

宏和科技 (603256)

证券研究报告

2022年11月07日

盈利能力承压，关注需求恢复节奏

公司公告 22 年三季报, 22q1-3 收入 4.6 亿, yoy-24%; 归母净利 0.42 亿, yoy-59%; 扣非归母净利 0.29 亿, yoy-70%。单 21q3 收入 1.2 亿, yoy-42%, qoq-26%; 归母净利 0.08 亿, yoy-75%, qoq-57%; 扣非归母净利 0.01 亿, yoy-98%, qoq-97%。22q1-3 业绩反映电子布需求景气度阶段较疲弱; 公司黄石纱布项目逐步投产, 我们继续看好公司竞争力持续强化及成长前景。

下游需求景气度较疲弱，关注恢复节奏，22q3 盈利水平或开始筑底

22q3 公司电子布销量 2,498 万米, yoy-21%/qoq-20%, 环比减少较多, 主要反映下游如消费电子等需求偏疲弱。同期电子布每米销售均价 4.56 元, qoq-30%/-0.5 元 (vs 22q1、22q2 分别为 5.54、5.07 元); 测算电子纱每 kg 平均采购价 18.4 元, qoq-30%/-5.6 元 (vs 22q1、22q2 分别为 32.0、26.2 元)。22q3 收入环比较多减少主要源于电子布销量、均价均承压。22q3 公司综合毛利率 25.5%, yoy-12.7pct, qoq-7.3pct。黄石宏和项目继续推进, 推测生产状态继续改善, 因下游景气偏疲弱, 效益预计仍有一定拖累 (22h1 黄石宏和净利润 509 万元, vs 21h1、21h2 分别为 1,635、80 万元)。整体看, 22q1-3 公司归母净利润率 9.1%, yoy-7.6pct; 22q3 为 6.5%, yoy-8.7pct, qoq-4.8pct; 盈利水平或开始筑底, 应持续关注消费电子等下游需求复苏节奏。

22q3 末公司资产负债率 40.5%, yoy+2.4pct; 带息负债比率 76.9%, yoy+1.7pct, 其中短期负债占比 41.8%, yoy+21.1pct; 整体负债有一定增加, 负债端压力边际有所加大。22q1-3 公司存货及应收账款周转天数分别为 133 天、123 天, yoy 分别+46、+25 天, 显示偏疲弱的下游需求及较低的行业景气度。

持续关注黄石项目进展及增量效益贡献，或持续提升公司竞争力

公司是全球少数掌握高端电子布全套生产工艺的厂商之一, 是电子布国产替代先行者及生力军。黄石纱一期、二期项目先后投产, 关注其电子纱客户认知情况及随着生产效率提升、下游景气回归对公司整体效益的积极贡献。后续随着黄石纱项目运行逐步进入正轨, 电子纱自供率逐步提升或较大幅度优化公司成本, 同时提升供应链掌控力, 较好提升公司竞争力。此外后续黄石拟投产的 5G 超薄/极薄电子布项目一方面提供电子布产能增量, 突破产能瓶颈, 另一方面将进一步优化公司产品结构。

下调盈利预测，高端电子布供应能力全球领先，维持“买入”评级

考虑到 22q1-3 公司盈利水平较多承压, 下游需求景气偏弱, 我们下调公司 22-24 年归母净利预测至 0.8/1.2/1.7 亿元 (前值为 1.4/1.9/2.4 亿元), yoy -38%/+60%/+37%, 我们认可黄石项目 (纱及布) 项目达产及成本管控提升至预期水平后对公司中长期竞争力带来的重要积极变化, 以及公司全球领先的高端电子布制造能力持续强化, 现价对应公司 23 年 PE 50x。继续维持“买入”评级。

风险提示: 需求及新项目投产节奏低于预期、供应商及客户集中风险、供给端竞争加剧、原材料价格大幅波动。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	620.57	808.16	619.82	813.18	984.26
增长率(%)	(6.35)	30.23	(23.30)	31.20	21.04
EBITDA(百万元)	181.27	273.23	193.62	265.51	336.40
净利润(百万元)	117.08	124.26	76.91	123.19	169.35
增长率(%)	12.31	6.13	(38.10)	60.17	37.47
EPS(元/股)	0.13	0.14	0.09	0.14	0.19
市盈率(P/E)	52.72	49.68	80.26	50.11	36.45
市净率(P/B)	4.17	4.03	3.95	3.86	3.74
市销率(P/S)	9.95	7.64	9.96	7.59	6.27
EV/EBITDA	40.97	27.89	31.97	25.47	19.66

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.98 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	884.37
流通 A 股股本(百万股)	877.80
A 股总市值(百万元)	6,146.37
流通 A 股市值(百万元)	6,100.71
每股净资产(元)	1.69
资产负债率(%)	40.50
一年内最高/最低(元)	9.28/5.78

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

俞文静 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070003
yuwenjing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

股价走势



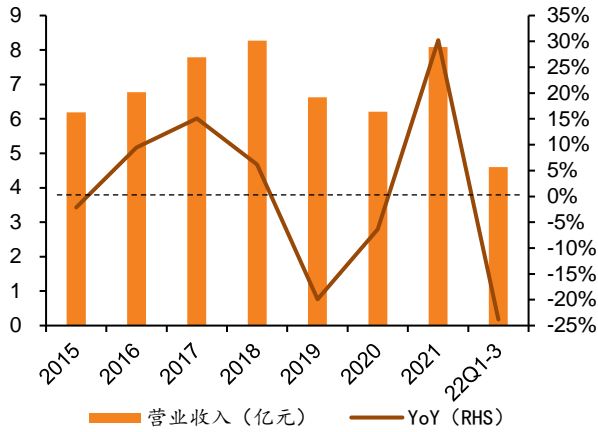
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《宏和科技-年报点评报告:电子布景气阶段回落,黄石宏和 21h2 已转盈利》2022-05-02
- 2 《宏和科技-季报点评:略低于预期,关注黄石项目投产磨合节奏》2021-10-31
- 3 《宏和科技-半年报点评:21q2 盈利能力环比改善,黄石项目蕴含盈利弹性》2021-08-30

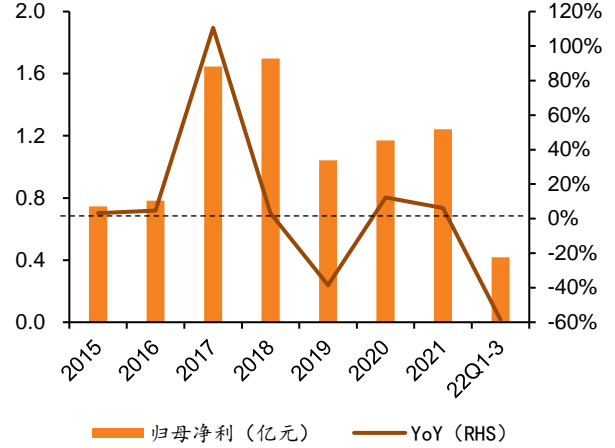
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 亿元	收盘价 元	EPS 元/股				P/E			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002080.SZ	中材科技	319.3	19.03	2.01	2.12	2.36	2.81	9.5	9.0	8.1	6.8
300196.SZ	长海股份	62.3	15.24	1.40	1.79	2.03	2.49	10.9	8.5	7.5	6.1
603601.SH	再升科技	56.3	5.52	0.24	0.24	0.31	0.38	22.6	23.4	18.0	14.5
600176.SH	中国巨石	506.4	12.65	1.51	1.63	1.68	1.90	8.4	7.7	7.5	6.7
688519.SH	南亚新材	49.0	20.86	1.70	1.65	2.50	0.00	12.3	12.7	8.3	-
600183.SH	生益科技	333.2	14.32	1.22	0.88	1.14	1.37	11.8	16.2	12.6	10.4
平均值								12.6	12.9	10.3	8.9
中位数								11.3	10.8	8.2	6.8
603256.SH	宏和科技	61.7	6.98	0.14	0.09	0.14	0.19	49.7	80.3	50.1	36.5

注：股价时间 2022/11/04；除宏和科技外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	700.23	291.64	384.40	162.64	315.34
应收票据及应收账款	225.73	306.01	101.81	433.23	214.37
预付账款	3.02	10.96	0.35	14.04	2.92
存货	112.18	136.03	64.84	190.85	110.39
其他	77.13	177.01	209.02	238.06	269.94
流动资产合计	1,118.28	921.65	760.42	1,038.82	912.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	931.16	1,096.39	1,243.99	1,387.95	1,526.35
在建工程	35.62	199.48	239.58	271.66	297.33
无形资产	47.11	46.04	44.86	43.69	42.51
其他	89.33	206.11	203.06	200.01	196.96
非流动资产合计	1,103.23	1,548.02	1,731.49	1,903.31	2,063.15
资产总计	2,221.51	2,469.67	2,491.92	2,942.13	2,976.10
短期借款	108.76	126.06	126.06	424.20	424.20
应付票据及应付账款	74.87	68.42	47.54	100.07	73.83
其他	136.00	159.01	173.70	187.56	197.03
流动负债合计	319.62	353.50	347.30	711.84	695.06
长期借款	357.22	501.40	501.40	550.16	550.16
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.25	80.45	80.45	80.45	80.45
非流动负债合计	422.48	581.85	581.85	630.61	630.61
负债合计	742.21	936.52	929.15	1,342.44	1,325.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	877.80	877.80	884.37	884.37	884.37
资本公积	294.11	294.80	294.80	294.80	294.80
留存收益	307.36	360.51	383.56	420.48	471.23
其他	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
股东权益合计	1,479.30	1,533.15	1,562.77	1,599.68	1,650.43
负债和股东权益总计	2,221.51	2,469.67	2,491.92	2,942.13	2,976.10

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	117.08	124.26	76.91	123.19	169.35
折旧摊销	24.40	63.99	78.70	90.36	102.34
财务费用	3.06	22.57	15.71	16.83	17.45
投资损失	(7.45)	(0.41)	(0.41)	(0.41)	(0.41)
营运资金变动	128.72	(226.99)	249.67	(430.71)	264.84
其它	(115.87)	128.04	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	149.94	111.46	420.58	(200.74)	553.57
资本支出	412.77	375.28	265.23	265.23	265.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(265.84)	(1,087.92)	(530.05)	(530.05)	(530.05)
投资活动现金流	146.93	(712.64)	(264.82)	(264.82)	(264.82)
债权融资	212.72	190.58	(15.71)	330.07	(17.45)
股权融资	(71.08)	(86.33)	(47.30)	(86.28)	(118.60)
其他	(7.50)	31.81	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	134.14	136.06	(63.00)	243.79	(136.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	431.01	(465.11)	92.76	(221.76)	152.70

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	620.57	808.16	619.82	813.18	984.26
营业成本	386.41	518.23	419.40	533.85	628.94
营业税金及附加	2.68	6.18	4.74	6.22	7.53
营业费用	7.33	8.39	6.43	8.44	10.21
管理费用	78.22	79.14	63.80	75.57	86.54
研发费用	21.05	28.17	21.61	28.35	34.31
财务费用	3.30	23.29	15.71	16.83	17.45
资产减值损失	(3.18)	(14.55)	(11.16)	(14.66)	(17.85)
公允价值变动收益	0.00	0.24	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.45	0.41	0.41	0.41	0.41
其他	(11.00)	27.77	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	128.31	130.89	77.39	129.69	181.85
营业外收入	6.12	9.93	9.93	9.93	9.93
营业外支出	0.98	0.41	0.41	0.41	0.41
利润总额	133.45	140.42	86.92	139.22	191.37
所得税	16.37	16.16	10.00	16.02	22.02
净利润	117.08	124.26	76.91	123.19	169.35
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	117.08	124.26	76.91	123.19	169.35
每股收益(元)	0.13	0.14	0.09	0.14	0.19

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-6.35%	30.23%	-23.30%	31.20%	21.04%
营业利润	11.79%	2.01%	-40.87%	67.58%	40.22%
归属于母公司净利润	12.31%	6.13%	-38.10%	60.17%	37.47%
获利能力					
毛利率	37.73%	35.88%	32.34%	34.35%	36.10%
净利率	18.87%	15.38%	12.41%	15.15%	17.21%
ROE	7.91%	8.10%	4.92%	7.70%	10.26%
ROIC	14.89%	11.81%	5.02%	8.21%	8.06%
偿债能力					
资产负债率	33.41%	37.92%	37.29%	45.63%	44.54%
净负债率	-15.83%	25.32%	18.91%	54.02%	43.10%
流动比率	3.50	2.60	2.19	1.46	1.31
速动比率	3.15	2.22	2.00	1.19	1.15
营运能力					
应收账款周转率	2.50	3.04	3.04	3.04	3.04
存货周转率	6.11	6.51	6.17	6.36	6.53
总资产周转率	0.30	0.34	0.25	0.30	0.33
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.14	0.09	0.14	0.19
每股经营现金流	0.17	0.13	0.48	-0.23	0.63
每股净资产	1.67	1.73	1.77	1.81	1.87
估值比率					
市盈率	52.72	49.68	80.26	50.11	36.45
市净率	4.17	4.03	3.95	3.86	3.74
EV/EBITDA	40.97	27.89	31.97	25.47	19.66
EV/EBIT	47.35	36.16	53.87	38.60	28.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com