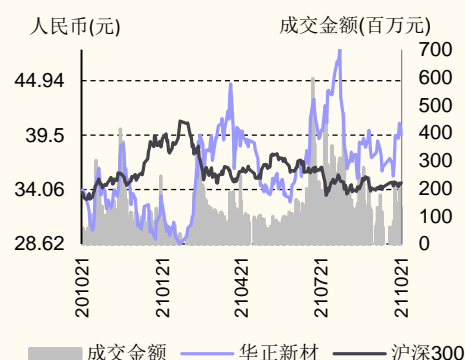


市场价格 (人民币): 39.56 元

## 非经常性利润可持续, 新材料布局可期

### 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.42
已上市流通 A 股(亿股)	1.40
总市值(亿元)	56.19
年内股价最高最低(元)	48.08/28.62
沪深 300 指数	4928
上证指数	3595



### 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,026	2,284	3,281	4,380	5,323
营业收入增长率	20.76%	12.75%	43.65%	33.50%	21.52%
归母净利润(百万元)	102	125	263	361	509
归母净利润增长率	36.04%	22.60%	110.24%	37.01%	41.13%
摊薄每股收益(元)	0.790	0.882	1.854	2.540	3.584
每股经营性现金流净额	0.82	1.06	1.51	3.61	4.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.75%	8.61%	16.32%	19.72%	23.85%
P/E	48.33	36.96	21.34	15.58	11.04
P/B	6.65	3.18	3.48	3.07	2.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 10月21日公司公告2021年第三季度报告, 公告显示21Q1~Q3实现营收26.8亿元(同比+71%), 归母净利2.2亿元(同比+133%), 其中扣非归母1.6亿元(同比+119%); 毛利率和净利率分别达到18.0%(同比-3.2pct)和8.1%(同比+2.1pct)。21Q3实现营收9.7亿元(同比+57%, 环比+3%), 归母净利1.0亿元(同比+174%, 环比+63%), 其中扣非归母0.4亿元(同比+76%, 环比-17%); 21Q3毛利率和净利率分别达到16.0%(同比-3.8pct, 环比-1.6pct)和9.9%(同比+4.2pct, 环比+3.6pct)。

### 经营分析

- **新产能效应在Q4体现, 非经常性利润实际可持续。**公司经常性利润Q3环比下降, 主要因为需求边际弱化导致溢价程度收窄, 我们认为Q4进入传统备货旺季、原材料价格有所松动、新产能极大释放的情况下, 公司基本面在Q3触底, 未来有望迎来周期波动后的改善阶段。另外值得注意的是, 本报告期公司改变了会计估计政策使得单季度新增5668万元利润, 我们认为虽然本报告期将该调整所带来的利润贡献放在非经常性损益中列式, 但实际上未来适用新的估计方法以后的每一个会计期间都将减少1000万左右的信用减值损失, 即常态经常性利润会稳定增加1000万, 增利效应仍将继续。
- **高端CCL持续突破, 加码铝塑膜打开空间。**公司近几年专注于研发高端覆铜板产品(高频\高速\HDI\类BT等), 重点客户认证和批量工作如期而有序进行(高频材料已经在大客户实现批量供应), 扩产规划进展顺利(青山湖二期45万张/月于7月投产, 珠海200万张/月正在建设)。除了覆铜板之外, 公司在新能源汽车用铝塑膜也在加大发力, 不仅配置日本进口设备、引进日本技术、布局了干法和热法产线, 同时投入1.4亿用于“年产3600万平方米锂电池封装用高性能铝塑膜项目”建设(现有产能年产约500万平方米, 产能扩张7.2倍), 未来在新能源汽车板块也将大有可为。

### 投资建议

- 我们预计公司2021~2023年归母净利为2.63亿元、3.61亿元和5.09亿元, 对应估值为21倍、16倍和11倍, 继续维持“买入”评级。

### 风险提示

产品价格下滑; 产能投产不及预期; 竞争加剧; 限售股解禁风险。

### 相关报告

1. 《CCL扩产221%+产品升级, 铝塑膜扩产迎扩容-华正新材深度...》, 2021.9.2
2. 《让利客户仍同比高增长, 长期成长逻辑不变-华正新材2021年半...》, 2021.9.14
3. 《同比+259%, 盈利提高+新产能投放=成长确定-华正新材21...》, 2021.4.20
4. 《全年稳增, 高端突破+产能投放助力成长-华正新材2020年年报...》, 2021.2.16
5. 《确认授予股票激励, 稳定核心团队攻坚高端-华正新材点评》, 2020.12.2

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

liuyanxue@gjzq.com.cn

**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)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,678</b>	<b>2,026</b>	<b>2,284</b>	<b>3,281</b>	<b>4,380</b>	<b>5,323</b>	货币资金	167	173	380	440	571	693	
增长率		20.8%	12.7%	43.6%	33.5%	21.5%	应收款项	799	934	1,199	1,500	1,895	2,291	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,357</b>	<b>-1,611</b>	<b>-1,852</b>	<b>-2,658</b>	<b>-3,429</b>	<b>-4,099</b>	存货	227	238	279	375	493	600	
%销售收入	80.9%	79.5%	81.1%	81.0%	78.3%	77.0%	其他流动资产	69	45	251	130	108	125	
<b>毛利</b>	<b>321</b>	<b>414</b>	<b>432</b>	<b>623</b>	<b>952</b>	<b>1,223</b>	流动资产	1,262	1,390	2,109	2,446	3,066	3,709	
%销售收入	19.1%	20.5%	18.9%	19.0%	21.7%	23.0%	%总资产	58.3%	57.6%	60.8%	53.8%	56.7%	59.6%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	长期投资	16	8	9	12	12	12	
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	731	788	966	1,779	1,974	2,110	
<b>销售费用</b>	<b>-77</b>	<b>-90</b>	<b>-57</b>	<b>-82</b>	<b>-110</b>	<b>-133</b>	%总资产	33.8%	32.7%	27.9%	39.2%	36.5%	33.9%	
%销售收入	4.6%	4.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	115	165	226	280	326	370	
<b>管理费用</b>	<b>-58</b>	<b>-69</b>	<b>-88</b>	<b>-112</b>	<b>-153</b>	<b>-202</b>	非流动资产	901	1,021	1,358	2,098	2,338	2,519	
%销售收入	3.5%	3.4%	3.9%	3.4%	3.5%	3.8%	%总资产	41.7%	42.4%	39.2%	46.2%	43.3%	40.4%	
<b>研发费用</b>	<b>-84</b>	<b>-117</b>	<b>-112</b>	<b>-144</b>	<b>-193</b>	<b>-255</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,163</b>	<b>2,411</b>	<b>3,467</b>	<b>4,543</b>	<b>5,405</b>	<b>6,228</b>	
%销售收入	5.0%	5.8%	4.9%	4.4%	4.4%	4.8%	短期借款	582	650	689	1,350	1,544	1,659	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>93</b>	<b>128</b>	<b>163</b>	<b>276</b>	<b>483</b>	<b>617</b>	应付款项	710	761	997	1,254	1,703	2,078	
%销售收入	5.5%	6.3%	7.1%	8.4%	11.0%	11.6%	其他流动负债	58	63	89	108	138	171	
<b>财务费用</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>	<b>-46</b>	<b>-61</b>	<b>-84</b>	<b>-99</b>	流动负债	1,350	1,474	1,775	2,713	3,386	3,909	
%销售收入	1.6%	1.7%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	长期贷款	84	132	165	147	157	149	
<b>资产减值损失</b>	<b>-18</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>43</b>	<b>-48</b>	<b>-1</b>	其他长期负债	36	53	61	59	20	22	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>负债</b>	<b>1,470</b>	<b>1,658</b>	<b>2,001</b>	<b>2,919</b>	<b>3,563</b>	<b>4,080</b>	
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>3</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>683</b>	<b>743</b>	<b>1,455</b>	<b>1,613</b>	<b>1,829</b>	<b>2,135</b>	
%税前利润	4.3%	n.a	5.0%	3.5%	3.6%	0.5%	其中：股本	131	129	142	142	142	142	
<b>营业利润</b>	<b>69</b>	<b>106</b>	<b>139</b>	<b>274</b>	<b>373</b>	<b>531</b>	未分配利润	316	395	492	650	867	1,172	
营业利润率	4.1%	5.2%	6.1%	8.3%	8.5%	10.0%	少数股东权益	10	10	11	12	13	13	
<b>营业外收支</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,163</b>	<b>2,411</b>	<b>3,467</b>	<b>4,543</b>	<b>5,405</b>	<b>6,228</b>	
<b>税前利润</b>	<b>75</b>	<b>105</b>	<b>136</b>	<b>289</b>	<b>391</b>	<b>550</b>	<b>比率分析</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	4.5%	5.2%	6.0%	8.8%	8.9%	10.3%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-10</b>	<b>-25</b>	<b>-29</b>	<b>-40</b>	每股收益	0.575	0.790	0.882	1.854	2.540	3.584	
所得税率	-0.3%	2.7%	7.4%	8.5%	7.5%	7.3%	每股净资产	5.228	5.742	10.243	11.356	12.880	15.030	
<b>净利润</b>	<b>75</b>	<b>103</b>	<b>126</b>	<b>264</b>	<b>361</b>	<b>510</b>	每股经营现金净流	0.707	0.816	1.061	1.509	3.613	4.128	
少数股东损益	0	0	1	1	1	1	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.741	1.016	1.433	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>75</b>	<b>102</b>	<b>125</b>	<b>263</b>	<b>361</b>	<b>509</b>	<b>回报率</b>							
净利率	4.5%	5.0%	5.5%	8.0%	8.2%	9.6%	净资产收益率	10.99%	13.75%	8.61%	16.32%	19.72%	23.85%	
							总资产收益率	3.47%	4.24%	3.61%	5.79%	6.67%	8.17%	
							投入资本收益率	6.82%	8.03%	6.43%	8.03%	12.54%	14.37%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	10.85%	20.76%	12.75%	43.65%	33.50%	21.52%	
							EBIT 增长率	-25.82%	37.80%	26.93%	69.48%	75.21%	27.70%	
							净利润增长率	-19.78%	36.04%	22.60%	110.24%	37.01%	41.13%	
							总资产增长率	22.61%	11.49%	43.80%	31.03%	18.96%	15.23%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	131.6	129.7	132.0	130.0	130.0	132.0	
							存货周转天数	58.1	52.6	50.9	52.0	53.0	54.0	
							应付账款周转天数	81.2	77.6	81.4	84.0	82.0	82.0	
							固定资产周转天数	99.7	115.3	122.7	131.4	98.0	79.7	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	71.97%	80.83%	19.24%	64.31%	60.71%	51.36%	
							EBIT 利息保障倍数	3.5	3.7	3.5	4.5	5.8	6.3	
							资产负债率	67.97%	68.78%	57.72%	64.24%	65.92%	65.51%	

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	1	2	4	5
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	1.00	1.00	1.00	1.00

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	2020-05-27	买入	46.35	61.80~61.80
2	2020-10-22	买入	34.01	61.80~61.80
3	2020-12-02	买入	34.03	N/A
4	2021-03-16	买入	38.34	N/A
5	2021-04-20	买入	40.26	N/A
6	2021-08-14	买入	43.27	N/A
7	2021-09-02	买入	35.18	50.92~76.73

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，不作为或被视为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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402