

# 飞凯材料 (300398)

证券研究报告

2019年04月28日

## 业绩环比改善，期待混晶加速放量

### Q1 同比持平，环比大幅改善

公司发布 2019Q1 季报，实现营收 3.73 亿元，同比增长 3.63%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比基本持平，每股收益为 0.17 元，业绩靠近年报预告下限，略低于市场预期。费用方面，销售费用和管理费用都有下降，研发费用和财务费用略有增加，合计费用率 23.14%，下降 1.09PCT。综合毛利率下降 1.18PCT 至 45.48%，净利润率下降 0.52PCT 至 20.27%。虽然公司营收和净利润同比基本持平，但环比盈利大幅改善，其中归母净利润环比增长 148.8%，毛利率提升 5.27PCT，净利润率提升 11.5PCT，业绩环比改善有望打消市场对公司盈利能力下滑的担忧。

在下游半导体、光纤光缆行业的发展速度趋缓甚至出现下滑的情形下，公司积极深化与客户合作，持续加大研发投入，不断改进产品性能，降低成本。同时不断充实技术力量，推动技术和产品升级，继续强化项目储备及新产品研发，在加大新产品新业务拓展的同时，继续聚焦高端技术和产品，持续夯实和深化企业核心竞争力，为公司持续稳定长期发展奠定基础。

### 高世代线混晶国产化有望加速

全球 LCD 面板产能向国内转移，国内高世代线未来几年集中投产，大陆 LCD 面板仍处于高速增长期。大陆 LCD 面板厂的崛起有望带动上游显示材料国产化，因此混晶材料将进入黄金发展期。随着新投产的高世代线爬坡满产，以及国内混晶材料性能提升，高世代线混晶材料国产化有望提速。公司同时批量供应 IPS 和 VA 两种规格用混晶，并成功导入京东方、华星光电、中电熊猫和惠科等大客户，混晶销量有望逐季提升，在混晶放量阶段期间费用率有望继续下降，加上新投产单晶产能释放进一步降低成本，混晶业务增长的同时有望保持高盈利。

### 平台协同优势有望逐步体现

公司在 2017 年通过重大资产重组收购和成显示 100% 股权，并于当年完成对长兴昆电 60% 控股权、台湾大瑞科技 100% 股权的收购。公司通过内生外延双轮驱动，从单一产品公司逐步转型为紫外固化材料、屏幕显示材料和半导体材料等新材料综合发展平台型公司。随着业务的推进，我们认为平台协同优势有望逐步体现，各板块业务有望齐头并进，加速发展。

**盈利预测及投资建议：**飞凯材料混晶业务进入黄金发展期，其他板块业务也有望受益平台协同效应，公司有望持续增长。但是下游光纤及半导体市场需求整体较为低迷，我们略下调公司 2019-2020 年归母净利润为 3.63/4.85/5.94 亿元（前值为 3.88/5.08/6.14 亿元），现价对应 2019 年 PE 为 19 倍，维持买入评级。

**风险提示：**混晶材料和光线涂料需求低迷风险，产品价格下滑风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	820.37	1,445.72	1,810.06	2,210.95	2,692.73
增长率(%)	109.79	76.23	25.20	22.15	21.79
EBITDA(百万元)	217.12	504.75	533.80	680.17	817.92
净利润(百万元)	83.81	284.44	362.61	485.19	593.92
增长率(%)	23.64	239.37	27.48	33.81	22.41
EPS(元/股)	0.20	0.67	0.85	1.14	1.39
市盈率(P/E)	83.50	24.60	19.30	14.42	11.78
市净率(P/B)	3.64	3.20	2.85	2.48	2.14
市销率(P/S)	8.53	4.84	3.87	3.17	2.60
EV/EBITDA	41.79	13.45	13.69	9.76	8.25

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.4 元
目标价格	23.84 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	426.74
流通 A 股股本(百万股)	358.03
A 股总市值(百万元)	6,998.55
流通 A 股市值(百万元)	5,871.70
每股净资产(元)	5.19
资产负债率(%)	37.50
一年内最高/最低(元)	24.86/13.72

### 作者

**陈宏亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517100001  
chenhongliang@tfzq.com

**李辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040001  
huili@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《飞凯材料-年报点评报告:全年业绩高增长，混晶业务后续值得期待》2019-02-27
- 《飞凯材料-公司深度研究:大陆 LCD 面板厂崛起，混晶业务进入黄金发展期》2019-02-18
- 《飞凯材料-公司点评:全年并表致业绩高增长，新材料综合平台雏形已成》2019-01-31

