



2018-04-09

公司深度报告

买入/维持

飞凯材料(300398)

目标价: 27.00

昨收盘: 22.26

材料 材料 II

从进口替代到海外扩展, 新材料龙头扬帆起航

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	427/364
总市值/流通(百万元)	9,499/8,103
12 个月最高/最低(元)	25.35/15.13

相关研究报告:

飞凯材料(300398)《业绩符合预期, 液晶混晶、半导体封装材料打开成长空间》--2018/02/27

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

研究助理: 张波

电话: 021-61372572

E-MAIL: zhangbo@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117100028

新材料平台型公司。公司以紫外固化光纤光缆涂覆材料起家, 近年来公司积极布局电子化学品领域, 通过自主研发以及外延并购等方式切入显示材料以及半导体材料领域, 目前已打造成为以光纤涂料、显示材料及半导体材料为主的新材料平台型公司。

受益国内液晶面板行业大发展, 液晶混晶快速增长。大陆液晶面板行业近几年快速增长, 2017 年 BOE (京东方) 在多个领域出货量全球第一, 我国正在承接面板行业转移的大潮。下游的快速扩产必将带动上游材料的国产化替代。预计至 2020 年, 大陆厂商液晶混晶需求量有望从目前的 320 吨快速增长至 570 吨, 2017 年国产化率为 30%, 后续有望进一步提升。公司子公司和成显示是国内液晶混晶行业的主要供应商, 主要客户包括京东方、华星光电、中电熊猫等, 充分受益国内厂家的大发展。此外, 和成显示积极开拓海外市场, 2017 年公司已有部分境外客户处于产品测试过程中, 后续有望贡献新的增量。和成显示承诺 2017-2019 年净利润分别为 8000 万、9500 万、1.1 亿元, 预计和成显示业绩有望持续超预期。

布局半导体封装领域, 受益国内半导体大潮。公司收购长兴昆电 60% 股权、大瑞科技 100% 股权以及利绅科技 45% 股权, 三家企业分别从事半导体环氧塑封料、半导体封装用焊锡球以及封装用电镀液, 下游客户涵盖日月光、安靠等大型封装厂。公司一方面丰富了半导体领域的产品线布局, 另一方面拓宽了客户资源, 后续有望协同发展。

维持“买入”投资评级。飞凯材料原有主业光纤涂料稳定增长, 公司围绕显示材料和半导体封装材料布局, 有望充分受益国内显示和半导体产业的发展, 业绩实现快速成长。预测公司 2018-2020 年净利润分别为 3.19 亿、4.23 亿和 5.55 亿元, EPS 分别为 0.75 元、0.99 元和 1.30 元, 对应 PE 分别为 30、22 和 17 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 产品拓展低于预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	820.37	1,572.06	1,863.69	2,228.56
(+/-%)	109.79%	91.63%	18.55%	19.58%
净利润(百万元)	87.84	318.58	422.83	554.96
(+/-%)	23.64%	280.11%	32.72%	31.25%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.75	0.99	1.30
市盈率(PE)	82.44	29.84	22.48	17.13

资料来源: Wind, 太平洋证券

目录

一、飞凯材料：新材料平台型企业.....	4
1. 紫外固化材料起家，逐步转型新材料平台企业.....	4
2. 持续布局电子化学品，业绩拐点向上.....	5
二、液晶混晶：受益下游发展，液晶混晶从进口替代到海外扩张.....	6
1. 液晶面板发展迅速	6
2. 液晶混晶：进口替代加速，海外逐步扩展.....	11
三、半导体材料：下游突破在即，相关材料业绩有望迎来爆发.....	13
1. 国内半导体突破在即	13
2. 收购大瑞、长兴、利绅股权，全面布局半导体封装.....	15
四、风险提示	15

图表目录

图表 1: 公司主营业务	4
图表 2: 飞凯材料股权结构及主要子公司	4
图表 3: 公司营业收入及增速	5
图表 4: 公司归母净利润及增速	5
图表 5: 公司毛利率及净利率	5
图表 6: 公司分产品毛利率	5
图表 7: 公司营收结构变化	6
图表 8: 公司毛利结构变化	6
图表 9: 液晶显示原理	6
图表 10: TFT-LCD 上游原材料份额构成情况	6
图表 11: 大尺寸面板月度出货面积及增速	7
图表 12: 液晶电视月度出货面积及增速	7
图表 13: 显示器月度出货面积及增速	7
图表 14: 笔记本月度出货面积及增速	7
图表 15: LCD 产业链	8
图表 16: 2016 年全球面板厂商份额	8
图表 17: 2017 年全球液晶面板产能分布	8
图表 18: 液晶材料相关支持政策	9
图表 19: 2017 年大陆厂商 TFT 液晶混晶需求统计	9
图表 20: 2018-2019 年大陆厂商新增 TFT 液晶混晶需求统计	10
图表 21: 2018-2019 年非大陆厂商新增 TFT 液晶混晶需求统计	10
图表 22: 2017 年非大陆厂商 TFT 液晶需求统计	11
图表 23: 2016 年 TFT 液晶混晶市场份额	12
图表 24: 国内液晶混晶材料厂商	12
图表 25: 国内三大液晶混晶企业营收	12
图表 26: 国内三大液晶混晶企业净利润	12
图表 27: 全球半导体行业增速平稳	13
图表 28: 国内半导体行业发展迅速	13
图表 29: 中国在建&拟建晶圆厂情况	14
图表 30: 各地区半导体材料市场规模	14
图表 31: 全球各地区半导体材料市场占比	14
图表 32: 中国锡球市场竞争格局	15
图表 33: 环氧塑封料供应商 14 年大陆出货量(吨)	15

一、飞凯材料：新材料平台型企业

1. 紫外固化材料起家，逐步转型新材料平台企业

上海飞凯光电材料股份有限公司成立于 2002 年，2014 年 10 月于深交所上市。公司是一家专业从事高科技领域适用的紫外固化材料等新材料的研究、生产和销售的高科技企业。其中，紫外固化光纤光缆涂覆材料为公司的核心产品，公司是国内紫外固化光纤光缆涂覆材料主要供应商，产品已经出口至美国、韩国、印度等国家。

