

南亚新材 (688519.SH)

覆铜板价格回落，中长期着眼于长期产品组合优化

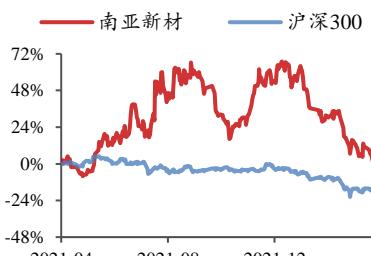
2022 年 04 月 18 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/18
当前股价(元)	28.38
一年最高最低(元)	53.27/27.00
总市值(亿元)	66.52
流通市值(亿元)	24.15
总股本(亿股)	2.34
流通股本(亿股)	0.85
近3个月换手率(%)	66.87

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-覆铜板价格回落，内生优化与产品升级蓄力》 -
2022.2.22

《公司信息更新报告-2021Q3 成本扰动毛利率环比下滑，待高端类放量》 -
2021.10.28

《公司信息更新报告-江西新厂效率优势突出，投产面向高端显示应用》 -
2021.8.24

刘翔（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

林承瑜（分析师）

linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790521090001

● 公司发布 2021 年报及 2022Q1 季报，新厂效率优势凸显，维持“买入”评级

公司发布 2021 年年报实现营业收入 42.1 亿元，YoY+98.4%，归母净利润 4.0 亿元，YoY+194.2%，扣非归母净利润 3.6 亿元。同时，公司公告 2022Q1 季报，实现营业收入 9.5 亿元，YoY+14.3%，归母净利润 7100.3 万元，YoY-8.0%。考虑到覆铜板价格回落，我们下调此前盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 4.4/5.6（前值为 4.9/6.3）/7.2 亿元，EPS 为 1.87/2.39（前值为 2.11/2.68）/3.05 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 15.2/11.9/9.3 倍，公司扩产与产品升级支撑稳健成长，高速覆铜板取得突破性进展，新厂投建有利于运营效率提升、制费成本下降，维持“买入”评级。

● 2022Q1 覆铜板价格持续回落，展望 2022 年全年以调整产品结构为主

2021 年公司覆铜板业务实现大幅扩张，原材料上涨及行业景气双重推动覆铜板产品提价并增厚盈利。江西 N4 工厂投产，推动公司 2021 年全年销售覆铜板 2275.7 万张，YoY+37.2%，覆铜板平均单价实现 144.9 元/张，YoY+44.1%，单张毛利额达到 33 元/张，粘结片实现平均单价 15.8 元/米，YoY+22.5%，每米毛利额达到 12 元。受覆铜板降价影响，公司 2022Q1 毛利率 14.6%，环比 2021Q4 的 16.3% 回落 1.7 pct。展望 2022 年全年，公司以调整产品结构为主，高频高速覆铜板受到基站与服务器订单提振，全年占比有望攀升；车载类产品绝对值增长较快。

● 效率优势与技术能力是下一阶段焦点，公司不断优化生产成本与产品组合

FR-4 为主的产品价格高点已过，中长期仍应聚焦于各厂商之间的效率优势与高阶产品能力。公司江西 N6 工厂持续扩建，有望推动成本下行。此外，公司积极储备高端覆铜板产品，2021 年全年研发费用率达到 5.2%，YoY+0.37pct。覆铜板国产替代已进入新阶段，公司迭代升级自身技术，逐步形成了无铅、无卤、高频高速、车载、高导热、IC 封装等一系列核心配方技术，有望受益于行业发展。

● 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

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,121	4,207	5,504	7,741	9,572
YoY(%)	20.6	98.4	30.8	40.6	23.7
归母净利润(百万元)	136	399	438	560	715
YoY(%)	-10.2	194.1	9.7	27.9	27.6
毛利率(%)	15.1	17.9	17.9	17.8	18.3
净利率(%)	6.4	9.5	8.0	7.2	7.5
ROE(%)	5.2	13.8	13.4	14.7	15.9
EPS(摊薄/元)	0.58	1.70	1.87	2.39	3.05
P/E(倍)	49.0	16.7	15.2	11.9	9.3
P/B(倍)	2.6	2.3	2.0	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2938	3894	5356	8308	8582	营业收入	2121	4207	5504	7741	9572
现金	753	533	1978	2781	3439	营业成本	1800	3455	4521	6360	7816
应收票据及应收账款	1137	2249	2181	4050	3655	营业税金及附加	6	9	14	20	25
其他应收款	4	1	5	3	7	营业费用	52	46	83	116	144
预付账款	10	10	17	21	26	管理费用	39	73	97	136	168
存货	265	395	469	747	747	研发费用	103	220	292	410	507
其他流动资产	768	706	706	706	706	财务费用	-1	-7	19	81	118
非流动资产	685	1168	1397	1829	2156	资产减值损失	-3	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	30	30	0	0	0
固定资产	552	628	899	1334	1673	公允价值变动收益	5	-2	1	1	1
无形资产	51	52	55	56	57	投资净收益	1	20	20	20	20
其他非流动资产	81	488	443	439	427	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	3623	5062	6753	10137	10738	营业利润	153	455	500	639	816
流动负债	959	1969	3274	6117	6035	营业外收入	2	0	0	0	0
短期借款	88	300	1565	3441	3526	营业外支出	2	1	1	1	1
应付票据及应付账款	615	1132	1154	2062	1890	利润总额	153	455	499	638	815
其他流动负债	256	536	555	613	619	所得税	17	56	61	78	100
非流动负债	71	200	206	213	214	净利润	136	399	438	560	715
长期借款	3	0	7	13	15	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	68	200	200	200	200	归母净利润	136	399	438	560	715
负债合计	1030	2168	3480	6330	6249	EBITDA	188	522	582	816	1069
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.58	1.70	1.87	2.39	3.05
股本	234	234	234	234	234	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1927	1940	1940	1940	1940	成长能力					
留存收益	431	784	1071	1438	1906	营业收入(%)	20.6	98.4	30.8	40.6	23.7
归属母公司股东权益	2593	2894	3273	3807	4489	营业利润(%)	-9.5	198.0	9.8	27.9	27.6
负债和股东权益	3623	5062	6753	10137	10738	归属于母公司净利润(%)	-10.2	194.1	9.7	27.9	27.6
						盈利能力					
						毛利率(%)	15.1	17.9	17.9	17.8	18.3
						净利率(%)	6.4	9.5	8.0	7.2	7.5
						ROE(%)	5.2	13.8	13.4	14.7	15.9
						ROIC(%)	4.4	11.8	9.0	8.5	9.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.4	42.8	51.5	62.4	58.2
						净负债比率(%)	-22.7	-1.2	-6.4	22.9	6.7
						流动比率	3.1	2.0	1.6	1.4	1.4
						速动比率	2.6	1.7	1.5	1.2	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
						应收账款周转率	2.1	2.5	2.5	2.5	2.5
						应付账款周转率	3.1	4.0	4.0	4.0	4.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.58	1.70	1.87	2.39	3.05
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	0.21	2.23	-1.99	4.97
						每股净资产(最新摊薄)	11.06	12.35	13.96	16.24	19.15
						估值比率					
						P/E	49.0	16.7	15.2	11.9	9.3
						P/B	2.6	2.3	2.0	1.7	1.5
						EV/EBITDA	29.0	11.5	10.0	8.5	5.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

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形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