

证券研究报告
基础化工
2022年08月31日



瑞华泰（688323.SH）2022年中报点评： Q2毛利率环比改善，CPI与嘉兴项目打开成长空间

评级：买入(维持)

国海证券研究所

| | |
|--------------------|--------------------|
| 李永磊(证券分析师) | 董伯骏(证券分析师) |
| S0350521080004 | S0350521080009 |
| liy103@ghzq.com.cn | dongbj@ghzq.com.cn |

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/08/30

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|-------|--------|
| 瑞华泰 | -6.2% | 18.9% | -31.5% |
| 沪深300 | -2.3% | 1.2% | -15.3% |

| 预测指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 319 | 436 | 878 | 1226 |
| 增长率(%) | -9 | 37 | 101 | 40 |
| 归母净利润 (百万元) | 56 | 74 | 225 | 333 |
| 增长率(%) | -4 | 33 | 203 | 48 |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.34 | 0.41 | 1.25 | 1.85 |
| ROE(%) | 6 | 8 | 19 | 22 |
| P/E | 113.32 | 65.27 | 21.57 | 14.59 |
| P/B | 7.86 | 5.08 | 4.11 | 3.21 |
| P/S | 21.75 | 11.14 | 5.53 | 3.96 |
| EV/EBITDA | 57.39 | 33.88 | 17.35 | 13.45 |

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

Q2毛利率环比改善，CPI与嘉兴项目打开成长空间

事件：2022年8月29日，瑞华泰发布2022年中报：实现营业收入1.62亿元，同比增加2.22%；实现归属于上市公司股东的净利润0.27亿元，同比减少14.92%；加权平均净资产收益率为3.04%，同比减少1.53个百分点。销售毛利率42.01%，同比减少4.92个百分点；销售净利率16.69%，同比减少3.36个百分点。

其中，2022年Q2实现营收0.81亿元，同比增加3.81%，环比增加0.71%；实现归母净利润0.15亿元，同比减少0.99%，环比增加20.29%；加权平均净资产收益率为1.65%，同比减少0.36个百分点，环比增加0.27个百分点。销售毛利率43.56%，同比减少4.61个百分点，环比增加3.12个百分点；销售净利率18.16%，同比减少0.88个百分点，环比增加2.96个百分点。

点评：

主要原材料价格下降，Q2毛利率环比改善

2022年上半年，公司坚持与客户合作共赢的原则，实现营业收入1.62亿元，同比增加2.22%；实现归母净利润0.27亿元，同比减少14.92%。受PDMA、ODA等主要原材料及电费单价上涨影响，公司2022年上半年营业成本为0.94亿元，同比增长11.70%；销售毛利率为42.01%，同比减少4.92个百分点。据公司测算，若产品销售价格不能随原材料涨价而上升，当PMDA和ODA的单价均上涨10%时，公司的主营业务毛利率将下降约1-3个百分点。

2022Q2，公司实现营收0.81亿元，同比增加3.81%，环比增加0.71%；实现归母净利润0.15亿元，同比减少0.99%，环比增加20.29%。进入二季度以来，全球大宗产品价格下降，公司主要原材料价格有所下滑，公司营业成本为0.46亿元，环比下降4.56%；销售毛利率为43.56%，环比增加3.12个百分点，经营业绩环比改善。

2022年上半年，公司加大研发投入，研发费用为1337.22万元，同比增长8.22%。公司柔性OLED用CPI薄膜、COF用高模量PI薄膜、5G通讯用低介电PI复合薄膜、空间应用高绝缘1500mm幅宽PI薄膜等产品研发项目按计划开展，持续不断开发具有市场竞争力的产品和新兴高技术应用的新产品。

CPI 薄膜进入调试阶段，有望填补该领域的国内空白

柔性显示用CPI薄膜具有耐弯折、低碎裂风险、可卷对卷加工、满足大尺寸屏幕折叠等优良特性，随着技术逐渐成熟及成本下降，在柔性显示领域的应用将进一步增加。CPI薄膜的技术难度很高，目前仅有韩国KOLON、日本住友化学等极少数几家日韩企业具备供应能力，国内尚无企业具备柔性显示用CPI薄膜的量产能力。公司自主掌握CPI薄膜制备的核心技术，基于现有生产线于2018年成功生产出CPI薄膜，该等产品的光学性能和力学性能优异，可折叠次数超过20万次，关键性能通过国内终端品牌厂商的评测，已实现样品销售，用于终端品牌厂商及其配套供应商的产品测试；公司正在研发的柔性OLED用CPI薄膜项目光学级产线正处于工艺调试阶段，在CPI专用生产线建设完成后，可实现CPI薄膜产品在折叠屏手机等柔性显示电子产品领域的应用，有望填补该领域的国内空白。

