

业绩承压，定增提升靶材产能

投资要点

- **事件:** 公司发布 2020 年半年报。公司 2020H1 实现营收 1.25 亿元，同比下降 21.47%，实现归母净利润-275.27 万元，同比下降 129.51%；其中 Q2 实现营收 0.73 亿元，同比下降 30.33%，实现归母净利润-126.79 万元，同比下降 115.90%。
- **营收下降，业绩承压。** 1) 公司 2020H1 营收下降 21.47%，其中：主营业务收入 12447.67 万元，较去年同期减少 2.90%。其他业务收入从去年同期的 3052.52 万元下降至 17.16 万元。2) 公司 2020H1 毛利率从去年同期的 19.47%下降至 19.24%，其中蒸镀材料毛利率上升 7.14pp 至 31.46%，溅射靶材毛利率为 19.10%。3) 公司 2020H1 期间费用率从去年同期的 22.60%下降至 12.87%，其中管理费用率上升 3.68pp 至 8.22%，主要系咨询等中介费用以及职工薪酬增加所致；研发费用率上升 2.51pp 至 5.82%，主要系研发支出折旧费增加所致；财务费用率上升 2.40pp 至 4.37%，主要系利息支出增加所致。
- **公司发布 2020 年向特定对象发行股票募集说明书，拟定增募资不超 5.3 亿元。** 此次非公开发行对象不超过 35 名特定投资者，发行股票不超过 4233.6 万股。本次募集资金主要投资于四大项目。1) **平板显示溅射靶材建设项目。** 该项目建设周期为 3 年，项目建成后将形成年产 800 吨钼靶材、350 吨铝靶材以及 50 吨硅靶材的生产能力。2) **超高清显示用铜靶材产业化建设项目。** 该项目建设周期为 2 年，完成后可建立一条铜靶材自动化生产线，布局高端显示产业。3) **铝靶材和钼靶材的研发建设项目。** 本项目拟购置各类先进研发设备，用于开展铝靶材及钼靶材研发和试制。上述溅射靶材是 5G 通信芯片的关键镀膜材料。4) **补充流动资金 1.5 亿元。** 进一步增强公司的资本实力、优化资产结构，为公司未来的业务发展提供可靠的流动资金保障。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.12、0.14、0.16 亿元；EPS 分别为 0.08、0.10、0.12 元，以 2020 年 8 月 27 日股价对应 P/E 为 358X、293X、259X，看好公司在溅射靶材与蒸镀材料领域的应用前景，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 募投项目进度不及预期、原材料价格波动、行业下游需求不及预期等风险。

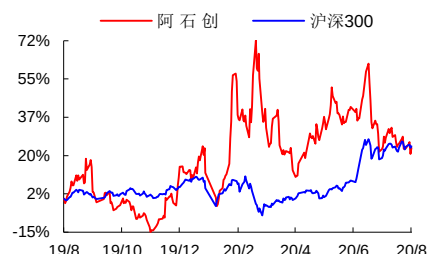
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	316.63	305.50	338.34	374.58
增长率	23.70%	-3.52%	10.75%	10.71%
归属母公司净利润(百万元)	14.64	11.84	14.43	16.36
增长率	-47.20%	-19.15%	21.91%	13.36%
每股收益 EPS(元)	0.10	0.08	0.10	0.12
净资产收益率 ROE	3.31%	2.63%	3.12%	3.44%
PE	289	358	293	259
PB	9.58	9.39	9.15	8.89

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邱培宇
 执业证号: S1250520070001
 电话: 021-58351893
 邮箱: qiupyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.41
流通 A 股(亿股)	0.62
52 周内股价区间(元)	20.68-41.93
总市值(亿元)	42.34
总资产(亿元)	8.94
每股净资产(元)	3.08

