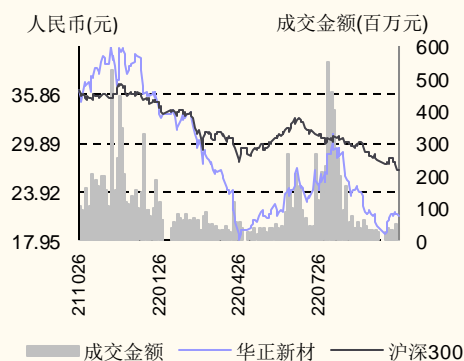


市场价格 (人民币): 21.04 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.42
已上市流通 A 股(亿股)	1.42
总市值(亿元)	29.88
年内股价最高最低(元)	41.76/17.95
沪深 300 指数	3627
上证指数	2976



相关报告

1.《蜂窝板资产整合有利发展,材料平台逐渐形成-华正新材公告点评》, 2021.12.2

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

利润受挤压, 静待指标反转

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,284	3,620	3,281	4,380	5,323
营业收入增长率	12.75%	58.47%	-9.36%	33.50%	21.52%
归母净利润(百万元)	125	238	70	132	269
归母净利润增长率	22.60%	90.24%	-70.78%	89.02%	104.29%
摊薄每股收益(元)	0.882	1.677	0.490	0.926	1.893
每股经营性现金流净额	1.16	1.94	3.86	1.50	1.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.61%	14.36%	4.07%	7.35%	13.77%
P/E	36.96	24.91	42.93	22.71	11.12
P/B	3.18	3.58	1.75	1.67	1.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022年10月25日,公司公告称2022年前三季度实现营收23.78亿元,同比-11.23%;实现归母净利润0.61亿元,同比-72.06%;实现扣非归母净利润0.47亿元,同比-70.25%。22Q3实现营收7.80亿元,同比-19.58%,环比2.42%;实现归母净利润-0.09亿元,同比-109.16%,环比-122.65%;实现扣非归母净利润-0.09亿元,同比-120.64%,环比-129.04%。

经营分析

- 需求边际弱化, 利润受上下游挤压。**公司三季度利润出现亏损主要源于毛利率大幅下降,公司22Q3单季度毛利率11.23%,同比下滑4.81pct,环比下滑4.16pct,毛利率水平恶化至上市以来最差水平。究其原因,主要在于需求边际恶化后公司为了保证产能稼动率而进行较为激进的降价策略,单价降幅大于上游原材料单价降幅最终造成毛利率大幅下滑的结果,可以说在当前需求下行的艰难时刻,覆铜板环节利润受到上下游双重挤压。
- 行业加速出清有利于龙头厂商, 静待指标反转。**从历史上看,行业整体周期下行期间一般会维持6~12个月,该轮下行周期从21Q3至22Q3已经运行12个月,当前应当高度关注龙头厂商反转机会,其反转逻辑在于:1)上游原材料标准化程度更高、需求恶化程度也就更高,这会使得某一个时点出现上游降价幅度大于覆铜板降价幅度,则覆铜板厂商将迎来单张毛利反转;2)行业整体承压会使得更小规模的竞争者被市场出清,加速行业反转的到来,而龙头厂商将更有机会率先反转,基于此,我们认为要抓住公司拐点机会,应当静待公司毛利率指标反转,预计22Q4有望出现指标改善。
- 高端 CCL 持续突破, 加码铝塑膜打开空间。**虽然公司当前在下行周期中承压严重,但从稳定的费用率可以看到公司仍然在坚持高端产品研发,其中高频材料已经在大客户实现批量供应,IC载板研发持续进行。除了覆铜板之外,公司“年产3600万平方米锂电池封装用高性能铝塑膜项目”已经在今年8月投产,有望打开成长空间。

投资建议

- 基于市场需求恶化程度超出预期导致前期所估盈利能力偏高,我们下调公司2022~2024年归母净利润预测为0.70(下调70%)\1.32(下调63%)\2.69亿元,对应PE估值为43X\23X\11X,对应EPS为0.49\0.93\1.89元/股,继续维持“买入”评级。

风险提示

- 需求不及预期; 产品价格下滑; 产能投产不及预期; 竞争加剧。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,026	2,284	3,620	3,281	4,380	5,323	货币资金	173	380	448	707	815	976
增长率		12.7%	58.5%	-9.4%	33.5%	21.5%	应收款项	934	1,199	1,742	1,478	1,973	2,324
主营业务成本	-1,611	-1,852	-3,022	-2,827	-3,709	-4,404	存货	238	279	407	406	522	585
%销售收入	79.5%	81.1%	83.5%	86.2%	84.7%	82.7%	其他流动资产	45	251	118	43	58	66
毛利	414	432	598	454	671	919	流动资产	1,390	2,109	2,715	2,634	3,369	3,952
%销售收入	20.5%	18.9%	16.5%	13.9%	15.3%	17.3%	%总资产	57.6%	60.8%	53.3%	48.9%	53.2%	56.0%
营业税金及附加	-10	-11	-10	-11	-13	-16	长期投资	8	9	9	4	4	4
%销售收入	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	固定资产	788	966	1,887	2,466	2,629	2,734
销售费用	-90	-57	-78	-80	-110	-133	%总资产	32.7%	27.9%	37.0%	45.8%	41.5%	38.7%
%销售收入	4.4%	2.5%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	165	226	236	282	328	371
管理费用	-69	-88	-102	-108	-145	-176	非流动资产	1,021	1,358	2,383	2,752	2,961	3,109
%销售收入	3.4%	3.9%	2.8%	3.3%	3.3%	3.3%	%总资产	42.4%	39.2%	46.7%	51.1%	46.8%	44.0%
研发费用	-117	-112	-146	-174	-241	-293	资产总计	2,411	3,467	5,098	5,386	6,329	7,061
%销售收入	5.8%	4.9%	4.0%	5.3%	5.5%	5.5%	短期借款	650	689	1,068	872	1,218	1,610
息税前利润 (EBIT)	128	163	261	80	163	301	应付款项	750	997	1,680	1,639	2,090	2,202
%销售收入	6.3%	7.1%	7.2%	2.5%	3.7%	5.7%	其他流动负债	74	89	90	51	68	86
财务费用	-35	-46	-59	-24	-45	-49	流动负债	1,474	1,775	2,838	2,563	3,377	3,897
%销售收入	1.7%	2.0%	1.6%	0.7%	1.0%	0.9%	长期贷款	132	165	501	551	601	651
资产减值损失	-13	-14	28	-13	-4	-2	其他长期负债	53	61	88	550	550	550
公允价值变动收益	0	1	0	-6	0	0	负债	1,658	2,001	3,427	3,663	4,528	5,098
投资收益	-1	7	6	-5	2	5	普通股股东权益	743	1,455	1,659	1,711	1,790	1,952
%税前利润	n.a	5.0%	2.4%	n.a	1.4%	1.7%	其中：股本	129	142	142	142	142	142
营业利润	106	139	263	73	139	284	未分配利润	395	492	676	718	797	958
营业利润率	5.2%	6.1%	7.3%	2.2%	3.2%	5.3%	少数股东权益	10	11	11	11	11	11
营业外收支	0	-3	-1	3	3	6	负债股东权益合计	2,411	3,467	5,098	5,386	6,329	7,061
税前利润	105	136	261	76	142	290	比率分析						
利润率	5.2%	6.0%	7.2%	2.3%	3.2%	5.4%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-3	-10	-21	-6	-11	-21	每股指标						
所得税率	2.7%	7.4%	8.1%	8.5%	7.5%	7.3%	每股收益	0.790	0.882	1.677	0.490	0.926	1.893
净利润	103	126	240	70	132	269	每股净资产	5.742	10.243	11.683	12.050	12.606	13.742
少数股东损益	0	1	2	0	0	0	每股经营现金净流	0.969	1.162	1.940	3.858	1.497	1.642
归属于母公司的净利润	102	125	238	70	132	269	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.196	0.371	0.757
净利率	5.0%	5.5%	6.6%	2.1%	3.0%	5.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.75%	8.61%	14.36%	4.07%	7.35%	13.77%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	4.24%	3.61%	4.67%	1.29%	2.08%	3.81%
净利润	103	126	240	70	132	269	投入资本收益率	8.03%	6.43%	7.35%	1.99%	3.61%	5.85%
少数股东损益	0	1	2	0	0	0	增长率						
非现金支出	71	84	58	145	155	164	主营业务收入增长率	20.76%	12.75%	58.47%	-9.36%	33.50%	21.52%
非经营收益	36	34	45	87	88	96	EBIT增长率	37.80%	26.93%	60.52%	-69.20%	102.71%	84.89%
营运资金变动	-84	-79	-67	247	-162	-296	净利润增长率	36.04%	22.60%	90.24%	-70.78%	89.02%	104.29%
经营活动现金净流	125	165	275	548	213	233	总资产增长率	11.49%	43.80%	47.02%	5.66%	17.51%	11.56%
资本开支	-170	-402	-1,128	-532	-357	-304	资产管理能力						
投资	15	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	129.7	132.0	113.2	135.0	135.0	130.0
其他	-6	-179	197	-5	2	5	存货周转天数	52.6	50.9	41.4	54.0	53.0	50.0
投资活动现金净流	-161	-581	-931	-537	-355	-299	应付账款周转天数	77.6	81.4	68.8	96.0	90.0	85.0
股权募资	0	644	0	10	0	0	固定资产周转天数	115.3	122.7	117.5	171.8	125.6	100.3
债权募资	146	70	671	340	396	442	偿债能力						
其他	-125	-118	-10	-103	-146	-215	净负债/股东权益	80.83%	19.24%	67.04%	73.46%	86.21%	93.43%
筹资活动现金净流	21	597	661	248	250	227	EBIT利息保障倍数	3.7	3.5	4.4	3.3	3.6	6.2
现金净流量	-15	177	3	259	108	161	资产负债率	68.78%	57.72%	67.22%	68.01%	71.53%	72.20%

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	0
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	0.00

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	2020-12-02	买入	34.03	N/A
2	2021-03-16	买入	38.34	N/A
3	2021-04-20	买入	40.26	N/A
4	2021-08-14	买入	43.27	N/A
5	2021-09-02	买入	35.18	50.92 ~ 76.73
6	2021-10-22	买入	39.56	N/A
7	2021-12-02	买入	42.62	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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