

电子组

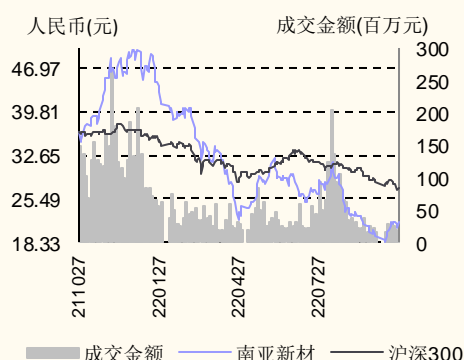
南亚新材 (688519.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.35
已上市流通 A 股(亿股)	0.92
总市值(亿元)	50.71
年内股价最高最低(元)	50.86/18.60
沪深 300 指数	3657
上证指数	3000



相关报告

- 1.《产能释放符合预期，高端产品加码助力未来-南亚新材扩展进展+高...》，2021.12.28
- 2.《为子公司提供担保，快速成长通道即将打开-南亚新材公告点评》，2021.12.18
- 3.《回购彰显信心，无需过多担心周期问题-南亚新材回购公告点评》，2021.12.1

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

周期降价叠加扩产费用拖累，静待周期过去

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,121	4,207	3,530	4,589	5,644
营业收入增长率	20.62%	98.39%	-16.09%	30.00%	23.00%
归母净利润(百万元)	136	399	47	115	333
归母净利润增长率	-10.17%	194.15%	-88.23%	145.49%	188.74%
摊薄每股收益(元)	0.579	1.704	0.200	0.492	1.419
每股经营性现金流净额	-0.13	0.21	0.62	-0.18	1.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.24%	13.80%	1.69%	3.89%	10.71%
P/E	54.35	29.59	107.88	43.95	15.22
P/B	2.85	4.08	1.83	1.71	1.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 10 月 26 日，公司公告称 2022 年前三季度实现营收 27.50 亿元，同比-13.12%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比-83.18%；实现扣非归母净利润 0.17 亿元，同比-94.46%。22Q3 实现营收 8.73 亿元，同比-25.53%，环比-5.73%；实现归母净利润-0.29 亿元，同比-128.52%，环比-342.48%；实现扣非归母净利润-0.37 亿元，同比-138.52%，环比-570.23%。

经营分析

- **周期降价+扩产费用拖累导致利润受挤压，静待基本面拐点。**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 2.99%，同比下滑 13.83pct，环比下滑 6.10pct，毛利率下降至接近亏损程度。究其原因，主要在于需求边际恶化后价格下调，同时公司江西 N5 厂投产、N6 厂建设带来费用拖累，基本面承压严重。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，公司是国内覆铜板厂商规模排名第三的厂商，虽然短期利润承压，但相较小厂商在客户、资本、材料等资源方面都更有优势，有望等待行业出清后迎来反转，我们认为应当密切关注公司毛利率变化情况，以判断基本面拐点。
- **IC 载板建厂在即，高端化价升路径清晰。**虽然现在面临短期周期压力，但公司一直坚持高端化布局以求打开成长空间，其高速产品是陆资最早全系列通过华为认证的产品序列。与此同时，公司今年正式公告“年产 120 万平方米 IC 载板材料智能工厂建设项目”，主要聚焦于 BT 载板材料，这一类产品目前主要被日韩系厂商垄断，存在较大的国产替代空间，公司正在积极研发和配合客户进行试验，建厂后有望放量。公司研发布局深远，未来高端产品占比提升将优化公司产品结构，价升逻辑清晰。

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 0.47 (下调 91%) \1.15 (下调 85%) \3.33 亿元，对应 PE 估值为 108X\44X\15X，对应 EPS 为 0.20\0.49\1.42 元，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；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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,758	2,121	4,207	3,530	4,589	5,644
增长率		20.6%	98.4%	-16.1%	30.0%	23.0%
主营业务成本	-1,434	-1,800	-3,455	-3,212	-4,084	-4,798
%销售收入	81.5%	84.9%	82.1%	91.0%	89.0%	85.0%
毛利	325	320	753	318	505	847
%销售收入	18.5%	15.1%	17.9%	9.0%	11.0%	15.0%
营业税金及附加	-7	-6	-9	-11	-14	-17
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-51	-52	-46	-39	-46	-56
%销售收入	2.9%	2.5%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
管理费用	-33	-39	-73	-64	-69	-85
%销售收入	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	1.5%	1.5%
研发费用	-67	-103	-220	-244	-275	-339
%销售收入	3.8%	4.9%	5.2%	6.9%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	167	120	404	-39	101	350
%销售收入	9.5%	5.7%	9.6%	n.a	2.2%	6.2%
财务费用	-9	1	7	1	-3	-8
%销售收入	0.5%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-5	-5	-5	-1	-1	0
公允价值变动收益	0	5	-2	-5	0	0
投资收益	1	1	20	8	6	5
%税前利润	0.3%	0.7%	4.5%	49.2%	4.4%	1.3%
营业利润	169	153	455	16	136	392
营业利润率	9.6%	7.2%	10.8%	0.5%	3.0%	6.9%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	169	153	455	16	136	392
利润率	9.6%	7.2%	10.8%	0.5%	3.0%	6.9%
所得税	-18	-17	-56	31	-20	-59
所得税率	10.8%	11.3%	12.3%	-189.0%	15.0%	15.0%
净利润	151	136	399	47	115	333
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	151	136	399	47	115	333
净利率	8.6%	6.4%	9.5%	1.3%	2.5%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	151	136	399	47	115	333
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	35	56	73	239	134	164
非经营收益	6	1	-44	-36	13	22
营运资金变动	-69	-224	-380	-103	-307	-217
经营活动现金净流	123	-31	49	146	-44	303
资本开支	-152	-214	-510	-590	-412	-315
投资	0	-710	110	420	0	0
其他	1	-190	172	8	6	5
投资活动现金净流	-151	-1,113	-229	-162	-406	-310
股权募资	0	1,803	0	13	256	0
债权募资	45	-148	201	486	274	299
其他	-28	-36	-100	-188	-204	-212
筹资活动现金净流	18	1,619	101	311	327	87
现金净流量	-10	479	-78	295	-123	80

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	102	753	533	825	700	779
应收款项	937	1,170	2,323	2,007	2,386	2,688
存货	192	265	395	421	501	523
其他流动资产	35	750	643	94	148	225
流动资产	1,265	2,938	3,894	3,347	3,735	4,214
%总资产	70.0%	81.1%	76.9%	68.2%	67.0%	67.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	476	610	1,014	1,381	1,651	1,792
%总资产	26.3%	16.8%	20.0%	28.1%	29.6%	28.9%
无形资产	45	52	53	60	69	80
非流动资产	543	685	1,168	1,563	1,841	1,992
%总资产	30.0%	18.9%	23.1%	31.8%	33.0%	32.1%
资产总计	1,808	3,623	5,062	4,910	5,576	6,207
短期借款	220	96	304	475	750	1,049
应付款项	626	674	1,217	1,113	1,279	1,437
其他流动负债	210	188	449	37	78	104
流动负债	1,056	959	1,969	1,625	2,107	2,591
长期贷款	18	3	0	0	0	0
其他长期负债	64	68	200	507	505	504
负债	1,137	1,030	2,168	2,132	2,612	3,095
普通股股东权益	671	2,593	2,894	2,778	2,964	3,112
其中：股本	176	234	234	235	247	247
未分配利润	264	390	726	596	527	675
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,808	3,623	5,062	4,910	5,576	6,207

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.860	0.579	1.704	0.200	0.492	1.419
每股净资产	3.817	11.062	12.346	11.833	12.627	13.257
每股经营现金净流	0.700	-0.131	0.207	0.624	-0.178	1.226
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.750	0.750	0.750
回报率						
净资产收益率	22.52%	5.24%	13.80%	1.69%	3.89%	10.71%
总资产收益率	8.36%	3.75%	7.89%	0.96%	2.07%	5.37%
投入资本收益率	16.39%	3.95%	11.07%	-3.45%	2.31%	7.15%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.34%	20.62%	98.39%	-16.09%	30.00%	23.00%
EBIT增长率	38.54%	-28.20%	236.49%	-109.61%	-360.00%	246.64%
净利润增长率	34.72%	-10.17%	194.15%	-88.23%	145.49%	188.74%
总资产增长率	13.03%	100.35%	39.73%	-3.01%	13.57%	11.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	140.9	138.6	111.2	140.0	135.0	130.0
存货周转天数	40.8	46.4	34.9	48.0	45.0	40.0
应付账款周转天数	101.8	101.9	67.6	105.0	95.0	90.0
固定资产周转天数	98.1	95.0	54.5	71.8	68.8	58.6
偿债能力						
净负债/股东权益	20.27%	-48.91%	-28.75%	-19.73%	-5.00%	2.34%
EBIT利息保障倍数	19.4	-88.9	-61.9	67.9	31.8	44.3
资产负债率	62.89%	28.43%	42.83%	43.43%	46.84%	49.86%

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	2	5
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.33	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-27	买入	31.94	N/A
2	2021-05-13	买入	28.65	N/A
3	2021-08-05	买入	46.62	N/A
4	2021-08-25	买入	43.40	N/A
5	2021-10-26	买入	38.14	N/A
6	2021-12-01	买入	46.55	N/A
7	2021-12-18	买入	46.76	N/A
8	2021-12-28	买入	50.56	N/A

来源：国金证券研究所

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


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。

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