

瑞华泰 (688323.SH)

高性能 PI 国产化加速，嘉兴项目投产打开成长空间

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	319	302	502	784	1,081
增长率 yoy (%)	-9.0	-5.4	66.3	56.3	37.8
归母净利润 (百万元)	56	39	79	149	227
增长率 yoy (%)	-4.2	-30.6	104.4	87.5	52.4
ROE (%)	6.4	3.8	7.2	8.0	10.9
EPS 最新摊薄 (元)	0.31	0.22	0.44	0.83	1.26
P/E (倍)	82.3	118.6	58.0	31.0	20.3
P/B (倍)	5.2	5.1	4.7	2.7	2.4

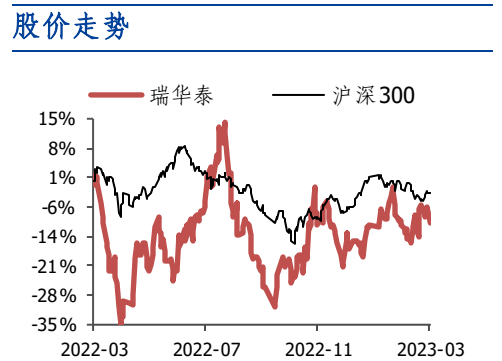
资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 27 日收盘价

事件: 公司 3 月 17 日发布 2022 年度报告, 2022 年全年公司实现营收 3.02 亿元, 同比下降 5.36%; 实现归母净利润 0.39 亿元, 同比下降 30.64%; 实现扣非净利润 0.29 亿元, 同比下降 42.68%。分季度看, 公司 2022 年 Q4 实现营收 0.78 亿元, 环比增长 27.76%, 同比增长 0.74%; 实现归母净利润 0.04 亿元, 环比下降 57.84%, 同比下降 70.13%; 实现扣非归母净利润 0.02 亿元, 环比下降 12.55%, 同比下降 78.17%。

消费电子需求收窄, 公司业绩短期承压: 2022 年, 消费电子市场智能手机应用需求收窄, 热控 PI 薄膜受下游终端客户需求下降, 公司热控 PI 薄膜产品收入同比下降 19.70%。主要原材料价格、电力单价出现不同程度的上涨, 毛利率 38.33%, 同比下降 6.55pct; 净利率 12.88%, 同比下降 4.70pct, 盈利能力短期承压。费用方面, 2022 年全年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.07%/12.45%/8.96%/3.96%, 同比变动分别为 0.13/-0.22/0.62/1.16pct。2022 年公司财务费用增加主要系公司发行可转债利息支出增加所致。

嘉兴项目投产有望拓宽应用场景, CPI 薄膜工艺填补国内空白: 嘉兴瑞华泰 1600 吨 PI 薄膜募投项目是公司 2022 年重点工作目标之一。目前厂房建设工程已基本完成, 处于设备调试的第一阶段。嘉兴项目产能释放后, 公司将调整市场应用板块: 第一板块为高速通讯和柔性基材, 集中面对消费和可穿戴电子领域; 第二个板块为交通和能源, 主要针对轨道交通、高铁和功能型应用; 第三个为 EV 板块, 主要对应新能源汽车三电系统对 PI 的迫切需求; 第四块为信息显示, 包括浆料和柔性显示的盖板。公司正在研发的柔性 OLED 用 CPI 薄膜项目光学级产线处于工艺优化提升阶段, 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, 有望填补柔性显示领域的国内空白。公司掌握了完整的高性能 PI 薄膜制备核心技术, 有望受益柔性线路板、柔性显示、汽车电子等下游旺盛需求, 进一步开拓成长空间。

买入 (首次评级)	
股票信息	
行业	基础化工
2023 年 3 月 27 日收盘价 (元)	25.62
总市值 (百万元)	4,611.60
流通市值 (百万元)	2,446.30
总股本 (百万股)	180.00
流通股本 (百万股)	95.48
近 3 月日均成交额 (百万元)	29.18



作者

分析师 邹兰兰
 执业证书编号: S1070518060001
 邮箱: zoulanlan@cgws.com

相关研究

国产化趋势增强，高性能 PI 薄膜市场前景广阔：PI 薄膜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。目前国内 PI 薄膜行业的整体水平与国外存在差距，高性能 PI 薄膜市场主要被美国杜邦、日本钟渊化学、韩国 PIAM、日本宇部等少数国外厂商所占有。高性能 PI 薄膜作为影响我国高新技术产业快速发展的重要材料，市场需求不断增加，且国产化需求较迫切。公司通过 18 年的技术研发，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，成功开发了热控 PI 薄膜、电子 PI 薄膜、电工 PI 薄膜、航天航空用 PI 薄膜等系列产品。公司高性能 PI 薄膜产品有望受益关键材料国产化政策和市场环境支持，迎来广阔的市场空间。

