

华正新材 (603186.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

继续加码高端 CCL，静待周期反转

事件简评

2022年12月20日晚，公司发布公告称，与交通银行股份有限公司珠海分行签订了《保证合同》，为全资子公司珠海华正提供办理的最高债权额为15000万元人民币的授信业务提供连带责任保证。

经营分析

新厂区助力公司规模扩张，支持高速 CCL 发展。公司全资子公司珠海华正主营业务为覆铜板，产能布局在珠海，厂区规划一期80万张/月产能（已于今年6月投产）、二期120万张/月产能（预计明年释放第一阶段产能），两期达产后将实现年产2400万张产能，较杭州总产能（老厂区+青山湖）新增121%，可见珠海厂区是公司谋求规划化发展的重要布局。从产品结构上来看，珠海厂区致力于高速类覆铜板的研发和生产，是公司从以往消费性电子产品领域向光模块、服务器、汽车域控等高端方向拓展的关键，我们认为此次公司为珠海华正提供担保将是对公司规模化和高端化的支持，有助于打开公司未来成长空间。

覆铜板尚未出现本质性变化，需静待周期压力释放。根据产业链跟踪，我们判断覆铜板行业目前正运行至需求因年底备货而有所改善但上游原材料涨价对盈利仍形成压制的阶段，这一阶段行业稼动率环比有所改善但利润仍承压，并且我们判断23Q1行业景气度会因终端备货完成而拉货需求边际弱化，因此我们认为当前行业基本面尚未有本质性变化，需静待周期压力释放后才能迎来修复。

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载板已经开始向FCBGA这类高端产品布局，高端持续发力将助力未来。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，目前已经进入国内动力电池主流厂商认证流程，有望打开成长空间。

投资建议

我们预计公司2022~2024年归母净利为0.70\1.32\2.69亿元，对应PE估值为49X\26X\13X，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。

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）：24.10 元

相关报告：

1. 《继续平台化发展，静待周期压力释放-华正新材点评》，2022.11.30

2. 《利润受挤压，静待指标反转-华正新材 2022 年三季度报点评》，2022.10.27



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	49.17	26.01	12.73
P/B	3.18	3.58	2.00	1.91	1.75

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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,026	2,284	3,620	3,281	4,380	5,323
增长率		12.7%	58.5%	-9.4%	33.5%	21.5%
主营业务成本	-1,611	-1,852	-3,022	-2,827	-3,709	-4,404
%销售收入	79.5%	81.1%	83.5%	86.2%	84.7%	82.7%
毛利	414	432	598	454	671	919
%销售收入	20.5%	18.9%	16.5%	13.9%	15.3%	17.3%
营业税金及附加	-10	-11	-10	-11	-13	-16
%销售收入	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
销售费用	-90	-57	-78	-80	-110	-133
%销售收入	4.4%	2.5%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-69	-88	-102	-108	-145	-176
%销售收入	3.4%	3.9%	2.8%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用	-117	-112	-146	-174	-241	-293
%销售收入	5.8%	4.9%	4.0%	5.3%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	128	163	261	80	163	301
%销售收入	6.3%	7.1%	7.2%	2.5%	3.7%	5.7%
财务费用	-35	-46	-59	-24	-45	-49
%销售收入	1.7%	2.0%	1.6%	0.7%	1.0%	0.9%
资产减值损失	-13	-14	28	-13	-4	-2
公允价值变动收益	0	1	0	-6	0	0
投资收益	-1	7	6	-5	2	5
%税前利润	n.a	5.0%	2.4%	n.a	1.4%	1.7%
营业利润	106	139	263	73	139	284
营业利润率	5.2%	6.1%	7.3%	2.2%	3.2%	5.3%
营业外收支	0	-3	-1	3	3	6
税前利润	105	136	261	76	142	290
利润率	5.2%	6.0%	7.2%	2.3%	3.2%	5.4%
所得税	-3	-10	-21	-6	-11	-21
所得税率	2.7%	7.4%	8.1%	8.5%	7.5%	7.3%
净利润	103	126	240	70	132	269
少数股东损益	0	1	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	102	125	238	70	132	269
净利率	5.0%	5.5%	6.6%	2.1%	3.0%	5.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	103	126	240	70	132	269
少数股东损益	0	1	2	0	0	0
非现金支出	71	84	58	145	155	164
非经营收益	36	34	45	87	88	96
营运资金变动	-84	-79	-67	247	-162	-296
经营活动现金净流	125	165	275	548	213	233
资本开支	-170	-402	-1,128	-532	-357	-304
投资	15	0	0	0	0	0
其他	-6	-179	197	-5	2	5
投资活动现金净流	-161	-581	-931	-537	-355	-299
股权募资	0	644	0	10	0	0
债权募资	146	70	671	340	396	442
其他	-125	-118	-10	-103	-146	-215
筹资活动现金净流	21	597	661	248	250	227
现金净流量	-15	177	3	259	108	161

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	173	380	448	707	815	976
应收款项	934	1,199	1,742	1,478	1,973	2,324
存货	238	279	407	406	522	585
其他流动资产	45	251	118	43	58	66
流动资产	1,390	2,109	2,715	2,634	3,369	3,952
%总资产	57.6%	60.8%	53.3%	48.9%	53.2%	56.0%
长期投资	8	9	9	4	4	4
固定资产	788	966	1,887	2,466	2,629	2,734
%总资产	32.7%	27.9%	37.0%	45.8%	41.5%	38.7%
无形资产	165	226	236	282	328	371
非流动资产	1,021	1,358	2,383	2,752	2,961	3,109
%总资产	42.4%	39.2%	46.7%	51.1%	46.8%	44.0%
资产总计	2,411	3,467	5,098	5,386	6,329	7,061
短期借款	650	689	1,068	872	1,218	1,610
应付款项	750	997	1,680	1,639	2,090	2,202
其他流动负债	74	89	90	51	68	86
流动负债	1,474	1,775	2,838	2,563	3,377	3,897
长期贷款	132	165	501	551	601	651
其他长期负债	53	61	88	550	550	550
负债	1,658	2,001	3,427	3,663	4,528	5,098
普通股股东权益	743	1,455	1,659	1,711	1,790	1,952
其中：股本	129	142	142	142	142	142
未分配利润	395	492	676	718	797	958
少数股东权益	10	11	11	11	11	11
负债股东权益合计	2,411	3,467	5,098	5,386	6,329	7,061

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.790	0.882	1.677	0.490	0.926	1.893
每股净资产	5.742	10.243	11.683	12.050	12.606	13.742
每股经营现金净流	0.969	1.162	1.940	3.858	1.497	1.642
每股股利	0.170	0.280	0.500	0.196	0.371	0.757
回报率						
净资产收益率	13.75%	8.61%	14.36%	4.07%	7.35%	13.77%
总资产收益率	4.24%	3.61%	4.67%	1.29%	2.08%	3.81%
投入资本收益率	8.03%	6.43%	7.35%	1.99%	3.61%	5.85%
增长率						
主营业务收入增长率	20.76%	12.75%	58.47%	-9.36%	33.50%	21.52%
EBIT 增长率	37.80%	26.93%	60.52%	-69.20%	102.71%	84.89%
净利润增长率	36.04%	22.60%	90.24%	-70.78%	89.02%	104.29%
总资产增长率	11.49%	43.80%	47.02%	5.66%	17.51%	11.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	129.7	132.0	113.2	135.0	135.0	130.0
存货周转天数	52.6	50.9	41.4	54.0	53.0	50.0
应付账款周转天数	77.6	81.4	68.8	96.0	90.0	85.0
固定资产周转天数	115.3	122.7	117.5	171.8	125.6	100.3
偿债能力						
净负债/股东权益	80.83%	19.24%	67.04%	73.46%	86.21%	93.43%
EBIT 利息保障倍数	3.7	3.5	4.4	3.3	3.6	6.2
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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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	2021-03-16	买入	38.34	N/A
2	2021-04-20	买入	40.26	N/A
3	2021-08-14	买入	43.27	N/A
4	2021-09-02	买入	35.18	50.92~76.73
5	2021-10-22	买入	39.56	N/A
6	2021-12-02	买入	42.62	N/A
7	2022-10-27	买入	20.74	N/A
8	2022-11-30	买入	21.55	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。

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



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