主营稳健增长，投资带来弹性

——立霸股份深度报告

增持|首次推荐

当前价/目标价：15.75 元/18.7 元

目标期限：6 个月

报告要点：

- **稳健运行的家电彩钢板行业领先企业**

立霸股份是家电彩钢板行业领先企业。公司成立于 2000 年，是国内外知名家电整机企业家电用复合材料的主要供应商之一。公司产品为覆膜板（VCM）和有机涂层板（PCM），主要用于家电面板、背板、侧板以及建筑门板等方面。受产能限制，主营业务保持稳定，2019 年公司营收 12.8 亿元，归母净利润 1.3 亿元。

- **产能扩张带来新增长**

公司收入主要受公司彩涂板产量以及原材料价格影响。我们预计公司研发中心投产或将带来近 2 万吨新增产能释放。此次研发中心项目设备工程投入 2300 万元，中试车间配有双头精涂机以及流水线，比照公司覆膜板生产线技改项目投资，我们认为此次或将新增产能 1.9 万吨。同时，研发中心也将释放已有车间承担的试产、研发功能。按照研发中心假设产能估算，我们预计将提升原有车间 10~20%的产能，这将进一步释放 1.8~3.6 万吨产能。预计公司总产能或将达到 21.7~23.5 万吨，同比提升 20.6%~30.6%。

- **半导体投资为公司打开弹性空间**

为了提高公司资金使用效率，提高投资渠道，公司在 2019 年及 2020 年分别投资 1.5 亿元以及 1.3 亿元于半导体领域。2019 年公司投资 9108 万元参与设立嘉兴君励投资合伙企业对沈阳拓荆科技进行投资，间接持股 4.73%，同时公司参与成立上海鋆赫商务咨询合伙企业向沈阳拓荆科技有限公司的员工持股平台提供财务资助借款。2020 年公司参投的嘉兴君锋投资 6000 万元参与上海瞻芯电子科技有限公司 A 轮股权融资，目前占比 10%。

- **投资建议与盈利预测**

随着产能建设完毕，我们预计公司 2020-2022 年营收 12.5 亿元、15.1 亿元、以及 16.6 亿元，归母净利润分别为 1.1 亿元、1.4 亿元以及 1.7 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 30.1、23.9 以及 20.4 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示**

公司产能扩张不及预期、公司新增客户订单不及预期、公司投资收益不及预期的风险。

附表：盈利预测

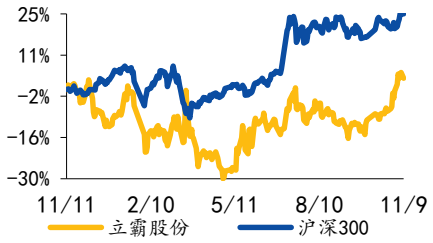
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1282.68	1284.27	1250.88	1506.06	1662.69
收入同比（%）	4.86	0.12	-2.60	20.40	10.40
归母净利润(百万元)	91.46	132.20	116.07	146.21	171.10
归母净利润同比(%)	9.55	44.54	-12.20	25.97	17.02
ROE（%）	12.82	18.07	14.86	16.98	18.14
每股收益（元）	0.41	0.60	0.52	0.66	0.77
市盈率(P/E)	38.22	26.44	30.12	23.91	20.43

资料来源：Wind,国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	16.05 / 10.9
A 股流通股（百万股）：	221.94
A 股总股本（百万股）：	221.94
流通市值（百万元）：	3495.55
总市值（百万元）：	3495.55

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 邢瀚文
执业证书编号 S0020520010001
电话 021-51097188-1833
邮箱 xinghanwen@gyzq.com.cn

目 录

1.彩涂板行业龙头 4
1.1 公司业务简介 4
1.2 运营稳健，财务状况良好 5
2.行业稳健增长，外拓仍有空间 7
2.1 彩涂板行业：兴起于建筑行业，已完成多轮产能转移 7
2.2 国内：龙头集聚，区域竞争 10
2.3 未来：环保要求下或将稳健发展 13
3.产能扩张带来新增长 15
3.1 研发中心即将建设完毕，公司产能提升 15
3.2.成本控制能力助力公司稳健增长 17
3.3.半导体投资为公司带来弹性空间 20
4.投资建议 21
5.风险提示 22

图表目录

图 1：公司主营 PCM 和 VCM 4
图 2：公司股权较为集中 4
图 3：公司营收受产能限制稳健增长 5
图 4：PCM 占比持续提升 5
图 5：外销业务占比提升至 28%后保持稳定 5
图 6：PCM 占比提升使得公司毛利率降低 6
图 7：公司持续控制费用 6
图 8：公司运费占比持续降低 6
图 9：彩涂板起源于钢预制结构建筑 7
图 10：彩涂板目前分为预涂板和覆膜板 7
图 11：PCM 与 VCM 生产略有差异 8
图 12：彩涂板可分为防护型和装饰型 9
图 13：2010 年欧洲主要以建筑为主。 9
图 14：我国家电耗钢量将保持稳定 10
图 15：空调产量大幅提升 10
图 16：空调用钢占比提升 10
图 17：家电用板材比例保持稳定 11
图 18：行业产能分布 11
图 19：白电产能主要集中在广东、安徽、江苏、浙江以及山东 12
图 20：预涂装工艺逐渐渠道喷涂工艺 13
图 21：每吨差价 2697 元时彩涂板比喷涂板更便宜 13
图 22：彩涂板与喷涂板差价绝大多数时间小于 2697 元 14

图 23：冰箱变大和减薄趋势延续 14
图 24：公司主营业务主要受产量以及钢铁价格影响 15
图 25：彩涂板价格与钢材价格走势正相关 16
图 26 ：公司目前产量受到产能限制 16
图 27：毛利率同行业相似 17
图 28：净利率立霸比同行业高 4pct 以上 17
图 29：总体费用率立霸较同行低 4.0pct 以上 18
图 30：公司销售费用率与同行相近 18
图 31：立霸运费较同业低 0.3pct 18
图 32：立霸销售人员工资占比较同行业低 18
图 33：立霸财务费用率较同业低 2.0pct 19
图 34：立霸财务波动主要由汇兑损益造成 19
图 35：立霸管理+研发费用较同行低 2pct 19
图 36：立霸研发量产率逐年提升 19
图 37：公司产能提升的同时员工数降低 20
图 38：公司员工产出持续提升 20
图 39：公司人均薪酬增加 20
图 40：公司目前已经投资拓荆科技以及上海瞻芯科技 21

表 1：彩涂板行业有较为明显的区域划分 12
表 2：预计研发中心将带来 2 万吨新增产能空间 17
表 3：研发中心投产后预计产能提升 20%-30% 17
表 4：盈利预测及拆分 22

1.彩涂板行业龙头

1.1 公司业务简介

立霸股份是家电彩钢板行业领先企业。公司成立于 2000 年，是国内外知名家电整机企业家电用复合材料的主要供应商之一。目前公司产品为覆膜板（VCM）和有机涂层板（PCM），主要用于家电面板、背板、侧板以及建筑门板等方面。

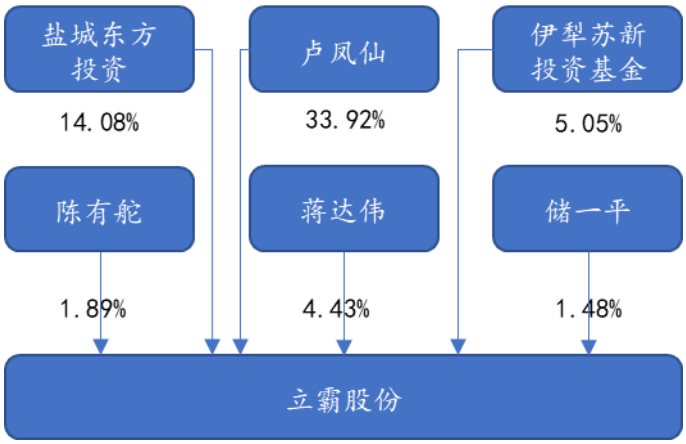
图 1：公司主营 PCM 和 VCM



资料来源：招股说明书，拾比佰官网，国元证券研究中心

公司股权较为集中。目前控股股东为卢凤仙女士，持有股份 33.92% 。二股东盐城东方投资于 2019 年 7 月以每股 21.09 元收购卢凤仙女士（11.31%）以及周静女士（2.78%）共 14.08%股权。

图 2：公司股权较为集中

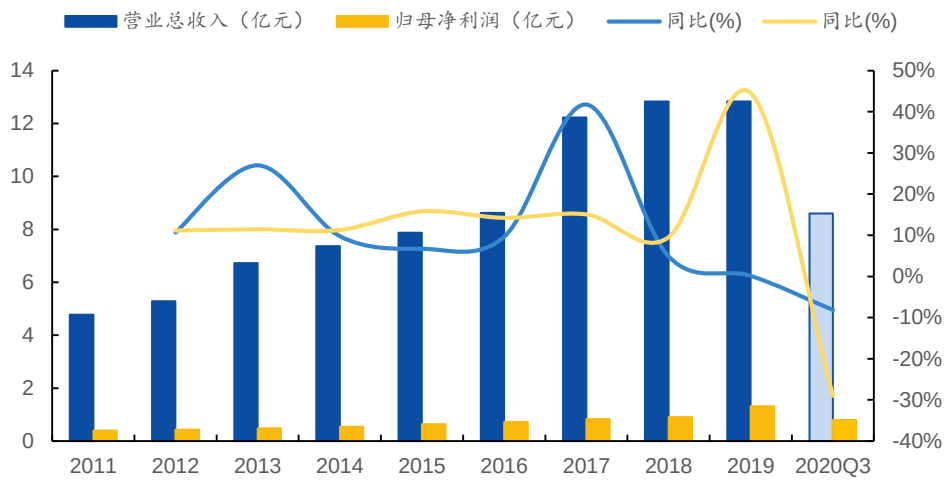


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.2 运营稳健，财务状况良好

公司营收增长受产能限制， 2013-2017 年，随着公司产能扩充，公司营收由 6.7 亿元增长至 12.2 亿元，CAGR 为 16.2%。而在 2017-2019 年，由于公司整体产能限制，公司营收稳定在 12.2 至 12.8 亿。而公司净利润则更受原材料价格影响，2019 年公司归母净利润达到 1.3 亿元，同比增加 45.1%。2020 年前三季度，公司受疫情影响，营业收入同比降低 8.2%至 8.6 亿元，净利润同比降低 28.9%至 0.8 亿元。

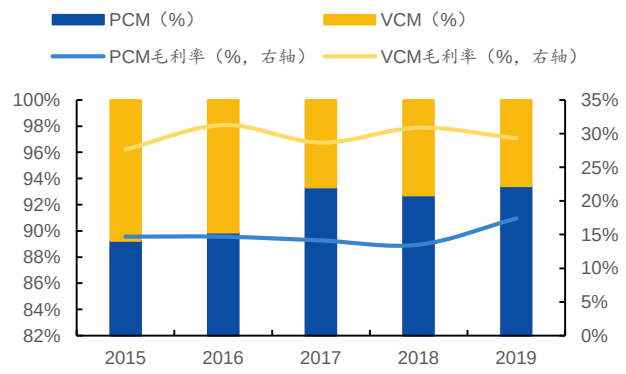
图 3：公司营收受产能限制稳健增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

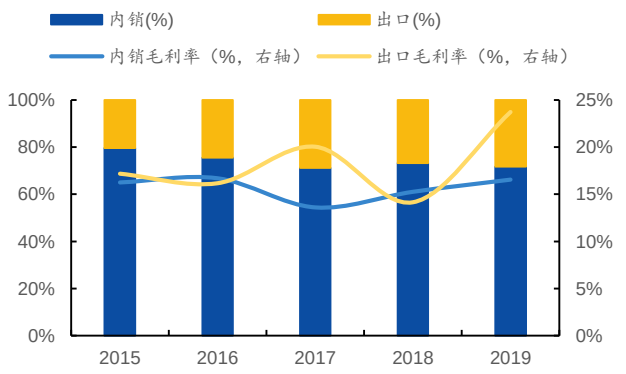
从产品占比来看，由于 PCM 产品使用范围扩大，成本较 VCM 低，**公司 PCM 产品占比由 2015 年 89.2%提升至 2019 年 93.4%。**从内外销情况来看，公司外销业务占比由 2015 年 20.3%提升至 2019 年 28.3%。

图 4：PCM 占比持续提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：外销业务占比提升至 28%后保持稳定

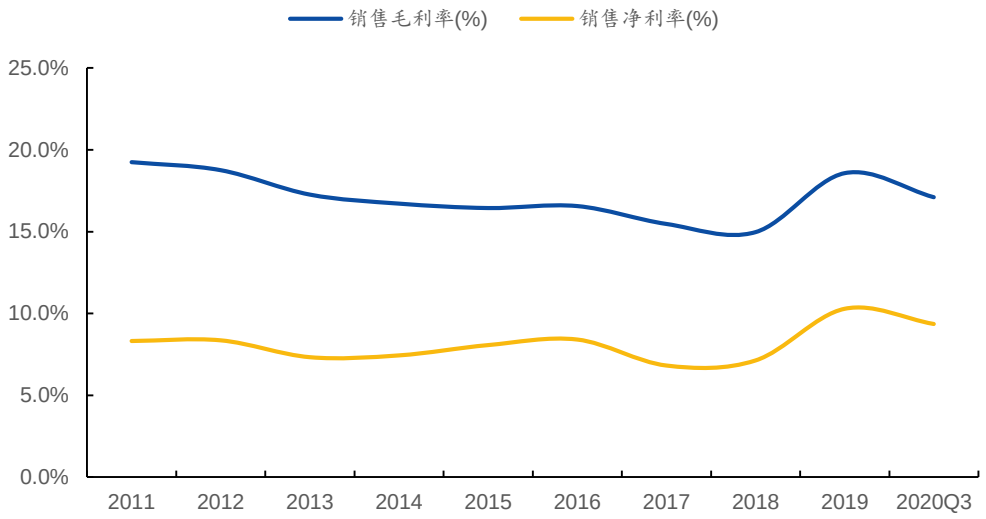


资料来源：Wind，国元证券研究中心

PCM 占比提升使得公司毛利率由 2015 年 16.4%降低至 2017 年 15.5%，而随着产品结构逐渐稳定，以及 PCM 毛利率提升，公司整体毛利率逐渐回升至 2020 年三

季度 17.1%。公司净利率稳中有升，有 2015 年 8.4%提升至 2020 年 Q3 的 9.4%。

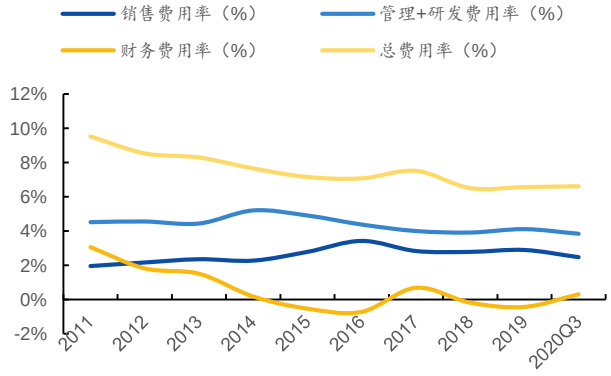
图 6：PCM 占比提升使得公司毛利率降低



资料来源：Wind，国元证券研究中心

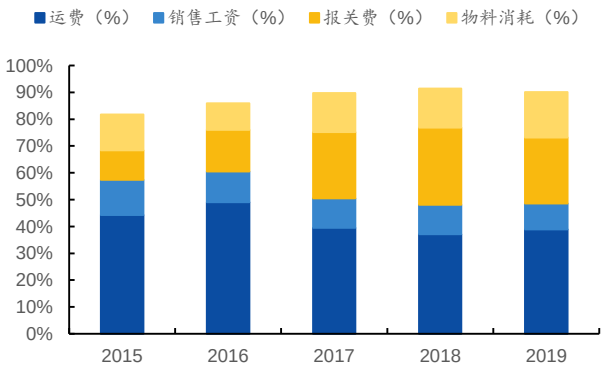
稳定提升的净利率得益于公司对于费用的持续控制。公司整体费用率由 2015 年 7.2%降低之后 2020 年 Q3 的 6.6%。其中销售费用率由 2015 年 2.8%降低至 2020 年 Q3 的 2.5%。拆细来看，运费占销售费用比率由 2015 年 44.2%降低至 2019 年的 38.9%，报关费由于出口占比增加，由 2015 年 11.0%提升至 2019 年 24.7%。

图 7：公司持续控制费用



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 8：公司运费占比持续降低



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.行业稳健增长，外拓仍有空间

2.1 彩涂板行业：兴起于建筑行业，已完成多轮产能转移

彩涂板起源于 20 世纪初的瓦楞铁。这种最先应用于车库的产品在二战期间大量制作。20 世纪 50 年代，美国建造了第一批宽带彩涂层机组，彩涂板逐渐在美国、欧洲和日本得到迅速发展。

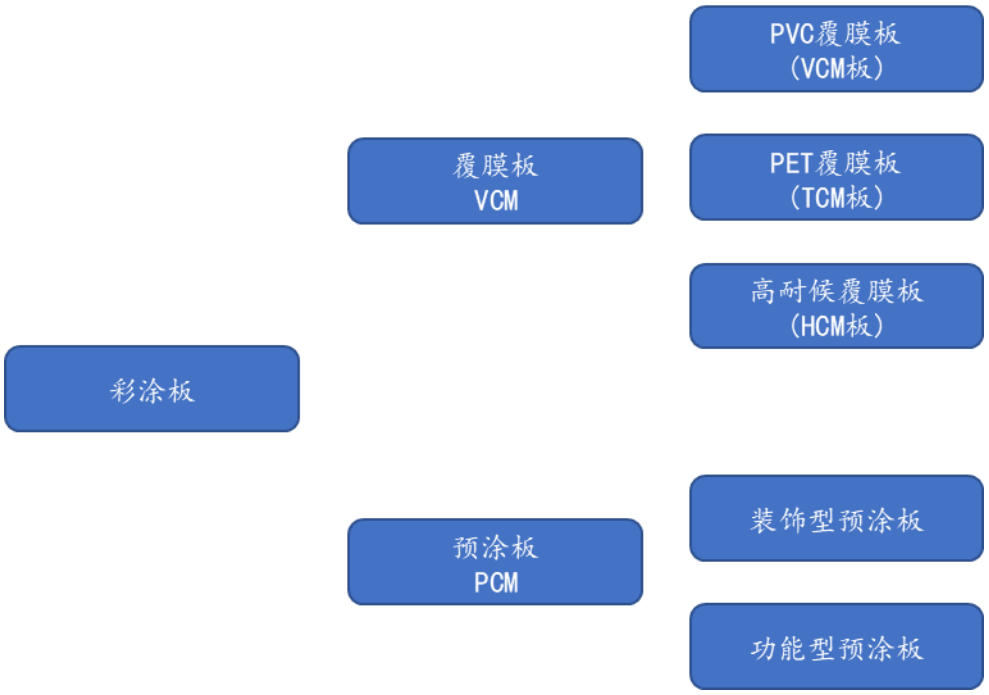
图 9：彩涂板起源于钢预制结构建筑



资料来源：网络资料，国元证券研究中心

目前，**彩涂板可以根据产品复合方式不同分为预涂板（PCM）以及覆膜板（VCM）两大系列。**二者差异在于以金属薄板为基材，表面复合材料的不同。VCM 表面符合高分子膜，PCM 表面涂覆高分子涂料。

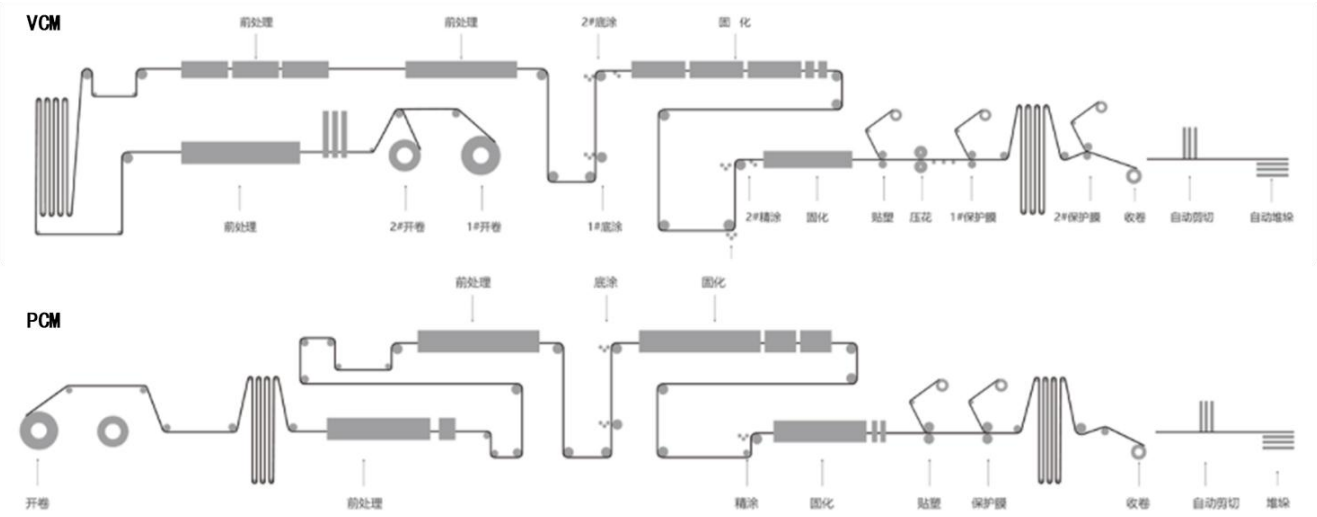
图 10：彩涂板目前分为预涂板和覆膜板



资料来源：拾比佰招股书，国元证券研究中心

表面材料的不同使得 PCM 与 VCM 在生产工艺上略有差异。VCM 生产工艺更为复杂，在经过涂烘之后需要将高分子膜贴型压花。

图 11：PCM 与 VCM 生产略有差异

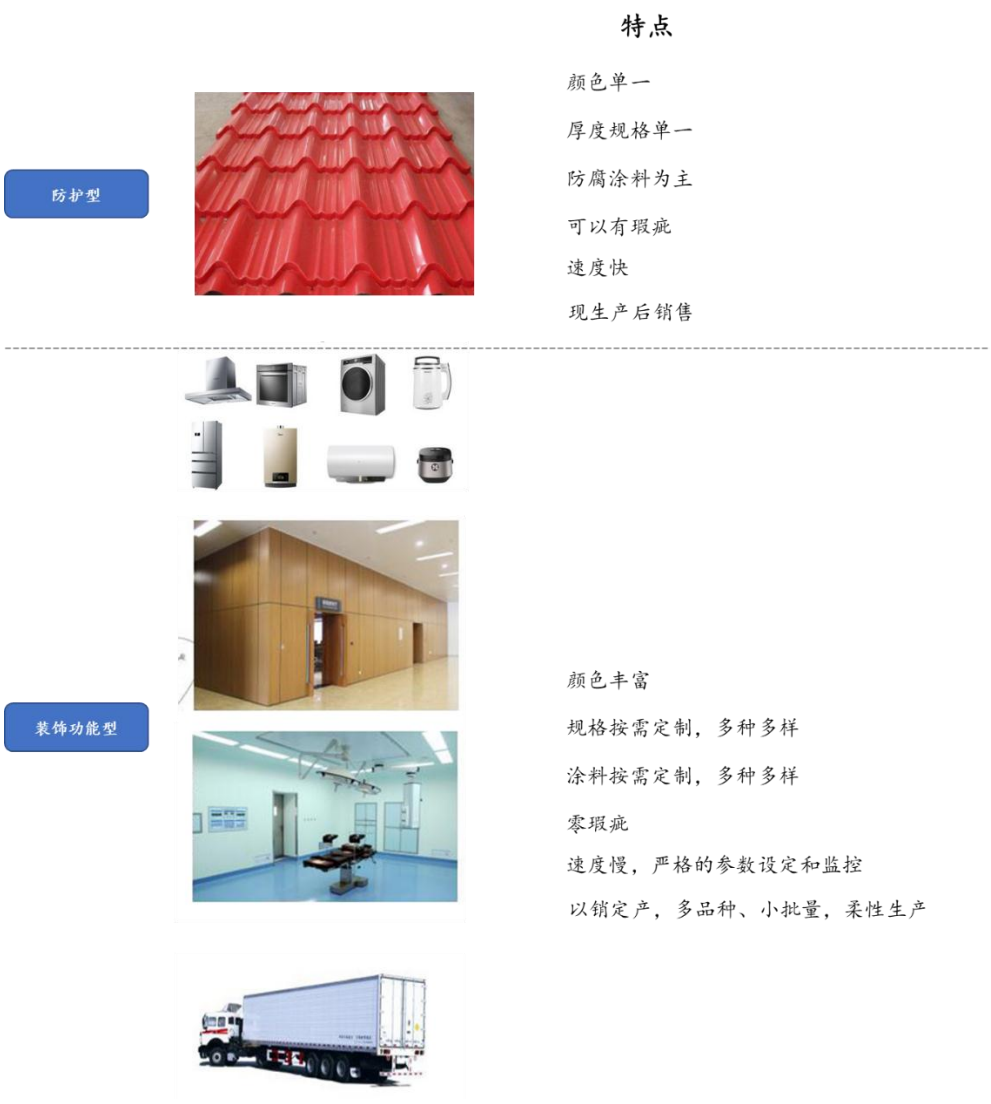


资料来源：拾比佰官网，国元证券研究中心

根据使用范围，彩涂板可分为防护型和装饰功能性。防护型产品主要使用在建筑外墙，产品以防腐涂料为主，颜色、厚度规格较为单一。但生产速度快，可允许存在

瑕疵点。装饰功能型则主要用在家电、装饰性外壁、运输工具等领域。产品颜色丰富、规格和使用涂料按需定制，多种多样。但生产速度较慢，需要零瑕疵。

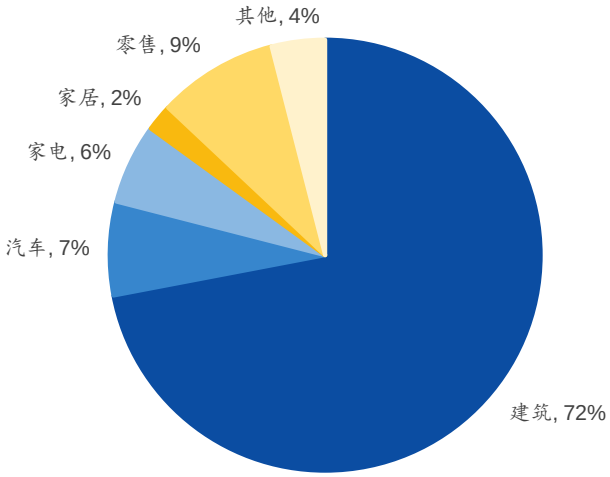
图 12：彩涂板可分为防护型和装饰型



资料来源：拾比佰招股书，国元证券研究中心

彩涂板目前主要应用在建筑领域。从市场份额来看，根据 ECCA2010 年数据，欧洲 72%彩涂板应用于建筑领域，7%应用于汽车，6%应用于家电，2%应用于家居。另外有 9%在零售渠道销售。

图 13：2010 年欧洲主要以建筑为主。

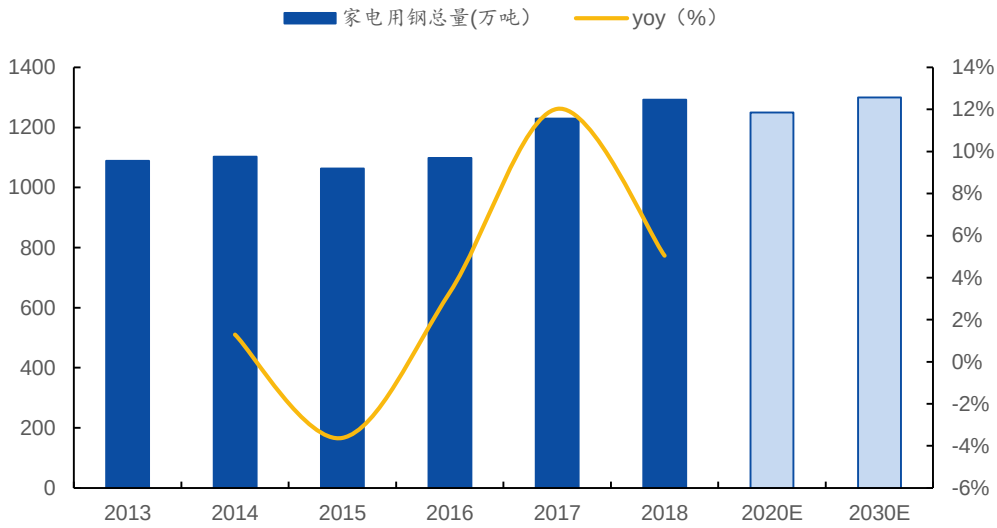


资料来源：ECCA，国元证券研究中心

2.2 国内：龙头集聚，区域竞争

我国家电钢铁用量从 2013 年 1089 万吨平稳增长至 2018 年 1292 万吨，CAGR 为 3.5%。根据《冶金管理》预测，2030 年我国家电耗钢量将稳定在 1300 万吨。

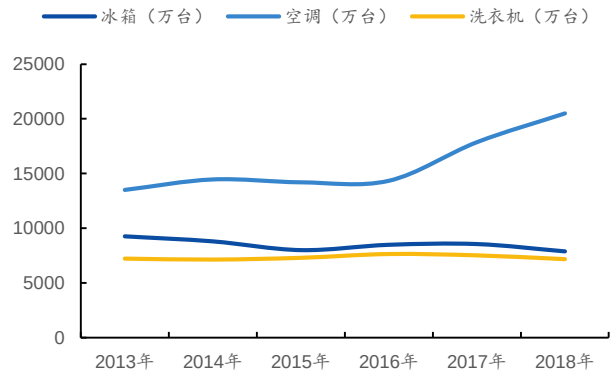
图 14：我国家电耗钢量将保持稳定



资料来源：冶金管理，国元证券研究中心

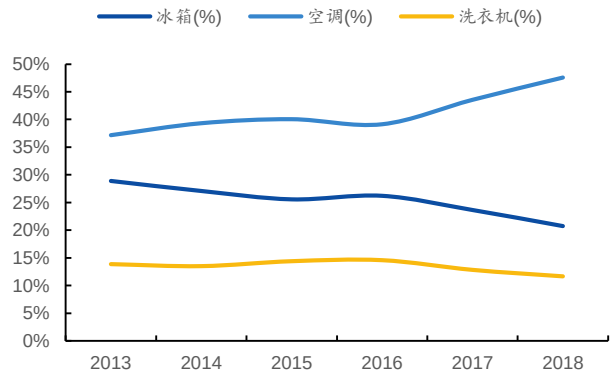
行业整体用钢稳定的同时，由于产品产量差异，内部结构发生较大变化。空调用钢占比由 2013 年 37.2%提升至 47.6%，冰箱用钢占比由 28.9%降低至 20.7%，洗衣机用钢占比由 13.9%降至 11.7%。

图 15：空调产量大幅提升



资料来源：冶金管理，国元证券研究中心

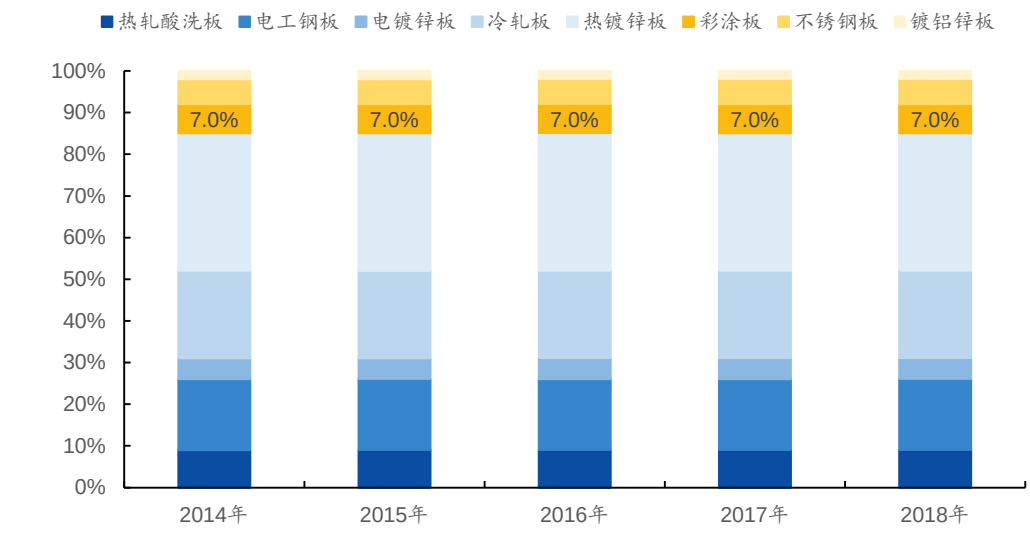
图 16：空调用钢占比提升



资料来源：冶金管理，国元证券研究中心

从板材结构来看，**家电用板材比例保持稳定。**行业用料仍以热镀锌板（33.0%）、冷轧板（占比 21.0%）为主。彩涂板占比始终维持 7.0%的份额，用量由 2014 年 77 万吨增长至 2018 年 90 万吨。

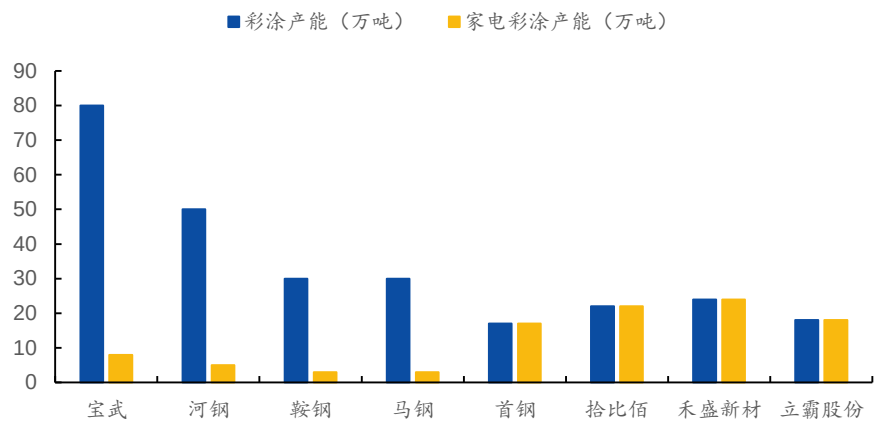
图 17：家电用板材比例保持稳定



资料来源：冶金管理，国元证券研究中心

目前生产彩涂板的企业可分为三类。第一类是宝武、河钢、鞍钢等大型钢厂。该类企业生产规模大、下游品种多，但家电彩涂板产能仅占其一部分。以宝武钢铁为例，目前其彩涂产能达到 80 万吨，但仅有 10%产品应用在家电领域。第二类为规模较大的全国性彩涂板生产商，例如禾盛新材、珠海拾比佰、立霸股份以及苏州新燕等。按照公司公告，目前禾盛新材彩涂板产能 24 万吨，拾比佰 22 万吨，立霸股份 22 万吨。第三类则是区域性的彩涂板生产商，由于技术和资金的限制，主要面向某一区域的客户或者某些特定产品种类供应。

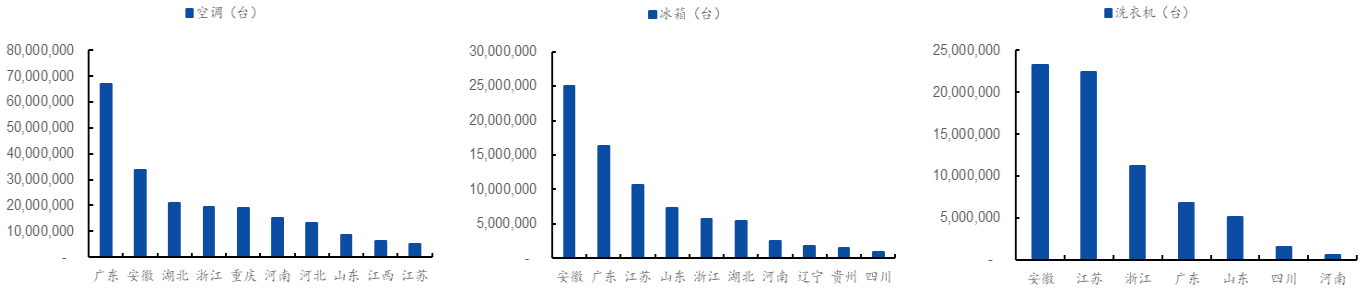
图 18：行业产能分布



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

由于我国白电产能主要集中在广东、安徽、江苏、浙江以及山东等地，**彩涂板行业由于受运输半径限制，目前仍以区域竞争为主。**上游客户较为集中以及家电产品对于稳定性的要求，使得产品进入需要较长时间的产品验证。这也构筑了彩涂板行业的进入壁垒。

图 19：白电产能主要集中在广东、安徽、江苏、浙江以及山东



资料来源：Wind，国元证券研究中心

区域壁垒以及进入壁垒使得彩涂板企业大客户较为集中且地域性明显。以拾比佰和立霸股份为例。拾比佰主要客户为珠三角区域，而立霸股份则以长三角区域为主。

表 1：彩涂板行业有较为明显的区域划分

拾比佰客户	金额（亿元）	占比（%）	立霸客户	金额（亿元）	占比（%）
美的集团	2.8	34.7%	乐金熊猫电器	1.3	23.4%
奥马冰箱	0.5	5.9%	三星电子	0.9	16.9%
长虹美菱	0.4	5.5%	海信集团	0.8	15.1%
海信集团	0.3	4.1%	伊莱克斯	0.4	6.8%
万和集团	0.3	3.8%	美的集团	0.4	6.3%

资料来源：拾比佰公司公告，立霸股份公司公告，国元证券研究中心

注：拾比佰为 2019 年前五大客户，立霸为 2014 年 1-9 月前五大客户

2.3 未来：环保要求下或将稳健发展

我们认为彩涂板行业未来或将保持稳健增长，原因有三：

1.环保要求下对传统喷涂板的替代

由于家电企业“后喷涂”工艺线老化淘汰、行业环保要求趋严以及人力成本上升等多重因素影响，预涂装工艺取代喷涂工艺已渐成趋势。根据立霸股份招股说明书显示，**预涂装工艺的处理速度是喷涂线的 10 倍以上，节约能源 1/6~1/5，这意味着可以降低整体生产成本 5%~10%。**

图 20：预涂装工艺逐渐渠道喷涂工艺

	喷涂工艺	预涂装工艺
流程和工艺	整机厂商先把冷轧板加工装配成型，再在其表面喷涂粉末，工艺效率较低，从而影响家电生产效率	专业材料制造商通过辊涂工艺完成复合膜或者有机涂料的涂覆，家电生产商可以将其直接加工成型做成各种部件或者产品，无需再涂装，简化生产流程
外观质量	外壳颜色单一，涂层厚度不均匀，边角处理粗糙	丰富花色，表面平整耐磨、边角效果好
环保	喷粉前需磷酸盐处理，产生含磷污水，喷涂过程中会形成 20-30%粉末浪费及挥发，形成污染	生产过程节能环保
经济性	占用生产场地大、设备老化以及治污费用增加使得家电制造厂运营成本提升	省去喷涂环节，节省投资和运转费用

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

根据日立电梯在层面制造成本上的测算，在喷涂板和彩涂板单价小于 2.697 元/kg 时，彩涂门板比喷涂门板更便宜，彩涂板价格优势更为明显。

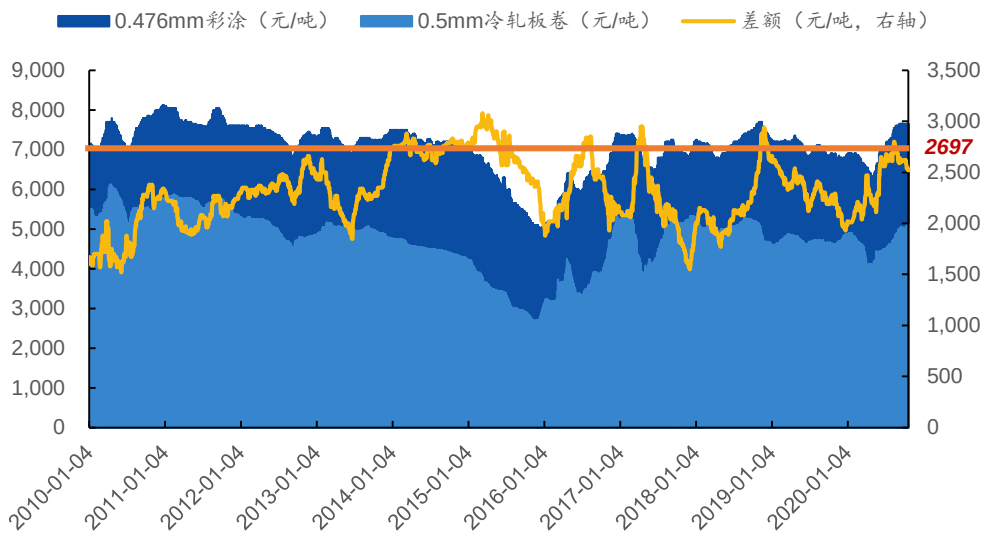
图 21：每吨差价 2697 元时彩涂板比喷涂板更便宜

材料	工件材料费用（元）	钣金加工费（元/件）	喷漆费（元/件）	贴膜费（元）	总费用（元）
喷涂板	66.74	19.42	39.9	3.45	129.51
彩涂板	101.11	19.42	0	0	120.53

资料来源：《彩涂板的应用探讨》，国元证券研究中心

从材料价格趋势来看，目前彩涂板与喷涂板价格差价在绝大部分时间均小于 2697 元/吨，彩涂板价格优势持续显现。

图 22：彩涂板与喷涂板差价绝大多数时间小于 2697 元

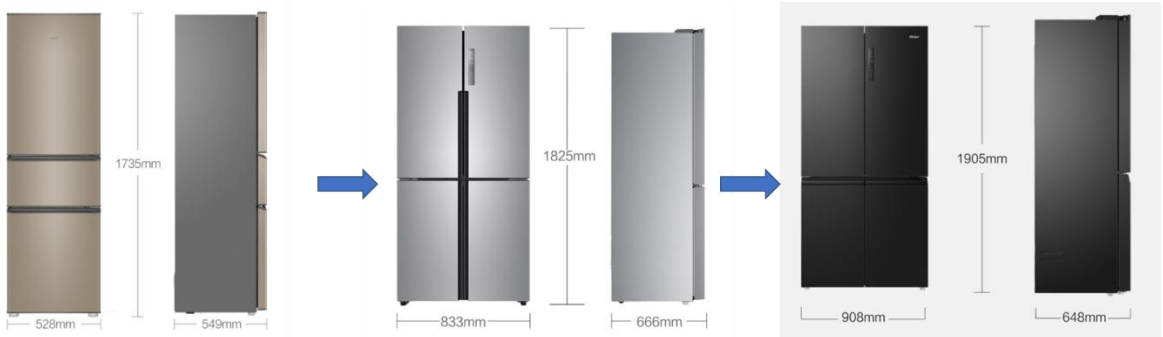


资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.减薄与大容量

随着冰洗产品逐渐大容量化，产品重量逐渐提升。为了降低重量并节约材料，家电企业倾向于采用薄规格、高强度、高塑性的家电板产品。以海尔产品为例，公司产品逐渐从 216L 提升至 545 升，每千克容量有 4.5L/kg 提升至 5L/kg。行业对于超薄、大宽幅板材需求提升

图 23：冰箱变大和减薄趋势延续



价格（元）	1299	3699	5379
容量（L）	216	477	545
重量（KG）	48	94	109
每千克容量（L/KG）	4.5	5.1	5

资料来源：京东官网，国元证券研究中心

3.新领域用板增加

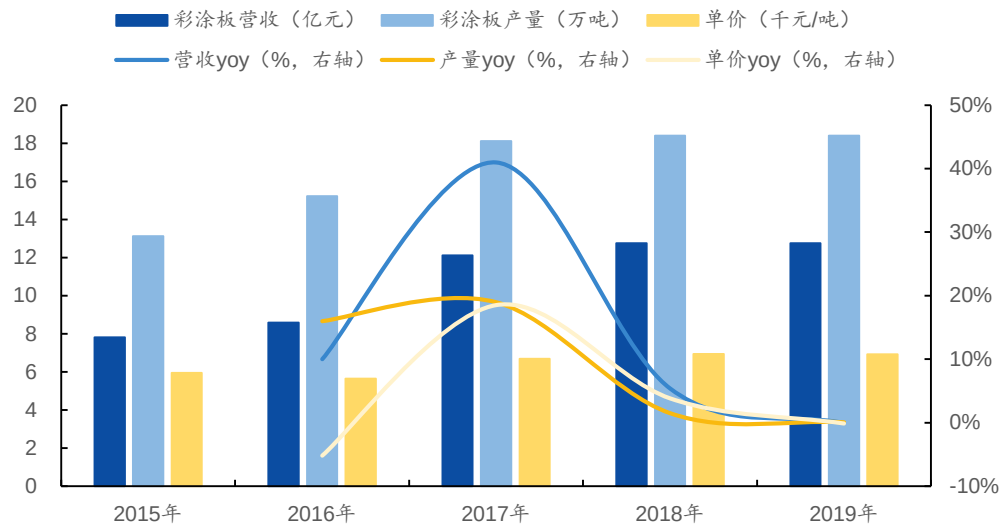
随着大屏幕平板电视的增长，屏幕厚度逐渐降低，为了保障足够的强度，大部分大屏平板电视背板开始采用 PCM 板。同时，由于 VCM 板材拥有钢材的硬度和强度以及丰富的颜色图案选择，目前已逐渐应用在防盗安全门、室内门等领域。

3.产能扩张带来新增长

3.1 研发中心即将建设完毕，公司产能提升

公司收入主要受公司彩涂板产量以及原材料价格影响。2015-2017 年，公司产量由 13.1 万增加至 18.1 万，CAGR17.5%。随后，公司产量保持稳定。公司产品价格在 2016 年下滑 5.2%的基础上，2017 年增长 18.5%，随后保持在单吨 6900 元附近。

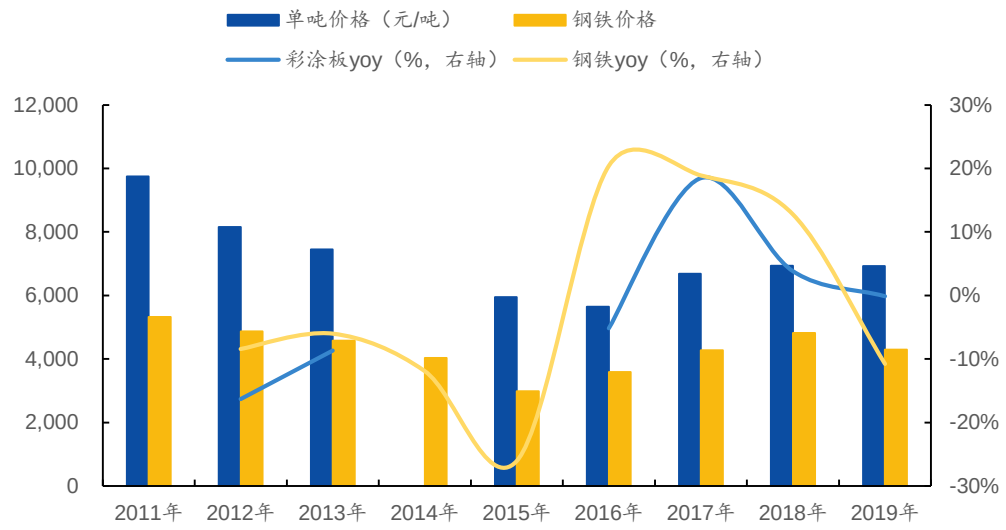
图 24：公司主营业务主要受产量以及钢铁价格影响



资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司彩涂板价格与冷轧板价格走势呈正相关。在 2017~2018 年原材料价格分别上涨 26.4%以及 7.3%，彩涂板价格分别上涨 18.5%以及 3.8%。

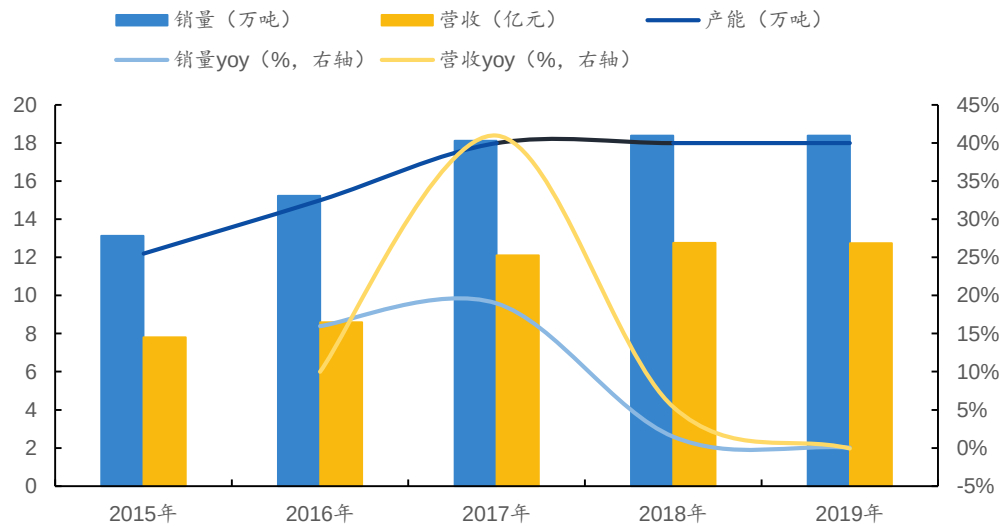
图 25：彩涂板价格与钢材价格走势正相关



资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司销量主要受公司产能影响。2015-2017 年，公司产能由 12.5 万吨提升至 18 万吨，CAGR 为 21.5%。公司销量由 13.1 万吨提升至 18.1 万吨，CAGR 为 17.5%。之后受产能限制公司自 2017 年起销量稳定在 18.2 万吨。

图 26 ：公司目前产量受到产能限制



资料来源：Wind，国元证券研究中心

我们预计公司研发中心投产或将带来近 2 万吨新增产能释放。此次研发中心项目设备工程投入 2300 万元，中试车间配有双头精涂机以及流水线，比照公司覆膜板生产线技改项目投资，我们认为此次或将新增产能 1.9 万吨。

表 2：预计研发中心将带来 2 万吨新增产能空间

项目	占地（平方米）	新增产能（万吨）	固定资产投资（万元）	设备工程（万元）
复合材料研发中心	2700	1.9	4080	2328
覆膜板生产线技改	16784	5	11137	6099

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

同时，研发中心也将释放已有车间承担的试产、研发功能。按照研发中心假设产能估算，我们预计将提升原有车间 10~20%的产能，这将进一步释放 1.8~3.6 万吨产能。预计公司总产能或将达到 21.7~23.5 万吨，同比提升 20.6%~30.6%。

表 3：研发中心投产后预计产能提升 20%-30%

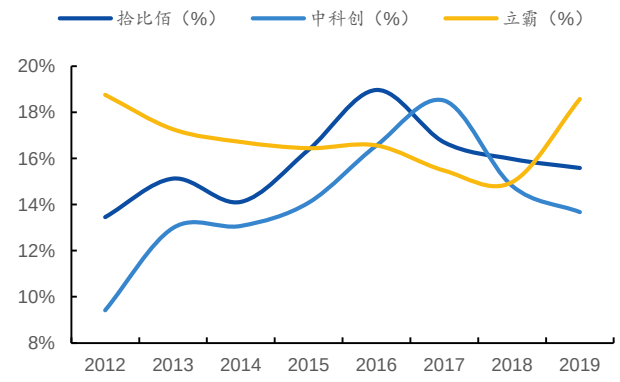
已有产能（万吨）	2020 新增产能（万吨）	转移释放产能（%）	中试线转移释放产能（万吨）	2021 年底产能（万吨）	同比（%）
18	1.9	10%	1.8	21.7	20.6%
		20%	3.6	23.5	30.6%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.2.成本控制能力助力公司稳健增长

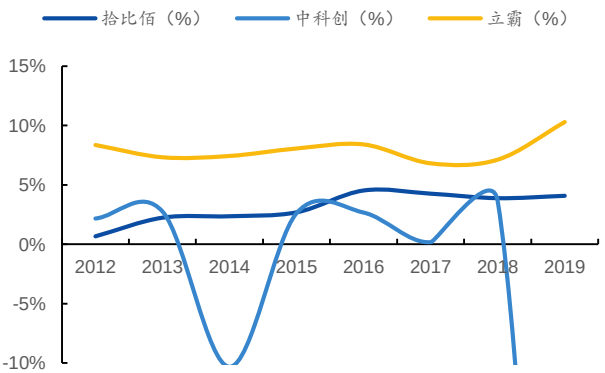
彩涂板行业上下游均较为强势，因此成本控制能力决定了公司盈利情况。同行业对比来看，立霸、拾比佰以及中科创毛利率总体相差不大，2019 年立霸较拾比佰多近 3.0pct。但从净利率情况看，三者差距极大。立霸股份净利率稳定在 7~10%的区间，而拾比佰则在 2~4%的区间，中科创由于包含供应链业务，净利率波动极大。

图 27：毛利率同行业相似



资料来源：Wind，国元证券研究中心

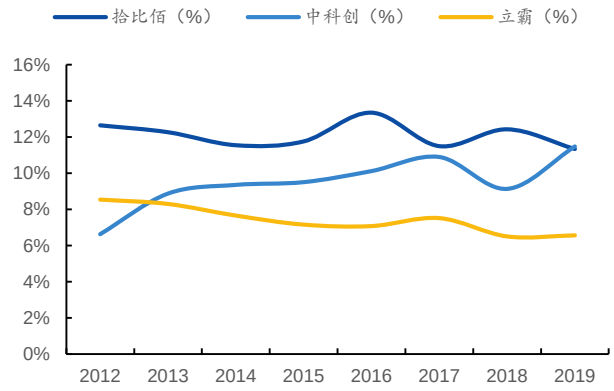
图 28：净利率立霸比同行业高 4pct 以上



资料来源：Wind，国元证券研究中心

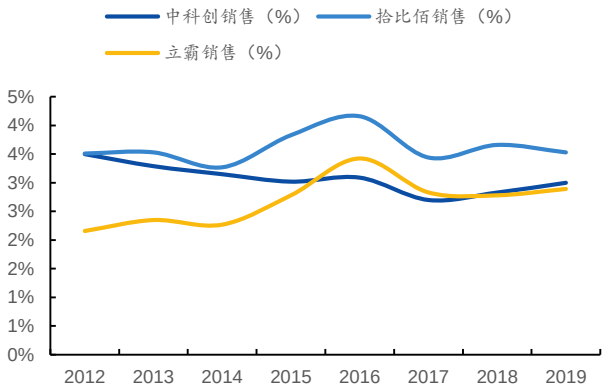
净利率差距主要由总体费用率引起。拾比佰和中科创总费用率稳定在 11.0%区间波动，而立霸股份则由 2015 年 8.5%降至 2019 年 6.6%。拆细来看，行业销售费用用率差距不大，在 3.0%左右；造成费用率差异的主要是财务费用率以及管理+研发费用率。

图 29：总体费用率立霸较同行低 4.0pct 以上



资料来源：Wind，国元证券研究中心

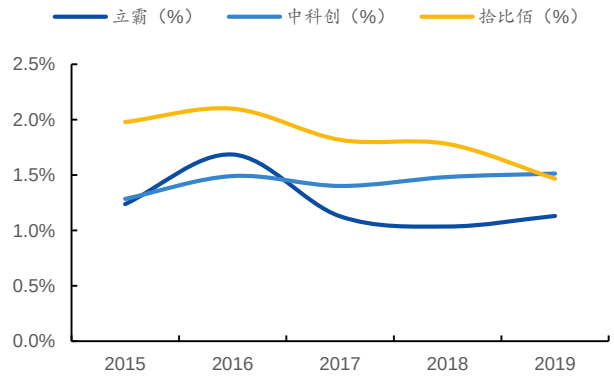
图 30：公司销售费用率与同行相近



资料来源：Wind，国元证券研究中心

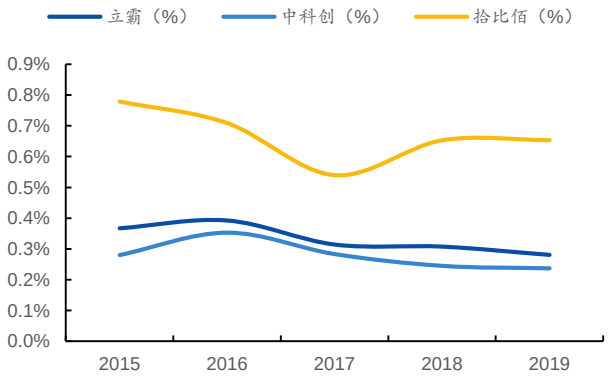
销售费用率总体相似但拆分有差别。立霸股份运输费用率较同业低 0.4pct，销售人员工资费用率较拾比佰低近 0.4pct。但由于公司出口占比较大，出口费用率较拾比佰高 0.3pct。

图 31：立霸运费较同业低 0.3pct



资料来源：Wind，国元证券研究中心

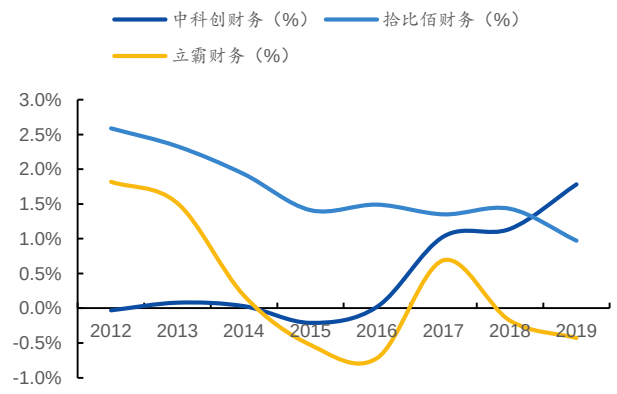
图 32：立霸销售人员工资占比较同行业低



资料来源：Wind，国元证券研究中心

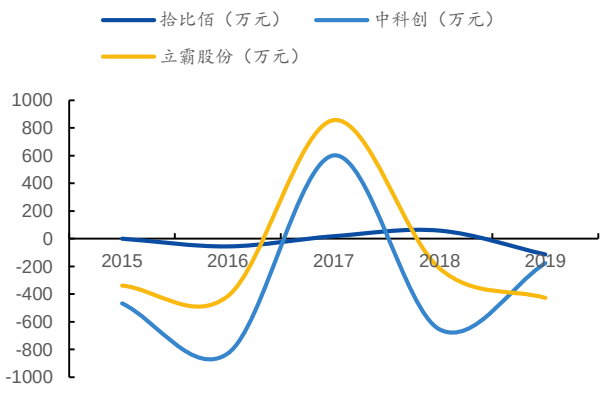
行业占用资金较多，财务费用决定总体费用率。由于彩涂板行业上下游话语权较弱，行业资金占用较大，因此对于资金的使用效率造成了财务费用的差异。立霸股份资金控制良好，财务费用率较同行低近 2.0pct，其主要财务波动来源于出口业务造成的汇兑损益。

图 33：立霸财务费用率较同业低 2.0pct



资料来源：Wind，国元证券研究中心

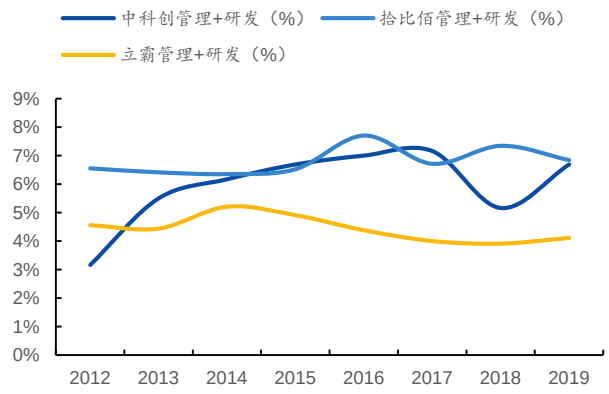
图 34：立霸财务波动主要由汇兑损益造成



资料来源：Wind，国元证券研究中心

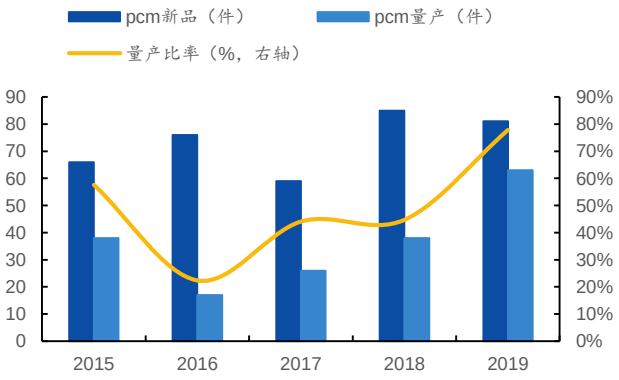
高效研发能力使得研发费用率低于同行业。立霸区别于行业费用率的另一个方面在于其高效的研发能力，立霸 pcm 新品/量产比从 2016 年的 22.4%提升至 2019 年 77.8%。这使得立霸研发+管理费用率较同行业低近 2.0pct。

图 35：立霸管理+研发费用较同行低 2pct



资料来源：Wind，国元证券研究中心

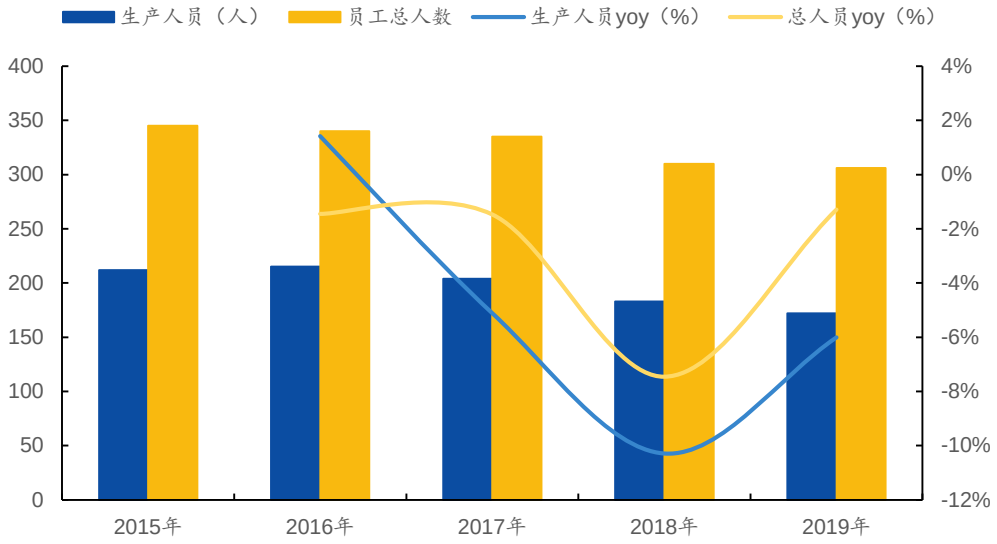
图 36：立霸研发量产率逐年提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

高效的经营能力使得立霸产能提升的同时，总人员数量由 345 人降低至 306 人。生产人员由 212 人降低至 172 人。

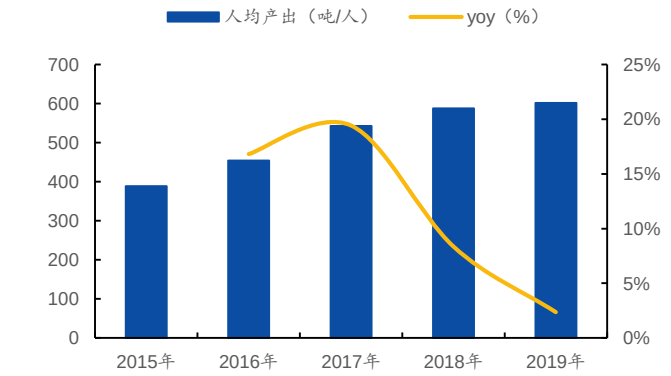
图 37：公司产能提升的同时员工数降低



资料来源：Wind，国元证券研究中心

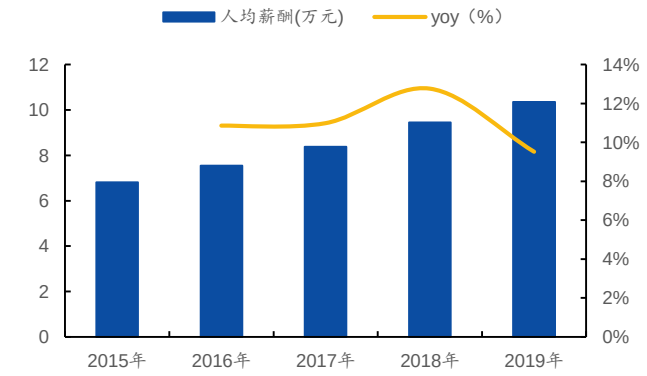
这使得公司人均薪酬由 2015 年 6.8 万提升至 2019 年 10.4 万，人均产出由 388.9 吨/人提升至 601.9 吨/人。

图 38：公司员工产出持续提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 39：公司人均薪酬增加

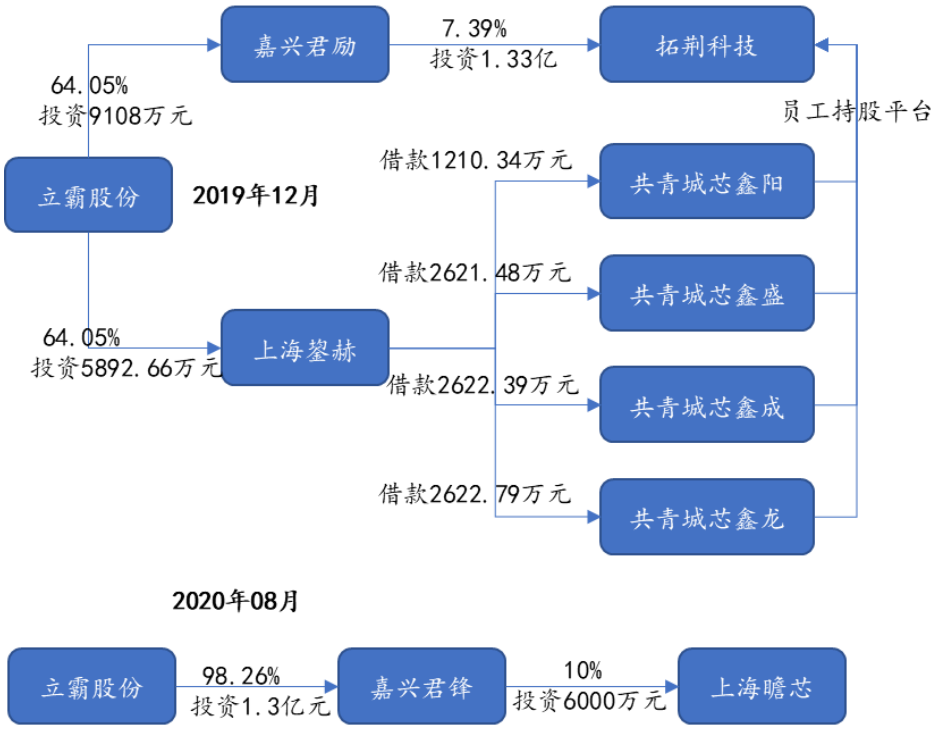


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.3.半导体投资为公司带来弹性空间

为了提高公司资金使用效率，提高投资渠道，公司在 2019 年及 2020 年分别投资 1.5 亿元以及 1.3 亿元于半导体领域。

图 40：公司目前已经投资拓荆科技以及上海瞻芯科技



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2019 年公司投资 9108 万元参与设立嘉兴君励投资合伙企业对沈阳拓荆科技进行投资，同时公司参与成立上海鋆赫商务咨询合伙企业向沈阳拓荆科技有限公司的员工持股平台提供财务资助借款。沈阳拓荆成立于 2010 年 4 月，是由海外专家团队和中科院所属企业共同发起成立的国家高新技术企业，公司拥有 12 英寸 PECVD、ALD、3D NAND PECVD 三个完整系列产品。目前公司厂房第一期生产能力可实现年产 100 台套，全部投产可达 350 台套设备，支撑年产值 50 亿元。**立霸股份间接持有 4.73%。**

2020 年公司参投的嘉兴君锋投资 6000 万元参与上海瞻芯电子科技有限公司 A 轮股权融资，目前占比 10%。瞻芯科技成立于 2017 年 7 月，目前已实现 SiC MOSFET 专用驱动芯片 IVCR1401 和 Si MOSFET 驱动芯片、SiC SBD 以及 SiC MOSFET 的量产。

4.投资建议

我们假设：

1. 公司研发中心投产后，公司产能 2021 年达到 22 万吨，2022 年达到 24 万吨；
2. 公司产品价格维持稳定，我们预计 2020-2022 年公司产品价格分别为 6900 元/吨、6900 元/吨以及 6950 元/吨；
3. 随着公司产能扩大，公司凭借其产品质量可以获得增量客户订单。

表 4：盈利预测及拆分

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VCM/PCM 销售额（亿元）	7.81	8.59	12.11	12.76	12.75	12.42	14.97	16.51
yoy		*10.0%*	*41.0%*	*5.4%*	*-0.1%*	*-2.6%*	*20.6%*	*10.2%*
PCM&VCM 量（万吨）	13.13	15.23	18.12	18.39	18.40	18.00	21.70	23.75
yoy	*24.19%*	*16.0%*	*19.0%*	*1.5%*	*0.1%*	*-2.2%*	*20.6%*	*9.4%*
公司产能（万吨））	12.2	15	18	18	18	18	22	24
yoy		*23.0%*	*20.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*22.2%*	*9.1%*
单吨价格（元/吨）	5948.2	5640.2	6683.2	6938.6	6929.3	6900	6900	6950
yoy		*-5.2%*	*18.5%*	*3.8%*	*-0.1%*	*-0.4%*	*0.0%*	*0.7%*

资料来源：国元证券研究中心

基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年营收 12.5 亿元、15.1 亿元、以及 16.6 亿元，归母净利润分别为 1.1 亿元、1.4 亿元以及 1.7 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 30.6、24.3 以及 20.8 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

5.风险提示

1.公司产能扩张不及预期；

2.公司新增客户订单不及预期；

3.公司投资收益不及预期的风险。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	830.05	939.09	900.18	1020.58	1138.86
现金	221.22	218.03	150.00	150.00	197.81
应收账款	298.72	219.71	245.35	292.03	317.31
其他应收款	0.59	0.57	1.45	1.31	1.49
预付账款	109.69	80.05	87.53	101.73	113.56
存货	141.70	84.89	115.21	129.64	141.04
其他流动资产	58.14	335.85	300.64	345.87	367.66
非流动资产	116.97	270.35	211.80	142.55	130.64
长期投资	0.00	150.01	60.00	0.00	0.00
固定资产	91.26	81.06	109.54	111.85	105.72
无形资产	18.66	19.14	19.14	19.14	19.14
其他非流动资产	7.04	20.14	23.12	11.56	5.78
资产总计	947.02	1209.44	1111.99	1163.13	1269.50
流动负债	232.23	475.37	329.31	300.52	324.47
短期借款	0.00	0.00	75.03	0.21	0.00
应付账款	68.68	55.11	65.22	79.51	87.80
其他流动负债	163.55	420.26	189.05	220.80	236.67
非流动负债	1.44	2.33	1.44	1.74	1.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.44	2.33	1.44	1.74	1.84
负债合计	233.67	477.69	330.75	302.26	326.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	221.94	221.94	221.94	221.94	221.94
资本公积	89.52	89.52	89.52	89.52	89.52
留存收益	401.89	420.29	469.78	549.41	631.74
归属母公司股东权益	713.35	731.75	781.24	860.87	943.20
负债和股东权益	947.02	1209.44	1111.99	1163.13	1269.50

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	71.46	256.30	-119.30	87.00	131.61
净利润	91.46	132.20	116.07	146.21	171.10
折旧摊销	13.05	13.20	15.64	20.25	22.92
财务费用	-2.31	-5.46	3.18	-0.40	-11.19
投资损失	-2.93	-0.78	-5.00	-5.00	-5.00
营运资金变动	-34.68	113.82	-253.59	-77.12	-47.82
其他经营现金流	6.88	3.32	4.40	3.06	1.60
投资活动现金流	8.58	-158.02	46.01	54.00	-6.00
资本支出	10.90	16.91	50.00	10.00	10.00
长期投资	0.00	150.01	-90.01	-60.00	0.00
其他投资现金流	19.48	8.90	6.00	4.00	4.00
筹资活动现金流	-101.36	-112.93	5.27	-141.00	-77.80
短期借款	0.00	0.00	75.03	-74.82	-0.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	61.94	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-91.96	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-71.34	-112.93	-69.77	-66.18	-77.58
现金净增加额	-23.45	-12.72	-68.03	0.00	47.81

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1282.68	1284.27	1250.88	1506.06	1662.69
营业成本	1090.71	1045.72	1035.26	1242.32	1371.89
营业税金及附加	5.37	6.22	5.79	7.08	7.77
营业费用	35.64	37.09	35.27	42.52	48.05
管理费用	9.70	10.60	9.63	11.58	12.77
研发费用	40.35	42.12	35.00	42.00	44.00
财务费用	-2.31	-5.46	3.18	-0.40	-11.19
资产减值损失	-3.29	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.93	0.78	5.00	5.00	5.00
营业利润	103.74	151.78	131.74	165.97	194.40
营业外收入	0.12	1.14	1.00	1.00	1.00
营业外支出	1.17	2.02	1.00	1.00	1.00
利润总额	102.69	150.91	131.74	165.97	194.40
所得税	11.23	18.71	15.67	19.75	23.29
净利润	91.46	132.20	116.07	146.21	171.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	91.46	132.20	116.07	146.21	171.10
EBITDA	114.47	159.52	150.56	185.82	206.12
EPS（元）	0.41	0.60	0.52	0.66	0.77

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	4.86	0.12	-2.60	20.40	10.40
营业利润(%)	8.94	46.31	-13.20	25.98	17.13
归属母公司净利润(%)	9.55	44.54	-12.20	25.97	17.02
获利能力					
毛利率(%)	14.97	18.57	17.24	17.51	17.49
净利率(%)	7.13	10.29	9.28	9.71	10.29
ROE(%)	12.82	18.07	14.86	16.98	18.14
ROIC(%)	18.54	36.61	18.64	20.75	21.87
偿债能力					
资产负债率(%)	24.67	39.50	29.74	25.99	25.70
净负债比率(%)	0.00	0.00	22.69	0.07	0.00
流动比率	3.57	1.98	2.73	3.40	3.51
速动比率	2.96	1.80	2.38	2.96	3.08
营运能力					
总资产周转率	1.35	1.19	1.08	1.32	1.37
应收账款周转率	4.48	4.68	5.08	5.29	5.15
应付账款周转率	17.31	16.90	17.21	17.17	16.40
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.60	0.52	0.66	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	1.15	-0.54	0.39	0.59
每股净资产(最新摊薄)	3.21	3.30	3.52	3.88	4.25
估值比率					
P/E	38.22	26.44	30.12	23.91	20.43
P/B	4.90	4.78	4.47	4.06	3.71
EV/EBITDA	27.21	19.53	20.69	16.76	15.11

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。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本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188