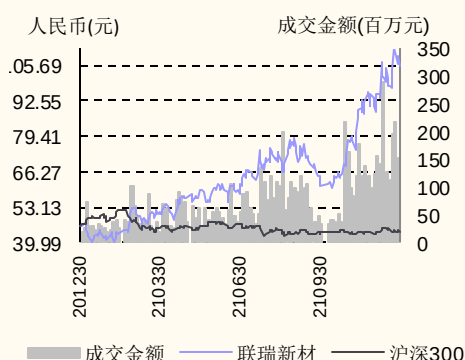


联瑞新材 (688300.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 105.60 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)	90.79
年内股价最高最低(元)	113.77/40.62
沪深 300 指数	4883
上证指数	3597


相关报告

- 1.《扣非环比+22%，高精尖国产替代新军成长可期-联瑞新材 21 年...》，2021.10.26
- 2.《高成长证明高端已发力，扩产持续加码未来-联瑞新材点评》，2021.8.17
- 3.《真实盈利提升，扩产+产品结构升级助力成长-联瑞新材 20 年报&...》，2021.4.21

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

荣获单项冠军，步步为营成长路径清晰
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	172	247	332
归母净利润增长率	27.98%	48.49%	55.45%	43.37%	34.13%
摊薄每股收益(元)	0.869	1.290	2.006	2.875	3.857
每股经营性现金流净额	0.92	0.96	1.65	2.51	3.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.34%	11.51%	15.77%	19.05%	20.90%
P/E	52.31	36.30	52.65	36.73	27.38
P/B	4.36	4.18	8.30	7.00	5.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简述

- 12 月 29 日，公司公告称收到《工业和信息化部中国工业经济联合会关于印发第六批制造业单项冠军及通过复核的第三批制造业单项冠军企业（产品）名单的通知》文件，公司成功入选第六批国家级制造业单项冠军示范企业。

经营分析

- **技术专业性和研发专注度受到认可，验证扩产放量逻辑有效性。**根据工信部公示内容，公司被评为单项冠军的主营认定为“电子级二氧化硅微粉”（也称硅微粉），该主营也是公司被工信部评为第一批专精特新“小巨人”企业的主导产品。实际上，在借助上市平台融资扩产之前，公司在硅微粉领域并非是国内规模最大、布局最高端的厂商，但无论是单项冠军还是专精特新，我们都未在名单上发现公司国内主要竞争对手的身影，这充分说明了公司在主业硅微粉的技术专业性和研发专注度相对竞争对手更优，也就是说公司早已满足高端产品的技术和工艺要求，但迫于产能受限而难以快速布局市场，这也是公司上市后高端产品快速放量的原因（上市扩产后，高端产品球硅销量年复合增长 50%+，球铝销量年复合增长 70%+）。
- **低中高速发展市场均有产品布局，步步为营成长路径清晰。**公司目前布局的三大主力产品包括角硅、球硅和球铝，其中：1）角硅是低速发展市场（对应中低端 CCL 需求）且市占率已在高位，公司主要采取优化利润策略，无大幅扩产计划，是现金牛业务；2）球硅是中速发展市场（对应高频高速 CCL 和半导体封装 EMC 的填料需求）但市占率低，公司积极进行国产替代，规划了 1.5 万吨扩产项目（对应增幅约 100%）；3）球铝是高速发展市场（对应新能源车散热需求）且市占率低，新兴市场格局未定，产能是竞争的关键，因此公司规划了 8000 吨扩产项目（对应增幅约 100%）。除此之外，公司也在积极布局新型材料（如液态浆料、氮化物、空气微球等），新品接力将打开公司的布局边界，平台想象空间可期。

投资建议

- 我们预计公司 21~23 年归母净利润为 1.72 亿元、2.47 亿元、3.32 亿元，对应估值为 53X/37X/27X，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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	278	315	404	633	855	1,115
增长率		13.4%	28.2%	56.6%	35.0%	30.5%
主营业务成本	-159	-169	-231	-363	-463	-587
%销售收入	57.1%	53.7%	57.2%	57.3%	54.2%	52.6%
毛利	119	146	173	270	391	529
%销售收入	42.9%	46.3%	42.8%	42.7%	45.8%	47.4%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-6	-9	-11
%销售收入	1.2%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-20	-22	-7	-9	-13	-17
%销售收入	7.1%	7.0%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-18	-25	-30	-41	-51	-69
%销售收入	6.5%	7.9%	7.4%	6.5%	6.0%	6.2%
研发费用	-11	-13	-20	-32	-43	-56
%销售收入	3.8%	4.1%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	68	83	113	182	276	376
%销售收入	24.3%	26.3%	27.9%	28.7%	32.3%	33.7%
财务费用	-2	0	0	0	-7	-18
%销售收入	0.7%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.8%	1.6%
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	1	15	15	13	22
%税前利润	0.0%	0.9%	11.6%	7.8%	4.4%	5.8%
营业利润	68	85	124	196	281	379
营业利润率	24.4%	27.0%	30.7%	31.0%	32.9%	34.0%
营业外收支	0	2	4	2	3	2
税前利润	68	87	128	198	284	381
利润率	24.4%	27.5%	31.8%	31.3%	33.2%	34.2%
所得税	-10	-12	-17	-26	-37	-50
所得税率	14.0%	14.0%	13.6%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	58	75	111	172	247	332
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	58	75	111	172	247	332
净利率	21.0%	23.7%	27.4%	27.2%	28.9%	29.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	58	75	111	172	247	332
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	10	12	16	28	41	56
非经营收益	4	1	-5	-28	-9	-6
营运资金变动	-17	-8	-40	-30	-63	-80
经营活动现金净流	55	79	83	142	216	301
资本开支	-25	-60	-124	-163	-228	-208
投资	0	-160	-202	-40	-184	-181
其他	0	1	13	15	13	22
投资活动现金净流	-25	-220	-313	-187	-399	-367
股权募资	81	532	0	0	0	0
债权募资	-29	-3	-25	1	204	135
其他	-25	-38	-43	-43	-50	-61
筹资活动现金净流	27	491	-68	-42	154	74
现金净流量	57	351	-298	-87	-29	8

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	87	448	144	57	29	37
应收款项	121	170	233	332	375	446
存货	59	46	54	89	113	143
其他流动资产	5	163	365	343	556	748
流动资产	273	826	797	821	1,072	1,374
%总资产	65.9%	80.7%	73.0%	65.5%	63.3%	63.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	131	185	229	422	612	767
%总资产	31.6%	18.1%	20.9%	33.7%	36.1%	35.7%
无形资产	10	10	10	10	10	10
非流动资产	141	197	296	432	622	777
%总资产	34.1%	19.3%	27.0%	34.5%	36.7%	36.1%
资产总计	414	1,024	1,093	1,253	1,695	2,151
短期借款	3	16	0	0	203	337
应付款项	38	64	71	108	133	154
其他流动负债	12	12	19	24	32	44
流动负债	52	92	90	132	368	535
长期贷款	25	9	0	0	0	0
其他长期负债	17	26	38	28	29	30
负债	94	128	129	160	397	565
普通股股东权益	320	896	964	1,093	1,298	1,586
其中：股本	64	86	86	86	86	86
未分配利润	115	167	224	353	558	846
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	414	1,024	1,093	1,253	1,695	2,151

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.905	0.869	1.290	2.006	2.875	3.857
每股净资产	4.956	10.424	11.212	12.718	15.093	18.450
每股经营现金净流	0.858	0.924	0.965	1.654	2.512	3.504
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	18.27%	8.34%	11.51%	15.77%	19.05%	20.90%
总资产收益率	14.11%	7.30%	10.15%	13.76%	14.59%	15.42%
投入资本收益率	16.66%	7.73%	9.98%	14.46%	16.00%	17.00%
增长率						
主营业务收入增长率	31.83%	13.37%	28.20%	56.60%	35.00%	30.50%
EBIT增长率	52.14%	22.66%	35.84%	61.22%	51.93%	36.16%
净利润增长率	38.15%	27.98%	48.49%	55.45%	43.37%	34.13%
总资产增长率	36.50%	147.44%	6.72%	14.69%	35.23%	26.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.8	95.7	97.7	98.0	99.0	100.0
存货周转天数	120.7	112.8	79.0	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	51.7	75.4	74.0	75.0	70.0	60.0
固定资产周转天数	155.3	157.7	184.5	171.8	174.3	164.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.57%	-47.17%	-16.22%	-6.35%	12.50%	18.15%
EBIT利息保障倍数	32.5	488.1	-302.6	-20,527	38.1	20.4
资产负债率	22.77%	12.46%	11.77%	12.75%	23.43%	26.25%

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	2	5	13
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
6	2021-04-21	买入	55.87	N/A
7	2021-08-17	买入	70.22	N/A
8	2021-10-26	买入	65.30	N/A

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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402