

南亚新材 (688519.SH) 高速覆铜板技术优势突出, 加快下游 PCB 产业配套

2021年07月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

刘翔 (分析师)

林承瑜 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080105

日期	2021/7/11
当前股价(元)	42.07
一年最高最低(元)	66.66/23.38
总市值(亿元)	71.37
流通市值(亿元)	15.50
总股本(亿股)	2.34
流通股本(亿股)	0.51
近3个月换手率(%)	9.37

● **跻身内资覆铜板前列, 江西工厂高效新产能投放, 首次覆盖给予“买入”评级**
公司刚性覆铜板产品跻身内资前四, 无铅无卤产品达到内资第二。公司江西新厂产能投放, 将打破前期 PCB 核心厂商配套供应瓶颈。公司高速产品技术能力突出, 全系列产品通过华为认证并开始批量化生产。我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 41.5/54.9/70.3 亿元, 归母净利润为 3.9/4.9/6.2 亿元, YoY+189.6%/23.9%/27.1%, EPS 为 1.68/2.08/2.64 元, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 25.1/20.2/15.9 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **高速覆铜板技术优势突出, 国产替代势在必行**

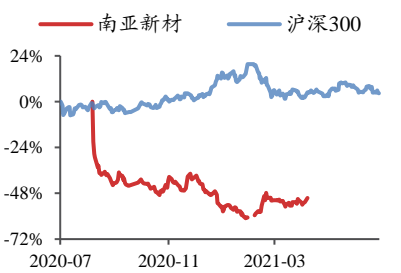
高速覆铜板受到基站及核心网络侧服务器升级带动, PrismaMark 预测 2019-2024 年细分领域年复合增长率实现 7.7%, 超过同期覆铜板行业整体的年复合增长率 4.4%。过去由于下游服务器供应链集中在中国台湾地区, 供应链体系封闭, 导致高端覆铜板细分市场话语权掌握在日、台企业手中, 而内资厂商市占率与其存在明显的差距。伴随国内厂商进入全球服务器供应链, 推动内资高速覆铜板厂商替代台系及日系材料。公司在高端产品层面与海外头部厂商差距缩小, 通过华为、中兴、浪潮等通信设备行业龙头的认证并实现批量化生产, 迎来产品替代窗口期。

● **PCB 产业倒逼上游材料配套, 覆铜板环节议价能力提升**

短期来看, 覆铜板行业处于提价周期, 下游需求景气推动公司单季度利润率上行。中长期看, PCB 行业配套倒逼上游内资厂商扩产, 推动行业话语权提升。2019 年建滔积层板、生益科技、金安国纪、南亚新材、华正新材等五家覆铜板厂商产值占全球比重 34%, 而中国大陆 PCB 产值超过 50%, 考虑到 PCB 上游原材料的供应链配套, 内资覆铜板厂商有望填补空缺。2020 年 PCB 上市公司资本开支同比增速重回到高位, 对覆铜板厂商的配套诉求加剧, 推动覆铜板厂商话语权提升。

● **风险提示:** 下游需求减弱导致公司扩产低于预期、覆铜板价格下跌导致盈利能力受损、上游原材料涨价侵蚀成本、高速覆铜板行业竞争加剧

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,758	2,121	4,147	5,488	7,034
YOY(%)	-4.3	20.6	95.6	32.3	28.2
归母净利润(百万元)	151	136	393	487	619
YOY(%)	34.7	-10.2	189.6	23.9	27.1
毛利率(%)	18.5	15.1	20.8	20.8	20.8
净利率(%)	8.6	6.4	9.5	8.9	8.8
ROE(%)	22.5	5.2	13.4	14.3	15.4
EPS(摊薄/元)	0.64	0.58	1.68	2.08	2.64
P/E(倍)	65.3	72.6	25.1	20.2	15.9
P/B(倍)	14.7	3.8	3.4	2.9	2.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 跻身内资覆铜板前列，江西工厂高效新产能释放	4
2、 高速覆铜板技术优势突出，国产替代势在必行	9
3、 PCB 产业倒逼上游材料配套，覆铜板环节议价能力提升	12
4、 盈利预测与投资建议	13
4.1、 核心假设	13
4.2、 盈利预测与估值	14
5、 风险提示	15
附： 财务预测摘要	16

图表目录

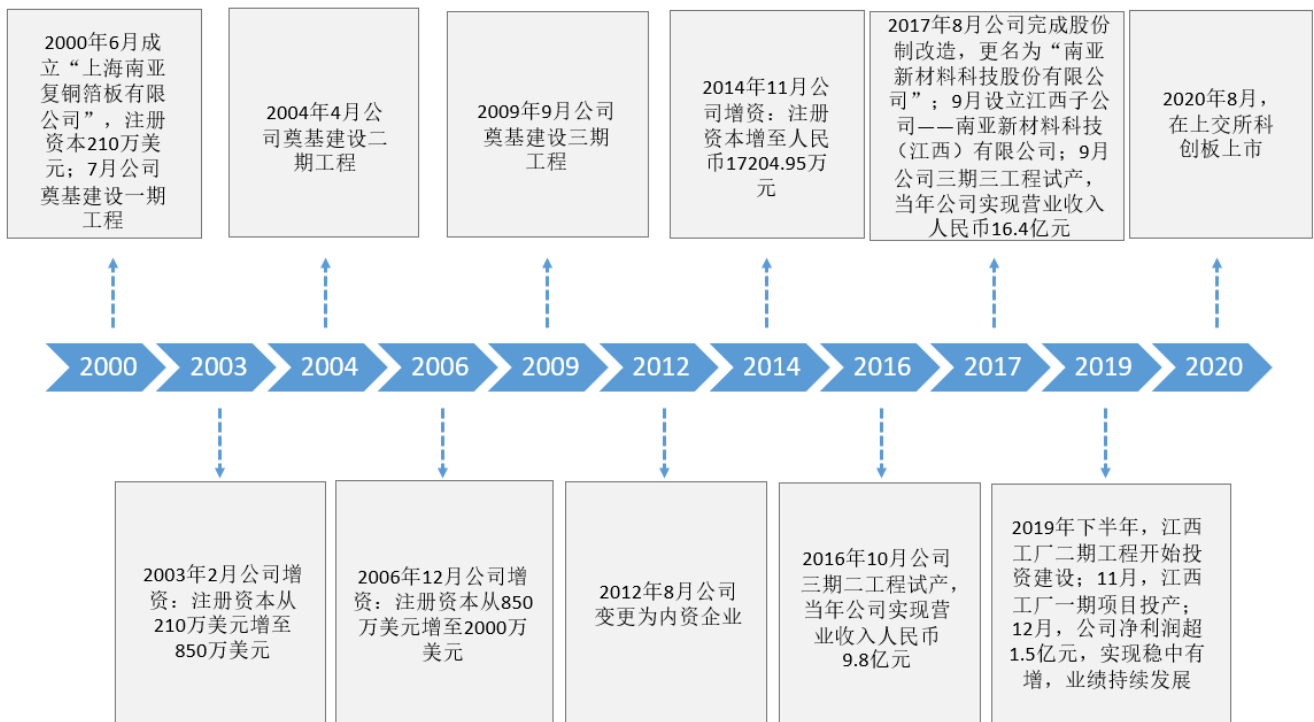
图 1： 公司成立二十年间，始终稳步发展	4
图 2： 包秀银等 9 名自然人是公司全体实际控制人	5
图 3： 2019 年全球刚性覆铜板市场规模 123.6 亿美元	6
图 4： 2019 年公司占全球 FR-4 覆铜板市占率 2%	6
图 5： 无卤覆铜板占 2019 年全球覆铜板市场 14%	6
图 6： 2019 年无卤覆铜板在内资厂商中仅次于生益科技	6
图 7： 公司 2020 年营业收入达到 21.2 亿元	8
图 8： 公司 2020 年归母净利润达到 1.4 亿元	8
图 9： 2020 年折旧及成本拖累毛利率与净利率下滑	8
图 10： 2020 年资本开支上行	8
图 11： 覆铜板按照电性能对高速覆铜板分层级	9
图 12： 预计 2024 年全球高速覆铜板市场规模达到 28.4 亿美元	9
图 13： 2010 年全球服务器供应由海外厂商主导	11
图 14： 2020 年内资厂商跻身服务器供应商前列	11
图 15： 三大原材料占覆铜板成本比例超过 75%	12
图 16： 2021Q1 公司单季度毛利率攀升	12
图 17： 大陆覆铜板厂商产值占全球比例达到 34%	13
图 18： 2018 年国内 PCB 产值占全球比例达到 52%	13
图 19： 2020 年 PCB 上市公司资本开支回到高位	13
图 20： 内资 PCB 厂商对覆铜板配套的需求日益增加	13
表 1： 公司核心管理层具有丰富的行业经验	5
表 2： 公司下游客户是国内 PCB 大厂	7
表 3： 公司公开发行募集资金用于投资江西工厂产能	7
表 4： 江西 N4 工厂三条产线预计于 2021 年全部释放产能	7
表 5： 新工厂效率优势突出（单位：万元/人）	7
表 6： 公司布局全系列覆铜板及高频高速系列产品	9
表 7： 高速覆铜板市场被日、台企业占据	10
表 8： 公司在高端层级与海外厂商差距缩小	10
表 9： 下一代英特尔 X86 架构服务器将采用与松下 M6 对标的高速覆铜板产品	11
表 10： 公司全系列高速覆铜板产品通过华为的认证通过	12

表 11: 公司分业务收入及毛利率核心假设 (单位: 百万元)	14
表 12: PCB 行业上市公司估值情况: 公司 2021-2023 年 PE 估值高于可比公司平均	14

1、跻身内资覆铜板前列，江西工厂高效新产能释放

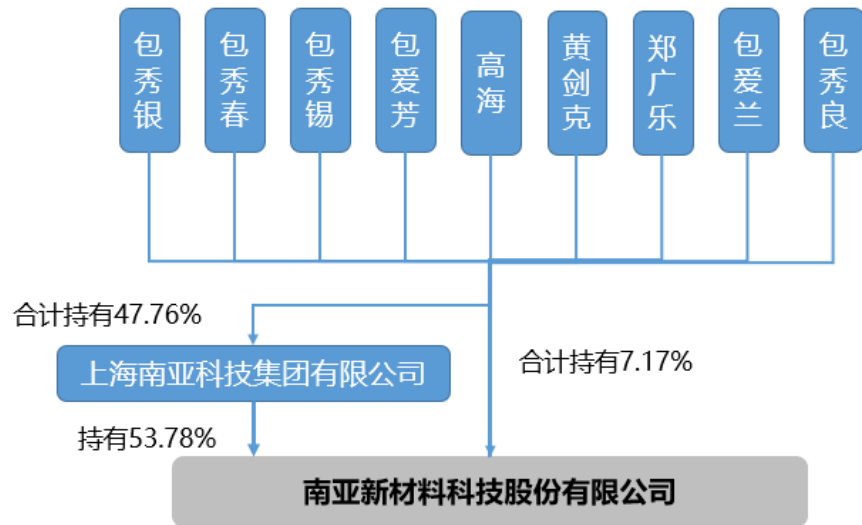
南亚新材料科技股份有限公司原为上海南亚覆铜箔板有限公司，是从事覆铜箔板设计、制造和销售的内资企业。公司位于上海嘉定南翔，2000年兴建上海N1工厂，并于2004、2009年分别增设N2、N3工厂产能，其中N3工厂可支持高频高速覆铜板生产；2012年8月公司变更为内资企业；2017年8月完成股份制改造，正式更名为“南亚新材料科技股份有限公司”，9月在江西设立子公司，2019年公司江西项目一期工厂投产并开始投资建设江西工厂二期项目；2020年8月，公司在上交所科创板上市。

图1：公司成立二十年间，始终稳步发展



资料来源：公司官网、开源证券研究所

包秀银先生创立公司，乐于分享股权。包氏家族6人与公司核心人员3人等为公司的实际控制人，本公司及全体实际控制人包秀银、包秀春、包秀锡、包爱芳、包秀良、包爱兰、郑广乐、黄剑克、高海合等九人合计持有南亚新材料科技有限公司7.17%的股权；此外，通过上海南亚科技集团有限公司间接持有公司53.78%的股权。包秀银先生创立银鹰开关厂，生产低压电器相关的产品，涉及生产绝缘板的相关工艺，在此基础上，公司开拓在绝缘PP的敷铜工艺，学习日韩等国家的覆铜板生产经验，着手切入覆铜板业务。公司是国内第一家覆铜板民营企业早年引进在外资覆铜板公司工作多年的技术人才，引入日本团队优化生产观念。公司于2012年起步高速覆铜板的生产认证，目前是国内唯一一家全系列高速产品通过华为认证的覆铜板厂商。

图2: 包秀银等9名自然人是公司全体实际控制人


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司积极引入专业人员, 深耕中高端覆铜板的生产研发及销售。公司主要管理层胡光明、席奎东、解汝波先生都有台资及外资厂商工作背景, 具有丰富的技术及管理经验。总经理张东先生曾先后任职于国际层压板材有限公司和华立达覆铜板有限公司, 副总经理胡光明先生曾于韩国斗山任职。