首次覆盖，给予“买入”评级：公司主营业务为高性能 PI 薄膜的研发、生产和销售，主要产品系列包括热控 PI 薄膜、电子 PI 薄膜、电工 PI 薄膜等，产品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、航天航空等国家战略新兴产业领域。公司已成为全球高性能 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，跨入全球竞争的行列。受益于关键材料国产化趋势以及下游细分领域需求强劲，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.79 亿元、1.49 亿元、2.27 亿元，EPS 分别为 0.44 元、0.83 元、1.26 元，PE 分别为 58X、31X、20X。

风险提示：宏观经济风险、市场开拓及竞争风险、原材料价格波动风险、募投项目实施和产能扩张不及预期风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	410	483	547	857	1128
现金	203	271	385	653	864
应收票据及应收账款	121	115	0	0	0
其他应收款	0	0	1	1	2
预付账款	6	5	14	16	25
存货	51	69	125	165	215
其他流动资产	29	23	23	23	23
非流动资产	1337	1834	2447	3304	4181
长期投资	8	17	26	35	43
固定资产	467	445	988	1634	2282
无形资产	86	84	94	107	114
其他非流动资产	776	1288	1339	1528	1742
资产总计	1746	2317	2994	4161	5309
流动负债	282	210	883	1327	2313
短期借款	105	35	577	968	1889
应付票据及应付账款	121	120	0	0	0
其他流动负债	57	55	306	359	424
非流动负债	582	1075	1013	974	918
长期借款	563	1056	994	955	899
其他非流动负债	19	20	20	20	20
负债合计	865	1285	1896	2301	3232
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1
股本	180	180	180	200	200
资本公积	543	543	543	1143	1143
留存收益	159	185	253	376	554
归属母公司股东权益	882	1032	1098	1861	2079
负债和股东权益	1746	2317	2994	4161	5309

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	78	90	94	244	377
净利润	56	39	79	149	226
折旧摊销	55	54	71	134	206
财务费用	9	12	9	3	-0
投资损失	1	0	0	0	1
营运资金变动	-48	-20	-65	-41	-56
其他经营现金流	5	5	-0	-1	-0
投资活动现金流	-426	-507	-685	-991	-1083
资本支出	420	498	676	982	1074
长期投资	0	0	-9	-9	-9
其他投资现金流	-6	-9	-0	-0	-1
筹资活动现金流	482	499	163	624	-3
短期借款	-140	-70	542	391	921
长期借款	438	493	-62	-39	-56
普通股增加	45	0	0	20	0
资本公积增加	173	0	0	600	0
其他筹资现金流	-34	76	-317	-347	-868
现金净增加额	135	82	-428	-123	-710

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	319	302	502	784	1081
营业成本	176	186	301	450	589
营业税金及附加	3	4	5	8	12
营业费用	6	6	13	18	24
管理费用	40	38	55	89	128
研发费用	27	27	41	63	91
财务费用	9	12	9	3	-0
资产减值损失	0	-0	0	0	0
其他收益	6	10	9	9	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0	-0	-0	-1
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
营业利润	62	39	87	162	245
营业外收入	0	1	0	1	1
营业外支出	0	0	1	0	0
利润总额	62	40	87	162	246
所得税	6	2	8	14	19
净利润	56	39	79	149	226
少数股东损益	0	0	-1	-0	-1
归属母公司净利润	56	39	79	149	227
EBITDA	154	158	202	361	547
EPS (元/股)	0.31	0.22	0.44	0.83	1.26

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	-9.0	-5.4	66.3	56.3	37.8
营业利润 (%)	-6.4	-36.1	121.5	85.8	51.2
归属母公司净利润 (%)	-4.2	-30.6	104.4	87.5	52.4
获利能力					
毛利率 (%)	44.9	38.3	40.1	42.7	45.5
净利率 (%)	17.6	12.9	15.7	18.9	21.0
ROE (%)	6.4	3.8	7.2	8.0	10.9
ROIC (%)	5.7	4.7	4.0	5.1	6.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.5	55.5	63.3	55.3	60.9
净负债比率 (%)	54.9	81.4	132.3	85.4	110.9
流动比率	1.5	2.3	0.6	0.6	0.5
速动比率	1.2	1.9	0.5	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	4.5	4.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.1	1.9	5.3	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.22	0.44	0.83	1.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.44	0.50	0.52	1.35	2.09
每股净资产 (最新摊薄)	4.90	5.05	5.42	9.65	10.86
估值比率					
P/E	82.3	118.6	58.0	31.0	20.3
P/B	5.2	5.1	4.7	2.7	2.4
EV/EBITDA	33.0	34.5	30.0	17.2	12.6

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 27 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686