

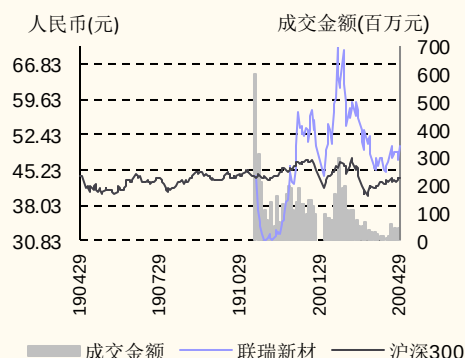
联瑞新材 (688300.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 50.29 元

目标价格 (人民币): 74.00 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)	43.24
年内股价最高最低(元)	50.29/44.80
沪深 300 指数	3867
上证指数	2822


相关报告

1. 《业绩符合预期, 迎接 5G+半导体高景气-联瑞新材 2019 年报快...》, 2020.2.28
2. 《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

刘妍雪 联系人
liuyanxue@gjzq.com.cn

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

11

新产能释放顺利, 球硅导入客户确定性足
公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	278	315	456	566	638
营业收入增长率	31.83%	13.37%	44.59%	24.13%	12.67%
归母净利润(百万元)	58	75	117	160	186
归母净利润增长率	38.15%	27.98%	56.07%	37.43%	15.89%
摊薄每股收益(元)	0.905	0.869	1.356	1.864	2.160
每股经营性现金流净额	0.86	0.93	0.81	1.55	2.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.27%	8.34%	11.52%	13.68%	13.69%
P/E	0.00	52.31	37.09	26.99	23.29
P/B	0.00	4.36	4.27	3.69	3.19

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2020 年一季报, 公告显示公司 2020 年 Q1 实现营收 7016 万元, 同比+8.8%, 归母净利润 1784 万元, 同比+25.2%, 其中扣非归母净利润 1531 万元, 同比+14.0%。盈利能力方面, Q1 毛利率和净利率水平达到 45.7%和 25.4%, 分别同比+0.1pct 和+3.3pct。公司下游覆铜板和半导体上游材料环氧塑封料与宏观经济相关, 疫情下 Q1 营收承压; 不过我们看到公司毛利率和净利率维持在了较高的水平上, 总的来说公司 Q1 经营维稳。

经营分析

- **球硅新锐有广阔空间, 国产替代锁定成长。**球形硅微粉的价格是其他产品的约 3 倍以上, 且公司球形硅微粉营收占比还不到 30%, 因此该类产品占比提升是公司成长的主逻辑。我们根据环氧塑封料 (EMC) 和高频高速覆铜板 (CCL) 的市场进行推算, 公司在全球球形硅微粉市场份额不到 10%, 上升空间充足。我们看好公司球形硅微粉产品发展: 1) 需求增长, 虽然全球疫情蔓延, 但是 5G/IDC 需求仍然强劲, 带动 CCL 和半导体行业需求结构性增长, 确定性较高; 2) 供应环境改善, EMC 和 CCL 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 (公司已深度绑定国内高端 CCL 领导厂商); 3) 技术突破, 公司 NQ 系列和 DQ1150 系列已经获得了重点客户的认可, 并且根据公告可推断产品在大客户高速 CCL 中导入预期顺利。
- **新产能释放增添成长动力, 目前投产较顺利。**公司智能化升级项目在今年仍将持续释放剩余产能 (增量贡献 8%), 硅微粉生产基地项目也将在今年释放出 4 条共计年产球形硅微粉 7200 吨的产能 (增量贡献 100%), 从在建工程和产业链调研可知项目投产顺利, 有望为今年增长提供产能保障。

投资建议

- 我们预计公司 20~22 年归母净利润为 1.17/1.60/1.86 亿元, 对应 PE 为 37X/27X/23X, 考虑到疫情导致公司今年无法发挥正常的业务水平、注册制在其他板块放开后科创板估值溢价效应减弱但公司涉及 5G 和半导体板块且增长空间充足, 因此我们按照 21 年业绩、40 倍估值估测公司的合理市值为 64 亿元, 对应目标价 74 元 (目标价下调主要源于对科创板估值溢价进行调整), 给予“买入”评级。

风险提示: 募投项目投产进度不及预期; 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)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	211	278	315	456	566	638
增长率		31.8%	13.4%	44.6%	24.1%	12.7%
主营业务成本	-124	-159	-169	-239	-277	-308
%销售收入	58.7%	57.1%	53.7%	52.4%	49.0%	48.3%
毛利	87	119	146	217	289	330
%销售收入	41.3%	42.9%	46.3%	47.6%	51.0%	51.7%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-5	-6	-7
%销售收入	1.2%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-16	-20	-22	-32	-40	-43
%销售收入	7.8%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%	6.8%
管理费用	-15	-18	-25	-34	-42	-45
%销售收入	7.3%	6.5%	7.9%	7.5%	7.5%	7.0%
研发费用	-8	-11	-13	-17	-23	-28
%销售收入	3.9%	3.8%	4.1%	3.8%	4.0%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	44	68	83	129	178	207
%销售收入	21.1%	24.3%	26.3%	28.2%	31.4%	32.4%
财务费用	1	-2	0	3	3	4
%销售收入	-0.4%	0.7%	0.1%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
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	1	4	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.9%	3.3%	2.7%	2.3%
营业利润	47	68	85	135	186	215
营业利润率	22.4%	24.4%	27.0%	29.7%	32.8%	33.8%
营业外收支	2	0	2	0	0	0
税前利润	49	68	87	135	186	215
利润率	23.4%	24.4%	27.5%	29.7%	32.8%	33.8%
所得税	-7	-10	-12	-19	-26	-30
所得税率	14.4%	14.0%	14.0%	13.8%	13.8%	13.8%
净利润	42	58	75	117	160	186
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	42	58	75	117	160	186
净利率	20.0%	21.0%	23.7%	25.6%	28.3%	29.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	42	58	75	117	160	186
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	11	12	17	20	26
非经营收益	-1	4	1	-6	-5	-5
营运资金变动	-43	-17	-8	-57	-42	-11
经营活动现金净流	6	56	80	70	133	196
资本开支	-26	-25	-60	-79	-108	-105
投资	0	0	-160	-5	-10	-15
其他	0	0	1	4	5	5
投资活动现金净流	-26	-25	-220	-79	-113	-115
股权募资	0	81	532	0	0	0
债权募资	23	-29	-3	-20	3	2
其他	-15	-25	-38	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	8	27	491	-21	2	1
现金净流量	-12	58	351	-31	22	81

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	20	87	448	417	439	521
应收款项	126	121	170	215	258	272
存货	46	59	46	72	82	92
其他流动资产	4	5	163	167	172	182
流动资产	196	273	826	871	952	1,067
%总资产	64.6%	65.9%	80.7%	77.0%	73.3%	71.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	96	131	185	250	337	417
%总资产	31.7%	31.6%	18.1%	22.1%	26.0%	27.9%
无形资产	11	10	10	10	10	10
非流动资产	107	141	197	260	347	427
%总资产	35.4%	34.1%	19.3%	23.0%	26.7%	28.6%
资产总计	303	414	1,024	1,131	1,299	1,494
短期借款	29	3	16	1	3	4
应付款项	27	38	64	73	74	78
其他流动负债	9	12	12	17	22	26
固定负债	65	52	92	91	99	108
长期贷款	28	25	9	0	0	0
其他长期负债	17	17	26	28	29	30
负债	110	94	128	119	128	138
普通股股东权益	193	320	896	1,012	1,171	1,356
其中：股本	60	64	86	86	86	86
未分配利润	75	115	167	283	442	627
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	303	414	1,024	1,131	1,299	1,494

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.704	0.905	0.869	1.356	1.864	2.160
每股净资产	3.217	4.956	10.424	11.770	13.623	15.773
每股经营现金净流	0.108	0.864	0.925	0.814	1.549	2.276
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	21.89%	18.27%	8.34%	11.52%	13.68%	13.69%
总资产收益率	13.94%	14.11%	7.30%	10.31%	12.34%	12.43%
投入资本收益率	15.24%	16.66%	7.73%	10.94%	13.05%	13.11%
增长率						
主营业务收入增长率	37.31%	31.83%	13.37%	44.59%	24.13%	12.67%
EBIT增长率	43.57%	52.14%	22.66%	54.98%	38.21%	16.33%
净利润增长率	29.17%	38.15%	27.98%	56.07%	37.43%	15.89%
总资产增长率	24.13%	36.50%	147.44%	10.43%	14.88%	15.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	100.3	86.8	95.7	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	118.8	120.7	112.8	111.0	109.0	110.0
应付账款周转天数	51.1	51.7	75.4	77.0	63.0	57.0
固定资产周转天数	142.2	155.3	157.7	121.1	121.5	119.2
偿债能力						
净负债/股东权益	19.01%	-18.57%	-47.17%	-41.12%	-37.30%	-38.15%
EBIT利息保障倍数	-54.3	32.5	488.1	-42.7	-54.1	-54.4
资产负债率	36.33%	22.77%	12.46%	10.49%	9.82%	9.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
2	2020-02-28	买入		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