

隆华科技 (300263) 2019 年报点评:

新材料业务业绩显著增长, 战略转型效果显著

行业分类: 国防军工

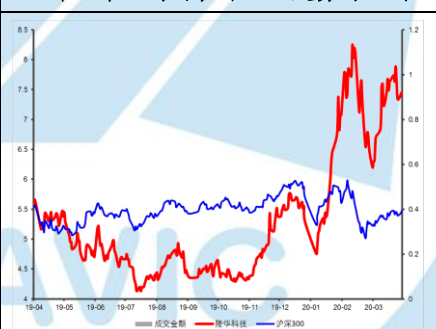
2020 年 04 月 28 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2020.04.28)	7.46
目标价格	8.97

基础数据 (2020.04.28)

上证指数	2810.02
总股本 (亿股)	9.15
流通 A 股 (亿股)	7.23
资产负债率	35.64%
ROE	6.63%
PE (TTM)	35.61
PB (LF)	2.45

上市以来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

➤ **事件:** 公司 4 月 28 日披露 2019 年年报, 公司实现营业收入 18.74 亿元, 同比增长 16.28%; 实现归母净利润 1.74 亿元, 同比增长 28.36%; 实现归母扣非净利润 1.60 亿元, 同比增长 28.30%; 基本每股收益 0.19 元, 同比增长 26.75%。毛利率 50.58% (+2.57pcts), 净利率 11.04% (+1.81pcts), ROE 为 6.63% (+1.21pcts)。公司同时披露 2020 年第一季度财报, 实现营业收入 2.85 亿元, 同比减少 19.46%; 实现归母净利润 4716.77 万元, 同比增长 58.05%。

投资要点:

● 公司自 2015 年以来进行业务全面转型的中长期发展战略, 收购了四丰电子 (持股 100%)、广西晶联 (100%)、兆恒科技 (52.99%)、海威复材 (66.69%)、科博思 (43.53%) 等多家公司, 创办了丰联科公司, 参股投资天华智核公司, 产业转型升级取得较好成果。

报告期内, 公司实现营业收入 18.74 亿元, 同比增长 16.28%; 实现归母净利润 1.74 亿元, 同比增长 28.36%, 主要由于新材料业务板块 (收入 6.32 亿元, +110.67%) 大幅增长所贡献。另一业务板块节能环保板块实现营业收入 12.42 亿元 (-5.26%)。公司应收账款为 10.27 亿元 (+16.35%), 占营收比例 54.81%, 应收账款金额随业务增长而逐渐增加, 公司近年不断加强应收账款管理, 占营收比例控制在一个相对稳定的水平。ROE 为 6.63% (+1.21pcts), 自转型以来保持增长态势, 体现出公司多年深耕经营, 产业转型升级取得较好成果。全年研发投入 9257.78 万元, 同比增长 54.19%。公司管理费用率和销售费用率在营收增长背景下逐年下降, 管理费用率占比 6.8% (-0.27pcts), 销售费用率占比 5.05% (-0.7pcts), 表明公司的治理促使公司盈利能力提升。

● 公司的主营板块分别为新材料业务和节能环保两个板块。其中, 新材料业务细分为靶材及超高温特种功能材料和军民融合新型高分子及复合材料两方面; 节能环保业务细分为工业换热节能装备和环保水处理两项业务。

公司新材料领域实现收入 6.32 亿元 (+110.67%), 其中靶材及超高温功能材料收入 2.3 亿元 (+23.66%), 毛利率 27.71% (+2.77pcts), 子公司四丰电子和广西晶联分别在钼靶和 ITO 靶材业务均属领域重要供应商, 钼靶材已经全面替代进口, 并已占较高的市场采购比例。同时, 公司大力开拓的钨钼制品等非靶材业务给下一步发展带来了新的增长点。特别是 ITO 靶材已通过多条高世代 TFT 面板线的测试认证并实现批量供货。值得注意的是, 公司在报告期内完整取得广西晶联 100% 股权 (原持股广西晶联 70%)。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

新型高分子及其复合材料实现营收 4.02 亿元 (+252.63%)，毛利率 42.15% (-12.78pcts) 已覆盖树脂、橡胶、泡沫及复材等材料类别，主要服务的行业主要包括军工、轨道交通、风电等多个领域。公司自 2017 年涉足军工业务，2019 年军品（兆恒科技、海威复材）实现收入 2.59 亿元 (+146.67%)，公司军品市场稳步增长。子公司兆恒科技（收入 0.41 亿元，+41.38%，净利润 0.12 亿元，+33.33%）研制的制出国内领先、替代进口的 PMI 系列结构泡沫材料，向国内军用飞机、

无人机及其他直升机进行配套。2019 年公司军品客户拓展增长，其 PMI 泡沫产品已规模化应用于航天、航空等领域，成为多个主要机型的核心供应商，同时为国产大飞机提供配套研制。同时，军品舰船复合材料制品领域继续保持领先优势，子公司海威复材（收入 2.18 亿元，+186.84%，净利润 0.55 亿元，+175%）业绩大幅增长，主要是先后落实了多个型号任务的相关合同，天线罩、水面新型大型结构件、汽车复合材料、航空应急跑道复合材料等项目也取得的较好进展。

在民品方面，以结构功能一体化高分子及复合材料为核心的相关产品持续扩大销售规模，规模化应用于地铁、铁路等轨道交通领域，市场占有率逐步扩大。

节能环保板块实现营业收入 12.42 亿元 (-5.26%)，其中工业传热节能装备收入 8.50 亿元 (-1.48%)，毛利率 27.53% (-0.01pcts)，环保水处理产品及服务收入 3.92 亿元 (-12.59%)，毛利率 27.04% (+3.68pcts)。公司产品不仅在中石油、中石化、中海油、大型煤化工等国内重点行业占有较高的市场占有率，同时在海外市场开发方面亦实现新的突破，与中石油全面合作取得突破进展，重点标杆项目浙石化二期全年中标 2.8 亿元。

- **股权结构优化，混合所有制属性突出。**公司引入了通用技术集团投资管理有限公司等知名央企投资机构作为公司的战略投资人，一方面，有利于优化公司股权结构，通用投资将参与公司的长期战略发展和产业布局，为公司引进更多的战略资源；另一方面，能够促使公司更加完善现代企业制度，在民企灵活性市场的基础上加入央企的稳健风格。
- **投资收益确认，利润大幅增长。**2020 年第一季度财报，实现营业收入 2.85 亿元，同比减少 19.46%；实现归母净利润 4716.77 万元，同比增长 58.05%。公司一季度利润的大幅增长主要是受益于投资收益的增加，投资收益为 2479.39 万元，同比增加 2550.66%，为确认对智核环保材料公司（特种超高温材料）的投资收益。同时，公司营业利润 6405.36 万元 (+97.50%)，尤其是新材料业务板块取得较快增长。但值得注意的是海威复材公司生产地在湖北咸宁，受疫情影响复工时间较晚；环保水务板块主要施工项目分布在全国各地，受疫情影响普遍开工较晚，工程实施进度受到影响。

- **钼靶国产替代市场需求提升，复合材料市场有望进一步拓展**

随着公司新材料在国产替代的发展，公司不断拓展市场，公司掌握了由靶材生产到绑定加工的技术全流程，钼靶材已经向京东方、TCL 华星、天马微电子等客户批量供货超过 20 条产线，公司下一步将继续整合相关资源，大力发展钼合金靶材、铜靶材等其它金属靶材产品。尽管短期受疫情影响产量，但全球液晶面板生产重心正在往国内转移，随着疫情逐渐控制，产业链各端产能将逐步恢复。

在新型高分子及其复合材料领域，随着军改后装备新型号逐步量产，公司 PMI 泡沫、舰船用复合材料、航空用的碳纤维等产品保持快速增长态势。科博思公司在包装、集装箱、客车、货车、核电等不同领域轻量化开展了众多的产品研发和联合开发等研发工作，且已通过了军工保密和军工质量体系认证，在轻量化和军工安防领域也将陆续实现突破。民品方面，公司 PVC 结构泡沫陆续通过了金风科技、中材科技、三一重工、天津东汽、锦辉风电等客户的测试认证及审核，将在 2020 年实现量产，成为新的增长点。同时，公司持续收购和培育具备高成长性的新材料领域相关公司，有望待业绩突破后或并入公司或分拆上市。

➤ **投资建议**

基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 20.92 亿元、27.66 亿元和 33.52 亿元，归母净利润分别为 2.07 亿元、2.64 亿元、3.02 亿元，EPS 分别为 0.23 元、0.29 元、0.33 元，参考同行业上市公司，给予 2020 年公司 39 倍 PE 估值，对应目标价格 8.97 元，给予“买入”评级，分别对应 2020-2022 年预测收益的 39 倍、31 倍及 27 倍 PE。

➤ **风险提示：**

- 新材料产品产能、销售不及预期
- 宏观环境发展低迷

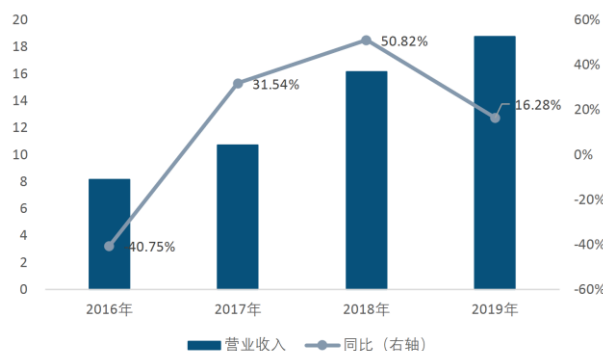
➤ **盈利预测：**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1873.54	2092.00	2765.83	3351.91
增长率 (%)	16.28%	11.66%	32.21%	21.19%
归属母公司股东净利润	174.36	206.81	263.57	301.51
增长率 (%)	28.36%	18.61%	27.44%	14.40%
每股收益 (EPS)	0.19	0.23	0.29	0.33

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

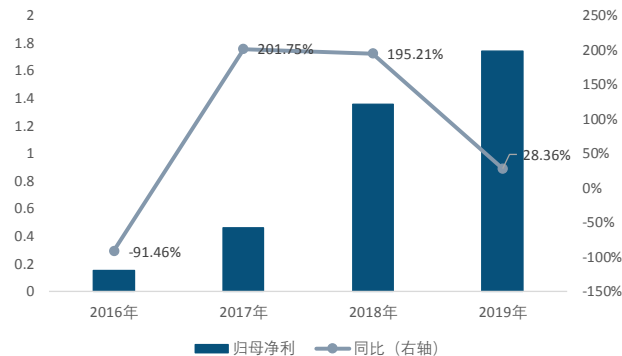
◆ 2016-2019 年公司年报主要财务数据

图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



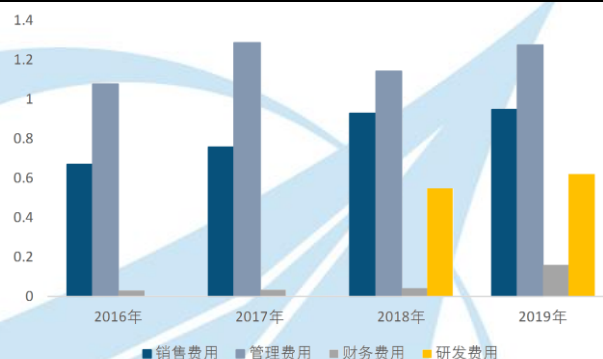
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



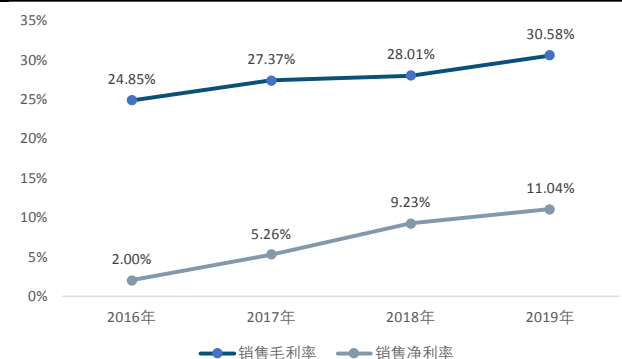
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 3: 公司年报三费情况 (单位: 亿元)



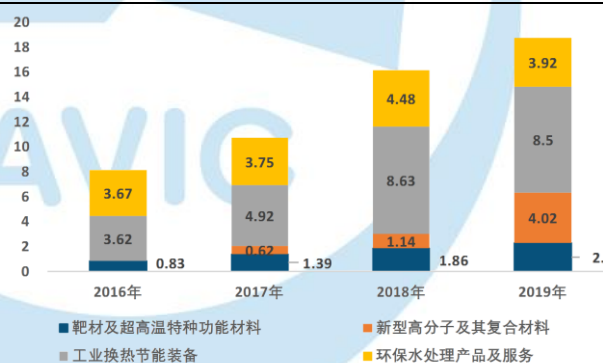
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 4: 公司年报毛利率和净利率情况 (单位: %)



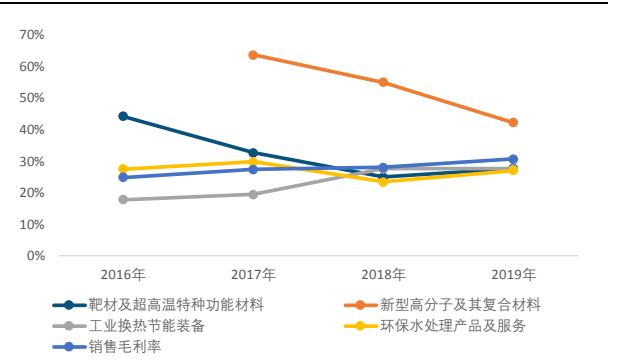
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 5: 公司年报各产品收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 6: 公司年报各产品毛利率情况 (单位: %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

附表：隆华科技估值财务模型（单位：百万元）

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1873.54	2092.00	2765.83	3351.91	货币资金	519.88	609.30	581.88	722.49
营业成本	1300.53	1482.81	1933.04	2340.97	应收和预付款项	1083.90	1198.77	1622.42	1959.44
营业税金及附加	14.01	15.65	22.40	31.17	存货	533.45	610.92	850.54	1076.85
销售费用	94.66	102.30	141.61	171.95	其他流动资产	283.45	153.94	171.64	187.03
管理费用	127.31	258.15	350.43	444.46	长期股权投资	279.69	279.69	279.69	279.69
财务费用	15.83	6.28	6.08	8.04	投资性房地产	18.46	18.46	18.46	18.46
资产减值损失	-0.49	21.00	15.00	16.00	固定资产和在建工程	0.00	0.97	2.38	3.23
投资收益	-4.19	52.34	28.56	31.29	无形资产和开发支出	972.61	950.57	928.73	906.98
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	992.01	990.79	989.03	987.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	4683.45	4813.41	5444.78	6141.23
营业利润	246.37	258.15	325.82	370.59	短期借款	190.90	76.00	4.00	5.00
其他非经营损益	-2.89	0.59	-0.18	-0.44	应付和预收款项	1190.51	1344.73	1766.13	2141.81
利润总额	243.48	258.74	325.64	370.15	长期借款	111.00	115.00	120.00	125.00
所得税	36.70	38.81	48.85	55.52	其他负债	176.89	43.70	43.86	44.00
净利润	206.79	219.93	276.80	314.63	负债合计	1669.30	1579.42	1933.99	2315.81
少数股东损益	32.42	13.12	13.23	13.12	股本	914.87	914.87	914.87	914.87
归属母公司股东净利润	174.36	206.81	263.57	301.51	资本公积	1086.16	1086.16	1086.16	1086.16
现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	861.23	1068.04	1331.61	1633.12
经营活动现金流净额	258.35	155.50	23.51	117.35	归属母公司股东权益	2735.37	2942.09	3205.66	3507.17
投资活动现金流净额	-387.75	69.19	22.16	25.31	少数股东权益	278.78	291.90	305.13	318.25
筹资活动现金流净额	5.17	-135.27	-73.08	-2.04	股东权益合计	3014.15	3233.99	3510.79	3825.42
现金流量净额	-123.76	89.42	-27.41	140.61	负债和股东权益合计	4683.45	4813.41	5444.78	6141.23

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

注：表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。
王菁菁, SAC 执业证书号: S0640518090001, 英国萨里大学理学硕士, 从事机械军工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。