

业绩大幅提升，靶材国产替代加速

投资要点

- **事件：**公司发布2020年半年报。公司2020H1实现营收5.33亿元，同比上升53.56%；实现归母净利润0.41亿元，同比上升196.11%。其中Q2实现营收2.94亿元，同比上升62.99%；实现归母净利润0.24亿元，同比上升692.00%。
- **业绩大幅提升，期间费用率下降。**1) 公司2020H1收入同比上升53.56%，主要原因系公司的主要产品钽靶、铝靶、钛靶销售持续增长，分别较上年同期增长了57.22%、26.82%和49.64%，公司的其他产品如铜靶、钨钛靶、CMP产品、机台零部件等销售也有所上升，合计较上年同期增长了1.12倍。从下游行业角度，公司应用于半导体领域靶材产品继续保持稳步增长的同时，平板显示领域用靶材订单增加明显。2) 公司2020H1销售毛利率由去年同期的30.18%上升至30.90%，其中钽靶毛利率上升1.50pp至22.48%，铝靶毛利率上升1.20pp至37.58%。3) 报告期内，公司期间费用率由去年同期的27.09%下降至21.01%，其中财务费用率由去年同期的8.65%下降至5.82%，主要系报告期内利息支出减少所致。4) 报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额由0.33亿元减少至-0.87亿元，主要系公司增加备货，支付贷款增加以及支付重大重组事项相关的中介机构费用增加所致。
- **靶材国产替代加速。**靶材是半导体、显示面板等的关键核心材料，2019年全球靶材市场约在160亿美元左右，国内总需求占比超30%，但可自主生产的市场规模不足2%。伴随高端制造业向国内转移趋势，国产替代空间明显。2020H1，受新冠肺炎疫情、贸易摩擦等事件的影响，国内显示面板、半导体等行业开始从战略上重新考量采购和供应渠道，靶材国产化进程加速。公司的钽靶、铝靶、钛靶等主营产品在产品质量，性价比上具有明显优势，研发实力十分强劲，下游客户遍及海内外半导体芯片、平板显示器龙头企业，这些因素有助于帮助公司在靶材国产化进程加速的契机下，快速提升市场份额。
- **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1.19、1.51、1.89亿元；EPS分别为0.54、0.68、0.85元，以2020年8月28日股价对应P/E为115X、91X、73X，看好公司在靶材业务领域的发展前景，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**行业下游需求不及预期、研发进展不及预期等风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	824.96	1258.32	1558.40	1943.90
增长率	26.98%	52.53%	23.85%	24.74%
归属母公司净利润（百万元）	64.19	119.49	151.03	188.95
增长率	9.14%	86.16%	26.40%	25.11%
每股收益EPS（元）	0.29	0.54	0.68	0.85
净资产收益率ROE	9.24%	15.03%	16.38%	17.48%
PE	214	115	91	73
PB	20.11	17.44	15.01	12.79

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：qiupy@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)	2.23
流通A股(亿股)	1.47
52周内股价区间(元)	36.43-75.0
总市值(亿元)	137.31
总资产(亿元)	18.84
每股净资产(元)	4.14

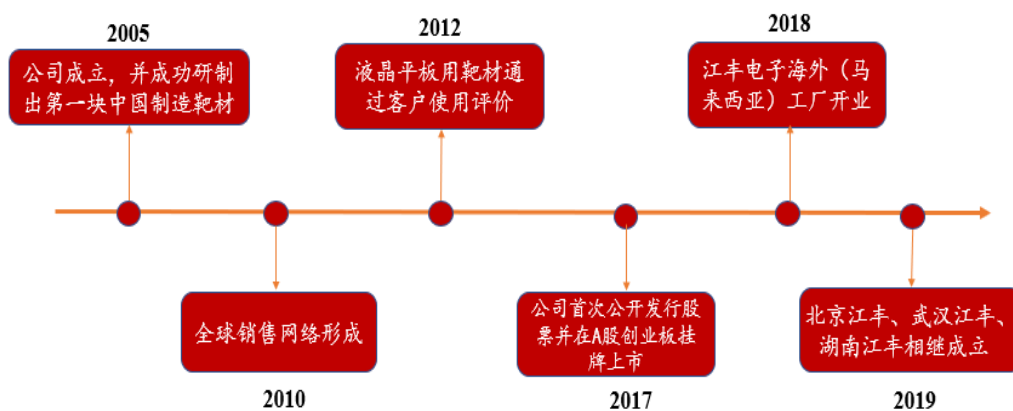
相关研究

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 业绩大幅增长，靶材国产替代加速

江丰电子自成立以来专注于从事高纯溅射靶材的研发、生产和销售业务。公司于 2005 年成立并成功研制出第一块中国制造的靶材，2017 年公司于科创板挂牌上市。公司主导并联合国内设备厂家研制了靶材生产、检测的关键设备，实现了生产线的国产化。公司的超高纯金属溅射靶材产品已应用于世界著名半导体厂商的最先端制造工艺，在 16 纳米技术节点实现批量供货，同时还满足了国内厂商 28 纳米技术节点的量产需求。

