

2022年9月14日

天马新材—精细氧化铝专家，剑指高端国产替代

—北交所新股申购策略报告之二十四

相关研究

《四新股同批次申购，首选昆工科技》

2022/8/19

《众诚科技—深耕智慧城市，区域系统集成“小巨人”》2022/9/12

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com王雨晴 A0230522010003
Wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818
15921910289
Wangyq@swsresearch.com

本期投资提示：

- **基本面：国内领先的精细氧化铝企业，下游应用聚焦新兴产业。**公司成立于2000年，总部位于河南郑州，自成立起专注于先进无机非金属材料领域，是国内较早具备自主研发和生产高性能精细氧化铝粉体能力的企业之一。精细氧化铝粉体具备绝缘、耐高温、高导热及化学性能稳定等特定，是生产电子陶瓷器件、电子玻璃、锂电池隔膜等产品的重要基础材料，公司产品终端应用覆盖集成电路、电子通讯、新能源汽车、平板显示、光伏发电等多个新兴产业领域。**合作下游龙头客户，提供高性能且兼具性价比优势的应用产品。**公司在多个领域推进国产替代进程，下游客户包括三环集团、彩虹股份、中国西电、泰开集团等行业龙头。基于产品的高度定制化属性和高技术附加值特征，公司与客户形成长期稳定的合作关系。**生产能力提升，规模效应显现，报告期内增收更增利。**19-21年公司营收CAGR为+36.22%；19-21年归母净利润CAGR为+77.82%。21年毛利率37.68%，净利率26.09%。22H1公司营收同比+18.37%，归母净利同比+8.27%，主要因去年涨价的原材料在今年结转为成本，压缩利润空间。
- **发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期2022年9月16日，申购代码“889188”。初始发行规模1440.67万股，占发行后公司总股本的25%（超配行使前），预计募资3.08亿元，发行后公司总市值12.3亿。新股发行价格21.38元/股，与底价相同，发行PE(TTM)为22.07倍，可比上市公司PE(TTM)中值为54.73倍。网上顶格申购需冻结资金1463.03万元，网下战略配售共引入战投10名，包括6家公募，2家产业资本，2家私募。
- **中签率测算：**同批次首现新股询价，带动市场打新热度升温，假设本次打新参与度回升至4%-5%，即参与户数为20.52-25.65万户。预计询价新股将分流一部分资金，假设投资人打新资金平均分配，预计单户冻结资金15万。最终预计中签率区间为0.76%-0.95%。
- **行业情况：国内精细氧化铝行业大而不强，部分高端品类及规模待拓展。**国内精细氧化铝产业起步较晚，但增速快。据国际铝业协会（IAI）统计，2021年中国精细氧化铝产量超过375.5万吨，近十年复合增长率达到15.68%，跃居世界精细氧化铝产量第一。目前国产精细氧化铝在部分高端产品领域的应用技术、生产工艺等方面同国际水平仍存在差距。**国产企业强势崛起，进口替代持续推进。**本土先进材料企业不断提高氧化铝研发能力，积累产业化经验，在氧化铝纯度控制、晶体形貌控制、稳定性等方面拉近国际差距，陆续切入国内多个中高端市场，逐步实现全领域的进口替代。
- **申购建议：积极参与。**国内中高端精细氧化铝需求旺盛，进口依赖度高，公司超20年行业深耕，技术护城河深厚，通过高性价比产品深度绑定下游头部大客户，充分享受国产替代加速红利。本次募投扩充核心产能、加码高导热球形氧化铝业务，成长空间进一步打开。公司首发市盈率较可比折价明显，发行后可流通比及老股占比较低。建议积极参与。
- **风险因素：**1) 应用领域拓展不足的风险；2) 原材料价格波动的风险；3) 存货跌价的风险；4) 大客户依赖的风险。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 精细氧化铝专家，剑指高端国产替代..... 4
2. 发行方案：发行后可流通比例偏低，顶格申购门槛高 5
3. 行业情况：国产精细氧化铝大而不强，进口替代需求可观 6
4. 竞争优势：技术研发、产品规模化、品牌和客户资源 6
5. 主要风险：应用领域拓展不足、原材料价格波动、存货跌价、大客户依赖的风险 7
6. 可比公司：主业聚焦，成长性佳..... 7
7. 申购建议：积极参与 8

图表目录

图 1: 公司 2021 年主营业务收入构成 (按产品)	4
表 1: 主要募投项目及预计新增产能.....	5
表 2: 天马新材重要发行要素一览	5
表 3: 可比公司收入结构	7
表 4: 可比公司财务对比	7
表 5: 可比上市公司	8

1. 精细氧化铝专家，剑指高端国产替代

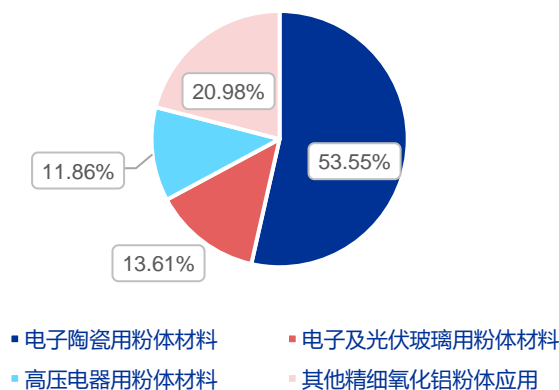
国内领先的精细氧化铝企业，下游应用聚焦新兴产业。公司成立于 2000 年，总部位于河南郑州，自成立起专注于先进无机非金属材料领域，是国内较早具备自主研发和生产高性能精细氧化铝粉体能力的企业之一。精细氧化铝粉体具备绝缘、耐高温、高导热及化学性能稳定等特定，是生产电子陶瓷器件、电子玻璃、锂电池隔膜等产品的重要基础材料。终端应用覆盖集成电路、电子通讯、新能源汽车、平板显示、光伏发电等多个新兴产业领域。

较早布局电子材料行业，持续产品创新，致力形成多元化产品布局。公司持续助力前沿应用领域的重要基础材料开发，率先在电子材料行业发力，核心产品电子陶瓷用粉体是制备流延法电子陶瓷的理想原料，是我国重点发展的新材料之一。其后公司陆续研制出适用于生产电子玻璃、锂电池隔膜、高压电器、晶圆研磨抛光液等产品的精细氧化铝粉体，市场影响力不断提升。

合作下游龙头客户，提供高性能且兼具性价比优势的应用产品。公司直面跨国厂商竞争，在多个领域推进国产替代进程，下游客户包括三环集团、彩虹股份、中国西电、泰开集团等行业龙头。基于产品的高度定制化属性和高技术附加值特征，公司与客户形成长期稳定的合作关系。

生产能力提升，规模效应显现，报告期内增收更增利。2021 年实现营收 2.08 亿，近 3 年 CAGR 为 +36.22%，2021 年实现归母净利 0.54 亿，近 3 年 CAGR+77.82%。公司氧化铝生产核心技术进入产业化与应用阶段，下游应用领域旺盛的产品需求使得公司营收、净利润保持较高增长。2021 年毛利率 37.68%，较 2020 年上升 7.52pct；净利率 26.09%，较 2020 年上升 11.47pct。

图 1：公司 2021 年主营业务收入构成（按产品）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

募投扩充电子陶瓷用粉体材料产能、新建导热球铝产能。募集资金投向两大领域：1) 电子陶瓷粉体材料生产基地建设项目；旨在扩充电子陶瓷用粉体材料产能，

巩固公司在核心产品电子陶瓷粉体材料生产的市场地位；2) 高导热填充粉体材料生产建设项目；旨在提高球形氧化铝的供应能力，优化收入结构，创造新收入增长点。

表 1: 主要募投项目及预计新增产能

项目名称	生产产品	产能 (吨)	项目建设期 (月)
电子陶瓷粉体材料生产基地建设项目	电子陶瓷用粉体材料	-	12
高导热填充粉体材料生产建设项目	球形氧化铝	5000	12

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

注：电子陶瓷用粉体扩产产能未披露。

2. 发行方案：发行后可流通比例偏低，顶格申购门槛高

发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 21.38 元/股，与底价相同。初始发行规模 1440.67 万股，占发行后总股份的 25%。发行后预计可流通比例为 29.6%，老股占可流通比例为 19.7%，老股占比较低。

(2) 10 家机构投资者参与战略配售，包括 6 家公募，2 家产业资本，2 家私募。网上顶格申购量 68.43 万股，需冻结资金 1463.03 万元，顶格门槛较高。

中签率测算：

同批次首现新股询价，带动市场打新热度升温，假设本次打新参与度回升至 4%-5%，即参与户数为 20.52-25.65 万户。预计询价新股将分流一部分资金，假设投资人打新资金平均分配，预计单户冻结资金 15 万。最终预计中签率区间为 0.76%-0.95%。

表 2: 天马新材重要发行要素一览

基本信息	股票代码	838971	所属申万一级行业	电子
	股票简称	天马新材	发行代码	889188
	定价方式	直接定价	发行价格 (元/股)	21.38
	募集金额 (万元)	30,801	主承销商	中金公司
	初始发行股份数量 (万股)	1440.67	占发行后总股本比例	25.00%
	战略配售比例	20.0%	超额配售比例	15.0%
日期与申购	路演日	2022.9.15	申购日	2022/9/16
限制	申购款退回日	2022.9.21	网上最高申购量 (万股)	68.43
基本面信息	2021 年收入 (万元)	20,790.38	2021 年净利润 (万元)	5,424.65
	2021 年综合毛利率%	37.68	2021 年加权 ROE%	43.89
	2021 年收入增长率%	87.45	2021 年归母净利润增长率%	234.40
股本信息	发行前总股本 (万股)	4,322.0	发行前限售股 (万股)	3,986

	发行后预计可流通比例	29.6%	老股占可流通股本比例	19.7%
	发行 PE (TTM) (倍)	22.07	发行底价/PE 水平	21.38 元/22.07 倍
价格信息	发行后 2021EPS (元)	0.94	发行 PE (LYR) (倍)	22.71
	停牌前 60 天交易均价	24.63	停牌收盘价 (元)	27.01

资料来源: wind,公司公告,申万宏源研究

注: 1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他; 2.发行 PE (TTM) 按发行后股本计算, 不考虑超额配售股份数; 3.发行 PE (LYR) 按 2021 年归母净利润计算发行后每股收益, 不考虑超额配售股份数。

3.行业情况：国产精细氧化铝大而不强，进口替代需求可观

精细氧化铝属于战略新兴产业之一的新材料产业，**上游**原材料为工业氧化铝，白刚玉等；**下游**应用范围包括集成电路、消费电子、电力工程、电子通讯、新能源汽车、平板显示、光伏发电等国家重点发展领域。

行业大而不强，部分高端品类及规模待拓展。国内精细氧化铝产业起步较晚，但增速快。据国际铝业协会 (IAI) 统计，2021 年中国精细氧化铝产量超过 375.5 万吨，近十年复合增长率达到 15.68%，跃居世界精细氧化铝产量第一。目前国产精细氧化铝在部分高端产品领域的应用技术、生产工艺等方面同国际水平仍存在差距，产品品种较少且系列化细分不足，国产化进程仍在推进。

国产企业强势崛起，进口替代持续推进。本土先进材料企业不断提高氧化铝研发能力，积累产业化经验，积极攻克技术难关，在氧化铝纯度控制、晶体形貌控制、稳定性等方面拉近与国际差距，陆续切入国内多个中高端市场，逐步实现全领域的进口替代。

4.竞争优势：技术研发、产品规模化、品牌和客户资源

(1) 技术研发优势。公司是国内少数专注于从事高性能精细氧化铝粉体的研发、生产和销售的高新技术企业。公司不断攻克新产品研发难题，具有独到的矿化剂选择和配方控制技术、不同粒度的均化技术、球形工艺技术等核心技术，解决技术参数规格不同的精细氧化铝量产及产业化问题，能够快速实现产品优化。

(2) 产品规模化优势。公司产品能够满足国内用户不同层次需求，应用领域广阔且可以实现稳定供应。公司的精细氧化铝产品在国内较早实现稳定的批量供应，保证公司产品性能与质量的稳定性，同时提高原材料供应方面的议价能力。

(3) **品牌和客户资源优势。**公司产品质量口碑佳、品牌知名度高，是多个行业龙头企业精细氧化铝材料的主要供应商。公司下游客户包括三环集团、彩虹股份、中国西电等上市企业或大型国有企业，同客户保持长期且稳定的战略合作关系，客户粘性高。

5.主要风险：应用领域拓展不足、原材料价格波动、存货跌价、大客户依赖的风险

- (1) 应用领域拓展不足的风险；
- (2) 原材料价格波动的风险；
- (3) 存货跌价的风险；
- (4) 大客户依赖的风险

6.可比公司：主业聚焦，成长性佳

表 3：可比公司收入结构

代码	简称	2021 年收入结构
688733.SH	壹石通	锂电池涂覆材料:78.27%,,电子通信功能填充材料:15.71%,,低烟无卤阻燃材料:6.02%
300285.SZ	国瓷材料	电子材料板块:33.07%,,其他材料板块:31.75%,,医疗器械系列:21.98%,,催化系列产品:13.2%
688300.SH	联瑞新材	球形硅微粉:48.09%,,熔融硅微粉:28.97%,,结晶硅微粉:12.08%,,其他产品:10.86%
605376.SH	博迁新材	镍粉:90.31%,,铜粉:5.22%,,银粉:3.9%,,合金:0.57%,,硅粉:0%
838971.BJ	天马新材	电子陶瓷用粉体材料:53.55%,,其他精细氧化铝粉体材料:20.98%,,电子及光伏玻璃用粉体材料:13.61%,,高压电器用粉体材料:11.86%

资料来源：wind,申万宏源研究

表 4：可比公司财务对比

代码	简称	2021 收入 (百万 元)	2021 归母 净利润 (百 万元)	2021 年收 入增长率 (%)	2021 年 扣非归母 净利润增 长率 (%)	毛利率	研发 支出 占比	应收账 款周转 天数
688733.SH	壹石通	422.70	108.21	119.85	139.98	42.67	5.74	136.00
300285.SZ	国瓷材料	3,161.74	795.16	24.37	38.57	45.04	6.51	136.83
688300.SH	联瑞新材	624.71	172.87	54.55	55.85	42.46	5.61	89.59
605376.SH	博迁新材	969.75	237.84	62.74	49.59	38.33	4.58	58.72
838971.BJ	天马新材	207.90	54.25	87.45	234.40	37.68	3.44	112.26

资料来源: wind,申万宏源研究

7. 申购建议: 积极参与

国内中高端精细氧化铝需求旺盛, 进口依赖度高, 公司超 20 年行业深耕, 技术护城河深厚, 通过高性价比产品深度绑定下游头部大客户, 充分享受国产替代加速红利。本次募投扩充核心产能、加码高导热球形氧化铝业务, 成长空间进一步打开。公司首发市盈率较可比折价明显, 发行后可流通比及老股占比较低。建议积极参与。

表 5: 可比上市公司

代码	简称	当前总市值 (亿)	PE (TTM)
688733.SH	壹石通	122.6	82.05
300285.SZ	国瓷材料	323.4	40.25
688300.SH	联瑞新材	76.2	40.99
605376.SH	博迁新材	126.6	55.63
中值			54.73
均值			48.31
838971.BJ	天马新材	12.3	22.07

资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 可比公司股价为 2022/9/14 收盘价格

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。