

2019年4月24日

科创板新材料系列之六：联瑞新材
有色金属
主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A
营业收入	153.63	210.96	278.11
(+/-)	25.56%	37.31%	31.83%
营业利润	28.97	47.34	67.89
(+/-)	64.83%	63.38%	43.43%
归属母公司净利润	32.71	42.25	58.37
(+/-)	79.53%	29.17%	38.15%
EPS（元）	0.57	0.70	0.93

材料工业是国民经济的基础产业，新材料是材料工业发展的先导，是重要的战略性新兴产业。引领材料工业升级换代，对支撑战略新兴产业、保障国家重大工程建设、促进传统产业转型升级具有重大战略意义。本次系列将聚焦联瑞新材，联瑞新材是国内规模领先的硅微粉生产企业，主要产品包括结晶硅微粉、熔融硅微粉和球形硅微粉。

● **自主研发实力强，技术研发成果显著。**公司已经获得 17 项发明专利，23 项实用新型专利和 1 项外观设计专利。凭借自主研发的优势，公司产品得到国内外知名客户的认可。同时，公司设立了技术中心，配备了先进的研发设备和强大的研发队伍，能够根据客户的要求开发出符合客户需求的硅微粉产品，获得多项技术研发成果。

● **覆铜板销量稳定增长，带动硅微粉需求。**2016 年以来，中国覆铜板行业的产量、销量和销售收入呈现高增长态势。中国电子材料行业协会覆铜板材料分会的数据显示，2017 年我国覆铜板总产量达到 5.91 亿平方米，同比增长 5.07%，总销售量和总销售额同比分别增长 0.70% 和 28.50%，覆铜板行业的增长为硅微粉行业的市场增长空间提供了保障。

● **集成电路行业发展迅猛，硅微粉市场前景广阔。**根据中国半导体行业协会发布的《中国半导体产业“十三五”发展规划研究》，我国集成电路产业到 2020 年全行业销售收入将达到 9,300 亿元，年均复合增长率达 20%，其中国内集成电路封装测试业销售收入将达到 2,900 亿元，年均复合增长率达到 15%。硅微粉作为封装用环氧塑封料不可或缺的功能性填充材料，在下游集成电路行业迅速发展下，市场前景广阔。

● **对标公司估值：**公司国际主要竞争对手包括日本龙森公司、日本电化株式会社以及日本雅都玛公司等；国内竞争对手主要是浙江华飞电子基材有限公司和凯盛科技股份有限公司。从同类可比公司估值来看，浙江华飞被收购动态 PE 估值为 16.67 倍，前期公司在新三板市场上市，2018 年 8 月测算动态 PE 估值为 17.32 倍。综上所述，可比公司平均动态 PE 估值为 17 倍。

● **风险提示：**覆铜板行业发展不及预期、产品被更新替代、市场竞争加剧导致产品毛利率下降、市场系统性风险等。

分析师：徐鹏
执业证书编号：S1050516020001
联系人：谢玉磊
电话：021-54967579
邮箱：xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(8621) 64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

目 录

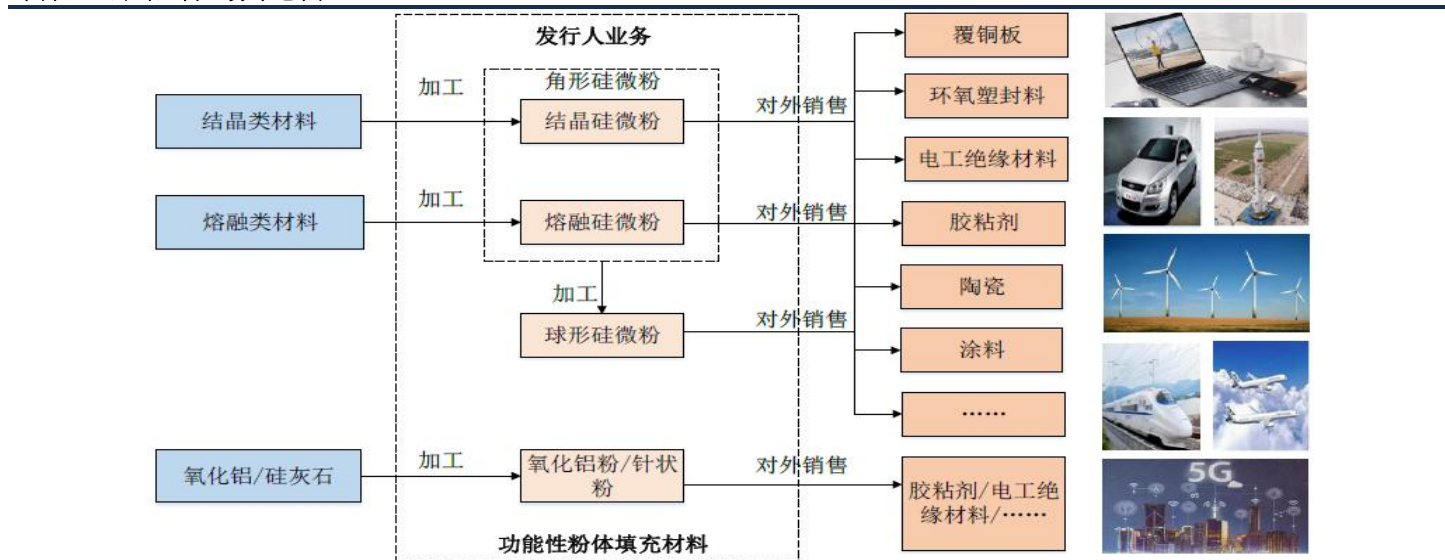
一、公司概况.....	3
1.公司简介	3
2.公司股权结构及融资历程.....	4
二、国内硅微粉行业龙头企业	5
1.自主研发实力强，技术研发成果显著	5
2.覆铜板销量稳定增长，带动硅微粉需求	5
3.集成电路行业发展迅猛，硅微粉市场前景广阔	6
三、财务数据.....	7
四、募投项目	7
五、同类公司估值情况.....	8
六、风险提示.....	9
图表 1 公司主营业务示意图.....	3
图表 2 公司主要客户一览.....	3
图表 3 公司股权结构图.....	4
图表 4 公司股权转让及增资情况	4
图表 5 公司技术研发成果一览.....	5
图表 6 2013-2017 年我国覆铜板行业总销售额及增长率.....	6
图表 7 2013-2018 年我国集成电路封装测试行业销售额及增长率.....	6
图表 8 2018 年公司营业收入划分（按产品）	7
图表 9 公司近三年营业收入和净利润情况	7
图表 10 公司募集资金用途.....	7
图表 11 主要竞争对手及同类公司估值情况（截止到 2019 年 4 月 23 日）	8

一、公司概况

1. 公司简介

联瑞新材成立于 2002 年 4 月，注册资本为 6,448 万元，公司是国内规模领先的硅微粉生产企业，主营业务为硅微粉的研发、生产和销售，主要产品包括结晶硅微粉、熔融硅微粉和球形硅微粉。凭借多年的研发投入和技术积累，公司在硅微粉产品领域具有行业领先的技术水平，其中公司掌握的高温球化技术达到国际先进水平，生产出的球形硅微粉产品的球形度、球化率、磁性异物等关键指标达到了国际领先水平。公司产品可广泛应用于电子电路用覆铜板、芯片封装用环氧塑封料以及电工绝缘材料、胶粘剂、陶瓷、涂料等领域，终端应用于消费电子、汽车工业、航空航天、风力发电、国防军工等行业。

图表 1 公司主营业务示意图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司产品品质优异，深受客户的认可，销售市场遍布中国大陆、中国台湾、日本、韩国和东南亚等国家和地区。目前，公司已同世界级半导体塑封料厂商住友电工、日立化成、松下电工、KCC 集团、华威电子，全球前十大覆铜板企业建滔集团、生益科技、南亚集团、联茂集团、金安国纪、台燿科技、韩国斗山集团等企业建立了合作关系，并成为该等企业的合格材料供应商。

图表 2 公司主要客户一览

序号	下游服务领域	客户	情况简介
1	覆铜板	建滔集团	股票代码 01888. HK，全球最大的覆铜板生产企业
		南亚集团	股票代码 1303. TW，覆铜板行业内主要生产厂商之一
		联茂集团	股票代码 6213. TW，覆铜板行业内主要生产厂商之一
		生益科技	股票代码 600183. SH，全球第二大覆铜板生产企业
		金安国纪	股票代码 002636. SZ，覆铜板行业内主要生产厂商之一
		超华科技	股票代码 002228. SZ，覆铜板行业内主要生产厂商之一
2	环氧塑封料	日立化成	国际知名半导体无机材料、树脂材料、电子零部件等产品供应商
		KCC 集团	国际知名的涂料、环氧塑封料和建材生产企业
		华威电子	国内知名的环氧塑封料生产厂商
		长兴电子	国内知名的环氧塑封料生产厂商

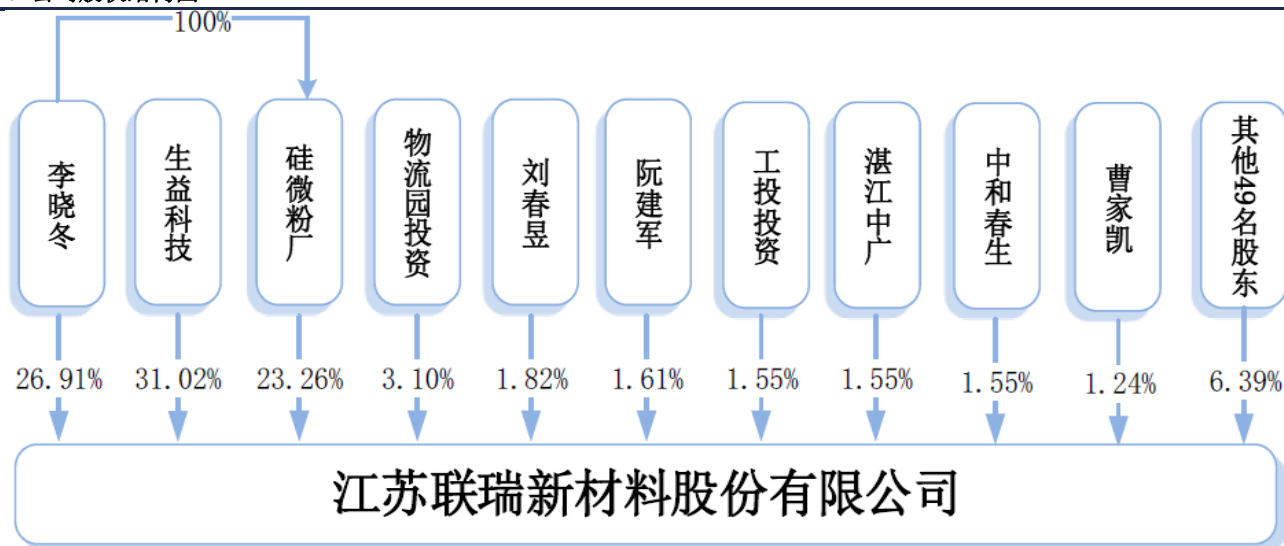
		科化新材 长春塑封料	股东北京科化新材是国内最早从事环氧塑封料研发、生产和销售企业 国内知名的环氧塑封料生产厂商
3	电工绝缘材料	陶氏化学 思源电气 长缆科技	是一家具有领导地位的全球化化工企业 股票代码 002028.SZ, 是国内专业从事电力技术研发、设备制造上市公司 股票代码 002879.SZ, 专注于电缆附件设计、制造和施工服务的上市公司
4	胶粘剂	康达新材 回天新材 硅宝科技	股票代码 002669.SZ, 国内知名结构胶粘剂和工业胶粘剂供应商 股票代码 300041.SZ, 我国新能源、电子、汽车等行业胶粘剂和新材料的知名供应商 股票代码 300019.SZ, 国内知名的胶粘剂生产厂商

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2.公司股权结构及融资历程

公司控股股东、实际控制人均为李晓东，李晓东先生直接持有公司 1,735 万股，占公司股份总数的 26.91%，通过硅微粉厂间接持有公司 1,500 万股，占公司股份总数的 23.26%，合计持有公司 50.17%的股份，本次发行后将控制公司 37.63%的股份。

图表 3 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司前身为东海硅微粉厂，于 2014 年 8 月整体变更为股份有限公司，2014 年 12 月挂牌新三板市场，随后公司历经多次定向增发股票融资。根据公司 2018 年 8 月最新 10.68 元/股的收盘价，我们测算出公司整体评估价值为 10.11 亿元。

图表 4 公司股权转让及增资情况

时间	事件	注册资本及股本变动明细	估值
2002 年 4 月	东海硅微粉有限设立	注册资本为 5,500 万元	-
2014 年 5 月	有限公司股权转让	注册资本为 5,500 万元	-
2014 年 8 月	整体变更为股份有限公司	注册资本为 5,500 万元	-
2014 年 12 月	挂牌新三板(代码: 831647.OC)	-	-
2015 年 5 月	定向发行 250 万股	注册资本为 5,750 万元	-
2017 年 3 月	定向发行 248 万股	注册资本为 5,998 万元	-
2018 年 8 月	定向发行 450 万股	注册资本为 6,448 万元	10.11 亿元

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

二、国内硅微粉行业龙头企业

1. 自主研发实力强，技术研发成果显著

自 2002 年成立以来，公司结合自身技术优势及地处硅产业基地集群优势，一直专注于硅微粉的研发和生产，是国内具有自主研发能力并掌握粉体生产核心技术的材料制造和应用服务商之一。2017 年 7 月，中国非金属矿工业协会发布的《硅微粉行业发展情况简析》中指出公司目前系国内规模最大的硅微粉企业。

目前，公司已经获得 17 项发明专利，23 项实用新型专利和 1 项外观设计专利。凭借自主研发的优势，公司产品得到国内外知名客户的广泛认可。同时，公司设立了技术中心，配备了先进的研发设备和强大的研发队伍，能够根据客户的要求开发出符合客户需求的硅微粉产品，具有较强的开发能力。

图表 5 公司技术研发成果一览

序号	项目名称	成果评价	时间
1	电子级低应力 QFP 环氧模塑料用硅微粉	江苏省高技术产品	2006 年
2	APG 用硅微粉	江苏省高技术产品	2007 年
3	IC 封装用电子级表面改性超细硅粉	国家重点新产品	2007 年
4	电子级低 CTE 覆铜板用超细高纯硅微粉	江苏省高新技术产品	2009 年
5	电子级低 CTE 覆铜板用超细高纯硅微粉	江苏省优秀新产品奖	2011 年
6	PCB 基板用电子级超细 E-玻璃粉	江苏省高新技术产品	2011 年
7	覆铜板用表面改性超细硅微粉	江苏省高新技术产品	2011 年
8	汽车蜂窝陶瓷载体用超细熔融硅微粉	江苏省高新技术产品	2013 年
9	大功率 LED 覆铜板用电子级超细硅微粉	江苏省高新技术产品	2014 年
10	大功率高亮度半导体照明封装用超细硅微粉	江苏省高新技术产品	2015 年
11	集成电路基材用电子超细软性熔融硅微粉	江苏省高新技术产品	2017 年

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

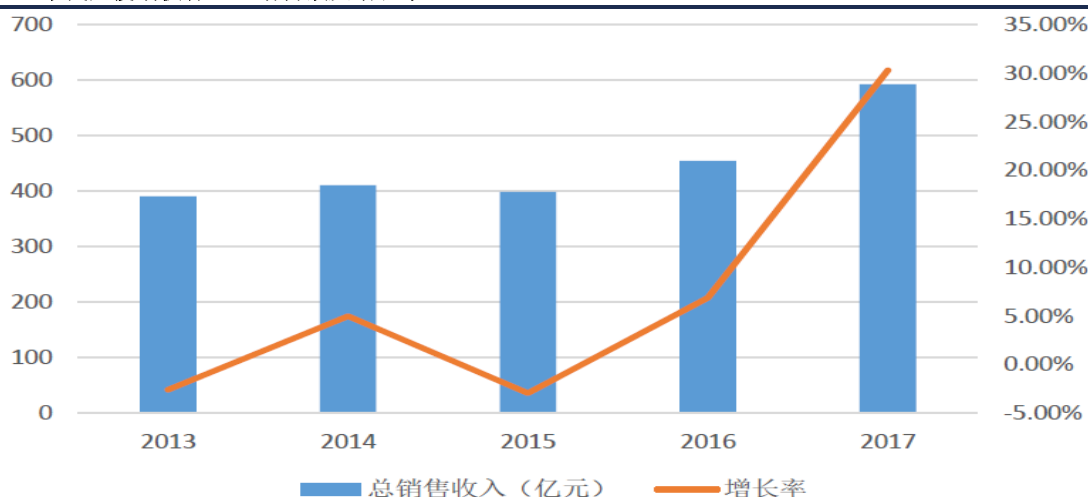
2. 覆铜板销量稳定增长，带动硅微粉需求

公司生产的硅微粉产品主要应用于覆铜板行业、环氧塑封料行业、电工绝缘材料行业及胶粘剂行业等，其中以覆铜板行业和环氧塑封料行业为主，下游应用行业良好的发展前景为硅微粉行业的市场增长空间提供了保障。

覆铜板（CCL），是将玻璃纤维布或其它增强材料浸以树脂基体，一面或双面覆以铜箔并经热压而制成的一种电子基础材料。在印制电路板所用的 CCL 生产配方中加入各种性能的填料是提升印制电路板耐热性和可靠性的重要方式。硅微粉作为一种填料，在耐热性、介电性能、线性膨胀系数以及在树脂体系中的分散性都具有优势，由于其熔点高、平均粒径微小、介电常数较低以及高绝缘性，因此广泛应用到 CCL 行业中。

2016 年以来，覆铜板行业的产量、销量和销售收入呈现高增长态势。中国电子材料行业协会覆铜板材料分会的数据显示，2017 年我国覆铜板总产量达到 5.91 亿平方米，同比增长 5.07%，总销售量和总销售额同比分别增长 0.70% 和 28.50%。

图表 6 2013-2017 年我国覆铜板行业总销售额及增长率



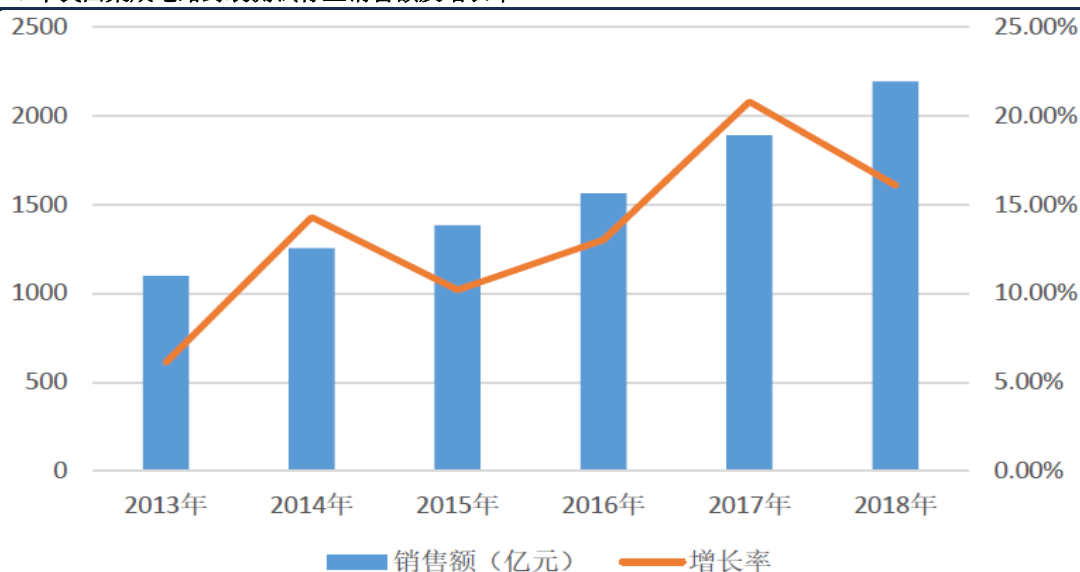
资料来源：中国电子材料行业协会覆铜板材料分会，公司招股说明书，华鑫证券研发部

3.集成电路行业发展迅猛，硅微粉市场前景广阔

环氧塑封料，是由环氧树脂为基体树脂，以高性能酚醛树脂为固化剂，加入硅微粉等为填料，以及添加多种助剂混配而成的塑封料，是电子产品中用来封装芯片的关键材料。目前常见的环氧塑封料的主要组成为填充料（60%~90%）、环氧树脂（18%以下）、固化剂（9%以下）、添加剂（3%左右）。

根据中国半导体行业协会统计，2018年中国集成电路产业销售额达到6,532亿元，同比增长20.7%。其中，集成电路封装测试业销售额为2,193.9亿元，同比增长16.1%。根据中国半导体行业协会发布的《中国半导体产业“十三五”发展规划研究》，我国集成电路产业到2020年全行业销售收入将达到9,300亿元，年均复合增长率达20%，其中国内集成电路封装测试业销售收入将达到2,900亿元，新增1,400亿元，年均复合增长率达到15%。硅微粉作为封装用环氧塑封料不可或缺的功能性填充材料，在集成电路行业迅速发展的行业背景下，市场前景广阔。

图表 7 2013-2018 年我国集成电路封装测试行业销售额及增长率



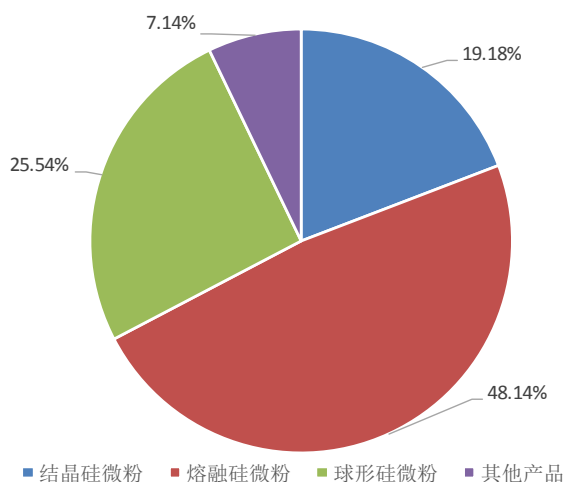
资料来源：中国半导体行业协会，公司招股说明书，华鑫证券研发部

三、财务数据

随着高端智能手机、汽车电子、人工智能及物联网等新一代电子信息产业的迅猛发展，具有较强关联性的集成电路、PCB 等产业近年来获得快速发展。2018 年中国集成电路产业销售额达到 6532 亿元，同比增长 20.7%，保持高速增长趋势。公司主要下游环氧塑封料和覆铜板的快速发展拉动硅微粉产品的市场需求，带动公司主营业务收入大幅增长。2016-2018 年期间公司主营业务收入持续快速增长，分别为 15,261.81 万元、21,070.31 万元和 27,746.22 万元，2017 年和 2018 年同比增长率分别为 38.06%、31.68%。

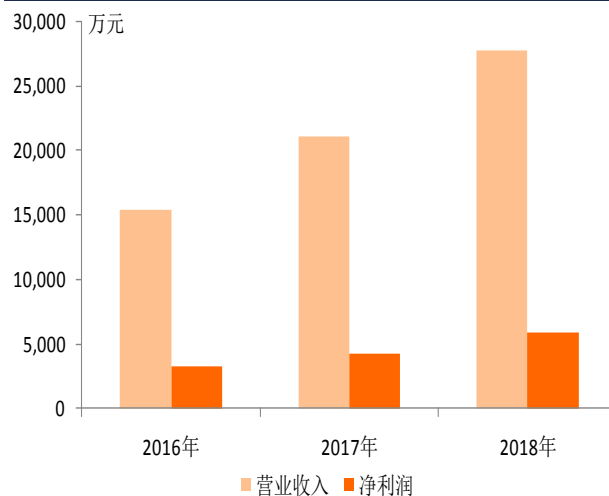
公司是国内硅微粉行业规模领先的企业，在生产熔融硅微粉方面拥有较先进的生产线，掌握了熟练的生产技术和成熟的生产工艺，尤其是磁性物等杂质管控能力较强，能够持续稳定地为上述客户提供高品质产品，因此公司综合毛利率保持在相对较高的水平，且相对稳定。2016 年至 2018 年期间，公司主营业务毛利率分别为 42.73%、41.21% 及 42.87%；其中公司主要产品熔融硅微粉 2016 年-2018 年毛利率分别为 51.55%、47.82% 和 47.67%。