嘉兴项目有序推进，将于四季度进行调试

公司嘉兴高性能聚酰亚胺薄膜1600吨募投项目于2020年9月正式动工，项目建设期计划为36个月。目前厂房主体建设工程已基本完成，设计的新一代生产线各系统和装置均定制制造，主生产线和各工厂系统均在安装施工中，预计今年第4季度开始进行设备调试和系统调试。公司通过17的技术研发，成为国内少数掌握配方、工艺及装备等整套核心技术的高性能PI薄膜制造商。公司现已成为全球高性能PI薄膜产品种类最丰富的供应商之一，同时也是国内规模最大、产线最多的高性能PI薄膜专业制造商，打破了杜邦等国外厂商对国内高性能PI薄膜行业的技术封锁与垄断。PI薄膜因其优异的性能，广泛应用于柔性线路板、消费电子、高速轨道交通、风力发电、5G通信、柔性显示、航天航空等多个领域。随着共聚改性等新技术的运用，通过配方设计、生产工艺的不断研发和提升，新的应用领域对PI薄膜的需求不断增长，例如在新能源汽车领域，正在探索采用PI薄膜作为动力驱动电机导线的绕包绝缘材料，以提高电机输出功率和节能性。公司加快在柔性显示、新能源、集成电路封装、航天应用、清洁能源领域的聚酰亚胺材料等产品研制，随着新应用领域的需求增长以及公司嘉兴项目产能的释放，公司业绩有望快速增长。

鉴于受原材料价格上涨影响，公司2022年上半年业绩承压，我们下调公司盈利预测，预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为0.74、2.25、3.33亿元，EPS为0.41、1.25、1.85元/股，对应PE为65、22、15倍。由于公司是国内薄膜龙头企业，随着嘉兴项目与CPI产线的陆续投产，业绩有望快速增长，维持“买入”评级。

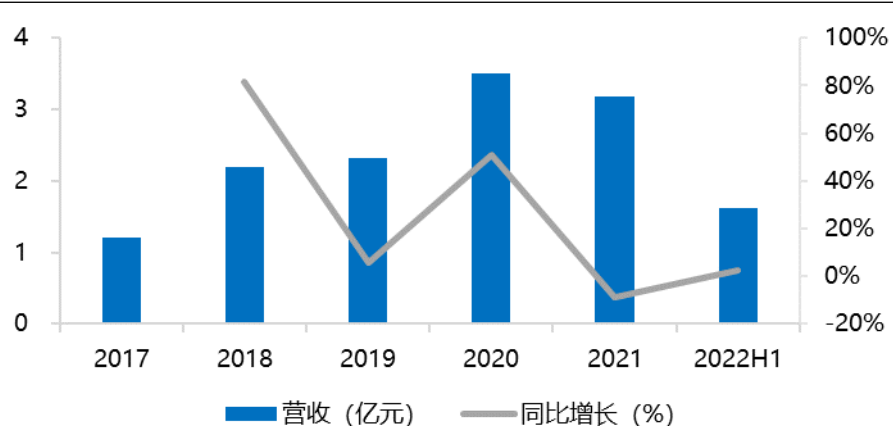
风险提示：宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

| 预测指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 319 | 436 | 878 | 1226 |
| 增长率(%) | -9 | 37 | 101 | 40 |
| 归母净利润（百万元） | 56 | 74 | 225 | 333 |
| 增长率(%) | -4 | 33 | 203 | 48 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.34 | 0.41 | 1.25 | 1.85 |
| ROE(%) | 6 | 8 | 19 | 22 |
| P/E | 113.32 | 65.27 | 21.57 | 14.59 |
| P/B | 7.86 | 5.08 | 4.11 | 3.21 |
| P/S | 21.75 | 11.14 | 5.53 | 3.96 |
| EV/EBITDA | 57.39 | 33.88 | 17.35 | 13.45 |

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

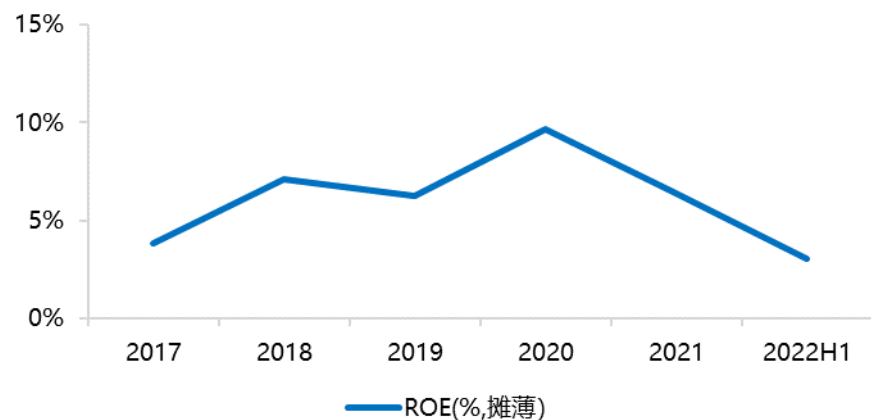
2022H1营业收入同增2.22%

图表：2022H1营业收入同比增长2.22%



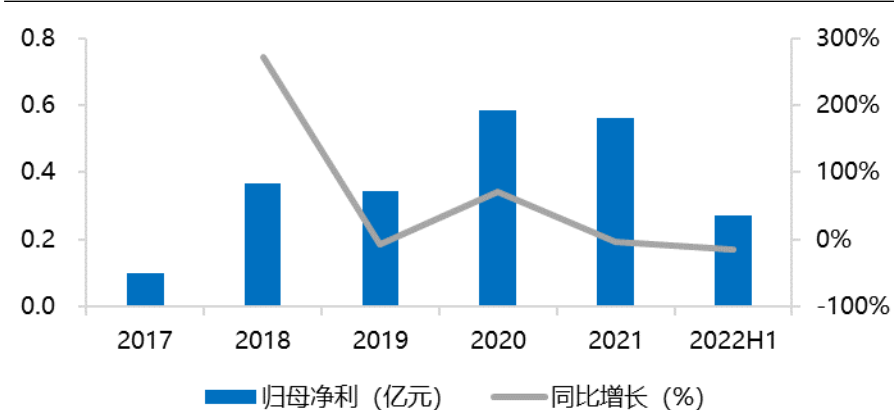
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1净资产收益率下降



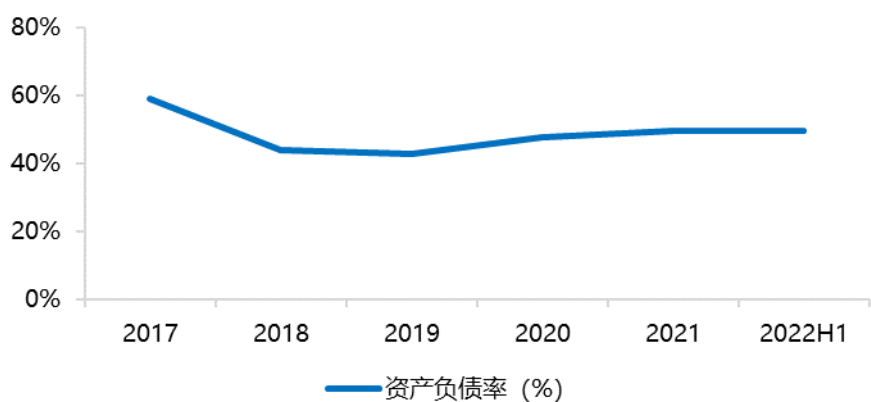
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1归母净利润同比下降14.92%



资料来源：wind，国海证券研究所

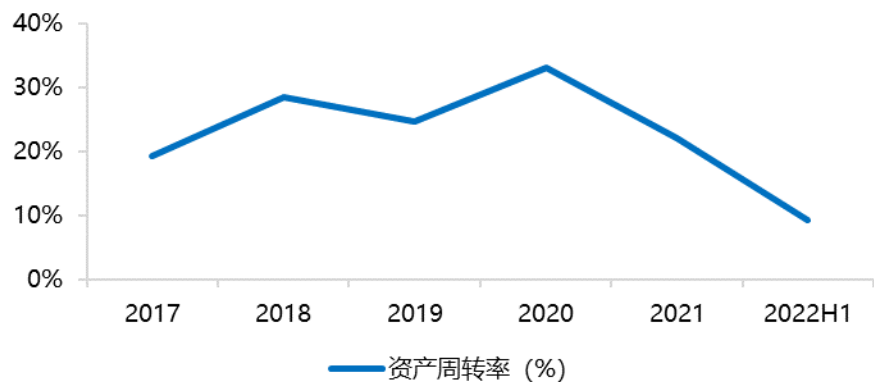
图表：2022H1资产负债率略升



资料来源：wind，国海证券研究所

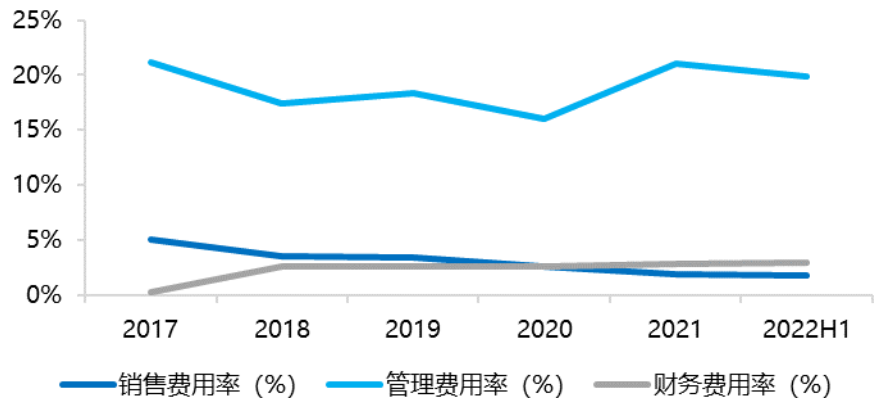
2022H1经营活动现金流同比增加5.89%

图表：2022H1资产周转率下降



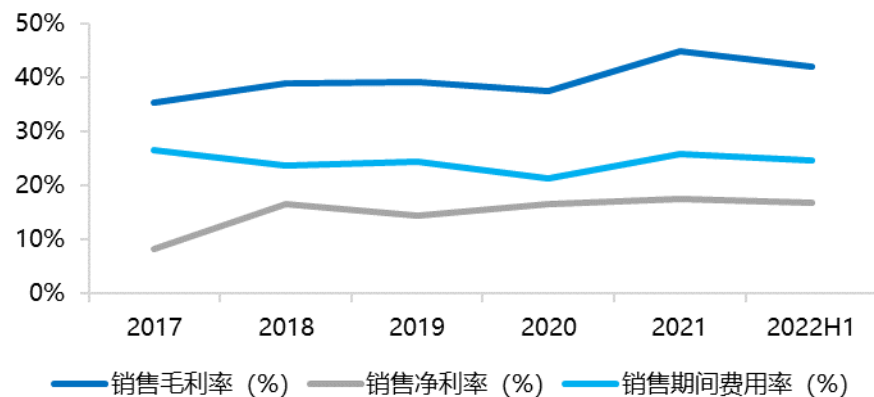
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1期间费用率下降



