

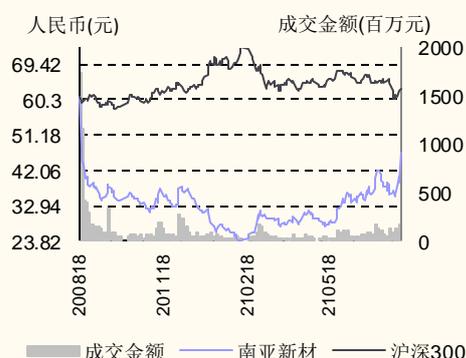
## 南亚新材 (688519.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 46.62 元

### 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.34
已上市流通 A 股(亿股)	0.51
总市值(亿元)	109.28
年内股价最高最低(元)	61.55/23.96
沪深 300 指数	4979
上证指数	3477



## 三年有效产能复合增 26%，高端产品即将放量

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,758	2,121	3,777	4,564	5,248
营业收入增长率	-4.34%	20.62%	78.09%	20.84%	15.00%
归母净利润(百万元)	151	136	420	581	716
归母净利润增长率	34.72%	-10.17%	209.02%	38.44%	23.33%
摊薄每股收益(元)	0.860	0.579	1.790	2.478	3.056
每股经营性现金流净额	0.66	-0.16	-0.20	2.59	3.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.52%	5.24%	14.15%	16.60%	17.18%
P/E	N/A	54.35	26.05	18.82	15.26
P/B	N/A	2.85	3.68	3.12	2.62

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 8月4日公司公告2021年半年报,公告显示21H1实现营收19.9亿元(同比+119%),归母净利润2.2亿元(同比+229%),其中扣非归母净利润2.2亿元(同比+241%);毛利率和净利率分别达到19.4%(同比+2.4pct)和11.1%(同比+3.7pct)。21Q2实现营收11.6亿元(同比+147%,环比+40%),归母净利润1.4亿元(同比+312%,环比86%),其中扣非归母净利润1.4亿元(同比+304%,环比+92%);21Q2毛利率和净利率分别达到19.7%(同比+1.9pct,环比+0.8pct)和12.3%(同比+4.9pct,环比+3.0pct),业绩超预期。

### 经营分析

- 盈利能力大幅提升,下半年预计稳定。**涨价溢价和江西N4工厂投产摊薄费用使得公司Q2毛利率上升至19.7%的高水平,如果按照可比口径将营业成本的运输费用(原口径在销售费用中确认)扣除,公司Q2单季毛利率已超过20%,可见公司盈利得到极大改善。展望下半年,随着原材料价格下滑和供需压力缓解,覆铜板行业价格难再成长,但公司整体订单饱满,从而议价时保证单位毛利稳定的确定性较强,因此我们看好公司下半年业绩稳定。
- 积极扩产+高端产品放量,利润成长有保证。**我们认为公司未来成长动力来自三个方面:1) 三年有效产能复合增长26%。公司在江西开出新的厂区,根据项目进度,预计2021~2023年三年有效产能复合增速将达到26%,量能释放将为成长奠定基础;2) 江西厂运营理顺收获利润。从今年开始,江西工厂产线开始逐渐跑顺,其中N4厂3条产线目前已经全部满产,费用摊薄已初现成效,未来N5及后续工厂投产后将进一步摊薄费用,盈利束缚有望消除;3) 高端产品通过认证有望放量。公司是国内较早布局高速覆铜板的厂商之一,目前是唯一一家各类等级高速产品全系列通过华为认证的陆资覆铜板厂商,加上公司仍然在持续研发高端新产品,我们认为高端产品放量将为公司长期成长提供保障。

### 投资建议

- 鉴于公司涨价获利、扩产费用摊薄超预期和大客户导入进度超预期,我们调增21~23年盈利预测至4.2(+37%)\5.8(+41%)\7.2亿元(+51%),对应PE为26X\19X\15X,继续给予“买入”评级。