图表 8 2018 年公司营业收入划分（按产品）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 9 公司近三年营业收入和净利润情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

四、募投项目

公司拟募集资金 2.85 亿元，扣除发行费用后，主要用于硅微粉生产基地以及生产线智能化升级和产能扩建项目。募投项目的实施有助于扩大公司硅微粉生产规模，从而更好地巩固公司在行业中的领先地位。同时，以球形硅微粉为代表的高端硅微粉产品是大规模集成电路封装及基板等高端电子信息产品的必备关键材料，代表着未来发展方向，项目实施完成后有利于公司抓住机遇，抢占市场先机，提高产品的市场占有率，从而进一步提升公司整体的市场竞争力和影响力。

图表 10 公司募集资金用途

序号	项目名称	投资总额(万元)	募集资金投资额(万元)	建设期
1	硅微粉生产基地建设项目	10843.81	10843.81	1.5 年

2	硅微粉生产线智能化升级及产能扩建项目	5240.28	5240.28	1.5 年
3	高流动性高填充熔融硅微粉产能扩建项目	4948.48	4948.48	1.5 年
4	研发中心建设项目	4934.07	4934.07	1.5 年
5	补充营运资金项目	2500	2500	-
合计		28,466.64	28,466.64	

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

五、同类公司估值情况

公司作为国家特种超细粉体工程技术研究中心硅微产业化基地，通过持续多年的研发投入和技术积累，在硅微粉产品领域处于行业领先水平。国际主要竞争对手包括日本龙森公司、日本电化株式会社以及日本雅都玛公司等，均为非上市公司；国内竞争对手主要是浙江华飞电子基材料有限公司和凯盛科技股份有限公司（600552.SH），其中浙江华飞是上市公司雅克科技（002409.SZ）的全资子公司。

日本龙森公司专业从事二氧化硅填料的制造和销售，主要产品包括高纯度结晶性石英粉、高纯度熔融石英粉、高纯度真球状石英粉等；日本电化株式会社是全球性化学工业企业，业务涵盖无机化学品、有机化学品和电子材料、医药等领域；日本雅都玛公司主要生产和销售球形颗粒二氧化硅、球形氧化铝粉体及其二次加工产品。浙江华飞专业从事硅微粉的研发、生产与销售，主要产品为角形硅微粉和球形硅微粉，客户分布在中国大陆、中国台湾等国家和地区；凯盛科技从事的球形石英粉业务在国内排第三位。

国内来看，凯盛科技主营业务收入主要是新型显示器件，硅微粉业务收入占比较小；雅克科技中硅微粉业务占总营收的比重为 9.23%，但由于其业务集中于电子和化学新材料领域，与公司业务类似，具有较大参考性。同时浙江华飞 2016 年被雅克科技收购的估值情况也具备一定的参考价值。2016 年浙江华飞被收购，评估股权价值为 2 亿元，2016 年-2018 年浙江华飞承诺业绩分别为 1,200 万元、1,700 万元和 2,200 万元，对应的 PE 估值为 16.67 倍、11.76 倍和 9.09 倍。

从同类可比公司估值来看，浙江华飞被收购动态 PE 估值为 16.67 倍，前期公司在新三板市场上市，2018 年 8 月测算动态 PE 估值为 17.32 倍。综上所述，可比公司平均动态 PE 估值为 17 倍。

图表 11 主要竞争对手公司估值情况（截止到 2019 年 4 月 23 日）

代码	公司简称	上市地	股价（元/股）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
002409	雅克科技	深圳	17.3	80.07	0.32	0.58	0.73	50.94	29.58	23.66

注：海外公司股价及市值单位已折算为人民币

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

六、风险提示

风险主要包括：覆铜板行业发展不及预期、产品被更新替代、市场竞争加剧导致产品毛利率下降、市场系统性风险等。

分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013 年 6 月加盟华鑫证券，主要研究和跟踪领域：可转债、电子行业等。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>