

业绩高速增长，新材料业务持续发力

投资要点

- **事件:** 公司发布 2020 年半年报。公司 2020H1 实现营收 7.83 亿元，同比下降 4.96%，实现归母净利润 1.09 亿元，同比上升 30.89%；其中 Q2 实现营收 4.98 亿元，同比上升 5.96%，实现归母净利润 0.62 亿元，同比上升 15.72%。
- **新材料业务高速增长，军工复合材料毛利率大幅增加。** 1) 2020H1 公司新材料业务板块取得了快速增长，营业收入从 2.56 亿元上升至 3.23 亿元，增速达 26.17%。其中靶材及超高温特种功能材料营业收入从 0.99 亿元上升至 1.33 亿元，增速达 33.94%，主要原因为公司靶材、钨钼深加工组件等产品进口替代进程加速以及公司加大了超高温特种功能材料的技术营销；军民融合新型高分子及复合材料营业收入从 1.57 亿元上升至 1.89 亿元，增速达 20.93%，主要原因为军工型号任务定型并逐步量产，公司 PMI 泡沫、舰船用复合材料等产品保持快速增长态势。2) 2020H1 公司销售毛利率由 29.89% 提升至 31.97%，主要为产品结构变化，新材料业务占比持续提升，其中军民融合新型高分子及复合材料毛利率由 36.58% 提升至 51.24%。3) 公司 2020H1 期间费用率由 16.32% 下降至 15.10%，其中财务费用率由 0.80% 下降至 0.58%，系报告期内利息降低。
- **靶材国产替代进程加速，钨靶及 ITO 靶材行业领先。** 公司在靶材业务领域布局多年，在 2015 年-2017 年先后收购四丰电子(唯一条形钨靶、大宽钨靶国内供应商)、晶联光电(唯一批量供货的国产 ITO 靶材供应商)、丰联科(自主掌握专业靶材焊接绑定工艺生产线)。通过发挥协同效应，公司已逐步成为靶材细分领域(钨靶、ITO 靶)的隐形冠军。2020H1，受新冠肺炎疫情对材料供应链冲击及国际贸易摩擦加剧背景下的国产替代趋势，国内显示面板、半导体等行业开始从战略上重新考量采购渠道，靶材国产化进程加速。公司因此充分受益，宽幅钨靶材、高世代线 ITO 靶材等产品市场份额大幅提升。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.44、3.06、3.87 亿元；EPS 分别为 0.27、0.33、0.42 元，以 2020 年 8 月 26 日股价对应 P/E 为 34X、27X、21X，看好公司在新材料业务领域的发展前景，给予公司 2020 年 PE 为 45X，对应目标价 12.15 元，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济增长乏力、军民融合推进及靶材国产化进程低于预期、项目研发进展不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1873.54	1916.06	2307.33	2836.35
增长率	16.28%	2.27%	20.42%	22.93%
归属母公司净利润(百万元)	174.36	244.46	305.97	387.39
增长率	28.36%	40.20%	25.16%	26.61%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.27	0.33	0.42
净资产收益率 ROE	6.86%	8.27%	9.38%	10.61%
PE	47	34	27	21
PB	3.01	2.76	2.51	2.24

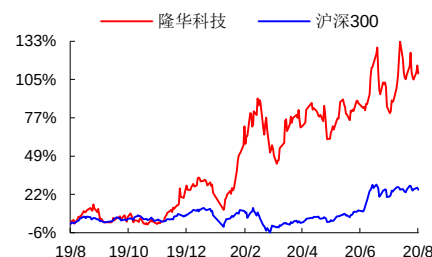
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邱培宇
 执业证号: S1250520070001
 电话: 021-58351893
 邮箱: qiupyu@swsc.com.cn

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-58251918
 邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.14
流通 A 股(亿股)	7.31
52 周内股价区间(元)	4.29-10.02
总市值(亿元)	82.39
总资产(亿元)	50.45
每股净资产(元)	3.09

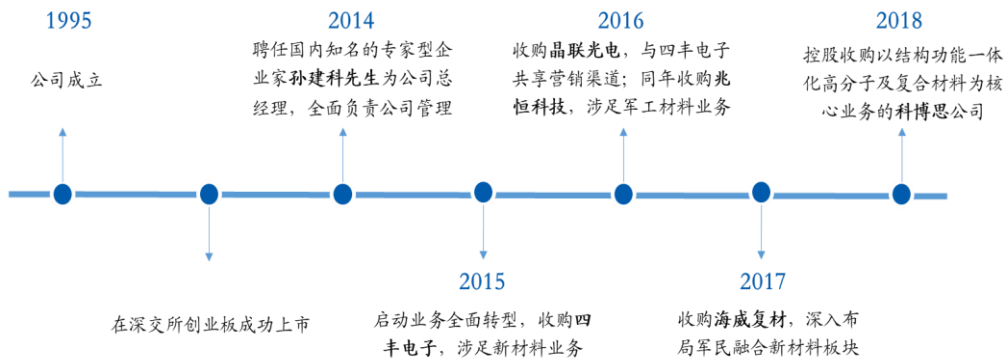
相关研究

1. 有色行业专题报告: 未来五年钴下游需求测算 (2020-07-27)
2. 有色行业: 白银价格有望趋势上行, 建议关注相关受益标的 (2020-07-24)
3. 有色行业专题报告: 未来五年全球氢氧化锂需求测算 (2020-07-17)
4. 有色行业专题报告: 未来五年全球碳酸锂行业需求测算 (2020-06-24)
5. 有色行业专题报告: 海外三家锂盐企业 2020 年一季度经营分析及未来扩产计划 (2020-06-01)

1 业务转型，新材料业务增速显著

隆华科技集团（洛阳）股份有限公司于 1995 年成立，2011 年在深交所创业板成功上市。2015 年公司开始业务转型，经营领域围绕节能、环保、新材料三大产业板块展开，从传统的“装备及环保业务”转型成为“靶材、军民融合等新材料产业为主导”业务为主导。目前公司拥有新材料业务子公司包括四丰电子、晶联光电、兆恒科技、海威复材、科博思等。

图 1：隆华科技历史变革：2015 年是经营业务剧变之年



数据来源：公司公告，西南证券整理

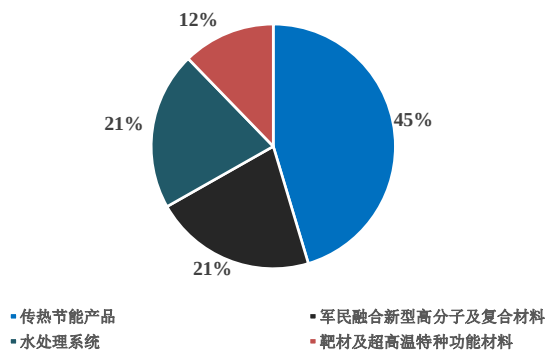
图 2：新材料板块主要子公司



数据来源：公司公告及网站资料整理，西南证券整理

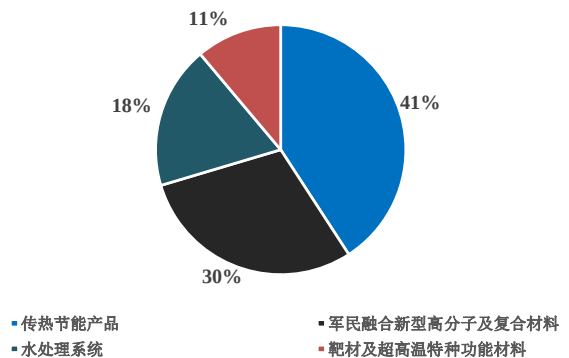
公司主营结构：2019 年公司新材料业务营收占比从 18.62% 上升至 33.72%。其中军民融合新型高分子及复合材料收入占比由 7.08% 上升至 21.45%，提升程度较大；靶材及超高温特种功能材料收入占比从 11.54% 上升至 12.27%。毛利方面，2019 年新材料业务毛利占比从 24.16% 上升至 40.68%，军民融合新型高分子及复合材料与靶材及超高温特种功能材料毛利占比分别为 29.56% 与 11.12%。