**风险提示:** 需求不及预期;价格下滑导致盈利不及预期;限售股解禁。

### 相关报告

- 《激励3年复合增41%，三因素决定基本面改善-南亚新材公告点评》，2021.5.12
- 《经营压力终释放，三因素叠加致确定性成长-南亚新材20年年报&...》，2021.4.27
- 《国内高速CCL优质玩家，扩产106%锁定成长-南亚新材深度报...》，2020.8.23

**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	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,838</b>	<b>1,758</b>	<b>2,121</b>	<b>3,777</b>	<b>4,564</b>	<b>5,248</b>	货币资金	131	102	753	822	949	1,112	
增长率	-4.3%	20.6%	78.1%	20.8%	15.0%		应收款项	942	937	1,170	1,925	2,205	2,397	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,576</b>	<b>-1,434</b>	<b>-1,800</b>	<b>-3,040</b>	<b>-3,575</b>	<b>-4,019</b>	存货	128	192	265	383	441	473	
%销售收入	85.7%	81.5%	84.9%	80.5%	78.3%	76.6%	其他流动资产	16	35	750	168	169	164	
<b>毛利</b>	<b>262</b>	<b>325</b>	<b>320</b>	<b>736</b>	<b>989</b>	<b>1,230</b>	流动资产	1,216	1,265	2,938	3,298	3,765	4,146	
%销售收入	14.3%	18.5%	15.1%	19.5%	21.7%	23.4%	%总资产	76.0%	70.0%	81.1%	75.4%	70.9%	67.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	285	476	610	897	1,323	1,707	
<b>销售费用</b>	<b>-45</b>	<b>-51</b>	<b>-52</b>	<b>-30</b>	<b>-41</b>	<b>-52</b>	%总资产	17.8%	26.3%	16.8%	20.5%	24.9%	27.9%	
%销售收入	2.4%	2.9%	2.5%	0.8%	0.9%	1.0%	无形资产	45	45	52	151	198	245	
<b>管理费用</b>	<b>-32</b>	<b>-33</b>	<b>-39</b>	<b>-76</b>	<b>-91</b>	<b>-105</b>	非流动资产	384	543	685	1,074	1,548	1,981	
%销售收入	1.7%	1.9%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	24.0%	30.0%	18.9%	24.6%	29.1%	32.3%	
<b>研发费用</b>	<b>-60</b>	<b>-67</b>	<b>-103</b>	<b>-162</b>	<b>-196</b>	<b>-236</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,600</b>	<b>1,808</b>	<b>3,623</b>	<b>4,372</b>	<b>5,313</b>	<b>6,126</b>	
%销售收入	3.2%	3.8%	4.9%	4.3%	4.3%	4.5%	短期借款	176	220	96	111	215	163	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>121</b>	<b>167</b>	<b>120</b>	<b>461</b>	<b>651</b>	<b>826</b>	应付款项	540	626	674	910	1,217	1,424	
%销售收入	6.6%	9.5%	5.7%	12.2%	14.3%	15.7%	其他流动负债	278	210	188	315	305	287	
<b>财务费用</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>1</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	流动负债	995	1,056	959	1,336	1,737	1,874	
%销售收入	0.5%	0.5%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	长期贷款	16	18	3	7	12	18	
<b>资产减值损失</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	其他长期负债	52	64	68	64	64	66	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>1,063</b>	<b>1,137</b>	<b>1,030</b>	<b>1,406</b>	<b>1,813</b>	<b>1,958</b>	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>17</b>	<b>12</b>	<b>1</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>537</b>	<b>671</b>	<b>2,593</b>	<b>2,965</b>	<b>3,499</b>	<b>4,169</b>	
%税前利润	0.4%	0.3%	0.7%	3.4%	1.8%	0.1%	其中：股本	176	176	234	234	234	234	
<b>营业利润</b>	<b>124</b>	<b>169</b>	<b>153</b>	<b>502</b>	<b>688</b>	<b>847</b>	未分配利润	146	264	390	763	1,297	1,966	
<b>营业利润率</b>	<b>6.8%</b>	<b>9.6%</b>	<b>7.2%</b>	<b>13.3%</b>	<b>15.1%</b>	<b>16.1%</b>	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,600</b>	<b>1,808</b>	<b>3,623</b>	<b>4,372</b>	<b>5,313</b>	<b>6,126</b>	
<b>税前利润</b>	<b>125</b>	<b>169</b>	<b>153</b>	<b>499</b>	<b>683</b>	<b>843</b>	<b>比率分析</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>利润率</b>	<b>6.8%</b>	<b>9.6%</b>	<b>7.2%</b>	<b>13.2%</b>	<b>15.0%</b>	<b>16.1%</b>	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-17</b>	<b>-80</b>	<b>-102</b>	<b>-126</b>	每股收益	0.638	0.860	0.579	1.790	2.478	3.056	
<b>所得税率</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.8%</b>	<b>11.3%</b>	<b>16.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	每股净资产	3.055	3.817	11.062	12.651	14.929	17.785	
<b>净利润</b>	<b>112</b>	<b>151</b>	<b>136</b>	<b>420</b>	<b>581</b>	<b>716</b>	每股经营现金净流	1.136	0.659	-0.163	-0.198	2.593	3.360	
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>112</b>	<b>151</b>	<b>136</b>	<b>420</b>	<b>581</b>	<b>716</b>	<b>回报率</b>							
<b>净利率</b>	<b>6.1%</b>	<b>8.6%</b>	<b>6.4%</b>	<b>11.1%</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.6%</b>	净资产收益率	20.88%	22.52%	5.24%	14.15%	16.60%	17.18%	
							总资产收益率	7.01%	8.36%	3.75%	9.60%	10.93%	11.69%	
							投入资本收益率	14.83%	16.39%	3.95%	12.55%	14.85%	16.13%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	12.18%	-4.34%	20.62%	78.09%	20.84%	15.00%	
							EBIT增长率	2.04%	38.54%	-28.20%	283.84%	41.34%	26.77%	
							净利润增长率	35.14%	34.72%	-10.17%	209.02%	38.44%	23.33%	
							总资产增长率	16.37%	13.03%	100.35%	20.67%	21.53%	15.32%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	122.3	140.9	138.6	142.0	136.0	130.0	
							存货周转天数	32.1	40.8	46.4	46.0	45.0	43.0	
							应付账款周转天数	76.9	101.8	101.9	80.0	95.0	100.0	
							固定资产周转天数	46.1	98.1	95.0	67.6	66.5	71.2	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	11.44%	20.27%	-48.91%	-24.69%	-21.43%	-22.98%	
							EBIT利息保障倍数	14.5	19.4	-88.9	-33.0	-36.9	-40.7	
							资产负债率	66.42%	62.89%	28.43%	32.17%	34.13%	31.95%	

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	1	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

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。

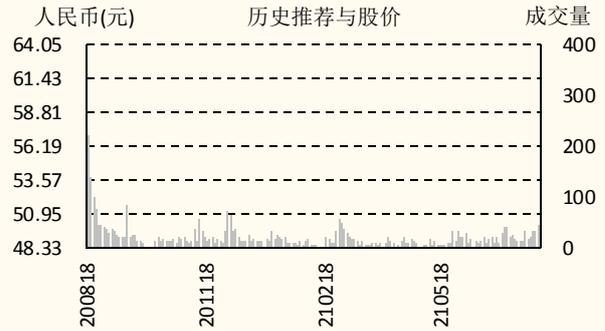
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-23	买入	43.65	68.00 ~ 68.00
2	2021-04-27	买入	31.94	N/A
3	2021-05-13	买入	28.65	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视为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