

2022年11月01日

公司研究

评级: 买入(维持)

Q3 业绩承压，嘉兴项目及 CPI 打开成长空间

——瑞华泰（688323）点评报告

研究所

证券分析师: 李永磊 S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

证券分析师: 董伯骏 S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/10/31

表现	1M	3M	12M
瑞华泰	4.5%	-23.2%	-14.9%
沪深300	-7.8%	-15.9%	-28.5%

市场数据

2022/10/31

当前价格(元)	22.07
52周价格区间(元)	17.94-39.76
总市值(百万)	3,972.60
流通市值(百万)	2,107.33
总股本(万股)	18,000.00
流通股本(万股)	9,548.39
日均成交额(百万)	27.23
近一月换手(%)	1.09

事件:

2022年10月29日,公司发布2022年三季报:2022年前三季度公司实现营业收入2.23亿元,同比下降7.33%;实现归属于上市公司股东的净利润0.35亿元,同比下降20.19%;加权平均净资产收益率为3.96%,同比下降1.94个百分点。销售毛利率41.07%,同比下降4.38个百分点;销售净利率15.83%,同比下降2.55个百分点。

其中,2022年Q3实现营业收入0.61亿元,同比下降25.71%,环比下降24.69%;实现归母净利润0.08亿元,同比下降33.58%,环比下降46.67%;加权平均净资产收益率为0.92%,同比下降0.53个百分点。毛利率38.60%(同比下降4.00个百分点,环比下降4.96个百分点),净利率13.57%(同比下降1.61个百分点,环比下降4.59个百分点)。

投资要点:

■ 受消费市场低迷及新产品评估影响,公司三季度业绩承压

公司2022Q3实现营业收入0.61亿元,同比下降25.71%,环比下降24.69%;实现归母净利润0.08亿元,同比下降33.58%,环比下降46.67%。公司业绩下滑主要原因是下半年电子和通讯终端消费市场低迷,同时为嘉兴新建产能投产准备,公司加快在新能源等新应用领域的系列新产品上线出样、评估,影响三季度营业收入,特别是对热控PI薄膜影响较大,2022年前三季度公司热控PI薄膜收入同比下降23.54%,2022Q3热控PI薄膜收入同比下降31.06%。2021年四季度以来主要化学品原材料及电力单价上涨使营业成本上升,导致毛利率有所下降。2022Q3公司销售毛利率为38.60%,同比下降4.00个百分点,环比下降4.96个百分点。

2022年前三季度,公司经营活动现金流入净额为0.81亿元,同比增加73.00%,主要系收到的税费返还较去年同期增加所致。期间费用方面,2022Q3公司销售/管理/财务费用率分别为2.65%/14.32%/5.42%,同比+0.62/+2.91/+2.89pct,环比+0.79/+1.13/+2.78pct。公司研发项目和研发投入增加,研发费用率为10.86%,同比+2.18pct,环比+2.10pct。

■ 嘉兴项目与 CPI 产线打开成长空间

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。OLED 及柔性显示技术的发展驱动了光学级 PI 的应用，为 PI 行业的发展带来新机遇；随着清洁能源的占比提升，新能源汽车、光伏等行业快速发展，PI 薄膜在新能源汽车电机、锂电池、薄膜光伏电池等领域有望实现产业化应用，PI 薄膜市场规模持续扩大。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。

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。

■ 盈利预测和投资评级

受终端消费市场低迷及原材料和电力价格上涨，公司三季度经营业绩承压，我们调降本次盈利预测，预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 0.51、1.52、2.82 亿元，EPS 为 0.28、0.84、1.57 元/股，对应 PE 为 78、26、14 倍，公司嘉兴项目及 CPI 产线投产在即，看好公司长期成长性，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	315	655	1069
增长率 (%)	-9	-1	108	63
归母净利润 (百万元)	56	51	152	282
增长率 (%)	-4	-9	199	86
摊薄每股收益 (元)	0.34	0.28	0.84	1.57
ROE (%)	6	5	14	21
P/E	113.32	78.26	26.17	14.10
P/B	7.86	4.26	3.66	2.91
P/S	21.75	12.61	6.07	3.72
EV/EBITDA	57.39	40.36	22.40	15.34

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：瑞华泰盈利预测表

证券代码:	688323				股价:	22.07				投资评级:	买入				日期:	2022/10/31									
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标	2021A	2022E	2023E	2024E	估值	2021A	2022E	2023E	2024E						
盈利能力					ROE	6%	5%	14%	21%	EPS	0.34	0.28	0.84	1.57	毛利率	45%	41%	44%	45%	BVPS	4.90	5.18	6.03	7.59	
					期间费率	17%	18%	15%	12%	估值					P/E	113.32	78.26	26.17	14.10	P/B	7.86	4.26	3.66	2.91	
					销售净利率	18%	16%	23%	26%	P/S	21.75	12.61	6.07	3.72											
成长能力					收入增长率	-9%	-1%	108%	63%																
					利润增长率	-4%	-9%	199%	86%																
营运能力					总资产周转率	0.18	0.13	0.21	0.27	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业收入	319	315	655	1069	营业成本	176	186	366	584	
					应收账款周转率	4.36	4.67	4.51	4.59	营业税金及附加	3	4	9	14	销售费用	6	6	12	19	管理费用	40	38	65	91	
					存货周转率	6.22	9.11	7.50	8.63	财务费用	9	13	19	23	其他费用/(-收入)	27	27	46	75	营业利润	62	54	165	306	
偿债能力					资产负债率	50%	61%	65%	65%	营业外净收支	0	1	0	0	利润总额	62	55	165	306	所得税费用	6	4	13	25	
					流动比	1.45	0.44	0.40	0.40	净利润	56	51	152	282	少数股东损益	0	0	0	0	归属于母公司净利润	56	51	152	282	
					速动比	1.25	0.39	0.33	0.33	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	经营活动现金流	78	150	207	347	净利润	56	51	152	282	
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	流动资产合计	410	383	588	800	少数股东权益	0	0	0	0	折旧摊销	57	71	88	96	公允价值变动	0	0	0	0	
					现金及现金等价物	203	200	200	200	营运资金变动	-48	14	-54	-55	投资活动现金流	-426	-744	-632	-688	资本支出	-420	-580	-467	-524	
					应收款项	121	108	236	376	长期投资	-6	-154	-154	-154	其他	0	-10	-10	-10	筹资活动现金流	482	590	425	341	
					存货净额	51	35	87	124	债务融资	298	606	445	366	权益融资	234	0	0	0	其它	-50	-15	-21	-25	
					其他流动资产	35	40	64	101	现金净增加额	135	-3	0	0											
					固定资产	467	762	885	1077																
					在建工程	562	735	956	1153																
					无形资产及其他	300	502	697	896																
					长期股权投资	8	12	16	20																
					资产总计	1746	2393	3142	3946																
					短期借款	105	711	1156	1522																
					应付款项	121	114	238	368																
					预收帐款	0	0	0	0																
					其他流动负债	57	53	81	108																
					流动负债合计	282	878	1475	1998																
					长期借款及应付债券	563	563	563	563																
					其他长期负债	19	19	19	19																
					长期负债合计	582	582	582	582																
					负债合计	865	1460	2057	2580																
					股本	180	180	180	180																
					股东权益	882	933	1085	1366																
					负债和股东权益总计	1746	2393	3142	3946																

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【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。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

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。

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。

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年半化工行业研究经验。

【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。