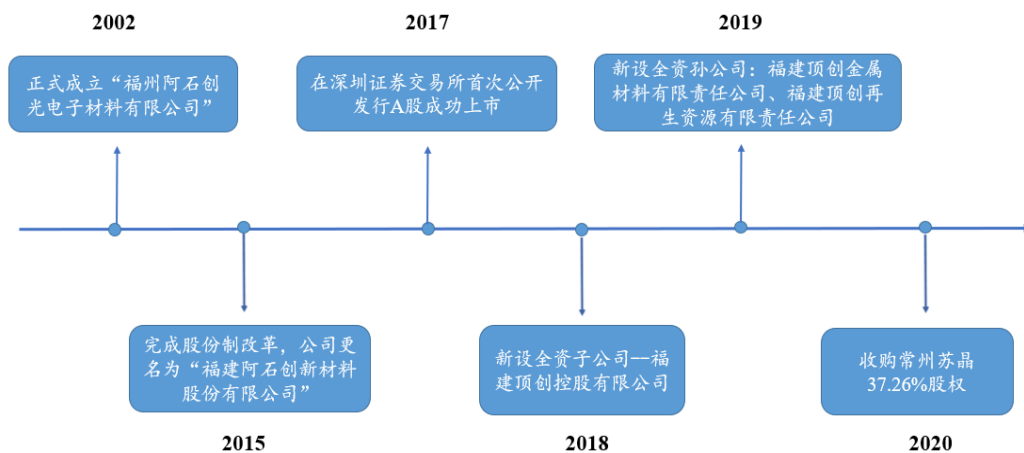
相关研究

1. 有色行业专题报告: 未来五年钴下游需求测算 (2020-07-27)
2. 有色行业: 白银价格有望趋势上行, 建议关注相关受益标的 (2020-07-24)
3. 有色行业专题报告: 未来五年全球氢氧化锂需求测算 (2020-07-17)
4. 有色行业专题报告: 未来五年全球碳酸锂行业需求测算 (2020-06-24)
5. 有色行业专题报告: 海外三家锂盐企业 2020 年一季度经营分析及未来扩产计划 (2020-06-01)

1 收购苏晶电子约 37%股权，完善产线结构

阿石创是一家专门从事各种 PVD 镀膜材料研发、生产和销售的生产型企业。公司成立于 2002 年，于 2017 年在深圳证券交易所首次公开发行 A 股成功上市。2018 年公司设立全资子公司--福建顶创控股有限公司，为公司在业务发展和优化经营结构布局中发挥了重要作用；2019 年公司授权顶创控股以自有资金新设两家全资孙公司：福建顶创金属材料有限责任公司、福建顶创再生资源有限责任公司，优化公司上下游产业结构，降低公司运营成本，细化公司战略布局。2020 年公司授权顶创控股以自有资金公开摘牌收购常州苏晶电子材料有限公司 37.2611%股权，进一步完善公司产线结构，提升公司产品在市场的综合竞争力。

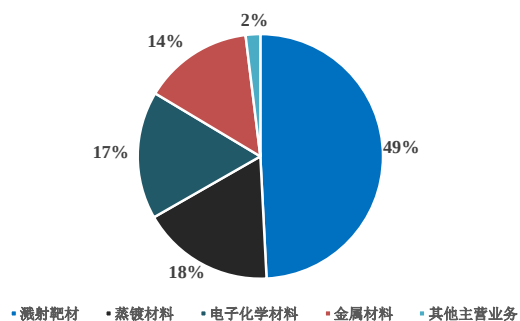
图 1：公司发展历程：2020 年收购常州苏晶电子约 37.26%股权



数据来源：公司公告，西南证券整理

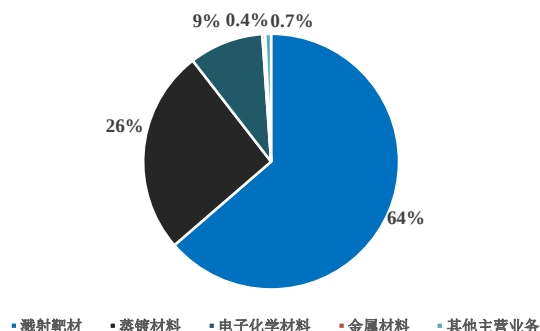
公司主营构成：公司主要产品包括溅射靶材、蒸镀材料、电子化学材料、金属材料等，其中 2019 年溅射靶材业务营收占比为 49%、毛利占比为 64%，为公司第一大业务。公司溅射靶材产品主要有金属/非金属单质靶材、合金靶材、化合物靶材，主要应用领域为平板显示、光学元器件、节能玻璃等行业。

图 2：2019 年营收占比：溅射靶材 49%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2019 年毛利占比：溅射靶材 64%



数据来源：Wind，西南证券整理

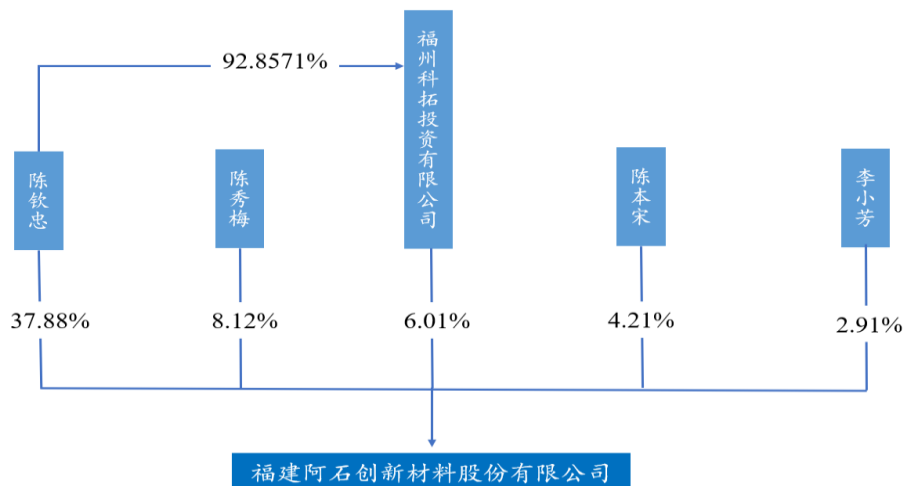
表 1: 公司主要产品

产品类别	主要产品	主要应用领域
金属/非金属单质靶材	硅靶材(平面靶)、硅靶材(旋转靶)、钨靶材、铝靶材、钼靶材、铜靶材、银靶材、金靶材等	平板显示、光学元器件、节能玻璃等行业, 积极拓展半导体、太阳能电池等行业。
合金靶材	硅铝合金靶材、钨合金靶材、钼合金靶材、铍合金靶材、镍铬合金靶材、硅锆合金靶材、金合金靶材等	
化合物靶材	ITO 靶材(平面靶)、ITO 靶材(旋转靶)、AZO 靶材、氧化钨靶材等	

数据来源: 阿石创招股说明书, 西南证券整理

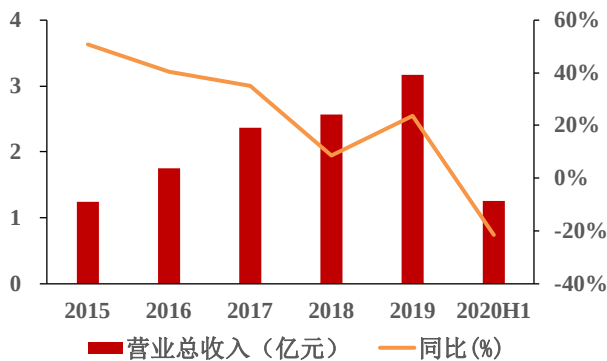
股权结构: 公司实际控制人为陈钦忠和陈秀梅。陈钦忠直接持有公司 37.88% 的股份, 通过福州科拓投资有限公司间接持有公司 5.58% 的股份, 合计持有公司 43.46% 的股份, 陈秀梅直接持有公司 8.12% 的股份。实际控制人持股比例共计 51.58%。

图 4: 股权结构: 实际控制人持股比例共计 51.58%

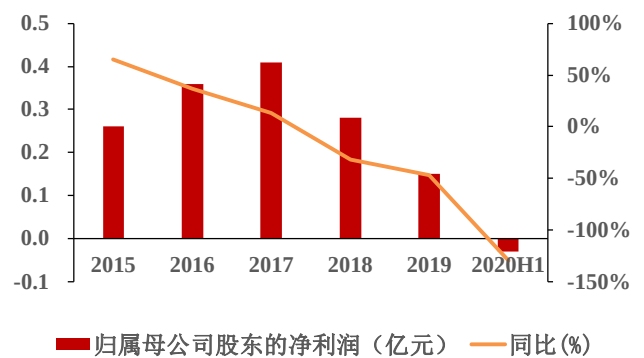


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

营收增速稳定, 归母净利润出现下滑。2015-2019 年公司营业收入由 1.24 亿元上升至 3.17 亿元, CAGR 为 26.45%; 归母净利润由 0.26 亿元下降至 0.15 亿元, CAGR 为 -12.85%。公司 2020H1 营收下降 21.47%, 主要由于其他业务收入显著下降: 其他业务收入从去年同期的 3052.52 万元下降至 17.16 万元。报告期内公司主营业务收入 12447.67 万元, 较去年同期减少 2.90%。

图 5：2020H1 营收 1.25 亿元，同比下降 21.47%


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2020H1 归母净利润-0.03 亿元，同比下降 129.51%


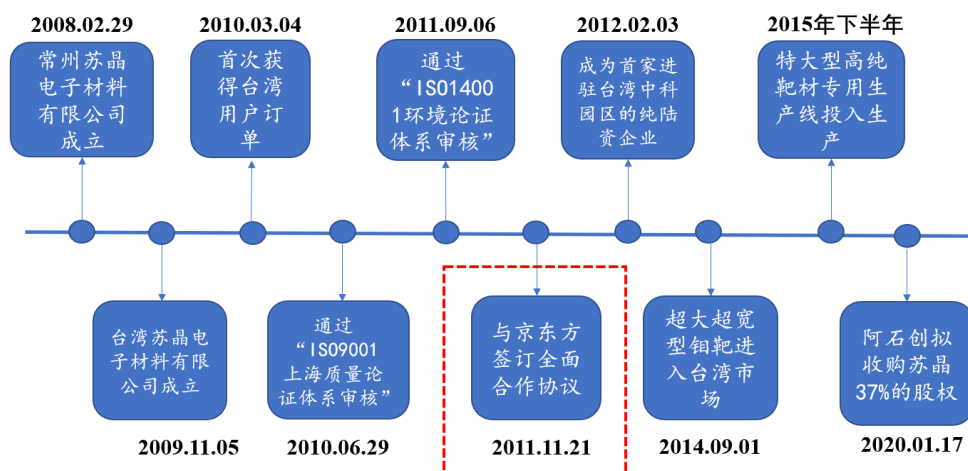
数据来源：Wind，西南证券整理

收购苏晶电子 37%的股权。2020 年 1 月 17 日，福建阿石创新材料股份有限公司披露公告，授权下属全资子公司福建顶创控股有限公司以自有资金公开摘牌收购常州苏晶电子材料有限公司 37.2611%股权，5 月 13 日股权过户完成。

常州苏晶电子材料有限公司成立于 2008 年，为“常州市第二批重点海归领军人才”项目。公司主营平板显示靶材，产品包括高纯钼靶、铝靶、铜靶、钛靶等。早在 2011 年，苏晶就已经成为了平板显示龙头企业京东方的供应商。2015 年下半年公司特大型高纯靶材专用生产线投入生产，实现了生产从小型到特大型的各代次平板显示器用高纯靶材全覆盖。

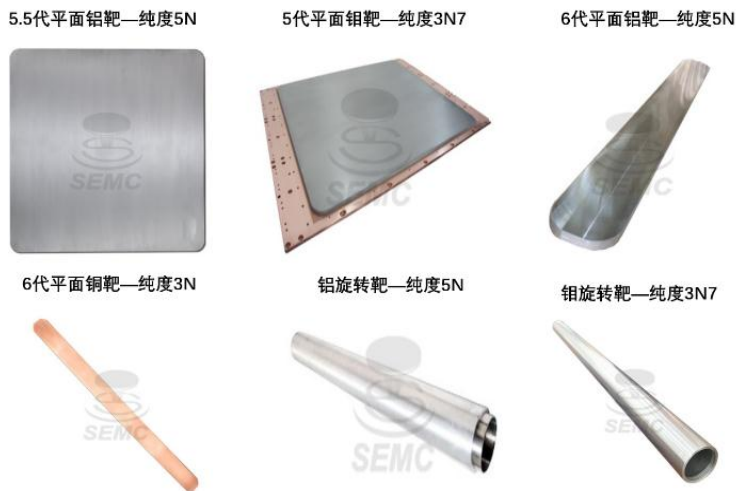
苏晶是国内第一家打开平板显示靶材世界市场的中国企业。2012 年，苏晶成为首家进驻台湾中科园区的纯陆资企业。2013 年，苏晶的全资子公司—台湾苏晶股份有限公司就已经实现了台湾地区营收超 2 亿新台币。苏晶在国际市场的成功开拓主要得益于其创始团队的海外背景，对于国际市场的了解与重视。

强强联手，打开海外靶材市场蓝海。通过收购苏晶这样一家深耕于平板显示靶材的资深靶材制造商，可以帮助公司在平板显示靶材领域市场份额扩大。靶材制造商间的强强联手也在一定程度上实现技术互利，人才交流，资源互通，有利于公司研发环节的进展。苏晶具有多年的海外市场开拓经验，也将为公司开拓更大份额的海外市场提前布局。

图 7：苏晶电子发展历程：已与京东方签订战略合作协议


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：苏晶主要平板显示靶材产品——铝靶纯度已达 5N



数据来源：公司官网，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

溅射靶材：考虑靶材受益于国产替代，需求增加。给予 2020-2022 年销量增速 8%、15%、15%，单价维持在 473.4 万元/吨，毛利率维持在 23%。

蒸镀材料：2020 年受疫情影响销量下降，预计 2020 年下半年起销量恢复。给予 2020-2022 年销量增速-15%、15%、10%，单价维持在 513.7 万元/吨，毛利率维持在 29%。

电子化学材料：2020 年受疫情影响销量下降，预计 2020 年下半年起销量恢复。给予 2020-2022 年销量增速 0%、10%、10%，单价维持在 3567.3 万元/吨，毛利率维持在 10%。

金属材料：结合 2020 年中报情况，预计低毛利率的金属材料产品销量持续下降。给予 2020-2022 年销量增速-30%、-15%、-15%，单价保持稳定，毛利率维持在 0.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入毛利率如下表：

表 2：阿石创分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
溅射靶材	销量（吨）	32.9	35.5	40.9	47.0
	yoy	60.6%	8.0%	15.0%	15.0%
	单价（万元/吨）	473.4	473.4	473.4	473.4
	营业收入	155.7	168.2	193.4	222.4
	yoy	-21.9%	8.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	25.2%	23.0%	23.0%	23.0%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
蒸镀材料	销量（吨）	10.8	9.2	10.6	11.6
	yoy	19.0%	-15.0%	15.0%	10.0%
	单价（万元/吨）	513.7	513.7	513.7	513.7
	营业收入	55.5	47.2	54.2	59.7
	yoy	14.6%	-15.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	28.7%	29.0%	29.0%	29.0%
电子化学材料	销量（吨）	1.5	1.5	1.7	1.8
	yoy	100.0%	0%	10%	10%
	单价（万元/吨）	3567.3	3567.3	3567.3	3567.3
	营业收入	53.5	53.5	58.9	64.7
	yoy	100.0%	0.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
金属材料	营业收入	45.8	32.1	27.3	23.2
	yoy	14.5%	-30.0%	-15.0%	-15.0%
	营业成本	45.6	31.9	27.1	23.0
	毛利率（%）	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
其他	营业收入	6.1	4.6	4.6	4.6
	yoy	/	-25%	0%	0%
	营业成本	5.7	4.2	4.2	4.2
	毛利率（%）	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
合计	营业收入	316.6	305.5	338.4	374.6
	yoy	23.7%	-3.5%	10.8%	10.7%
	营业成本	255.0	247.3	271.8	299.2
	毛利率	19.5%	19.1%	19.7%	20.1%

数据来源：Wind，公司公告，西南证券

2.2 相对估值

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.12、0.14、0.16 亿元；EPS 分别为 0.08、0.10、0.12 元，以 2020 年 8 月 27 日股价对应 P/E 为 358X、293X、259X，看好公司在溅射靶材与蒸镀材料领域的应用前景，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300706.SZ	阿石创	30.00	0.10	0.08	0.10	0.12	289	358	293	259
600206.SH	有研新材	14.56	0.13	0.19	0.28	0.43	98	78	52	34
300666.SZ	江丰电子	61.23	0.29	0.37	0.47	0.60	146	166	130	102

数据来源：Wind，西南证券整理（注：公司以外的 EPS 为万得一致预测值；股价为 2020.8.27 日收盘价）

3 风险提示

募投项目进度不及预期、原材料价格波动、行业下游需求不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	316.63	305.50	338.34	374.58	净利润	14.64	11.84	14.43	16.36
营业成本	254.97	247.29	271.77	299.19	折旧与摊销	19.55	15.05	18.67	22.60
营业税金及附加	1.29	1.19	1.33	1.47	财务费用	7.15	8.47	9.57	11.05
销售费用	10.53	9.54	10.68	11.88	资产减值损失	-0.66	-1.40	-1.40	-1.40
管理费用	29.05	30.55	33.83	37.46	经营营运资本变动	-25.04	-1.15	-20.50	-21.40
财务费用	7.15	8.47	9.57	11.05	其他	-3.86	1.33	2.47	1.21
资产减值损失	-0.66	-1.40	-1.40	-1.40	经营活动现金流净额	11.79	34.13	23.24	28.41
投资收益	-0.31	-0.20	-0.20	-0.20	资本支出	-63.44	-56.20	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	3.01	-12.20	-12.20	-12.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-60.43	-68.40	-62.20	-62.20
营业利润	15.59	9.67	12.37	14.72	短期借款	86.28	-7.51	34.77	54.97
其他非经营损益	-0.23	3.27	3.27	2.96	长期借款	-10.75	27.00	0.00	0.00
利润总额	15.35	12.94	15.64	17.68	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.71	1.10	1.21	1.32	支付股利	-4.23	-2.93	-2.37	-2.89
净利润	14.64	11.84	14.43	16.36	其他	-8.04	-2.31	-9.57	-11.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	63.26	14.25	22.84	41.03
归属母公司股东净利润	14.64	11.84	14.43	16.36	现金流量净额	15.10	-20.01	-16.12	7.25
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	103.81	83.79	67.67	74.92	成长能力				
应收和预付款项	111.16	122.00	133.23	145.22	销售收入增长率	23.70%	-3.52%	10.75%	10.71%
存货	108.97	105.91	115.63	127.89	营业利润增长率	-39.69%	-37.97%	27.97%	18.99%
其他流动资产	24.00	17.94	19.87	22.00	净利润增长率	-47.20%	-19.15%	21.91%	13.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-9.90%	-21.51%	22.37%	19.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	337.01	373.68	406.73	435.85	毛利率	19.47%	19.05%	19.68%	20.13%
无形资产和开发支出	16.27	20.75	19.04	17.32	三费率	14.76%	15.89%	15.98%	16.12%
其他非流动资产	9.80	21.80	33.80	45.80	净利率	4.62%	3.88%	4.27%	4.37%
资产总计	711.03	745.87	795.96	868.99	ROE	3.31%	2.63%	3.12%	3.44%
短期借款	207.51	200.00	234.77	289.74	ROA	2.06%	1.59%	1.81%	1.88%
应付和预收款项	40.01	40.31	43.52	48.05	ROIC	3.83%	2.61%	2.95%	3.21%
长期借款	7.01	34.01	34.01	34.01	EBITDA/销售收入	13.35%	10.86%	12.00%	12.91%
其他负债	14.69	20.92	20.97	21.02	营运能力				
负债合计	269.22	295.25	333.27	392.83	总资产周转率	0.48	0.42	0.44	0.45
股本	141.12	141.12	141.12	141.12	固定资产周转率	1.69	1.43	1.23	1.11
资本公积	169.80	169.80	169.80	169.80	应收账款周转率	2.98	2.85	2.85	2.90
留存收益	130.79	139.70	151.77	165.24	存货周转率	2.71	2.27	2.42	2.42
归属母公司股东权益	441.81	450.63	462.69	476.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.75%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	441.81	450.63	462.69	476.16	资产负债率	37.86%	39.58%	41.87%	45.20%
负债和股东权益合计	711.03	745.87	795.96	868.99	带息债务/总负债	79.68%	79.26%	80.65%	82.42%
					流动比率	1.34	1.28	1.14	1.04
					速动比率	0.92	0.87	0.75	0.68
					股利支付率	28.91%	24.74%	16.41%	17.64%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	42.28	33.19	40.61	48.37	每股收益	0.10	0.08	0.10	0.12
PE	289.11	357.61	293.34	258.78	每股净资产	3.13	3.19	3.28	3.37
PB	9.58	9.39	9.15	8.89	每股经营现金	0.08	0.24	0.16	0.20
PS	13.37	13.86	12.51	11.30	每股股利	0.03	0.02	0.02	0.02
EV/EBITDA	102.77	131.96	108.79	92.08					
股息率	0.10%	0.07%	0.06%	0.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn