

## 华丽转身，拐点将现

——华映科技（000536）深度报告

2016年08月12日

强烈推荐/首次

华映科技	深度报告
------	------

### 报告摘要：

**公司模组业务稳定。**公司模组业务经历前期高速增长之后，将在实际控制人中华映管的支持下保持稳定，为公司转型提供良好的环境。

**公司后续将向三个方向转型：扩大盖板玻璃产能和生产 3D 玻璃、金属氧化物面板和智能制造。**

- ◆ 子公司科立视为国内首家采用溢流法生产高品质盖板玻璃的企业，产品良率已经提升至 80%。此外，拥有较高的 3D 盖板玻璃生产能力，良率达到 50%。定增扩产后，盖板玻璃产能增加约 11 倍。盖板玻璃及 3D 盖板玻璃今年上半年营业收入为 2417 万元，2017 年盖板玻璃二级项目量产以及 3D 盖板玻璃普及，预计盖板玻璃及 3D 盖板玻璃后续有望持续高速增长。
- ◆ 投资 120 亿生产 IGZO 面板。IGZO 相比 a-Si 和 LTPS 均有较多优势，特别是能够对 a-Si 形成有效替代。公司 IGZO 技术成熟，项目已于 2015 年 9 月开工建设，预计在 2017 年 7 月试投产。将为公司贡献丰厚利润。
- ◆ 智能制造方面，实际控制人中华映管在 TFT-LCD 设备制造方面拥有约 40 年的制造与销售经验，公司将有效利用实际控制人的人才、技术及经验，发展国内市场。此外，公司拥有冷激光切割设备生产技术。

**公司定增项目已经拿到证监会批文，定增如能顺利完成，巨额资本将助力公司各项业务顺利推进。**

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 51.49 亿元、62.1 亿元和 127.15 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 5 亿元、6 亿元和 10.1 亿元；假设此次定增新增 9 亿股本，每股收益分别为 0.28 元 0.34 元和 0.58 元，对应 PE 分别为 53.3、43.9 和 25.7；考虑到公司在多方面业务顺利推进，假设公司 2017 年达到电子板块整体估值 68 倍，对应目标价为 23.1 元，维持公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,018.19	5,433.57	5,149.00	6,210.15	12,715.4
增长率(%)	26.59%	-22.58%	-5.24%	20.61%	104.75%
净利润(百万元)	374.07	200.60	499.82	603.49	1,011.80
增长率(%)	-29.07%	-46.37%	149.16%	20.74%	67.66%
净资产收益率(%)	8.91%	5.22%	15.63%	16.83%	23.98%
每股收益(元)	0.32	0.20	0.28	0.34	0.58
PE	42.40	69.69	48.57	39.79	23.24
PB	3.78	3.64	3.52	3.11	2.59

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

### 杨若木

010-66554032 y angm@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480510120014

### 联系人：余江

010-66554014 y ujiang@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480116030030

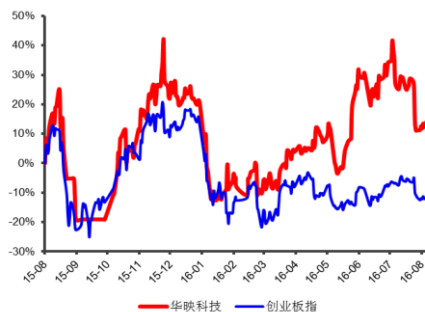
### 联系人：贺茂飞

010-66554014 hemf@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间(元)	9.88-18.03
总市值(亿元)	105.8
流通市值(亿元)	105
总股本/流通 A 股(万股)	77900/77700
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	3.57

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 目 录

1. 模组业务稳定，护航公司转型 .....	4
1.1 公司模组业务总体稳定 .....	4
1.2 华丽转身，布局三大方向 .....	5
2. 盖板玻璃及 3D 玻璃业务将为公司业绩增添亮色 .....	5
2.1 公司是国内首家采用溢流法生产盖板玻璃生产技术的企业 .....	6
2.2 盖板玻璃及 3D 玻璃市场广阔、毛利高 .....	7
2.3 公司募资扩产，加码盖板玻璃 .....	10
3. IGZO 优势凸显，市场空间巨大 .....	11
3.1 IGZO 技术优势明显 .....	11
3.2 IGZO 市场空间大，国内竞争少 .....	13
3.3 公司 IGZO 技术成熟，投入巨资布局 IGZO 面板业务 .....	15
4. 借力中华映管，开拓智能制造 .....	15
5. 巨额资本助力公司项目推进 .....	16
6. 盈利预测与估值 .....	16

## 表格目录

表 1:三种盖板玻璃制造工艺比较 .....	6
表 2:IGZO 与 a-Si 对比 .....	13
表 3:IGZO 与 LTPS 制程温度对比 .....	13
表 4:公司募投项目明细 .....	16
表 5: 公司盈利预测表 .....	18

## 插图目录

图 1: 2011-2015 公司营收及增速 .....	4
图 2: 2011-2015 公司归属于母公司股东净利润及增速 .....	5
图 3: 公司向三大方向转型 .....	5
图 4: 公司溢流法生产工艺流程 .....	7
图 5: Gartner 全球智能手机出货量及增速 .....	7
图 6: 国内品牌智能手机出货量及同比增速 .....	8
图 7: CNC 切割 .....	9
图 8: 冷激光切割 .....	9
图 9: S6 Edge .....	9
图 10: S7 Edge .....	9
图 11: vivo Xplay5 .....	10

图 12: iPhone 8 构想图.....	10
图 13: 3D 盖板玻璃销量及增速预测.....	10
图 14: 子公司科立视盖板玻璃全产业链生产能力.....	11
图 15: IGZO 液晶面板结构.....	12
图 16: TFT-LCD 液晶屏幕结构.....	12
图 17: 2015 年各种智能手机面板技术全球市场份额.....	14
图 18: 2016 年各种智能手机面板技术全球市场份额.....	14
图 20: 智能制造中心架构.....	15
图 21: 冷激光切割设备.....	16

## 1. 模组业务稳定，护航公司转型

### 1.1 公司模组业务总体稳定

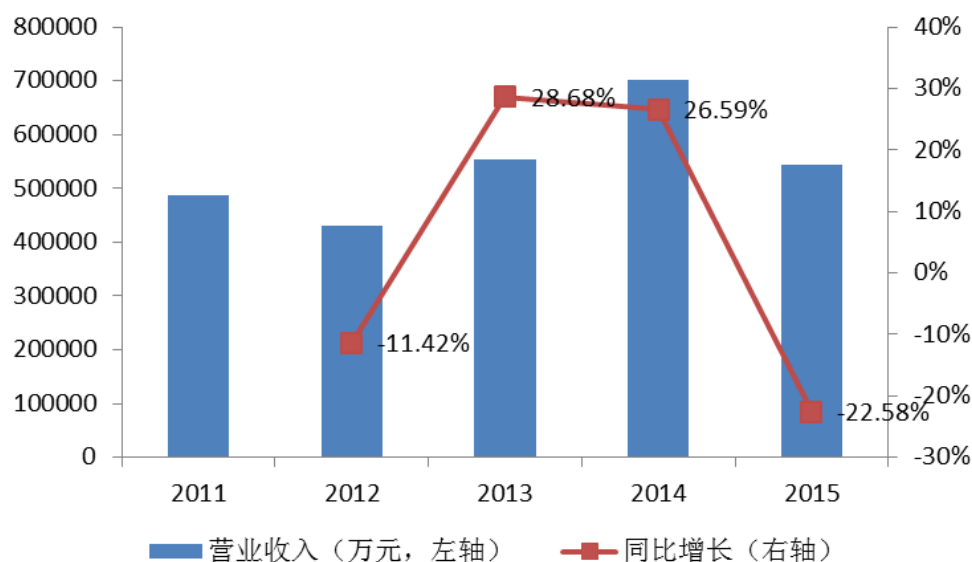
2009年，中华映管旗下四家子公司打包借壳闽闽东登陆深交所主板。2009年9月，闽闽东重大资产重组，向中华映管旗下的华映百慕大和华映纳闽发行股份，收购福建华显、深圳华显、华冠光电和华映视讯四家子公司75%股权，华映科技诞生。

成功借壳之后，华映科技主营业务为液晶模组制造。2011年开始，跟随实际控制人中华映管的步伐，逐步扩大中小尺寸液晶模组产品。

- ◆ 2011年11月-2013年1月，公司合计收购华映光电75%股权，布局中小尺寸液晶模组。
- ◆ 在外延并购的同时，公司对大尺寸生产线进行改造。至2013年3月，子公司福建华显、华映吴江和华冠光电的中小尺寸产能已经分别扩充到130万片/月、150万片/月和20万片/月。

在智能手机及平板热潮带动之下，2012年以后公司营收快速增长。2015年，由于智能手机市场饱和，公司营收有一定下滑。

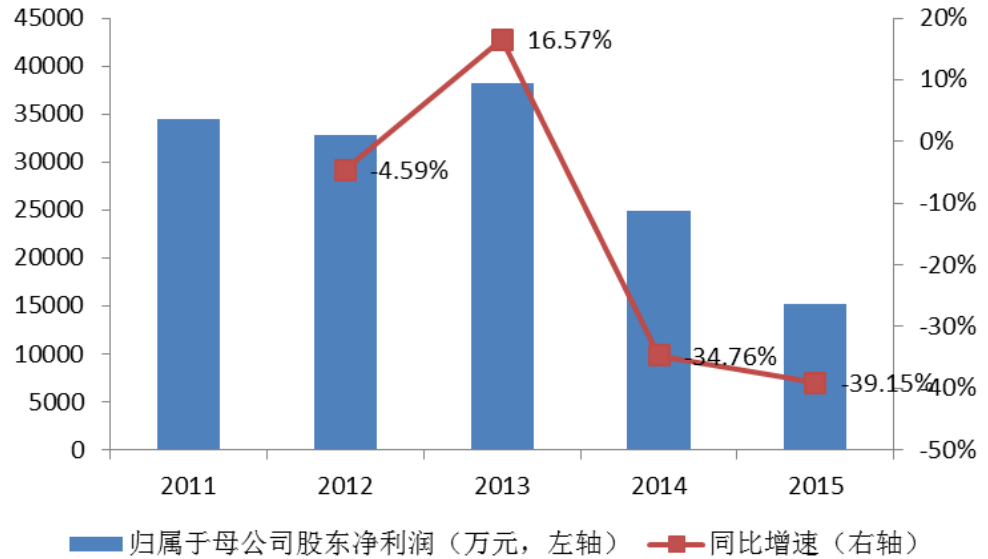
图 1：2011-2015 公司营收及增速



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2011-2013年盈利总体稳定。2014年子公司华映视讯未取得高新技术企业税收优惠，所得税税率有15%大幅增长至25%，且大幅增加了对华星光电的大尺寸液晶加工业务，导致归属于母公司股东净利润大幅下滑。2015年，子公司科立视折旧费用较上年增加9343万元，对公司盈利影响较大。

图 2: 2011-2015 公司归属于母公司股东净利润及增速



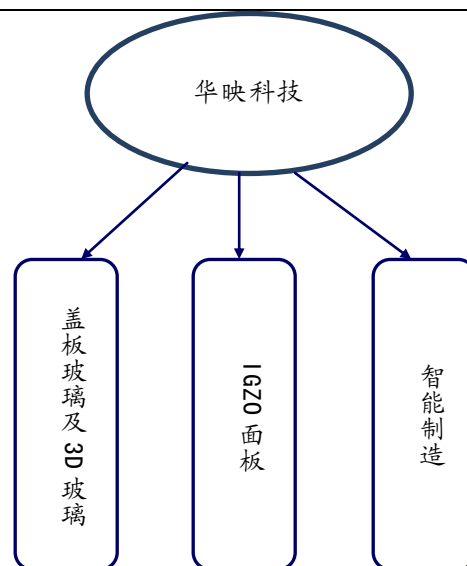
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

后续在大股东中华映管的支持下, 液晶模组业务总体将保持稳定, 这将为公司转型提供良好的环境基础。

### 1.2 华丽转身, 布局三大方向

公司从 2011 年开始布局转型, 切入盖板玻璃领域。2015 年开始, 在计划继续扩大盖板玻璃产能以及生产 3D 玻璃的同时, 开始布局 IGZO 面板和智能制造。

图 3: 公司向三大方向转型



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 盖板玻璃及 3D 玻璃业务将为公司业绩增添亮色

## 2.1 公司是国内首家采用溢流法生产盖板玻璃生产技术的企业

公司子公司科立视主要从事平板显示屏及触控组件材料器件的研发、设计、生产、销售和售后服务，是国内首家采用溢流法生产铝硅酸盐类盖板玻璃的公司。目前国内采用溢流法生产铝硅酸盐类盖板玻璃的公司仅有科立视和彩虹，国产替代空间巨大。

目前主要有三种盖板玻璃生产工艺：浮法、铂合金流孔下引法和溢流法。

表 1:三种盖板玻璃制造工艺比较

	熔窖建造占地空间	投资金额	建厂周期/月	玻璃平板面积大小	后续加工程度	代表厂商
浮法	占地面积大	比较大	18-24	大面积	居中，一面需要研磨或抛光	日本旭硝子
铂合金流孔下引法	占地面积小	适中	15-18	中小面积	最高，两面需要研磨或抛光	电气硝子
溢流法	占地面积小	较小	15-18	中大面积	最低，不需要加工	康宁、日本板硝子、科立视、彩虹

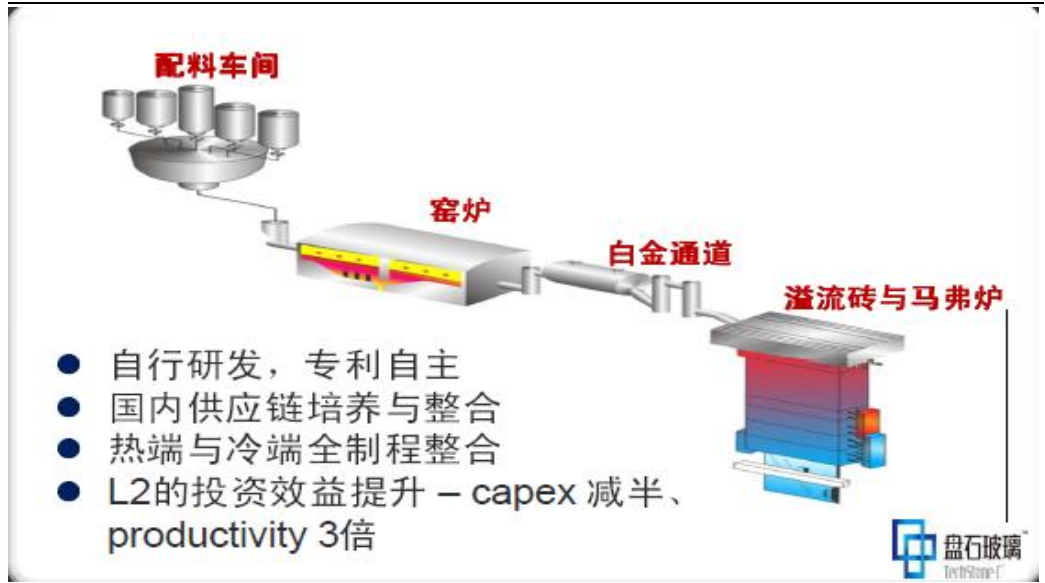
资料来源：东兴证券研究所

溢流法是目前最先进的盖板玻璃生产工艺，拥有诸多优点：

- ◆ 有较高的玻璃应变点，使玻璃基材具有更佳的热安定性与热收缩性；
- ◆ 具有较低的密度，可使玻璃基材较轻和较少的重力热塑成形；
- ◆ 具有更佳的耐化学性，使玻璃的制造能在较严苛的蚀刻条件下进行；
- ◆ 与硅晶体有更接近的热膨胀系数，因而具备玻璃上制备镶嵌芯片的可能性；
- ◆ 较高的机械强度；不会有碱金属离子（如钠离子等）经由扩散作用，自玻璃表面迁移至晶体管数组中，因而破坏晶体管组件；
- ◆ 在玻璃成形过程中，可通过温度控制调整玻璃熔体的黏度。

公司盖板玻璃生产工艺先进，能够生产出透明度高、轻薄、平整的盖板玻璃，公司生产的盖板玻璃最薄能够达到 0.2mm。

图 4: 公司溢流法生产工艺流程



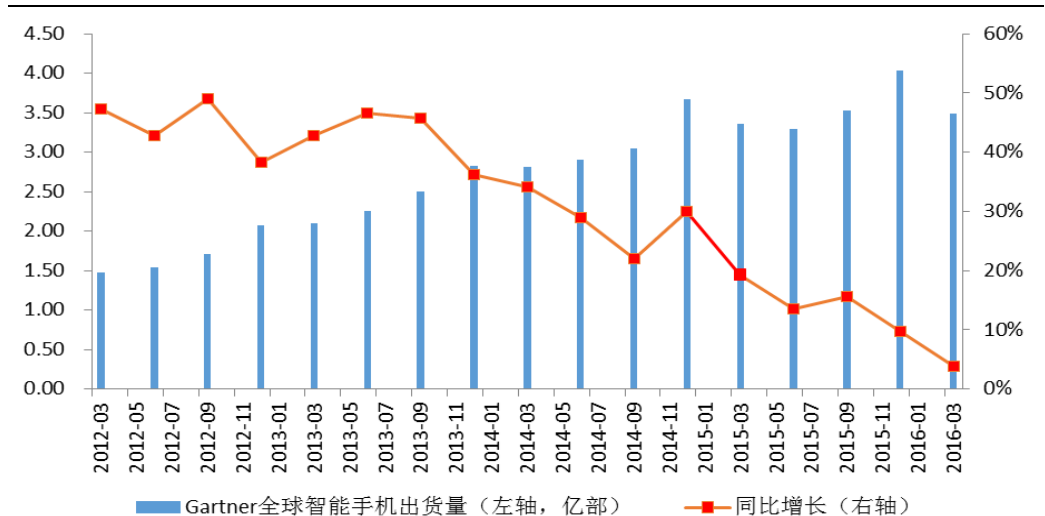
资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

## 2.2 盖板玻璃及 3D 玻璃市场广阔、毛利高

盖板玻璃是触摸屏的保护层, 在消费电子、汽车中控屏、工业控制等方面有着广泛应用。

智能手机市场仍有增长空间。根据 Gartner 数据, 2016 年一季度, 全球智能手机出货量为 3.49 亿部, 同比增长 3.85%, 在中国市场接近饱和的情况下增速较去年同期放缓, 但是以印度为主的广大发展中国家仍有较大市场空间。

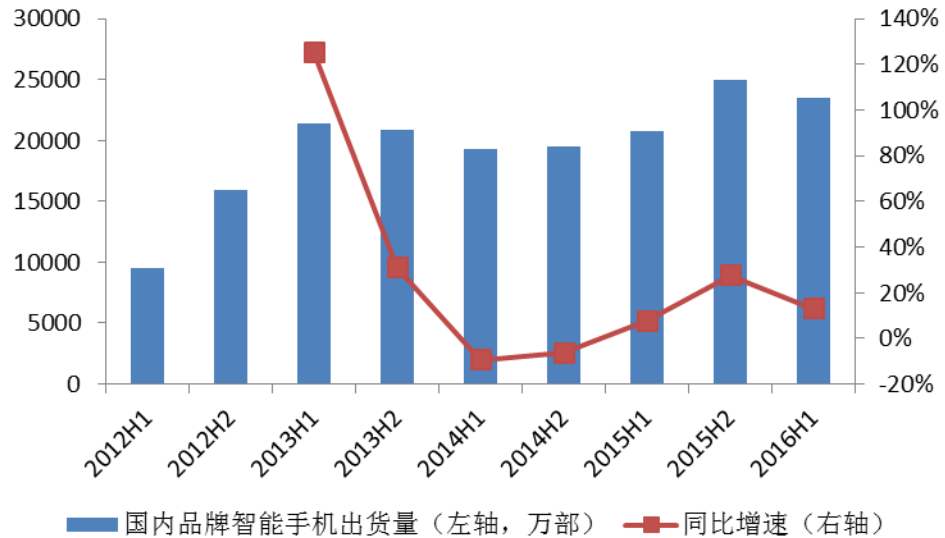
图 5: Gartner 全球智能手机出货量及增速



资料来源: Gartner, 东兴证券研究所

国产品牌智能手机出货量稳步上升，有助于公司的盖板玻璃取得较大市场份额。国际手机厂商市场份额缩减，且其盖板玻璃供应比较稳定，公司介入较困难。公司盖板玻璃品质高，且运输等各方面比较方便，比较容易切入国产手机盖板玻璃供应链。国产品牌智能手机出货量稳步上升，有助于公司盖板玻璃扩大市场份额。

图 6：国内品牌智能手机出货量及同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

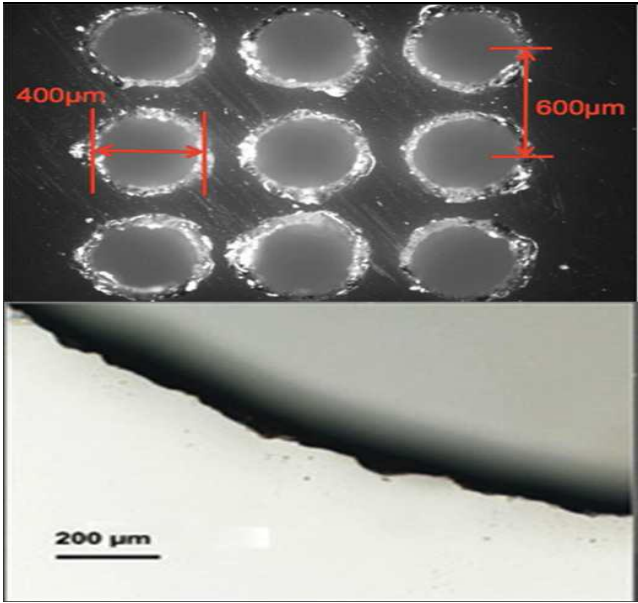
盖板玻璃市场空间大，有较大的增长潜力。2015 年全球盖板玻璃出货面积约为 3300 万平方米，同比增长 13%，市场规模为 101.7 亿美元。The Market Reports 认为在移动设备以及汽车带动下，2016-2020 年盖板玻璃市场将以 11% 的年复合增长率增长，预计到 2020 年，全球盖板玻璃市场规模约为 170 亿美元。

国内高铝盖板玻璃几乎被外资垄断，国产替代空间大。国内高铝盖板玻璃起步晚，且生产门槛高，国内高铝盖板玻璃市场几乎被美国康宁、日本旭硝子和德国肖特三家公司垄断。而子公司科立视国内首家采用溢流法生产高品质盖板玻璃的企业，产品良率已经提升至 80%。

公司不仅可以生产高品质盖板玻璃，还拥有较高的 3D 盖板玻璃生产能力。公司进口韩国热弯机设备，配合自身先进的生产工艺，公司 3D 盖板玻璃良率达到 50%，在国内处于领先水平。切割方面，公司后续将使用冷激光切割技术，切割效果好，减少了打磨和清洗工序，而且切割速度快，比 CNC 加工快约 5-10 倍，这将大大提升公司 3D 盖板玻璃的生产效率和良率。

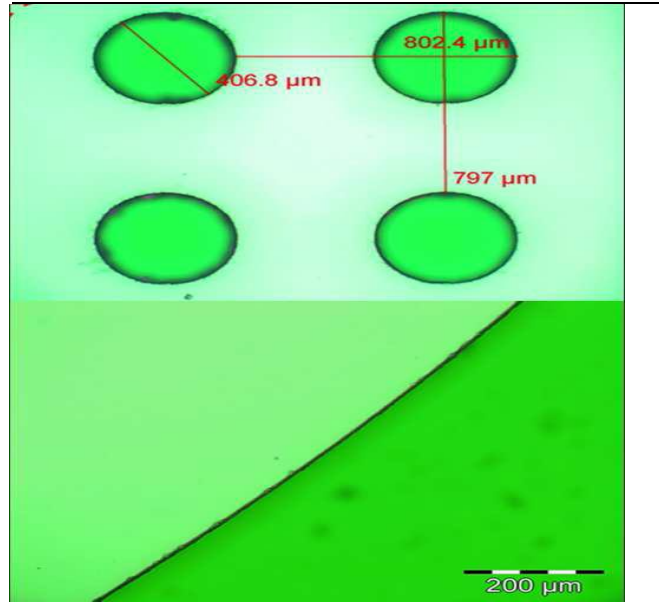


图 7: CNC 切割



资料来源: 公开资料、东兴证券研究所

图 8: 冷激光切割



资料来源: 公开资料、东兴证券研究所

苹果、三星、华为等大型手机品牌厂商, 差异化竞争实力突出, 引领智能手机创新。目前, 大型手机品牌厂商的研发能力突出, 为了巩固及扩大市场份额, 会推进新技术在智能手机上的应用。而其他手机品牌为了缩短与大型手机品牌手机之间的差距, 会积极的吸收以及采用大型手机品牌的技术创新。

三星、苹果对 3D 屏幕的应用将加速 3D 玻璃市场爆发。三星的 S6 Edge 和 S7 Edge 双曲面手机深受消费者喜爱, 根据市场研究机构 Kantar Worldpanel 的一份调查报告数字, 三星电子公司旗舰机 Galaxy S7/ S7 Edge 在美国的销量超过了苹果的 iPhone 6s。继三星之后, 国内品牌 vivo 也发布了双曲面手机 Xplay 5, 开售当日预售量超过 17 万台。预计苹果也会在明年的新产品中采用双曲面设计, 双曲面设计应用即将爆发, 将助推 3D 盖板玻璃市场快速增长。

图 9: S6 Edge



资料来源: 公开资料、东兴证券研究所

图 10: S7 Edge



资料来源: 公开资料、东兴证券研究所

图 11: vivo Xplay5



资料来源：中关村在线、东兴证券研究所

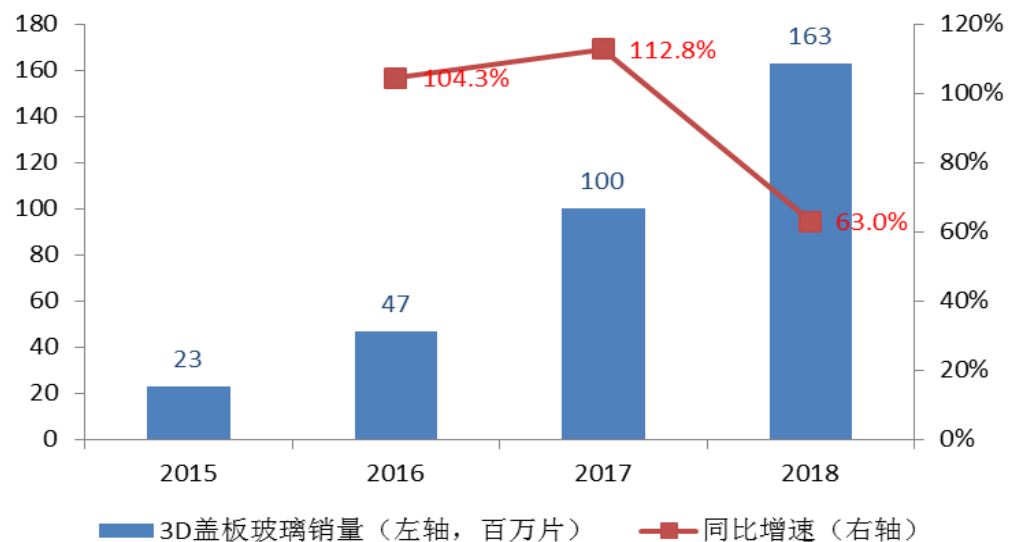
图 12: iPhone 8 构想图



资料来源：公开资料、东兴证券研究所

3D 盖板玻璃市场占有率快速提升。根据 HIS 数据，2015 年 3D 盖板玻璃销量 2300 万片，市占率为 1.6%，预计 2016 年 3D 盖板玻璃销量将达到 4700 万片，市占率达到 3%，而到 2018 年，3D 盖板玻璃销量将增至 1.63 亿片，市占率增至 7.9%。

图 13: 3D 盖板玻璃销量及增速预测



资料来源：IHS，东兴证券研究所

我们认为公司的高品质 3D 盖板玻璃将在后续的 3D 盖板玻璃浪潮中为公司贡献丰厚利润。

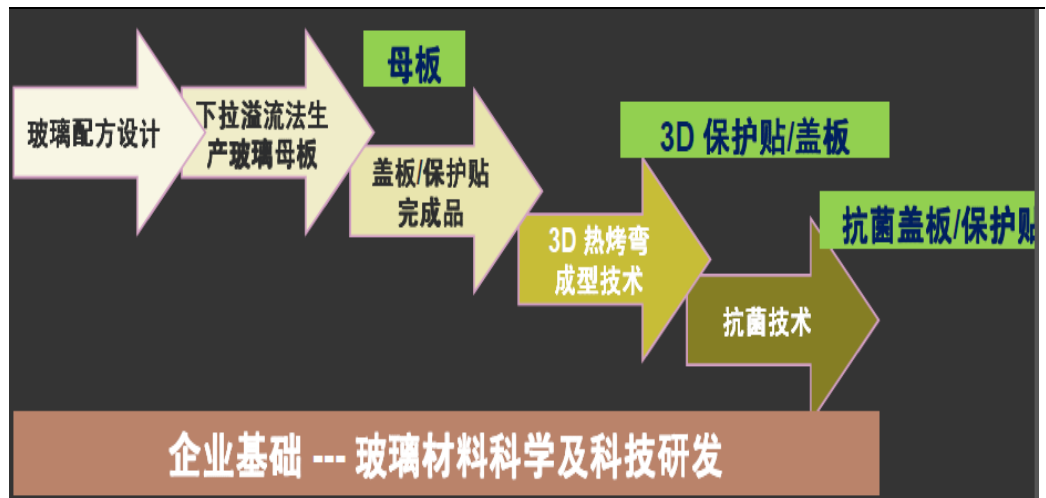
### 2.3 公司募资扩产，加码盖板玻璃

公司今年非公开发行募集资金 100 亿元人民币, 其中 13 亿元用于对科立视增资投资建设触控显示屏材料器件二期项目, 此外公司拟以 5.28 亿元自有资金投资于该项目。二期项目将增加 3 条盖板玻璃生产线, 形成年产显示屏盖板 8,330 万片(以 14 寸计)的生产能力, 而一期项目年产显示屏盖板 700 万片(以 10.1 寸计), 产能大大增加。二期项目产房及生产辅助设施已经建设完毕, 推进速度将加快。我们预计二期项目在 2017 年能释放 40% 产能, 实现销售收入 6 亿元, 净利率达到 25%-30%。

公司一期项目正在放量, 下半年将向国内一线品牌智能手环和著名品牌智能手机供货。盖板玻璃及 3D 盖板玻璃今年上半年营业收入为 2417 万元, 我们预计全年将达到 8000 万元。预计 2017 年全年, 盖板玻璃及 3D 盖板玻璃业务将为公司贡献净利润 2 亿元。

子公司科立视还自主研发出双离子抗菌玻璃, 是全球首家研究出抗菌玻璃的企业, 抗菌玻璃将为盖板玻璃提升附加价值, 达到锦上添花的效果。

**图 14: 子公司科立视盖板玻璃全产业链生产能力**



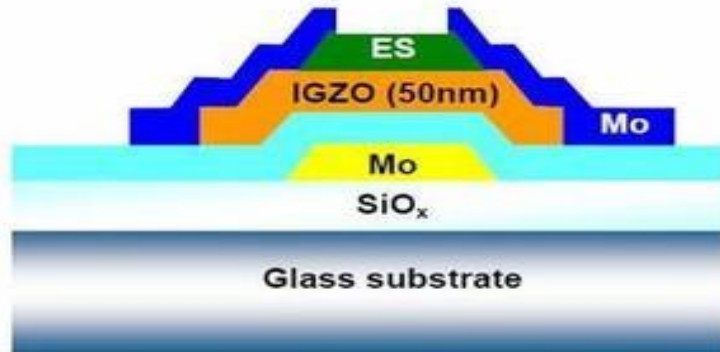
资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