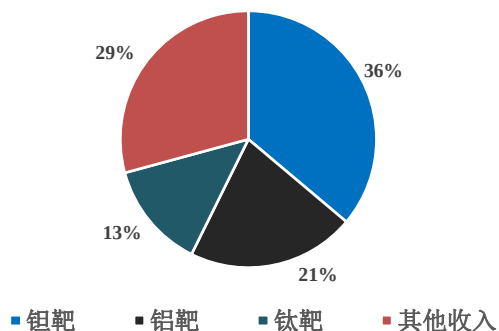
图 1：公司历史变革：2017 年于 A 股创业板上市



数据来源：公司官网，西南证券整理

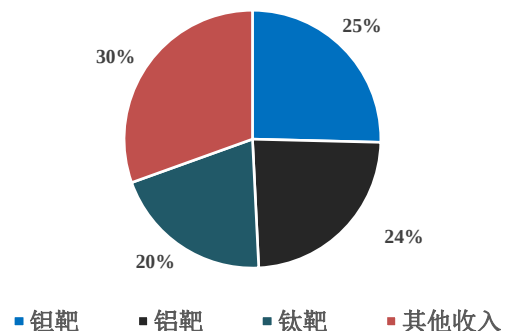
公司主营业务收入与毛利情况：公司主要产品包括钽靶、铝靶与钛靶，其中钽靶与铝靶主要应用于半导体芯片，平板显示器，太阳能电池领域；钛靶主要应用于超大规模集成电路领域。2019 年钽靶营收占比达 36%，其次为铝靶（21%）、钛靶（13%）。公司主要客户有台积电、格罗方德、中芯国际、联华电子、索尼、东芝、意法半导体、海力士、京东方、华星光电、SunPower 等。

图 2：2019 年营收占比：钽靶 36%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2019 年毛利占比：钽靶 25%



数据来源：Wind，西南证券整理

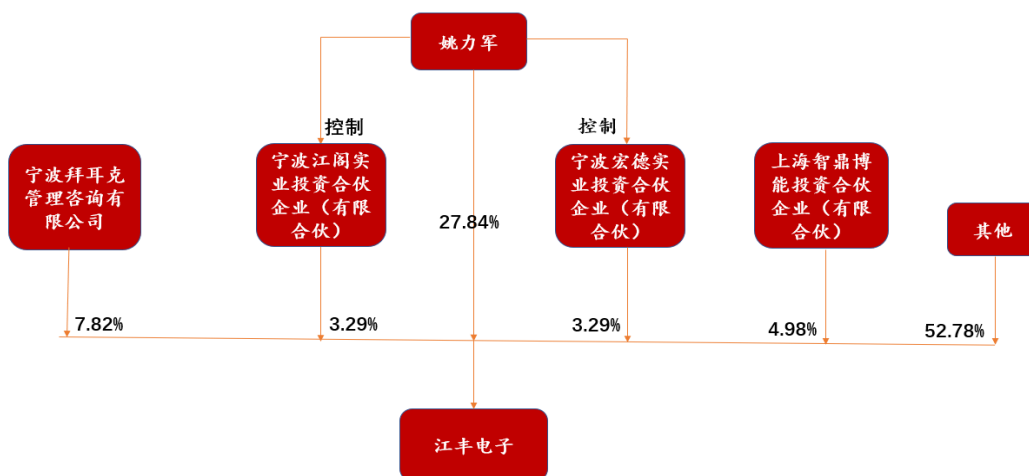
图 4：公司主要产品介绍：半导体靶材



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构：公司实际控制人姚力军直接持股 27.84%，并通过宁波江阁实业投资合伙企业（有限合伙）与宁波宏德实业投资合伙企业（有限合伙）控制公司 6.58% 的股权。公司股权结构整体较为集中。

