

产能有序扩张，PCB湿化学品龙头 向多元领域拓展

——光华科技（002741）财报点评

2017年04月23日

推荐/首次

光华科技

财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号: S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030
杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032

事件:

光华科技发布 2016 年年报: 实现营业收入 9.92 亿元, YoY+14.93%, 归母净利润 0.63 亿元, YoY+9.02%, EPS 0.18 元, 扣非后归母净利润 0.56 亿元, YoY+3.26%, 主要由于政府补助同比增加 266 万元。其中, 第四季度单季实现营业收入 2.93 亿元, YoY+18.42%, 归母净利润 0.15 亿元, YoY-1.42%, 扣非后归母净利润 0.13 亿元, YoY+7.31%。公司拟每 10 股派息 0.5 元。

公司预计 2017 年 1 季度归母净利润区间为 742~928 万元, YoY+20%~50%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入(百万元)	222.61	221.34	247.14	199.54	230.22	269.30	292.65
增长率(%)	5.45%	7.57%	15.27%	16.17%	3.42%	21.67%	18.42%
毛利率(%)	25.66%	24.77%	21.51%	23.23%	26.33%	23.48%	20.97%
期间费用率(%)	12.32%	17.16%	15.24%	20.24%	13.93%	16.15%	15.10%
营业利润率(%)	12.78%	6.91%	5.13%	2.87%	11.90%	6.63%	4.40%
净利润(百万元)	25.59	11.74	15.00	6.18	26.14	16.08	14.79
增长率(%)	7.33%	-34.70%	-30.35%	10.01%	2.13%	36.90%	-1.42%
每股盈利(季度, 元)	0.07	0.03	0.04	0.02	0.07	0.04	0.04
资产负债率(%)	21.23%	23.28%	19.06%	14.04%	20.05%	22.00%	20.43%
净资产收益率(%)	3.53%	1.59%	2.06%	0.84%	3.43%	2.07%	1.87%
总资产收益率(%)	2.78%	1.22%	1.67%	0.72%	2.75%	1.61%	1.49%

观点:

主要产品毛利率提升。PCB 化学品业务营收 6.13 亿元, YoY+8.65%, 毛利率微增 0.31ppt 至 26.19%。化学试剂业务营收 2.37 亿元, YoY-13.12%, 毛利率提升 5.15ppt 至 26.53%, 产品销售结构转向以高端产品为主, 使得收入下滑但毛利率上升。

优化产品结构，扩大优势品种，提升盈利水平。2016年公司PCB化学品、化学试剂的销售总额占总收入的比重分别为62%、24%。PCB化学品中，高纯化学品、复配化学品销售比例约为3:1，预期未来公司将增强复配化学品的销售力度，提高附加值较高的复配化学品占比，提升整体盈利水平。

电子化学品产能持续扩张，扩张PCB化学品市场的同时，向IC化学品、新能源材料延伸。IPO募投项目“年产1万吨电子化学品扩建技改项目”于2016年上半年全部投产，目前产能逐步释放。本次增发募投项目“年产1.4万吨专用化学品扩产项目”，包括PCB化学品、IC化学品、高纯试剂、新能源车正极材料，预计将于2017年下半年建成，至2018年有望开始贡献业绩。

增发已获批文。公司增发方案于4月12日获得证监会核准批文。发行底价17.62元/股，募集资金不超过5亿元，其中公司管理层郑鞠（副总经理，实际控制人之一）、陈汉昭（总经理）承诺分别认购10-20%。

参股台湾恩巨恩，实现PCB、IC专用化学品的品种、渠道、市场资源共享与互补。公司拟以自有资金不超过新台币4400万元（约合人民币1000万元）投资台湾恩巨恩科技股份有限公司51%股权。台湾恩巨恩公司成立于2015年7月，2016年实现营业收入452万元，净利润-464万元。与恩巨恩公司的合作，有助于进一步丰富公司PCB、IC专用化学品的品种，实现资源共享、优势互补，并有效开拓台湾市场，辐射日韩及其他海外国家。

化学试剂业务优化。公司通过优化车间生产工艺和生产模式，提升产出效率；加大公司化学试剂电商平台的投资力度，实现化学试剂线上线下同步推广，利用大数据提高效率、降低成本、扩大销售规模，进一步整合化学试剂市场。

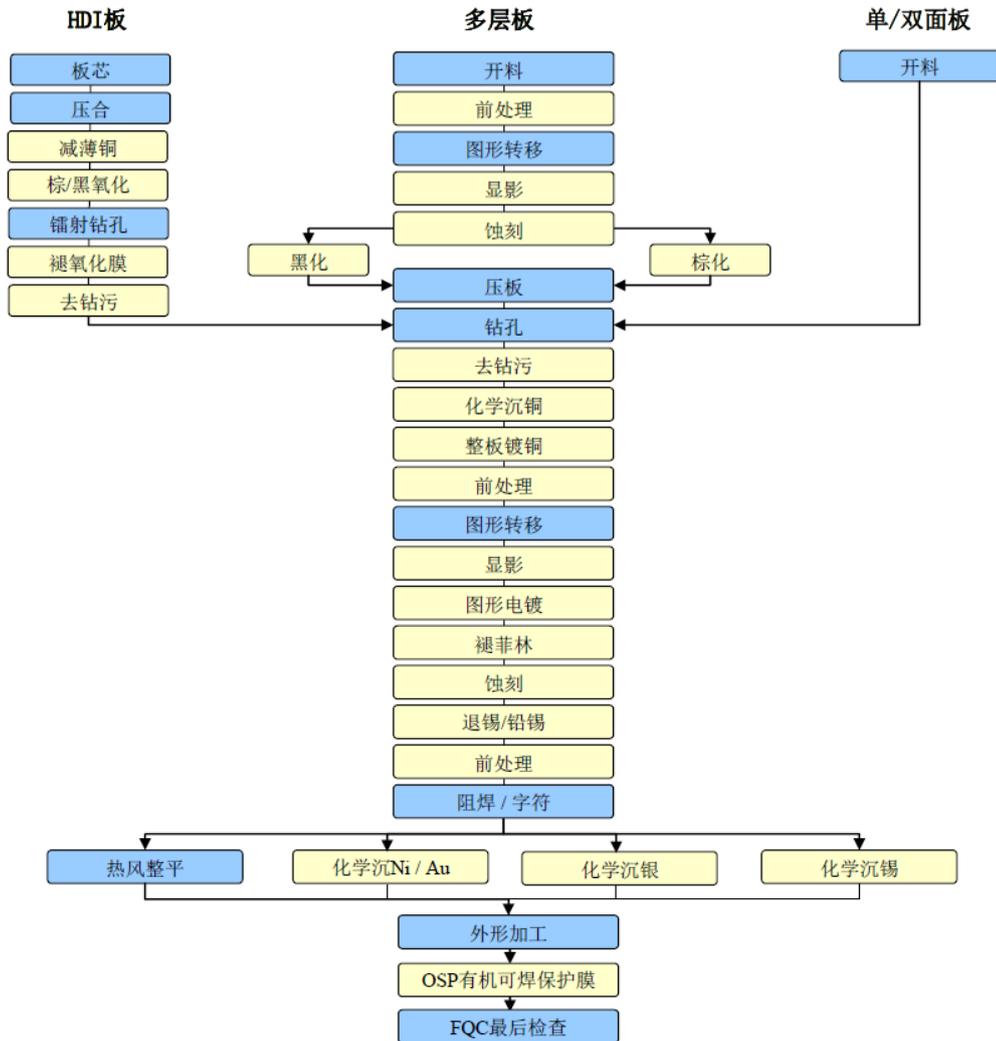
结论：

我们预计2017~2019年净利润分别为0.95亿元、1.12亿元、1.33亿元，EPS分别为0.26元、0.31元、0.37元（未考虑增发摊薄影响）。目前股价对应P/E分别为60倍、51倍、43倍。**首次覆盖给予“推荐”评级。**

风险提示：

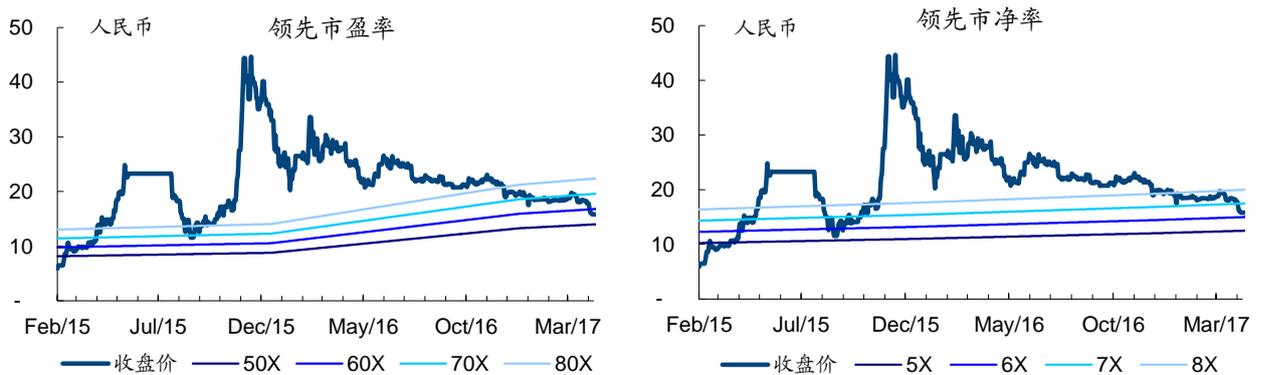
市场需求下滑，产能投建进度不及预期，收购整合不及预期。

图 1: 公司产品基本覆盖 PCB 制造过程中的所有湿法流程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	613	597	664	752	863	营业收入	863	992	1112	1232	1384
货币资金	154	88	104	135	173	营业成本	658	766	822	905	1008
应收账款	247	282	316	351	394	营业税金及附加	4	5	6	7	7
其他应收款	5	3	21	23	26	营业费用	56	72	80	89	100
预付款项	27	20	3	3	4	管理费用	79	87	97	108	121
存货	162	152	164	180	201	财务费用	5	2	2	2	1
其他流动资产	18	52	56	60	65	资产减值损失	3	0	0	0	0
非流动资产合计	287	399	414	427	438	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	-2	0	0	0
固定资产	252	249	254	261	268	营业利润	63	64	110	129	154
无形资产	22	22	21	20	19	营业外收入	7	9	0	0	0
其他非流动资产	13	128	139	146	151	营业外支出	2	0	0	0	0
资产总计	900	995	1079	1179	1300	利润总额	67	73	110	129	153
流动负债合计	135	170	175	183	193	所得税	9	10	14	17	20
短期借款	61	89	89	89	89	净利润	58	63	95	112	133
应付账款	66	41	44	49	54	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	3	4	5	5	6	归属母公司净利润	58	63	95	112	133
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	73	75	112	131	155
非流动负债合计	37	34	34	34	34	BPS (元)	0.16	0.18	0.26	0.31	0.37
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	172	203	209	217	227	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	11.54%	14.93%	12.08%	10.86%	12.30%
实收资本(或股本)	360	360	360	360	360	营业利润增长	-15.91	1.99%	72.48%	17.41%	18.95%
资本公积	85	85	85	85	85	归属于母公司净利润	-14.57	9.02%	50.92%	17.46%	18.99%
未分配利润	284	347	425	518	629	获利能力					
归属母公司股东权	729	792	869	962	1073	毛利率(%)	23.74%	22.81%	26.03%	26.58%	27.17%
负债和所有者权	900	995	1079	1179	1300	净利率(%)	6.72%	6.37%	8.58%	9.09%	9.63%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	7.95%	7.98%	10.97%	11.64%	12.42%	
经营活动现金流	-68	43	77	92	103	偿债能力					
净利润	58	63	95	112	133	资产负债率(%)	19%	20%	19%	18%	17%
折旧摊销	18	24	26	28	31	流动比率	4.55	3.52	3.79	4.10	4.46
财务费用	5	2	2	2	1	速动比率	3.99	3.03	3.27	3.22	3.67
应收账款减少	126	34	51	58	72	营运能力					
预收帐款增加	-24	6	6	8	10	总资产周转率	3.20	2.89	2.73	2.93	3.20
投资活动现金流	-55	-134	-41	-41	-41	应收账款周转率	4.07	3.75	3.71	3.69	3.72
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.12	23.19	23.90	23.93	23.94
长期股权投资减少	-48	-132	-41	-41	-41	每股指标(元)					
投资收益	0	-2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.16	0.18	0.26	0.31	0.37
筹资活动现金流	167	56	-20	-21	-24	每股净现金流(最新)	0.12	-0.10	0.05	0.08	0.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.02	2.20	2.42	2.67	2.98
长期借款增加	-135	29	0	0	0	估值比率					
普通股增加	336	0	0	0	0	P/E	98.14	90.02	59.65	50.78	42.68
资本公积增加	58	0	0	0	0	P/B	7.81	7.18	6.54	5.91	5.30
现金净增加额	43	-34	16	30	38	EV/EBITDA	61.77	57.62	41.28	35.56	30.22

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 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。

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。