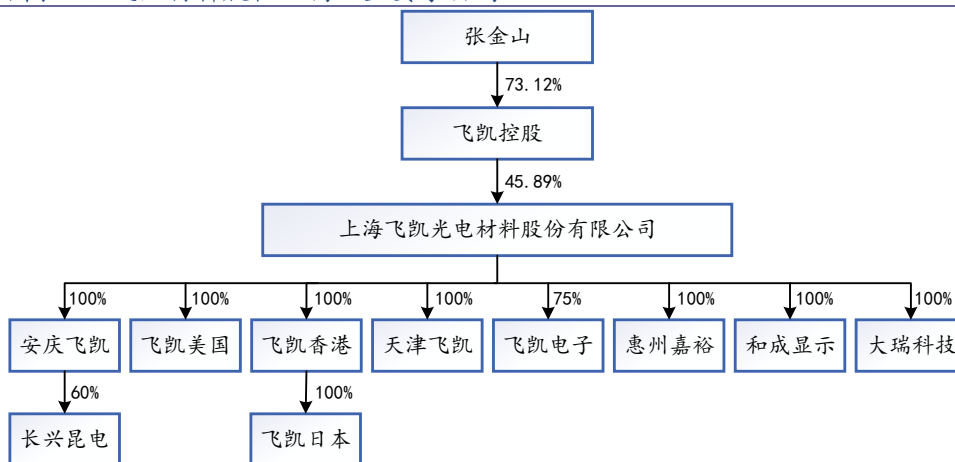
图表 1：公司主营业务

业务	主体	概况
紫外固化材料	原有业务	国内龙头
屏幕显示材料	控股和成显示	国内液晶混晶龙头，主要客户包括华星光电，京东方，中电熊猫等
	参股八亿时空	主要客户为京东方
	TFT-LCD 光刻胶	自主研发，送样阶段
半导体材料	长兴昆电 60%	主营环氧塑封料
	控股大瑞科技	主营焊接球，下游客户包括日月光、SPLL、UTAC、英飞凌等
	利绅科技 45%	主营电镀液，主要客户包括 ASE（日月光）、Amkor

资料来源：太平洋研究院整理

2017 年，公司收购了和成显示、大瑞科技以及长兴昆电 60% 股权，逐渐形成紫外固化材料、屏幕显示材料和半导体材料等电子化学材料以及有机合成材料并驾齐驱的新材料布局。

图表 2：飞凯材料股权结构及主要子公司

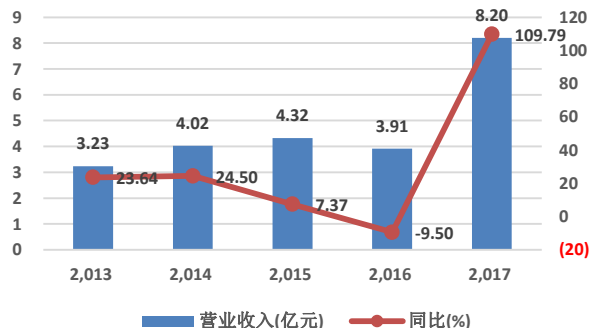


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

张金山先生是公司董事长和实际控制人。张金山先生通过其持股 73.12% 的香港飞凯控股有限公司持有上海飞凯光电材料股份有限公司 45.89% 的股份。

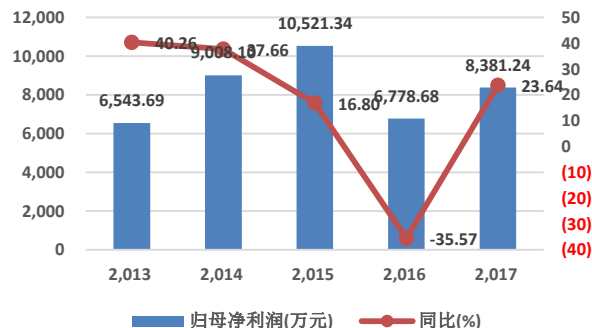
2. 持续布局电子化学品，业绩拐点向上

图表 3：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

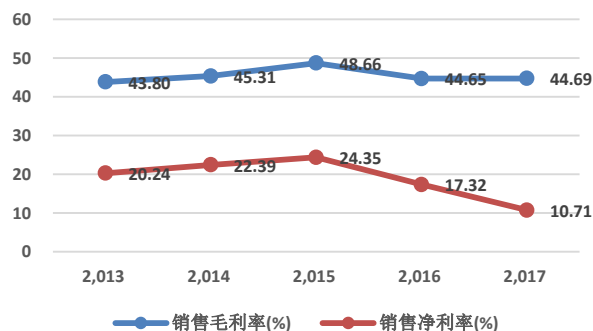
图表 4：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

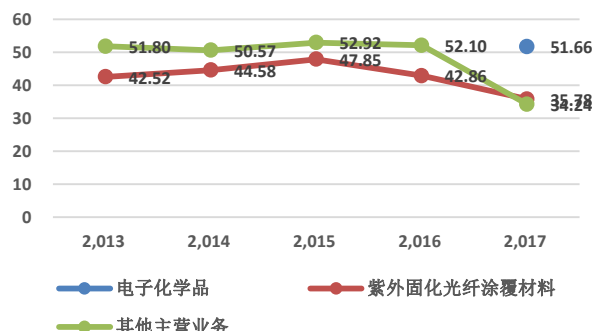
公司营业收入持续增长，从2013年的3.23亿增长至2017年的8.20 亿元，年复合增速达26.22%；归母净利润从2013年的6543万增长至2017年的8381万。13-15年，公司核心产品紫外固化光纤光缆涂覆材料销量持续攀升，公司业绩持续向好。16年由于市场竞争较为激烈，公司采取适度降价的策略以保持并提高市场占有率，同时公司投入使用新的总部及研发中心，折旧摊销费用以及其他费用增加，公司业绩有所下降。2017年公司布局的电子化学品进入收获期，陆续并表长兴昆电、大瑞科技、和成显示，公司业绩迎来拐点。

