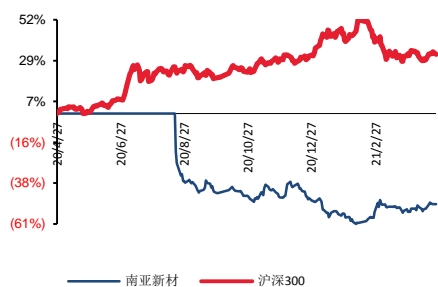


信息技术 技术硬件与设备

原材料短期影响消散，定位高端步入成长通道

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	234/51
总市值/流通(百万元)	7,198/1,563
12个月最高/最低(元)	61.55/23.96

相关研究报告:

证券分析师: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

事件: 2020年公司预计实现营业收入21.21亿元,同比增长20.62%,归母净利润1.36亿元,同比下降10.17%,扣非归母净利润1.04亿元,同比下滑24.65%。

2021年第一季度,公司实现营业收入8.32亿元,同比增长88.53%,归母净利润0.77亿元,同比增长140.10%,扣非归母净利润0.71亿元,同比增长162.82%。

原材料涨价短期影响消散,迎来利润释放甜蜜期。公司是全球前二十、内资前三的覆铜板和半固化粘结片供应商,经过多年的发展,已与健鼎集团、奥士康、景旺电子、瀚宇博德、深南电路等知名PCB厂商建立起长期稳定的合作关系,2020年,在江西1期的新产能投产并爬坡的情况下,公司的营业收入实现了稳步的增长,但由于受上游原材料涨价的影响,公司毛利率有所承压,2020年公司营业利润预计下滑9.66%至1.53亿元,尤其是第三、四季度,上游原材料涨价的负面影响极为明显,该两个季度的毛利率仅为13.26%和14.14%,与2019年同期相比分别下降7.05pct.和1.85pct.,同时,报告期内公司致力于高频高速板材对国内一线通信及服务器终端客户的导入,使得公司整体研发费用较大幅度增长,多重因素叠加影响下,公司2020年业绩同比略有下滑。

今年一季度看,国内覆铜板厂均已较大程度将上游铜箔的涨价压力传导至终端客户,南亚Q1毛利率快速回升,业绩弹性得以较好的释放,且从长远来看,铜价在未来的企稳回落,有望为覆铜板厂商创造一定时间的盈利甜蜜窗口,这意味着,去年下半年公司最为主要的利润出血点正逐渐止血,随着IPO投资产线进入投产阶段、新增产线良率及稼动率持续攀升以及2020年导入通讯及服务器客户的板材逐渐起量,公司有望步入业绩高成长轨道。

定位高端板材,强成长属性的内资覆铜板企业。覆铜板技术演进经历了“普通板-无铅无卤板-高频高速/车用/IC封装/高导热板”的升级过程,传统覆铜板的定价很大程度上受上游原材料价格的影响,而随着板材规格的提升,覆铜板价格的“技术含量”提升较为明确,因此,高端板材的盈利水平相对较高且稳定,此外,由于技术和材料配方构建的高竞争壁垒,高频、高速等高端覆铜板市场的格局比整体覆铜板市场的格局更为集中,且核心玩家已欧、美、日企为主,内资企业仍

处于追赶状态。所幸，不管是 5G 基站亦或是服务器领域，国内终端厂商的话语权均在逐渐提升，而在 PCB 环节，国内亦不乏深南电路、生益电子、景旺电子、兴森科技等优秀企业，对于覆铜板行业而言，配合下游 PCB 和终端客户实现高端板材的国产化已然是较为明确的趋势，易见，对于内资厂商而言，高端覆铜板赛道极具成长属性。

公司主要定位高端板材，普通板收入占比已下降至 15% 以内，无铅无卤板是公司当前收入主要来源，高速板已通过国内通讯及服务器核心厂商的认证，高频板、车用板、IC 封装板亦有技术及客户储备。尤为值得关注的是，随着 5G 的到来以及英特尔服务器平台升级至 Whireley 和 Eagle Stream，“Low Loss”和“Very Low Loss”级别的高速覆铜板需求将有所提升，受益于国产替代趋势，公司高速板领域的优先技术布局和客户认证，有望逐渐兑现成为公司业绩成长的助推器。

