

# 靶材稀土双轮驱动，新材料龙头前景可期

## —有研新材（600206）深度报告

增持（首次）

日期：2020年03月11日

### 报告关键要素：

有研新材作为一家新材料企业，业务范围较为多元，其核心业务为高纯金属材料/靶材业务和稀土业务。其中，靶材业务对应的主要下游半导体、平板面板、太阳能电池行业空间较为广阔，前景向好，有望带动靶材需求的放量，进而带动公司业绩的增长。

### 投资要点：

- **靶材业务增长较快，市场前景较为广阔：**旗下子公司有研亿金为国内靶材龙头企业，已实现从高纯金属生产到靶材研发生产的垂直一体化。其高纯/超高纯金属材料产销量近年来增长迅速，该部分营收、毛利保持同步增长。展望未来，靶材下游半导体、平板面板、太阳能电池行业具备较大增长空间，也将带动靶材需求的释放。
- **稀土价格中长期有望得到支撑：**旗下子公司有研稀土为稀土相关业务的主体公司，目前稀土产品产能超过 10000 吨/年。有研稀土业绩与稀土价格密切相关，从中长期来看，稀土价格受益于新能源汽车行业成长带来的磁材消耗的提升，有望得到一定支撑。
- **其他新材料业务虽规模不大，但盈利能力相对较强：**其他新材料业务包括光电材料、医疗器械材料、红外光学及光纤材料，这部分业务规模在营收中占比不大，但毛利率较高。公司在各细分领域地位较高，如是红外锗国内最大供应商，作为细分行业龙头，有望进一步受益于整个行业的成长。
- **推进股权激励，助力公司发展：**公司于 2017 年推出股权激励计划，目前，第一个限售期内考核已完成，解锁条件成熟。随着股权激励计划的推进，公司营运能力、盈利能力都有望得到加强。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 19-21 年，公司归母净利润分别为：0.99、1.26、1.32 亿元，EPS 分别为 0.12、0.15、0.16 元/股。我们看好国产靶材行业的发展、稀土下游行业回暖对稀土需求的提振以及公司股权激励计划对公司效能的促进作用，因此，给予公司“增持”评级。
- **风险因素：**靶材等项目建设不及预期、稀土价格波动风险

|           | 2018A  | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|-----------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(亿元)  | 47.68  | 96.89   | 108.32 | 117.74 |
| 增长比率(%)   | 16.87% | 103.21% | 11.80% | 8.69%  |
| 归母净利润(亿元) | 0.79   | 0.99    | 1.26   | 1.32   |
| 增长比率(%)   | 81.28% | 25.35%  | 27.44% | 4.75%  |
| 每股收益(元)   | 0.09   | 0.12    | 0.15   | 0.16   |
| 市盈率(倍)    | 70.01  | 104.35  | 88.12  | 84.12  |

数据来源：WIND，万联证券研究所

### 基础数据

|            |                   |
|------------|-------------------|
| 行业         | 有色金属              |
| 公司网址       |                   |
| 大股东/持股     | 北京有色金属研究总院/36.42% |
| 实际控制人/持股   |                   |
| 总股本(百万股)   | 846.68            |
| 流通A股(百万股)  | 841.48            |
| 收盘价(元)     | 14.16             |
| 总市值(亿元)    | 119.89            |
| 流通A股市值(亿元) | 119.15            |

### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2020年03月10日

### 相关研究

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

**投资核心观点****● 公司整体判断**

有研新材作为一家多元化发展的新材料企业，其核心业务仍聚焦于高纯/超高纯金属材料 and 稀土产品。在高纯金属材料领域，已实现从高纯金属材料到靶材生产的一体化模式，此项业务增长较快，产品产销量大幅提升。而在稀土领域，公司业绩有望随稀土价格回升逐渐向好。在公司涉及的其他领域，虽然目前营收规模不大，但在各细分领域行业地位举足轻重，该部分业务有望从行业的增长中直接收益，带来公司营收和盈利能力的提升。

**● 差异化观点**

2018 年，公司稀土业务营收及毛利均有所下滑，市场可能对该部分业务未来发展有所顾虑。我们认为，公司该项业务业绩与稀土价格联系紧密。短期来看，受缅甸矿关停等因素影响，中重稀土价格维持坚挺；中长期来看，稀土价格受益于新能源汽车行业的发展，价格存在一定支撑。此外，公司作为靶材龙头企业，受益于下游行业的高景气度，维持较高速度增长是大概率事件。

**● 估值和评级**

我们预计 19-21 年，公司归母净利润分别为：0.99、1.26、1.32 亿元，EPS 分别为 0.12、0.15、0.16 元/股，我们看好国产靶材行业的发展、稀土下游行业回暖对稀土需求的提振以及公司股权激励计划对公司效能的促进作用，因此，给予公司“增持”评级。

**● 股价触发因素**

引发股价上涨的核心在于公司核心业务的成长超出预期。靶材下游行业如半导体、平板显示等下游行业出现爆发式增长带动高纯金属材料/靶材产销量快速提升，稀土价格上涨带动公司稀土业务业绩向好，或者公司取得技术突破等都可能对公司股价产生影响。

**● 风险提示**

靶材等项目建设不及预期、稀土价格波动风险

## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1、 立足新材料核心，铸就有研新材              | 5  |
| 1.1 背靠有研科技集团，资产注入打开新篇章         | 5  |
| 1.2 业绩稳定增长，盈利能力有所回升            | 7  |
| 2、 靶材业务厚积薄发，近年来增长较快            | 9  |
| 2.1 有研亿金为国内高纯金属靶材核心供应商         | 9  |
| 2.2 靶材业务空间广阔，行业龙头有望从中受益        | 11 |
| 2.2.1 半导体材料举足轻重，溅射靶材空间广阔       | 13 |
| 2.2.2 行业增长叠加技术革新，平板显示用靶材或迎利好   | 16 |
| 2.2.3 光伏行业有望保持较高增速，带动靶材需求增长    | 17 |
| 2.3 靶材业务有望取得新突破                | 19 |
| 3、 稀土业务短期反弹，长期而言亦有支撑           | 19 |
| 4、 小而美的其他新材料业务                 | 21 |
| 4.1 有研光电：国内红外锗领导者              | 21 |
| 4.2 有研国晶辉：致力于光纤及红外材料           | 22 |
| 4.2 有研医疗器械：专注医疗器械研发生产          | 22 |
| 5、 推行股权激励，助力公司发展               | 22 |
| 图表 1：公司发展历程                    | 5  |
| 图表 2：公司股权结构                    | 5  |
| 图表 3：公司主要控股子公司情况               | 6  |
| 图表 4：公司主要业务及产品                 | 6  |
| 图表 5：公司营收稳步增长                  | 7  |
| 图表 6：公司归母净利润有所改善               | 7  |
| 图表 7：公司主营业务收入                  | 8  |
| 图表 8：2018 年公司各项业务收入占比          | 8  |
| 图表 9：公司主营业务毛利                  | 8  |
| 图表 10：2018 年公司各项业务毛利占比         | 8  |
| 图表 11：2018 年公司分业务毛利率           | 8  |
| 图表 12：公司近年毛利率费用率净利率情况          | 8  |
| 图表 13：公司近年 ROE 情况              | 9  |
| 图表 14：有研亿金发展历程                 | 9  |
| 图表 15：有研亿金主要业务                 | 10 |
| 图表 16：有研亿金近年高纯/超高纯金属材料产量       | 11 |
| 图表 17：有研亿金近年高纯/超高纯金属材料销量       | 11 |
| 图表 18：溅射靶材工作原理                 | 11 |
| 图表 19：高纯溅射靶材产业链情况              | 12 |
| 图表 20：不同应用领域对溅射靶材要求不尽相同        | 12 |
| 图表 21：2016 年高纯溅射靶材市场容量（单位：亿美元） | 13 |
| 图表 22：溅射靶材用于半导体的晶圆制造及芯片封装等环节   | 13 |
| 图表 23：全球半导体市场销售规模              | 14 |
| 图表 24：国内半导体市场销售规模              | 14 |
| 图表 25：国内半导体材料市场规模              | 14 |
| 图表 26：国内半导体用溅射靶材市场规模           | 14 |
| 图表 27：部分国内 12 英寸产线             | 15 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 28: 溅射靶材主要用于平板显示行业的显示面板与触控屏面板 ..... | 16 |
| 图表 29: 国内平板显示产业规模保持较快增长 .....          | 17 |
| 图表 30: 部分国内投产及在建面板情况 .....             | 17 |
| 图表 31: 薄膜太阳能电池与晶体硅太阳能电池对比 .....        | 18 |
| 图表 32: 全球累计光伏装机容量增长较快 .....            | 18 |
| 图表 33: 国内累计光伏装机容量增长快 .....             | 18 |
| 图表 34: 全球太阳能用溅射靶材规模增长较快 .....          | 19 |
| 图表 35: 国内太阳能电池用溅射靶材市场规模增速较快 .....      | 19 |
| 图表 36: 国科稀土新基地建成产能增至 5703 吨/年 .....    | 20 |
| 图表 37: 2016-2018 年有研稀土稀土产品价格基本平稳 ..... | 20 |
| 图表 38: 股权激励公司层面解锁条件 .....              | 22 |

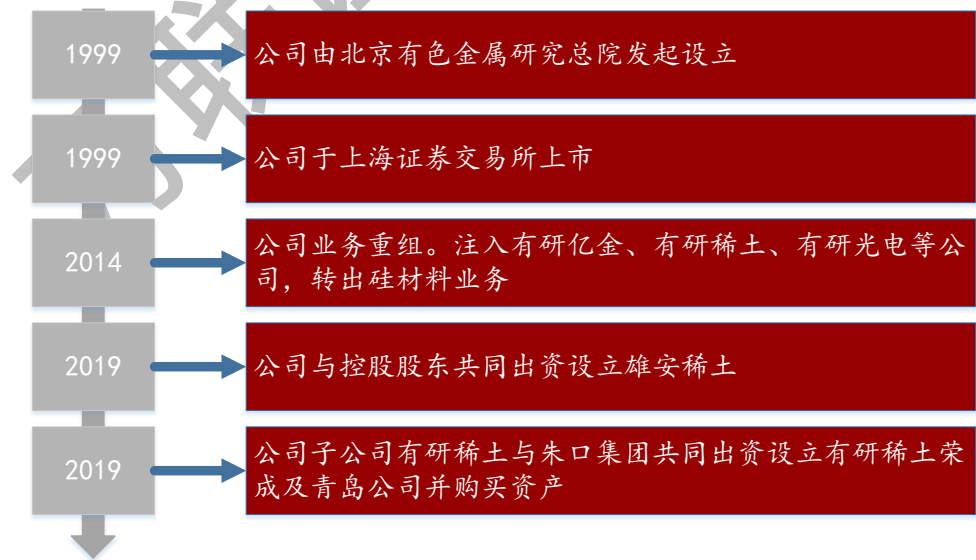
万联证券

## 1、立足新材料核心，铸就有研新材

### 1.1 背靠有研科技集团，资产注入打开新篇章

公司于1999年由北京有色金属研究总院的下属半导体材料国家工程研究中心、红外材料研究所经评估的净资产及北京金鑫半导体材料有限公司50%的权益改组设立，并于同年在上海证券交易所挂牌上市。公司成立后，主要从事半导体材料的生产及销售。2014年，公司经过重大资产购买和出售，注入有研亿金、有研稀土、有研光电等公司，转出硅材料业务，完成业务调整，公司业务趋于稳定。2019年7月，公司子公司有研稀土与控股股东共同出资设立雄安稀土。2019年12月，有研稀土与朱口集团共同出资设立有研稀土荣成公司及青岛公司，并分别收购了宏秀山和麦格耐特相关资产，进一步提升稀土行业影响力。目前，公司主要从事微电子光电子用薄膜材料、超高纯金属及稀贵金属材料、高端稀土功能材料、红外光学及光纤材料、生物医用材料等新材料的研发与制备，产品主要应用于新能源及新能源汽车、新一代信息技术、生物医药、节能环保等战略性新兴产业领域。

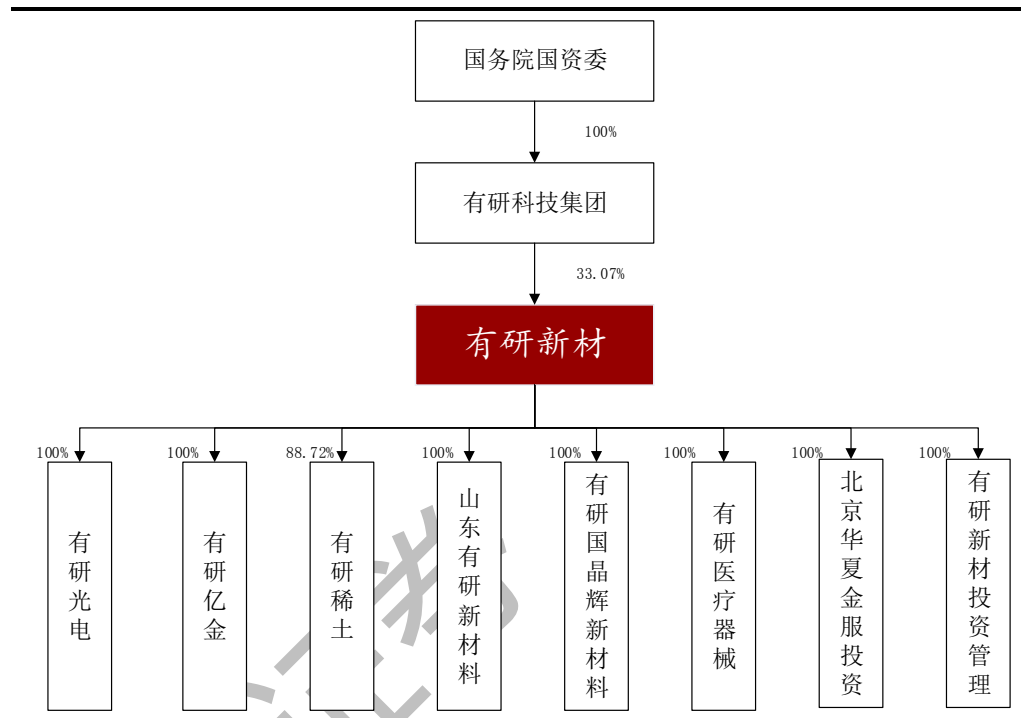
图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告、万联证券

目前，公司控股股东为有研科技集团有限公司（2018年由北京有色金属研究总院改称而来），持股比例为33.07%，实控人为国务院国资委。公司旗下主要有有研光电、有研亿金、有研稀土、山东有研新材料、有研国晶辉新材料、有研医疗器械等8家控股子公司。

图表2：公司股权结构



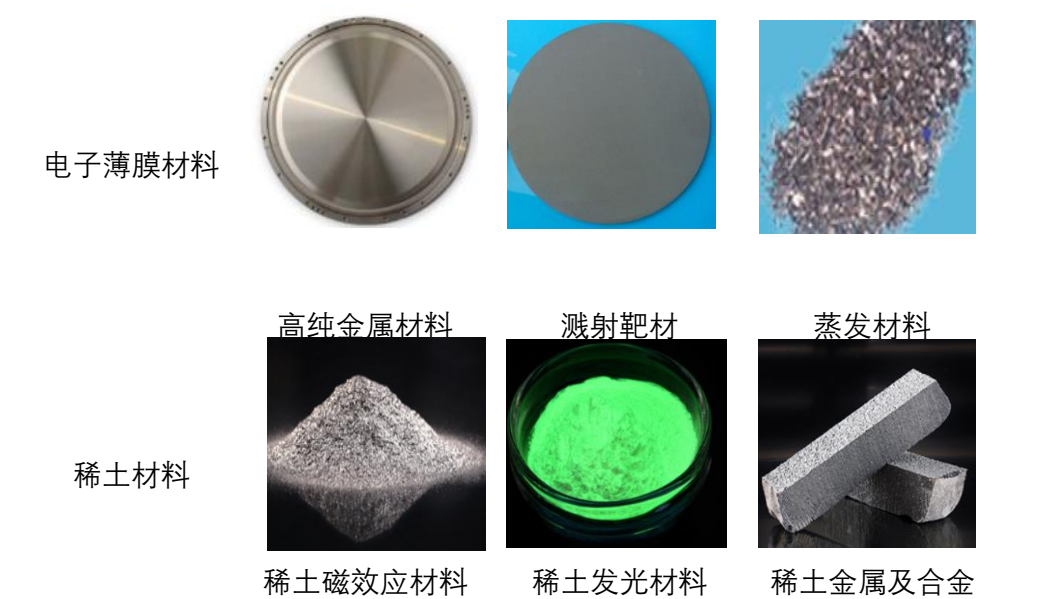
资料来源：公司公告、万联证券

图表 3：公司主要控股子公司情况

| 控股公司     | 持股比例    | 主营业务                    | 2018 净利润 (万元) |
|----------|---------|-------------------------|---------------|
| 有研亿金     | 100.00% | 薄膜材料 (包括高纯金属靶材)、贵金属功能材料 | 3931.58       |
| 有研稀土     | 88.72%  | 稀土材料                    | 2456.53       |
| 有研光电     | 100.00% | 半导体及光电子材料、功能材料          | 907.88        |
| 有研国晶辉新材料 | 100.00% | 红外光学、光纤材料和激光晶体元件        | 1162.77       |
| 有研医疗器械   | 100.00% | 生产医疗器械等                 | -326.69       |

资料来源：公司公告、万联证券

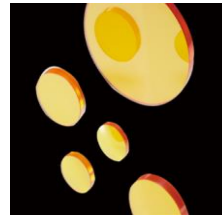
图表 4：公司主要业务及产品



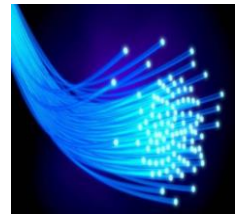
其他光电材料



光电材料



红外光学材料

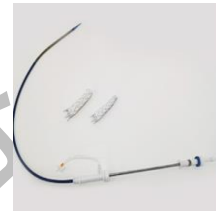


光纤材料

其他材料



贵金属及稀有金属材料



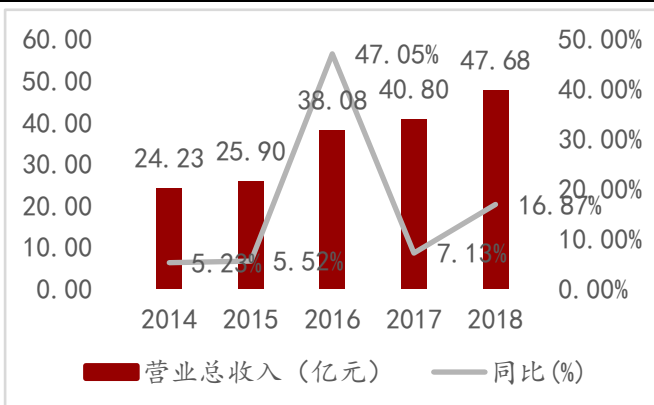
医用材料

资料来源：公司官网、万联证券

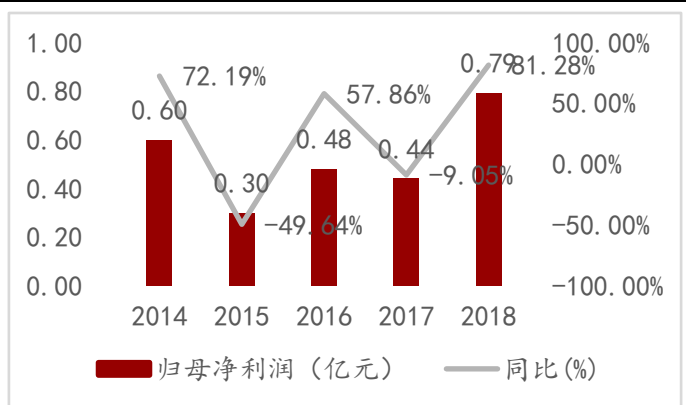
## 1.2 业绩稳定增长，盈利能力有所回升

资产重组后，公司营收保持增长，盈利能力有所改善。公司业务重组前，主要从事半导体材料的生产和销售业务，由于所处行业波动性较大，2012年和2013年分别实现营收4.09亿元和4.91亿元，分别实现净利润-1.24亿元和0.02亿元。2014年公司重组，通过注入新业务及转出硅材料业务实现业务转型。自此以后，公司业务趋于稳定，营收保持较快增长，盈利能力也有所改善。2014年至2018年间，公司营收逐年增长，由24.23亿元增至47.68亿元。2018年，公司归母净利润同比增长81.28%，达到0.79亿元。

图表5：公司营收稳步增长



图表6：公司归母净利润有所改善



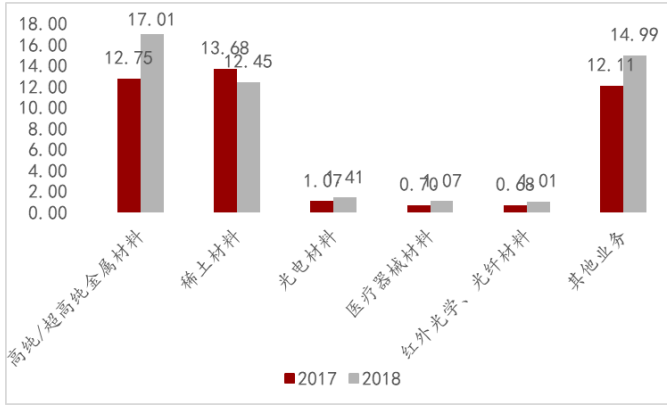
资料来源：公司公告、万联证券

资料来源：公司公告、万联证券

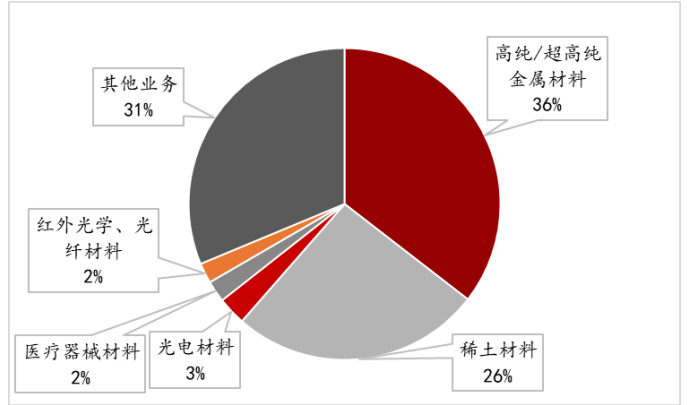
公司主要业务为高纯/超高金属材料 and 稀土材料，2018年分别实现营收17.01亿元和

12.45亿元，分别实现毛利1.31亿元和0.88亿元，占总毛利的36%和26%。光电材料业务、红外光学及光纤材料业务、医疗器械材料业务规模占比较小，但增长较快。其他业务主要包括贵金属功能材料及贵金属贸易等，营收规模较大，但毛利贡献有限。

图表7：公司主营业务收入



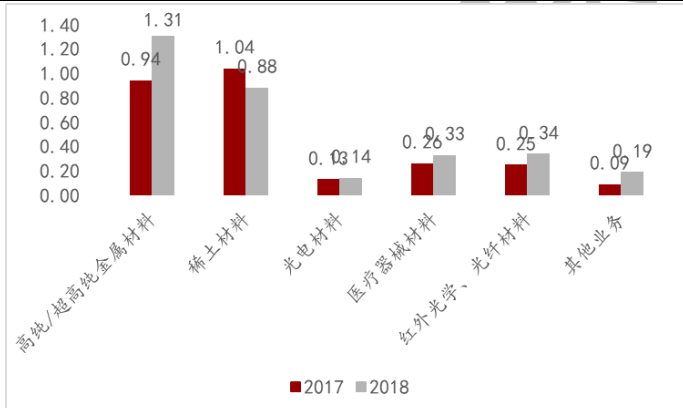
图表8：2018年公司各项业务收入占比



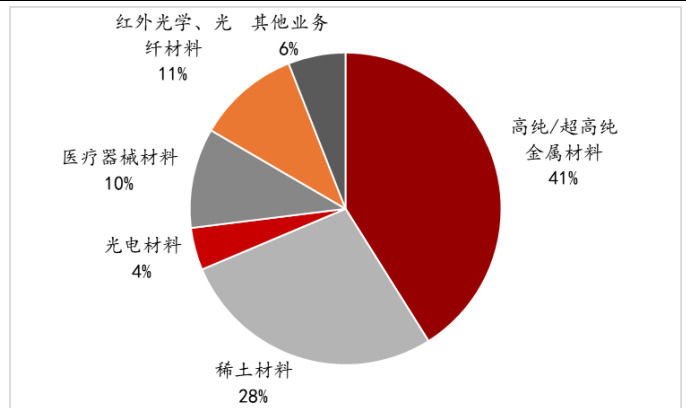
资料来源：公司公告、万联证券

资料来源：公司公告、万联证券

图表9：公司主营业务毛利



图表10：2018年公司各项业务毛利占比



资料来源：公司公告、万联证券

资料来源：公司公告、万联证券

公司各新材料业务利润率较高，其他业务盈利能力不足。2018年，公司主营高纯/超高纯金属材料毛利率分别达到7.70%和7.09%，光电材料毛利率为9.72%，医疗器械材料、红外光学及光纤材料毛利率更是达到31.29%和33.59%，盈利能力较强。而营收占比较大的其他业务毛利率只有1.25%，拖累了整体毛利率。

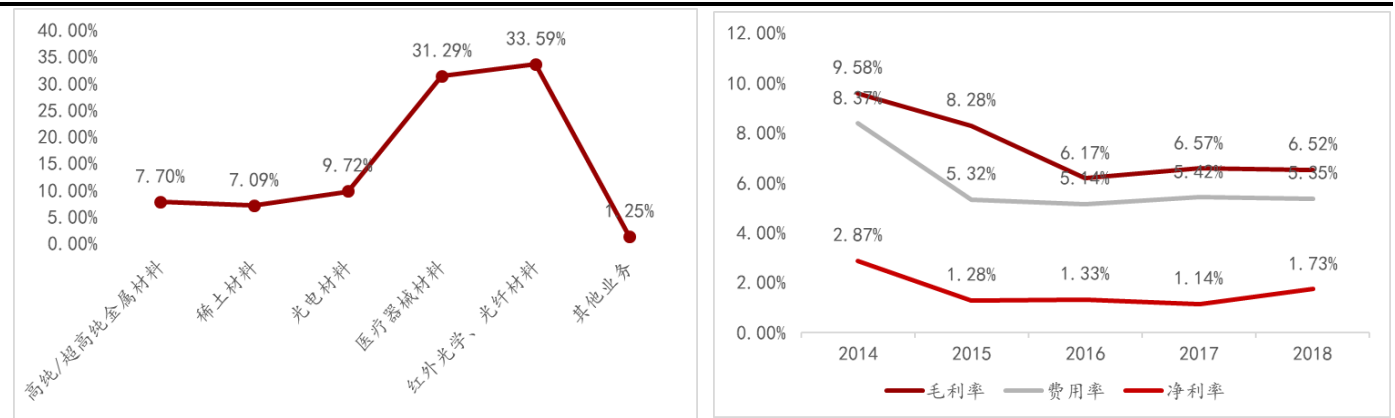
近三年来公司费用率较为平稳，净利率及ROE有所回升。公司费用率保持在5.40%上下，净利率由2017年的1.14%回升到2018年的1.73%，ROE由2017年的1.54%回升到2018年的2.72%。

未来，公司致力于成为国内乃至全球领先的新材料领导者，将在利润率较高的新材料领域逐步加力，公司ROE水平有望进一步提升。

图表11：2018年公司分业务毛利率

图表12：公司近年毛利率费用率净利率情况

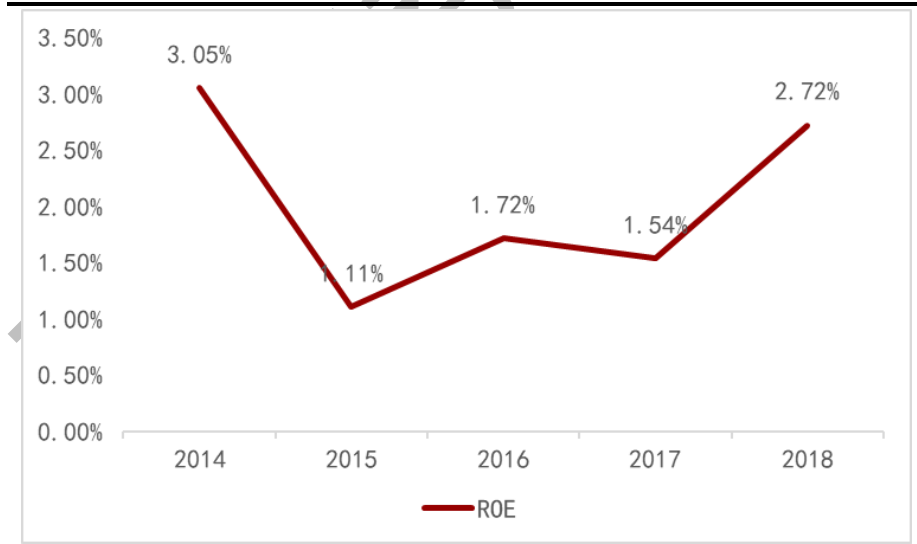




资料来源：公司公告、万联证券

资料来源：公司公告、万联证券

图表13：公司近年ROE情况



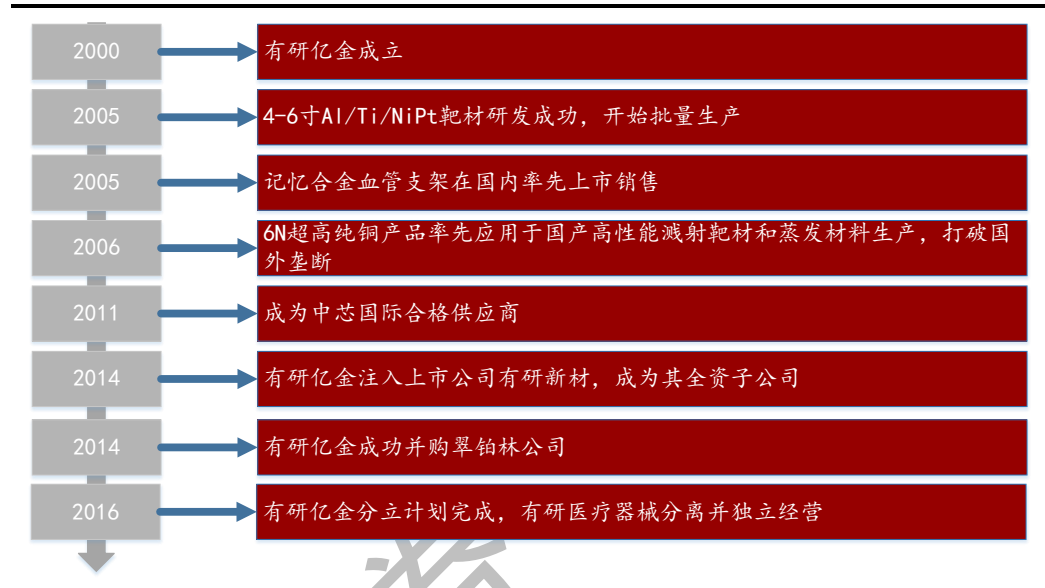
资料来源：公司公告、万联证券

## 2、靶材业务厚积薄发，近年来增长较快

### 2.1有研亿金为国内高纯金融靶材核心供应商

有研亿金为公司全资控股子公司，成立于2000年，于2014年注入上市公司。2014年，有研亿金成功并购关联公司持有的公司翠铂林。2016年，分离医疗器械业务，成立有研医疗器械（北京）公司。目前，有研亿金主要从事研发、生产、销售微电子光电子用薄膜新材料、贵金属材料及制品，并开展稀有及贵金属材料信息咨询、技术服务和套期保值等业务。

图表14：有研亿金发展历程



资料来源：公司公告、万联证券

图表 15：有研亿金主要业务

| 产品种类       | 主要产品                        | 产品介绍  | 行业地位  |
|------------|-----------------------------|---|---|
| 溅射靶材及蒸发材料  | 芯片制造用靶材、先进封装用靶材、阳极产品、蒸发材料   | 产品涵盖高纯铜、钛、钴、铝、镍、金、银、铂、钨及其合金等电子信息行业用的全系列高纯金属材料、溅射靶材和蒸发膜材 | 国内 4-8 寸芯片制造用靶材市场占有率第一，12 寸铜靶成为国内主流客户第一供应商        |
| 高纯金属材料     | 6N 高纯铜、5N 高纯钴、5N 高纯金        | 产品率先应用到国产高性能溅射靶材和蒸发材料的生产，化学纯度高                          | 我国屈指可数实现 6N 超高纯铜原料工业化批量稳定生产的企业，打破国外对电子信息用超高纯原材料垄断 |
| 贵金属及稀有金属制品 | 金、银、铂、钯等金属、合金制品，记忆合金、钛合金等制品 | 可广泛用于电子、化工等领域   | 与国际国内知名企业建立了长期稳定的合作关系，钴钨产品等在国内处于领先地位              |

资料来源：公司官网、万联证券

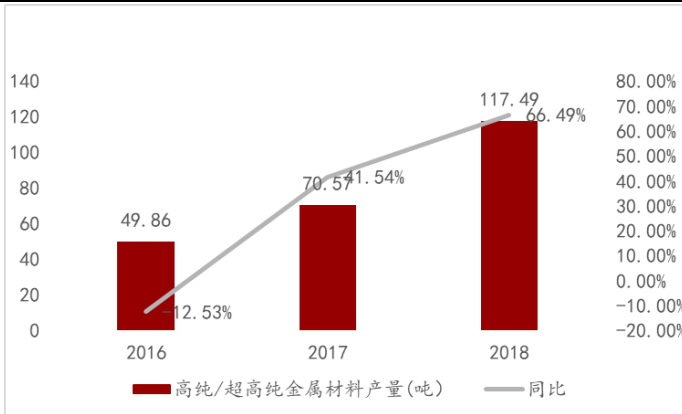
**溅射靶材及蒸发材料、高纯金属材料是有研亿金核心业务，也是其主要的利润来源。**有研亿金为上市公司有研新材该部分业务的承担主体，贡献毛利占上市公司的40%以上。有研亿金是国内规模宏大、门类齐全、技术能力一流的高纯金属溅射靶材制造企业，也是国内屈指可数具备从超高纯原材料到溅射靶材、蒸发膜材垂直一体化研发和生产的产业化平台。产品涵盖电子信息行业用的全系列高纯金属材料、溅射靶材和蒸发膜材。公司产品广泛应用于电子、信息、化工等领域。

**有研亿金高纯金属制造产品国内领先，部分产品打破国外垄断。**有研亿金高纯金属制造产品主要包括6N超高纯电解铜、5N高纯电解钴、5N高纯金等产品，在研的高纯金属包括5N高纯钛、6N高纯银、5N高纯铂、5N高纯钨等。其中，超高纯铜产品纯度稳定达到6N，最高纯度为7N，产能达到年产100吨以上，成为我国屈指可数实现6N超高纯铜原料工业化批量稳定生产的企业，产品率先应用于国产高性能溅射靶材和蒸发材料的生产，打破了国外对电子信息用超高纯原材料的垄断。5N高纯钴在分析至少40个杂质元素的基础上，化学纯度可稳定达到99.999%以上；目前本公司已建成年产5吨的高纯钴生产线，打破了国外对电子信息用高纯钴原材料的垄断。5N高纯金依据推荐性国

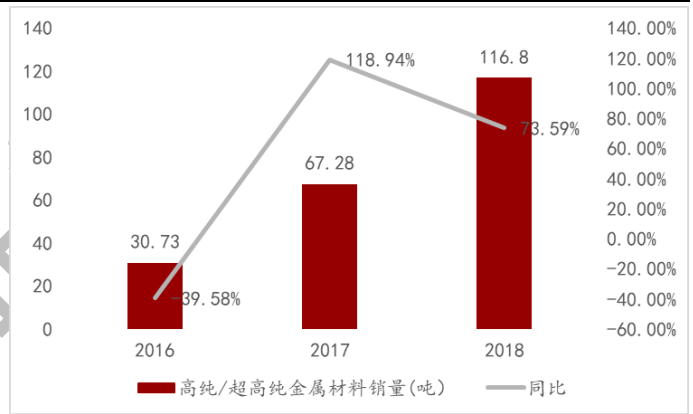
家标准GB/T25933-2010的相关要求对Ag、Cu、Fe、Pb、Bi等21个杂质元素进行检测，产品纯度可稳定达到99.999%以上，广泛应用于溅射靶材、蒸发材料的制备。

近年来，有研亿金高纯/超高纯金属材料产销量增长较快，业绩因此明显提升。近三年来，有研亿金高纯/超高纯金属材料产量由2016年的49.86吨提升至2018年的117.49吨，销量也由2016年的30.73吨提升至2018年的116.8吨，产销量保持高速增长。该业务毛利也由2016年的0.96亿元提升至2018年度1.31亿元。未来市场需求的增加有望进一步带来公司该部分业务业绩的增长。

图表16：有研亿金近年高纯/超高纯金属材料产量



图表17：有研亿金近年高纯/超高纯金属材料销量



资料来源：公司年报、万联证券

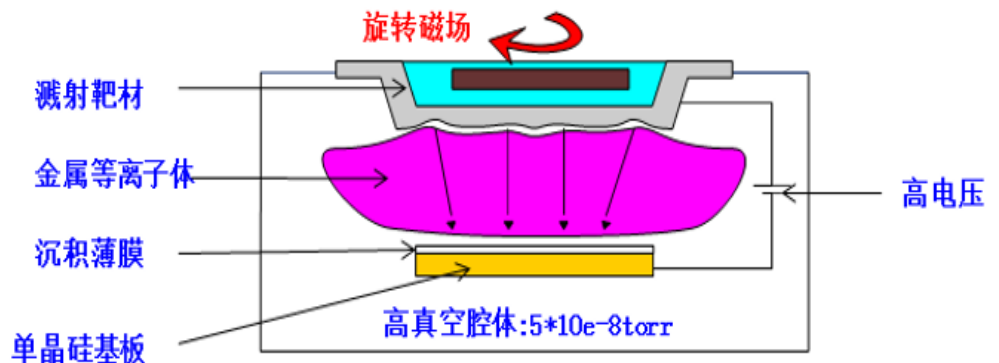
资料来源：公司年报、万联证券

## 2.2 靶材业务空间广阔，行业龙头有望从中受益

物理气相沉积 (PVD) 技术，是制备电子薄膜材料的主要技术之一，常见的PVD技术包括溅射、蒸发等。在集成电路制造等行业，由于对性能要求更高，溅射技术渐成主流制膜技术。

溅射工艺利用离子源产生的离子，在真空中经过加速聚集，而形成高速度能的离子束流，轰击固体表面，离子和固体表面原子发生动能交换，使固体表面的原子离开固体并沉积在基底表面，从而形成电子薄膜。被轰击的固体是用溅射法沉积薄膜的原材料，称为溅射靶材。

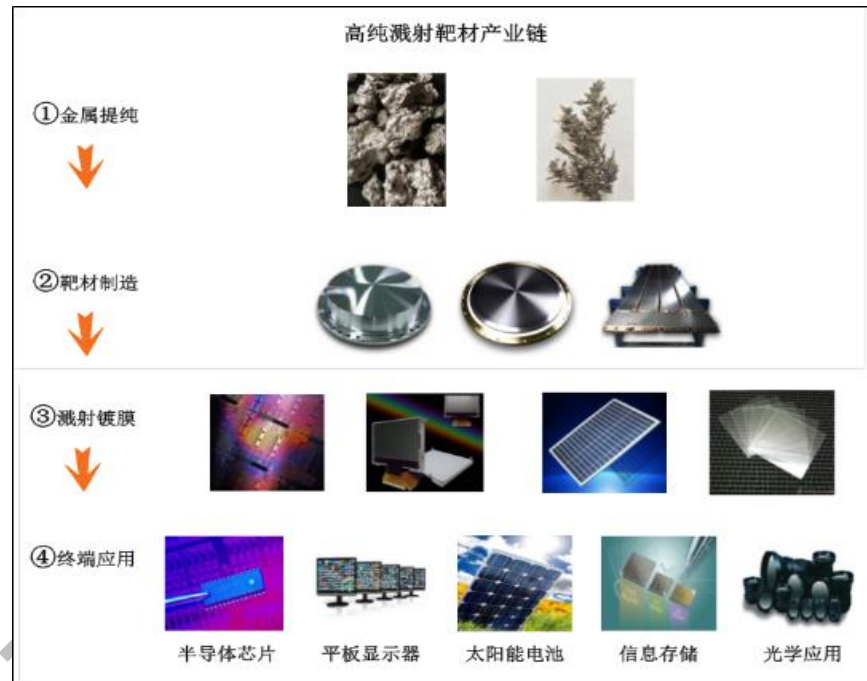
图表18：溅射靶材工作原理



资料来源：江丰电子招股说明书、万联证券

溅射靶材产业链主要包括金属提纯、靶材制造、溅射镀膜和终端应用等环节，其中，靶材制造和溅射镀膜环节是整个溅射靶材产业链中的关键环节。

图表19：高纯溅射靶材产业链情况



资料来源：江丰电子招股说明书、万联证券

溅射靶材生产工艺较为复杂，高纯度乃至超高纯度的金属材料是生产高纯溅射靶材的基础。以半导体芯片用溅射靶材为例，若溅射靶材杂质含量过高，则形成的薄膜无法达到使用所要求的电性能，并且在溅射过程中易在晶圆上形成微粒，导致电路短路或损坏，严重影响薄膜的性能。通常情况下，高纯金属提纯分为化学提纯和物理提纯，为了获得更高纯度的金属材料，最大限度地去除杂质，需要将化学提纯和物理提纯结合使用。在将金属提纯到相当高的纯度后，往往还需配比其他金属元素才能投入使用，在这个过程中，需要经过熔炼、合金化和铸造等步骤：通过精炼高纯金属，去除氧气、氮气等多余气体；再加入少量合金元素，使其与高纯金属充分结合并均匀分布；最后将其铸造成没有缺陷的靶材，满足生产加工过程中对金属成份、尺寸大小的要求。

溅射靶材应用领域较为广泛，其对金属材料的选择和性能要求也因应用领域的不同而存在一定的差异。

图表 20：不同应用领域对溅射靶材要求不尽相同

| 应用领域  | 金属材料                 | 主要用途         | 性能要求                     |
|-------|----------------------|--------------|--------------------------|
| 半导体芯片 | 超高纯度铝、钛、铜、钽等         | 制备集成电路的关键原材料 | 技术要求最高、超高纯度金属、高精度尺寸、高集成度 |
| 平面显示器 | 高纯度铝、铜、钼等，掺锡氧化铟（ITO） | 高清晰电视、笔记本电脑等 | 技术要求高、高纯度材料、材料面积大、均匀性程度高 |
| 太阳能电池 | 高纯度铝、铜、钼、铬等，         | 薄膜太阳能电池      | 技术要求高、应用范围大              |

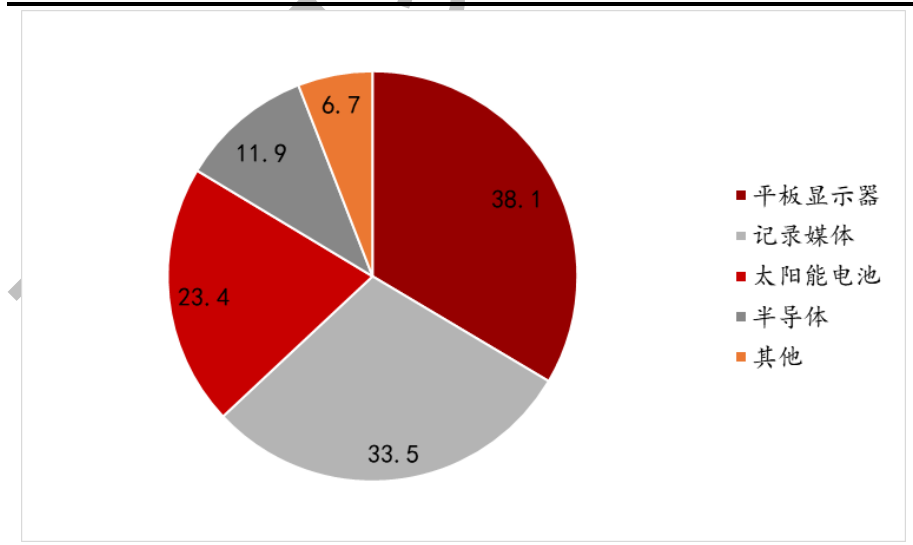
ITO

|      |            |            |                        |
|------|------------|------------|------------------------|
| 信息存储 | 铬基、钴基合金等   | 光驱、光盘等     | 高储存密度、高传输速度            |
| 工具改性 | 纯金属铬、铬铝合金等 | 工具、模具等表面强化 | 性能要求较高、使用寿命延长          |
| 电子器件 | 镍铬合金、铬硅合金等 | 薄膜电阻、薄膜电容  | 要求电子器件尺寸小、稳定性好、电阻温度系数小 |
| 其他领域 | 纯金属铬、钛、镍等  | 装饰镀膜、玻璃镀膜等 | 技术要求一般，主要用于装饰、节能等      |

资料来源：迟伟光等《溅射靶材的应用及发展前景》、万联证券

2016年，全球高纯溅射靶材市场规模达到113.6亿美元，未来增长可期。20世纪90年代以来，随着消费电子等终端应用市场的飞速发展，高纯溅射靶材的市场规模日益扩大，呈现高速增长的势头。据统计，2015年全球高纯溅射靶材市场的年销售额约94.8亿美元，2016年约为113.6亿美元，主要集中在平板显示器、记录媒体、太阳能电池、半导体等领域。预计未来几年，随着半导体产能的扩张、显示面板技术的革新以及光伏行业的发展，全球高纯溅射靶材市场仍将保持较快增长。

图表21：2016年高纯溅射靶材市场容量（单位：亿美元）

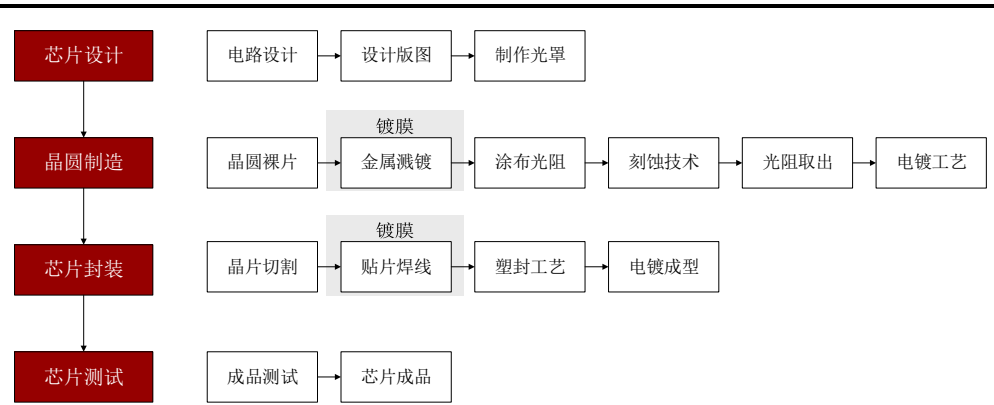


资料来源：中国电子行业协会、万联证券

2.2.1 半导体材料举足轻重，溅射靶材空间广阔

溅射靶材是制备半导体的核心材料之一。半导体制备过程中，在晶圆制造及芯片封装两大环节均需用到溅射靶材。在晶圆制造环节，溅射靶材主要用于制作晶圆导电层、阻挡层以及金属栅极，通常要求靶材纯度在5N（99.999%）以上，主要使用铜靶、铝靶、钛靶、钽靶等；在芯片封装环节，溅射靶材主要用于贴片焊线的镀膜，多使用铜靶、铝靶、钛靶等靶材。

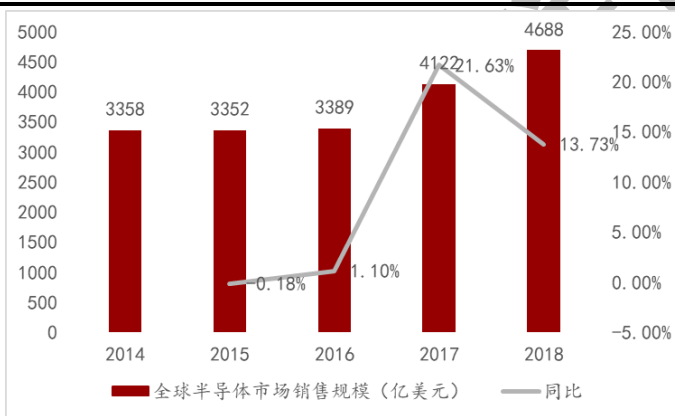
图表22：溅射靶材用于半导体的晶圆制造及芯片封装等环节



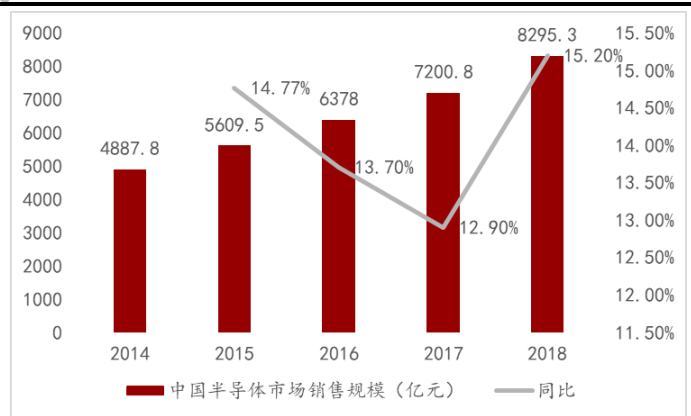
资料来源：万联证券

全球半导体行业近年保持较快增长，我国增速更快。2014年-2018年，全球半导体市场销售规模从3358亿美元增长至4688亿美元，年均复合增长率为8.7%；同期，国内半导体市场销售规模从4887.8亿元增长至8295.3亿元，年均复合增长率达到14.1%。

图表23：全球半导体市场销售规模



图表24：国内半导体市场销售规模



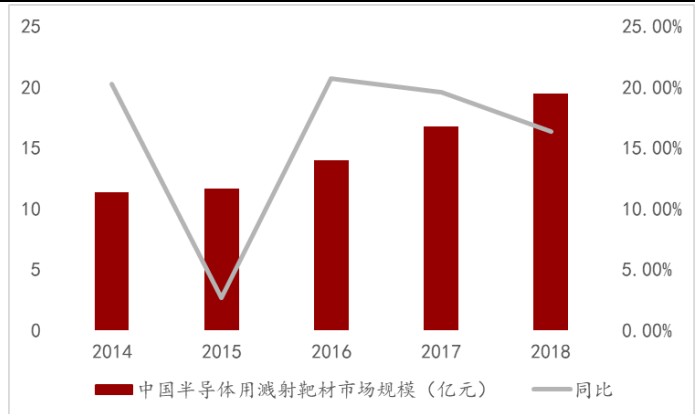
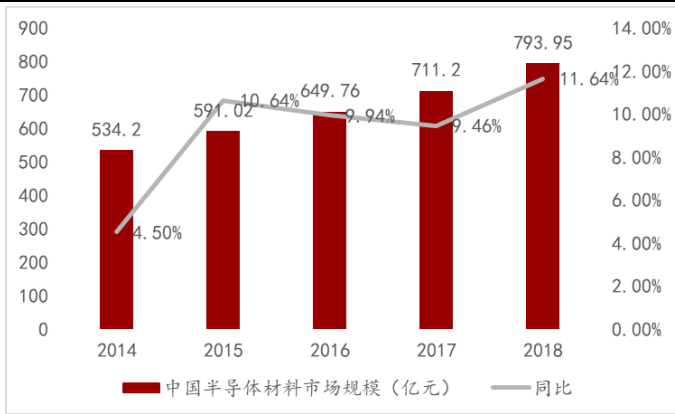
资料来源：WSTS、万联证券

资料来源：中商产业研究院、万联证券

溅射靶材作为半导体重要的制作材料，直接受益于半导体行业的增长。半导体材料市场规模随半导体行业的增长而扩大，2014年-2018年，国内半导体材料市场规模由534.2亿元增长至793.95亿元，而靶材成本在半导体材料中占比相对比较固定，在2%-3%之间，2014年-2018年，国内半导体用溅射靶材市场规模由11.3亿元增长至19.48亿元。

图表25：国内半导体材料市场规模

图表26：国内半导体用溅射靶材市场规模



资料来源: SEMI、万联证券

资料来源: 中国电子材料行业协会、万联证券

全球晶圆制造产能加速向中国转移, 国内半导体材料需求有望释放。据SEMI预测, 到2020年, 全球将新建62座晶圆厂, 其中26座将落户中国, 占比42%。新增产线半导体原材料通常采用“就近”原则, 有望加速国内靶材厂商成长。此外, 据中国电子行业协会预测数据, 随着12英寸晶圆厂普及, 预计国内靶材市场规模增速将超过15%。

图表 27: 部分国内 12 英寸产线

| 产线          | 产能 (片/月)  | 状态 | 投资金额 (亿元) |
|-------------|-----------|----|-----------|
| 上海华力二期      | 4 万       | 投产 | 387       |
| 长江存储科技      | 30 万      | 投产 | 1600      |
| 睿力集成电路      | 2 万       | 投产 | 534       |
| 台积电 (南京)    | 1 万       | 投产 | 203       |
| 英特尔半导体 (大连) | 10 万      | 投产 | 373       |
| 合肥晶合        | 1-2.5 万   | 扩产 | 128       |
| 联芯 (厦门)     | 1.7-2.5 万 | 扩产 | 43        |
| 三星 (中国)     | 12-20 万   | 扩建 | 474       |
| SK 海力士 (中国) | 至 20 万    | 扩建 | 583       |
| 武汉新芯        | 1.2-2 万   | 扩建 | 121       |
| 中芯南方        | 3.5 万     | 在建 | 694       |
| 华虹半导体 (无锡)  | 4 万       | 在建 | 678       |
| 南京紫光        | 30 万      | 在建 | 2032      |
| 成都紫光        | 30 万      | 在建 | 1626      |
| 福建晋华        | 24 万      | 在建 | 381       |
| 厦门士兰集科      | 8 万       | 在建 | 1152      |
| 重庆万国        | 7 万       | 在建 | 68        |
| 广州粤芯半导体一二期  | 4 万       | 在建 | 135       |
| 格芯 (成都)     | 6.5 万     | 在建 | 678       |
| 德准半导体       | 24 万      | 在建 | 500       |
| 江苏时代        | 10 万      | 在建 | 130       |
| 武汉弘芯        | 9 万       | 在建 | 1280      |
| 上海积塔        | 5 万       | 在建 | 359       |
| 矽力杰青岛项目     | 4 万       | 规划 | 180       |

资料来源: 万联证券

大基金二期投资有望加大设备与原材料比例，靶材等核心材料有望从中受益。2014年，大基金一期成立。2015年，中国发布《中国制造2025》，将集成电路列为新一代信息技术产业的首位，明确到2020年集成电路自给率达到40%，2025年达到50%。大基金承载了国家意志，一期出资约1387亿元进行投资，从投资领域来看，制造、IC设计、封测、装备材料，占比分别约为67%、17%、10%、6%。大基金二期已于19年底成立，投资金额有望达到2000亿元以上。从目前形势来看，可能会加大在设备和原材料等上游产业链的投资力度，打破其长期被国外垄断的格局，推进国产化，靶材的核心原材料厂商如有研新材等有望直接从中受益。

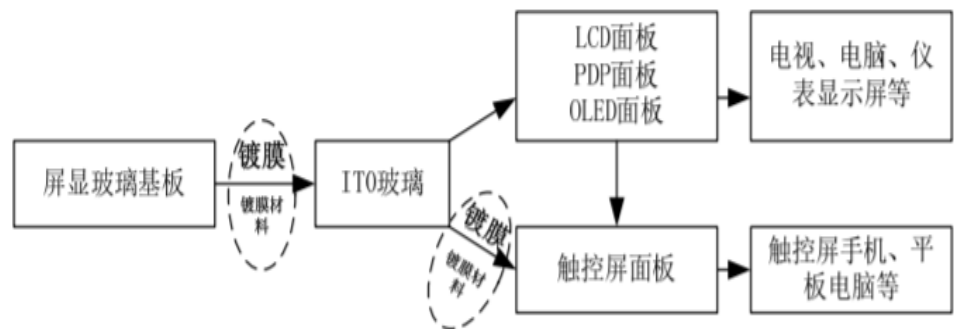
进口靶材免税期结束，打开国产靶材替代空间。2015年11月，财政部等五部委发布通知，规定进口靶材的免税期到2018年年底结束，这意味着自2019年起，日本、美国进口的靶材需要缴纳关税。从目前实施来看，带背板的溅射靶材组件进口普通税率为17%，而国内靶材生产企业的出口退税为13%，这也为国内靶材企业增强国内乃至国际市场的竞争力提供了良好际遇。

### 2.2.2 行业增长叠加技术革新，平板显示用靶材或迎利好

平板显示器主要包括液晶显示器（LCD）、等离子显示器（PDP）、有机发光二极管显示器（OLED）等，以及在LCD基础上发展起来的触控（TP）显示产品。主要下游包括电视、智能手机、笔记本电脑、台式电脑、平板电脑等。

平板显示行业主要在显示面板和触控屏面板两个产品生产环节使用 PVD 镀膜材料。其中，平板显示面板的生产工艺中，玻璃基板要经过多次溅射镀膜形成ITO玻璃，然后再经过镀膜，加工组装用于生产LCD面板、PDP面板及OLED面板等。触控屏的生产，则还需将ITO玻璃进行加工处理、经过镀膜形成电极，再与防护屏等部件组装加工而成。此外，为了实现平板显示产品的抗反射、消影等功能，还可以在镀膜环节中增加相应膜层的镀膜。平板显示器的很多性能如分辨率、透光率等都与溅射薄膜的性能密切相关。

图表28：溅射靶材主要用于平板显示行业的显示面板与触控屏面板

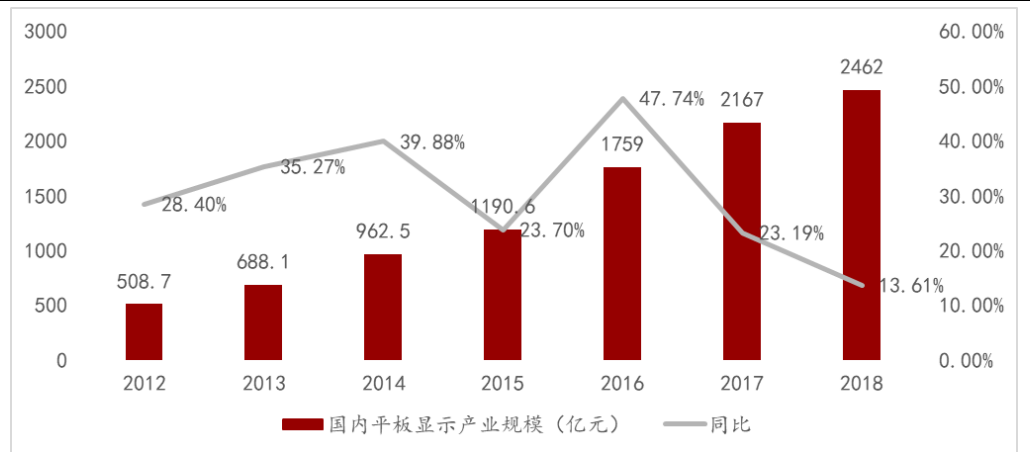


资料来源：阿石创招股说明书、万联证券

国内平板显示产业近年来保持较快增长。2012年-2018年间，我国平板显示产业规模由508.7亿元增长至2462亿元，年均复合增长率达到30%，目前LCD屏幕供应量已居全球第一。



图表29：国内平板显示产业规模保持较快增长



资料来源：江丰电子招股说明书、SEMI、万联证券

目前，国内平板显示龙头厂商仍在积极扩产，中国产能将进一步提升。包括京东方、华星光电、惠科等国内平板显示龙头企业的部分产能陆续投入释放，中国面板产能有望达到全球50%以上，仍将持续带动靶材需求的提升。

图表 30：部分国内投产及在建面板情况

| 厂商   | 名称                          | 产能 (片/月) | 量产时间    | 投资金额(亿元) |
|------|-----------------------------|----------|---------|----------|
| 京东方  | 第 10.5 代 TFT-LCD 生产线        | 12 万     | 2018    | 400      |
|      | 第 6 代 AMOLED 生产线            | 4.8 万    | 2019    | 465      |
| 华星光电 | 10.5 代 TFT-LCD 液晶面板生产线      | 12 万     | 2020.03 | 460      |
|      | 第 11 代 TFT-LCD 及 AMOLED 生产线 | 14 万     | 2019.03 | 465      |
| 和辉光电 | 第 6 代 LTPS-AMOLED 生产线       | 4.5 万    | 2020    | 350      |
| 国显光电 | 第 6 代 LTPS-AMOLED 生产线       | 6 万      | 2019    | 272.8    |
| 中电熊猫 | 第 6 代 AMOLED 生产线            | 3 万      | 2018    | 300      |
|      | 第 8.6 代 TFT-LCD 线           | 12 万     | 2018.02 | 280      |
| 鸿海   | 第 8.7 代 TFT-LCD 线           | 12 万     | 2018.07 | 280      |
|      | 第 10.5 代 TFT-LCD 液晶面板生产线    | 9 万      | 2019    | 610      |
| LGD  | 第 6 代 LTPS 生产线              |          | 2018    | 280      |
|      | 第 8.5 代 OLED 生产线            | 12 万     | 2019.06 | 450      |

资料来源：ofweek、万联证券

**OLED渗透率有望取得突破，驱动面板更新带动靶材需求释放。**目前，平板显示技术仍以LCD为主流，根据CINNO数据，2018年，显示面板出货面积达到2.15亿平方米，其中LCD出货面积占总面积的97%，OLED仍占比较低。但与LCD相比，OLED屏在智能手机等中小尺寸屏幕上具有明显的优势。此前，三星、LG等龙头厂商已开始逐步退出LCD产能，向OLED等方向逐步发力。2018年，OLED手机销量3.70亿部，渗透率达到26.3%。随着OLED产能增长、良率回升带动的成本降低，未来OLED手机成为主流将是大概率事件。预计2020年OLED手机销量将超过6亿部，至2024年OLED手机渗透率有望达到70%。行业的增长叠加技术的更新，有望带动靶材需求的进一步释放。

### 2.2.3 光伏行业有望保持较高增速，带动靶材需求增长

溅射靶材主要用于薄膜太阳能电池中。太阳能电池主要包括晶体硅太阳能电池和薄膜太阳能电池，其中，晶体硅太阳能电池按照生产工艺不同可分为硅片涂覆型太阳能电池以及PVD工艺高转化率硅片太阳能电池，硅片涂覆型太阳能电池的生产不使用溅射靶材，晶体硅太阳能电池转化效率较高、性能稳定，且各个产业环节比较成熟，在太阳能电站等主流领域已经得到了广泛的应用，占据了太阳能电池市场的主导地位；与晶体硅太阳能电池相比，薄膜太阳能电池大大减少了材料用量，从而大幅降低了制造成本和产品价格，同时，薄膜太阳能电池还具有制造温度低、应用范围大等特点，从市场前景来看，薄膜太阳能电池在光伏建筑一体化、大规模低成本发电站建设等方面比传统的晶体硅太阳能电池具有更加广阔的市场空间，从而带动靶材需求增长。

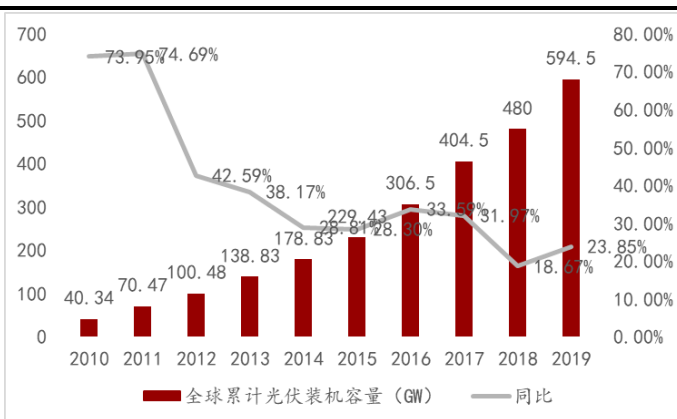
图表 31：薄膜太阳能电池与晶体硅太阳能电池对比

| 种类  | 优点                      | 缺点          | 地位        |
|-----|-------------------------|-------------|-----------|
| 晶体硅 | 转化效率高、性能稳定、产业环节成熟、设备投入小 | 材料用量多、制造成本高 | 主导地位，应用广泛 |
| 薄膜  | 材料用量少、成本低、制造温度低、应用范围大   | 设备投入很大、稳定性差 | 占比小，有发展潜力 |

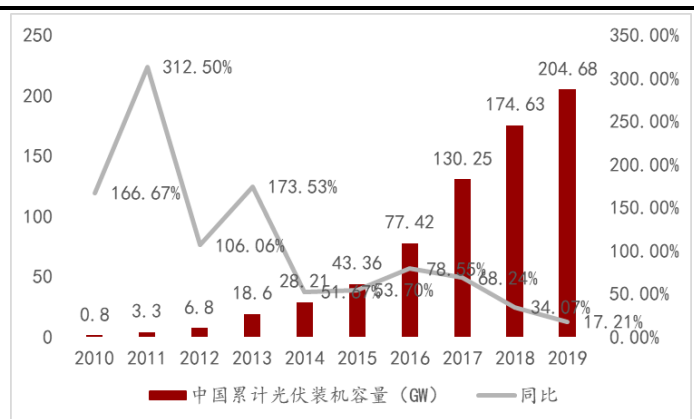
资料来源：万联证券

光伏行业可能维持比较高速增长。2010年-2019年，全球累计光伏装机容量由40.34GW猛增到594.5GW；同期，中国累计光伏装机容量由0.8GW增至204.68GW。虽然增速有所下降，但2019年仍分别保持23.8%和17.2%的增速。近期来看，受国家政策影响，我国装机需求可能得到比较集中的释放。长期来看，在海外各国以及我国对光伏项目的鼓励支持下，随着转换效率的提升、光伏度电成本的下降，平价项目可能会持续增长，光伏行业有望保持比较高速增长。

图表 32：全球累计光伏装机容量增长较快



图表 33：国内累计光伏装机容量增长快



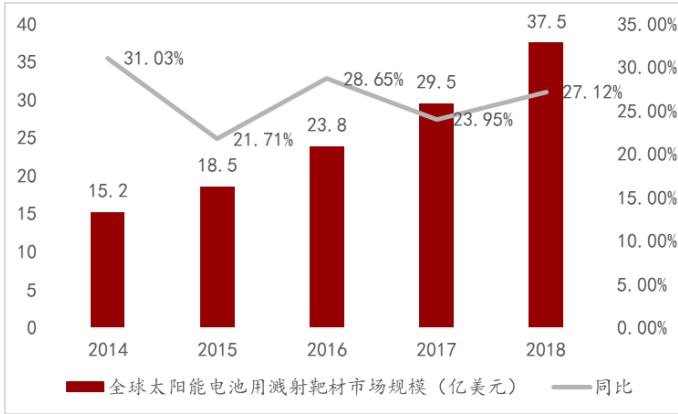
资料来源：江丰电子招股说明书、IHS、万联证券

资料来源：前瞻产业研究院、万联证券

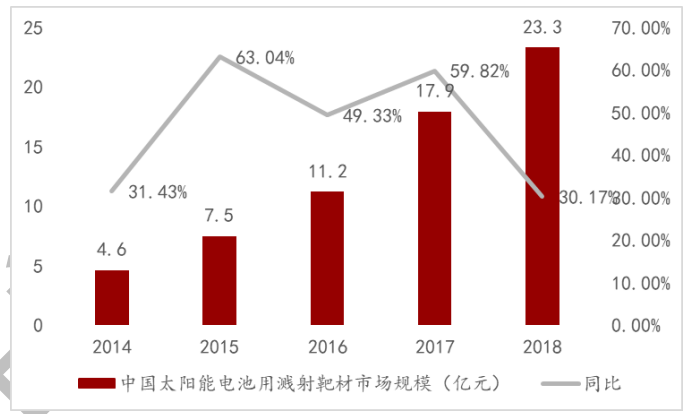
相较晶体硅电池，未来薄膜太阳能电池可能增长更快。2015年，我国薄膜太阳能电池产量增速达到50%。目前，太阳能电池中晶体硅电池比例达到90%左右，薄膜电池占比较小，主要受制于转化效率及设备昂贵等问题。但薄膜电池转化效率已在逐步提高，逐渐接近晶体硅电池，随着薄膜电池产线投产规模化效应显现，未来综合成本有望进一步降低，薄膜电池产量未来增速可能会高于晶体硅电池。