图表 5：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：公司分产品毛利率



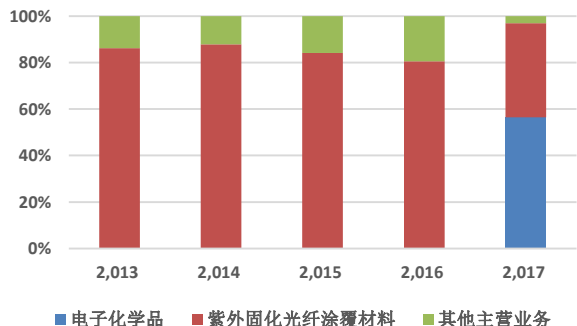
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

光纤涂料毛利率下滑，电子化学品毛利率较高。2016年以来光纤涂料行业竞争激烈，公司采取适度降价策略以保持并提高市占率，光纤涂料毛利率持续下滑至35.78%。18年光纤涂料价格步入上行轨道，公司光纤涂料产品毛利率有望提高。公司电子化学品毛利率为51.66%，有望贡献公司新的业绩。

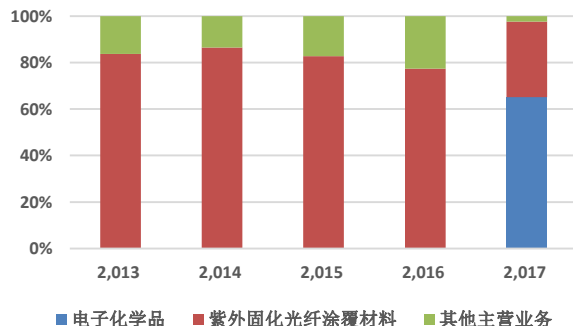
营收和毛利实现结构性转变。公司在电子化学品持续布局，2017年营收占比50%以上，毛利占比60%以上，公司已经实现了从单一的紫外固化光纤涂覆材料公司向新材料

平台型公司的转变，后续有望持续发力。

图表 7：公司营收结构变化



图表 8：公司毛利结构变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

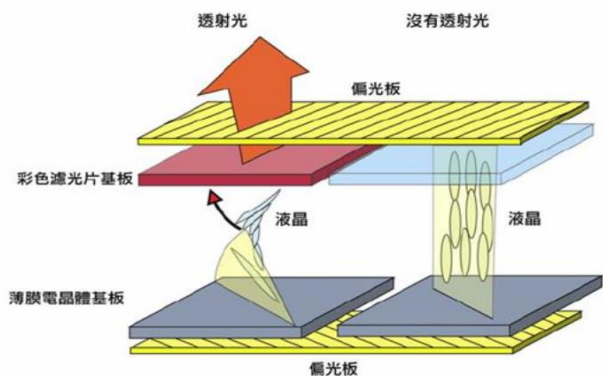
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、液晶混晶：受益下游发展，液晶混晶从进口替代到海外扩张

1. 液晶面板发展迅速

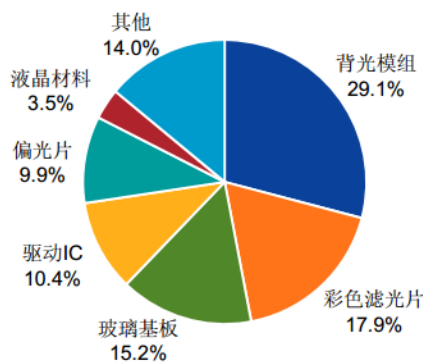
液晶材料一般是指在一定的条件下既有液体的流动性又有晶体的各向异性的一类有机化合物。以目前最流行的 TFT-LCD 为例，基本原理就是通过下基板上的薄膜晶体管（TFT）输入信号和电压，控制不同液晶进行规律的旋转排列，并通过彩色滤光片显示成图像。

图表 9：液晶显示原理



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

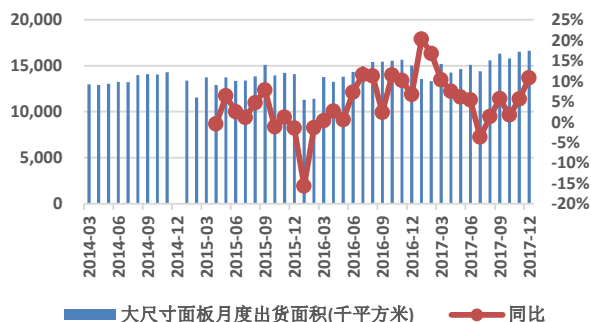
图表 10：TFT-LCD 上游原材料份额构成情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

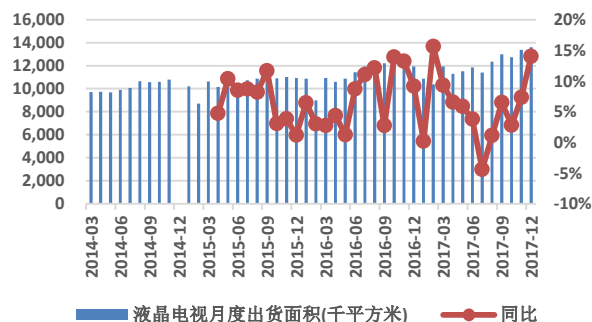
LCD 可分为 TN（扭曲向列型）、STN（超扭曲向列型）以及 TFT（薄膜晶体管）三种类型。其中 TN 和 STN 技术发展较早，主要用于计算器、电子手表、家用电器显示屏等小尺寸、单色或多色、信息容量小的 LCD 上。目前液晶显示的主流为 TFT-LCD，其显示亮度高、对比度好、反应速度快、色彩逼真，在手机、电脑、电视等产品上应用最为广泛。目前 TFT-LCD 占整个平板显示行业总产值比例超过 80%，是主流的液晶显示技术。

图表11：大尺寸面板月度出货面积及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

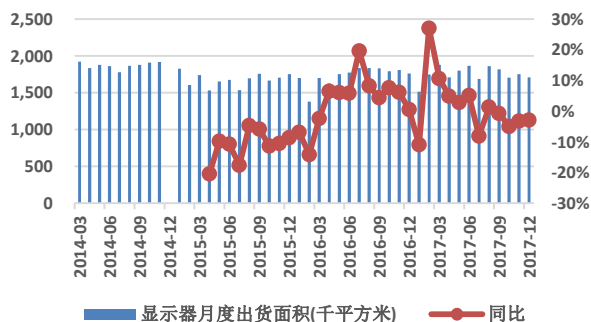
图表12：液晶电视月度出货面积及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

