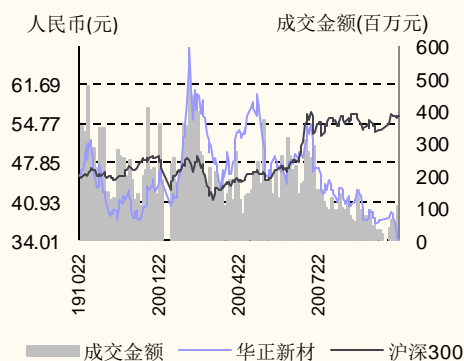


市场价格 (人民币): 34.01 元  
 目标价格 (人民币): 61.80-61.80 元  
 市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 1.42  
 已上市流通 A 股(亿股) 1.29  
 总市值(亿元) 48.31  
 年内股价最高最低(元) 39.18/34.01  
 沪深 300 指数 4793  
 上证指数 3325



### 相关报告

1. 《高频高速撬动成长性, 复合增 47% 迎蜕变-华正新材深度报告》, 2020.5.27

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

## 短期盈利承压, 长期看结构优化和产能释放

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,678	2,026	2,148	2,991	3,729
营业收入增长率	10.85%	20.76%	6.04%	39.24%	24.68%
归母净利润(百万元)	75	102	126	233	327
归母净利润增长率	-19.78%	36.04%	23.74%	84.68%	40.23%
摊薄每股收益(元)	0.575	0.790	0.890	1.643	2.304
每股经营性现金流净额	0.71	0.91	1.39	1.03	2.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.99%	13.75%	8.66%	14.60%	18.23%
P/E	26.37	48.33	38.22	20.70	14.76
P/B	2.90	6.65	3.31	3.02	2.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 公司前三季度实现营收 15.6 亿元, 同比增长 5.0%, 归母净利 0.93 亿元, 同比增长 18.8%, 其中扣非后归母净利 0.73 亿元, 同比增长 8.2%。Q3 单季营收 6.2 亿元, 同比和环比增长 13.9% 和 15.0%, 归母净利 0.35 亿元, 同比和环比+5.1% 和 -12.5%, 扣非净利 0.25 亿元, 同比和环比-14.47% 和 -19.8%。从盈利能力来看, 前三季度毛利率和净利率达到 21.2% 和 6.0%, 同比+1.0pct 和 +0.7pct, 其中 Q3 单季毛利率和净利率达到 19.9% 和 5.7%, 同比-2.3pct 和 -0.4pct, 环比-3.3pct 和 -2.0pct, 盈利有所承压。

### 经营分析

■ 原材料价格反弹和汇兑损失拖累盈利。公司单季度毛利率和净利率都有较大幅度的下滑, 主要受到两方面因素拖累: 1) 铜箔/电子布等材料价格有所反弹, 同时第三季度通信类需求下滑导致原材料价格难以转嫁; 2) Q3 单季度人民币汇率指数 (BIS 货币篮子) 提高 2.4%, 人民币相对美元升值幅度更是达到了 4.05%, 公司业务中约有 20% 的业务营收来自出口, 因此 Q3 单季度汇兑损失对业绩有所拖累 (20Q2 是汇兑收益)。从 10 月数据来看 LME 铜仍在持续攀升、人民币仍在升值的情况, 我们判断上述业因素短期仍将持续, 但公司已经积极做出调整, 预计 Q4 将保持稳中有升的态势。

■ 扎实技术实现产品结构调整, 明年新产能开出释放业绩。在整体需求承压的单 Q3 季度, 公司仍然能够实现营收同比和环比 10%+ 的增长, 主要源于公司坚持研究开发积累技术 (Q3 研发费用率仍保持 4.9% 的水平), 使得高端产品不断得到认可, 期间内高多层用板、高频高速等较高端产品营收占比都有所提升, 考虑到明年公司在大客户的高端产品认证顺利、青山湖二期产能陆续开出, 我们认为公司高端产品占比将会持续提升, 在这样的发展势头下公司能够实现扎实稳定的增长。

### 投资建议

■ 我们预测公司 20~22 年净利润为 1.26/2.33/3.27 亿元, 对应 PE 为 38X/21X/15X, 鉴于公司产品结构不断优化、明年新产能投放贡献增量, 我们公司长期仍然可期, 继续维持目标价 61.8 元, 继续维持“买入”评级。

### 风险提示

■ 需求不及预期; 国产替代不及预期; 扩产进度不及预期; 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,513</b>	<b>1,678</b>	<b>2,026</b>	<b>2,148</b>	<b>2,991</b>	<b>3,729</b>	货币资金	160	167	173	290	397	492
增长率		10.9%	20.8%	6.0%	39.2%	24.7%	应收账款	609	799	934	968	1,338	1,634
主营业务成本	-1,198	-1,357	-1,611	-1,689	-2,298	-2,834	存货	205	227	238	236	336	407
%销售收入	79.2%	80.9%	79.5%	78.6%	76.8%	76.0%	其他流动资产	119	69	45	297	89	103
毛利	315	321	414	459	693	895	流动资产	1,092	1,262	1,390	1,791	2,160	2,635
%销售收入	20.8%	19.1%	20.5%	21.4%	23.2%	24.0%	%总资产	61.9%	58.3%	57.6%	58.2%	59.5%	61.5%
营业税金及附加	-8	-8	-10	-11	-15	-19	长期投资	13	16	8	11	11	11
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	504	731	788	1,030	1,166	1,295
销售费用	-70	-77	-90	-90	-131	-162	%总资产	28.6%	33.8%	32.7%	33.5%	32.1%	30.2%
%销售收入	4.6%	4.6%	4.4%	4.2%	4.4%	4.4%	无形资产	90	115	165	220	269	315
管理费用	-112	-58	-69	-79	-99	-117	非流动资产	671	901	1,021	1,287	1,472	1,647
%销售收入	7.4%	3.5%	3.4%	3.7%	3.3%	3.2%	%总资产	38.1%	41.7%	42.4%	41.8%	40.5%	38.5%
研发费用	0	-84	-117	-116	-157	-198	<b>资产总计</b>	<b>1,764</b>	<b>2,163</b>	<b>2,411</b>	<b>3,078</b>	<b>3,632</b>	<b>4,282</b>
%销售收入	0.0%	5.0%	5.8%	5.4%	5.3%	5.3%	短期借款	467	582	650	570	728	871
息税前利润 (EBIT)	125	93	128	163	292	399	应付款项	505	710	761	799	1,053	1,343
%销售收入	8.3%	5.5%	6.3%	7.6%	9.8%	10.7%	其他流动负债	49	58	63	68	98	125
财务费用	-29	-27	-35	-36	-33	-39	流动负债	1,020	1,350	1,474	1,436	1,879	2,339
%销售收入	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%	1.1%	1.0%	长期贷款	72	84	132	114	124	116
资产减值损失	-10	-18	-6	-5	-6	-2	其他长期负债	53	36	53	59	20	22
公允价值变动收益	0	0	0	6	3	2	<b>负债</b>	<b>1,146</b>	<b>1,470</b>	<b>1,658</b>	<b>1,609</b>	<b>2,023</b>	<b>2,477</b>
投资收益	1	3	-1	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>617</b>	<b>683</b>	<b>743</b>	<b>1,459</b>	<b>1,599</b>	<b>1,795</b>
%税前利润	0.7%	4.3%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	129	131	129	145	145	145
营业利润	103	69	106	136	256	360	未分配利润	270	316	395	471	611	807
营业利润率	6.8%	4.1%	5.2%	6.3%	8.6%	9.6%	少数股东权益	1	10	10	10	10	10
营业外收支	1	6	0	3	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,764</b>	<b>2,163</b>	<b>2,411</b>	<b>3,078</b>	<b>3,632</b>	<b>4,282</b>
税前利润	105	75	105	139	256	360	<b>比率分析</b>						
利润率	6.9%	4.5%	5.2%	6.5%	8.6%	9.6%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-11	0	-3	-12	-23	-32	<b>每股指标</b>						
所得税率	10.8%	-0.3%	2.7%	9.0%	9.0%	9.0%	每股收益	0.724	0.575	0.790	0.890	1.643	2.304
净利润	94	75	103	126	233	327	每股净资产	4.772	5.228	5.742	10.272	11.258	12.640
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.613	0.707	0.915	1.387	1.032	2.741
归属于母公司的净利润	94	75	103	126	233	327	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.349	0.645	0.905
净利率	6.2%	4.5%	5.0%	5.9%	7.8%	8.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	15.16%	10.99%	13.75%	8.66%	14.60%	18.23%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	5.31%	3.47%	4.24%	4.11%	6.43%	7.64%
净利润	94	75	103	126	233	327	投入资本收益率	9.66%	6.82%	8.03%	6.82%	10.71%	12.90%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	41	57	64	72	80	87	主营业务收入增长率	21.12%	10.85%	20.76%	6.04%	39.24%	24.68%
非经营收益	24	21	36	29	38	48	EBIT 增长率	22.16%	-25.82%	37.80%	26.93%	79.48%	36.68%
营运资金变动	-80	-61	-84	-27	-202	-66	净利润增长率	10.38%	-19.78%	36.04%	23.74%	84.68%	40.23%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>79</b>	<b>92</b>	<b>118</b>	<b>201</b>	<b>149</b>	<b>397</b>	总资产增长率	27.47%	22.61%	11.49%	27.65%	18.01%	17.89%
资本开支	-323	-212	-170	-326	-260	-260	<b>资产管理能力</b>						
投资	-80	25	15	-217	223	2	应收账款周转天数	120.2	131.6	129.7	127.0	133.0	132.0
其他	1	4	-6	0	0	0	存货周转天数	54.0	58.1	52.6	52.0	55.0	54.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-403</b>	<b>-183</b>	<b>-161</b>	<b>-543</b>	<b>-37</b>	<b>-258</b>	应付账款周转天数	78.4	81.2	77.6	84.0	75.0	77.0
股权募资	1	23	0	640	0	0	固定资产周转天数	72.6	99.7	115.3	115.8	87.6	73.1
债权募资	272	86	146	-94	128	135	<b>偿债能力</b>						
其他	-68	-51	-125	-88	-133	-179	净负债/股东权益	61.28%	71.97%	80.83%	26.77%	28.22%	27.39%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>205</b>	<b>58</b>	<b>21</b>	<b>459</b>	<b>-5</b>	<b>-44</b>	EBIT 利息保障倍数	4.3	3.5	3.7	4.5	8.9	10.2
<b>现金净流量</b>	<b>-118</b>	<b>-32</b>	<b>-22</b>	<b>116</b>	<b>108</b>	<b>94</b>	资产负债率	64.95%	67.97%	68.78%	52.27%	55.70%	57.84%

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：朝阳永续

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。

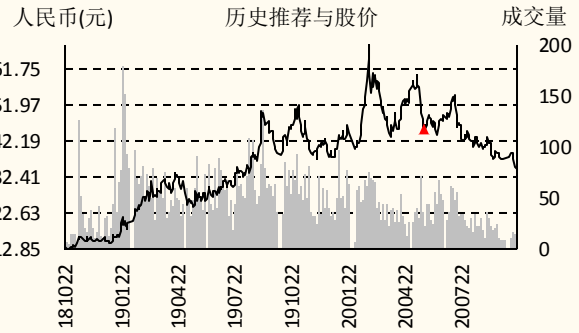
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-05-27	买入	46.35	61.80~61.80

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH