

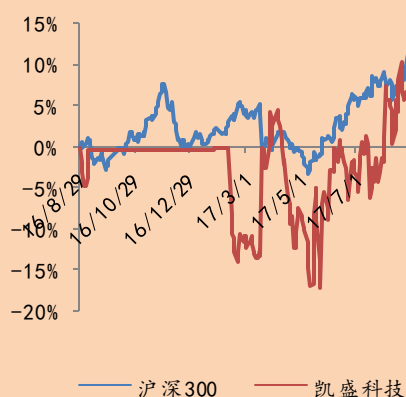


凯盛科技（600552）

投资评级：增持

报告日期：2017-08-29

股价走势：



研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人：高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com

联系人：袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

规模扩张推动业绩增长，盈利水平有提升空间

——2017 年半年报点评

事件：公司发布 2017 年半年报，期间实现营收 15.67 亿元，同比增长 50.90%，归母净利润 3517.30 万元，同比增长 26.49%，基本每股收益 0.0459 元/股，同比增长 26.45%。

主要观点：

□ 业绩涨势延续，毛利率下行趋势放缓，利润有望持续回暖

2017 年 H1 公司主营稳步推进，国显科技与公司完成并表，营收水平大幅增长 50.90%，但下游需求景气度不高，毛利率下行趋势并未扭转。上半年公司录得综合毛利率 15.85%，较去年同期下滑 0.71 个百分点（去年同期同比下滑 7.42 个百分点），下滑趋势明显放缓。期间公司三费占营收比例为 12.53%，同比下滑 0.6 个百分点，分项来看，管理费用增幅超过营收增幅，达到 55.97%，主要是受到职工薪酬和费用化研发支出增加的影响。整体来看，公司营收大幅增长，毛利率小幅走低，费用率变动不大，归母净利润实现同比增长 26.49%。我们认为，公司与国显的合作尚处磨合期，毛利率有较大提升空间，看好未来公司盈利水平的提升。

□ 新显示业务规模扩张，盈利水平待提高

公司子公司国显科技 2017 年 H1 实现营收 10.49 亿元，同比增长 69.26%，净利润 3338.29 万元，同比增长 14.55%。国显科技坚持大客户战略，上半年全球平板市场出货量达 15%，但产品价格受到市场需求疲软的影响波动较大，盈利水平有所下滑。华益公司上半年销售额同比增长 180%，市占率继续提升，但由于市场竞争激烈，盈利水平同样走低。公司减薄玻璃和柔性镀膜产品销量也不理想，目前正在寻求新的利润支撑点。整体来看，在当前市场竞争激烈的背景下，收购国显科技的协同效应并不明显，未来毛利率水平的提升将主要来自于公司与国显科技的进一步磨合，另外，公司坚持新产品的研发，未来或将出现新的利润点。

□ 子公司完成合并，优化管理结构，继续发力新材料业务

2017 年 5 月，公司旗下两家全资子公司中恒公司与华洋公司，拟以中恒公司为主体吸收合并华洋公司。两公司业务均是新材料业务，且产品均为锆系粉体材料，原材料相同，且存在客户重叠的内部竞争情况。中恒公司主要产品是电熔氧化锆，截至 2017 年 6 月底总资产为 104969.91 万元，2017 年 H1 实现净利润 3204.42 万元，华洋公司主要产品是硅酸锆，截至 2017 年 6 月底总资产为 10944.73 万元，2017 年 H1 净利润 299.74 万元。中恒公司吸收合并华洋公司将优化公司的内部管理，有利于新材料业务的集中管理。新材料业务作为公司主营之一，未来在毛利率方面有提升空间。