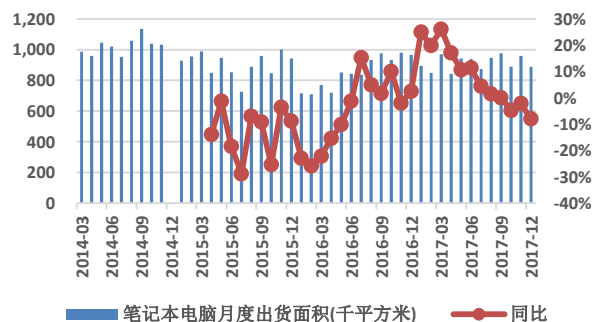
液晶行业产业链较长，上游为基础化工原料以及材料器件，中游为液晶面板，下游为各类电子产品。其中上游主要包括液晶材料(中间体、单体、混晶)、偏光片、驱动IC、玻璃基板、滤光片、背光模组等，成本占比分别为3.5%、9.9%、10.4%、15.2%、17.9%、29.1%。

图表13：显示器月度出货面积及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

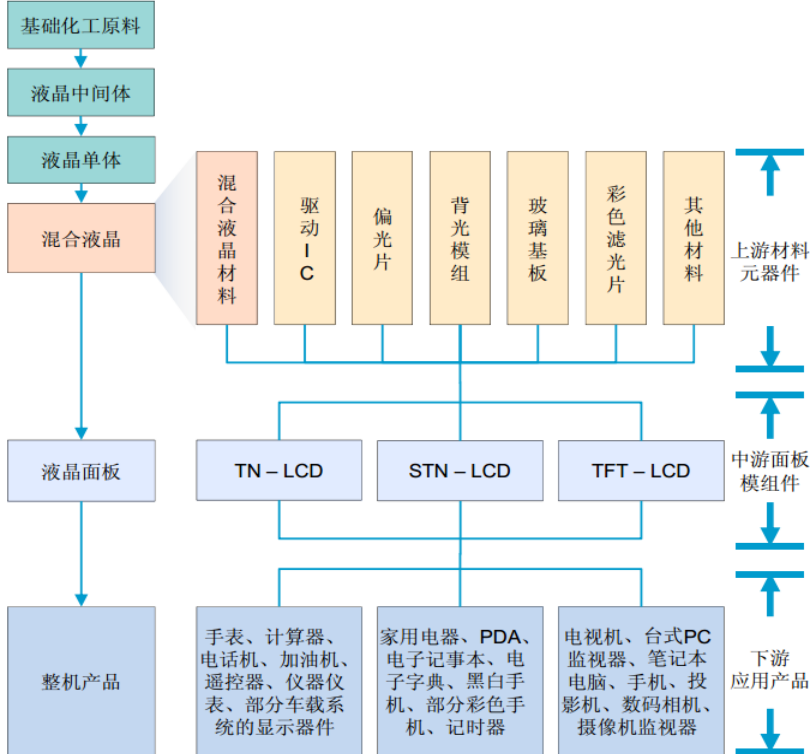
图表14：笔记本月度出货面积及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

液晶材料(中间体、单体、混晶)是液晶显示重要的基础材料，按照化学原料-中间体-单体-混晶的工艺路线进行制备，其中混晶市场技术壁垒最高，利润最丰厚。

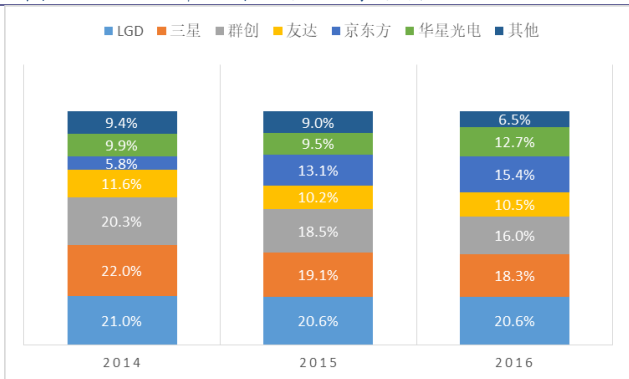
图表15: LCD产业链



资料来源：万润股份招股书，太平洋研究院整理

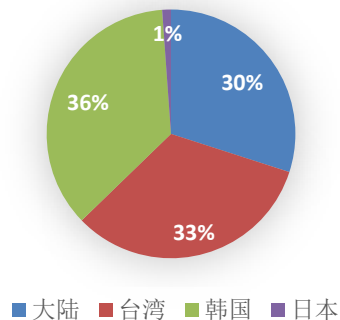
液晶面板是典型的资本技术密集行业，需要大量的投资来建设生产线并不断投入研发，具备明显的周期性，一般周期为：新世代线投产—产能过剩—降价—亏损—新市场开拓—产能不足—涨价—再投资。行业的变迁和发展往往在行业相对不景气的时候发生。

图表16: 2016年全球面板厂商份额



资料来源：OFweek，太平洋证券整理

图表17: 2017年全球液晶面板产能分布



资料来源：太平洋研究院整理 注：夏普并入鸿海

图表 18：液晶材料相关支持政策

年份	政策	主要内容
2010年	《关于 2010 年继续组织实施彩电产业战略转型产业化专项的通知》	平板显示关键配套材料研发及产业化：鼓励配套材料企业根据面板、模组生产企业的需要，提升自主创新能力，实现关键配套材料规模化生产。 包括：TFT-LCD、PDP 和 OLED
2011年	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》	优先发展新型显示器件： TFT-LCD
2014年	《2014-2016 年新产业显示创新发展行动计划》	到2016年，要基本建成本地化配套体系，初步实现上游装备材料的规模化生产能力，装备种类覆盖率超过40%，材料种类覆盖率超过80%
2015年	《中韩自贸协定》	面板产业的关税将采取“8+2”的策略，在协定生效后，将有长达8年的“保护期”，维持目前5%的关税，直至第9年关税降为2.5%，第10年才降为零关税