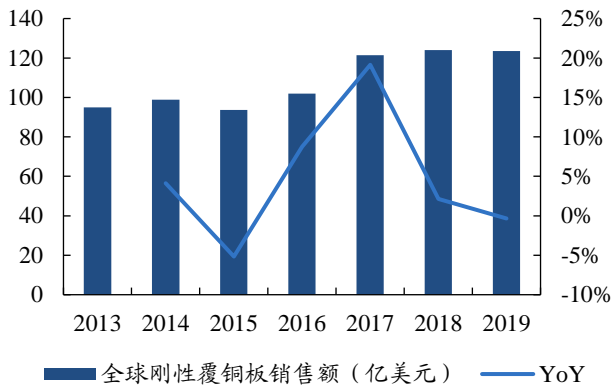
表1: 公司核心管理层具有丰富的行业经验

姓名	职务	工作背景
张东	董事、总经理	张东, 男, 1958年4月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大专学历。1983年8月至1990年8月任长征电器八厂设计科科长; 1990年8月至1992年2月任国际层压板材有限公司设备主管; 1992年2月至1998年2月任华立达覆铜板有限公司经理, 1998年2月至2000年4月任江阴确利法电子材料有限公司经理。2000年4月至今任公司总经理。现任公司董事、总经理。
胡光明	副总经理	1999年4月至2012年3月先后任台光电子材料(昆山)有限公司工程师、主任、经理; 2012年3月至2018年1月任斗山电子(常熟)有限公司生产部长; 2018年1月至2018年10月任公司总经理助理, 2018年10月至今任公司副总经理。
席奎东	副总经理	1997年7月至2003年3月任亚洲化学股份有限公司惠州厂主管; 2003年3月至2009年8月任联茂电子股份有限公司东莞厂经理; 2009年8月至2015年4月任南亚有限副总经理, 2015年4月至2016年4月任联茂电子股份有限公司无锡厂资深处长; 2016年5月至2017年1月任广东同宇新材料有限公司副总经理。2017年2月至今在公司任职, 现任公司副总经理。
解汝波	财务总监	1994年7月至1997年8月任华立达覆铜板有限公司会计; 1997年9月至1998年8月任杭州华立股份有限公司会计; 1998年9月至2001年4月, 任浙江华立电子技术有限公司财务经理; 2001年5月至2008年12月历任浙江华立科技股份有限公司财务经理、财务总监; 2009年1月至2010年2月任浙江华立电力科技有限公司财务总监; 2010年3月至2010年12月任浙江华凯新农业开发有限公司财务总监; 2011年1月至2017年7月任浙江华正新材料股份有限公司财务总监。2017年8月至今任公司财务总监。
张柳	董事会秘书	2005年5月至2007年1月任上海明泰律师事务所律师助理、律师; 2007年2月至2011年4月任上海君成律师事务所律师; 2011年5月至2017年3月任上海圣瑞敏律师事务所律师。2017年4月起任公司董事办主任, 现任公司董事会秘书。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

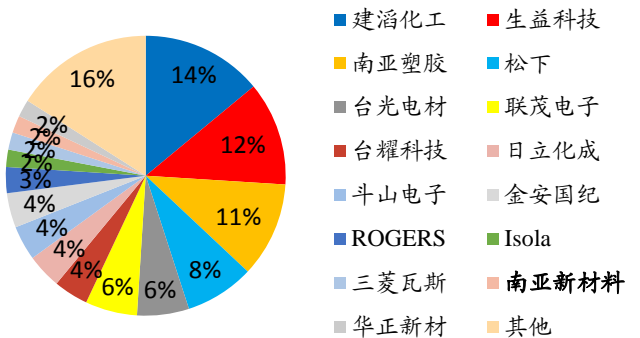
公司刚性覆铜板产品跻身内资前四，无铅无卤产品达到内资第二。根据 PrismaMark 统计，2019 年全球刚性覆铜板市场规模为 123.6 亿美元，公司在全球 FR-4 覆铜板市场中占据 2% 的份额。在无铅无卤领域，注重产品的配方工艺，无卤材料启用新型无卤阻燃剂并调和树脂配方体系达到覆铜板性能的均衡及优化。根据 PrismaMark 统计，2019 年无卤覆铜板占全球覆铜板类型的 14%，而公司率先推进环保配方无铅无卤材料的内资覆铜板厂商之一，打破台资、日资厂商在国内垄断的竞争格局，2019 年公司无卤覆铜板厂商排名在内资厂商中位列第二、仅次于生益科技。

图3: 2019 年全球刚性覆铜板市场规模 123.6 亿美元



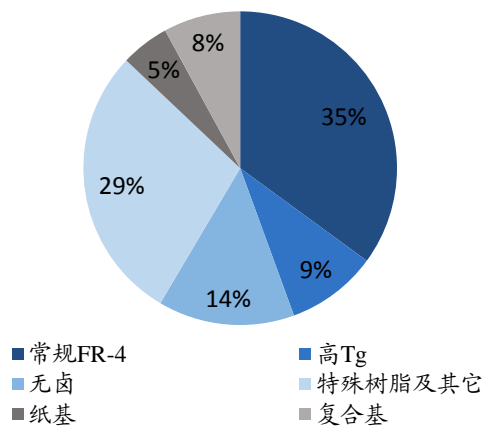
数据来源: PrismaMark、开源证券研究所

图4: 2019 年公司占全球 FR-4 覆铜板市占率 2%



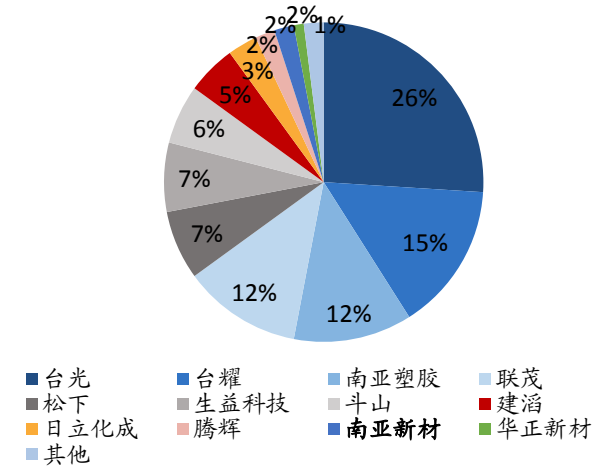
数据来源: PrismaMark、开源证券研究所

图5: 无卤覆铜板占 2019 年全球覆铜板市场 14%



数据来源: PrismaMark、开源证券研究所

图6: 2019 年无卤覆铜板在内资厂商中仅次于生益科技



数据来源: PrismaMark、开源证券研究所

公司江西新厂产能投放，打破前期供应瓶颈。由于公司产能有限，而主要客户是头部 PCB 大厂，导致公司客户集中，2019 年前五大客户集中度高达 42.5%，由于供应量存在瓶颈，服务的客户数量有限。公司公开发行募集资金净额为 17.9 亿元，其中 9.2 亿元用于扩产江西工厂二期及三期项目的三条覆铜板生产线及研发中心改造升级项目，剩余部分用以增资江西南亚三期项目。公司投入的 9.2 亿元在江西吉安二期新增建设三条覆铜板生产线，其中两条生产线为原有厂房扩建，另一条生产线需要建设厂房及配套设施进行新线建设，全部建成后将形成年产 1500 万平米高速高频覆铜板和 2400 万平米粘结片的产能。另外，超募资金 4.8 亿元部分用于向南亚新材第三期增资以实施江西南亚三期年产 1000 万平米 5G 通讯等领域用高频高速电子电路扩建

