

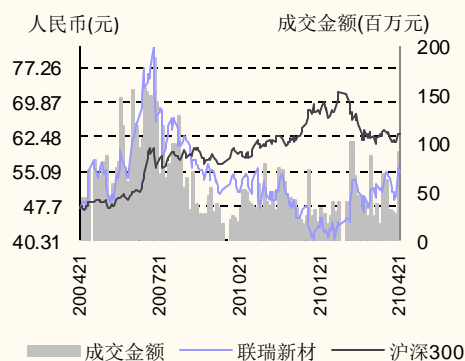
# 联瑞新材 (688300.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 54.84 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.86
已上市流通 A 股(亿股)	0.53
总市值(亿元)	47.15
年内股价最高最低(元)	82.35/40.62
沪深 300 指数	5099
上证指数	3473



## 真实盈利提升，扩产+产品结构升级助力成长

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	315	404	633	855	1,115
营业收入增长率	13.37%	28.20%	56.60%	35.00%	30.50%
归母净利润(百万元)	75	111	170	233	312
归母净利润增长率	27.98%	48.49%	52.88%	37.16%	34.24%
摊薄每股收益(元)	0.869	1.290	1.972	2.705	3.631
每股经营性现金流净额	0.93	0.96	1.68	0.53	0.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.34%	11.51%	15.55%	16.26%	20.15%
P/E	52.31	36.30	27.80	20.27	15.10
P/B	4.36	4.18	4.32	3.30	3.04

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 4月20日，公司发布2020年年报及2021年一季报。公司2020年实现营收4.0亿元(YoY+28.2%)，归母净利润1.1亿元(YoY+48.49%)，扣非后0.9亿元(YoY+31.0%)；公司21Q1实现营收1.4亿元(同比+98.7%，环比+11.0%)，归母净利润3669万元(同比+105.7%，环比-8.4%)，扣非归母净利润3393万元(同比+121.6%，环比+17.2%)。Q1毛利率为41.7%(同比-4.04pct，环比+0.6pct)，净利率为26.3%(同比+0.9pct，环比-5.6pct)。

### 经营分析

- 真实盈利能力提升明显，扩产与需求释放匹配度高。**根据财务数据，公司盈利看似承压，但毛利率同比下滑是因为公司将原计入销售费用的运输成本归集至营业成本中，净利率环比下滑是因为公司在20Q4有营业外收益，实际上公司的扣非归母净利润在21Q1达到了24.3%，同比+2.5pct，环比+1.3pct，公司真实盈利能力有明显提升。公司下游是覆铜板和环氧塑封料行业，这两大板块随着笔电、家电、汽车等电子产品的恢复而景气度持续走高，又加上公司新的球形硅微粉产能在20Q4顺利达产，新产能投放节奏与需求释放高度匹配使得公司无论是在收入端还是在利润端都有良好的表现。
- 多条产线有望陆续释放，产品结构升级提升盈利性。**公司未来成长主要来自三个方面：1) 扩产量增，公司未来即将开出的产能包括熔硅10000吨(20Q4已经试运行，今年已经开始爬坡上量，预计至年底完全达产)、子公司球铝8000吨(预计今年下半年开始投产)、液态浆料1500吨(预计明年下半年投产)，产能扩充将为公司成长奠定基础；2) 产品结构升级，公司以硅微粉为主体产品，未来不仅要更多提升高级的球形硅微粉比例，还要拓展球形氧化铝、液态浆料、空气微球等需求成长快、附加值高的产品，产品结构调整有望进一步抬升公司平均单价和盈利能力。

### 投资建议

- 鉴于今年电子产品需求景气度有望超预期且公司盈利能力提升超预期，我们调增公司21~23年归母净利润至1.70(调增20.6%)\2.33(调增25.3%)\3.12亿元，对应估值为28X\21X\16X，继续给予“买入”评级。

### 风险提示

- 需求不及预期；扩产进度不及预期；限售股解禁。

### 相关报告

- 《业绩环比提升，球形粉扩产后销售顺利-联瑞新材2020年三季报...》，2020.10.22
- 《毛利率47%+研发率6.8%，厚积薄发赢未来-联瑞新材202...》，2020.8.27
- 《新产能释放顺利，球硅导入客户确定性足-联瑞新材2020年一季...》，2020.4.29

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

**邓小路** 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003  
dengxiaolu@gjzq.com.cn

**刘妍雪** 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004  
liuyanxue@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>278</b>	<b>315</b>	<b>404</b>	<b>633</b>	<b>855</b>	<b>1,115</b>	货币资金	87	448	144	67	88	112
增长率		13.4%	28.2%	56.6%	35.0%	30.5%	应收账款	121	170	233	332	375	446
主营业务成本	-159	-169	-231	-363	-474	-602	存货	59	46	54	89	116	147
%销售收入	57.1%	53.7%	57.2%	57.3%	55.5%	54.0%	其他流动资产	5	163	365	403	556	748
毛利	119	146	173	270	380	513	流动资产	273	826	797	891	1,134	1,453
%销售收入	42.9%	46.3%	42.8%	42.7%	44.5%	46.0%	%总资产	65.9%	80.7%	73.0%	65.9%	63.7%	64.5%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-6	-9	-11	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.2%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	131	185	229	451	638	790
销售费用	-20	-22	-7	-9	-13	-17	%总资产	31.6%	18.1%	20.9%	33.4%	35.8%	35.1%
%销售收入	7.1%	7.0%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	10	10	10	10	10	10
管理费用	-18	-25	-30	-41	-56	-74	非流动资产	141	197	296	461	648	800
%销售收入	6.5%	7.9%	7.4%	6.5%	6.5%	6.6%	%总资产	34.1%	19.3%	27.0%	34.1%	36.3%	35.5%
研发费用	-11	-13	-20	-32	-43	-56	<b>资产总计</b>	<b>414</b>	<b>1,024</b>	<b>1,093</b>	<b>1,351</b>	<b>1,782</b>	<b>2,253</b>
%销售收入	3.8%	4.1%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	短期借款	3	16	0	101	155	471
息税前利润 (EBIT)	68	83	113	182	261	356	应付款项	38	64	71	108	136	158
%销售收入	24.3%	26.3%	27.9%	28.7%	30.5%	31.9%	其他流动负债	12	12	19	23	32	44
财务费用	-2	0	0	-3	-9	-21	流动负债	52	92	90	233	323	673
%销售收入	0.7%	0.1%	-0.1%	0.5%	1.0%	1.8%	长期贷款	25	9	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0	其他长期负债	17	26	38	28	29	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>94</b>	<b>128</b>	<b>129</b>	<b>261</b>	<b>352</b>	<b>703</b>
投资收益	0	1	15	15	13	22	<b>普通股股东权益</b>	<b>320</b>	<b>896</b>	<b>964</b>	<b>1,091</b>	<b>1,430</b>	<b>1,549</b>
%税前利润	0.0%	0.9%	11.6%	7.9%	4.7%	6.1%	其中：股本	64	86	86	86	386	386
营业利润	68	85	124	193	264	357	未分配利润	115	167	224	350	390	509
营业利润率	24.4%	27.0%	30.7%	30.5%	30.9%	32.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	2	4	2	3	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>414</b>	<b>1,024</b>	<b>1,093</b>	<b>1,351</b>	<b>1,782</b>	<b>2,253</b>
税前利润	68	87	128	195	267	359	<b>比率分析</b>						
利润率	24.4%	27.5%	31.8%	30.8%	31.3%	32.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-10	-12	-17	-25	-35	-47	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.0%	14.0%	13.6%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.905	0.869	1.290	1.972	2.705	3.631
净利润	58	75	111	170	233	312	每股净资产	4.956	10.424	11.212	12.685	16.634	18.021
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.864	0.925	0.965	1.676	0.535	0.745
归属于母公司的净利润	<b>58</b>	<b>75</b>	<b>111</b>	<b>170</b>	<b>233</b>	<b>312</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
净利率	21.0%	23.7%	27.4%	26.8%	27.2%	28.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	18.27%	8.34%	11.51%	15.55%	16.26%	20.15%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	14.11%	7.30%	10.15%	12.55%	13.05%	13.86%
净利润	58	75	111	170	233	312	投入资本收益率	16.66%	7.73%	9.98%	13.26%	14.31%	15.32%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	11	12	16	29	44	59	主营业务收入增长率	31.83%	13.37%	28.20%	56.60%	35.00%	30.50%
非经营收益	4	1	-5	-24	-7	-3	EBIT增长率	52.14%	22.66%	35.84%	61.22%	43.47%	36.49%
营运资金变动	-17	-8	-40	-30	-63	-80	净利润增长率	38.15%	27.98%	48.49%	52.88%	37.16%	34.24%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>56</b>	<b>80</b>	<b>83</b>	<b>144</b>	<b>206</b>	<b>288</b>	总资产增长率	36.50%	147.44%	6.72%	23.69%	31.85%	26.42%
资本开支	-25	-60	-124	-193	-228	-208	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-160	-202	-100	-124	-181	应收账款周转天数	86.8	95.7	97.7	98.0	99.0	100.0
其他	0	1	13	15	13	22	存货周转天数	120.7	112.8	79.0	90.0	90.0	90.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-25</b>	<b>-220</b>	<b>-313</b>	<b>-277</b>	<b>-339</b>	<b>-367</b>	应付账款周转天数	51.7	75.4	74.0	75.0	70.0	60.0
股权募资	81	532	0	0	300	0	固定资产周转天数	155.3	157.7	184.5	188.2	185.2	172.0
债权募资	-29	-3	-25	102	54	318	<b>偿债能力</b>						
其他	-25	-38	-43	-46	-201	-214	净负债/股东权益	-18.57%	-47.17%	-16.22%	2.02%	3.83%	22.41%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>27</b>	<b>491</b>	<b>-68</b>	<b>56</b>	<b>153</b>	<b>104</b>	EBIT利息保障倍数	32.5	488.1	-302.6	55.6	30.2	17.3
<b>现金净流量</b>	<b>58</b>	<b>351</b>	<b>-298</b>	<b>-77</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	资产负债率	22.77%	12.46%	11.77%	19.30%	19.74%	31.22%

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	1	1	10
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	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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

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	61.86	93.00~93.00
2	2020-02-28	买入	59.03	93.00
3	2020-04-29	买入	47.12	74.00
4	2020-08-27	买入	55.91	74.00
5	2020-10-23	买入	52.39	74.00~74.00

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402