

公司研究/公告点评

2018年07月12日

基础化工/化学制品 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 21.34
合理价格区间(元): 25.20~27.36

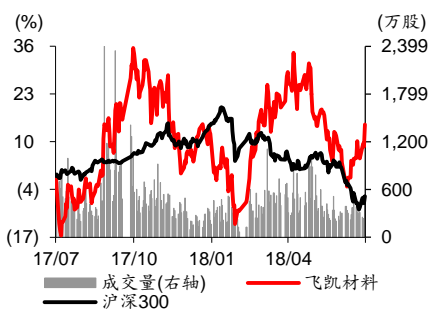
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793939
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1《飞凯材料(300398,增持): 外延并表、传统主业复苏带动 Q1 业绩大增》2018.04
- 2《飞凯材料(300398,增持): 混晶业务超预期, 一季度延续高速增长》2018.03
- 3《飞凯材料(300398,增持): 光纤涂料销量增长, 外延增厚业绩》2018.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

H1 增长逾 5 倍, 混晶业务延续增长

飞凯材料(300398)

2018H1 预增 535%-564%, 业绩符合预期

飞凯材料于 7 月 12 日发布 2018 年半年度业绩预告, 预计实现净利 1.54-1.61 亿元, 同比增 535%-564%, 业绩符合市场预期。按照当前 4.27 亿股的总股本计算, 对应 EPS 为 0.36-0.38 元。按照前述预告区间, 对应 2018Q2 净利为 0.81-0.88 亿元, 同比增 748%-822%。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72/0.98/1.17 元, 维持“增持”评级。

光纤材料量价齐升, 外延并购增厚业绩

报告期内公司业绩大幅增长主要是由于: 1、公司于 2017 年 3 月、7 月、9 月分别完成长昆电 (60%股权)、大瑞科技 (100%股权) 及和成显示 (100%股权) 收购, 增厚公司当期业绩。2、2018Q2 以来传统主业紫外光纤涂料产品量价齐升; 3、屏幕显示材料、电子化学材料业务对公司营收、利润贡献提升。此外, 公司预计报告期内非经常性损益对净利润的影响金额约为 763 万元 (未扣除所得税影响)。

液晶材料业务市场份额有望持续提升

受国内厂商增产影响, 2018 年液晶面板价格有所下降, 据 Witsview, 55 寸液晶电视面板/14 寸笔记本面板价格分别自年初下降 14%/2% 至 152/28.7 美元/片, 短期混晶材料价格存在一定下行压力; 但随旺季逐步来临, 目前液晶面板价格已开始止跌回升, 据经济日报报道, 台湾面板龙头群创本月调涨报价, 其中大尺寸产品价格小幅上涨, 中小尺寸产品线均已满载, 价格涨幅超 10%, 友达、彩晶等其他大厂有望跟进。中长期而言, 混晶国产化率提升仍具备较大潜力, 和成显示作为国内 TFT 混晶龙头企业, 目前其第三条生产线已投产, 年产能近 100 吨, 市场份额有望持续提升。

维持“增持”评级

飞凯材料是国内紫外光纤涂料及 TFT 液晶领域龙头企业, 受益于混晶国产化率及光纤需求带动的主业拐点, 叠加电子化学品板块持续放量, 预计公司业绩有望保持高增长。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72/0.98/1.17 元, 结合可比公司估值水平 (2018 年 40 倍 PE), 考虑业务差异性, 给予公司 2018 年 35-38 倍 PE, 对应目标价 25.20-27.36 元 (原值 27.36-30.96 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求不达预期风险、核心技术失密风险。

公司基本资料

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本 (百万股) | 426.74 |
| 流通 A 股 (百万股) | 364.00 |
| 52 周内股价区间 (元) | 15.61-25.35 |
| 总市值 (百万元) | 9,107 |
| 总资产 (百万元) | 3,022 |
| 每股净资产 (元) | 4.67 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 391.04 | 820.37 | 1,715 | 2,132 | 2,495 |
| +/-% | (9.50) | 109.79 | 109.02 | 24.33 | 17.03 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 67.79 | 83.81 | 306.31 | 417.70 | 500.37 |
| +/-% | (35.57) | 23.64 | 265.47 | 36.36 | 19.79 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.16 | 0.20 | 0.72 | 0.98 | 1.17 |
| PE (倍) | 134.34 | 108.66 | 29.73 | 21.80 | 18.20 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值情况

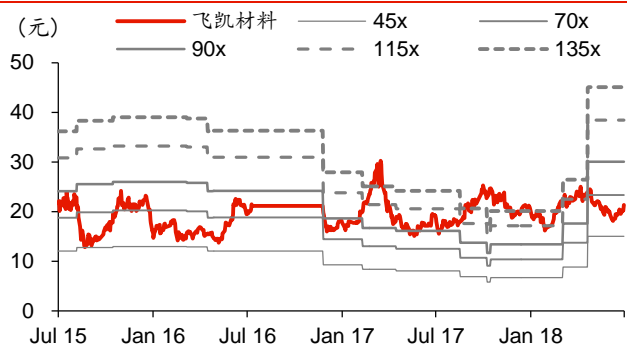
| 上市公司 | 最新价 (元) | EPS (元) | | PE | | BPS (元) | PB |
|------|---------|---------|-------|-------|-------|---------|-----|
| | | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | | |
| 国瓷材料 | 19.87 | 0.66 | 0.83 | 30 | 24 | 3.3 | 6.0 |
| 强力新材 | 27.13 | 0.62 | 0.79 | 44 | 34 | 4.3 | 6.3 |
| 雅克科技 | 20.52 | 0.44 | 0.62 | 47 | 33 | 4.6 | 4.5 |
| 平均 | | | | 40 | 30 | | 5.6 |

注：股价为 7 月 12 日收盘价；所有公司 2018、2019 年 EPS 来自 Wind 一致预期，BPS 截至 2018 年 3 月 31 日；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

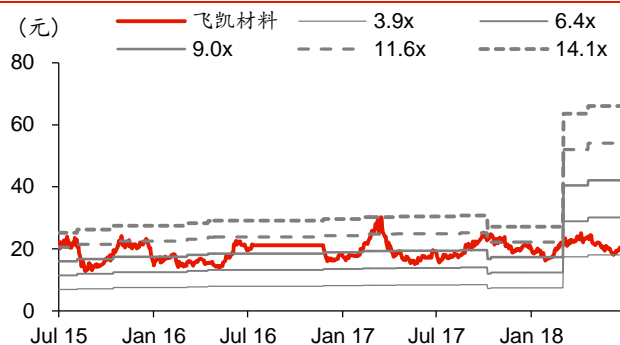
PE/PB - Bands

图表2：飞凯材料历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：飞凯材料历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 516.42 | 1,129 | 1,930 | 2,261 | 2,678 |
| 现金 | 167.05 | 309.73 | 1,020 | 1,229 | 1,646 |
| 应收账款 | 154.01 | 463.55 | 407.24 | 465.81 | 426.63 |
| 其他应收账款 | 28.34 | 5.88 | 46.30 | 57.56 | 67.36 |
| 预付账款 | 22.74 | 31.68 | 140.52 | 149.40 | 148.75 |
| 存货 | 54.68 | 188.98 | 167.78 | 200.11 | 228.73 |
| 其他流动资产 | 89.60 | 128.80 | 147.70 | 159.76 | 160.22 |
| 非流动资产 | 627.08 | 1,800 | 1,186 | 1,258 | 1,267 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 329.52 | 617.78 | 715.18 | 820.32 | 849.15 |
| 无形资产 | 102.22 | 243.60 | 237.80 | 231.99 | 226.19 |
| 其他非流动资产 | 195.35 | 938.35 | 233.30 | 205.25 | 191.22 |
| 资产总计 | 1,144 | 2,928 | 3,116 | 3,519 | 3,945 |
| 流动负债 | 336.07 | 785.21 | 757.93 | 855.72 | 926.76 |
| 短期借款 | 244.25 | 362.07 | 282.21 | 302.51 | 305.67 |
| 应付账款 | 49.18 | 146.33 | 187.36 | 229.85 | 270.45 |
| 其他流动负债 | 42.64 | 276.80 | 288.36 | 323.36 | 350.64 |
| 非流动负债 | 26.27 | 172.54 | 102.38 | 110.94 | 121.82 |
| 长期借款 | 12.41 | 62.27 | 62.27 | 62.27 | 62.27 |
| 其他非流动负债 | 13.86 | 110.26 | 40.11 | 48.67 | 59.54 |
| 负债合计 | 362.34 | 957.74 | 860.31 | 966.66 | 1,049 |
| 少数股东权益 | 0.06 | 49.36 | 49.36 | 54.89 | 61.19 |
| 股本 | 104.00 | 426.74 | 426.74 | 426.74 | 426.74 |
| 资本公积 | 293.01 | 1,035 | 1,035 | 1,035 | 1,035 |
| 留存公积 | 383.62 | 457.03 | 744.76 | 1,036 | 1,373 |
| 归属母公司股东权益 | 781.11 | 1,921 | 2,206 | 2,497 | 2,835 |
| 负债和股东权益 | 1,144 | 2,928 | 3,116 | 3,519 | 3,945 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 58.64 | 118.29 | 308.86 | 455.55 | 661.97 |
| 净利润 | 67.72 | 87.84 | 306.31 | 423.23 | 506.66 |
| 折旧摊销 | 22.50 | 44.81 | 64.58 | 78.68 | 91.01 |
| 财务费用 | 6.45 | 18.27 | 7.12 | (4.34) | (10.40) |
| 投资损失 | (2.17) | (3.60) | (5.00) | (5.00) | (5.00) |
| 营运资金变动 | (33.92) | (34.89) | (32.35) | (50.11) | 69.66 |
| 其他经营现金 | (1.94) | 5.85 | (31.80) | 13.08 | 10.04 |
| 投资活动现金 | (175.82) | (615.04) | 523.36 | (145.00) | (95.00) |
| 资本支出 | 158.43 | 238.57 | 100.00 | 150.00 | 100.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 464.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | (17.39) | 87.58 | 623.36 | 5.00 | 5.00 |
| 筹资活动现金 | 49.32 | 590.26 | (121.87) | (101.95) | (149.27) |
| 短期借款 | 125.72 | 117.82 | (79.86) | 20.30 | 3.16 |
| 长期借款 | 12.41 | 49.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 322.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 741.71 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (88.82) | (641.87) | (42.00) | (122.25) | (152.43) |
| 现金净增加额 | (66.98) | 91.10 | 710.35 | 208.59 | 417.70 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 391.04 | 820.37 | 1,715 | 2,132 | 2,495 |
| 营业成本 | 216.43 | 453.79 | 936.79 | 1,149 | 1,352 |
| 营业税金及附加 | 5.46 | 10.22 | 17.15 | 21.32 | 24.95 |
| 营业费用 | 23.75 | 66.74 | 120.03 | 149.23 | 174.64 |
| 管理费用 | 88.10 | 185.87 | 291.50 | 341.09 | 386.71 |
| 财务费用 | 6.45 | 18.27 | 7.12 | (4.34) | (10.40) |
| 资产减值损失 | 1.96 | 18.75 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 2.17 | 3.60 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 营业利润 | 51.09 | 74.07 | 346.12 | 479.29 | 570.74 |
| 营业外收入 | 22.81 | 4.86 | 8.00 | 10.00 | 15.00 |
| 营业外支出 | 0.41 | 1.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 73.49 | 77.93 | 354.12 | 489.29 | 585.74 |
| 所得税 | 5.77 | (9.91) | 47.81 | 66.05 | 79.07 |
| 净利润 | 67.72 | 87.84 | 306.31 | 423.23 | 506.66 |
| 少数股东损益 | (0.06) | 4.03 | 0.00 | 5.54 | 6.30 |
| 归属母公司净利润 | 67.79 | 83.81 | 306.31 | 417.70 | 500.37 |
| EBITDA | 80.04 | 137.15 | 417.81 | 553.63 | 651.35 |
| EPS (元, 基本) | 0.30 | 0.42 | 0.72 | 0.98 | 1.17 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | (9.50) | 109.79 | 109.02 | 24.33 | 17.03 |
| 营业利润 | (53.12) | 44.98 | 367.29 | 38.48 | 19.08 |
| 归属母公司净利润 | (35.57) | 23.64 | 265.47 | 36.36 | 19.79 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 44.65 | 44.69 | 45.37 | 46.09 | 45.80 |
| 净利率 | 17.34 | 10.22 | 17.86 | 19.59 | 20.06 |
| ROE | 8.68 | 4.36 | 13.88 | 16.73 | 17.65 |
| ROIC | 6.42 | 5.00 | 20.03 | 25.02 | 30.63 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 31.69 | 32.71 | 27.61 | 27.47 | 26.58 |
| 净负债比率 (%) | 71.39 | 45.82 | 40.27 | 37.94 | 35.28 |
| 流动比率 | 1.54 | 1.44 | 2.55 | 2.64 | 2.89 |
| 速动比率 | 1.37 | 1.19 | 2.32 | 2.41 | 2.64 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.37 | 0.40 | 0.57 | 0.64 | 0.67 |
| 应收账款周转率 | 2.72 | 2.58 | 3.79 | 4.64 | 5.31 |
| 应付账款周转率 | 4.61 | 4.64 | 5.61 | 5.51 | 5.41 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.16 | 0.20 | 0.72 | 0.98 | 1.17 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.14 | 0.28 | 0.72 | 1.07 | 1.55 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.83 | 4.50 | 5.17 | 5.85 | 6.64 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 134.34 | 108.66 | 29.73 | 21.80 | 18.20 |
| PB (倍) | 11.66 | 4.74 | 4.13 | 3.65 | 3.21 |
| EV_EBITDA (倍) | 114.78 | 66.98 | 21.99 | 16.59 | 14.10 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com