

南亚新材 (688519.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

参股载板材料公司，完善高端布局

事件简评

12月16日晚，公司发布《关于与关联方共同投资暨关联交易的公告》，公告称公司与关联方包欣洋及其他非关联方汇越投资拟受让关联方黄剑克持有的标的公司兴南科技的股权，其中南亚新材拟以100万元价格受让20%的股权，包欣洋拟以175万元的价格受让35%股权，汇越投资拟以175万元的价格受让35%股权。

经营分析

参股兴南科技布局FCBGA膜材，进军高端半导体材料。兴南科技成立于2007年，主要从事高密度IC封装基板（如FCBGA、FCPGA基板、Embedding器件嵌埋基板）上进行积层（Build-Up）的膜层产品业务，是高端半导体的重要支撑材料。通过股权转让后，兴南科技持股情况为公司持有20%股权、公司高管包欣洋持有45%、公司非关联方汇越投资持有35%，即本次股权转让事项完成后兴南科技将成为公司的参股公司。不过值得注意的是，股权转让后兴南科技第一大股东包欣洋为公司总经理，我们认为该股权转让事项最终将使得兴南科技与公司发展方向保持协同，有望打开公司进军高端半导体材料领域的上升通道。

完善封装基板材料布局，有望成为国内领军者。公司是专注于高端产品研发的国内优质覆铜板供应商，是大陆中高速板全系列最早通过华为认证的覆铜板厂商，高端突破已有先例。封装基板用覆铜板是CCL行业中最高端的产品品类，针对这一市场，公司前期已公告投资年产120万平方米IC载板材料智能工厂，本次参股兴南科技继续完善产品布局，使得公司在技术和产能层面都做好了进军BT类和ABF类基板市场的准备，未来将专注于开展客户配套研发工作，有望成为高端半导体材料的国内领军者。

盈利预测、估值与评级

虽然根据产业链跟踪，目前未看到产业链本质性改善，但我们认为公司有望凭借管控能力率先走出周期阴霾，看好长期发展布局，我们预计公司2022~2024年归母净利为0.48\1.19\3.40亿元，对应EPS为0.20\0.51\1.45元，对应PE估值为122X\49X\17X，继续维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期；原材料涨价过高；价格下滑超预期；限售股解禁。

电子组

分析师：樊志远（执业S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：邓小路（执业S1130520080003）

dengxiaolu@gjzq.com.cn

分析师：刘妍雪（执业S1130520090004）

liuyanxue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：24.93元

相关报告：

- 《周期降价叠加扩产费用拖累，静待周期过去-南亚新材2022年三...》，2022.10.27
- 《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
- 《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



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	48	119	340
归母净利润增长率	-10.17%	194.15%	-88.01%	149.05%	185.42%
摊薄每股收益(元)	0.579	1.704	0.204	0.508	1.450
每股经营性现金流净额	-0.13	0.21	0.62	-0.19	1.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.24%	13.80%	1.63%	3.67%	10.04%
P/E	54.35	29.59	122.26	49.09	17.20
P/B	2.85	4.08	2.00	1.80	1.73

来源：公司年报、国金证券研究所

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）						
主营业务收入	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	货币资金	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率	1,758	2,121	4,207	3,530	4,589	5,644	应收账款	102	753	533	825	700	779
主营业务成本	-1,434	-1,800	-3,455	-3,212	-4,084	-4,798	存货	937	1,170	2,323	2,007	2,386	2,688
%销售收入	81.5%	84.9%	82.1%	91.0%	89.0%	85.0%	其他流动资产	192	265	395	421	501	523
毛利	325	320	753	318	505	847	流动资产	35	750	643	94	148	225
%销售收入	18.5%	15.1%	17.9%	9.0%	11.0%	15.0%	%总资产	1,265	2,938	3,894	3,347	3,735	4,215
营业税金及附加	-7	-6	-9	-11	-14	-17	长期投资	70.0%	81.1%	76.9%	68.2%	67.0%	67.9%
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	0	0	0	0	0	0
销售费用	-51	-52	-46	-39	-46	-56	%总资产	476	610	1,014	1,381	1,651	1,792
%销售收入	2.9%	2.5%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	无形资产	26.3%	16.8%	20.0%	28.1%	29.6%	28.9%
管理费用	-33	-39	-73	-64	-69	-85	非流动资产	45	52	53	60	69	80
%销售收入	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	1.5%	1.5%	%总资产	543	685	1,168	1,563	1,841	1,992
研发费用	-67	-103	-220	-244	-275	-339	资产总计	30.0%	18.9%	23.1%	31.8%	33.0%	32.1%
%销售收入	3.8%	4.9%	5.2%	6.9%	6.0%	6.0%	资产总计	1,808	3,623	5,062	4,910	5,577	6,207
息税前利润(EBIT)	167	120	404	-39	101	350	短期借款	220	96	304	322	469	771
%销售收入	9.5%	5.7%	9.6%	n.a	2.2%	6.2%	应付款项	626	674	1,217	1,113	1,279	1,437
财务费用	-9	1	7	1	1	0	其他流动负债	210	188	449	37	79	105
%销售收入	0.5%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	1,056	959	1,969	1,472	1,826	2,313
资产减值损失	-5	-5	-5	-1	-1	0	长期贷款	18	3	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	-2	-5	0	0	其他长期负债	64	68	200	507	505	504
投资收益	1	1	20	8	6	5	负债	1,137	1,030	2,168	1,979	2,332	2,817
%税前利润	0.3%	0.7%	4.5%	48.3%	4.3%	1.2%	普通股股东权益	671	2,593	2,894	2,931	3,245	3,390
营业利润	169	153	455	17	140	400	其中：股本	176	234	234	235	247	247
营业利润率	9.6%	7.2%	10.8%	0.5%	3.1%	7.1%	未分配利润	264	390	726	750	807	953
营业外收支	1	0	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
税前利润	169	153	455	17	140	400	负债股东权益合计	1,808	3,623	5,062	4,910	5,577	6,207
利润率	9.6%	7.2%	10.8%	0.5%	3.1%	7.1%							
所得税	-18	-17	-56	31	-21	-60							
所得税率	10.8%	11.3%	12.3%	-189.0%	15.0%	15.0%							
净利润	151	136	399	48	119	340							
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	48	119	340							
净利率	8.6%	6.4%	9.5%	1.4%	2.6%	6.0%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	151	136	399	48	119	340	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.860	0.579	1.704	0.204	0.508	1.450
非现金支出	35	56	73	239	134	164	每股净资产	3.817	11.062	12.346	12.487	13.823	14.441
非经营收益	6	1	-44	-39	6	14	每股经营现金净流	0.700	-0.131	0.207	0.617	-0.187	1.222
营运资金变动	-69	-224	-380	-103	-306	-216	每股股利	0.000	0.200	0.250	0.100	0.250	0.790
经营活动现金净流	123	-31	49	145	-46	302							
资本开支	-152	-214	-510	-590	-412	-315	回报率						
投资	0	-710	110	420	0	0	净资产收益率	22.52%	5.24%	13.80%	1.63%	3.67%	10.04%
其他	1	-190	172	8	6	5	总资产收益率	8.36%	3.75%	7.89%	0.97%	2.14%	5.48%
投资活动现金净流	-151	-1,113	-229	-162	-406	-310	投入资本收益率	16.39%	3.95%	11.07%	-3.45%	2.31%	7.15%
股权筹资	0	1,803	0	13	256	0							
债权筹资	45	-148	201	332	147	302	增长率为						
其他	-28	-36	-100	-33	-74	-214	主营业务收入增长率	-4.34%	20.62%	98.39%	-16.09%	30.00%	23.00%
筹资活动现金净流	18	1,619	101	312	329	88	EBIT增长率	38.54%	-28.20%	236.49%	-109.61%	-360.00%	246.64%
现金净流量	-10	479	-78	295	-123	80	净利润增长率	34.72%	-10.17%	194.15%	-88.01%	149.05%	185.42%
							总资产增长率	13.03%	100.35%	39.73%	-3.01%	13.58%	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%	-23.93%	-13.23%	-6.07%
							EBIT利息保障倍数	19.4	-88.9	-61.9	44.5	-75.3	-720.4
							资产负债率	62.89%	28.43%	42.83%	40.30%	41.81%	45.38%

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

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

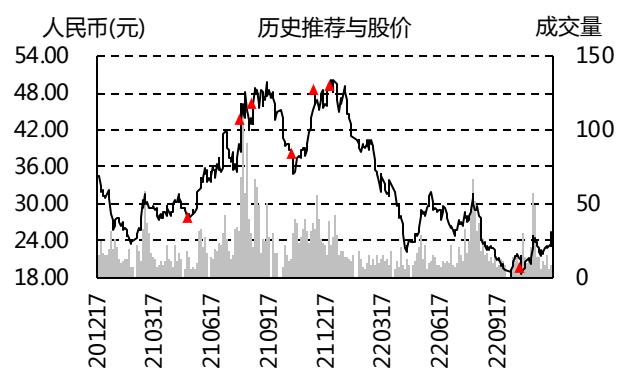
3.01~4.0=减持

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	2021-05-13	买入	28.65	N/A
2	2021-08-05	买入	46.62	N/A
3	2021-08-25	买入	43.40	N/A
4	2021-10-26	买入	38.14	N/A
5	2021-12-01	买入	46.55	N/A
6	2021-12-18	买入	46.76	N/A
7	2021-12-28	买入	50.56	N/A
8	2022-10-27	买入	21.60	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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	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