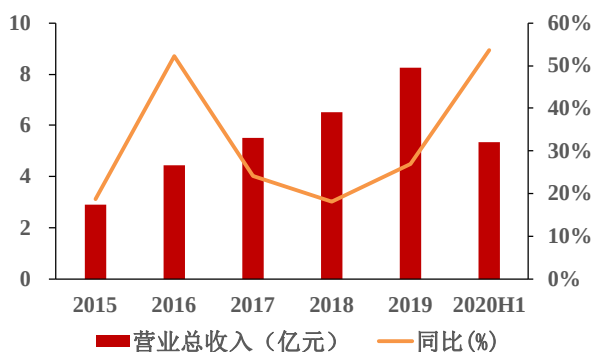
图 5：股权结构：实际控制人为姚力军先生



数据来源：Wind，公司资料，西南证券整理

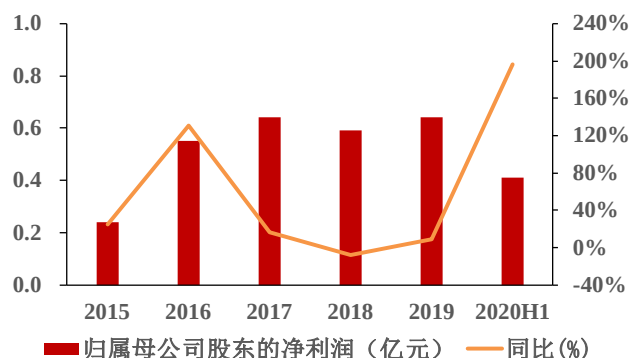
公司业绩情况：2015-2019 年公司营业收入从 2.91 亿元上升至 8.25 亿元，CAGR 为 29.76%；归母净利润从 0.24 亿元上升至 0.64 亿元，CAGR 为 27.79%。主要系公司钽靶、铝靶、钛靶等高纯溅射靶材销量持续增长。公司应用于半导体领域靶材产品继续保持稳步增长的同时，平板显示领域用靶材订单增加明显。2019 年公司归属母公司股东净利润 1464 万元，同比减少 47.2%，利润减少是由于公司产品结构变化且处于订单竞争阶段，同时由于公司 2019 年实施了第一期股票期权激励计划，公司 2019 年 1-9 月需摊销的股票期权费用约为 1112.31 万元，其中 7-9 月约为 556.16 万元。公司 2020H1 收入同比上升 53.56%，主要原因系公司的主要产品钽靶、铝靶、钛靶销售持续增长，分别较上年同期增长了 57.22%、26.82%和 49.64%，公司的其他产品如铜靶、钨钛靶、CMP 产品、机台零部件等销售也有所上升，合计较上年同期增长了 1.12 倍。

图 6：2020H1 营收 5.33 亿元，同比增速 53.36%



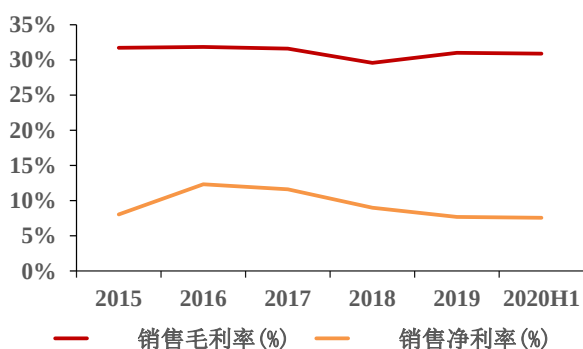
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2020H1 归母净利润 0.41 亿元，同比增速 196.11%



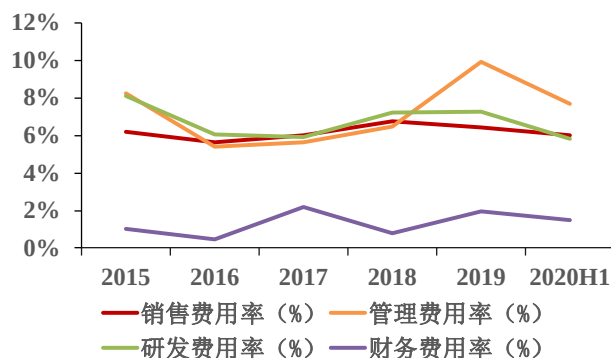
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2015-2020H1 毛利率与净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

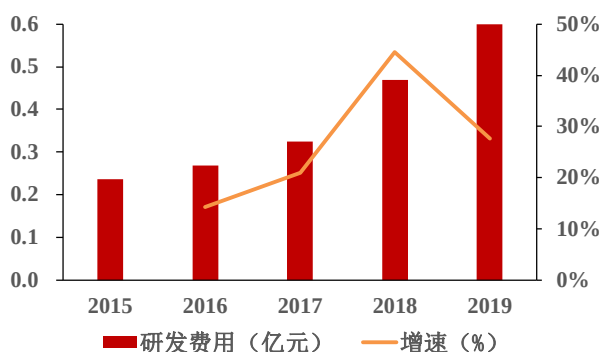
图 9：公司 2015-2020H1 期间费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

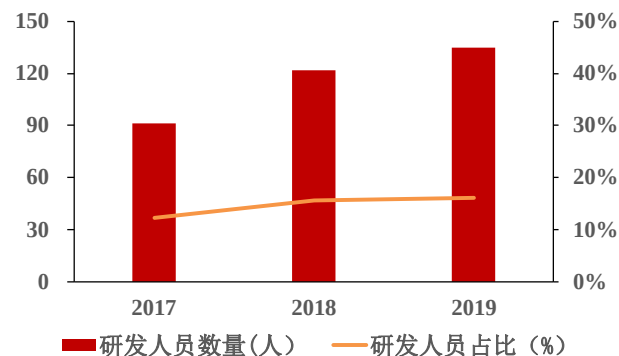
研发创新为公司核心竞争力。2015-2019 年公司研发费用由 0.24 亿元上升至 0.60 亿元，CAGR 为 26.37%；2017-2019 年公司研发人员由 91 人上升至 135 人，研发人员占比由 12.31% 上升至 16%。截至 2020 年 6 月 30 日，公司及子公司共取得国内有效专利 288 项，包括有效发明专利 233 项，有效实用新型 55 项。另外，公司取得韩国发明专利 2 项、中国台湾地区发明专利 1 项。上述专利涵盖了金属提纯、晶粒晶向控制、焊接技术、精密加工、清洗包装等一系列生产工艺。

图 10：公司 2015-2019 年研发费用情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：公司 2017-2019 年研发人员



数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：公司溅射靶材纯度水平

序号	材质	纯度
1	Al	≥99.9995%
2	Ti	≥99.999%
3	Ta	≥99.99%
4	Cu	≥99.9999%
5	W	≥99.999%
6	Mo	≥99.99%
7	Co	≥99.999%

数据来源：公司官网，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

销量：受益于靶材国产替代，2020 年上半年公司靶材销量显著上升。靶材国产替代加速，下游需求旺盛，市场空间巨大。预计公司靶材销量将持续高增速。

钽靶：预计 2020-2022 年销量增速 55%、20%、20%。

铝靶：预计 2020-2022 年销量增速 28%、15%、15%。

钛靶：预计 2020-2022 年销量增速 50%、20%、20%。

单价：预计公司靶材产品单价保持平稳。

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 2：江丰电子主要产品业务拆分

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
钽靶	营业收入	297.8	461.6	553.9	664.6
	yoy	44.6%	55.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	21.9%	23.0%	23.0%	23.0%
铝靶	营业收入	174.9	223.9	257.5	296.1
	yoy	10.2%	28.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	34.8%	38.0%	38.0%	38.0%
钛靶	营业收入	111.3	167.0	200.4	240.5
	yoy	10.0%	50.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	46.8%	46.0%	46.0%	46.0%
LCD 用碳纤维支撑	营业收入	77.0	61.6	64.7	67.9
	yoy	10.2%	-20.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	26.6%	28.0%	28.0%	28.0%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
其他	营业收入	163.9	344.3	482.0	674.8
	yoy	44.0%	110%	40%	40%
	毛利率	26.6%	28.0%	28.0%	28.0%
合计	营业收入	825.0	1258.3	1558.4	1943.9
	yoy	27.0%	52.5%	23.8%	24.7%
	毛利率	31.1%	31.7%	31.7%	31.8%

数据来源：公司公告，Wind，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 1.19、1.51、1.89 亿元；EPS 分别为 0.54、0.68、0.85 元，以 2020 年 8 月 28 日股价对应 P/E 为 115X、91X、73X，看好公司在靶材业务领域的发展前景，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值比较

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300666.SZ	江丰电子	61.51	0.29	0.54	0.68	0.85	214	115	91	73
300263.SZ	隆华科技	9.79	0.19	0.26	0.32	0.39	29	38	30	25
600206.SH	有研新材	14.56	0.13	0.19	0.28	0.43	98	79	53	35

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 2020.8.28 日收盘价。）

3 风险提示

行业下游需求不及预期、研发进展不及预期等风险。

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	824.96	1258.32	1558.40	1943.90	净利润	63.75	119.49	151.03	188.95
营业成本	568.72	859.41	1063.83	1326.21	折旧与摊销	47.69	69.72	75.84	80.33
营业税金及附加	4.89	7.06	8.67	10.97	财务费用	15.95	13.56	10.78	8.69
销售费用	53.30	90.60	112.20	139.96	资产减值损失	-8.36	-14.00	-14.00	-14.00
管理费用	141.62	182.46	225.97	281.87	经营营运资本变动	-120.07	-175.96	-137.57	-169.69
财务费用	15.95	13.56	10.78	8.69	其他	95.68	12.10	3.85	19.49
资产减值损失	-8.36	-14.00	-14.00	-14.00	经营活动现金流净额	94.63	24.92	89.92	113.78
投资收益	3.13	-0.06	-0.06	-0.06	资本支出	-54.95	-73.70	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-103.56	19.94	19.94	19.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-158.52	-53.76	-10.06	-10.06
营业利润	64.39	119.17	150.90	190.15	短期借款	-99.31	60.57	14.83	12.28
其他非经营损益	0.58	5.60	5.60	5.60	长期借款	22.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	64.97	124.77	156.50	195.75	股权融资	17.02	0.00	0.00	0.00
所得税	1.23	5.28	5.47	6.80	支付股利	-12.69	-12.84	-23.90	-30.21
净利润	63.75	119.49	151.03	188.95	其他	-123.02	-17.90	-10.78	-8.69
少数股东损益	-0.44	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-195.15	29.83	-19.84	-26.62
归属母公司股东净利润	64.19	119.49	151.03	188.95	现金流量净额	-256.78	0.98	60.02	77.10
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	250.68	251.66	311.68	388.78	成长能力				
应收和预付款项	224.05	309.43	389.13	489.76	销售收入增长率	26.98%	52.53%	23.85%	24.74%
存货	325.07	500.42	632.57	783.65	营业利润增长率	17.18%	85.07%	26.62%	26.01%
其他流动资产	24.10	33.12	41.02	51.16	净利润增长率	9.43%	87.45%	26.40%	25.11%
长期股权投资	11.16	11.16	11.16	11.16	EBITDA 增长率	32.69%	58.13%	17.32%	17.54%
投资性房地产	18.05	18.05	18.05	18.05	获利能力				
固定资产和在建工程	470.39	476.30	436.10	391.41	毛利率	31.06%	31.70%	31.74%	31.78%
无形资产和开发支出	34.31	33.35	28.70	24.04	三费率	25.58%	22.78%	22.39%	22.15%
其他非流动资产	107.84	86.85	65.87	44.89	净利率	7.73%	9.50%	9.69%	9.72%
资产总计	1465.64	1720.35	1934.27	2202.90	ROE	9.24%	15.03%	16.38%	17.48%
短期借款	450.73	511.30	526.13	538.41	ROA	4.35%	6.95%	7.81%	8.58%
应付和预收款项	209.56	299.75	370.56	466.68	ROIC	8.95%	11.50%	11.80%	12.80%
长期借款	37.85	37.85	37.85	37.85	EBITDA/销售收入	15.52%	16.09%	15.24%	14.36%
其他负债	77.26	76.39	77.55	79.03	营运能力				
负债合计	775.40	925.29	1012.08	1121.97	总资产周转率	0.57	0.79	0.85	0.94
股本	218.76	218.76	218.76	218.76	固定资产周转率	2.20	3.19	3.98	5.30
资本公积	205.77	205.77	205.77	205.77	应收账款周转率	4.86	5.05	4.78	4.74
留存收益	256.26	362.91	490.04	648.79	存货周转率	1.95	2.02	1.85	1.86
归属母公司股东权益	682.63	787.44	914.57	1073.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.20%	—	—	—
少数股东权益	7.62	7.62	7.62	7.62	资本结构				
股东权益合计	690.24	795.06	922.19	1080.94	资产负债率	52.91%	53.79%	52.32%	50.93%
负债和股东权益合计	1465.64	1720.35	1934.27	2202.90	带息债务/总负债	63.01%	59.35%	55.72%	51.36%
					流动比率	1.23	1.34	1.52	1.69
					速动比率	0.75	0.73	0.82	0.92
					股利支付率	19.77%	10.74%	15.82%	15.99%
					每股指标				
					每股收益	0.29	0.54	0.68	0.85
					每股净资产	3.06	3.53	4.10	4.81
					每股经营现金	0.42	0.11	0.40	0.51
					每股股利	0.06	0.06	0.11	0.14
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	128.03	202.45	237.51	279.17					
PE	213.92	114.91	90.92	72.67					
PB	20.11	17.44	15.01	12.79					
PS	16.64	10.91	8.81	7.06					
EV/EBITDA	105.81	67.29	57.25	48.55					
股息率	0.09%	0.09%	0.17%	0.22%					

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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	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