图 3：2019 年营收占比：靶材及超高温特种功能材料 12%



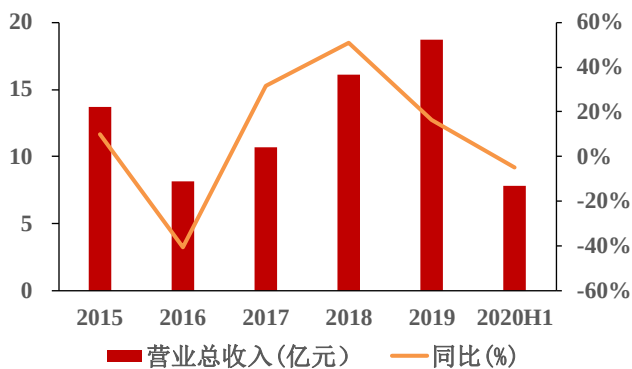
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2019 年毛利占比：靶材及超高温特种功能材料 11%



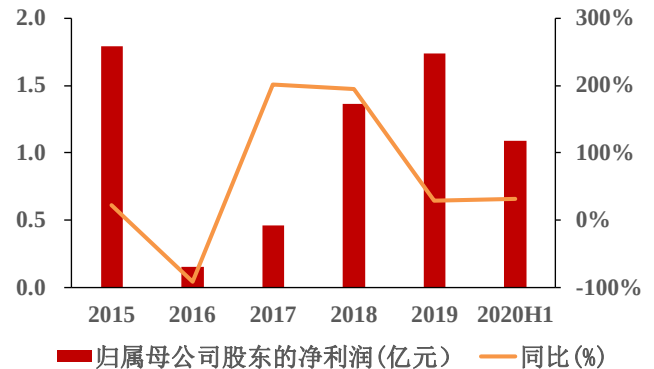
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2020H1 营收达 7.83 亿元，同比下降 4.96%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2020H1 归母净利润达 1.09 亿元，同比上升 30.89%



数据来源：Wind，西南证券整理

2015 年公司使用自有资金 9300 万元收购洛阳高新四丰电子材料有限公司，开始布局靶材行业。目前公司主要有三家子公司专业从事靶材业务：四丰电子、晶联光电、丰联科，产品包括：钼靶、钨靶、ITO 靶材等。1) 四丰电子：唯一条形钼靶、大宽钼靶国内供应商。四丰电子拥有授权专利 36 项，其中发明专利 8 项、实用新型专利 28 项，涵盖了靶材制备、晶粒晶向控制、焊接技术、精密加工等一系列生产工艺，打造了钼靶材、钼顶头、钨制品和其它制品等四大产品板块。2) 晶联光电：唯一批量供货的国产 ITO 靶材供应商。晶联光电于 2015 年突破日韩（三星、三井、日矿）技术垄断，掌握了国内最先进的常压烧结生产工艺技术，成为国内唯一在 TFT 领域获得客户认可并开始批量供货的国产 ITO 靶材服务商，开创了 ITO 靶材的国产化历史。3) 丰联科——靶材焊接绑定工艺生产线。丰联科公司通过一系列技术创新和工艺改进，有效解决了靶材焊合率和翘曲度的控制技术难题，保证了靶材绑定的质量稳定性。成立以来，快速建成绑定工艺生产线，通过了京东方、华星光电等重要客户的质量体系审核和产品上机测试。

图 7：靶材公司布局：四丰电子、广西晶联、丰联科



数据来源：公司资料整理，西南证券整理

2016-2018 年，隆华科技集团连续收购三家高分子企业，全面进入新型高分子及其复合材料产业领域。1) 兆恒科技：我国军方唯一认可的 PMI 泡沫国产化合格供应商。兆恒科技主打产品是 PMI 泡沫夹心材料，该材料是制造碳纤维复合材料的关键原料，在国内外军民领域应用范围广泛。2) 海威复材：舰船材料轻质化发展的引领者。海威复材是国内唯一专业从事海军舰船和海洋工程用复合材料研制生产的服务商，公司为多种舰船和海洋装备提供轻质、结构功能一体化的复合材料产品。3) 科博思：国内唯一实现国产化的 PVC 结构泡沫芯材。科博思是国内首家拥有 PVC 结构泡沫产品完整自主知识产权的企业，已与多家风电叶片厂家达成替代进口的合作意向。

图 8：军民融合高分子复合材料业务布局



数据来源：公司公告及网站资料整理，西南证券整理

图 9: 军民融合新型高分子及复合材料业务布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

隆华科技销售预算假设：公司未来业绩增长主要源于靶材业务、军民融合新型高分子材料等新材料业务。传统业务（传热节能业务及水处理系统业务）不增加新的资本开支，保持规模稳定。

公司自 2018 年起在靶材业务上取得新突破，未来受靶材国产化替代进程加速以及下游企业积极扩产的影响，预计 2020-2022 年产品综合销量增速分别为 40%、40%、40%，毛利率维持在 23%。

在军工业务板块，军民融合产业未来发展空间广阔，而公司处行业前列有望持续受益，预计 2020-2022 年产品综合销量增速分别为 30%、40%、40%，毛利率维持在 47%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入毛利率如下表：

表 1: 隆华科技分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
传热节能产品	收入	849.85	679.88	713.87	749.57
	增速	-1.5%	-20.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	27.5%	27.0%	27.0%	27.0%
水处理系统	收入	392.00	392.00	411.60	432.18
	增速	-12.6%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	27.0%	23%	23%	23%
军民融合新型高分子 及复合材料	收入	401.83	522.38	731.33	1,023.86
	增速	252.0%	30.0%	40.0%	40.0%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
靶材及超高温特种 功能材料	毛利率	42.1%	47.0%	47.0%	47.0%
	收入	229.86	321.80	450.53	630.74
	增速	23.6%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	27.7%	23.0%	23.0%	23.0%
合计	收入	1873.5	1916.1	2307.3	2836.3
	增速	16.3%	2.3%	20.4%	22.9%
	毛利率	30.6%	31.0%	31.8%	32.7%

数据来源：Wind，公司公告，西南证券

2.2 相对估值

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.44、3.06、3.87 亿元；EPS 分别为 0.27、0.33、0.42 元，以 2020 年 8 月 26 日股价对应 P/E 为 34X、27X、21X，看好公司在新材料业务领域的发展前景，给予公司 2020 年 PE 为 45X，对应目标价 12.15 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300263.SZ	隆华科技	9.01	0.19	0.27	0.33	0.42	47	34	27	21
600206.SH	有研新材	14.30	0.13	0.18	0.27	0.42	98	80	52	34
300666.SZ	江丰电子	58.8	0.29	0.37	0.47	0.60	146	159	125	98

数据来源：Wind，西南证券整理（注：公司以外的 EPS 为万得一致预测值；股价为 2020.8.26 日收盘价）

3 风险提示

宏观经济增长乏力、军民融合推进及靶材国产化进程低于预期、项目研发进展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1873.54	1916.06	2307.33	2836.35	净利润	206.79	271.62	339.97	430.43
营业成本	1300.53	1322.80	1572.57	1908.28	折旧与摊销	61.50	84.36	108.66	131.74
营业税金及附加	14.01	14.11	17.08	20.96	财务费用	15.83	2.92	-0.61	-3.40
销售费用	94.66	107.74	125.86	154.41	资产减值损失	-0.49	0.00	0.00	0.00
管理费用	189.21	210.77	253.81	312.00	经营营运资本变动	-11.90	-70.52	-64.16	-145.05
财务费用	15.83	2.92	-0.61	-3.40	其他	-13.36	-55.05	-60.71	-53.80
资产减值损失	-0.49	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	258.35	233.33	323.14	359.92
投资收益	-4.19	56.00	56.00	56.00	资本支出	-134.21	-226.56	-273.09	-285.52
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-253.54	101.47	38.00	38.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-387.75	-125.09	-235.09	-247.52
营业利润	246.37	313.72	394.62	500.11	短期借款	7.90	9.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.89	3.50	3.50	3.50	长期借款	-53.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	243.48	317.22	398.12	503.61	股权融资	14.37	0.00	0.00	0.00
所得税	36.70	45.60	58.16	73.17	支付股利	-18.30	0.00	0.00	0.00
净利润	206.79	271.62	339.97	430.43	其他	54.19	-21.02	0.61	3.40
少数股东损益	32.42	27.16	34.00	43.04	筹资活动现金流净额	5.17	-11.92	0.61	3.40
归属母公司股东净利润	174.36	244.46	305.97	387.39	现金流量净额	-123.76	96.32	88.66	115.80
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	519.88	616.20	704.86	820.66	成长能力				
应收和预付款项	1113.94	1258.91	1460.49	1798.04	销售收入增长率	16.28%	2.27%	20.42%	22.93%
存货	533.45	628.54	723.94	873.60	营业利润增长率	39.84%	27.34%	25.79%	26.73%
其他流动资产	253.41	56.92	66.28	81.24	净利润增长率	39.03%	31.35%	25.16%	26.61%
长期股权投资	279.69	279.69	279.69	279.69	EBITDA 增长率	35.85%	23.88%	25.35%	25.02%
投资性房地产	18.46	11.04	11.04	11.04	获利能力				
固定资产和在建工程	788.78	960.85	1155.15	1338.80	毛利率	30.58%	30.96%	31.84%	32.72%
无形资产和开发支出	972.61	944.20	915.79	887.38	三费率	12.69%	16.78%	16.43%	16.32%
其他非流动资产	203.23	285.27	301.81	318.35	净利率	11.04%	14.18%	14.73%	15.18%
资产总计	4683.45	5041.62	5619.06	6408.81	ROE	6.86%	8.27%	9.38%	10.61%
短期借款	190.90	200.00	200.00	200.00	ROA	4.42%	5.39%	6.05%	6.72%
应付和预收款项	1190.51	1253.88	1467.30	1794.83	ROIC	8.96%	10.07%	11.37%	12.80%
长期借款	111.00	111.00	111.00	111.00	EBITDA/销售收入	17.28%	20.93%	21.79%	22.16%
其他负债	176.89	191.06	215.12	246.91	营运能力				
负债合计	1669.30	1755.95	1993.42	2352.74	总资产周转率	0.41	0.39	0.43	0.47
股本	914.87	914.87	914.87	914.87	固定资产周转率	4.10	3.04	2.44	2.32
资本公积	1086.16	1086.16	1086.16	1086.16	应收账款周转率	1.96	1.81	1.94	1.97
留存收益	861.23	1105.68	1411.65	1799.04	存货周转率	2.32	2.25	2.31	2.38
归属母公司股东权益	2735.37	2979.73	3285.70	3673.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.75%	—	—	—
少数股东权益	278.78	305.94	339.94	382.98	资本结构				
股东权益合计	3014.15	3285.67	3625.64	4056.07	资产负债率	35.64%	34.83%	35.48%	36.71%
负债和股东权益合计	4683.45	5041.62	5619.06	6408.81	带息债务/总负债	18.09%	17.71%	15.60%	13.22%
					流动比率	1.60	1.60	1.61	1.63
					速动比率	1.25	1.21	1.21	1.23
					股利支付率	10.50%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.27	0.33	0.42
					每股净资产	2.99	3.26	3.59	4.02
					每股经营现金	0.28	0.26	0.35	0.39
					每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	323.70	401.00	502.67	628.44					
PE	47.25	33.70	26.93	21.27					
PB	3.01	2.76	2.51	2.24					
PS	4.40	4.30	3.57	2.90					
EV/EBITDA	23.79	19.03	14.97	11.76					
股息率	0.22%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn