

投资评级 优于大市 首次覆盖

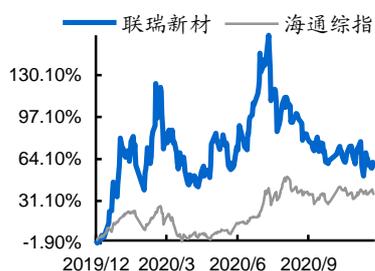
硅微粉陆续投产强化竞争优势

股票数据

11月30日收盘价(元)	49.13
52周股价波动(元)	29.99-84.77
总股本/流通A股(百万股)	86/52
总市值/流通市值(百万元)	4224/2566

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.5	-3.7	-14.5
相对涨幅(%)	-11.2	-11.8	-16.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:张翠翠

Tel:(021)23214397

Email:zcc11726@htsec.com

证书:S0850517110003

投资要点:

- 国内领先的硅微粉企业。**公司主要产品为结晶硅微粉、熔融硅微粉、球形硅微粉、球形氧化铝粉以及相对应的改性产品和客户需要特殊设计处理的其他粉体材料,在硅微粉和球形氧化铝粉领域已具有行业一流的技术水平。随着人工智能、5G通讯、物联网、大数据、云计算等迅猛发展,大规模、超大规模集成电路对硅微粉以及球形氧化铝粉性能和指标的要求也越来越高,公司凭借出色的技术及产品质量优势,具备较强的竞争优势与较高的市场占有率。公司坚持使用国际一流的装备,保持产线的先进性,产线的智能化水平显著提升,产品品质的一致性更有优势,新增球形产品7200吨/年产能,2020年球形硅微粉产能14000吨/年,为客户在2020年球形产品的新增需求做好了产能上的准备。
- 2017-2020Q1-3公司归母净利润实现稳定增长。**2017-2020Q1-3公司营业收入分别为2.11、2.78、3.15、2.79亿元,同比增长37.31%、31.83%、13.37%、22.87%;归母净利润分别为0.42、0.58、0.75、0.71亿元,同比增长29.17%、38.15%、27.98%、32.71%;净利率分别为20.03%、20.99%、23.69%、25.44%。根据公司2020年半年报显示,受高频高速覆铜板、高端芯片封装材料、导热界面材料的数量需求增加以及日系客户订单增加的影响,公司球形硅微粉和球形氧化铝粉的销售占比逐年提升。
- 公司持续扩产硅微粉奠定竞争优势,积极推进募投项目建设。**1)2019年公司首次公开发行股票募集资金用于硅微粉生产基地建设项目、硅微粉生产线智能化升级及产能扩建项目、高流动性高填充熔融硅微粉产能扩建项目、研发中心建设项目、补充营运资金项目。硅微粉生产线智能化升级及产能扩建项目已正式投产,并形成效益,硅微粉生产基地建设项目中球形粉产线正式投产,并通过客户现场审核认证。2)公司拟投资10000万元设立全资子公司实施电子级新型功能性材料项目,主要生产球形氧化铝及液态填料,项目设计产能为9500吨/年,总投资预计23000万元,其中购买土地使用权约3000万元,固定资产约16000万元。该项目的建立符合公司长期发展战略和投资方向,有利于进一步增强公司的整体实力,优化公司产能及战略布局,巩固公司在行业内的地位。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2020-2022年归母净利润1.11亿元、1.45亿元和1.76亿元,对应EPS分别为1.30元、1.69元和2.05元。参考同行业可比公司估值,我们认为合理估值为2021年30-35倍,对应合理价值区间为50.7-59.15元,首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示:**募投项目投产不及预期;下游需求不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	278	315	424	521	625
(+/-)YoY(%)	31.8%	13.4%	34.5%	23.0%	19.9%
净利润(百万元)	58	75	111	145	176
(+/-)YoY(%)	38.1%	28.0%	49.1%	30.6%	21.4%
全面摊薄EPS(元)	0.68	0.87	1.30	1.69	2.05
毛利率(%)	42.9%	46.3%	46.6%	47.4%	48.0%
净资产收益率(%)	18.3%	8.3%	11.1%	12.6%	13.3%

资料来源:公司年报(2018-2019)、海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

- 1) 关键产品价格假设: a. 结晶硅微粉: 2020-2022 年, 预计不含税均价分别为 0.19、0.19、0.19 万元/吨; b. 熔融硅微粉: 2020-2022 年, 预计不含税均价分别为 0.49、0.49、0.49 万元/吨; c. 球形硅微粉: 2020-2022 年, 预计不含税均价分别为 1.40、1.50、1.60 万元/吨。
- 2) 关键产品销量假设: a. 结晶硅微粉: 2020-2022 年, 预计销量分别为 2.94、3.53、3.89 万吨; b. 熔融硅微粉: 2020-2022 年, 预计销量分别为 3.23、3.88、4.26 万吨; c. 球形硅微粉: 2020-2022 年, 预计销量分别为 1.20、1.40、1.70 万吨。

表 1 瑞联新材分业务盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E	
结晶硅微粉	销量 (万吨)	2.68	2.94	3.53	3.89
	价格 (万元/吨)	0.19	0.19	0.19	0.19
	销售收入 (百万元)	51.91	55.95	67.15	73.86
	销售成本 (百万元)	31.06	33.48	40.17	44.19
	毛利率	40.17%	40.17%	40.17%	40.17%
熔融硅微粉	销量 (万吨)	2.94	3.23	3.88	4.26
	价格 (万元/吨)	0.49	0.49	0.49	0.49
	销售收入 (百万元)	145.13	158.29	189.95	208.94
	销售成本 (百万元)	75.93	82.31	98.77	108.65
	毛利率	47.68%	48.00%	48.00%	48.00%
球形硅微粉	销量 (万吨)	0.66	1.20	1.40	1.70
	价格 (万元/吨)	1.36	1.40	1.50	1.60
	销售收入 (百万元)	90.45	168.00	210.00	272.00
	销售成本 (百万元)	50.10	92.40	111.30	141.44
	毛利率	44.62%	45.00%	47.00%	48.00%
其他	销售收入 (百万元)	27.80	41.70	54.21	70.47
	销售成本 (百万元)	12.21	18.35	23.85	31.01
	毛利率	56%	56%	56%	56%
总计	销售收入 (百万元)	315.30	423.94	521.30	625.28
	销售成本 (百万元)	169.29	226.54	274.10	325.29
	毛利率	46.31%	46.56%	47.42%	47.98%

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
强力新材	300429.SZ	19.02	0.29	0.38	0.46	65	51	42
国瓷材料	300285.SZ	37.88	0.52	0.62	0.78	73	62	48
雅克科技	002409.SZ	58.38	0.63	0.94	1.21	92	62	48
平均值						77	58	46

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2020 年 11 月 30 日收盘价, 每股收益均为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	315	424	521	625
每股收益	0.87	1.30	1.69	2.05	营业成本	169	227	274	325
每股净资产	10.42	11.72	13.41	15.46	毛利率%	46.3%	46.6%	47.4%	48.0%
每股经营现金流	0.94	1.26	1.55	1.98	营业税金及附加	3	5	6	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	22	21	26	31
P/E	56.55	37.93	29.05	23.94	营业费用率%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%
P/B	4.71	4.19	3.66	3.18	管理费用	25	34	36	44
P/S	13.40	9.96	8.10	6.76	管理费用率%	7.9%	8.0%	7.0%	7.0%
EV/EBITDA	36.61	28.56	21.26	17.15	EBIT	83	120	158	193
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	0	-5	-5	-6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	-1.1%	-1.0%	-1.0%
毛利率	46.3%	46.6%	47.4%	48.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	23.7%	26.3%	27.9%	28.2%	投资收益	1	1	1	2
净资产收益率	8.3%	11.1%	12.6%	13.3%	营业利润	85	129	168	204
资产回报率	7.3%	9.6%	10.9%	11.5%	营业外收支	2	1	2	1
投资回报率	7.7%	10.0%	11.5%	12.2%	利润总额	87	130	169	205
盈利增长 (%)					EBITDA	95	131	173	208
营业收入增长率	13.4%	34.5%	23.0%	19.9%	所得税	12	18	24	29
EBIT 增长率	22.7%	45.0%	31.2%	22.1%	有效所得税率%	14.0%	14.1%	14.0%	14.0%
净利润增长率	28.0%	49.1%	30.6%	21.4%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	75	111	145	176
资产负债率	12.5%	13.2%	13.2%	13.0%					
流动比率	8.95	7.72	7.41	7.29	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	8.44	7.23	6.91	6.79	货币资金	448	498	574	687
现金比率	4.85	4.21	4.10	4.21	应收账款及应收票据	99	126	160	189
经营效率指标					存货	46	56	68	80
应收账款周转天数	107.65	101.31	104.48	102.89	其它流动资产	234	234	235	235
存货周转天数	98.24	90.00	90.00	90.00	流动资产合计	826	915	1037	1191
总资产周转率	0.31	0.37	0.39	0.41	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.31	2.92	3.47	4.03	固定资产	136	145	150	155
					在建工程	49	79	109	139
					无形资产	10	20	30	40
					非流动资产合计	197	246	291	336
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	1024	1161	1328	1528
净利润	75	111	145	176	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	64	85	103	123
非现金支出	13	11	15	15	预收账款	0	0	0	1
非经营收益	1	-2	-3	-3	其它流动负债	28	33	36	40
营运资金变动	-8	-12	-24	-19	流动负债合计	92	118	140	163
经营活动现金流	81	109	133	170	长期借款	9	9	9	9
资产	-60	-59	-58	-59	其它长期负债	26	26	26	26
投资	-160	0	0	0	非流动负债合计	35	35	35	35
其他	1	1	1	2	负债总计	128	154	175	199
投资活动现金流	-220	-58	-57	-57	实收资本	86	86	86	86
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	896	1008	1153	1329
股权募资	532	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-41	0	0	0	负债和所有者权益合计	1024	1161	1328	1528
融资活动现金流	491	0	0	0					
现金净流量	352	51	76	112					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 新洋丰,七彩化学,东岳硅材,建龙微纳,皇马科技,梅花生物,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,山东赫达,浙江医药,百傲化学,东来技术,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,三友化工,雅本化学,中旗股份,苏博特,国光股份,利民股份,元力股份,光华科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。