资料来源：太平洋研究院整理

液晶面板行业始于美国，但最先在日本产业化，1995年日本液晶面板出货量超过全球95%，几乎独占了液晶市场。之后韩国和中国台湾战略性的在液晶低谷期大规模扩张，并通过对技术前景的明确判断和持续大规模的研发投入抢占了市场，21 世纪初全球液晶行业形成日韩台三足鼎立的格局。最近几年，全球液晶面板发展较为稳定，营收和出货量在连续下滑以后在今年迎来一定幅度的反弹，并逐步向大陆转移。

图表19：2017年大陆厂商TFT液晶混晶需求统计

厂家	项目地址	代线	产能(万片/月)	混晶年用量(吨)	小计(吨)	厂家	项目地址	代线	产能(万片/月)	混晶年用量(吨)	小计(吨)
京东方	北京	5.0	6.0	19.44	159.49	天马	上海	4.5	3.0	32.40	35.90
	成都	4.5	4.5				成都	4.5	4.5		
	鄂尔多斯	5.5	6.0				武汉	4.5	3.0		
	合肥	6.0	9.0	10.80			上海	5.0	7.5		
	成都	8.5	14.0	32.90			厦门	5.5	3.0		
	福州	8.5	15.0	35.25			厦门	6.0	3.0	3.50	
	合肥	8.5	12.0	28.20		中电熊猫	南京	6.0	14.0	13.42	27.10
	北京	8.5	14.0	32.90			南京	8.5	7.2	13.68	
华星光电	深圳	8.5	13.0	30.55	70.58	信利国际	惠州	4.5	6.0	1.72	3.72
	深圳	8.5	15.5	36.43			汕尾	4.5	7.0	2.00	
	武汉	6.0	3.0	3.60		龙腾	昆山	5.0	9.0	5.50	5.50
惠科	重庆	8.5	7.0	16.45	16.45						
合计											318.74

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2016 年大陆出货量仅次于韩国，居全球第二，其中京东方和华星光电出货量都在全球前五。2017年，BOE（京东方）智能手机液晶显示屏、平板电脑显示屏、笔记本电脑显示屏出货量均位列全球第一，显示器显示屏、电视显示屏出货量居全球第二。我国正在全面承接液晶面板往大陆转移的大潮。

国家政策大力推进液晶材料发展。面对着液晶材料主要被国外企业垄断的局面，国家陆续出台了一系列重大政策扶持该行业的发展。根据《2014-2016 年新型显示产业创新发展行动计划》的要求，到 2016 年，要基本建成配套体系，初步实现上游装备、材料的规模化生产能力，装备种类覆盖率超过 40%，材料种类覆盖率超过 80%。在我国下游液晶面板行业发展态势良好的情况下，势必会拉动上游液晶混晶材料的国产化进程。国内诚志永华、和成显示、八亿时空等几家企业在经历了多年的技术积累以后，已经实现了液晶混晶专利方面的突破，势必充分受益于液晶混晶材料国产化的进程。

图表20：2018-2019年大陆厂商新增TFT液晶混晶需求统计

厂家	项目地址	代线	产能(万片/月)	混晶年用量(吨)	预计投产时间
京东方	合肥	10.5	12	50.88	2018Q1
	武汉	10.5	12	50.88	2019Q4
华星光电	深圳	11	14	59.36	2019Q3
中电熊猫	咸阳(彩虹)	8.6	12	22.8	2018Q1
	成都	8.6	12	22.8	2018Q3
惠科	昆明	11	9	38.16	2019
信利国际	眉山	5	14	4.02	2019Q4
	汕尾	5	10	2.87	2018Q1
合计				251.77	

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

根据相关产能测算，2017年全球 TFT 液晶混晶材料需求量在 960 吨，其中大陆厂商需求在 320 吨，非大陆厂商需求在 640 吨，大陆占比约 1/3，实际需求量需根据产能开工情况进行折算。

图表21：2018-2019年非大陆厂商新增TFT液晶混晶需求统计

厂家	项目地址	代线	产能(万片/月)	混晶年用量(吨)	预计投产时间
鸿海	广州	10.5	9.0	28.89	2019Q2
	美国	10.5	9.0	28.89	2020Q1
	郑州	5.0	4.0	1.85	2018Q1
	贵超光电	6.0	4.0	3.60	2018Q2
合计				63.23	

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

未来两年大陆仍有较多产线投放，到2020年大陆厂商需求有望达到 570 吨，非大陆厂商需求有望达到 700 吨，全球需求合计 1270 吨，大陆占比有望达到 45%。

图表22：2017年非大陆厂商TFT液晶需求统计

厂家	项目地址	代线	产能(万片/月)	混晶年用量(吨)	小计(吨)	厂家	项目地址	代线	产能(万片/月)	混晶年用量(吨)	小计(吨)
群创	竹南	3.5	8.5	1.59	139.95	友达	龙潭	4.0	6.0	1.53	113.18
	竹南	4.5	4.5	1.29			新加坡	4.5	4.5	1.29	
	竹南	5.0	7.0	4.28			龙潭	5.0	5.0	3.05	
	竹南	6.0	11.0	13.04			龙潭	5.0	7.0	4.28	
	台南	3.5	5.5	1.03			中科	5.0	12.0	7.33	
	台南	4.0	8.0	2.05			桃园	5.0	7.0	4.28	
	台南	5.0	13.0	7.94			中科	6.0	12.0	14.23	
	台南	5.0	19.5	11.91			中科	6.0	12.0	14.23	
	台南	5.5	19.5	16.24				6.0	6.0	7.11	
	台南	6.0	24.0	28.45			中科	7.5	7.5	14.06	
	台南	7.5	12.0	22.49			中科	7.5	6.0	11.25	
	路竹	6.0	2.4	2.85			中科	8.5	5.0	11.75	
	路竹	8.5	6.0	14.10			中科	8.5	8.0	18.80	
	路竹	8.6	5.4	12.69							
三星	牙山汤井	7.0	17.0	29.88	138.84	LGD	龟尾	6.0	7.5	8.89	192.37
	牙山汤井	8.0	19.5	44.26			龟尾	6.0	5.0	5.93	
	牙山汤井	8.0	16.5	37.45			坡州	7.5	22.9	42.92	
	苏州(三条)	8.0	12.0	27.24			坡州	8.5	36.2	85.06	
鸿海	龟山-2	8.0	3.0	5.16	47.31	JDI	坡州	8.5	6.0	14.10	10.41
	龟山-2	8.0	6.0	10.33			广州	8.5	15.1	35.48	
	堺市	10.0	7.2	21.03			鸟取	4.5	5.3	1.52	
	深超光电	6.0	12.0	10.79			茂原	6.0	5.0	5.93	
合计							白山	6.0	2.5	2.96	
											642.06

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

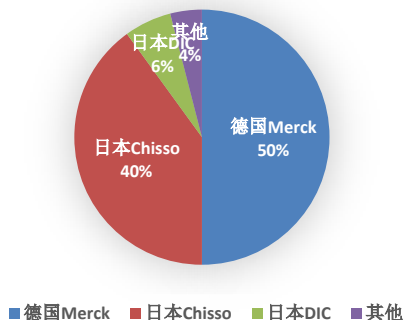
2. 液晶混晶：进口替代加速，海外逐步扩展

液晶混晶材料相对壁垒较高，主要专利集中于德国默克(Merck)、日本智索(Chisso)和日本 DIC 株式会社(DIC) 三家企业。三家企业依据“苯环” 核心结构或“萘环” 核心结构，构建了严密的专利网，长期垄断该高端产品市场。2016年三家市占率高达96%。国内目前生产液晶材料的企业有10多家，但多数是中间体、单体以及低端 TN、STN液晶，真正具备 TFT 液晶混晶能力的主要是诚志永华、江苏和成、北京八亿液晶等企业。

和成显示在 2011 年完成了自主专利的含有茛环结构的一系列新型液晶单体的合成、提纯、配方设计，突破了国外液晶材料生产厂商的技术垄断，最早实现了 TFT 液晶材料国产化。自 2012 年开始，该产品陆续通过了京东方等面板厂从移动产品、笔记本到监视器的产品认证并进入量产， 2015 年 10 月，和成显示较国内竞争对手率

先推出第三代 TFT 高端面板用混晶产品，其响应时间、可靠性等综合性能大幅提升，陆续在京东方、华星光电、中电熊猫等下游主流面板厂商打开市场空间。

图表23：2016年TFT液晶混晶市场份额

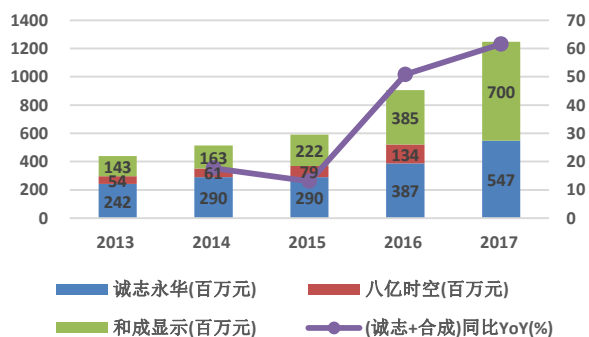


图表24：国内液晶混晶材料厂商

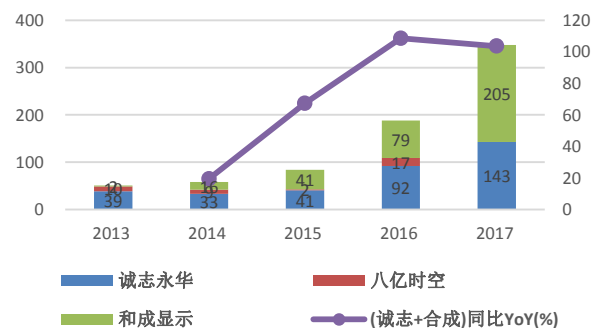
厂商	产地	产品	混晶类型
诚志永华	石家庄	混晶	TN,STN,TFT
和成显示	南京	中间体，单体，混晶	TN,STN,TFT
八亿时空	北京	混晶	TN,STN,TFT
万润股份	烟台	中间体，单体	/
瑞联新材	西安	单体	/
清华亚王	北京	混晶	TN,STN,TFT
显华化工	烟台	单体，混晶	TN,STN,TFT
迈尔斯通	石家庄	中间体，单体，混晶	TN,STN,TFT
永太科技	台州	单体	/

在下游面板产线快速国产，国内液晶混晶技术突破，相关政策大力推动的大背景下，国内液晶混晶国产化率得到了快速提高，2016年国内液晶混晶的国产化率为18%，2017年国产化率迅速攀升至30%，未来有望进一步提升。

图表25：国内三大液晶混晶企业营收



图表26：国内三大液晶混晶企业净利润



资料来源：Wind，太平洋研究院整理 注：和成显示为估算

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

国内液晶混晶企业营收和净利润在16年和17年迎来了爆发性的增长，诚志永华+和成显示的营业收入连续两年增速在50%以上，归母净利润连续两年在 100% 以上。

和成显示研发实力强劲，从 2009 年初开始与台湾达兴合作联合开发初以茆环为核心的液晶材料，目前已获得 113 项国内发明专利，32项海外专利。15-17年，公司陆续进入京东方、华星光电、中电熊猫、惠科等国内多家厂商的高世代产线并迅速放量，净利润连续两年复合增速在 100% 以上。2017年和成显示在国内 TFT 混晶领域市场占有率达15%，在国内厂商中占比 50%。18-19 年国内仍然有多条高世代液晶面板线在建，2020 年国内新增液晶混晶需求 250 吨，国内总需求达到 570 吨，国产化率有望从 30% 进一步提升，和成显示有望充分受益进口替代大潮

积极扩展海外客户。除了京东方、华星光电、中电熊猫以及惠科之外，和成显示

积极开拓海外客户，和成显示已通过台湾群创光电的质量体系审核、送样测试及商务沟通，目前已经开始供货。此外韩国区域客户的验证也在稳步推进。2017年海外需求640吨，未来两年有望增长到700吨，海外市场空间广阔，未来随着液晶面板海外客户的认可度提高及和成显示的成本优势和服务优势，和成显示有望在海外打开大的市场。

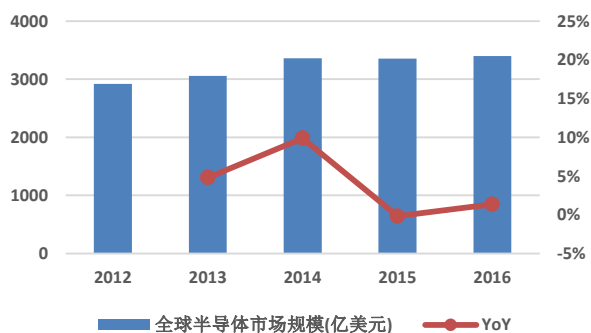
参股八亿时空。公司以自有资金 2000 万元认购液晶市场份额国内第三的八亿时空非公开定向增发的股票 155.52 万股，八亿时空主要客户为京东方，有利于公司在新材料领域的深化布局。

三、半导体材料：下游突破在即，相关材料业绩有望迎来爆发

1. 国内半导体突破在即

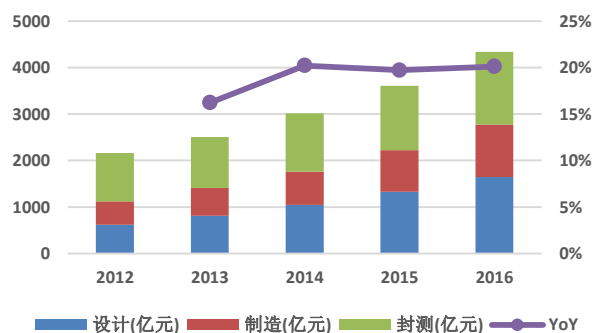
半导体集成电路是现代信息社会的基石，广泛应用于手机、电脑、汽车、工业等各个领域。近年来，由于手机电脑等下游增速持续放缓，全球半导体市场规模增速放缓，2012 - 2016年 CAGR 不到 4%。其中，中国大陆集成电路销售规模从 2012 年的 2158 亿元迅速增长到 2016 年的 4335 亿元，复合增速高达19%，增速远超全球其他地区，全球半导体产业加速向大陆转移。

图表27：全球半导体行业增速平稳



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表28：国内半导体行业发展迅速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

集成电路一般分为设计、制造和封测三个子行业。其中设计行业发展最快，复合增速为 27%，制造行业和封测行业复合增速分别为 22% 和 10%。按照中国 2016 年销售额来看，其中设计行业占总规模的38%，制造行业占26%，封测行业占36%。在集成电路制造和封测行业中，均需要大量的集成电路专用化学品支持。

半导体行业于上个世纪五十年代起源于美国，属于技术密集、资金密集的行业。伴随着技术和经济的发展，半导体行业经历了三次大规模的产业链转移。第一次从美国转移到了日本，发生在上世纪八十年代；第二次发生在上世纪九十年代，从日本转移到韩国、中国台湾和新加坡等地；第三次发生在二十一世纪以来，我国正在承接第三次大规模的半导体技术转移。

图表29：中国在建&拟建晶圆厂情况

公司	开建日期	预期完工	地址	生产线	规划产能 万片/月
台积电	2016.7	2018	南京	12寸	2
中芯国际	2015.10		北京	12寸	1.5
中芯国际	2016.10	2018	上海	12寸	7
中芯国际	2016.10	2018	天津	8寸	15
华力	2016.9	2018	上海	12寸	4
台联电	2015.3		厦门	12寸	5
力晶	2015.10	2017.10	合肥	12寸	4
德科马	2016.3		江苏	8寸& 12寸	8寸：4 12寸：2
AOS	2016		重庆	12寸	2
格罗方德	2016	2017	成都	12寸	1.5
德科马&Tower Jazz	2016.6		南京	8寸	4
长江存储	2016	2019	武汉	12寸	30
福建晋华	2016	2018	福建	12寸	6
合肥长鑫	2016	2018	合肥	12寸	12.5
SK海力士	2017		无锡	12寸	20

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

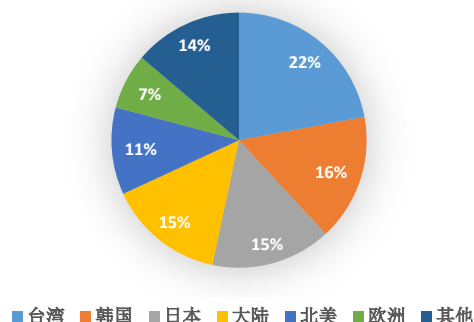
根据 SEMI 估计，全球将于2017 - 2020年间投产62座半导体晶圆厂，其中26座设于中国大陆，占全球总数的42%。梁梦松入主中芯国际，有望极大促进我国逻辑芯片的发展，在 14 nm技术节点有望实现突破。11月份，长江存储已经成功将 32 层 3D NAND 芯片导入 SSD 内，并且进行终端产品测试成功，大陆3D NAND研发迈入新里程碑。我国半导体制造行业的发展有望驶入快车道。

图表30：各地区半导体材料市场规模

区域	2015年市场规模(亿美元)	2016年市场规模(亿美元)	变化幅度%
台湾	94.2	97.9	3.9
韩国	70.9	71.1	0.3
日本	65.6	67.4	2.7
大陆	60.8	65.3	7.4
北美	49.7	49.0	-1.4
欧洲	30.7	31.2	1.6
其他	60.9	61.2	0.5
合计	432.8	443.1	2.4

资料来源：SEMI，太平洋研究院整理

图表31：全球各地区半导体材料市场占比



资料来源：SEMI，太平洋研究院整理

2016 年全球半导体材料市场产值为 443 亿美元，同比增速 2.4%。其中晶圆制造材料和封装材料分别为 247 亿美元和 196 亿美元，同比增长 3.1% 和 1.4%。目前大陆半导体材料市场规模 65.3 亿美元，全球占比 14.7%，同比增速在 7.4%，远超全球

