

方正证券研究所证券研究报告

江丰电子(300666)

公司研究

电子行业

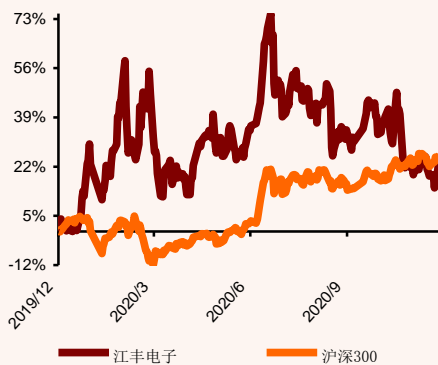
公司投资价值分析报告

2020.12.23/推荐

分析师： 陈杭  
登记编号： S1220519110008

联系人： 李萌

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

十年寒窗终不负，一生韶华亦可期。江丰电子作为国内半导体靶材的龙头企业，十年如一日深耕高纯材料等卡脖子的核心领域，随着核心工艺的逐步突破，我们认为公司迎来上游供应、下游客户、产品线布局、募投项目等四大变化，未来营收、利润改善弹性大，2020年前三季度公司实现归母净利润1.1亿元，同比增长238%，公司成长未来可期。

**1、供应变化：上游高纯材料从国外进口到国产自制率逐步提高。**高纯金属材料直接关系到产品质量的稳定性和利润空间，经过数年的科技攻关和产业化应用，目前江丰电子已经逐渐突破关键技术门槛，未来随着公司高纯铝、高纯钼等高纯金属材料逐步量产，上游材料自制率的提高，我们认为将显著提高公司产品的竞争力和盈利能力。

**2、客户变化：优质客户持续认证，护城河极深。**高纯溅射靶材行业存在严格的供应商认证机制，认证周期长，认证程序复杂，但一旦通过下游制造商的供应商资格认证，则双方会保持长期稳定的合作关系。经过数年发展，凭借着领先的技术水平和稳定的产品性能，公司客户持续认证，包括台积电、联华电子、格罗方德、中芯国际、索尼、东芝、瑞萨、美光、海力士、华虹宏力、意法半导体、英飞凌、京东方、华星光电、SunPower等国内外知名半导体企业，市场份额持续提高。

**3、产品变化：从靶材到以靶材为核心，包括CMP、关键零部件等产品的全产品线布局。**靶材领域：公司已经突破集成电路28-7nm技术节点，钼靶材及环件在台积电7nm芯片中已经量产，随着公司各种材料靶材在28-7nm技术节点的全面量产，将使公司业绩得到显著提升。靶材以外：公司积极推进机台关键零部件的国产自主化，在PVD（物理气相沉积）和CMP（化学机械平坦化）进行战略布局，保持环、抛光垫已经在客户端取得了量产订单，依靠公司自身全面的分析检测能力，成熟的机械加工优势以及快速有效的技术服务意识，实现了销售增长。

**4、募投项目变化：三大募投项目全部已完成。**公司2019年已成功结项两个募投项目，进一步提高了公司的盈利能力及抗风险能力。截止到今年底，“年产400吨平板显示器用钼溅射靶材坯料产业化项目”也进展顺利，公司钼靶材已经取得了批量订单，待热等静压设备验收完毕后可以开始量产。公司一直以科技创新为动力，紧跟半导体行业的技术发展，目前正在按照既定的发展战略和规划稳步前行，将根据实际情况制定未来扩产计

划。

**投资建议：**公司作为国内半导体靶材的龙头厂商，我们看好公司四大变化带来盈利能力的边际改善，预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 11.04、14.33 和 18.45 亿元；实现归属于母公司净利润分别为 1.29、1.56 和 1.97 亿元，给予“推荐”评级。

**风险提示：**上游高纯材料研发失败带来盈利能力提升不及预期的风险；半导体行业景气度不及预期从而影响靶材市场的风险；业务横向拓展不及预期的风险。

#### 盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	825	1104	1433	1845
(+/-) (%)	26.98	33.80	29.80	28.80
归母净利润	64	129	156	197
(+/-) (%)	9.14	101.52	20.93	25.76
EPS(元)	0.29	0.58	0.70	0.88
ROE (%)	0.09	0.16	0.16	0.17
P/E	185.69	92.94	76.85	61.11
P/B	17.26	14.80	12.41	10.32

数据来源：wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

## 1 江丰电子：国内溅射靶材行业领军企业

**溅射靶材的国产龙头，高纯溅射靶材的先驱者。**溅射靶材的品质要求高、行业认证壁垒高、行业集中度高、市场化程度高，竞争较为激烈，长期以来，溅射靶材主要被日本、美国的国际化企业所垄断。经过数年的科技攻关和产业化应用，目前，国内江丰电子已经逐渐突破关键技术门槛，填补了国内的空白，公司已经掌握了高纯溅射靶材生产过程中的关键技术，具备较强的技术研发、产品开发和批量生产能力。

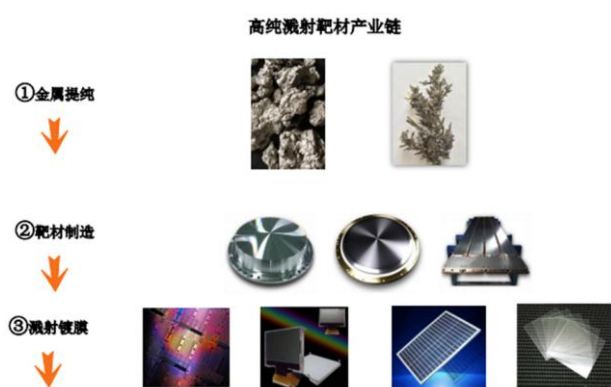
**公司基本面持续向好，发展迎来四大边际变化。**2020年前三季度公司实现营收 8.45 亿元，同比增长 49%，实现归母净利润 1.10 亿元，同比增长 238%，取得利润的大幅增长。我们认为公司迎来上游供应、下游客户、产品线布局、募投项目等四大变化，未来营收、利润改善弹性大，公司成长未来可期。

## 2 十年磨一剑，蓄势待腾飞

### 2.1 供应变化：上游高纯材料从国外进口到国产自制率逐步提高

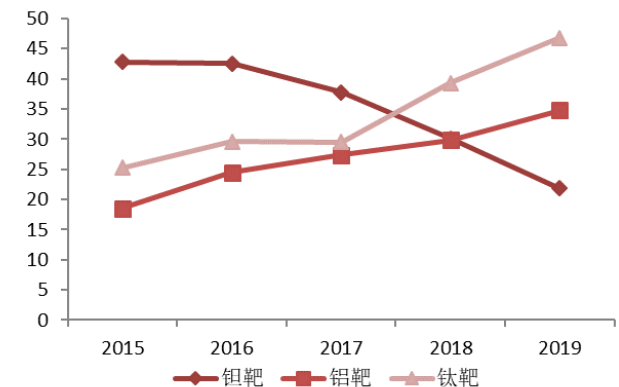
**上游材料供应具有较强的议价能力。**溅射靶材对金属材料纯度的要求很高，国内虽然拥有生产溅射靶材所需的各种基础矿源，但金属提纯技术有限，提纯出来的金属材料绝大部分达不到高纯溅射靶材的生产要求，长期以来，国内厂商主要通过从国外进口获得高纯金属供给。全球范围内，高纯金属产业集中度较高，美国、日本等国家的高纯金属生产商依托先进的提纯技术在整个产业链中居于十分有利的地位，对下游溅射靶材行业具有较强的议价能力。

图表1：高纯溅射靶材产业链



资料来源：公司招股书，方正证券研究所整理

图表2：公司钽靶、铝靶、钛靶毛利率情况（%）



资料来源：wind，方正证券研究所整理

**上游供应持续打通，未来毛利边际向上。**公司发展前期，从国外进口的主要原材料在采购总额上占据了主要份额，其余原材料一般为国内采购。目前，公司通过实施募投项目以及参股公司向上游原材料产业链拓展和布局，已经实现了铝、钛等超高纯金属原材料部分国产化，从而降低产品成本，提升公司的盈利能力及抗风险能力，铝靶、钛靶业务毛利率稳步提升，未来随着自制率的提高将会进一步提升。

### 2.2 客户变化：优质客户持续认证，护城河极深

**客户认证壁垒极高。**由于高纯溅射靶材技术含量高，其产品质量、性能指标直接决定了终端产品的品质和稳定性，属于客户的关键原材料，因此，高纯溅射靶材行业存在严格的供应商认证机制，只有通过严格的行业质量管理体系认证，同时满足下游客户的质量标准和性能要求，才能成为下游客户的合格供应商。通常情况下，下游客户对溅射靶材供应商的认证过程主要包括供应商初评、产品报价、样品检测、小批量试用、稳定性检测、批量生产等几个阶段，认证过程相当苛刻，从新产品开发到实现大批量供货，整个过程一般需要 2-3 年时间。新进入行业企业需要在技术水平、产品质量、后续服务和供应价格等方面显著超过原有供应商，才有可能获得供货订单，因此，新进入行业的企业面临着较高的客户认证壁垒。

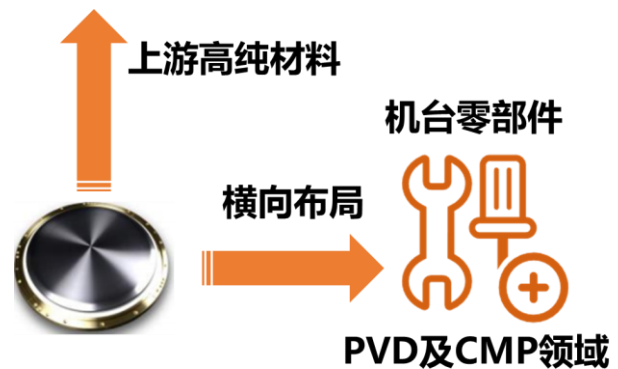
**优质客户持续认证。**经过多年的发展，公司凭借较强的研发创新能力和技术实力，产品质量和性能处于行业领先地位，通过国内外客户的产品认证程序，产品销量不断扩大，与多家国内外知名厂商建立了长期稳定的合作关系，积累了大量优质的客户资源。目前，公司客户主要有台积电、联华电子、格罗方德、中芯国际、索尼、东芝、瑞萨、美光、海力士、华虹宏力、意法半导体、英飞凌、京东方、华星光电、SunPower 等国内外知名半导体企业。未来，公司将在巩固现有客户的基础上，积极开拓新的市场。

图表3： 公司客户一览



资料来源：公司年报，方正证券研究所整理

图表4： 公司产品线横向布局



资料来源：公司公告，方正证券研究所整理

### 2.3 产品变化：从靶材到以靶材为核心，包括 CMP、关键零部件等产品的全产品线布局

**靶材领域：集成电路 28-7nm 技术节点靶材技术已经突破。**集成电路 28-7nm 技术节点用超高纯钽靶材及环件、铜靶材、钛靶材、铝靶材的晶粒晶向精细调控技术、大面积无缺陷焊接技术、精密机械加工技术及高洁净清洗封装技术全面攻克，并在客户端实现全面量产，其中钽靶材及环件在台积电 7nm 芯片中已经量产，随着公司各种材料靶材在 28-7nm 技术节点的全面量产，将使公司业绩得到显著提升。

**PVD 及 CMP 机台用零部件产业的战略布局：**公司具备较强的金属加工能力和机械加工能力，能够通过合理调配机器设备和生产资源自主组织生产，实行合理化的生产管理模式。在集成电路芯片制造过程中，PVD 及 CMP 是其中非常重要的工艺环节，公司 CMP 产品主要有 CMP 用保持环、抛光垫、活化盘，其客户与集成电路靶材客户基本相同，公司已经引进了掌握以上技术及市场的核心人才全面开发此类产品，

目前 CMP 产品销售处于持续增长的态势。

#### 2.4 募投项目变化：三大募投项目全部已完成

2019 年，“年产 300 吨电子级超高纯铝生产项目”、“分析检测及客户支持服务中心建设项目”已完成并结项。高纯铝项目 2019 年实现效益 741.89 万元。后续公司将积极推进客户认证进程，逐步加大自主生产的超高纯铝材料的应用，提升公司的盈利能力及抗风险能力。公司通过分析检测项目建成了国际一流的分析检测平台，引进了辉光放电质谱仪、气体分析仪、扫描电子显微镜、直读光谱仪、溶体颗粒分析仪等系列精密金属材料分析检测设备，可以实现对包括痕量杂质、气体含量、组织结构、晶粒尺寸、表面形貌等在内的各种金属材料性能的全面、精确分析，助力公司的研发水平再上新台阶。随着公司的研发能力和分析检测能力的提高，公司的竞争能力和行业影响力得到了进一步提升，将有效带动公司销售的增长。

截至今年底，“年产 400 吨平板显示器用钨溅射靶材坯料产业化项目”进展顺利，公司钨靶材已经取得了批量订单，待热等静压设备验收完毕后可以开始量产。公司一直以科技创新为动力，紧跟半导体行业的技术发展，目前正在按照既定的发展战略和规划稳步前行，将根据实际情况制定未来扩产计划。

### 3 盈利预测

**核心假设一：**近年来受优质客户高度认可以及最尖端工艺需求增长，公司钨靶业务保持高速增长，未来预计随着优质客户产能的满载，需求持续景气，2020-2022 年营收同比增速分别为 45%/40%/35%；目前受原材料供应限制，钨靶业务毛利率出现下滑，未来预计随着上游供应链的打通，毛利率稳步回升，2020-2022 年毛利率分别为 22%/23%/24%。

**核心假设二：**公司铝靶、钛靶业务毛利率预计随着上游高纯材料自制率的提高而稳步增长，从来带来整体毛利率的稳步增长；对于铝靶业务，公司当前受到全球广泛认可，预计将会伴随着铝靶全球市场的稳步扩张而增长；对于钛靶业务，预计将会在成本优势的推动下快速增长。

图表 5: 公司分产品收入预测 (百万元)

产品线	2019	2020E	2021E	2022E
<b>钽靶</b>				
销售收入	297.78	431.78	604.49	816.06
增长率	44.56%	45.00%	40.00%	35.00%
毛利	65.12	94.99	139.03	195.86
毛利率	21.87%	22.00%	23.00%	24.00%
<b>铝靶</b>				
销售收入	174.92	201.16	231.34	254.47
增长率	10.18%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利	60.86	71.61	83.98	95.68
毛利率	34.79%	35.60%	36.30%	37.60%
<b>钛靶</b>				
销售收入	111.32	130.25	169.32	228.59
增长率	9.99%	17.00%	30.00%	35.00%
毛利	52.09	60.96	79.58	107.44
毛利率	46.79%	46.80%	47.00%	47.00%
<b>LCD 用碳纤维支撑</b>				
销售收入	77.00	84.70	93.17	102.48
增长率	10.18%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	20.47	22.95	26.37	29.52
毛利率	26.59%	27.10%	28.30%	28.80%
<b>其他业务</b>				
销售收入	163.94	255.92	334.42	443.76
增长率	44.02%	56.10%	30.68%	32.70%
毛利	57.69	106.46	147.57	209.46
毛利率	35.19%	41.60%	44.13%	47.20%
<b>总计</b>				
销售收入	824.96	1,103.80	1,432.74	1,845.36
增长率	26.98%	33.80%	29.80%	28.80%
毛利	256.23	356.97	476.53	637.94
毛利率	31.06%	32.34%	33.26%	34.57%

资料来源: 方正证券研究所

公司作为国内半导体靶材的龙头厂商, 选取阿石创、有研新材、安集科技、鼎龙股份作为对标公司。

图表 6: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				市盈率 (倍)			
			TTM	2020E	2021E	2022E	TTM	2020E	2021E	2022E
300706.SZ	阿石创	37.3	0.0	0.1	0.1	0.2	1,512.4	314.7	258.2	227.7
600206.SH	有研新材	115.6	1.9	2.3	3.6	4.7	62.1	51.1	32.6	24.6
688019.SH	安集科技	160.4	1.3	1.3	1.6	2.0	120.5	122.8	102.4	78.5
300054.SZ	鼎龙股份	173.9	1.0	3.2	4.0	5.4	165.8	54.9	43.3	32.1

资料来源: Wind, 方正证券研究所整理 注: 可比公司数据取 Wind 一致预期

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>824</b>	<b>961</b>	<b>1167</b>	<b>1431</b>	<b>营业总收入</b>	<b>825</b>	<b>1104</b>	<b>1433</b>	<b>1845</b>
货币资金	251	321	351	399	营业成本	569	747	956	1207
应收票据	0	3	3	4	税金及附加	5	7	8	11
应收账款	209	227	295	380	销售费用	53	71	93	119
其它应收款	4	4	5	7	管理费用	82	105	136	185
预付账款	11	15	19	24	研发费用	60	80	118	161
存货	325	367	470	593	财务费用	16	0	0	0
其他	24	27	27	28	资产减值损失	-8	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>642</b>	<b>663</b>	<b>680</b>	<b>694</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	44	48	51	54	投资收益	3	3	3	3
固定资产	470	477	481	482	<b>营业利润</b>	<b>64</b>	<b>131</b>	<b>158</b>	<b>199</b>
无形资产	44	55	65	75	营业外收入	1	0	0	0
其他	83	83	83	83	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1466</b>	<b>1624</b>	<b>1848</b>	<b>2125</b>	<b>利润总额</b>	<b>65</b>	<b>131</b>	<b>158</b>	<b>199</b>
<b>流动负债</b>	<b>669</b>	<b>698</b>	<b>767</b>	<b>849</b>	所得税	1	2	3	4
短期借款	451	451	451	451	<b>净利润</b>	<b>64</b>	<b>128</b>	<b>155</b>	<b>195</b>
应付账款	174	194	248	313	少数股东损益	0	-1	-1	-1
其他	44	54	68	85	<b>归属母公司净利润</b>	<b>64</b>	<b>129</b>	<b>156</b>	<b>197</b>
<b>非流动负债</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	EBITDA	104	143	174	218
长期借款	38	38	38	38	EPS (元)	0.29	0.58	0.70	0.88
其他	69	69	69	69					
<b>负债合计</b>	<b>775</b>	<b>805</b>	<b>873</b>	<b>956</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	8	7	6	4	<b>成长能力</b>				
股本	219	223	223	223	营业总收入	825	1104	1433	1845
资本公积	206	201	201	201	营业利润	64	131	158	199
留存收益	256	386	542	739	归属母公司净利润	64	129	156	197
归属母公司股东权益	683	812	968	1165	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>1466</b>	<b>1624</b>	<b>1848</b>	<b>2125</b>	毛利率	0.31	0.32	0.33	0.35
					净利率	0.08	0.12	0.11	0.11
					ROE	0.09	0.16	0.16	0.17
					ROIC	0.06	0.10	0.11	0.13
<b>现金流量表</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>95</b>	<b>137</b>	<b>96</b>	<b>114</b>	资产负债率	0.53	0.50	0.47	0.45
净利润	64	128	155	195	净负债比率	0.72	0.61	0.51	0.42
折旧摊销	48	48	52	55	流动比率	1.23	1.38	1.52	1.69
财务费用	22	0	0	0	速动比率	0.75	0.85	0.91	0.99
投资损失	-3	-3	-3	-3	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	-33	-37	-108	-133	总资产周转率	0.57	0.71	0.83	0.93
其他	-3	0	0	0	应收账款周转率	4.86	5.06	5.49	5.47
<b>投资活动现金流</b>	<b>-159</b>	<b>-66</b>	<b>-66</b>	<b>-66</b>	应付账款周转率	5.59	6.00	6.48	6.57
资本支出	-146	-66	-66	-66	<b>每股指标(元)</b>				
长期投资	-12	0	0	0	每股收益	0.29	0.58	0.70	0.88
其他	0	0	0	0	每股经营现金	0.43	0.61	0.43	0.51
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-195</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股净资产	3.12	3.64	4.34	5.22
短期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
长期借款	0	0	0	0	P/E	185.69	92.94	76.85	61.11
普通股增加	5	0	0	0	P/B	17.26	14.80	12.41	10.32
资本公积增加	0	-13	-13	-13	EV/EBITDA	115.47	126.42	103.70	82.39
其他	-200	13	13	13					
<b>现金净增加额</b>	<b>-259</b>	<b>71</b>	<b>29</b>	<b>48</b>					

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。若据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告可能附带其它网站或超级链接，对于可能涉及本公司网站以外的地址或超级链接，本公司不对其内容负责。本公司提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，所链接地址的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站信息的费用或风险。

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告所采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： <a href="https://www.foundersc.com">https://www.foundersc.com</a>	E-mail： <a href="mailto:yjzx@foundersc.com">yjzx@foundersc.com</a>
北京	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	上海市浦东新区新上海国际大厦36层	
深圳	广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼	
长沙	湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	