项目。过去公司具备高速覆铜板的供应资质，但因上海工厂的产能有限，导致核心客户采购受到产能的制约；公司扩产后，在高速产品的认证节奏位列国内第一梯队，同时公司的产能配套问题得到改善，将转为批量化生产高速覆铜板。

表2: 公司下游客户是国内 PCB 大厂

	2017		2018		2019	
	客户	比例	客户	比例	客户	比例
1	奥士康	15.8%	奥士康	17.7%	奥士康	15%
2	健鼎集团	7.6%	健鼎集团	16.2%	健鼎集团	13%
3	景旺电子	4.8%	五株集团	4.6%	景旺电子	6%
4	五株集团	4.4%	景旺电子	3.2%	广东骏亚	4%
5	深南电路	3.8%	瀚宇博德	2.6%	五株集团	4%
CR5		36.3%		44.2%		42.5%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表3: 公司公开发行募集资金用于投资江西工厂产能

募投项目	项目总投资 (亿元)	使用本次募集资金金额 (亿元)	建设期	实施主体
年产 1500 万平米 5G 通讯等领域用高频高速电子电路基材建设项目	8.31	8.01	24 个月	江西南亚
研发中心改造升级项目	1.19	1.19	24 个月	南亚新材
合计	9.50	9.20		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

江西工厂产能释放节奏加快，N4 工厂三条产线预计于 2021 年全面达产。江西 N4 工厂共设立三条生产线，单条产线产能为 40 万张/月，第一条生产线于 2019 年第四季度投产，全部三条产线预计于 2021 年产能释放完毕。公司后续将启用超募资金开始江西 N5 工厂建设，公司远期规划未来江西基地将建设落成三座厂房，单厂产能 120 万张/月，将成为国内最大的覆铜板单体工厂。

表4: 江西 N4 工厂三条产线预计于 2021 年全部释放产能

江西 N4 工厂产线	产能 (万张/月)	投产时间	达产时间
第一条	40	2019Q4	2020Q1
第二条	40	2020Q3	2020Q4
第三条	40	2020Q4	2021Q2

数据来源：南亚新材业绩说明会、开源证券研究所

江西新厂自动化效率大幅提升，单位制费成本优势突出。相较于此前的 N1-N3 工厂，江西 N4 工厂自动化效率水平大幅度提升，2020 年人均产出值达到 189.1 万元/人，高于当年 N1-N3 工厂的 180.2 万元/人，而 2021 年全面投产爬坡后，按照 2021Q1 折算 N4 工厂对的全年人均产值达 357.5 万元/人，高于 N1-N3 工厂的 228.5 万元/人，效率优势突出。

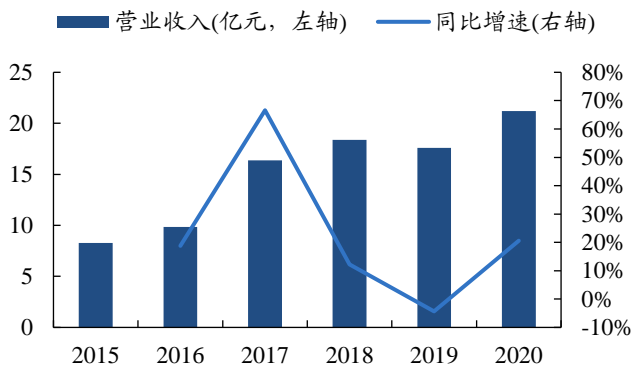
表5: 新工厂效率优势突出 (单位: 万元/人)

年份	整体	N1-N3 工厂	N4 工厂
2020	182.8	180.2	189.1

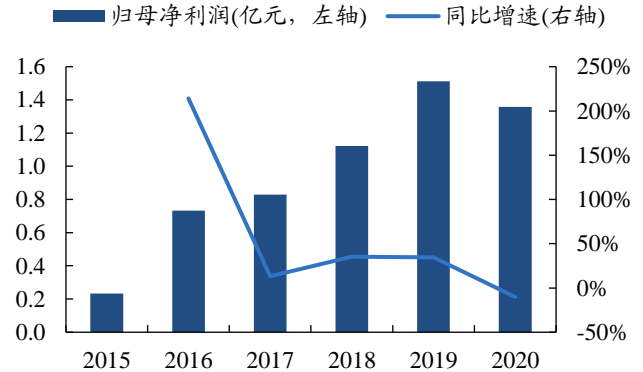
年份	整体	N1-N3 工厂	N4 工厂
2021 (按照 Q1 折算预估全年)	272.8	228.5	357.5

数据来源：南亚新材业绩说明会、开源证券研究所

公司江西 N5 工厂新一轮扩张启动，推动营业收入与归母净利润体量持续上行。公司 2020 年营业收入实现 21.2 亿元，同比增长 20.6%，营业收入的增长主要来自江西 N4 工厂第一、第二条产线的产能释放，公司产品销量由 2019 年的 1363.1 万张上升至 2020 年的 1659.2 万张，出货量增长 21.7%，与收入增长匹配。在覆铜板提价初期，由于上游原物料的成本转移具有时间滞后性，盈利收窄，导致公司 2020 年归母净利润为 1.4 亿元，相较于 2019 年的 1.5 亿元下滑 10.2%。

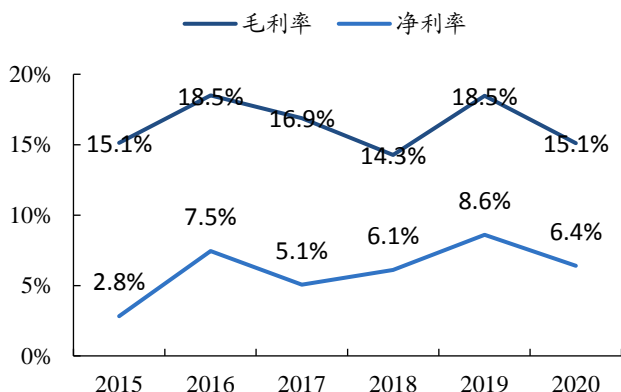
图7：公司 2020 年营业收入达到 21.2 亿元
图8：公司 2020 年归母净利润达到 1.4 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

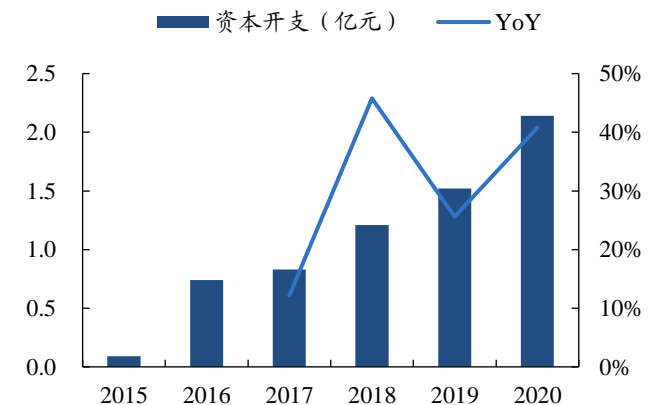


数据来源：Wind、开源证券研究所

资本开支上升导致成本端波动，公司 2020 年毛利率与净利率呈现下滑。公司 2020Q3 毛利率 13.3% 环比 2020Q2 毛利率 17.8% 下降 4.5 pct，2020 年公司整体毛利率 15.1%，环比 2019 年下降 3.4 pct，净利率 6.4%，环比 2019 年下降 2.2 pct。2017 年公司购入江西土地，2018 年开始投建江西 N4 工厂，资本开支上升至 1.2 亿元，2020 年公司投资江西 N5 工厂，资本开支对应 2.1 亿元。

图9：2020 年折旧及成本拖累毛利率与净利率下滑
图10：2020 年资本开支上行


数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、高速覆铜板技术优势突出，国产替代势在必行

公司通过自主研发，实现细分领域产品不断扩充。2008-2014年公司适用于无铅制程的覆铜板；2015-2018年公司实现产品向高密度、轻薄化发展的技术演进，导入 HDI 及高多层用覆铜板；2019 年至今，公司通过华为、中兴、浪潮等通信设备行业龙头的认证并实现批量化生产。

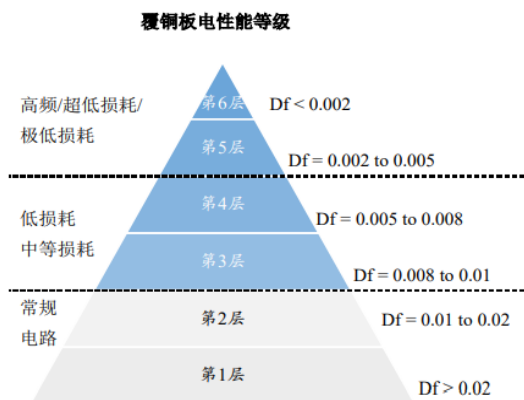
表6：公司布局全系列覆铜板及高频高速系列产品

产品类别	代表型号	终端应用领域
普通板系列	NY1140、NY1600	家电、电视、电脑、游戏机等
无铅板系列	NY2140、NY2150、NY2170	手机、电脑、仪表仪器等
无卤板系列	NY3150HF、NY3170HF、NY3150HC	智能终端、笔记本电脑、服务器等
高频高速系列	NOUYA2G+、NOUYA 4G+、NOUYA 6、NOUYA 7、NYHP-5L、NYHP-30	通讯网络设备、基站、服务器等
车用板	NY-A0、NY-A1、NY-A2	汽车电子

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

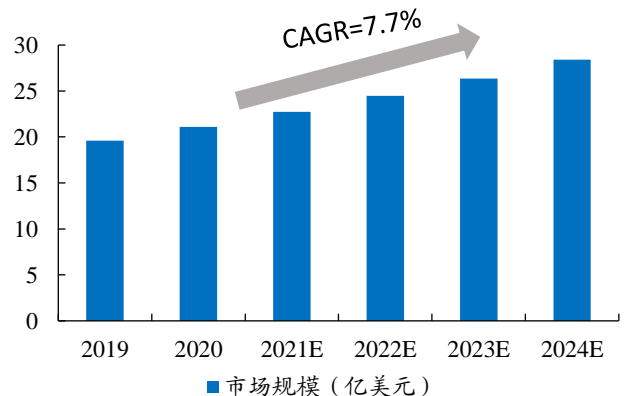
高速覆铜板受到基站及核心网络侧服务器升级带动，细分领域成长速度高于整体覆铜板行业。覆铜板按照电性能可分为中等损耗、低损耗、极低损耗等产品。由于通信代际切换至 5G，将推动宏基站与微基站的天线/射频模块、光通信模块、新型封装工艺等采用高频高速材料。根据 PrismaMark 预测，2019 年全球高速覆铜板市场规模 19.6 亿美元，预计 2024 年市场规模达到 28.4 亿元，年复合增长率实现 7.7%，超过同期覆铜板行业整体的年复合增长率 4.4%。

图11：覆铜板按照电性能对高速覆铜板分层级



资料来源：公司公告

图12：预计 2024 年全球高速覆铜板市场规模达到 28.4 亿美元



数据来源：公司公告、PrismaMark、开源证券研究所

过去高端覆铜板细分市场话语权掌握在日、台企业手中，内资厂商市占率存在明显的差距。日台厂商介电常数与介质损耗指标领先，尤以日本厂商松下为高速产品的主要供应商，其推出的 MEGTRON 系列成为业内标杆产品，其他厂商紧随其后，松下于 2006 年首次推出 MEGTRON6 系列 R-5775/R-5775N 产品，而与之对应的 Isola 产品系列 I-Tera MT 在 2012-2013 年上市，台耀对标牌号 TU883 在 2011-2013 年上市，均落后于松下 5-7 年时间；目前松下推出的高端 MEGTRON7 (M7) 介质损耗可达到 0.001 (10GHz) 以下，介电常数低于 3.3 (10GHz 以下)。根据 CCLA 统计，2019 年松下在全球覆铜板市场市占率达到 25-30%，而第二梯队的台资厂商联茂、台耀及

美资厂商 Isola 市占率仅为 5-10%，生益等第三梯队厂商的全球市占率不足 5%，与头部厂商的份额差异主要在于产品配方的开发、下游客户的导入周期。

表7: 高速覆铜板市场被日、台企业占据

梯队	厂商	全球市占率
第一梯队	松下	25-30%
第二梯队	联茂、台耀、Isola	5-10%
第三梯队	斗山、建滔、生益、日立化成、南亚塑胶、罗杰斯、台光 (EMC)、帕克 (Park)	<5%

资料来源:《覆铜板资讯》2019 年第 2 期、开源证券研究所

公司在高端产品层面与海外头部厂商差距缩小，迎来产品替代窗口期。公司在中损失、低损失、甚低损失、超低损失的层级中陆续推出可对标日本松下与台湾厂商的产品。超低损失覆铜板领域，过去由于日系厂商的高端产品线采用低轮廓铜箔与特种树脂等原材料，而铜箔与特种树脂的供应商以日本、韩国厂商为主，内资厂商在材料端难以取得突破，而公司采用改性的方案，通过传统的铜箔与树脂批量生产超低损耗覆铜板，实现国产替代。

表8: 公司在高端层级与海外厂商差距缩小

高速覆铜板类型	厂商	产品牌号	介电常数 (Dk)	介质损耗 (Df)
中损失 Mid Loss	南亚新材	NY3170MP	-	-
	松下	Megtron2 R-1577	4.1	0.013
	生益科技	S7040G	3.72	0.0089
	台光	EM-370(D)-15	4	0.015
	台耀	TU-865	4.3	0.01
	联茂	IT-170GRA1TC	3.84	0.0086
低损失 Low Loss	南亚新材	NY6200P	3.75	0.007
	松下	Megtron4 R-5725	3.8	0.007
	生益科技	S7439G	3.74	0.006
	台光	EM-528	3.9	0.0062
	台耀	ThunderClad 2A	3.64	0.0036
	联茂	IT-985GTC	3.7	0.007
甚低损失 Very Low Loss	南亚新材	NY6300P	3.6	0.0042
	松下	Megtron6 R5775	3.6	0.004
	生益科技	Synamic 6	3.58	0.0036
	台光	EM-891	3.6	0.0053
	台耀	ThunderClad 2C	3.57	0.0046
	南亚新材	NY-P2P	3.35	0.0021
超低损失 Ultra Low Loss 及以上	松下	Megtron7 R5785(GN)	3.4	0.002
	生益科技	Synamic 6N	3.25	0.0021
	台光	EM-528K	3.4	0.0041
	台耀	ThunderClad 2 Sp	3.22	0.0029
	联茂	IT-968G	3.59	0.005

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

国内厂商进入全球服务器供应链，推动内资高速覆铜板厂商替代台系及日系材料。由于高速产品覆铜板过去主要应用于服务器产品，而服务器产品由台系厂商代工，导致高速覆铜板厂商的供应体系相对封闭，内资厂商即使在产品性能上对标同行，也难以进入供应链。随着全球服务器厂商向国内转移，内资厂商跻身供应链，2010年全球服务器由海外厂商供应全球前五大份额达到87.6%，2020年内资厂商进入前五大阵营，浪潮、联想、华为的份额占比达到21.2%，考虑到供应链安全等原因对原材料配套要求增加，上游PCB及其原材料覆铜板进入国产替代阶段。

图13: 2010年全球服务器供应由海外厂商主导

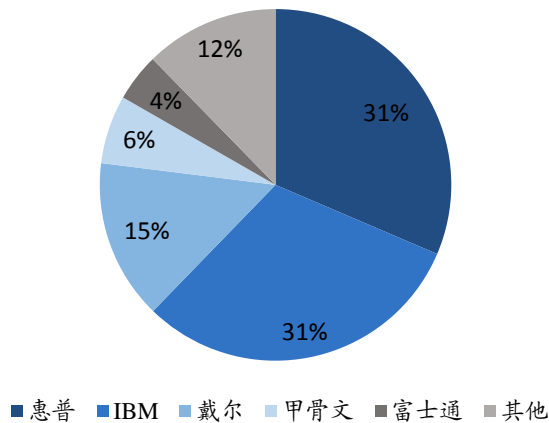
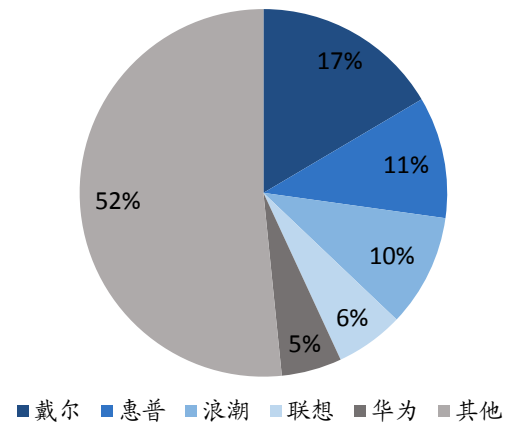


图14: 2020年内资厂商跻身服务器供应商前列



数据来源: Gartner、开源证券研究所

数据来源: IDC、开源证券研究所

服务器产品进入更新迭代期，为内资覆铜板厂商的认证及批量供应打开窗口。英特尔 X86 架构服务器 Purley 平台及 Grantley 平台采用 M2 及普通覆铜板，供应以台系的联茂、台耀等厂商为主，随着平台升级至 Whitley，采用更高层级的 M4 以上牌号的产品，内资厂商如南亚新材、生益科技加入认证的行列，打破封闭的供应格局。

表9: 下一代英特尔 X86 架构服务器将采用与松下 M6 对标的高速覆铜板产品

X86 世代	Grantley 平台	Purley 平台	Whitley 平台	下一代平台
传输速率 (Gbps)		28	56	112
高速覆铜板类型	Mid-loss	Mid-loss	Low-loss	Ultra-Low Loss
典型 Dk 值	4.1-4.3	4.1-4.3	3.7-3.9	3.3-3.6
典型 Df 值	0.008-0.010	0.008-0.010	0.005-0.008	0.002-0.004
对标松下产品牌号			M4 及以上	M6 及以上

资料来源: Prismark、开源证券研究所

公司布局全系列覆铜板及高频高速系列产品，其中全系列高速覆铜板已经通过终端客户华为的认证。公司早在 2012-2013 年 Low Loss 等级的高速产品就已通过华为高速产品的认证，然而当时华为对海外供应链依赖度强，加上公司的产量不足以支撑重点客户的高速产品大规模量产，因此高速产品未批量出货。目前，公司是国内唯一一家各介质损耗等级高速产品全系列通过华为认证的内资覆铜板企业，产品性能比肩国际先进同行，2019 年底，高端高速 VLL、ULL 等级产品通过华为认证；2020 年通过 ULL2、ELL 等级产品的认证。

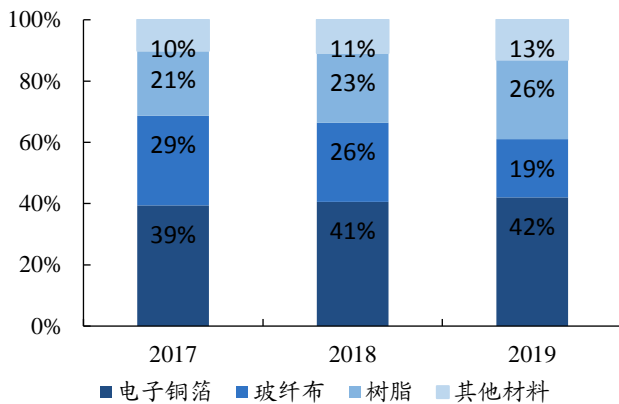
表10: 公司全系列高速覆铜板产品通过华为的认证通过

型号	性能	终端客户	终端应用
NOUYA 7N	Ultra Low Loss2	华为	核心路由器、交换机
NOUYA 7	Ultra Low Loss1	华为	核心路由器、交换机
NOUYA 6	Very Low Loss	华为	核心路由器、交换机、光模块
NOUYA4	Low Loss	华为	核心路由器、交换机
NOUYA 2G+	Mid Loss	中兴	基站、服务器
		星网锐捷	服务器

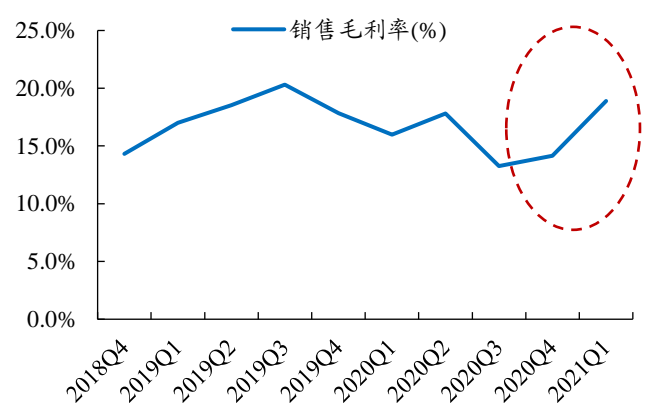
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、PCB 产业倒逼上游材料配套，覆铜板环节议价能力提升

短期来看，覆铜板行业处于提价周期，下游需求景气推动公司单季度利润率上行。覆铜板三大原材料电子铜箔、玻纤、树脂占比超过成本 75%，过去覆铜板行业的定价权掌握在上游材料手中，导致覆铜板行业整体毛利率偏低。在上游材料提价周期中，覆铜板厂商能够有效转移上游原材料成本并增厚自身环节的利润。2020Q3 三大原材料价格上涨，公司向下游转移成本端的压力，时间滞后于材料上涨一个季度，公司 2020Q4 毛利率环比呈现回升，由 2020Q3 的 13.3% 上升至 2020Q4 的 14.1%，伴随覆铜板提价，2021Q1 公司毛利率环比增长至 18.9%。

图15: 三大原材料占覆铜板成本比例超过 75%


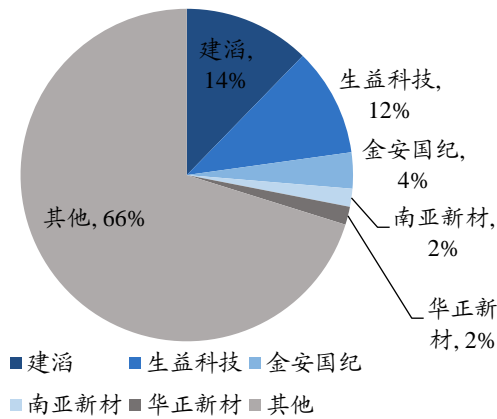
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16: 2021Q1 公司单季度毛利率攀升


数据来源：Wind、开源证券研究所

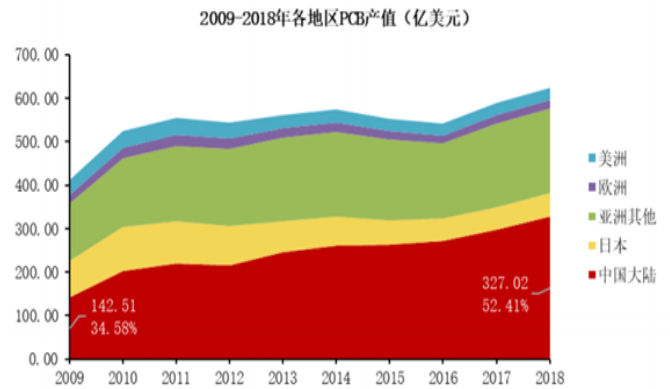
中长期看，PCB 行业配套倒逼上游内资厂商扩产，推动行业话语权提升。大陆主要有五家覆铜板厂商，根据 PrismaMark 统计，2019 年建滔积层板、生益科技、金安国纪、南亚新材、华正新材等五家覆铜板厂商产值占全球比重 34%，而中国大陆 PCB 产值超过 50%，考虑到 PCB 上游原材料的供应链配套，内资覆铜板厂商有望填补空缺。

图17: 大陆覆铜板厂商产值占全球比例达到 34%



数据来源: Prisma、开源证券研究所

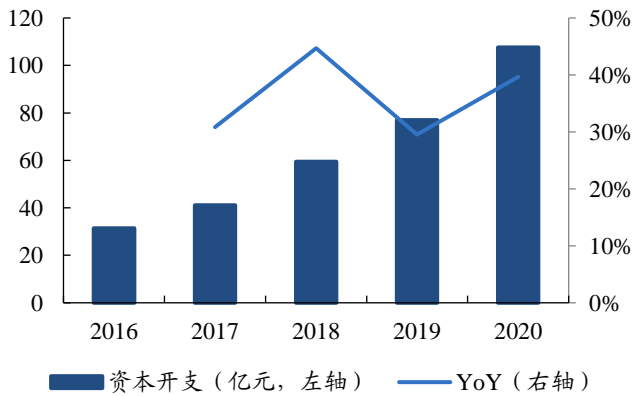
图18: 2018 年国内 PCB 产值占全球比例达到 52%



资料来源: Prisma

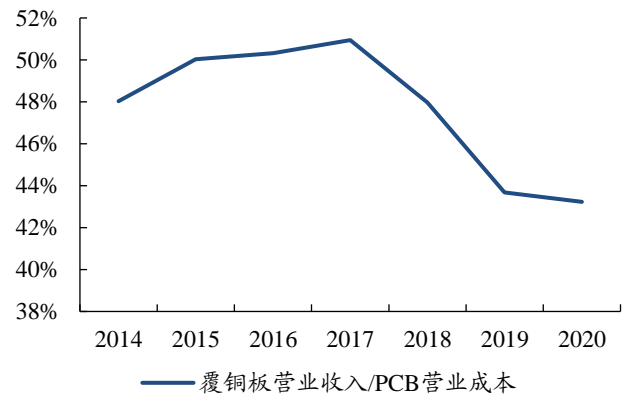
PCB 上市公司正处于资本开支扩张期,对覆铜板厂商的配套诉求加剧,覆铜板环节话语权有望长期提升。2020 年 PCB 上市公司资本开支同比增速重回到高位,我们统计了 13 家 A 股 PCB 上市公司,2020 年资本开支合计达到 107.6 亿元,同比 2019 年增长 39.6%,下游 PCB 厂商的产能释放周期在 1-1.5 年,预计未来两年随着 PCB 厂商的产能扩大,对上游原材料的配套需求日益增加。由于覆铜板占 PCB 营业成本相对稳定,测算生益科技、华正新材、南亚新材、金安国纪四家覆铜板上市公司营业收入与 PCB 营业成本的比例逐年降低,已由 2016 年的 50.3% 下降至 2020 年的 43.2%。

图19: 2020 年 PCB 上市公司资本开支回到高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 内资 PCB 厂商对覆铜板配套的需求日益增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

公司以覆铜板及粘结片产品为主要业务,核心假设如下:

(1) 假设 2021-2023 年公司覆铜板 CCL 业务收入分别为 33.1/43.1/53.8 亿元,其中 CCL 产能分别为 2880/3600/4320 万张,整体产能利用率为 90%/90%/90%,其中高速覆铜板产量为 156/259/389 万张,整体毛利率为 18%/17%/16%;

(2) 假设 2021-2023 年公司粘结片业务收入分别为 8.4/11.8/16.5 亿元，毛利率分别为 32%/32%/32%。

表11: 公司分业务收入及毛利率核心假设 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1838	1758	2121	4148	5489	7035
CCL 营业收入	1438	1381	1738	3305	4308	5383
CCL 产能(万张)	1437	1470	1808	2880	3600	4320
上海嘉定	1437	1440	1440	1440	1440	1440
江西工厂	0	30	650	1440	2160	2880
CCL 产能利用率	74%	72%	73%	90%	90%	90%
CCL 产量 (万张)	1380	1363	1716	2592	3240	3888
其中						
FR-4	1380	1363	1716	2436	2981	3499
高速覆铜板	0	0	0	156	259	389
毛利率	11%	15%	14%	18%	17%	16%
粘结片营业收入	379	358	468	843	1180	1652
毛利率	27%	33%	32%	32%	32%	32%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

公司是内资厂商中排名靠前且具备特色工艺的覆铜板厂商之一，上市融资后解除过去扩产的资金瓶颈，江西新工厂产能将集中释放，公司在内资覆铜板厂商排名第 3，将与龙头厂商之间的产能规模差距缩小。下游内资 PCB 厂借助上市融资实现产能的大幅扩张，而内资厂商的覆铜板配套供应相对有限，两者存在明显的剪刀差，公司将加快取代台系厂商的份额。看好公司的技术卡位能力，高速覆铜板技术能力业内领先，已经通过下游终端客户全系列产品认证，产品升级带来产品均价及盈利能力将会持续上行。我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 41.5/54.9/70.3 亿元，YoY+95.6%/32.3%/28.2%，归母净利润为 3.9/4.9/6.2 亿元，YoY+189.6%/23.9%/27.1%，EPS 为 1.68/2.08/2.64 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 25.1/20.2/15.9 倍。选取覆铜板产业链相关公司生益科技 (600183.SH)、华正新材 (603186.SH)、金安国纪 (002636.SZ) 作为可比公司，2021-2023 年平均 PE 为 19.4/15.9/13.3 倍，公司估值高于可比公司 PE 估值，考虑到公司未来三年无论是产能扩张的节奏还是高端产品放量的步伐，都将带动公司奠定全球领先的地位，首次覆盖给予“买入”评级。

表12: PCB 行业上市公司估值情况: 公司 2021-2023 年 PE 估值高于可比公司平均

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600183	生益科技	24.50	16.0%	49.3%	8.4%	12.1%	33.6	22.5	20.6	18.4	0.73	1.09	1.19	1.33
603186	华正新材	41.16	22.6%	82.2%	37.0%	34.3%	46.8	25.6	18.7	14.0	0.88	1.61	2.2	2.95
002636	金安国纪	18.64	11.3%	11.3%	19.5%	11.0%	74.6	10.1	8.4	7.6	0.25	1.85	2.23	2.45
	A 股平均		16.6%	47.6%	21.6%	19.1%	51.6	19.4	15.9	13.3				
688519	南亚新材	42.07	-10.2%	189.6%	23.9%	27.1%	61.5	25.1	20.2	15.9	0.58	1.68	2.08	2.64

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/7/9)

5、风险提示

下游需求减弱导致公司扩产低于预期;

覆铜板价格下跌导致盈利能力受损;

上游原材料涨价侵蚀成本;

高速覆铜板行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1265	2938	5761	5797	8648
现金	102	753	1541	2039	2613
应收票据及应收账款	904	1137	2855	2428	4343
其他应收款	3	4	10	9	15
预付账款	4	10	18	20	29
存货	192	265	569	535	880
其他流动资产	60	768	768	768	768
非流动资产	543	685	1066	1273	1517
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	473	552	921	1121	1356
无形资产	44	51	54	58	60
其他非流动资产	26	81	91	94	101
资产总计	1808	3623	6827	7070	10166
流动负债	1056	959	3797	3562	6053
短期借款	209	88	1904	1924	3272
应付票据及应付账款	561	615	1530	1308	2330
其他流动负债	285	256	363	330	452
非流动负债	81	71	91	94	94
长期借款	18	3	24	26	26
其他非流动负债	64	68	68	68	68
负债合计	1137	1030	3888	3656	6147
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	176	234	234	234	234
资本公积	200	1927	1927	1927	1927
留存收益	296	431	689	1008	1413
归属母公司股东权益	671	2593	2939	3414	4019
负债和股东权益	1808	3623	6827	7070	10166

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	123	-31	-529	855	-302
净利润	151	136	393	487	619
折旧摊销	31	0	61	90	114
财务费用	9	-1	30	76	103
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-69	0	-1011	204	-1135
其他经营现金流	3	-164	-1	-1	-2
投资活动现金流	-151	-1113	-441	-294	-355
资本支出	152	214	381	207	244
长期投资	0	-710	0	0	0
其他投资现金流	1	-1609	-59	-87	-111
筹资活动现金流	18	1619	-59	-83	-116
短期借款	49	-121	0	0	0
长期借款	2	-14	20	3	-0
普通股增加	0	59	0	0	0
资本公积增加	0	1727	0	0	0
其他筹资现金流	-33	-32	-79	-86	-116
现金净增加额	-10	479	-1028	477	-773

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1758	2121	4147	5488	7034
营业成本	1434	1800	3283	4344	5568
营业税金及附加	7	6	12	16	21
营业费用	51	52	102	136	174
管理费用	33	39	77	102	130
研发费用	67	103	203	269	345
财务费用	9	-1	30	76	103
资产减值损失	-3	-3	0	0	0
其他收益	14	30	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	1	1	2
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	169	153	442	548	697
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	169	153	443	549	698
所得税	18	17	50	62	79
净利润	151	136	393	487	619
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	151	136	393	487	619
EBITDA	211	136	531	702	900
EPS(元)	0.64	0.58	1.68	2.08	2.64

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-4.3	20.6	95.6	32.3	28.2
营业利润(%)	36.0	-9.5	189.4	23.9	27.2
归属于母公司净利润(%)	34.7	-10.2	189.6	23.9	27.1
获利能力					
毛利率(%)	18.5	15.1	20.8	20.8	20.8
净利率(%)	8.6	6.4	9.5	8.9	8.8
ROE(%)	22.5	5.2	13.4	14.3	15.4
ROIC(%)	16.6	4.4	8.4	10.0	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	62.9	28.4	56.9	51.7	60.5
净负债比率(%)	29.5	-22.7	15.5	-0.5	18.9
流动比率	1.2	3.1	1.5	1.6	1.4
速动比率	1.0	2.6	1.3	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	2.6	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.58	1.68	2.08	2.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	-0.13	-2.26	3.65	-1.29
每股净资产(最新摊薄)	2.86	11.06	12.54	14.57	17.14
估值比率					
P/E	65.3	72.6	25.1	20.2	15.9
P/B	14.7	3.8	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	47.7	63.7	18.3	13.2	11.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn