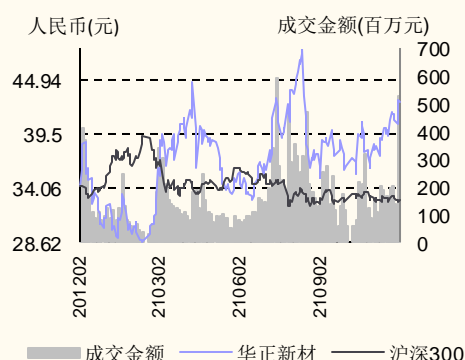


市场价格 (人民币): 42.62 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.42
已上市流通 A 股(亿股)	1.41
总市值(亿元)	60.53
年内股价最高最低(元)	48.08/28.62
沪深 300 指数	4844
上证指数	3577



蜂窝板资产整合有利发展，材料平台逐渐形成

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	3,281	4,380	5,323
营业收入增长率	20.76%	12.75%	43.65%	33.50%	21.52%
归母净利润(百万元)	102	125	266	355	509
归母净利润增长率	36.04%	22.60%	112.44%	33.29%	43.51%
摊薄每股收益(元)	0.790	0.882	1.873	2.497	3.583
每股经营性现金流净额	0.82	1.06	-0.62	5.79	4.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.75%	8.61%	16.48%	19.40%	23.86%
P/E	48.33	36.96	22.76	17.07	11.90
P/B	6.65	3.18	3.75	3.31	2.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 12月1日晚公告, 根据公司战略规划及业务发展需求, 为提升拓展交通物流用复合材料业务, 公司拟以自有资金 3,000 万元人民币投资设立全资子公司浙江华聚复合材料有限公司, 注册资本为 3,000 万元人民币。

经营分析

- 资产整合有利于业务发展。** 公司交通物流用复合材料主要指热塑性蜂窝材料, 这是一种新型的车身材料, 用于替代钢板、胶合板等传统材料。公司以往生产交通物流用复合材料的产能主要分布在杭州华聚(公司本部)、扬州麦斯通、中骥汽车, 相对比较分散, 现公司在青山湖设立全资子公司浙江华聚, 有望整合生产能力, 利于管控和未来发展。
- 多材料布局, 平台逐渐形成。** 公司业务分为 5 部分, 即覆铜板、导热材料、交通物流用复合材料、绝缘材料、铝塑膜, 这几类材料都是基于复合材料配方能力、薄层技术等基础技术拓展而来, 在多年的布局中公司逐渐形成了多元化的材料平台。根据公司未来发展计划, 我们认为公司在不同产品的战略思路不一, 覆铜板、铝塑膜是以高端突破为主, 导热材料、交通物流用复合材料是以扩张份额为主, 绝缘材料主要通过配合优质客户以储备资源为主, 基于此, 公司多类业务多层次布局, 思路清晰, 未来空间延展性值得期待。
- 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

- 我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 2.66 亿元、3.55 亿元和 5.09 亿元, 对应估值为 23 倍、17 倍和 12 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

- 《非经常性利润可持续, 新材料布局可期-华正新材 2021 年三季报...》, 2021.10.22
- 《CCL 扩产 221%+产品升级, 铝塑膜扩产迎扩容-华正新材深度...》, 2021.9.2
- 《让利客户仍同比高增长, 长期成长逻辑不变-华正新材 2021 年半...》, 2021.8.14
- 《同比+259%, 盈利提高+新产能投放=成长确定-华正新材 21...》, 2021.4.20
- 《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

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	3,281	4,380	5,323	货币资金	167	173	380	440	569	693
增长率		20.8%	12.7%	43.6%	33.5%	21.5%	应收账款	799	934	1,199	1,813	1,895	2,291
主营业务成本	-1,357	-1,611	-1,852	-2,658	-3,417	-4,099	存货	227	238	279	375	491	600
%销售收入	80.9%	79.5%	81.1%	81.0%	78.0%	77.0%	其他流动资产	69	45	251	130	108	125
毛利	321	414	432	623	964	1,223	流动资产	1,262	1,390	2,109	2,759	3,063	3,709
%销售收入	19.1%	20.5%	18.9%	19.0%	22.0%	23.0%	%总资产	58.3%	57.6%	60.8%	56.8%	56.7%	59.6%
营业税金及附加	-8	-10	-11	-10	-13	-16	长期投资	16	8	9	12	12	12
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	731	788	966	1,779	1,974	2,110
销售费用	-77	-90	-57	-82	-110	-133	%总资产	33.8%	32.7%	27.9%	36.6%	36.5%	33.9%
%销售收入	4.6%	4.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	115	165	226	280	326	370
管理费用	-58	-69	-88	-112	-153	-202	非流动资产	901	1,021	1,358	2,098	2,338	2,519
%销售收入	3.5%	3.4%	3.9%	3.4%	3.5%	3.8%	%总资产	41.7%	42.4%	39.2%	43.2%	43.3%	40.4%
研发费用	-84	-117	-112	-144	-193	-255	资产总计	2,163	2,411	3,467	4,856	5,401	6,228
%销售收入	5.0%	5.8%	4.9%	4.4%	4.4%	4.8%	短期借款	582	650	689	1,661	1,549	1,661
息税前利润 (EBIT)	93	128	163	276	495	617	应付款项	710	761	997	1,254	1,697	2,078
%销售收入	5.5%	6.3%	7.1%	8.4%	11.3%	11.6%	其他流动负债	58	63	89	109	137	171
财务费用	-27	-35	-46	-69	-92	-99	流动负债	1,350	1,474	1,775	3,024	3,384	3,911
%销售收入	1.6%	1.7%	2.0%	2.1%	2.1%	1.9%	长期贷款	84	132	165	147	157	149
资产减值损失	-18	6	7	54	-59	-1	其他长期负债	36	53	61	59	20	22
公允价值变动收益	0	0	1	6	9	11	负债	1,470	1,658	2,001	3,230	3,561	4,082
投资收益	3	-1	7	10	14	3	普通股股东权益	683	743	1,455	1,615	1,827	2,133
%税前利润	4.3%	n.a	5.0%	3.4%	3.6%	0.5%	其中：股本	131	129	142	142	142	142
营业利润	69	106	139	277	367	531	未分配利润	316	395	492	652	865	1,170
营业利润率	4.1%	5.2%	6.1%	8.4%	8.4%	10.0%	少数股东权益	10	10	11	12	13	13
营业外收支	6	0	-3	15	17	19	负债股东权益合计	2,163	2,411	3,467	4,856	5,401	6,228
税前利润	75	105	136	292	384	550	比率分析						
利润率	4.5%	5.2%	6.0%	8.9%	8.8%	10.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	0	-3	-10	-25	-29	-40	每股指标						
所得税率	-0.3%	2.7%	7.4%	8.5%	7.5%	7.3%	每股收益	0.575	0.790	0.882	1.873	2.497	3.583
净利润	75	103	126	267	355	510	每股净资产	5.228	5.742	10.243	11.368	12.866	15.015
少数股东损益	0	0	1	1	1	1	每股经营现金净流	0.707	0.816	1.061	-0.620	5.795	4.162
归属于母公司的净利润	75	102	125	266	355	509	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.749	0.998	1.433
净利率	4.5%	5.0%	5.5%	8.1%	8.1%	9.6%	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%	16.48%	19.40%	23.86%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	3.47%	4.24%	3.61%	5.48%	6.56%	8.17%
净利润	75	103	126	267	355	510	投入资本收益率	6.82%	8.03%	6.43%	7.30%	12.84%	14.37%
少数股东损益	0	0	1	1	1	1	增长率						
非现金支出	57	52	70	44	178	131	主营业务收入增长率	10.85%	20.76%	12.75%	43.65%	33.50%	21.52%
非经营收益	21	36	34	39	51	60	EBIT增长率	-25.82%	37.80%	26.93%	69.48%	79.59%	24.58%
营运资金变动	-61	-84	-79	-438	238	-109	净利润增长率	-19.78%	36.04%	22.60%	112.44%	33.29%	43.51%
经营活动现金净流	92	106	151	-88	823	591	总资产增长率	22.61%	11.49%	43.80%	40.07%	11.21%	15.31%
资本开支	-212	-170	-402	-825	-343	-291	资产管理能力						
投资	25	15	0	183	9	11	应收账款周转天数	131.6	129.7	132.0	160.0	130.0	132.0
其他	4	-6	-179	10	14	3	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	-632	-320	-277	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	0	0	0	固定资产周转天数	99.7	115.3	122.7	131.4	98.0	79.7
债权募资	86	146	70	954	-142	103	偿债能力						
其他	-51	-125	-122	-174	-232	-294	净负债/股东权益	71.97%	80.83%	19.24%	83.40%	61.16%	51.51%
筹资活动现金净流	58	21	592	780	-374	-191	EBIT利息保障倍数	3.5	3.7	3.5	4.0	5.4	6.2
现金净流量	-32	-35	162	60	129	123	资产负债率	67.97%	68.78%	57.72%	66.51%	65.94%	65.54%

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	1	3	5
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	2020-05-27	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
6	2021-08-14	买入	43.27	N/A
7	2021-09-02	买入	35.18	50.92 ~ 76.73
8	2021-10-22	买入	39.56	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