□ 盈利预测与估值

2017 年 H1，公司与国显科技完成并表，主营业务大涨，不过，主营业务市场竞争激烈，毛利率水平延续下行趋势，但有所放缓。公司一直在两大

主营业务寻求发展和突破：在新显示业务方面，我们看好公司与国显科技进一步磨合带来的利润水平的提升，以及新产品研发出现的新的利润增长点；在新材料业务方面，公司对旗下子公司的整合将进一步强化成本管控，看好未来毛利率水平的提升。我们预测，2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.13 元/股、0.18 元/股、0.28 元/股，对应的 PE 分别为 62 倍、46 倍、30 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3107	3977	4573	5122
收入同比(%)	175%	28%	15%	12%
归属母公司净利润	76	103	140	212
净利润同比(%)	-32%	36%	36%	52%
毛利率(%)	16.0%	15.5%	16.1%	16.8%
ROE(%)	4.1%	3.9%	5.3%	7.6%
每股收益(元)	0.10	0.13	0.18	0.28
P/E	84.97	62.29	45.92	30.29
P/B	2.75	2.28	2.17	2.03
EV/EBITDA	34	33	28	22

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	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,926	5,130	6,412	6,588	营业收入	3,107	3,977	4,573	5,122
现金	353	795	915	1,105	营业成本	2,610	3,360	3,837	4,261
应收账款	1,044	1,942	2,337	2,280	营业税金及附加	10	15	16	18
其他应收款	33	54	74	69	销售费用	82	111	127	142
预付账款	253	455	702	908	管理费用	232	318	331	388
存货	993	1,711	2,244	2,094	财务费用	63	91	112	122
其他流动资产	250	173	142	132	资产减值损失	43	8	33	(8)
非流动资产	1,947	1,633	1,543	1,448	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1,246	1,167	1,088	1,009	营业利润	67	75	118	199
无形资产	290	270	252	236	营业外收入	67	43	48	58
其他非流动资产	411	194	201	202	营业外支出	1	0	0	1
资产总计	4,873	6,764	7,955	8,036	利润总额	133	117	165	256
流动负债	1,998	3,574	4,560	4,361	所得税	33	0	0	0
短期借款	1,087	1,893	2,243	2,243	净利润	100	117	165	256
应付账款	570	858	1,136	1,093	少数股东损益	25	14	25	44
其他流动负债	341	823	1,181	1,025	归属母公司净利润	76	103	140	212
非流动负债	406	225	267	296	EBITDA	238	263	326	417
长期借款	90	90	90	90	EPS (元)	0.10	0.13	0.18	0.28
其他非流动负债	316	135	177	206					
负债合计	2,404	3,798	4,827	4,657	主要财务比率				
少数股东权益	132	146	171	215	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	384	767	767	767	成长能力				
资本公积	1,357	1,357	1,357	1,357	营业收入	175.01%	28.00%	15.00%	12.00%
留存收益	597	695	832	1,040	营业利润	-14.73%	10.82%	57.93%	69.08%
归属母公司股东权益	2,337	2,819	2,957	3,164	归属于母公司净利润	-32.07%	36.41%	35.64%	51.60%
负债和股东权益	4,873	6,764	7,955	8,036	获利能力				
					毛利率(%)	15.99%	15.50%	16.10%	16.80%
					净利率(%)	净利率	2.43%	2.59%	3.06%
					ROE(%)	4.06%	3.94%	5.27%	7.58%
					ROIC(%)	5.77%	5.96%	5.52%	6.81%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.32%	56.16%	60.68%	57.95%
					净负债比率(%)	24.64%	7.55%	26.18%	37.86%
					流动比率	1.46	1.44	1.41	1.51
					速动比率	0.97	0.96	0.91	1.03
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.68	0.62	0.64
					应收账款周转率	3.48	2.74	2.20	2.29
					应付账款周转率	6.61	5.57	4.59	4.60
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.10	0.13	0.18	0.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	(0.96)	(0.19)	0.38
					每股净资产(最新摊薄)	3.05	3.68	3.85	4.13
					估值比率				
					P/E	85.0	62.3	45.9	30.3
					P/B	2.7	2.3	2.2	2.0
					EV/EBITDA	34.48	32.70	27.63	21.60

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。