

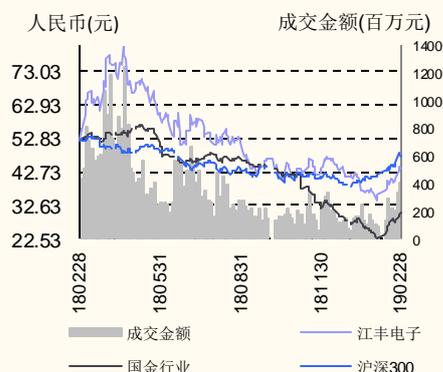
江丰电子 (300666.SZ) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 43.75 元
 目标价格 (人民币): 48.60-48.60 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 89.14
 总市值 (百万元) 9,570.75
 年内股价最高最低 (元) 80.73/34.24
 沪深 300 指数 3669.37



相关报告

- 《费用增加拖累利润下滑, 面板靶材静待放量-江丰电子业绩预告点评》, 2019.04
- 《自主可控亟待, 溅射靶材先行-江丰电子: 自主可控亟待, 溅射靶材...》, 2018.11.29

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

范彬泰 联系人
 fanbintai@gjzq.com.cn

晶圆厂产能利用率全面复苏, 靶材需求提速

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.335	0.293	0.260	0.314	0.536
每股净资产 (元)	1.77	2.58	2.79	3.06	3.54
每股经营性现金流 (元)	0.37	0.18	0.48	0.29	0.61
市盈率 (倍)	0.00	236.30	168.42	139.32	81.62
净利润增长率 (%)	130.41%	16.55%	-11.26%	20.89%	70.70%
净资产收益率 (%)	18.96%	11.33%	9.30%	10.27%	15.13%
总股本 (百万股)	164.07	218.76	218.76	218.76	218.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩快报简评

江丰电子公布了 2018 年业绩快报, 报告期内公司实现营业收入约 6.50 亿, 同比增长 18.21%, 归母净利润约为 5698.4 万, 相较于业绩指引 5442.94 万~6211.36 万, 落在业绩指引区间的中枢偏下位置。对于营收而言, 此前 wind 一致预期公司营收增速为 32%, 我们国金证券的预期约为 35%, 因此公司 2018 年 18% 的营收增速低于市场预期。

经营分析

- **2018 年 Q4 遭遇行业寒冬, 单季利润大幅下降拖累全年业绩:** 公司去年四季度营收同比增长 13%, 但是归母净利润同比大幅下降 54%, 拖累全年业绩下滑 11%。利润端下滑较大的原因有两个方面, 一是新投产项目折旧成本较高, 另一方面研发费用支出较大。从资产负债表项目来看, 现金 (增长 2.47 倍), 存货和固定资产三个科目增长较快, 由于公司采用“以销定产”的商业模式, 所以存货的增长说明公司今年的在手订单是较为充足的。
- **晶圆代工厂 2019 年开工率提升, 溅射靶材需求提速:** 作为国内溅射靶材龙头企业, 公司前五大客户包括晶圆代工龙头台积电, 中芯国际和联电, 营收占比分别为 17.32%, 6.37% 和 3.97%。我们预计全球晶圆代工行业从 2019 年产能利用率将从低点的 77% 恢复至 91%, 芯片用溅射靶材的需求量将出现较大幅度的增加, 今年公司的营收获利都有望出现大幅好转。
- **显示面板行业迎来新机遇, 面板靶材成为公司业绩增长新动能:** 从公司目前营收结构来看, 用在显示面板的靶材主要为铝靶材, 营收占比为 16%。2018 年下半年子公司江丰钨钼年产 400 吨平板显示器用钨溅射靶材坯料产业化项目成功投产以及合肥江丰大型液晶面板产业用溅射靶材及机台部件生产项目正式进入投产阶段, 我们认为公司在显示面板应用领域的靶材产品类别会增加, 营收占比有望提升, 而且由于显示面板靶材毛利水平较高, 所以未来几年公司的显示靶材业绩值得期待。

盈利预测及投资建议

由于晶圆代工厂开工率恢复和公司显示面板靶材新产线投产, 对于今年溅射靶材的业绩增长我们较为乐观, 我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.26 元/0.31 元/0.54 元, 目前股价对应的 P/E 分别为 168x/139x/82x, 参考 2020 年 EPS 合理估值为 90xP/E, 上调目标价至 48 元, 给予“增持”评级。

