

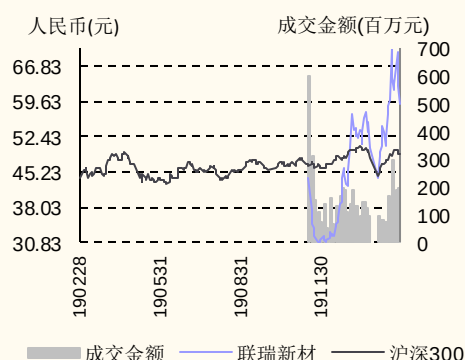
联瑞新材 (688300.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 59.03 元

目标价格 (人民币): 93.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	.86
已上市流通 A 股(亿股)	.20
总市值(亿元)	50.75
年内股价最高最低(元)	70.39/44.00
沪深 300 指数	4085
上证指数	2991


相关报告

1. 《硅微粉龙头拥抱景气, 19-21 年复合增长 47%-联瑞新材深度...》, 2020.2.21

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 联系人
dengxiaolu@gjzq.com.cn

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

赵玥玮 分析师 SAC 执业编号: S1130519070001
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

业绩符合预期, 迎接 5G+半导体高景气
公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	211	278	303	456	566
营业收入增长率	37.31%	31.83%	8.78%	50.69%	24.13%
归母净利润(百万元)	42	58	75	123	160
归母净利润增长率	29.17%	38.15%	28.39%	63.63%	30.11%
摊薄每股收益(元)	0.704	0.905	0.872	1.426	1.856
每股经营性现金流净额	0.11	0.86	0.91	1.44	1.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.89%	18.27%	8.20%	11.84%	13.36%
P/E	N/A	N/A	67.72	41.39	31.81
P/B	N/A	N/A	5.55	4.90	4.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2019 年业绩快报, 公告显示公司 2019 年实现营收 3.15 亿元, 同比增长 13.4%, 归母净利润 7469 万元, 同比增长 28.0%, 其中扣非后归母净利润 7036 万元, 同比增长 25.1%, 结合前三季度的业绩情况来看, Q4 单季度实现营收和归母净利润 8850 万元和 2128 万元, 分别同比增长 23.7%和 34.3%, 分别环比增长 8.7%和 16.8%。盈利能力方面, 全年净利率水平达到 23.7%, 同比提升 2.7pct, 其中 Q4 单季度净利率为 24.1%, 同比提升 1.9pct, 环比提升 1.7pct。总的来看, 公司全年业绩符合预期。

经营分析

- **扩产项目贡献增量+产品结构优化, 新产能释放增添成长动力:** 公司全年业绩符合预期, 我们可以判断增长一方面来自于智能化升级项目如期投产释放产能空间, 另一方面来自公司球形硅微粉产品的下游应用结构持续优化、从而盈利能力得到改善。在此基础上, 公司智能化升级项目在今年仍将持续释放剩余产能, 并且硅微粉生产基地项目也将在今年如期释放出 4 条球形硅微粉产线 (合计年产 7200 吨), 我们认为公司新产能释放在贡献业绩增量的同时能够显著改善公司盈利能力, 未来成长可期。
- **EMC 球硅景气复苏+CCL 球硅打开空间, 复合增 51%:** 公司新释放的高端产品球形硅微粉将迎来高增长, 原因在于, 1) 需求增长, 半导体行业将于 20 年复苏, EMC 作为半导体封装上游材料也将受益, 同时 CCL 迎来 5G/数据中心/汽车电子化驱动的快速长周期, 判断公司下游需求充足; 2) 供应环境改善, 无论是 EMC 还是 CCL 市场, 下游都有国产替代的趋势, 从而使得硅微粉环节也加速国产替代; 3) 公司技术得到显著突破, 其 NQ 系列产品和 DQ1150 系列产品已经获得了重点客户的认可。综上我们预估公司球形硅微粉在 19~21 年将同比分别增长 21%、91%和 19%, 复合增速达到 51%。

投资建议

- 我们预计公司 19~21 年归母净利润为 0.75/1.23 /1.60 亿元, 对应 PE 为 67X/41X/32X, 考虑到业务涉及 5G 和半导体以及板块平均估值为 100 倍, 我们认为公司合理市值为 80 亿元, 对应目标价 93 元, 给予“买入”评级。

风险提示

- 募投项目投产不及预期; 订单不及预期; 限售股解禁。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	154	211	278	303	456	566
增长率		37.3%	31.8%	8.8%	50.7%	24.1%
主营业务成本	-88	-124	-159	-162	-233	-281
%销售收入	57.5%	58.7%	57.1%	53.6%	51.0%	49.7%
毛利	65	87	119	140	223	285
%销售收入	42.5%	41.3%	42.9%	46.4%	49.0%	50.3%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-5	-7
%销售收入	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-14	-16	-20	-21	-32	-39
%销售收入	9.3%	7.8%	7.1%	7.1%	7.1%	6.9%
管理费用	-11	-15	-18	-21	-33	-40
%销售收入	7.3%	7.3%	6.5%	6.8%	7.3%	7.0%
研发费用	-7	-8	-11	-12	-20	-25
%销售收入	4.6%	3.9%	3.8%	4.0%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	31	44	68	83	132	174
%销售收入	20.2%	21.1%	24.3%	27.3%	29.0%	30.8%
财务费用	-2	1	-2	4	10	11
%销售收入	1.2%	-0.4%	0.7%	-1.5%	-2.2%	-1.9%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.3%	0.2%
营业利润	29	47	68	87	142	185
营业利润率	18.9%	22.4%	24.4%	28.7%	31.2%	32.7%
营业外收支	9	2	0	0	0	0
税前利润	38	49	68	87	142	185
利润率	24.9%	23.4%	24.4%	28.7%	31.2%	32.7%
所得税	-6	-7	-10	-12	-20	-26
所得税率	14.5%	14.4%	14.0%	13.8%	13.8%	13.8%
净利润	33	42	58	75	123	160
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	33	42	58	75	123	160
净利率	21.3%	20.0%	21.0%	24.8%	26.9%	28.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	33	42	58	75	123	160
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	8	11	15	19	24
非经营收益	2	-1	4	0	1	1
营运资金变动	-19	-43	-17	-11	-19	-24
经营活动现金净流	23	6	56	78	124	161
资本开支	-8	-26	-25	-81	-108	-105
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-8	-26	-25	-80	-107	-105
股权募资	10	0	81	520	0	0
债权募资	-1	23	-29	3	0	0
其他	-8	-15	-25	-3	-3	-3
筹资活动现金净流	1	8	27	521	-2	-2
现金净流量	17	-12	58	519	14	53

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	35	20	87	606	621	674
应收账款	84	126	121	149	169	191
存货	35	46	59	53	73	90
其他流动资产	1	4	5	5	5	6
流动资产	155	196	273	813	868	961
%总资产	63.4%	64.6%	65.9%	79.7%	74.5%	71.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	78	96	131	198	286	368
%总资产	32.0%	31.7%	31.6%	19.4%	24.6%	27.5%
无形资产	11	11	10	10	10	10
非流动资产	89	107	141	208	297	378
%总资产	36.6%	35.4%	34.1%	20.3%	25.5%	28.2%
资产总计	244	303	414	1,020	1,165	1,339
短期借款	28	29	3	6	6	6
应付款项	22	27	38	47	62	73
其他流动负债	7	9	12	13	20	25
流动负债	56	65	52	66	88	103
长期贷款	6	28	25	25	25	25
其他长期负债	19	17	17	16	16	17
负债	81	110	94	106	129	144
普通股股东权益	163	193	320	914	1,036	1,194
其中：股本	60	60	64	86	86	86
未分配利润	49	75	115	189	311	470
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	244	303	414	1,020	1,165	1,339

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.545	0.704	0.905	0.872	1.426	1.856
每股净资产	2.713	3.217	4.956	10.631	12.047	13.893
每股经营现金净流	0.386	0.108	0.864	0.907	1.441	1.867
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	20.10%	21.89%	18.27%	8.20%	11.84%	13.36%
总资产收益率	13.40%	13.94%	14.11%	7.34%	10.53%	11.92%
投入资本收益率	13.47%	15.24%	16.66%	7.54%	10.68%	12.25%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	37.31%	31.83%	8.78%	50.69%	24.13%
EBIT增长率	N/A	43.57%	52.14%	22.16%	59.88%	31.87%
净利润增长率	#DIV/0!	29.17%	38.15%	28.39%	63.63%	30.11%
总资产增长率	N/A	24.13%	36.50%	146.63%	14.16%	14.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.5	100.3	86.8	110.0	80.0	75.0
存货周转天数	71.8	118.8	120.7	120.0	116.0	118.0
应付账款周转天数	36.6	51.1	51.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	173.0	142.2	155.3	163.1	139.4	126.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.56%	19.01%	-18.57%	-62.95%	-56.95%	-53.85%
EBIT利息保障倍数	17.1	-54.3	32.5	-18.5	-13.2	-16.3
资产负债率	33.36%	36.33%	22.77%	10.43%	11.09%	10.79%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-21	买入		93.00~93.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

人民币(元)	历史推荐与股价	成交量
12.44		1
11.78		1
11.12		1
10.46		1
9.80		0
9.14		0
8.48		0

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH