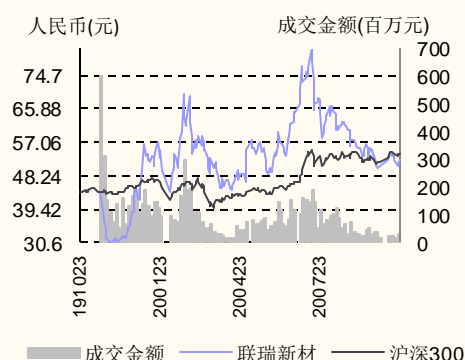


市场价格 (人民币): 52.39 元
 目标价格 (人民币): 74.00-74.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	.86
已上市流通 A 股(亿股)	.21
总市值(亿元)	45.04
年内股价最高最低(元)	54.85/50.60
沪深 300 指数	4778
上证指数	3313



相关报告

- 1.《毛利率 47%+研发率 6.8%，厚积薄发赢未来-联瑞新材 202...》，2020.8.27
- 2.《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
- 3.《业绩符合预期，迎接 5G+ 半导体高景气-联瑞新材 2019 年报快...》，2020.2.28
- 4.《硅微粉龙头拥抱景气，19-21 年复合增长 47%-联瑞新材深度...》，2020.2.21

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

业绩环比提升，球形粉扩产后销售顺利

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	278	315	405	531	627
营业收入增长率	31.83%	13.37%	28.45%	31.11%	18.08%
归母净利润(百万元)	58	75	102	141	186
归母净利润增长率	38.15%	27.98%	36.16%	38.80%	31.42%
摊薄每股收益(元)	0.905	0.869	1.183	1.642	2.158
每股经营性现金流净额	0.86	0.93	1.14	1.13	2.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.27%	8.34%	10.65%	13.41%	15.52%
P/E	N/A	52.31	44.29	31.91	24.28
P/B	N/A	4.36	4.72	4.28	3.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司前三季度实现营收 2.8 亿元，同比+22.9%，归母净利 7088 万元，同比+32.7%，其中扣非后归母净利 6321.7 万元，同比+24.6%。Q3 单季营收 1.1 亿元，同比和环比+32.5%和+7.2%，归母净利 2812 万元，同比和环比+54.3%和+12.8%，扣非归母净利 2503 万元，同比和环比+42.1%和+9.4%。公司经营环比持续改善，业绩亮眼。

经营分析

- 投产效率提升+球形粉销售增长，真实毛利率提升至 50%。从盈利能力来看，前三季度毛利率和净利率达到 43.7%和 25.4%，同比-2.6pct 和+1.9pct，相较 20H1 来说，单 Q3 季度毛利率和净利率提高 0.9pct 和 0.4pct。公司自 Q2 开始实施新收入准则，将运费从销售费用调整至营业成本，按 2019 年前三季度销售费用率 7%进行估算，公司前三季度原计入销售费用的运费约为 1960 万元，将这部分加回至前三季度毛利，则可估算公司前三季度可比实际毛利率已达到 50%的水平，真实毛利率水平达到历史最高值。盈利能力提升的关键在于公司球形粉产能投产后效率提升并且大幅度提高了球形粉销售占比，其中球形硅微粉在日系 EMC 客户和高频高速 CCL 应用推进顺利，更重要的是球形氧化铝粉市场推广取得较大突破。
- 产能释放节奏清晰，研发费用率维持在 5%以上。从公司在建工程项目可以看到，公司智能化升级项目和硅微粉基地项目产能如期释放，在此基础上，公司在 20H1 启动了高流动性高填充熔融硅微粉项目，同时公司已经着手建立子公司建设球形氧化铝产线（设计产能 9500 吨/年），产能释放节奏清晰。另外我们看到公司 Q3 研发费用率为 5.1%，仍然保持在 5%以上水平，可见公司在技术上投入加大，为未来成长奠定基础。

投资建议

- 我们预测公司 20~22 年归母净利润为 1.02/1.41/1.86 亿元，对应 PE 为 44X/32X/24X，考虑科创板有估值溢价且公司在球形粉市场市占率尚低，因此我们仍然按照 21 年业绩、45 倍估值估测公司的合理市值为 64 亿元，维持目标价 74 元，继续给予“买入”评级。

风险提示

- 投产进度不及预期；订单不及预期；限售股解禁。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	211	278	315	405	531	627	货币资金	20	87	448	57	55	62
增长率		31.8%	13.4%	28.4%	31.1%	18.1%	应收账款	126	121	170	189	242	268
主营业务成本	-124	-159	-169	-220	-279	-315	存货	46	59	46	57	82	94
%销售收入	58.7%	57.1%	53.7%	54.4%	52.5%	50.2%	其他流动资产	4	5	163	602	502	502
毛利	87	119	146	185	252	312	流动资产	196	273	826	904	882	926
%销售收入	41.3%	42.9%	46.3%	45.6%	47.5%	49.8%	%总资产	64.6%	65.9%	80.7%	77.7%	71.8%	68.5%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-4	-6	-7	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.2%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	96	131	185	250	337	417
销售费用	-16	-20	-22	-6	-8	-9	%总资产	31.7%	31.6%	18.1%	21.5%	27.4%	30.8%
%销售收入	7.8%	7.1%	7.0%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	11	10	10	10	10	10
管理费用	-15	-18	-25	-30	-40	-44	非流动资产	107	141	197	260	347	427
%销售收入	7.3%	6.5%	7.9%	7.5%	7.5%	7.0%	%总资产	35.4%	34.1%	19.3%	22.3%	28.2%	31.5%
研发费用	-8	-11	-13	-22	-31	-36	资产总计	303	414	1,024	1,164	1,229	1,353
%销售收入	3.9%	3.8%	4.1%	5.5%	5.8%	5.8%	短期借款	29	3	16	98	52	22
息税前利润 (EBIT)	44	68	83	121	168	216	应付款项	27	38	64	68	75	80
%销售收入	21.1%	24.3%	26.3%	30.0%	31.6%	34.4%	其他流动负债	9	12	12	15	20	25
财务费用	1	-2	0	-2	-5	-3	流动负债	65	52	92	181	147	127
%销售收入	-0.4%	0.7%	0.1%	0.5%	1.0%	0.5%	长期贷款	28	25	9	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0	其他长期负债	17	17	26	28	29	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	110	94	128	209	176	157
投资收益	0	0	1	4	5	5	普通股股东权益	193	320	896	955	1,053	1,196
%税前利润	0.0%	0.0%	0.9%	3.7%	3.0%	2.3%	其中：股本	60	64	86	86	86	86
营业利润	47	68	85	123	167	218	未分配利润	75	115	167	226	324	466
营业利润率	22.4%	24.4%	27.0%	30.4%	31.5%	34.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	0	2	-5	-3	-2	负债股东权益合计	303	414	1,024	1,164	1,229	1,353
税前利润	49	68	87	118	164	216	比率分析						
利润率	23.4%	24.4%	27.5%	29.2%	30.9%	34.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-7	-10	-12	-17	-23	-30	每股指标						
所得税率	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.704	0.905	0.869	1.183	1.642	2.158
净利润	42	58	75	102	141	186	每股净资产	3.217	4.956	10.424	11.107	12.249	13.906
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.108	0.864	0.925	1.136	1.128	2.143
归属于母公司的净利润	42	58	75	102	141	186	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
净利率	20.0%	21.0%	23.7%	25.1%	26.6%	29.6%	回报率						
							净资产收益率	21.89%	18.27%	8.34%	10.65%	13.41%	15.52%
							总资产收益率	13.94%	14.11%	7.30%	8.74%	11.49%	13.71%
							投入资本收益率	15.24%	16.66%	7.73%	9.92%	13.06%	15.23%
							增长率						
							主营业务收入增长率	37.31%	31.83%	13.37%	28.45%	31.11%	18.08%
							EBIT增长率	43.57%	52.14%	22.66%	46.42%	38.15%	28.54%
							净利润增长率	29.17%	38.15%	27.98%	36.16%	38.80%	31.42%
							总资产增长率	24.13%	36.50%	147.44%	13.69%	5.58%	10.09%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	100.3	86.8	95.7	93.0	95.0	95.0
							存货周转天数	118.8	120.7	112.8	95.0	109.0	110.0
							应付账款周转天数	51.1	51.7	75.4	78.0	63.0	57.0
							固定资产周转天数	142.2	155.3	157.7	136.3	129.5	121.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	19.01%	-18.57%	-47.17%	4.36%	-0.27%	-3.38%
							EBIT利息保障倍数	-54.3	32.5	488.1	60.0	31.2	75.8
							资产负债率	36.33%	22.77%	12.46%	17.95%	14.30%	11.62%

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	0	0	0
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	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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。

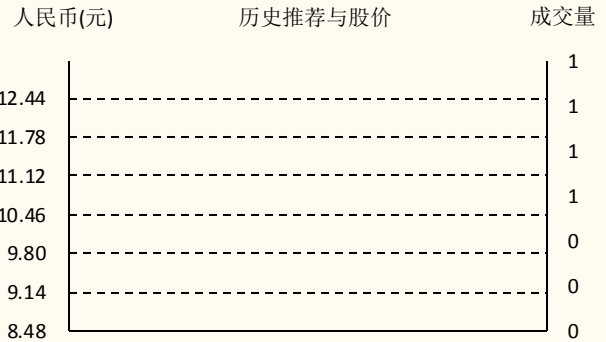
最终评分与平均投资建议对照：

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		93.00~93.00
2	2020-02-28	买入		93.00
3	2020-04-29	买入		74.00
4	2020-08-27	买入		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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH