

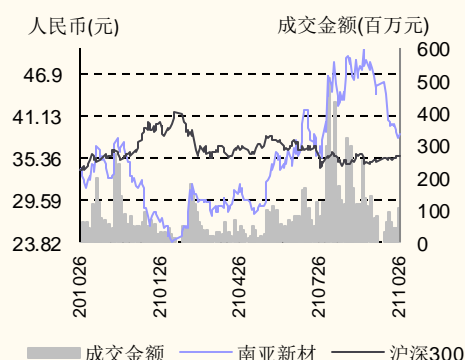
南亚新材 (688519.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 38.59 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.34
已上市流通 A 股(亿股)	0.83
总市值(亿元)	90.45
年内股价最高最低(元)	50.68/23.96
沪深 300 指数	4963
上证指数	3598


相关报告

- 1.《N6 开始投建, 加码高端显示迎机会-南亚新材公告点评》, 2021.8.25
- 2.《三年有效产能复合增 26%, 高端产品即将放量-南亚新材 2021...》, 2021.8.5
- 3.《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》, 2021.5.13
- 4.《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

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

单位毛利仍溢价, 量价利逻辑仍清晰
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	4,280	4,564	5,248
营业收入增长率	-4.34%	20.62%	101.82%	6.63%	15.00%
归母净利润(百万元)	151	136	423	588	739
归母净利润增长率	34.72%	-10.17%	211.68%	39.01%	25.67%
摊薄每股收益(元)	0.860	0.579	1.805	2.509	3.153
每股经营性现金流净额	0.66	-0.16	-1.15	3.68	3.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.52%	5.24%	14.25%	16.75%	17.59%
P/E	0.00	54.35	21.38	15.38	12.24
P/B	0.00	2.85	3.05	2.58	2.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月26日公司公告2021年三季报, 公告显示21Q1~Q3实现营收31.7亿元(同比+118%), 归母净利润3.2亿元(同比+259%), 其中扣非归母净利润3.0亿元(同比+302%); 毛利率和净利率分别达到18.4%(同比+2.9pct)和10.2%(同比+4.0pct)。21Q3实现营收11.7亿元(同比+116%, 环比+1%), 归母净利润1.0亿元(同比+348%, 环比-29%), 其中扣非归母净利润1.0亿元(同比+553%, 环比-29%); 21Q3毛利率和净利率分别达到16.8%(同比+3.6pct, 环比-2.9pct)和8.6%(同比+4.5pct, 环比-3.7pct)。

经营分析

- **单位毛利仍有溢价, 应对周期能力充分体现。**我们认为公司的盈利能力并没有毛利率显示得这么悲观, 根据毛利润和产能情况, 推估Q3单张毛利相对Q2下滑13.8%但相对Q1仍然上升4.6%, 这说明公司目前毛利率下滑主要因素来自单价太高, 而单张毛利因素在需求景气度明显弱于Q1的情况下仍然保持涨价溢价状态, 说明公司应对周期的能力较好, 如若此状态能够保持, 则在未来CCL行业周期下行时公司单张毛利有望率先走出周期阴霾。
- **积极扩产+高端产品放量, 利润成长有保证。**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

- 我们预计2021~2023年归母净利润为4.2亿元、5.9亿元、7.4亿元, 对应PE为21X\15X\12X, 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。

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	1,838	1,758	2,121	4,280	4,564	5,248	货币资金	131	102	753	845	977	1,150
增长率	-4.3%	20.6%	101.8%	6.6%	15.0%		应收账款	942	937	1,170	2,200	2,193	2,397
主营业务成本	-1,576	-1,434	-1,800	-3,510	-3,575	-4,019	存货	128	192	265	481	441	473
%销售收入	85.7%	81.5%	84.9%	82.0%	78.3%	76.6%	其他流动资产	16	35	750	166	165	160
毛利	262	325	320	770	989	1,230	流动资产	1,216	1,265	2,938	3,692	3,775	4,180
%销售收入	14.3%	18.5%	15.1%	18.0%	21.7%	23.4%	%总资产	76.0%	70.0%	81.1%	77.5%	70.9%	67.8%
营业税金及附加	-5	-7	-6	-9	-9	-10	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
销售费用	-45	-51	-52	-47	-50	-58	%总资产	17.8%	26.3%	16.8%	18.8%	24.8%	27.7%
%销售收入	2.4%	2.9%	2.5%	1.1%	1.1%	1.1%	无形资产	45	45	52	151	198	245
管理费用	-32	-33	-39	-73	-78	-89	非流动资产	384	543	685	1,074	1,548	1,981
%销售收入	1.7%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	%总资产	24.0%	30.0%	18.9%	22.5%	29.1%	32.2%
研发费用	-60	-67	-103	-175	-187	-220	资产总计	1,600	1,808	3,623	4,766	5,324	6,160
%销售收入	3.2%	3.8%	4.9%	4.1%	4.1%	4.2%	短期借款	176	220	96	355	215	163
息税前利润 (EBIT)	121	167	120	467	665	852	应付款项	540	626	674	1,050	1,217	1,423
%销售收入	6.6%	9.5%	5.7%	10.9%	14.6%	16.2%	其他流动负债	278	210	188	321	306	288
财务费用	-8	-9	1	9	13	21	流动负债	995	1,056	959	1,726	1,737	1,874
%销售收入	0.5%	0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	长期贷款	16	18	3	7	12	18
资产减值损失	2	5	5	-5	-8	-11	其他长期负债	52	64	68	64	64	66
公允价值变动收益	0	0	5	-4	0	0	负债	1,063	1,137	1,030	1,797	1,813	1,958
投资收益	0	1	1	25	12	1	普通股股东权益	537	671	2,593	2,969	3,510	4,203
%税前利润	0.4%	0.3%	0.7%	5.0%	1.7%	0.1%	其中：股本	176	176	234	234	234	234
营业利润	124	169	153	507	697	874	未分配利润	146	264	390	767	1,308	2,000
营业利润率	6.8%	9.6%	7.2%	11.8%	15.3%	16.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	1	0	-3	-5	-4	负债股东权益合计	1,600	1,808	3,623	4,766	5,324	6,160
税前利润	125	169	153	504	692	870							
利润率	6.8%	9.6%	7.2%	11.8%	15.2%	16.6%							
所得税	-13	-18	-17	-81	-104	-130							
所得税率	10.2%	10.8%	11.3%	16.0%	15.0%	15.0%							
净利润	112	151	136	423	588	739							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	112	151	136	423	588	739							
净利率	6.1%	8.6%	6.4%	9.9%	12.9%	14.1%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	112	151	136	423	588	739	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.638	0.860	0.579	1.805	2.509	3.153
非现金支出	25	28	49	65	76	99	每股净资产	3.055	3.817	11.062	12.667	14.976	17.929
非经营收益	2	6	1	-13	-2	4	每股经营现金净流	1.136	0.659	-0.163	-1.155	3.680	3.405
营运资金变动	60	-69	-224	-745	200	-43	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200
经营活动现金净流	200	116	-38	-271	863	798	回报率						
资本开支	-121	-152	-214	-457	-555	-534	净资产收益率	20.88%	22.52%	5.24%	14.25%	16.75%	17.59%
投资	0	0	-710	587	0	0	总资产收益率	7.01%	8.36%	3.75%	8.88%	11.05%	12.00%
其他	-1	1	-190	25	12	1	投入资本收益率	14.83%	16.39%	3.95%	11.76%	15.12%	16.52%
投资活动现金净流	-122	-151	-1,113	155	-543	-534	增长率						
股权募资	0	0	1,803	0	0	0	主营业务收入增长率	12.18%	-4.34%	20.62%	101.82%	6.63%	15.00%
债权募资	-90	45	-148	262	-135	-44	EBIT增长率	2.04%	38.54%	-28.20%	288.64%	42.53%	28.10%
其他	-7	-28	-32	-55	-53	-48	净利润增长率	35.14%	34.72%	-10.17%	211.68%	39.01%	25.67%
筹资活动现金净流	-97	18	1,623	207	-188	-92	总资产增长率	16.37%	13.03%	100.35%	31.55%	11.70%	15.72%
现金净流量	-19	-18	471	92	132	173	资产管理能力						
							应收账款周转天数	122.3	140.9	138.6	140.0	135.0	130.0
							存货周转天数	32.1	40.8	46.4	50.0	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	59.7	66.5	71.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	11.44%	20.27%	-48.91%	-17.05%	-22.03%	-23.60%
							EBIT利息保障倍数	14.5	19.4	-88.9	-53.6	-52.4	-40.6
							资产负债率	66.42%	62.89%	28.43%	37.70%	34.06%	31.78%

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	2	5	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	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
4	2021-08-05	买入	46.62	N/A
5	2021-08-25	买入	43.40	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