% | 7.1% | 8.2% | 9.1% | 9.9% | 其他流动负债 | 58 | 63 | 89 | 109 | 143 | 174 | |
| 财务费用 | -27 | -35 | -46 | -35 | -40 | -55 | 流动负债 | 1,350 | 1,474 | 1,775 | 1,892 | 2,938 | 3,454 | |
| %销售收入 | 1.6% | 1.7% | 2.0% | 1.0% | 0.9% | 1.0% | 长期贷款 | 84 | 132 | 165 | 147 | 157 | 149 | |
| 资产减值损失 | -18 | -6 | 7 | -8 | -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 | 2,098 | 3,115 | 3,625 | |
| 投资收益 | 3 | -1 | 7 | 0 | 0 | 0 | 普通股股东权益 | 683 | 743 | 1,455 | 2,173 | 1,798 | 2,051 | |
| %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 | 249 | 356 | 464 | 未分配利润 | 316 | 395 | 492 | 630 | 824 | 1,078 | |
| 营业利润率 | 4.1% | 5.2% | 6.1% | 7.4% | 8.1% | 8.8% | 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 | 4,282 | 4,924 | 5,687 | |
| 税前利润 | 75 | 105 | 136 | 252 | 356 | 464 | 比率分析 | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 利润率 | 4.5% | 5.2% | 6.0% | 7.5% | 8.1% | 8.8% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | 0 | -3 | -10 | -23 | -32 | -42 | 每股收益 | 0.575 | 0.790 | 0.882 | 1.612 | 2.280 | 2.975 | |
| 所得税率 | -0.3% | 2.7% | 7.4% | 9.0% | 9.0% | 9.0% | 每股净资产 | 5.228 | 5.742 | 10.243 | 15.300 | 12.655 | 14.440 | |
| 净利润 | 75 | 103 | 126 | 229 | 324 | 423 | 每股经营现金净流 | 0.707 | 0.915 | 1.061 | 1.701 | 2.680 | 3.461 | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.645 | 0.912 | 1.190 | |
| 归属于母公司的净利润 | 75 | 102 | 125 | 229 | 324 | 423 | 回报率 | | | | | | | |
| 净利率 | 4.5% | 5.0% | 5.5% | 6.8% | 7.4% | 8.0% | 净资产收益率 | 10.99% | 13.75% | 8.61% | 10.54% | 18.02% | 20.60% | |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 3.47% | 4.24% | 3.61% | 5.35% | 6.58% | 7.43% | |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 6.82% | 8.03% | 6.43% | 8.75% | 11.80% | 13.71% | |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 10.85% | 20.76% | 12.75% | 47.63% | 30.00% | 20.00% | |
| | | | | | | | EBIT增长率 | -25.82% | 37.80% | 26.93% | 70.24% | 44.41% | 30.26% | |
| | | | | | | | 净利润增长率 | -19.78% | 36.04% | 22.60% | 82.86% | 41.44% | 30.49% | |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 22.61% | 11.49% | 43.80% | 23.51% | 14.98% | 15.50% | |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 131.6 | 129.7 | 132.0 | 127.0 | 130.0 | 132.0 | |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 58.1 | 52.6 | 50.9 | 52.0 | 53.0 | 54.0 | |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 81.2 | 77.6 | 81.4 | 84.0 | 82.0 | 82.0 | |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 99.7 | 115.3 | 122.7 | 86.4 | 68.7 | 58.5 | |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | 71.97% | 80.83% | 19.24% | 1.23% | 26.16% | 23.13% | |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 3.5 | 3.7 | 3.5 | 8.0 | 10.1 | 9.4 | |
| | | | | | | | 资产负债率 | 67.97% | 68.78% | 57.72% | 48.99% | 63.27% | 63.74% | |

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 | 1 | 5 | 5 | 7 |
| 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 |
| 4 | 2021-03-16 | 买入 | 38.34 | N/A |

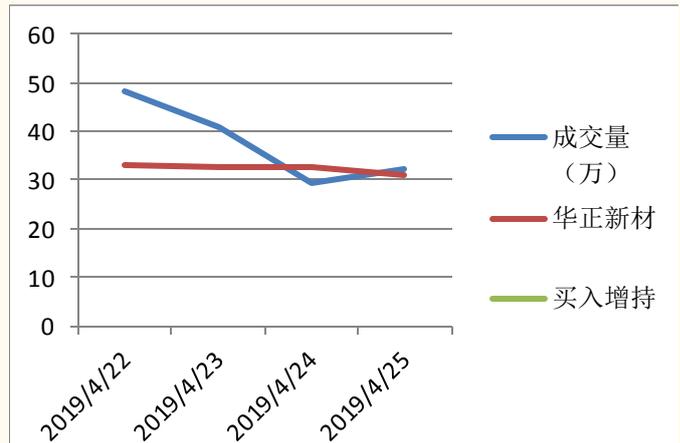
来源：国金证券研究所

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