募资扩产奠定成长基调。截止 2017 年，公司具备约 1280 万张/年的覆铜板产能，且整体产能利用率已接近 95%，因此，公司自 2017 年便开始建设江西工厂，整体规划产能高达 5760 万张/年，约为上海原有产能的 4 倍。当前，公司江西一厂产能已基本完成投放，部分产线已经达产，产能相较于 2019 年已扩增一倍，2021 年，下游需求的高景气，为公司新增产能的充分释放提供了契机，公司收入规模有望迎来进一步成长。

盈利预测及评级：首次覆盖，给予买入评级。在产能有序扩增的基础上，产品结构、客户结构的持续改善，则有望进一步提升公司的盈利能力，预计 2021-2023 年公司的净利润分别为 3.06 亿、4.24 和 5.52 亿元，当前股价对应 PE 24.44、17.64 和 13.57 倍，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：（1）上游原材料继续大幅涨价削弱公司盈利能力；（2）下游需求紧缺状态缓解导致公司产品价格下滑；（3）高频高速覆铜板赛道进展加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2121	3305	4462	5606
(+/-%)	20.65	55.82	35.01	25.64
净利润(百万元)	136	306	424	552
(+/-%)	-10.17	125.65	38.55	29.98
摊薄每股收益(元)	0.58	1.31	1.81	2.35
市盈率(PE)	55.15	24.44	17.64	13.57

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	102	753	712	706	810	营业收入	1,758	2,121	3,305	4,462	5,606
应收和预付款项	938	1,180	1,545	1,922	2,348	营业成本	1,434	1,800	2,682	3,607	4,520
存货	192	265	297	346	374	营业税金及附加	7	6	10	12	16
其他流动资产	30	740	750	758	774	销售费用	51	52	78	102	119
流动资产合计	1,262	2,938	3,304	3,731	4,306	管理费用	100	142	211	276	341
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	9	-1	-7	-4	-6
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-3	-2	-3	-3
固定资产	473	552	606	644	675	投资收益	1	1	0	0	0
在建工程	4	58	45	42	46	公允价值变动	0	5	0	0	0
无形资产	44	51	51	51	51	营业利润	169	153	360	499	649
长期待摊费用	1	1	0	0	0	其他非经营损益	1	0	0	0	0
其他非流动资产	22	23	26	29	31	利润总额	169	153	360	499	649
资产总计	1,805	3,623	4,033	4,498	5,111	所得税	18	17	54	75	97
短期借款	209	88	103	91	89	净利润	151	136	306	424	552
应付和预收款项	654	713	792	835	884	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	18	3	3	3	3	归母股东净利润	151	136	306	424	552
其他负债	257	226	235	245	260						
负债合计	1,137	1,030	1,134	1,175	1,235	预测指标					
股本	176	234	234	234	234		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	200	1,927	1,927	1,927	1,927	毛利率	18.46%	15.11%	18.85%	19.15%	19.38%
留存收益	296	431	738	1,162	1,714	销售净利率	8.60%	6.40%	9.27%	9.51%	9.84%
归母公司股东权益	671	2,593	2,899	3,324	3,875	销售收入增长率	-4.34%	20.62%	55.83%	35.01%	25.65%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	30.58%	-12.62%	126.08%	39.96%	30.32%
股东权益合计	671	2,593	2,899	3,324	3,875	净利润增长率	34.72%	-10.17%	125.65%	38.55%	29.98%
负债和股东权益	1,808	3,623	4,033	4,498	5,111	ROE	0.23	0.05	0.11	0.13	0.14
						ROA	0.1	0.04	0.09	0.11	0.12
						ROIC	0.24	0.15	0.21	0.23	0.24
现金流量表(百万)						EPS(X)	0.64	0.58	1.31	1.81	2.35
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	PE(X)	49.54	55.15	24.44	17.64	13.57
经营性现金流	124	-34	-21	40	142	PB(X)	11.16	2.89	2.58	2.25	1.93
投资性现金流	-151	-1,113	-46	-45	-48	PS(X)	4.26	3.53	2.27	1.68	1.34
融资性现金流	18	1,619	26	-2	10	EV/EBITDA(X)	28.01	30.54	18.01	12.9	9.79
现金增加额	-9	476	-41	-6	104						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。