风险提示

估值较高风险; 5G 手机换机需求不及预期; 新产线产能利用率提升较慢

1、2018 年 Q4 行业寒冬，利润大幅下降拖累全年业绩

2018 年四季度是半导体行业冬天最冷的时候，我们曾在报告《芯片封测行业 2018 年业绩遇冷，2H19 下半年恢复可期》中提到，芯片制造下游国内芯片封测大厂通富微电也因为四季度行业衰退大幅低于预期而不得不下调之前对于全年业绩的预测，溅射靶材作为芯片行业的上游，同样难以幸免。公司去年四季度营收环比仅有 5% 的成长，同比增速为 13%。但是营业利润同比减少 80%，说明三大募投项目投产后在产能利用率较低的情况下成本大幅增加给利润端带来了较大的负面影响。净利润率在四季度也出现了 9 个百分点的下滑。正是四季度的利润大幅下滑拖累全年净利润出现了同比 11% 的下降。不过从营收端的增长看出公司在国内市场的开拓相对较为顺利，尤其是用于极大规模集成电路先进制程产品增长态势良好。

图表 1：公司 2018 年四季度和 2018 全年关键财务指标汇总

单位：百万	4Q17	3Q18	4Q18	环比/变化幅度	同比/变化幅度	2017	2018	同比/变化幅度
营业总收入	161	173	181	5%	13%	550	650	18%
营业利润	28	21	10	-55%	-80%	71	58	-19%
归母净利润	25	21	12	-43%	-54%	64	57	-11%
营业利润率	17%	12%	5%	-7%	-12%	13%	9%	-4%
净利率	16%	12%	7%	-5%	-9%	12%	9%	-3%
净资产收益率	18%	14%	8%	-6%	-11%	15%	10%	-5%

来源：公司公告，国金证券研究所

从资产负债表项目来看，2018 年财报中变化较大的主要是现金，存货和固定资产三个科目，其中现金变化幅度最大，由期初的 1.48 亿增长 2.47 倍至 5.14 亿。现金储备大幅增长说明公司三大新项目投产之后资金需求较大，而且目前用于显示面板的靶材产能正在扩大，所以公司会提前进行投融资安排。其次对于存货增长而言，由于公司的靶材产品具有“定制化”特征，采用“以销定产”的商业模式，所以存货的增长说明公司今年在手的订单是较为充足的。

2、2018 年晶圆代工工厂开工率提升，溅射靶材需求提速

江丰电子作为国内溅射靶材龙头企业，公司的前五大客户营收占比超过 51%，其中三大晶圆代工龙头台积电，中芯国际和联电均为公司前五大客户，营收占比分别为：17.32%，6.37%和 3.97%。我们国金半导体研究中心测算晶圆代工行业的产能利用率从 2019 年开始企稳回升，预计从略高于 70% 的低点恢复至 91%。晶圆厂的产能利用率提升之后对于溅射靶材的需求量将出现较大幅度的增加，2019 年公司的营收获利都有望出现大幅好转。

图表 2：产能利用率比较表

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
平均	77%	78%	85%	91%	85%	85%	92%	95%
台积电	70%	70%	78%	85%	80%	75%	80%	85%
联电	81%	80%	86%	92%	85%	85%	95%	100%
中芯	80%	83%	90%	95%	90%	95%	100%	100%
华虹	89%	91%	101%	103%	92%	96%	103%	103%

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 3：晶圆代工平均产能利用率

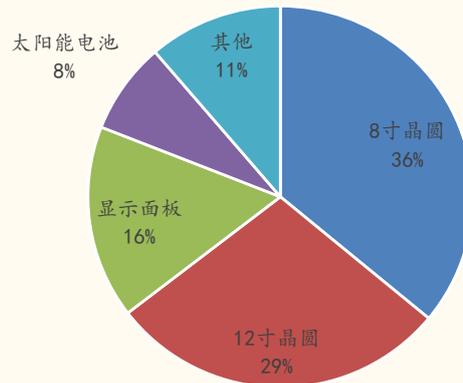


来源：各公司公告，国金证券研究所

3、显示面板行业迎来新机遇，面板靶材成为公司业绩增长新动能

从公司目前营收结构来看，用在显示面板的靶材主要为铝靶材，营收占比为 16%，占比较低。由于 2018 年下半年子公司江丰钨钼年产 400 吨平板显示器用钨溅射靶材坯料产业化项目成功投产以及合肥江丰大型液晶面板产业用溅射靶材及机台部件生产项目正式进入投产阶段，我们认为公司在显示面板应用领域的靶材产品类别有望扩大，营收占比可以提升，而且由于显示面板靶材主要是国内厂商，竞争激烈程度较小，毛利水平也较高，所以未来几年公司的显示靶材业绩值得期待。

图表 4：按照靶材应用领域拆分 2016 年营收结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

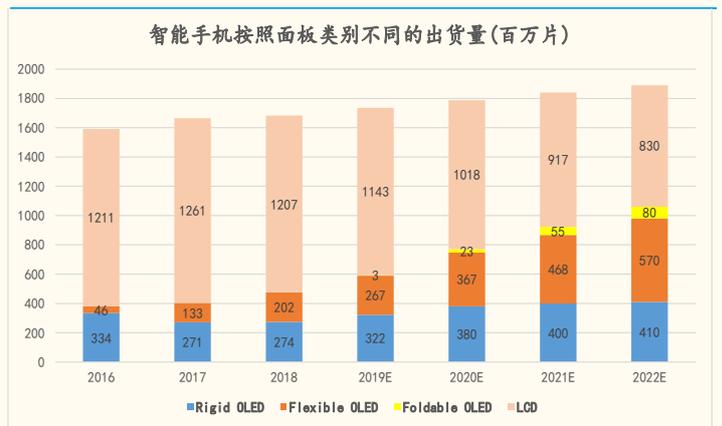
从显示面板的下游应用来看，主要的增量来自于电视，手机和汽车等领域，而笔记本电脑，平板电脑等应用趋于稳定。在电视面板领域，随着大尺寸面板的价格下降，电视面板的销量开始增长，而且根据 HIS 的数据，全球面板厂商 2019 年的出货目标都较为激进，预计 2019 年同比增长 8%。在智能手机领域，一方面手机全面屏趋势下 OLED 面板的渗透率逐渐提升，另一方面最新推出的 5G 手机大部分均采用 OLED 面板，今年下半年的集中上市 5G 有望带动手机的换机潮，所以 OLED 面板将带动智能手机面板出货量持续增长。公司的主要客户如京东方和华星光电在大尺寸液晶电视面板和柔性 AMOLED 手机面板的出货量预计在今年均有较大增长，所以公司的面板靶材业绩有望成为公司业绩新的增长点。

图表 5：全球电视面板出货量及增速预测



来源：IHS，国金证券研究所

图表 6：智能手机显示面板出货量预测



来源：DSCC，国金证券研究所

■ 风险提示：

估值较高风险；5G 手机换机需求不及预期；新产线产能利用率提升较慢

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	291	443	550	650	950	1,359	货币资金	50	86	148	514	245	350
增长率		52.2%	24.2%	18.2%	46.1%	43.1%	应收款项	65	92	124	126	189	284
主营业务成本	-199	-302	-376	-458	-684	-972	存货	101	123	147	166	245	362
%销售收入	68.3%	68.2%	68.3%	70.5%	72.0%	71.5%	其他流动资产	3	6	22	9	10	16
毛利	92	141	174	192	266	387	流动资产	218	306	440	815	690	1,012
%销售收入	31.7%	31.8%	31.7%	29.5%	28.0%	28.5%	%总资产	41.1%	47.3%	49.9%	62.7%	56.5%	62.7%
营业税金及附加	-2	-5	-4	-4	-5	-7	长期投资	27	25	23	24	23	23
%销售收入	0.8%	1.2%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	固定资产	244	270	359	395	440	511
营业费用	-18	-25	-33	-36	-52	-68	%总资产	45.9%	41.8%	40.8%	30.4%	36.1%	31.6%
%销售收入	6.2%	5.7%	6.0%	5.5%	5.5%	5.0%	无形资产	22	27	27	30	33	37
管理费用	-48	-51	-64	-74	-105	-150	非流动资产	313	341	441	485	532	603
%销售收入	16.6%	11.5%	11.7%	11.4%	11.0%	11.0%	%总资产	58.9%	52.7%	50.1%	37.3%	43.5%	37.3%
息税前利润 (EBIT)	23	60	73	78	105	163	资产总计	531	647	881	1,299	1,221	1,615
%销售收入	8.1%	13.4%	13.2%	11.9%	11.0%	12.0%	短期借款	106	115	45	219	0	114
财务费用	-3	-2	-12	-14	-21	-21	应付款项	71	109	126	138	209	290
%销售收入	1.1%	0.5%	2.2%	2.1%	2.2%	1.6%	其他流动负债	11	18	19	24	37	129
资产减值损失	-3	-5	-4	-6	-3	-5	流动负债	187	242	190	382	246	533
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	85	85	90	304	304	305
投资收益	2	0	-2	0	0	0	其他长期负债	24	30	33	0	0	0
%税前利润	7.9%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	297	357	313	686	550	838
营业利润	20	52	71	57	80	137	普通股股东权益	235	290	565	611	669	775
营业利润率	6.7%	11.7%	13.0%	8.8%	8.4%	10.1%	少数股东权益	0	0	3	3	2	2
营业外收支	7	13	0	4	0	0	负债股东权益合计	531	647	881	1,299	1,221	1,615
税前利润	27	64	71	61	80	137	比率分析						
利润率	9.2%	14.5%	13.0%	9.5%	8.4%	10.1%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-4	-10	-8	-5	-12	-21	每股指标						
所得税率	13.3%	15.2%	10.8%	7.6%	15.0%	15.0%	每股收益	0.145	0.335	0.293	0.260	0.314	0.536
净利润	23	54	64	57	68	117	每股净资产	1.430	1.766	2.583	2.792	3.056	3.543
少数股东损益	-1	0	0	0	-1	-1	每股经营现金净流	0.223	0.374	0.181	0.478	0.287	0.608
归属于母公司的净利润	24	55	64	57	69	117	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.050	0.050	0.050
净利率	8.2%	12.4%	11.6%	8.7%	7.2%	8.6%	回报率						
							净资产收益率	10.16%	18.96%	11.33%	9.30%	10.27%	15.13%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.49%	8.49%	7.27%	4.37%	5.63%	7.26%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	投入资本收益率	4.79%	10.30%	9.24%	6.30%	9.11%	11.60%
净利润	23	54	64	57	68	117	增长率						
少数股东损益	-1	0	0	0	-1	-1	主营业务收入增长率	18.69%	52.21%	24.21%	18.21%	46.11%	43.10%
非现金支出	30	30	31	37	38	46	EBIT增长率	17.64%	153.40%	22.23%	6.49%	34.83%	56.11%
非经营收益	4	4	10	8	19	20	净利润增长率	24.94%	130.41%	16.55%	-11.26%	20.89%	70.70%
营运资金变动	-20	-27	-65	3	-63	-49	总资产增长率	0.94%	21.79%	36.13%	47.56%	-6.03%	32.25%
经营活动现金净流	37	61	40	105	63	133	资产管理能力						
资本开支	-18	-39	-130	-69	-80	-111	应收账款周转天数	72.9	63.2	68.8	70.0	72.0	75.0
投资	4	0	0	-1	0	0	存货周转天数	179.8	135.2	130.8	132.0	131.0	136.0
其他	-6	8	11	0	0	0	应付账款周转天数	105.0	92.9	102.7	103.0	104.0	102.0
投资活动现金净流	-20	-31	-119	-70	-80	-111	固定资产周转天数	187.0	203.6	181.0	161.8	116.8	87.0
股权募资	0	0	232	0	0	0	偿债能力						
债权募资	5	10	-65	356	-219	115	净负债/股东权益	59.93%	39.54%	-2.31%	1.52%	8.75%	8.90%
其他	-11	-5	-25	-25	-32	-32	EBIT利息保障倍数	7.1	27.7	6.1	5.7	5.0	7.7
筹资活动现金净流	-7	5	142	331	-251	83	资产负债率	55.86%	55.25%	35.51%	52.76%	45.05%	51.90%
现金净流量	10	35	62	366	-269	105							

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	2	3	5	10
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.25	1.17	1.50

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	2018-11-29	买入	42.43	55.30~63.20
2	2019-02-01	买入	34.24	41.00~41.00

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，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，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。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：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH