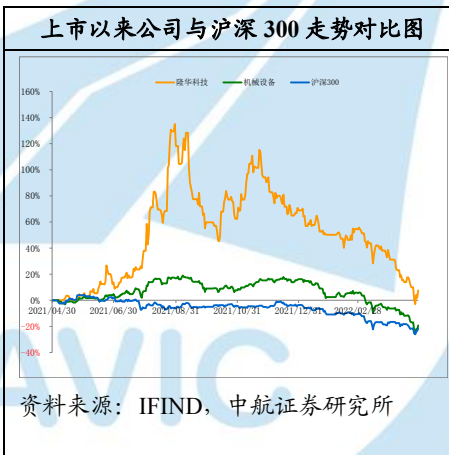


中航证券研究所  
 分析师：张超  
 证券执业证书号：S0640519070001  
 分析师：王菁菁  
 证券执业证书号：S0640518090001  
 电话：010-59562536  
 邮箱：wangjj@avicsec.com

行业分类：国防军工 2022 年 5 月 1 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.04.29)	6.50 元
目标价格	9.10 元

基础数据 (2022.04.29)	
上证指数	3,047.06
总股本 (亿股)	9.14
流通 A 股 (亿股)	7.68
资产负债率% (2021)	47.15
ROE% (2021)	10.05
PE (TTM)	19.71
PB (LF)	1.95



**事件：**公司 4 月 27 日披露 2021 年年报及 2022 年第一季度报告，2021 年报告期内公司实现营业收入 22.09 亿元(+21.10%)，归母净利润 3.91 亿元(+30.88%)，扣非后归母净利 2.34 亿元(+23.19%)，基本每股收益 0.32 元(+28.00%)，毛利率 28.13%(-1.77pcts)，净利率 13.91%(+0.09pcts)。2022 年第一季度报告期公司实现营业收入 5.71 亿元(+49.28%)，归母净利润 0.66 亿元(+19.14%)。

➤ **投资要点：**

● **21 年公司营收净利快速增长，各业务持续增长；费用支出有所提升，主要系可转债利息确认导致费用支出有所增加**

2021 年报告期内公司实现营业收入 22.09 亿元(+21.10%)，归母净利润 2.91 亿元(+30.88%)，扣非后归母净利 2.34 亿元(+23.19%)，主要系公司存量和增量业务齐头并进，三大业务板块均持续增长。分析各业务情况，电子新材料（3.90 亿元+34.88%）和节能环保业务（13.70 亿元，+21.69%）业务增速较快，高分子复合材料（4.49 亿元，+9.99%）稳定增长。

费用方面，销售费用率（3.54%，+0.84pcts）提升，主要系 2021 年增加销售力度所致；财务费用率（1.30%，+0.18pcts）提升主要系按未附带转换券的债券市场利率确认了可转债利息，因此使得期间费用率（14.95%，+0.34pcts）有所提升。

同时我们注意到，报告期期末存货 6.86 亿元，比期初+25.28%，其中在产品 3.03 亿元(+69.55%)增速明显，或有望在未来兑现业绩。另外，公司存货周转天数为 139.88 天，比上年同期 152.17 天有所降低，体现公司提高生产效率，经营效率提升。

综合来看，公司 2015 年转型事业已取得阶段性业绩提升，公司盈利能力提升：2016 年至 2021 年公司营收复合增速为 22.15%，归母净利润复合增速为 80.34%，我们认为，公司业务规模较快增长并未影响公司整体资金运营效率，同时，体现公司运转较快，营运能力较强。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：010-59562524  
 传真：010-59562637

● 2021 年报告期内，公司构建完成电子新材料、高分子复合材料和节能环保三大板块的可持续发展的稳固产业格局，电子新材料业务加码，高分子复合材料业务保持稳固，营收占比分别为 17.13% (+1.75pcts) 和 20.33% (-2.06pcts)，节能环保业务占比为 62.54% (+0.30pcts)，体现公司在电子新材料和高分子复合材料布局成效显著、稳定，公司自 2015 年来的业务版图扩展布局已进一步稳定，板块高分子复合材料板块科技创新和产能建设的驱动力已经具备，核心竞争力不断加强，为下一步实现跨越式发展奠定了坚实基础。

① 电子新材料产业板块业务以两家全资子公司四丰电子和晶联光电为基础，主要产品分别包括 TFT-LCD/AMOLED、半导体 IC 制造用高纯溅射靶材、高纯钼/铜/钛等系列靶材产品和非靶材钨钼深加工制品，以及氧化铟锡 (ITO) 靶材。目前，公司溅射靶材产品主要应用于半导体产业、平板显示器产业以及太阳能电池产业。2021 年实现营业收入 3.90 亿元 (+34.88%)，毛利率 23.33% (-3.74pcts)，占总营收比例 17.13% (+1.75pcts)。

其中，四丰电子实现营业收入 2.84 亿元 (+39.22%)，净利润 0.31 亿元 (+24.00%)，产品高纯钼靶材已广泛应用于 G2.5-G11 全世代 TFT-LCD、AMOLED 等半导体显示面板溅射镀膜生产线，是京东方、天马微电子、TCL 华星、台湾群创以及韩国 LGD 等多家全球主要面板企业的主要供应商。四丰电子覆盖了国内主要使用钼靶材的企业，继续保持钼靶材市场国内第一的地位；晶联光电首次披露业绩，实现营业收入 1.09 亿元，净利润 0.16 亿元，产品 TFT 用 ITO 靶材开始批量供货，稳定量供于京东方、TCL 华星、天马微电子及信利半导体等客户的多条 TFT 面板产线。国内首家实现批量供应 G10.5 平面 ITO 靶的供应商，是国产 ITO 靶材的主力供应商，打破了长期以来国外垄断，实现了国产化突破。

值得注意的是，公司于 2021 年 9 月与华锡集团签署战略合作框架协议，将加快推动晶联光电 ITO 靶材在显示面板、光伏领域的快速发展，共同做大做强 ITO 靶材全产业链，提升公司电子新材料产业板块的市场占有率。

公司自主培育的子公司丰联科主要从事金属、合金靶材及 ITO 靶材绑定业务，实现了公司靶材业务自主绑定及产业链纵向延伸。

我们认为，随着在公司产品在各面板大厂的广泛应用以及华锡集团将以晶联光电的持股 49% 股东的身份助力晶联光电发展，未来电子新材料业务将持续快速增长。

② 高分子复合材料产业板块围绕高分子复合材料领域，现已覆盖树脂、橡胶、泡沫及复材等材料类别，主要服务的行业包括军工、轨道交通、风电等多个领域，以子公司科博思、兆恒科技 (公司持股 79.59%) 和海威复材 (72.69%) 为基础，业务板块实现营业收入 4.49 亿元 (+9.99%)，毛利率 43.84% (-1.38pcts)，占总营收比例 20.33% (-2.06pcts)。

板块经营方面，科博思 (收入 2.33 亿元，+15.92%，净利润 0.45 亿元，+45.16%) 复合材料产品和技术主要应用于轨道交通、军工安防、其他轻质结构等行业领域。产品 PVC、PET 结构泡沫与国外龙头企业产品在各项性能上基本一致，且具有价格优势；减振扣件已经超越了部分国外同类产品性能；合成轨枕在产品性能、工程应用性能及连续生产工艺和装备等方面整体达到较为先进的水平。当前，科博思拥有 2 条高性能 PVC 结构芯材生产线，具备年产 2 万立方米的生产加工能力，产能规模迅速扩大，产品结构进一步丰富。报告期内公司发行可转债，为科博思募投年产 8 万立方米高性能 PVC 芯材和年产 8 万立方米新型 PET 芯材，仅占国内总用量的 15% 左右，占 2021 年市场增加量 (预计每年 20-25 万立方米) 的 30%-40%，预计建设期 36 个月。

子公司兆恒科技 (收入 0.86 亿元，+50.88%，净利润 0.34 亿元，+36.00%) 报告期内业绩大幅提升，其研制的 PMI 系列结构泡沫材料，是国内多个飞机主机厂商的国产独家合格供应商，并已在国内率先实现了 230mm 超大厚度发泡板材的稳定生产，产品相关技术参数达到国外进口产品水平并已达到国内较为先进水平。2022 年 4 月，兆恒科技《航空用大尺寸、多品种 PMI 泡沫材料技术开发及产业化》项目顺利通过湖南省科技成果评价会，关键技术填补了国内空白。同时，伴随军队的发展对直升机、无人机的需求进一步扩大，使得公司的产品市场和客户市场也有了进一步增长，并且在军品舰船复合材料制品领域继续保持领

先优势。

子公司海威复材(收入 2.59 亿元, -4.43%, 净利润 0.35 亿元, -27.08%), 专业从事海军舰船和海洋工程用复合材料研制生产, 为多种舰船和海洋装备提供轻质、结构功能一体化的复合材料产品, 产品不仅应用于舰船重要舱室防护、次承力结构、舾装等部位, 而且开始向主承力结构以及结构功能、结构多功能复合材料整体装备拓展。

我们认为, 轨道交通方面产品有望受益于“十四五”期间国家有序推进建设全国城市轨道交通发展迎来高速增长, 军工复合材料领域有望受益于“十四五”期间航空、船舶装备高速发展, 从而带动公司业绩增长。

③节能环保产业板块主要包括工业传热节能业务和环保水处理业务, 以装备事业部和全资子公司中电加美为基础。报告期内实现营业收入 13.70 亿元(+21.69%), 毛利率 24.34%(-0.68pcts), 占总营收比例 62.54%(+0.30pcts)。其中, 中电加美实现营业收入 4.01 亿元(+33.67%), 净利润 0.36 亿元(-14.29%), 主要围绕工业和市政两个方向, 积极开展大型工业企业的凝结水处理及污水处理、中水回用业务, 并选择性的开展市政水务项目。装备事业部的节能换热业务聚焦于大工业传热领域, 产品主要为复合空冷式换热器, 主要应用于电力、化工、是油等工业领域, 已经成为细分行业的技术引领者和标准制定者。

#### ● 2022 年一季度收入规模增速提升明显, 费用管控力度持续加强

2022 年第一季度报告期公司实现营业收入 5.71 亿元(+49.28%), 归母净利润 0.66 亿元(+19.14%), ROE 为 2.09%(+0.04pcts), 毛利率 25.22%(-4.81pcts), 收入规模增幅明显, 主要系报告期公司加大营销为公司业绩增长提供较大支持力度。

费用端来看, 报告期期间费用率有所下降(13.84%, -2.16pcts), 其中销售费用率(2.07%, -1.66pcts)和管理费用率(5.01%, -1.48pcts)下降, 财务费用率(2.92%, +1.84pcts)提升, 主要系按未附带转换券的债券市场利率确认了可转债利息。公司 2022 年 4 月 26 日披露, 计划使用额度不超过 5 亿元的闲置自有资金进行委托理财, 我们认为在公司对费用管控较为良好的情况下, 此举有望降低可转债财务费用对公司业绩的影响, 有利于提高公司流动资金的使用效率和收益。

#### ● 公司首次发行可转债, 增加公司资本实力, 提升盈利能力

为满足公司业务发展的资金需求, 增加公司资本实力, 提升盈利能力, 公司于 2021 年 7 月 28 日发行可转债, 募集资金 7.99 亿元, 募集资金主要投向子公司科博思新型高性能结构/功能材料产业化项目和补充流动资金。本次募投为年产 8 万立方米高性能 PVC 芯材和年产 8 万立方米新型 PET 芯材, 仅占国内总用量的 15%左右, 占 2021 年市场增加量(预计每年 20-25 万立方米)的 30%-40%, 预计建设期 36 个月, 项目正式投产后, 依托上述产品能够为公司新增年均(含建设期)12.30 亿元的销售收入, 进一步提高公司盈利能力。

#### ● 公司与华锡集团签署战略合作并拟引进其对子公司进行增资扩股, 或推动公司 ITO 靶材在显示面板、光伏领域快速发展以及市占率提升

公司 2021 年 9 月与亚洲最大锡多金属矿选矿基地、国内最具完整“探、采、选、冶、深加工”产业链的广西华锡集团签署《ITO 项目合作框架协议》, 加快推动 ITO 靶材在显示面板、光伏领域的快速发展, 共同做大做强 ITO 靶材全产业链。公司全资子公司晶联光电拥有自主研发生产 ITO 靶材的核心技术, 生产的 ITO 靶材各项性能指标参数能够满足下游高端显示行业、光伏行业的应用要求, 已获得市场高度认可, 晶联光电已发展成为 ITO 靶材国产化的优质企业之一。

同时, 2022 年 4 月 25 日, 为促进公司电子新材料业务快速稳健发展, 公司拟引入广西华锡集团对晶联光电进行增资扩股, 华锡集团拟议实物和现金合计 1.06 亿元出资, 对应增资扩股后 49%股权, 公司持有晶联光电 51%股权。



我们认为，本次与华锡集团达成的战略合作和增资扩股事宜，将加快推动公司 ITO 靶材在显示面板、光伏领域的快速发展，加快公司电子新材料的市占率提升，成为业绩新的增长点。

➤ **投资建议**

1) 四丰电子是国内实现完全替代进口、已量产供应高端钼靶材的企业，并继续保持钼靶材市场国内第一的地位。同时，大尺寸宽幅钼靶已开始批量供货，已成为新的增长点；

2) 晶联光电已逐渐缩小与国外巨头的技术差距，拥有 ITO 靶材的核心制备技术，随着在各大面板的广泛应用和晶联光电公司自身产能的快速提升以及与华锡集团未来合作的推动，未来电子新材料出货量也将同步快速增长；

3) 高分子复合材料应用领域包括风力发电、轨道交通、军工（船舶、航空航天等）、建筑节能等领域，军工领域有望到“十四五”期间航空装备高速发展带动业绩增长；受国家倡导发展新能源，节能减排、节约环保的影响，未来几年风力发电、轨道交通、建筑节能等领域都将有持续的高速发展，对结构泡沫的需求有望扩大；

4) 根据国家“碳达峰”目标以及国家发布的《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》等产业政策指导，对节能装备和环保水处理或将有更高的需求。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 27.74 亿元、36.97 亿元和 49.87 亿元，归母净利润分别为 3.70 亿元、4.59 亿元和 5.88 亿元，EPS 分别为 0.40 元、0.50 元和 0.64 元。我们维持“买入”评级，目标价 9.10 元，对应 2021-2023 年预测收益的 23 倍、18 倍及 14 倍 PE。

➤ **风险提示：**电子新材料和高分子复合材料产能、出货、销量不及预期；产业链下游产业景气度降低；募投项目不及预期。

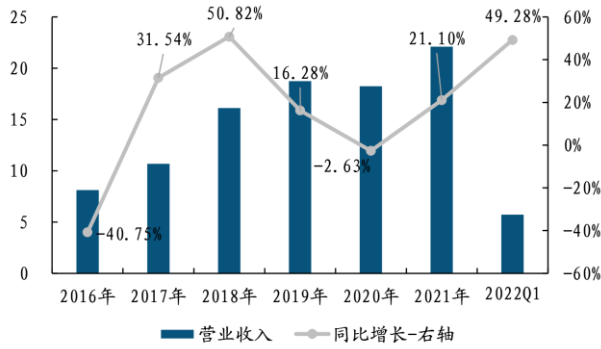
➤ **盈利预测：**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1824.19	2209.07	2773.71	3697.08	4987.00
增长率 (%)	-2.63%	21.10%	25.56%	33.29%	34.89%
归属母公司股东净利润（百万元）	222.26	290.89	370.21	459.41	588.20
增长率 (%)	27.47%	30.88%	27.27%	24.09%	28.04%
每股收益 (元)	0.24	0.32	0.40	0.50	0.64

数据来源：IFIND，中航证券研究所

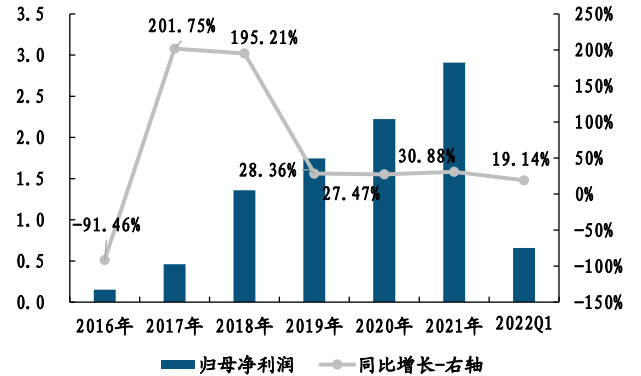
◆ 2016-2022Q1 公司主要财务数据

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



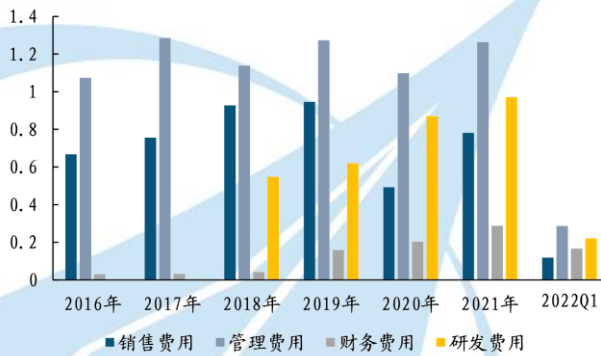
资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图 2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



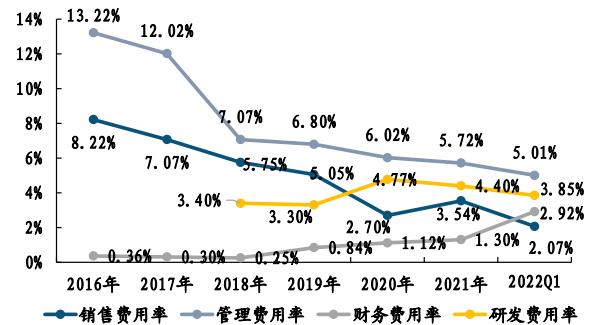
资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图 3: 公司费用情况 (单位: 亿元)



资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图 4: 公司各项费用率情况 (单位: %)



资料来源: IFIND, 中航证券研究所

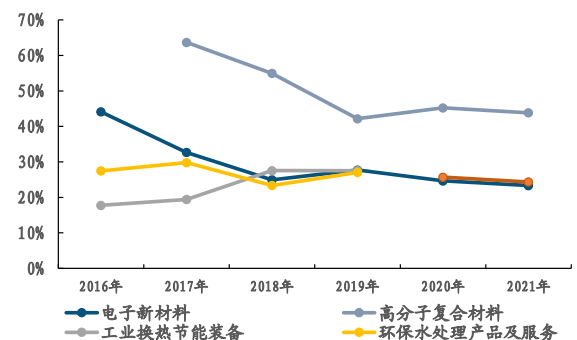
图 5: 公司各主营业务收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: IFIND, 中航证券研究所

注: 公司 2020 年年报的业务分类更改为电子新材料、高分子复合材料和节能环保产品及服务

图 6: 公司各主营业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: IFIND, 中航证券研究所

**◆ 盈利预测**

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1824.19	2209.07	2773.71	3697.08	4987.00	货币资金	502.07	923.64	1713.68	2267.75	2889.49
营业成本	1278.84	1587.73	1923.02	2559.12	3441.53	应收票据及账款	1202.16	1485.01	1699.11	2264.74	3054.91
税金及附加	14.65	15.53	20.84	27.78	37.48	预付账款	40.86	37.71	45.60	63.81	87.44
销售费用	49.21	78.16	95.69	135.68	189.51	其他应收款	34.13	31.76	38.00	50.64	68.32
管理费用	109.87	126.29	155.33	235.13	339.12	存货	547.68	686.14	800.82	1065.72	1433.18
研发费用	87.04	97.12	115.31	156.39	229.40	其他流动资产	156.66	136.11	146.06	181.03	229.89
财务费用	20.40	28.73	52.76	41.36	39.30	长期股权投资	218.37	214.43	226.38	239.83	254.39
资产减值损失	0.63	-7.14	-2.91	-3.88	-5.23	固定资产	468.54	537.13	468.07	396.20	321.54
信用减值损失	-25.08	2.73	-12.48	-37.95	-51.19	在建工程	61.08	107.35	89.46	71.57	53.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	334.16	461.83	386.11	310.13	233.91
投资收益	30.34	38.60	21.58	23.08	24.19	长期待摊费用	14.50	14.96	7.48	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.85	0.51	0.50	0.60	0.64	其他非流动资产	1684.21	1652.27	1572.24	1568.61	1564.98
资产处置收益	-1.11	-0.97	-0.30	-0.20	-0.20	资产总计	5264.43	6288.33	7192.98	8480.04	10191.72
其他收益	19.30	28.89	25.21	25.21	25.21	短期借款	401.26	416.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	291.11	338.13	442.36	548.48	704.09	应付票据及账款	969.72	802.85	1115.42	1505.42	2033.93
营业外收入	5.12	0.50	2.47	2.47	2.47	其他流动负债	945.88	666.75	898.66	1220.50	1694.84
营业外支出	12.50	1.70	6.30	6.30	6.30	流动负债合计	2316.86	1885.60	2014.08	2725.92	3728.77
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	41.07	996.37	996.37	996.37	996.37
利润总额	283.73	336.93	438.54	544.66	700.27	其他非流动负债	55.52	83.02	83.02	83.02	83.02
所得税	31.63	29.74	43.85	54.47	70.03	非流动负债合计	96.59	1079.40	1079.40	1079.40	1079.40
净利润	252.10	307.19	394.68	490.19	630.24	负债合计	2413.44	2964.99	3093.48	3805.31	4808.16
少数股东损益	29.85	16.30	24.47	30.78	42.04	股本	914.39	914.22	914.22	914.22	914.22
归属母公司股东净利润	222.26	290.89	370.21	459.41	588.20	资本公积	789.42	789.57	1189.57	1297.57	1405.57
现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	留存收益	969.08	1413.59	1765.29	2201.73	2760.52
经营性现金净流量	223.15	23.52	795.39	504.86	576.98	归属母公司权益	2672.89	3117.39	3869.09	4413.53	5080.32
投资性现金净流量	-528.72	-335.17	81.92	5.54	5.47	少数股东权益	178.09	205.95	230.42	261.20	303.24
筹资性现金净流量	291.26	724.43	-87.26	43.67	39.29	股东权益合计	2850.98	3323.33	4099.51	4674.73	5383.55
现金流量净额	-14.71	412.58	790.04	554.07	621.74	负债和股东权益合计	5264.43	6288.33	7192.98	8480.04	10191.72

数据来源: IFIND, 中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

王菁菁, SAC 执业证书号: S0640518090001, 英国萨里大学理学硕士, 中航证券研究所军工行业分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。