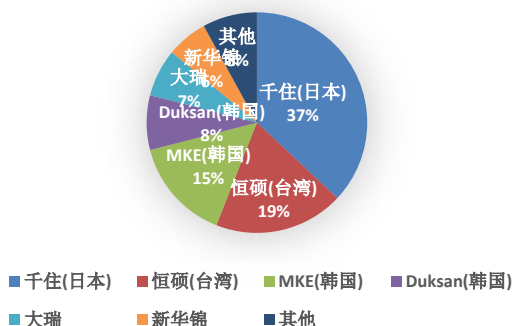
其他区域，进一步验证了半导体行业往大陆转移的趋势。

2. 收购大瑞、长兴、利绅股权，全面布局半导体封装

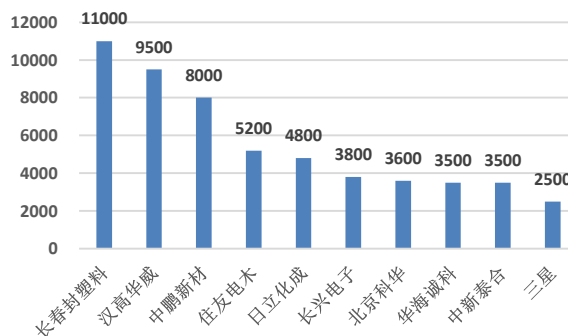
公司连续收购了大瑞科技100%股权、长兴昆电60%股权、利绅科技45%股权，分别切入焊接球、环氧塑封料、封装用电镀液领域，实现了半导体封装领域的全面布局。

收购大瑞科技。大瑞科技主要业务为半导体封装所使用的锡合金焊接球，是国内主流供应商之一，下游客户包括日月光、SPLL、UTAC、英飞凌等。目前该事项已于 2017 年 7 月 12 日完成交割，大瑞科技成为公司全资子公司。大瑞科技的业绩衡量期分为两期，第一期为 2016 年和 2017 年，第二期为 2018 年，合计三个会计年度，两个衡量期的利润均不低于人民币 750 万元，目前第一期已经超额完成。大瑞科技同时承诺交割完成后，公司核心团队应按飞凯材料要求在大陆完成产能建设，公司有望受益国内半导体行业的大发展，焊接球本土化率有望快速提升。

图表32：中国锡球市场竞争格局



图表33：环氧塑封料供应商14年大陆出货量(吨)



资料来源：太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

收购长兴昆电 60%的股权。2017 年 3 月，长兴昆电正式并表，标志着公司切入环氧塑封料领域。长兴电子材料（昆山）有限公司成立于 1996 年专业生产应用于半导体器件、集成电路等封装所需的环氧塑封料，可提供标准型、低应力型和高导热型等系列产品，为业界主要供货商之一。公司收购长兴昆电，一方面有利于拓宽产品线，另一方面有助于与公司相关业务产生协同效应，共同受益国内的半导体大潮。

参股利绅科技。2017 年 9 月 28 日，公司公告全资子公司飞凯香港拟以自有资金新台币 896485500 元或等值人民币收购利绅科技 45%的股权。利绅科技主要从事半导体封装用电镀液及相关化学品的研发、生产和销售，主要客户包括 ASE（日月光）、Amkor 等全球领先的半导体封装企业。公司一方面切入半导体封装用电镀液领域，另一方面积攒了相关的客户资源，有利于后续的整合推进。

四、风险提示

产品推进不达预期。

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		
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1129	2043	2426	2905	营业收入	820	1572	1864	2229
货币资金	310	629	745	891	营业成本	454	810	957	1144
应收账款	464	861	1021	1221	营业税金及附加	10	20	23	28
其他应收款	6	11	13	16	营业费用	67	126	130	156
预付款项	32	48	67	90	管理费用	186	322	369	401
存货	189	289	341	407	财务费用	18	18	16	15
其他流动资产	54	76	85	96	资产减值损失	18.75	-0.20	0.00	0.00
非流动资产合计	1800	1660	1567	1471	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	3.60	0.00	0.00	0.00
固定资产	617.78	629.58	598.25	546.37	营业利润	74	276	368	485
无形资产	244	219	195	171	营业外收入	4.86	7.00	8.00	8.00
其他非流动资产	49	49	49	49	营业外支出	1.00	0.70	0.70	0.70
资产总计	2928	3704	3993	4376	利润总额	78	283	375	492
流动负债合计	785	2023	2016	2011	所得税	-10	-36	-48	-63
短期借款	362	1549	1476	1389	净利润	88	319	423	555
应付账款	146	244	288	345	少数股东损益	4	0	0	0
预收款项	1	3	4	6	归属母公司净利润	84	319	423	555
一年内到期的非流动负债	15	0	0	0	EBITDA	137	393	488	605
非流动负债合计	173	62	62	62	EPS（元）	0.27	0.75	0.99	1.30
长期借款	62	62	62	62	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0					
负债合计	958	2085	2078	2073	成长能力				
少数股东权益	49	49	49	49	营业收入增长	109.8%	91.6%	18.6%	19.6%
实收资本（或股本）	427	427	427	427	营业利润增长	45.0%	273.1%	33.1%	31.9%
资本公积	1035	375	375	375	归属于母公司净利润增长	23.6%	280.1%	32.7%	31.3%
未分配利润	439	594	799	1069	获利能力				
归属母公司股东权益合计	1921	1482	1778	2166	毛利率(%)	45%	48%	49%	49%
负债和所有者权益	2928	3616	3905	4288	净利率(%)	11%	20%	23%	25%
现金流量表	单位:百万元				总资产净利润（%）	3%	9%	11%	13%
					ROE(%)	4%	22%	24%	26%
经营活动现金流	118	-120	342	425	偿债能力				
净利润	88	319	423	555	资产负债率(%)	33%	58%	53%	48%
折旧摊销	44.28	98.66	103.74	105.27	流动比率	1.44	1.01	1.20	1.44
财务费用	18	18	16	15	速动比率	1.20	0.87	1.03	1.24
应付帐款的变化	0	98	44	56	营运能力				
预收帐款的变化	0	1	2	2	总资产周转率	0.40	0.48	0.50	0.54
投资活动现金流	-615	-10	-10	-10	应收账款周转率	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	8.39	8.05	7.00	7.04
长期投资	0	0	0	0	每股指标（元）				
投资收益	4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.75	0.99	1.30
筹资活动现金流	590	398	-216	-269	每股净现金流(最新摊薄)	0.22	0.63	0.27	0.34
短期借款	362	1549	1476	1389	每股净资产(最新摊薄)	4.50	3.47	4.16	5.07
长期借款	62	62	62	62	估值比率				
普通股增加	323	0	0	0	P/E	82.44	29.84	22.48	17.13
资本公积增加	742	-660	0	0	P/B	4.95	6.42	5.35	4.39
现金净增加额	94	268	117	146	EV/EBITDA	70.52	26.69	21.12	16.63

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。