

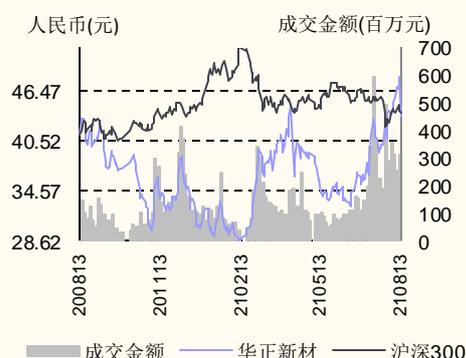
华正新材 (603186.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 43.27 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)	61.46
年内股价最高最低(元)	48.08/28.62
沪深 300 指数	4946
上证指数	3516



相关报告

- 1.《同比+259%，盈利提高+新产能投放=成长确定-华正新材 21...》，2021.4.20
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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

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

让利客户仍同比高增长，长期成长逻辑不变

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	228	319	419
归母净利润增长率	36.04%	22.60%	82.23%	39.90%	31.30%
摊薄每股收益(元)	0.790	0.882	1.606	2.247	2.951
每股经营性现金流净额	0.82	1.06	1.66	3.11	3.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.75%	8.61%	12.95%	17.90%	20.60%
P/E	48.33	36.96	26.94	19.25	14.66
P/B	6.65	3.18	3.49	3.45	3.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月12日公司公告 2021 年半年报，公告显示 21H1 实现营收 17.1 亿元 (同比+80%)，归母净利润 1.2 亿元 (同比+109%)，其中扣非归母净利润 1.1 亿元 (同比+143%)；毛利率和净利率分别达到 19.0% (同比-1.5pct) 和 7.1% (同比+1.0pct)。21Q2 实现营收 9.4 亿元 (同比+75%，环比+22%)，归母净利润 0.6 亿元 (同比+44%，环比-8%)，其中扣非归母净利润 0.5 亿元 (同比+70%，环比-12%)；21Q2 毛利率和净利率分别达到 17.6% (同比-5.5pct，环比-3.2pct) 和 6.2% (同比-1.4pct，环比-2.0pct)。

经营分析

- 单季度盈利下滑让利客户，长期逻辑不变。** 公司上半年实现同比高速增长主要源于高景气度带动稼动率高企和成本推动的单价上行，虽然公司二季度盈利能力相较一季度有较大幅度收窄，但原因主要在于公司为大客户分担了原材料成本，并且即使在没有增量产能的情况下公司 Q2 扣非归母净利润实现了同比近 70% 的成长，可见公司盈利韧性强。长期来看，战略性放弃短期溢价而与客户绑定长期合作关系将有利于公司长远发展，我们认为短期盈利承压不改公司长期成长逻辑。
- 高端 CCL 持续突破，加码铝塑膜打开空间。** 公司近几年专注于研发高端覆铜板产品 (高频\高速\HDI\类 BT 等)，重点客户认证和批量工作如期而有序进行 (高频材料已经在大客户实现批量供应)，扩产规划进展顺利 (青山湖二期 45 万张/月于 7 月投产，珠海 200 万张/月正在建设)。除了覆铜板之外，公司在新能源汽车用铝塑膜也在加大发力，不仅配置日本进口设备、引进日本技术、布局了干法和热法产线，同时投入 1.4 亿用于“年产 3600 万平方米锂电池封装用高性能铝塑膜项目”建设 (现有产能年产约 500 万平方米，产能扩张 7.2 倍)，未来在新能源汽车板块也将大有可为。

投资建议

- 考虑到主业覆铜板高端突破、铝塑膜规模扩张在即以及其它材料领域仍在大力发展，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 27 倍、19 倍和 15 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。

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	452	584	698
增长率		20.8%	12.7%	47.6%	30.0%	20.0%	应收款项	799	934	1,199	1,491	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	2,809	3,249	3,851
%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%	60.8%	61.1%	62.9%
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	1,490	1,704	1,861
销售费用	-77	-90	-57	-135	-175	-210	%总资产	33.8%	32.7%	27.9%	32.3%	32.1%	30.4%
%销售收入	4.6%	4.4%	2.5%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	115	165	226	280	326	370
管理费用	-58	-69	-88	-118	-153	-195	非流动资产	901	1,021	1,358	1,808	2,069	2,269
%销售收入	3.5%	3.4%	3.9%	3.5%	3.5%	3.7%	%总资产	41.7%	42.4%	39.2%	39.2%	38.9%	37.1%
研发费用	-84	-117	-112	-152	-197	-237	资产总计	2,163	2,411	3,467	4,617	5,317	6,120
%销售收入	5.0%	5.8%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%	短期借款	582	650	689	875	1,107	1,273
息税前利润 (EBIT)	93	128	163	294	422	537	应付款项	710	761	997	1,255	1,697	2,057
%销售收入	5.5%	6.3%	7.1%	8.7%	9.6%	10.2%	其他流动负债	58	63	89	108	142	173
财务费用	-27	-35	-46	-52	-67	-75	流动负债	1,350	1,474	1,775	2,239	2,946	3,503
%销售收入	1.6%	1.7%	2.0%	1.6%	1.5%	1.4%	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	459	420	422
公允价值变动收益	0	0	1	6	3	2	负债	1,470	1,658	2,001	2,845	3,523	4,074
投资收益	3	-1	7	0	0	0	普通股股东权益	683	743	1,455	1,762	1,783	2,035
%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	248	351	461	未分配利润	316	395	492	629	821	1,072
营业利润率	4.1%	5.2%	6.1%	7.3%	8.0%	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	4,617	5,317	6,120
税前利润	75	105	136	251	351	461	比率分析						
利润率	4.5%	5.2%	6.0%	7.4%	8.0%	8.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	0	-3	-10	-23	-32	-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	1.606	2.247	2.951
净利润	75	103	126	228	319	419	每股净资产	5.228	5.742	10.243	12.403	12.555	14.325
少数股东损益	0	0	1	0	0	0	每股经营现金净流	0.707	0.816	1.061	1.664	3.113	3.661
归属于母公司的净利润	75	102	125	228	319	419	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.643	0.899	1.180
净利率	4.5%	5.0%	5.5%	6.8%	7.3%	8.0%	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%	12.95%	17.90%	20.60%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	3.47%	4.24%	3.61%	4.94%	6.00%	6.85%
净利润	75	103	126	228	319	419	投入资本收益率	6.82%	8.03%	6.43%	8.32%	11.03%	12.55%
少数股东损益	0	0	1	0	0	0	增长率						
非现金支出	57	52	70	95	107	113	主营业务收入增长率	10.85%	20.76%	12.75%	47.63%	30.00%	20.00%
非经营收益	21	36	34	51	75	88	EBIT增长率	-25.82%	37.80%	26.93%	80.60%	43.58%	27.23%
营运资金变动	-61	-84	-79	-138	-59	-100	净利润增长率	-19.78%	36.04%	22.60%	82.23%	39.90%	31.30%
经营活动现金净流	92	106	151	236	442	520	总资产增长率	22.61%	11.49%	43.80%	33.18%	15.16%	15.09%
资本开支	-212	-170	-402	-537	-360	-310	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	130.0	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	-754	-137	-308	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	170	-170	0	固定资产周转天数	99.7	115.3	122.7	102.0	79.7	66.8
债权募资	86	146	70	568	202	158	偿债能力						
其他	-51	-125	-122	-149	-205	-256	净负债/股东权益	71.97%	80.83%	19.24%	43.88%	49.48%	45.53%
筹资活动现金净流	58	21	592	590	-173	-98	EBIT利息保障倍数	3.5	3.7	3.5	5.6	6.3	7.2
现金净流量	-32	-35	162	72	132	114	资产负债率	67.97%	68.78%	57.72%	61.61%	66.26%	66.57%

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	0	0	0	9
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	0.00	0.00	0.00	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。

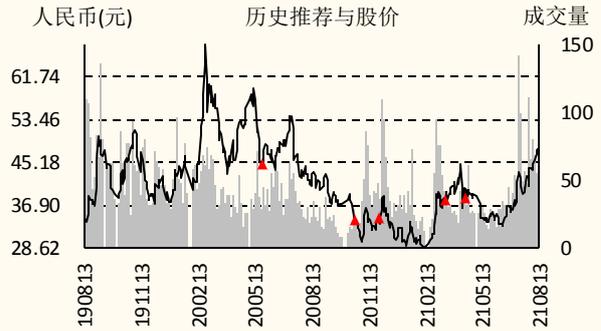
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-05-27	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
5	2021-04-20	买入	40.26	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。

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