### 3. IGZO 优势凸显, 市场空间巨大

#### 3.1 IGZO 技术优势明显

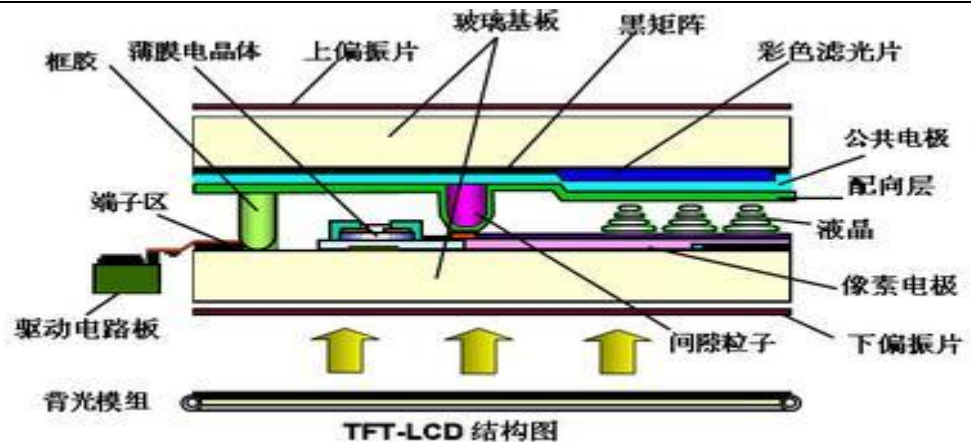
IGZO(indium gallium zinc oxide)为铟镓锌氧化物的缩写, 非晶 IGZO 材料是用于新一代薄膜晶体管技术中的沟道层材料, 是金属氧化物(Oxied)面板技术的一种。目前, 液晶屏幕中所使用的薄膜晶体管技术主要有三种: Alpha-Si (a-Si, 无定形硅)、IGZO (铟镓锌氧化物)、LTPS (低温多晶硅)。

图 15：IGZO 液晶面板结构



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 16：TFT-LCD 液晶屏幕结构



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

IGZO 技术相比 a-Si 优势明显，将对 a-Si 形成替代。

- ◆ IGZO 与非晶质硅（a-Si）材料相比，电子迁移率较 a-SiTFT 快 20 到 50 倍，IGZO 使用铟、镓、锌、氧气，取代了传统的 a-Si 现用图层，可以大大降低液晶屏幕的响应时间，缩小电晶体尺寸，提高液晶面板画素的开口率，较易实现高精细化，由此将简单的外部电路整合至面板之中，使移动装置更轻薄，耗电量也降至之前的三分之二。
- ◆ 同时，IGZO 还可生产更大分辨率、更高刷新率（240Hz 或更高）的液晶面板。此外，IGZO 具有很好的弯曲性能且电子迁移率高，能够很好的配合柔性 OLED。

**表 2:IGZO 与 a-Si 对比**

对比特征	a-Si	IGZO
电子迁移率	底	高, 比 a-Si 高 20 到 50 倍
响应时间	长	短
开口率	底	高
耗电	大	小
厚薄	厚	轻薄
驱动 OLED	不能	能

资料来源: 东兴证券研究所

IGZO 与 LTPS 均对 a-Si 形成了替代, IGZO 相比 LTPS 也有较多优势。

- ◆ 从技术上看, IGZO 比 LTPS 屏幕边框更窄, 耗电更低; 应用在柔性 AMOLED 上时, IGZO 成膜温度更低, 可使用透明 PI 膜, 而 LTPS 成膜温度较高, 需要用泛黄色 PI 膜。
- ◆ 从成本上看, LTPS 需要雷射退火制程, 比 IGZO 多 3-5 道光罩, 所需设备增加; 厂房空间上 LTPS 比 IGZO 多至少 12%。

**表 3:IGZO 与 LTPS 制程温度对比**

技术	高温制程	温度	备注
LTPS	除氢	> 400℃	
	ELA 结晶	> 550℃	瞬间温度
	RTA	> 500℃	
IGZO	GI 成膜	350℃	已有 250℃ 制程参数, Holst 有 160℃
	SE 退火	300℃	

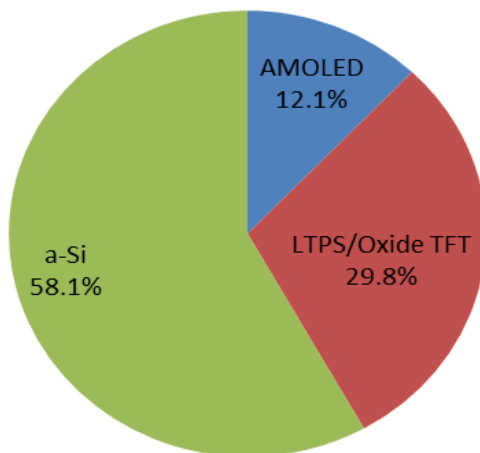
资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

在分辨率上 IGZO 略逊于 LTPS, 良品率上 IGZO 高于 LTPS。在应用方面, IGZO 屏幕分辨率比 LTPS 低, 夏普去年和最近推出的 Aquos 系列手机分辨率均为 1080P, 将近 500PPI, 三星推出的 S7/S7 Edge 超过 500PPI, 最高达 576PPI, 但是人眼视觉分辨率仅到 326PPI, 因此 IGZO 分辨率虽略低, 但并不影响视觉效果。良品率方面, 除了日韩, LTPS 良品率均不高, 而 IGZO 良品率可做到 80%, 最高可达 95%。

### 3.2 IGZO 市场空间大, 国内竞争少

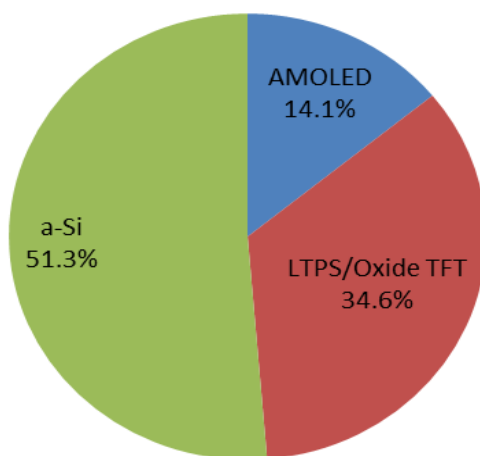
智能手机高清化趋势明显, IGZO 和 LTPS 逐渐快速替代 a-Si。根据 WitsView 最新研究, 2015 年全球智能手机出货量为 18.2 亿部, 其中 LTPS 和金属氧化物(即为 IGZO) TFT LCD 屏幕占比 29.8%, 预计 2016 年份额将上升到 34.6%, 智能手机出货量预计为 19.5 亿部。

图 17：2015 年各种智能手机面板技术全球市场份额



资料来源：WitsView，东兴证券研究所

图 18：2016 年各种智能手机面板技术全球市场份额



资料来源：WitsView，东兴证券研究所

鸿海收购夏普，苹果手机采用 IGZO 屏幕概率大大增加。鸿海一直以来是苹果的亲密合作伙伴和最大代工厂，收购夏普之后，苹果可借助夏普的屏幕技术对抗三星。

国内大型手机品牌纷纷采用 IGZO 屏幕。智能手机高清化趋势明显，手机厂商纷纷采用高阶的 LTPS/IGZO 屏幕。由于技术和产能的限制，国内使用 IGZO 屏幕的手机不多，有小米 4、魅族 MX3/MX4 和 nubia Z7 等，但后续 IGZO 产能增加将会提升 IGZO 屏幕的使用范围。

在 IGZO 竞争方面, 国内掌握和量产 IGZO 屏幕的仅有和夏普合作紧密的中电熊猫以及彩虹股份, 但是它们主要是中大尺寸, 因此, 公司此次的 IGZO 项目主要竞争者来自 LTPS 面板。

### 3.3 公司 IGZO 技术成熟, 投入巨资布局 IGZO 面板业务

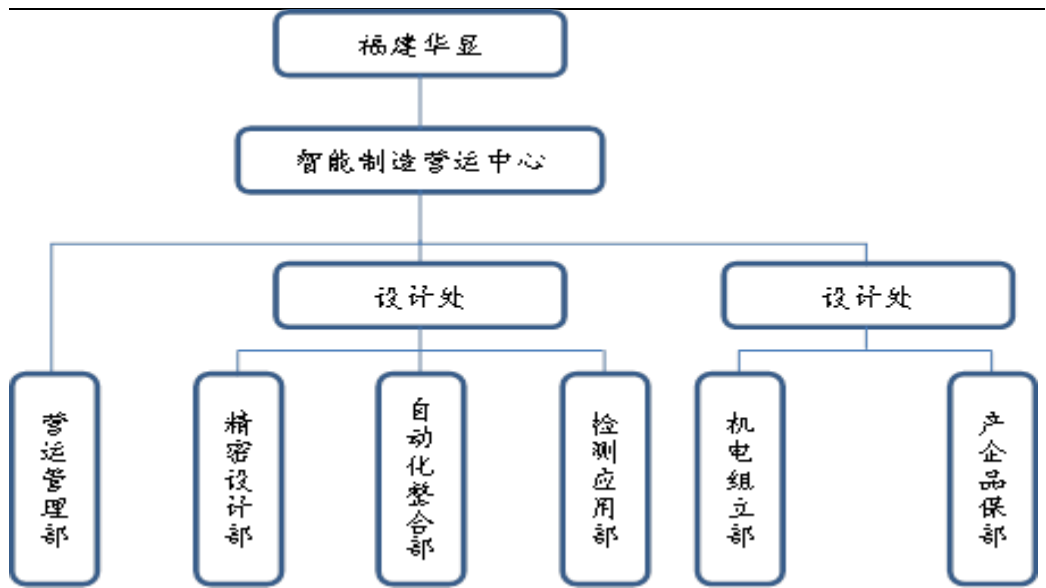
公司的 IGZO 技术来源于实际控制人中华映管, 中华映管从 2010 年开始就从事 IGZO 研发, 目前 IGZO 面板技术成熟。

公司此次投资 120 亿人民币用于 IGZO 面板生产, 新建玻璃基板尺寸为 1500mm×1850mm, 设计产能为 3 万片/月。项目已于 2015 年 9 月开工建设, 预计在 2017 年 7 月投产。

## 4. 借力中华映管, 开拓智能制造

公司子公司福建华映显示科技有限公司投资设立智能制造营运中心, 利用公司实际控制人中华映管股份有限公司在智能制造领域的人才、技术及经验进行战略性布局, 在稳步发展主营业务板块的同时, 推动智能制造的发展。营运中心初期将服务子公司福建华佳彩有限公司的设备设计、制造及组装等工作, 后期将逐步向市场接单, 培育新的利润增长点, 提升公司综合竞争力。

图 19: 智能制造中心架构



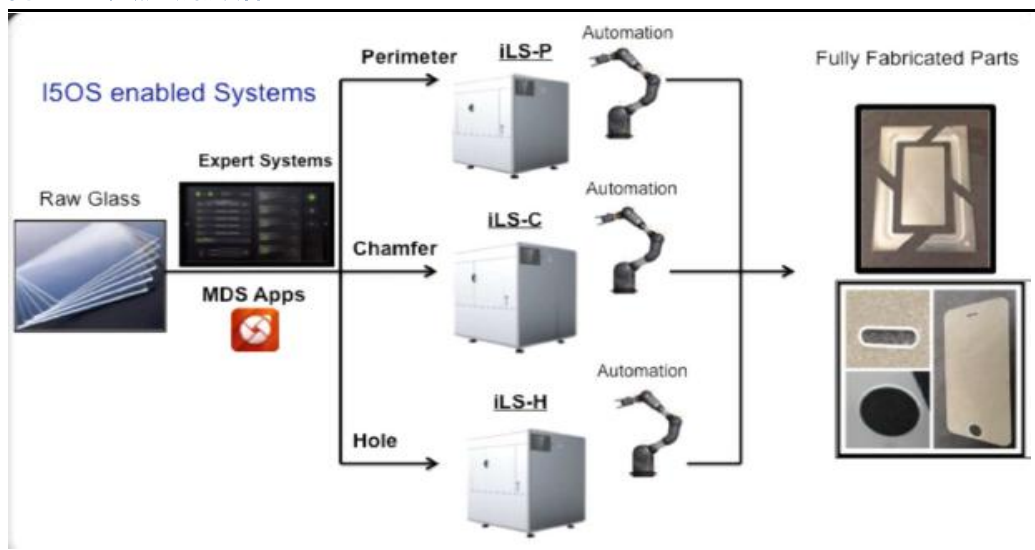
资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

实际控制人中华映管设备制造技术先进、经验丰富。中华映管之业务范畴中, 除面板销售外, 尚有制造/销售 TFT 智能设备之团队, 具有 37 年的设备制造经验, 耕耘检

测应用、洗净及湿制程、精密机械及自动化整合系统等。

此外，公司已经和美国研究团队合作研发出冷激光切割及自动化设备。该美国团队之前供职于美国激光设备商，主要提供军用产品，拥有自主激光器。合作生产的冷激光切割设备比 CNC 快 5-10 倍，切割后不需要打磨和清洗等环节。

图 20：冷激光切割设备



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

## 5. 巨额资本助力公司项目推进

公司此次定增已经拿到证监会批文，募集规模为 100 亿元人民币，发行底价为 10.5 元/股。福建国资背景福建电子信息投资和莆田国投各认购 25 亿元，锁定三年，接受市场询价，认购价格与其他发行对象的认购价格相同。

表 4:公司募投项目明细

项目	投资总额 (百万元)	募集资金投入金额 (百万元)
第 6 代 TFT-LCD 生产线项目	12,000	8,400
增资科立视建设触控显示屏材料器件二期项目	1,817.53	1,300
补充流动资金	300	300
合计	14,117.5	10,000

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 6. 盈利预测与估值



我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 51.49 亿元、62.10 亿元和 127.15 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 5 亿元、6 亿元和 10.1 亿元; 假设此次定增新增 9 亿股本, 每股收益分别为 0.28 元 0.34 元和 0.58 元, 对应 PE 分别为 50.5、41.6 和 24.4。

公司原有模组业务营收稳定, 盖板玻璃及 3D 玻璃业务将快速增长, IGZO 面板将投资 120 亿元, 市场前景较好; 智能制造方面, 公司实际控制人能给予强大支持, 且已经与美国团队开发出冷激光切割设备, 也将会给公司贡献良好收入。综合来看, 公司在多方面业务顺利推进, 假设公司 2017 年达到电子板块整体估值 68 倍, 对应目标价为 23.1 元, 给予“强烈推荐”评级。

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	7488	5868	3911	4689	9702	<b>营业收入</b>	7018	5434	5149	6210	12715
货币资金	3614	3235	618	764	1717	<b>营业成本</b>	6211	4693	4427	5028	9945
应收账款	3031	1823	1411	1701	3484	营业税金及附加	19	19	24	29	59
其他应收款	68	25	24	29	59	营业费用	25	25	24	31	71
预付款项	14	21	78	144	273	管理费用	246	259	265	325	1067
存货	326	260	1649	1873	3706	财务费用	139	158	160	165	173
其他流动资产	107	131	118	165	451	资产减值损失	-27.27	35.22	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	2948	3105	2620	2699	2767	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	103	103	103	103	投资净收益	1.79	0.19	440.00	23.00	0.00
固定资产	2124.88	1932.89	1903.12	1925.07	1935.38	<b>营业利润</b>	407	245	684	650	1396
无形资产	63	80	72	64	56	营业外收入	99.53	53.44	11.70	189.70	11.70
其他非流动资产	12	113	113	113	113	营业外支出	2.26	3.17	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	10436	8973	6531	7388	12469	<b>利润总额</b>	505	295	694	838	1405
<b>流动负债合计</b>	5943	5724	2759	3116	7056	所得税	130	94	194	235	393
短期借款	3631	3735	1189	1462	4828	<b>净利润</b>	374	201	500	603	1012
应付账款	801	534	497	564	1116	少数股东损益	124	49	30	30	30
预收款项	1	1	6	12	25	归属母公司净利润	250	152	470	573	982
一年内到期的非	54	171	16	16	16	EBITDA	913	857	1052	1046	1811
<b>非流动负债合计</b>	500	225	174	243	665	<b>EPS (元)</b>	0.32	0.20	0.28	0.34	0.58
长期借款	425	159	159	159	159	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	6444	5949	2933	3358	7722	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1192	113	143	173	203	营业收入增长	26.59%	-22.58%	-5.24%	20.61%	104.75%
实收资本(或股	779	779	779	779	779	营业利润增长	-53.06%	-39.89%	179.61%	-4.97%	114.54%
资本公积	842	698	698	698	698	归属于母公司净利	-29.07%	-46.37%	209.17%	22.07%	71.20%
未分配利润	544	692	974	1318	1907	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2801	2911	3006	3408	4095	毛利率(%)	11.51%	13.63%	14.03%	19.04%	21.79%
<b>负债和所有者权</b>	10436	8973	6082	6939	12020	净利率(%)	5.33%	3.69%	9.71%	9.72%	7.96%
<b>现金流量表</b>						<b>ROA (%)</b>					
单位: 百万元						2.39%					
2014A						1.69%					
2015A						7.19%					
2016E						7.76%					
2017E						7.87%					
2018E						8.91%					
2014A						5.22%					
2015A						15.63%					
2016E						16.83%					
2017E						23.98%					
2018E											
<b>经营活动现金流</b>	1457	1988	-630	423	-2064	<b>偿债能力</b>					
净利润	374	201	500	603	1012	资产负债率(%)	62%	66%	48%	48%	64%
折旧摊销	366.28	453.77	207.74	231.01	242.65	流动比率	1.26	1.03	1.42	1.50	1.37
财务费用	139	158	160	165	173	速动比率	1.21	0.98	0.82	0.90	0.85
应收账款减少	0	0	413	-291	-1782	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	5	6	13	总资产周转率	0.70	0.56	0.68	0.95	1.34
<b>投资活动现金流</b>	-29	-1651	1082	-282	-305	应收账款周转率	2	2	3	4	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.52	8.14	9.99	11.70	15.13
长期股权投资减	0	0	586	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	2	0	440	23	0	每股收益(最新摊	0.32	0.20	0.28	0.34	0.58
<b>筹资活动现金流</b>	-420	-712	-3069	5	3322	每股净现金流(最新	1.29	-0.48	-3.36	0.19	1.22
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.60	3.74	3.86	4.37	5.26
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	79	0	0	0	0	P/E	42.40	69.69	48.57	39.79	23.24
资本公积增加	-90	-144	0	0	0	P/B	3.78	3.64	3.52	3.11	2.59
<b>现金净增加额</b>	1008	-375	-2617	146	953	EV/EBITDA	12.14	13.33	10.77	10.95	7.66

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 7 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

---

### 联系人: 余江

北京大学硕士, 2016 年 1 月加盟东兴证券从事电子行业研究。

## 联系人简介

---

### 联系人: 贺茂飞

复旦大学微电子与固体电子学硕士, 2016 年 7 月加入东兴证券从事电子行业研究。

## 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, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。