太阳能电池用溅射靶材行业规模有望保持高速增长。2014年-2018年，全球太阳能用溅射靶材市场规模由15.2亿美元增长至37.5亿美元，每年增速都维持在20%以上；同期，我国太阳能电池用溅射靶材市场规模从4.6亿元增至23.3亿元，每年增速维持在30%以上。未来伴随光伏行业的增长以及薄膜电池产量的提升，太阳能用溅射靶材也有望保持较高速度的增长。

图表34：全球太阳能电池用溅射靶材市场规模增长较快



图表35：国内太阳能电池用溅射靶材市场规模增速较快



资料来源：中国电子材料行业协会、万联证券

资料来源：前瞻产业研究院、万联证券

### 2.3 靶材业务有望取得新突破

需求放量可能带来行业龙头高速增长。未来，半导体领域、平面显示领域、薄膜太阳能电池领域可能带来靶材需求的放量，考虑到高端靶材认证周期较长，从技术评审、产品报价、样品检测、小批量试用到批量生产通常需要至少需要2-3年时间，伴随需求的改善，作为龙头企业的有研新材业绩增速可能要高于行业增速。

国家项目力助靶材龙头。“十一五”、“十二五”期间，有研新材承担了国家02专项、国家重点合作项目、国家高技术产业化项目以及国家科技支撑项目、863项目等36项国家重点研发计划项目，涉及半导体靶材、平面显示用靶材等领域。2017年有研亿金、有研稀土牵头或参与“十三五”国家重点研发计划专项课题立项11项，顺利通过项目答辩。

靶材业务实现垂直一体化，业务不断取得拓展。有研亿金是国内第一家从高纯金属生产到靶材研发生产的一体化企业，其业务也在不断扩展。2018年，其超高纯金属靶材等公司重点产品的销量大幅增加，12寸铜靶成为国内主流客户的第一供应商；30余款8-12寸靶材新产品完成送样，已有多款靶材产品顺利通过考核认证，目前已成为台积电、格罗方德、英特尔、中芯国际、长江存储等在内的众多国际一流集成电路企业的稳定供应商。重点产品Co靶材，目前形成批量供货客户14家，正在验证5家，准备验证2家。公司靶材扩建项目已经完成并投入使用，此外，公司于2019年投资3.83亿元建设超高纯稀有金属及化合物、稀土功能材料、高端晶体材料及器件三大领域等7条生产线，总产能约1100吨，预计2022年达产（其中510吨/年高纯电子材料生产线预计2025达产），未来产销量有望得到进一步提升。

### 3、稀土业务短期反弹，长期而言亦有支撑

有研稀土为有研新材控股88.72%的子公司，主要从事稀土相关业务。有研稀土主要从事稀土资源开发利用、稀土材料及应用的研究、开发与生产，拥有从稀土矿山到稀土功能材料的完整产业链，主要产品包括稀土化合物、稀土金属、稀土合金、稀土磁性材料和高端稀土光功能材料、稀土催化材料、稀土陶瓷材料、高纯稀土靶材及镀膜材料等。有研稀土旗下子公司包括国科稀土、乐山有研、廊坊关西等，其中乐山有研为有研稀土全资子公司，廊坊关西由有研稀土控股76%。

有研稀土产能超过10000吨/年。2015年，国科稀土新基地建设完成后，产能由原来的3370吨/年增至5700吨/年。此外，乐山有研拥有产能约3000吨/年，廊坊关西拥有产能约1500吨/年。

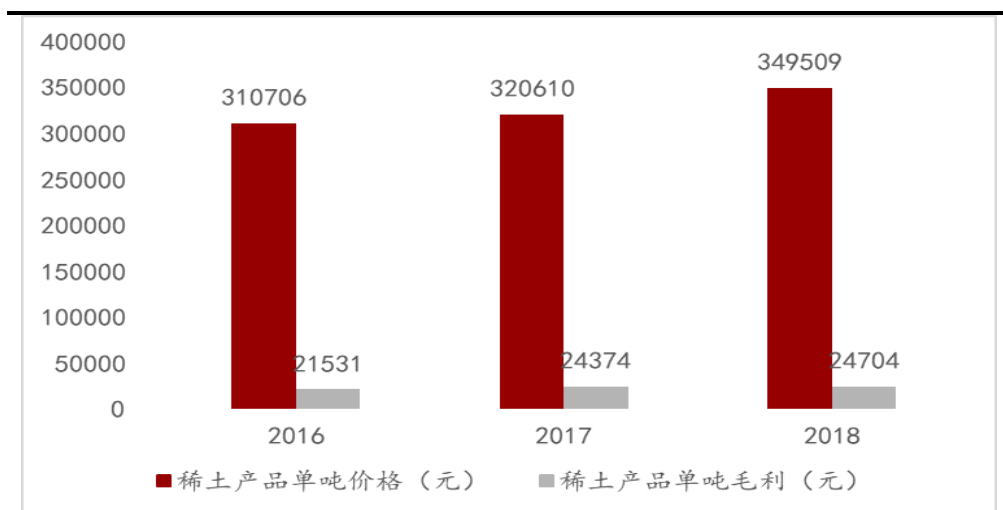
图表 36：国科稀土新基地建成产能增至 5703 吨/年

| 子项目              | 主要产品            | 现有产能 (吨/年) | 新基地产能 (吨/年) |
|------------------|-----------------|------------|-------------|
| 稀土金属材料及特种合金      | 钕系特种合金          | 800        | 1600        |
|                  | 钐系特种合金          | 500        | 600         |
|                  | 镝系特种合金          | 500        | 800         |
|                  | 钕铁硼速凝甩带         | 1500       | 2500        |
| 稀土发光材料           | LED 荧光粉         | 20         | 80          |
|                  | 灯用卤化物           | 0.2        | 0.5         |
| 特殊物性稀土化合物材料      | 高纯稀土化合物         | 0          | 3           |
|                  | 钐钴粉体            | 0          | 20          |
| 各向同性稀土粘结磁粉       | 钕铁硼、钐铁氮各向同性粘结磁粉 | 50         | 100         |
| 先进稀土材料产业公共技术服务平台 | 技术服务            |            |             |
| 合计               |                 | 3370.2     | 5703.5      |

资料来源：公司公告、万联证券

有研稀土业绩与稀土价格关联较大，短期内有望实现反弹。从历史来看，在2011年稀土价格高企时，有研稀土当年营收一度达到30.2亿元，净利润达到5.7亿元。此后，公司业绩随稀土价格进入调整期。2016-2018年，稀土价格在小幅波动后基本保持平稳。2017年初，环保政策趋紧叠加稀土专项核查，供给端出现收缩，稀土主要产品价格应声上涨；此后核查结束，叠加下游采购较为清淡等因素，价格回落到上涨前水平。2018年，价格较为平稳，政策、供需等因素变化不大，年底受新一轮核查及缅甸矿进口关停等因素影响，价格小幅上涨，但很快回落。在此期间，公司稀土产品价格也基本保持平稳。2019年，中重稀土涨幅较大，至今处于较高位置，公司稀土业务业绩也可能有所回升。

图表37：2016-2018年有研稀土稀土产品价格基本平稳



资料来源：公司年报、万联证券

中长期来看，稀土价格受益于新能源汽车行业的成长，有望获得支撑。全球稀土下游应用主要为永磁材料、催化材料、冶金材料和抛光材料等。其中，磁材占比最高达到25%，其次为石油硫化裂化等催化材料占比达到22%，冶金材料和抛光材料，占比分别为18%和14%。永磁材料受益于新能源汽车、节能空调、节能风电、汽车EPS等领域的需求增长，保持较高的复合增长率。2018年中国烧结钕铁硼毛胚产量约15.5万吨(占全球产量80%以上)，同比增长5%。作为主要的下游，新能源汽车的景气将会带动磁材消费的增长。2019年，全球新能源乘用车销售约220万辆，占所有乘用车的2.5% (2018年为2.1%)。其中，特斯拉销量最高，达到36.7万辆，未来，新能源车市场可能仍将保持较快速度的增长。此外，特斯拉旗下Model 3不再使用交流异步电机，而改用永磁电机，未来全球电动车的永磁电机有望放量，预计2020年往后，每年至少带动1万吨的磁材消耗，稀土价格可能得到一定支撑。有研稀土的经营业绩和盈利能力也有望随稀土价格获得支撑而提升。

#### 4、小而美的其他新材料业务

公司其他新材料业务占比不大，但盈利能力相对较强。该部分业务主要由三家子公司承担，有研光电主营光电半导体材料，有研国晶辉主营红外光学和光纤材料，有研医疗器械则主营医疗器械业务。2018年，光电材料业务、红外光学及光纤材料业务、医疗器械业务分别实现营收1.41亿元、1.01亿元、1.07亿元，分别贡献毛利0.14亿元、0.34亿元、0.33亿元，与高纯金属材料及稀土等主营业务相比，规模较小，但盈利能力较强。

##### 4.1 有研光电：国内红外锗领导者

有研光电为有研新材全资子公司，是国际领先的水平砷化镓单晶制造商，国内先进的锗单晶和磷化镓单晶制造商，其生产的光电材料可广泛用于红外及可见光发光二极管、半导体激光器、红外窗口镜头、空间太阳能电池等。2011年，有研光电红外锗销量达7.8吨，占据全球市场20%。2016-2018年，光电半导体材料（包括砷化镓、红外锗、磷化镓）销量分别为14.33吨、13.91吨、14.52吨。其中，2018年，公司红外锗产销量首次突破10吨，占国内市场50%以上。

红外锗市场有望继续增长。2019年，全球军用红外市场规模可达92.51亿美元，预计未来三年，仍将保持年均4%的增长；全球民用红外市场规模约为50.41亿美元，预计未来三年保持10%的增长。锗单晶作为世界上使用最为普遍的红外光学材料，主要用于制作锗镜头和锗窗口，红外锗的市场规模有望随红外行业的发展而保持增长。

#### 4.2 有研国晶辉：致力于光纤及红外材料

有研国晶辉为有研新材全资子公司，专注于先进红外光学材料和光纤用高纯化学品的研发和生产，拥有CVD沉积、光纤用化学品纯化和光学元件制造等三条生产线，主要产品包括CVD ZnS、CVD ZnSe、高纯四氯化锗和四氯化硅、硫系红外玻璃等，广泛用于红外热成像系统、激光加工设备、光纤预制棒等高科技领域，生产技术水平居国内领先地位，产品质量达到国际同类产品水平，是全球红外光学材料和光纤用高纯化学品主要供应商之一。

2018年，公司在光纤材料方面，新开发客户4家，光纤用锗材料销量达到18吨，同比增长45%；在红外材料方面，新增客户24家，红外产品销售同比增长35%。2016-2018年，红外光学及光纤材料产品业务分别实现营收0.61亿元、0.68亿元、1.01亿元。

#### 4.2 有研医疗器械：专注医疗器械研发生产

有研医疗器械为有研新材全资子公司，致力于生物医用及功能材料的研发、生产及应用，是国内从事记忆合金、钛合金和贵金属材料医学应用的先驱之一，主要研发、生产、销售二类、三类医疗器械及生物医用新材料，目前拥有口腔正畸、口腔修复、微创介入、骨科矫形等四大门类、八大系列共23个产品注册证，包括口腔正畸用牙弓丝、托槽、颊面管、齿科贵金属修复合金、主动脉血管支架系统、非血管支架、漏斗胸矫形器等。其中，公司产品牙弓丝为国内产品第一品牌，上市多年一直保持着较高的市场占有率。2016-2018年，公司医疗器械材料业务分别实现营收0.27亿元、0.70亿元、1.07亿元。

### 5、推行股权激励，助力公司发展

公司于2017年推出限制性股票激励计划，授予限制性股票合计830万股（占公司总股本的1%），授予价格为每股5.75元，其中董事、高级管理人员获授72万股限制性股票。

图表 38：股权激励公司层面解锁条件

| 限售期      | 业绩考核目标   |
|----------|--|
| 第一个解除限售期 | 以 2016 年为基准年，2018 年净利润复合增长率不低于 25%；ROE 不低于 2.6%；且上述指标都不低于对标企业 75 分位值；同时，2018 年 $\Delta$ EVA 为正值。 |
| 第二个解除限售期 | 以 2016 年为基准年，2019 年净利润复合增长率不低于 25%；ROE 不低于 3.3%；且上述指标都不低于对标企业 75 分位值；同时，2019 年 $\Delta$ EVA 为正值。 |
| 第三个解除限售期 | 以 2016 年为基准年，2020 年净利润复合增长率不低于 25%；ROE 不低于 4%；且上述指标都不低于对标企业 75 分位值；同时，2020 年 $\Delta$ EVA 为正值。   |

资料来源：公司公告、万联证券

**第一个限售期内考核已完成。**以2016年为基准年，2018年公司实现归母净利润7897万元，较2016年度4789万元增长28.5%；2018年度实现ROE指标2.73%；对标企业净利润增长率75分位值为10.34%，ROE指标的75分位值为2.34%；2018年 $\Delta$ EVA为2.219，均完成指标。2017年限制性股票激励计划第一期限限制性股票限售期已满，各项解锁条件均已满足，激励对象的第一期限限制性股票的解锁条件均已成熟。第一个限售期可解除的限制性股票数量为269.94万股。

第二个限售期和第三个限售期考核指标更加严格，按照公司业绩的指标要求，2019年、2020年公司归母净利润分别至少要达到9353万元和1.16亿元。随着股权激励计划的推进，公司有望进一步释放活力，提升业绩和盈利能力。

**投资建议：**我们预计19-21年，公司归母净利润分别为：0.99、1.26、1.32亿元，EPS分别为0.12、0.15、0.16元/股。我们看好国产靶材行业的发展、稀土下游行业回暖对稀土需求的提振以及公司股权激励计划对公司效能的促进作用，因此，给予公司“增持”评级。

**风险因素：**靶材等项目建设不及预期、稀土价格波动风险

**资产负债表**

单位:百万元

| 至12月31日        | 2018A           | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>2,472.83</b> | <b>2,720.63</b> | <b>2,825.39</b> | <b>2,928.28</b> |
| 货币资金           | 583.52          | 557.48          | 598.14          | 614.25          |
| 应收及预付          | 426.08          | 563.02          | 599.78          | 651.91          |
| 存货             | 523.10          | 587.21          | 598.36          | 619.45          |
| 其他流动资产         | 940.12          | 1,012.92        | 1,029.11        | 1,042.66        |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1,036.98</b> | <b>1,122.85</b> | <b>1,207.72</b> | <b>1,291.59</b> |
| 长期股权投资         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产           | 367.44          | 363.44          | 358.44          | 352.44          |
| 在建工程           | 291.46          | 381.33          | 471.20          | 561.07          |
| 无形资产           | 33.23           | 33.23           | 33.23           | 33.23           |
| 其他长期资产         | 344.85          | 344.85          | 344.85          | 344.85          |
| <b>资产总计</b>    | <b>3,509.81</b> | <b>3,843.48</b> | <b>4,033.11</b> | <b>4,219.87</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>252.87</b>   | <b>481.96</b>   | <b>537.82</b>   | <b>584.44</b>   |
| 短期借款           | 1.97            | 1.97            | 1.97            | 1.97            |
| 应付及预收          | 173.46          | 320.39          | 357.56          | 388.68          |
| 其他流动负债         | 77.44           | 159.61          | 178.29          | 193.79          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>144.93</b>   | <b>144.93</b>   | <b>144.93</b>   | <b>144.93</b>   |
| 长期借款           | 70.00           | 70.00           | 70.00           | 70.00           |
| 应付债券           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他非流动负债        | 74.93           | 74.93           | 74.93           | 74.93           |
| <b>负债合计</b>    | <b>397.80</b>   | <b>626.90</b>   | <b>682.75</b>   | <b>729.37</b>   |
| 股本             | 847.08          | 846.68          | 846.68          | 846.68          |
| 资本公积           | 1,459.54        | 1,459.54        | 1,459.54        | 1,459.54        |
| 留存收益           | 1,486.30        | 1,584.89        | 1,711.04        | 1,843.19        |
| 归属母公司股东权益      | 2,945.84        | 3,044.43        | 3,170.58        | 3,302.73        |
| 少数股东权益         | 166.17          | 172.15          | 179.78          | 187.77          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>3,509.81</b> | <b>3,843.48</b> | <b>4,033.11</b> | <b>4,219.87</b> |

**现金流量表**

单位:百万元

| 至12月31日        | 2018A          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>112.26</b>  | <b>20.09</b>  | <b>86.13</b>  | <b>60.78</b>  |
| 净利润            | 82.50          | 98.99         | 126.15        | 132.15        |
| 折旧摊销           | 49.62          | 4.00          | 5.00          | 6.00          |
| 营运资金变动         | 29.34          | -44.74        | -8.25         | -40.16        |
| 其它             | -49.20         | -38.16        | -36.77        | -37.21        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-272.85</b> | <b>-43.43</b> | <b>-43.07</b> | <b>-42.17</b> |
| 资本支出           | -203.42        | -82.27        | -82.07        | -82.37        |
| 投资变动           | -120.26        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他             | 50.83          | 38.84         | 39.00         | 40.20         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>18.68</b>   | <b>-2.70</b>  | <b>-2.40</b>  | <b>-2.50</b>  |
| 银行借款           | -1.03          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 债券融资           | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 股权融资           | 23.88          | -0.40         | 0.00          | 0.00          |
| 其他             | -4.17          | -2.30         | -2.40         | -2.50         |
| <b>汇率变动影响</b>  | <b>-143.28</b> | <b>-26.04</b> | <b>40.66</b>  | <b>16.11</b>  |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>726.81</b>  | <b>583.52</b> | <b>557.48</b> | <b>598.14</b> |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>583.52</b>  | <b>557.48</b> | <b>598.14</b> | <b>614.25</b> |

**利润表**

单位:百万元

| 至12月31日         | 2018A           | 2019E           | 2020E            | 2021E            |
|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>4,767.91</b> | <b>9,688.90</b> | <b>10,832.20</b> | <b>11,773.70</b> |
| 营业成本            | 4,457.22        | 9,318.69        | 10,400.02        | 11,305.04        |
| 营业税金及附加         | 7.91            | 11.63           | 10.83            | 11.77            |
| 销售费用            | 53.06           | 55.23           | 59.58            | 63.58            |
| 管理费用            | 110.62          | 120.14          | 132.15           | 143.64           |
| 财务费用            | 2.50            | 0.38            | 0.40             | 0.45             |
| 研发费用            | 89.04           | 102.70          | 113.74           | 125.98           |
| 资产减值损失          | 11.36           | 4.00            | 5.00             | 6.00             |
| 公允价值变动收益        | -1.63           | -1.36           | -1.20            | 0.00             |
| 投资净收益           | 53.22           | 40.20           | 40.20            | 40.20            |
| <b>营业利润</b>     | <b>92.68</b>    | <b>118.67</b>   | <b>153.38</b>    | <b>161.34</b>    |
| 营业外收入           | 8.12            | 8.00            | 8.00             | 8.00             |
| 营业外支出           | 0.76            | 0.20            | 0.20             | 0.50             |
| <b>利润总额</b>     | <b>100.03</b>   | <b>126.47</b>   | <b>161.18</b>    | <b>168.84</b>    |
| 所得税             | 17.53           | 21.50           | 27.40            | 28.70            |
| <b>净利润</b>      | <b>82.50</b>    | <b>104.97</b>   | <b>133.78</b>    | <b>140.14</b>    |
| 少数股东损益          | 3.53            | 5.98            | 7.63             | 7.99             |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>78.97</b>    | <b>98.99</b>    | <b>126.15</b>    | <b>132.15</b>    |
| EBITDA          | 88.31           | 80.51           | 115.88           | 123.69           |
| EPS (元)         | 0.09            | 0.12            | 0.15             | 0.16             |

**主要财务比率**

| 至12月31日        | 2018A  | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |         |        |        |
| 营业收入           | 16.87% | 103.21% | 11.80% | 8.69%  |
| 营业利润           | 97.35% | 28.05%  | 29.25% | 5.19%  |
| 归属于母公司净利润      | 81.28% | 25.35%  | 27.44% | 4.75%  |
| <b>获利能力</b>    |        |         |        |        |
| 毛利率            | 6.52%  | 3.82%   | 3.99%  | 3.98%  |
| 净利率            | 1.66%  | 1.02%   | 1.16%  | 1.12%  |
| ROE            | 2.68%  | 3.25%   | 3.98%  | 4.00%  |
| ROIC           | 2.04%  | 3.10%   | 4.27%  | 4.32%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |         |        |        |
| 资产负债率          | 11.33% | 16.31%  | 16.93% | 17.28% |
| 净负债比率          | 12.78% | 19.49%  | 20.38% | 20.90% |
| 流动比率           | 9.78   | 5.64    | 5.25   | 5.01   |
| 速动比率           | 7.45   | 4.14    | 3.85   | 3.66   |
| <b>营运能力</b>    |        |         |        |        |
| 总资产周转率         | 1.39   | 2.64    | 2.75   | 2.85   |
| 应收账款周转率        | 11.00  | 17.38   | 18.25  | 18.25  |
| 存货周转率          | 8.64   | 15.87   | 17.38  | 18.25  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |        |
| 每股收益           | 0.09   | 0.12    | 0.15   | 0.16   |
| 每股经营现金流        | 0.13   | 0.02    | 0.10   | 0.07   |
| 每股净资产          | 3.48   | 3.60    | 3.74   | 3.90   |
| <b>估值比率</b>    |        |         |        |        |
| P/E            | 70.01  | 104.35  | 88.12  | 84.12  |
| P/B            | 1.88   | 3.39    | 3.51   | 3.37   |
| EV/EBITDA      | 56.84  | 122.27  | 91.39  | 85.49  |

资料来源: WIND、万联证券



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

### 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场