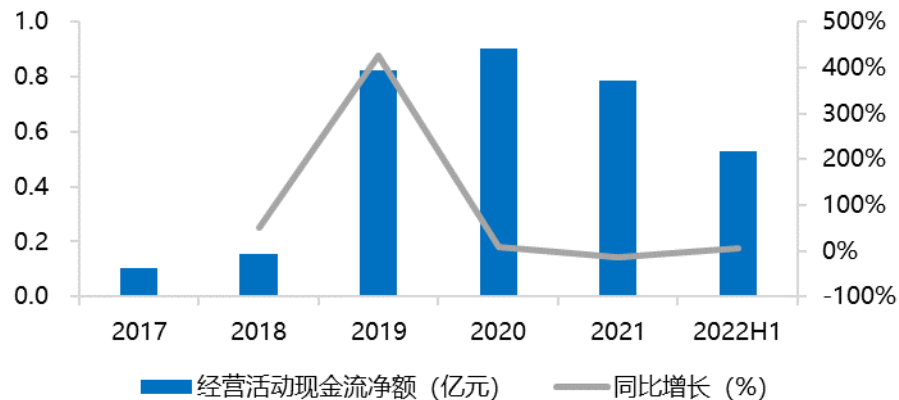
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1净利率下降



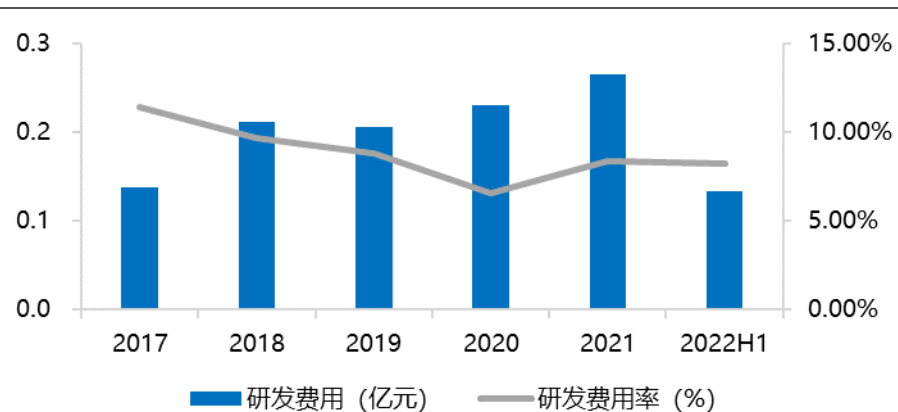
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1经营活动现金流同比增加5.89%



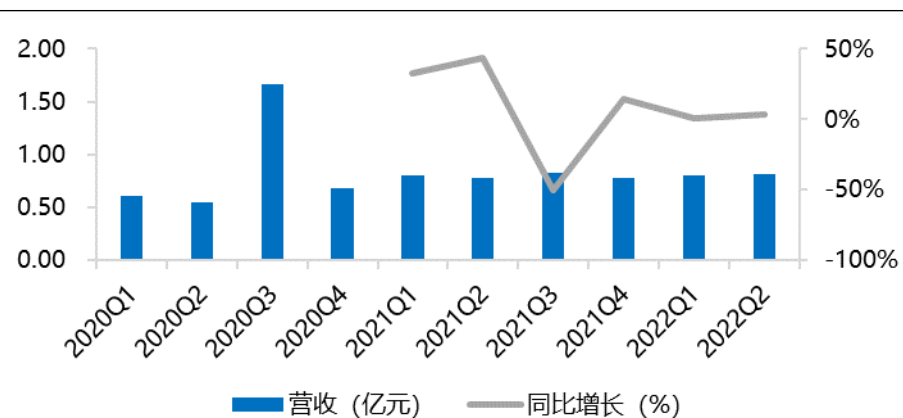
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1研发费用0.13亿元



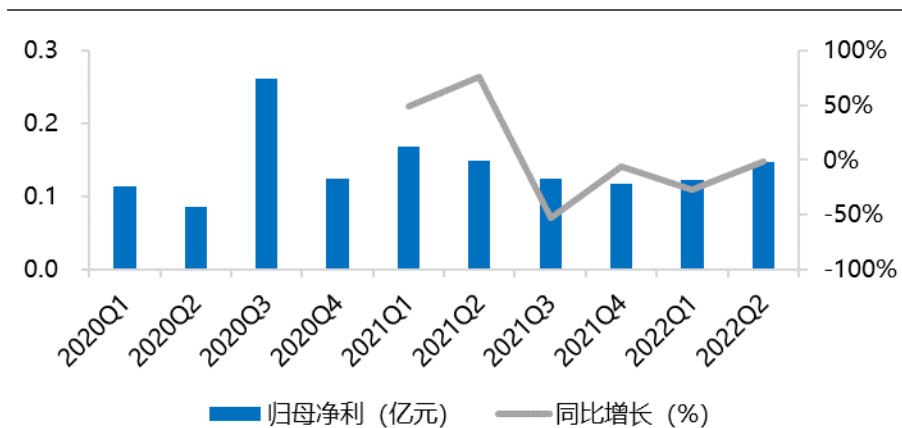
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2营收同增3.81%



资料来源：wind, 国海证券研究所

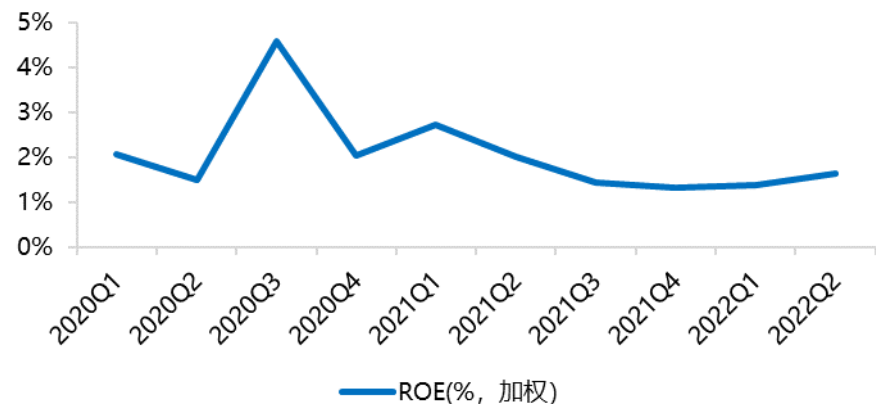
图表：2022Q2归母净利同减0.99%



资料来源：wind, 国海证券研究所

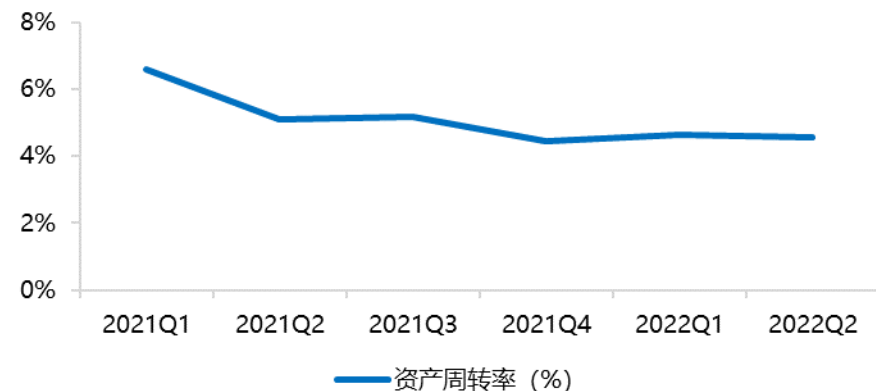
2022Q2毛利率下降

图表：季度净资产收益率



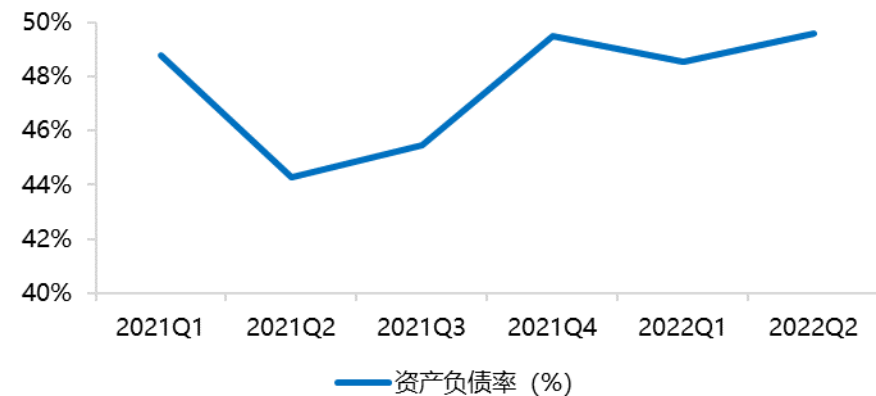
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



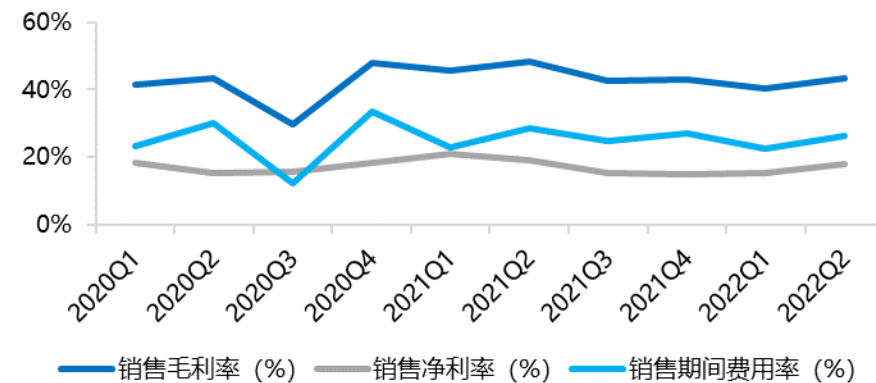
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

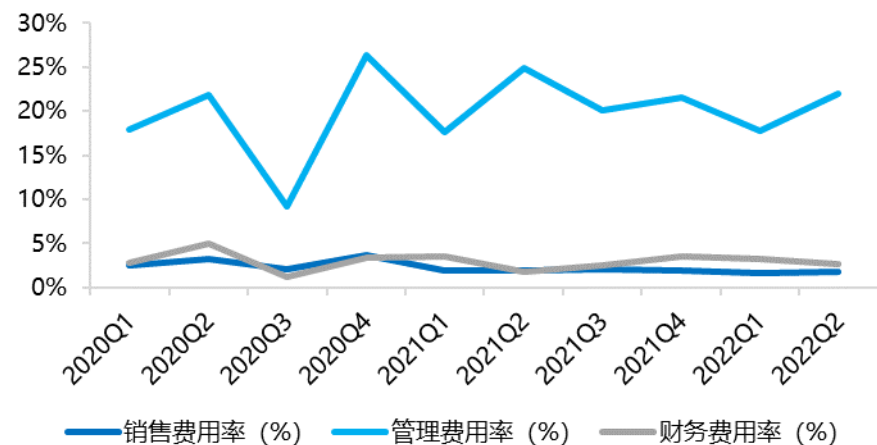
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

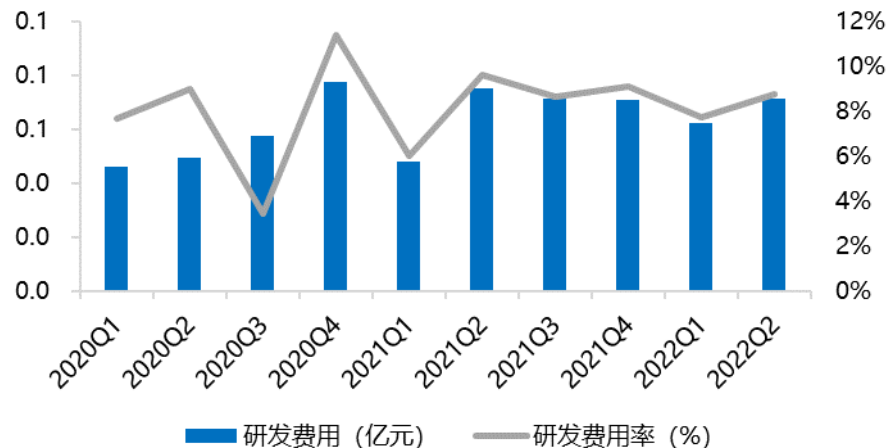
二季度期间经营活动现金流增加

图表：2022Q2期间费用率增加



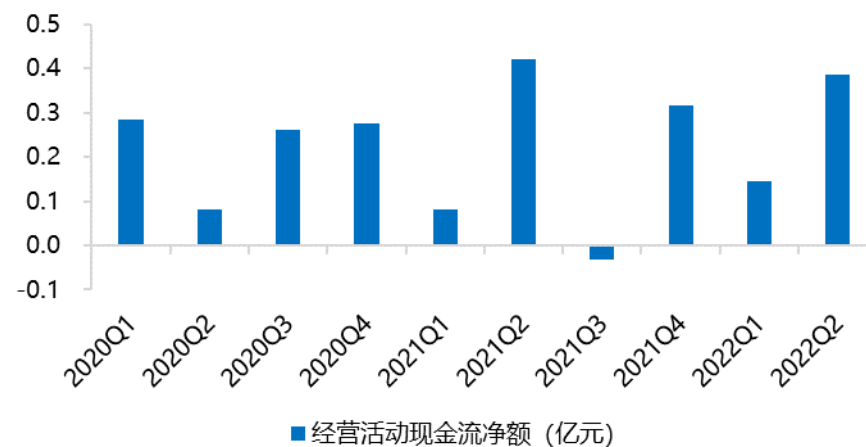
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



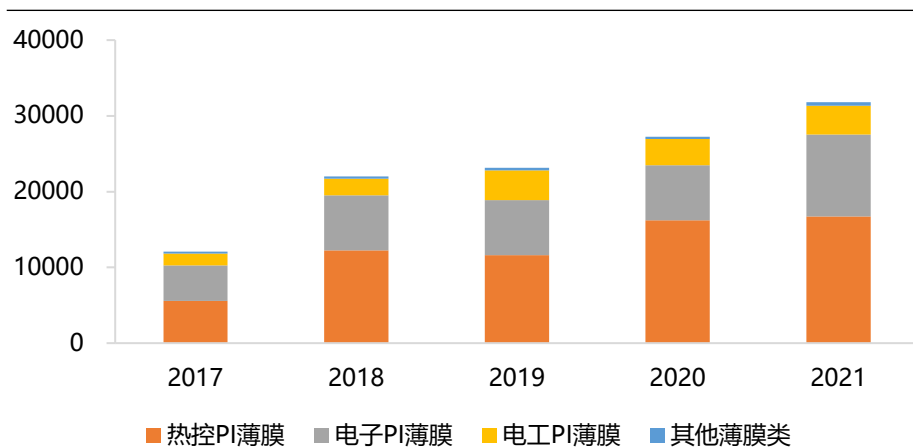
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2经营活动现金流



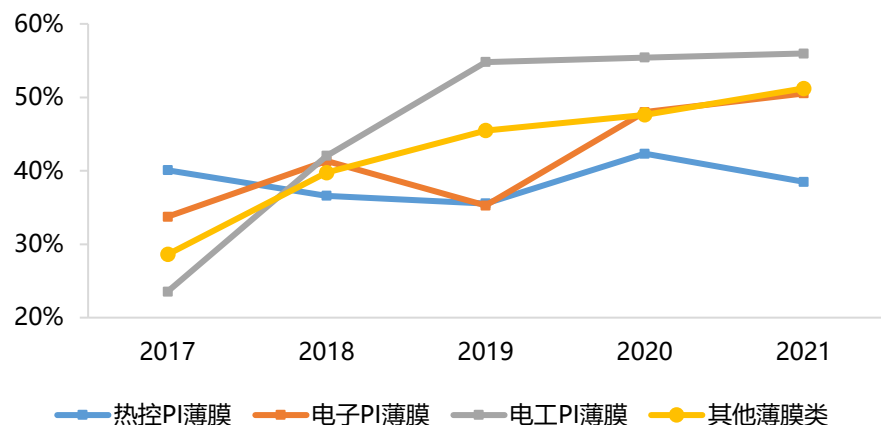
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况（亿元）



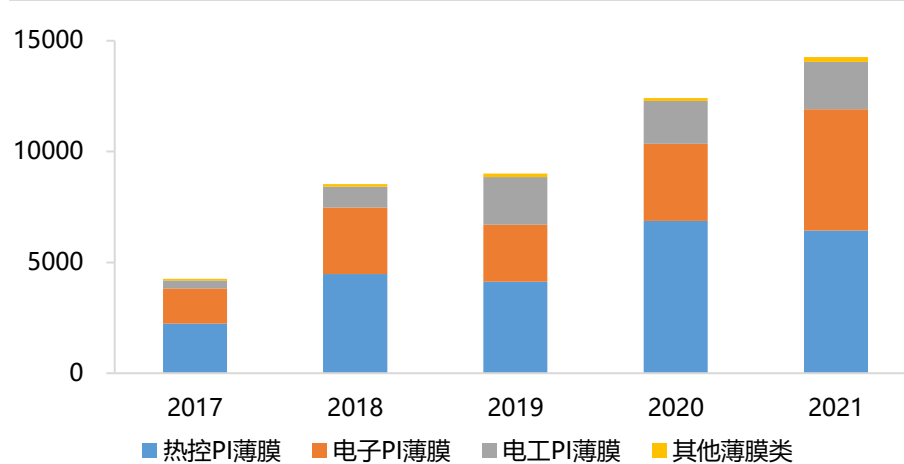
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



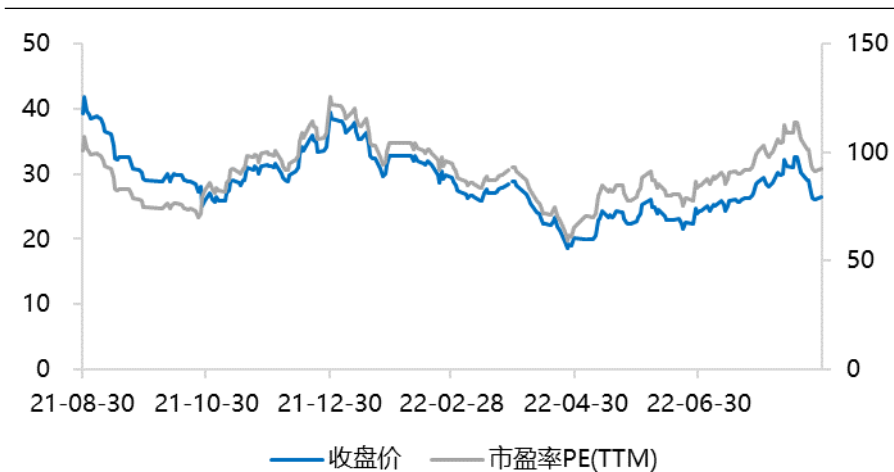
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利情况（亿元）



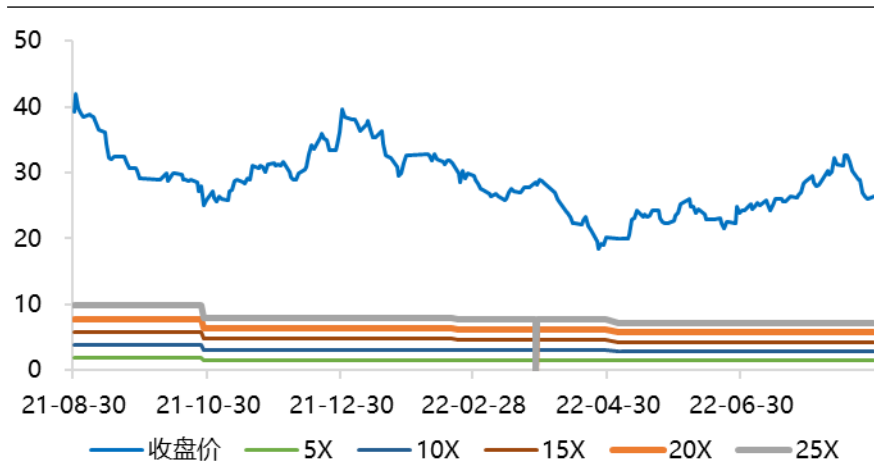
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：收盘价及PE (TTM)



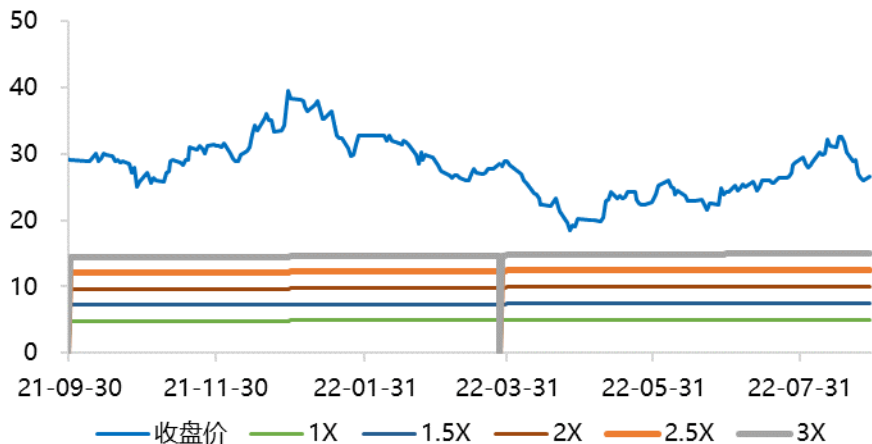
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

瑞华泰盈利预测表

| 证券代码: 688323 | | 股价: 26.98 | | | | 投资评级: 买入(维持) | | | | 日期: 20220830 | | | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | 每股指标与估值 | | | | | |
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 203 | 200 | 200 | 200 | 营业收入 | 319 | 436 | 878 | 1226 | 每股指标 | | | | |
| 应收款项 | 121 | 149 | 317 | 431 | 营业成本 | 176 | 252 | 474 | 664 | EPS | 0.34 | 0.41 | 1.25 | 1.85 |
| 存货净额 | 51 | 47 | 113 | 141 | 营业税金及附加 | 3 | 3 | 7 | 10 | BVPS | 4.90 | 5.31 | 6.56 | 8.41 |
| 其他流动资产 | 35 | 51 | 82 | 114 | 销售费用 | 6 | 7 | 11 | 15 | 估值 | | | | |
| 流动资产合计 | 410 | 447 | 711 | 886 | 管理费用 | 40 | 41 | 61 | 74 | P/E | 113.3 | 65.3 | 21.6 | 14.6 |
| 固定资产 | 467 | 762 | 885 | 1077 | 财务费用 | 9 | 29 | 39 | 45 | P/B | 7.9 | 5.1 | 4.1 | 3.2 |
| 在建工程 | 562 | 735 | 956 | 1153 | 其他费用/(-收入) | 27 | 28 | 48 | 67 | P/S | 21.8 | 11.1 | 5.5 | 4.0 |
| 无形资产及其他 | 300 | 502 | 697 | 896 | 营业利润 | 62 | 80 | 245 | 361 | 财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 长期股权投资 | 8 | 12 | 16 | 20 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 盈利能力 | | | | |
| 资产总计 | 1746 | 2457 | 3265 | 4031 | 利润总额 | 62 | 80 | 245 | 362 | ROE | 6% | 8% | 19% | 22% |
| 短期借款 | 105 | 703 | 1097 | 1397 | 所得税费用 | 6 | 6 | 20 | 29 | 毛利率 | 45% | 42% | 46% | 46% |
| 应付款项 | 121 | 154 | 308 | 418 | 净利润 | 56 | 74 | 225 | 333 | 期间费率 | 17% | 18% | 13% | 11% |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 销售净利率 | 18% | 17% | 26% | 27% |
| 其他流动负债 | 57 | 62 | 96 | 119 | 归属于母公司净利润 | 56 | 74 | 225 | 333 | 成长能力 | | | | |
| 流动负债合计 | 282 | 918 | 1502 | 1935 | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 收入增长率 | -9% | 37% | 101% | 40% |
| 长期借款及应付债券 | 563 | 563 | 563 | 563 | 经营活动现金流 | 78 | 174 | 280 | 436 | 利润增长率 | -4% | 33% | 203% | 48% |
| 其他长期负债 | 19 | 19 | 19 | 19 | 净利润 | 56 | 74 | 225 | 333 | 营运能力 | | | | |
| 长期负债合计 | 582 | 582 | 582 | 582 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.18 | 0.18 | 0.27 | 0.30 |
| 负债合计 | 865 | 1501 | 2084 | 2517 | 折旧摊销 | 57 | 71 | 88 | 96 | 应收账款周转率 | 4.36 | 4.67 | 4.51 | 4.59 |
| 股本 | 180 | 180 | 180 | 180 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转率 | 6.22 | 9.34 | 7.76 | 8.70 |
| 股东权益 | 882 | 956 | 1182 | 1514 | 营运资金变动 | -48 | -2 | -76 | -41 | 偿债能力 | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 1746 | 2457 | 3265 | 4031 | 投资活动现金流 | -426 | -744 | -633 | -689 | 资产负债率 | 50% | 61% | 64% | 62% |
| | | | | | 资本支出 | -420 | -580 | -467 | -524 | 流动比 | 1.45 | 0.49 | 0.47 | 0.46 |
| | | | | | 长期投资 | -6 | -154 | -154 | -154 | 速动比 | 1.25 | 0.43 | 0.39 | 0.38 |
| | | | | | 其他 | 0 | -10 | -12 | -11 | | | | | |
| | | | | | 筹资活动现金流 | 482 | 567 | 354 | 253 | | | | | |
| | | | | | 债务融资 | 298 | 598 | 394 | 300 | | | | | |
| | | | | | 权益融资 | 234 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| | | | | | 其它 | -50 | -31 | -41 | -47 | | | | | |
| | | | | | 现金净增加额 | 135 | -3 | 0 | 0 | | | | | |

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年化工行业研究经验。陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立, 客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐: 行业基本面向好, 行业指数领先沪深300指数;
中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随沪深300指数;
回避: 行业基本面向淡, 行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入: 相对沪深300 指数涨幅20%以上;
增持: 相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间;
中性: 相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间;
卖出: 相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597