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	309.73	442.33	543.02	663.28	807.82
应收票据及应收账款	537.82	539.05	1,013.04	695.68	1,385.39
预付账款	31.68	21.80	116.23	10.81	140.36
存货	188.98	362.32	180.40	510.26	297.63
其他	60.40	72.57	134.43	95.63	105.15
<b>流动资产合计</b>	<b>1,128.62</b>	<b>1,438.07</b>	<b>1,987.12</b>	<b>1,975.66</b>	<b>2,736.35</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	617.78	662.90	734.52	778.09	801.14
在建工程	162.20	253.62	212.17	187.30	172.38
无形资产	243.60	306.70	293.63	280.57	267.50
其他	776.15	828.39	794.21	806.98	806.88
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,799.73</b>	<b>2,051.61</b>	<b>2,034.55</b>	<b>2,052.94</b>	<b>2,047.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,928.35</b>	<b>3,489.68</b>	<b>4,021.67</b>	<b>4,028.60</b>	<b>4,784.26</b>
短期借款	362.07	598.62	854.03	334.18	563.38
应付票据及应付账款	203.57	217.60	264.79	345.64	389.60
其他	219.56	199.34	211.61	278.68	283.80
<b>流动负债合计</b>	<b>785.21</b>	<b>1,015.57</b>	<b>1,330.43</b>	<b>958.50</b>	<b>1,236.79</b>
长期借款	62.27	42.59	72.99	50.00	64.27
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	110.26	192.50	105.54	136.10	144.71
<b>非流动负债合计</b>	<b>172.54</b>	<b>235.09</b>	<b>178.53</b>	<b>186.10</b>	<b>208.99</b>
<b>负债合计</b>	<b>957.74</b>	<b>1,250.65</b>	<b>1,508.95</b>	<b>1,144.60</b>	<b>1,445.77</b>
少数股东权益	49.36	53.65	59.17	66.56	75.60
股本	426.74	426.74	426.74	426.74	426.74
资本公积	1,034.72	1,034.72	1,034.72	1,034.72	1,034.72
留存收益	1,491.75	1,754.85	2,026.81	2,390.70	2,836.14
其他	(1,031.96)	(1,030.93)	(1,034.72)	(1,034.72)	(1,034.72)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,970.61</b>	<b>2,239.02</b>	<b>2,512.72</b>	<b>2,884.00</b>	<b>3,338.49</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,928.35</b>	<b>3,489.68</b>	<b>4,021.67</b>	<b>4,028.60</b>	<b>4,784.26</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	87.84	288.33	362.61	485.19	593.92
折旧摊销	44.81	71.45	82.89	94.37	104.94
财务费用	18.31	30.97	31.89	23.59	23.90
投资损失	(3.60)	(0.77)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	96.73	(169.37)	(434.21)	294.10	(558.64)
其它	(125.80)	(37.19)	5.52	7.39	9.04
<b>经营活动现金流</b>	<b>118.29</b>	<b>183.42</b>	<b>46.70</b>	<b>902.65</b>	<b>171.16</b>
资本支出	1,052.15	188.02	186.96	69.44	91.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,667.19)	(477.93)	(284.96)	(167.44)	(189.39)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(615.04)</b>	<b>(289.91)</b>	<b>(98.00)</b>	<b>(98.00)</b>	<b>(98.00)</b>
债权融资	438.89	660.71	939.02	399.53	643.28
股权融资	1,048.46	(21.77)	(35.68)	(23.59)	(23.90)
其他	(897.09)	(404.28)	(751.36)	(1,060.32)	(548.01)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>590.26</b>	<b>234.66</b>	<b>151.98</b>	<b>(684.38)</b>	<b>71.37</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>93.51</b>	<b>128.18</b>	<b>100.69</b>	<b>120.27</b>	<b>144.54</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>820.37</b>	<b>1,445.72</b>	<b>1,810.06</b>	<b>2,210.95</b>	<b>2,692.73</b>
营业成本	453.79	774.78	938.20	1,134.10	1,382.02
营业税金及附加	10.22	16.30	22.74	26.75	32.26
营业费用	66.74	98.95	108.60	132.66	161.56
管理费用	101.62	123.38	162.91	187.93	228.88
研发费用	84.25	113.99	126.70	143.71	175.03
财务费用	18.27	22.79	31.89	23.59	23.90
资产减值损失	18.75	(1.06)	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.60	0.77	2.00	2.00	2.00
其他	(10.95)	(32.44)	(4.00)	(4.00)	(4.00)
<b>营业利润</b>	<b>74.07</b>	<b>328.24</b>	<b>419.02</b>	<b>562.21</b>	<b>689.09</b>
营业外收入	4.86	2.36	5.00	5.00	5.00
营业外支出	1.00	1.18	0.88	1.02	1.03
<b>利润总额</b>	<b>77.93</b>	<b>329.42</b>	<b>423.14</b>	<b>566.19</b>	<b>693.06</b>
所得税	(9.91)	41.09	55.01	73.60	90.10
<b>净利润</b>	<b>87.84</b>	<b>288.33</b>	<b>368.13</b>	<b>492.58</b>	<b>602.96</b>
少数股东损益	4.03	3.90	5.52	7.39	9.04
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>83.81</b>	<b>284.44</b>	<b>362.61</b>	<b>485.19</b>	<b>593.92</b>
每股收益(元)	0.20	0.67	0.85	1.14	1.39

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	109.79%	76.23%	25.20%	22.15%	21.79%
营业利润	45.01%	343.17%	27.65%	34.17%	22.57%
归属于母公司净利润	23.64%	239.37%	27.48%	33.81%	22.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.69%	46.41%	48.17%	48.71%	48.68%
净利率	10.22%	19.67%	20.03%	21.95%	22.06%
ROE	4.36%	13.02%	14.78%	17.22%	18.20%
ROIC	12.83%	15.60%	17.24%	18.46%	25.22%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.71%	35.84%	37.52%	28.41%	30.22%
净负债率	6.55%	9.75%	15.76%	-9.15%	-4.93%
流动比率	1.44	1.42	1.49	2.06	2.21
速动比率	1.20	1.06	1.36	1.53	1.97
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.27	2.69	2.33	2.59	2.59
存货周转率	6.73	5.24	6.67	6.40	6.67
总资产周转率	0.40	0.45	0.48	0.55	0.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	0.67	0.85	1.14	1.39
每股经营现金流	0.28	0.43	0.11	2.12	0.40
每股净资产	4.50	5.12	5.75	6.60	7.65
<b>估值比率</b>					
市盈率	83.50	24.60	19.30	14.42	11.78
市净率	3.64	3.20	2.85	2.48	2.14
EV/EBITDA	41.79	13.45	13.69	9.76	8.25
EV/EBIT	52.50	15.64	16.20	11.34	9.47

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com