

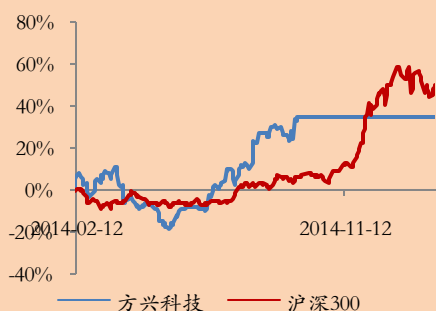


方兴科技 (600552)

投资评级：中性

报告日期：2015-02-12

股价走势：



宫模恒

0551-65161836

S0010512060001

业绩低于预期，关注结构性投资机会

——方兴科技 (600552) 2014 年年报点评

事件：

2014 年公司实现营业收入 94,219.84 万元，同比下降 4.11%；营业利润 12,432.47 万元，同比下降 16.82%；实现利润总额 13,226.61 万元，净利润 11,104.99 万元，同比分别下降 23.06%、24.50%；归属于母公司股东的净利润 10,961.62 万元，比上年同期下降 24.31%，业绩表现低于预期。

□ 营收下滑、资产减值损失计提及财务费用大幅攀升是业绩下滑主因

公司 2014 年度营业收入下滑 4.11 个百分点，而净利润下滑幅度达 24.5%，主要由于 2014 年公司资产减值损失计提 1213 万元，同比激增 388%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比为-9.14%。此外，公司财务费用 1412 万元，同比增 717%，主要是随着募投资金陆续投入项目，公司的利息收入减少所致。

□ 新材料业务：市场需求低迷，公司销量与去年基本持平

公司是电熔锆行业龙头，高纯电熔氧化锆产品在纯度、粒度等各项指标在国内乃至国际电熔行业都处于领先地位。目前公司的产品约 60% 内销，40% 左右出口。2014 年国内外经济环境持续低迷，公司销量与 2013 年基本持平，但由于氧化锆及原材料锆英砂价格的持续下行，特别是氧化锆产品的价格下跌幅度更甚，导致新材料业务营收增速和业绩贡献双双出现下滑。2014 年新材料业务营业收入 4.49 亿元，同比增速为-6.58%，毛利率为 27.69%，同比增 1.74 个百分点。我们认为 2015 年，氧化锆产品及锆英砂价格已经触及历史底部的情况下跌无可跌，而伴随着 2014 年 8 月份经济附加值更高的 5000 吨高纯电熔氧化锆项目投产，2015 年该项目业绩贡献度望体现。此外，公司与中创合资成立的电子级 2000 吨纳米钛酸钡项目 2015 年望建成投产，也将成为新材料业务新的利润增长点。

□ 新型显示器件业务：竞争加剧、盈利增长难度进一步加大

新型显示器件是国家战略新兴产业，随着新技术、新用途、新产品的不断推出及人们消费观念的转变行业前景广阔。公司 ITO 导电膜玻璃产品是液晶显示及触控用的上游基础材料，应用广泛。2014 年国内外经济环境持续低迷，行业需求萎缩，竞争却进一步加剧，2014 年全国新上十几条镀膜生产线，导致产品供过于求，产品价格一再下滑，企业运营压力增大。2014 年公司 ITO 导电膜玻璃业务营收 2.91 亿，同比增速为-23.04%，毛利率为 25.66%，同比减 1.02 个百分点。2015 年 ITO 导电膜玻璃盈利增长难度依然很大，公司的看点在于年产 80 万平方米电容式触摸屏柔性镀膜兴建并望投产，目前国内触屏生产商所用的薄膜式 ITO Film 大部分依赖进口，中低端智能手机及平板电脑都开始采用薄膜式触摸屏，薄膜式 ITO Film 市场缺口将进一步拉大，市场前景广阔。



□ TFT-LCD 减薄玻璃业务：导入期进展良好，并购延伸产业链

公司 TFT-LCD 减薄玻璃业务作为公司新培育的增长点目前尚处导入期，2014 年该业务实现营业收入 4587 万元，同比增 896%，表明该产品导入期进展良好。毛利率为 2.37%，较去年同期下滑 31.51 个百分点，我们认为并不足虑，导入期公司同很多厂商合作进行测试，推广阶段采用小批量协议价格，波动性较大，一旦测试通过转入常规业务阶段，毛利率望恢复。公司 1 月份公告拟并购深圳国显，标志着公司已经开始延伸 TFT-LCD 产业链，拟由单一的上游材料供应商向中游模组整合延伸，如若并购进展顺利，该项业务有望成为公司未来业绩贡献的第三极。

□ 盈利预测与估值

我们认为 2015 年公司新材料、新型显示器件增速预期仍不明朗，但鉴于两块业务都处于底部，以及公司三块业务均有弹性看点，包括中国建材集团混合所有制改革试点获批，结构性投资机会尚存。预测公司 2015、2016 年的营收同比增速为 10%、15%，净利润同比增速为 6%、17%，每股收益分别为 0.48 元、0.57 元，对应的 PE 分别为 39 倍、34 倍，给予“中性”的评级。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	942	1036	1192	1311
收入同比 (%)	-4%	10%	15%	10%
归属母公司净利润	110	116	135	154
净利润同比 (%)	-24%	6%	17%	14%
毛利率 (%)	24.6%	24.7%	24.0%	24.0%
ROE (%)	6.4%	7.0%	6.9%	7.3%
每股收益	0.31	0.48	0.57	0.64
P/E	62.26	39.20	33.58	29.53
P/B	3.99	4.00	3.44	3.19
EV/EBITDA	25	22	19	16

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1,334	1,441	1,908	2,169	营业收入	942	1,036	1,192	1,311
现金	398	572	981	1,212	营业成本	710	781	906	996
应收账款	396	361	428	493	营业税金及附加	3	4	5	5
其他应收款	5	6	6	7	销售费用	26	29	33	37
预付账款	99	117	152	188	管理费用	52	57	72	79
存货	200	188	233	259	财务费用	14	17	13	8
其他流动资产	236	198	108	10	资产减值损失	12	5	0	(0)
非流动资产	1,098	999	960	921	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	546	512	477	442	营业利润	124	143	163	187
无形资产	75	70	66	61	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	474	415	415	416	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2,431	2,440	2,868	3,090	利润总额	132	142	162	186
流动负债	603	563	589	598	所得税	21	21	24	28
短期借款	448	444	436	427	净利润	111	120	138	158
应付账款	94	65	83	102	少数股东损益	1	4	3	4
其他流动负债	60	54	70	69	归属母公司净利润	110	116	135	154
非流动负债	102	140	234	262	EBITDA	186	200	215	233
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.31	0.48	0.57	0.64
其他非流动负	62	100	194	222					
负债合计	705	703	824	860					
少数股东权益	17	21	24	28					
股本	239	239	239	239					
资本公积	941	941	1,086	1,086					
留存收益	410	526	661	815					
归属母公司股东权	1,710	1,706	1,987	2,141					
负债和股东权益	2,431	2,431	2,835	3,029					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	
经营活动现金流	22	253	260	220	成长能力				
净利润	111	116	135	154	营业收入	-4.11%	10.00%	15.00%	10.00%
折旧摊销	48	40	39	39	营业利润	-16.82%	14.74%	14.50%	14.30%
财务费用	19	17	13	8	归属于母公司净利润	-24.31%	5.87%	16.75%	13.70%
投资损失	(0)	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	(223)	71	70	16	毛利率(%)	24.65%	24.65%	24.00%	24.00%
其他经营现金	68	9	3	3	净利率(%)	11.63%	11.20%	11.37%	11.75%
投资活动现金流	(437)	0	(0)	(0)	ROE(%)	6.43%	6.97%	6.89%	7.27%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	9.86%	7.44%	9.11%	10.90%
长期投资	(0)	0	(0)	(0)	偿债能力				
其他投资现金	(437)	0	0	0	资产负债率(%)	28.98%	28.94%	29.05%	28.40%
筹资活动现金流	68	(22)	125	(17)	净负债比率(%)	-13.60%	-20.55%	-37.85%	-39.86%
短期借款	150	(4)	(8)	(9)	流动比率	2.21	2.56	3.24	3.63
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.88	2.22	2.84	3.19
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	(120)	0	145	0	总资产周转率	0.41	0.43	0.45	0.44
其他筹资现金	38	(17)	(13)	(8)	应收账款周转率	2.73	2.78	3.07	2.89
现金净增加额	(346)	231	385	203	应付账款周转率	13.72	12.97	16.06	14.14

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.48	0.57	0.64	P/E	62.3	39.2	33.6	29.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.70	0.73	0.61	P/B	4.0	4.0	3.4	3.2
每股净资产(最新摊薄)	4.76	4.75	5.53	5.96	EV/EBITDA	25.03	22.45	18.89	16.44

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。