

盈利能力持续提升，定增落地带来成长新动能
评级：增持(维持)

市场价格：22.80

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

电话：021-20315782

Email: sunying@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	3.38 亿
流通股本(亿股)	2.69 亿
市价(元)	22.80 元
市值(亿元)	77.10 亿
流通市值(亿元)	61.35 亿

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 【中泰建材|非金属材料】深度报告：定增加码半导体和军工复材，高端石英玻璃龙头再启航（20190123）
- 【中泰建材|非金属材料】深度报告：半导体石英耗材龙头迎来新时代，再谱绚丽华章（20180428）

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	545	722	847	1,141	1,514
增长率 yoy%	23.71%	32.41%	17.35%	34.63%	32.75%
净利润(百万元)	122	161	205	284	382
增长率 yoy%	12.72%	32.39%	27.46%	38.22%	34.41%
每股收益(元)	0.36	0.48	0.61	0.84	1.13
每股现金流量	0.35	0.28	0.84	0.39	1.17
净资产收益率	13.43%	15.25%	16.99%	20.32%	23.29%
P/E	63.31	47.82	37.53	27.15	20.20
PEG	1.95	1.44	1.57	0.83	0.61
P/B	8.51	7.29	6.38	5.52	4.70

备注：

投资要点

- **事件：菲利华发布 2019 年三季报，公司前三季度实现营业收入 5.71 亿元，同比增长 9.04%；实现归母净利 1.40 亿元，同比增长 20.36%；扣非后归母净利润为 1.35 亿元，同比增长 22.71%。经营活动产生的现金流量净额为 1.30 亿元，同比增长 429%。分季度看，2019Q3 营收为 1.95 亿元，同比增速为 0.7%；归母净利 4579 万元，同比增速为 21.72%，扣非后归母净利润为 4521 万元，同比增长 22.5%。**
- **点评：我们认为收入增速连续两个季度保持小个位数的增长主要是传统半导体刻蚀领域增速受行业影响放缓及光通信领域需求下滑影响。军工领域和上海石创的收入增速相对较高。前三季度毛利率同比提升 1.9%主要是毛利率较高的军工领域和合成石英占比提升而毛利率最低的光通信领域占比下降导致的。**
- **石英材料销售增速放缓主要系半导体领域影响。2019H 石英材料收入为 2.02 亿元，同比增长 6.45%，一方面因为受行业影响，半导体领域收入增速放缓，另一方面，军工领域由于产能及收入确认的原因增速保持平稳。**
 - 1) 半导体设备销售景气度下滑以及制品企业去库存影响，传统气熔石英业务增速有所下滑，品类扩张（合成石英）起到一定的对冲作用。18 年全年石英玻璃材料供需紧张的形势一直延续至 19 年一季度，一季度需求较好叠加部分气熔和合成石英价格提升致半导体石英材料延续高增态势。二季度以来，全球半导体设备销售增速下滑明显以及制品企业对库存的消化导致对石英材料的需求一定程度上有所放缓。虽然三季度边际上有所好转，但并不明显。但传统气熔领域市占率的提升以及品类扩张（主要是合成石英玻璃，上半年公司合成石英材料销售额大幅增加，光掩膜基板产品销售收入比去年同期增长 100%）一定程度上确保了公司半导体业绩保持增长。
 - 2) 下游部分型号军品放量有望带动军工石英纤维保持较高增长，产能及部分收入确认原因，我们预计前三季度收入保持平稳增长。
- **2019H 石英制品增速 10%，全资子公司上海石创贡献较大，光通信领域由于价格有所下滑致营收同比出现负增长。石英制品上半年营收为 1.48 亿元，同比增长 10.2%；其中上海石创收入为 9013 万元，同比增长 34%；光通信领域由于价格的影响，收入同比下滑 11%，我们预计三季度维持下滑态势。**
- **公司前三季度毛利率同比上涨 1.9%至 48.7%，我们认为主要是毛利率较高的军工领域和合成石英占比提升而毛利率最低的光通信领域占比下降导致的。前**

三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.1%/11.0%/7.3%/-0.4%，总体略有下降。前三季度净利率为 24.62%，同比提升 2.3%。

- 展望未来，我们认为公司的核心看点在军工和半导体领域。
- 军工领域：下游需求放量+纤维→编织物→复材产业链延伸，需求和利润率逐步提升。
- 部分武器列装 19 和 20 年有望持续放量+公司核心供货：下游武器研发进程的推进将带动石英纤维的需求增长，公司具有核心军方供货资质，边际新增明显。
- 纤维→编织物→复材延伸，需求量和利润率均逐步提高：公司在纤维领域技术积累深厚，控股武汉理航，作为拓展下游的重要研发平台。公司将复合材料作为未来发展的战略方向，积极拓展立体编织、特种纤维材料和复合材料制造领域，每一个环节的需求量和利润率均逐步提高。另外，公司立足高性能石英纤维和低成本机织物的技术特点和优势，开展了先进结构功能一体化防隔热复合材料和高绝缘石英纤维复合材料的研发，目前研制阶段已结束，各项指标均满足设计要求，已转入定型阶段。
- 半导体：市占率提升+品类扩张，对冲设备销售增速小幅下滑的影响；中长期看国产替代。
 - 1) 市占率持续提升：石英材料作为耗材位于“石英材料-石英制品-半导体设备商-半导体制造商”产业链最上游，设备商的强势话语权使得资质认证成为最关键因素。菲利华是全球第五家、国内唯一一家获得主要半导体设备商（东京电子、应用材料、Lam Research）认证的石英材料供应商，具备核心技术。2019H，公司新增 Lam、应材认证的产品规格 10 余种，目前通过 Lam、应材认证的产品规格已达到 50 余种。公司半导体石英材料今年也首次被日立高新技术公司（Hitachi High-Technologies Corporation）批准使用。公司目前在刻蚀设备领域市占率接近 10%，随着商业资源的积累、产能扩张、成本优势及国产替代的推进，市占率有望逐步提高。
 - 2) 品类扩张带来边际增量：公司定增方案落地，加码扩散和合成石英领域，潜在新增 72 亿市场空间。不管是认证还是客户服务能力均有一定基础。据我们测算，定增项目（电熔和合成石英）2019 年边际上营收有望部分贡献，一定程度上对冲半导体设备需求增速小幅下滑的影响。后续随着整个半导体行业周期进入下一轮上行通道，公司定增项目持续落地，公司有望在半导体气熔、电熔、合成石英领域持续引领行业发展。
- 投资建议：我们预计 2019 和 20 归母净利分别为 2.05 和 2.84 亿，对应 PE 为 38 和 27 倍。比较半导体材料及军工领域公司，估值较低。公司具备核心技术优势（半导体设备原厂认证+军工供货资质）及较大成长性，继续重点推荐。
- 风险提示：半导体、光通信需求大幅下滑；新品拓展不及预期；军工武器列装不及预期；定增募投项目进展受影响

图表目录

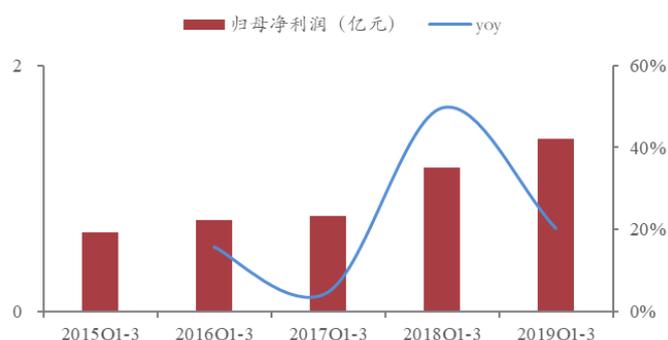
图表 1: 2019 前三季度营收增速为 9.04%.....	- 3 -
图表 2: 2019 前三季度归母净利增速为 20.36%.....	- 3 -
图表 3: 2019 单三季度营收增速为 0.7%.....	- 3 -
图表 4: 2019 单三季度归母净利增速为 21.72%.....	- 3 -
图表 5: 毛利率和净利率小幅上升.....	- 4 -
图表 6: 各项费用率均有所下降.....	- 4 -
图表 7: 菲利华核心财务数据.....	- 4 -

图表 1: 2019 前三季度营收增速为 9.04%



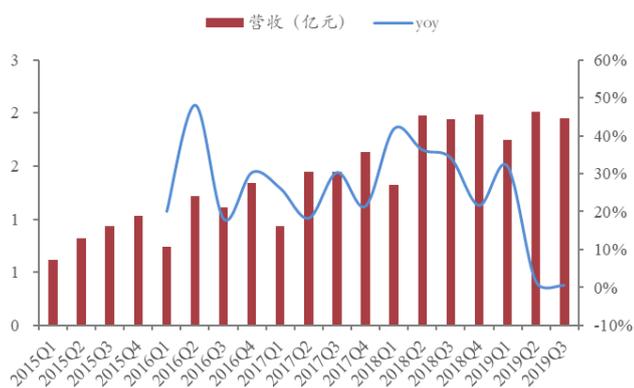
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 2: 2019 前三季度归母净利增速为 20.36%



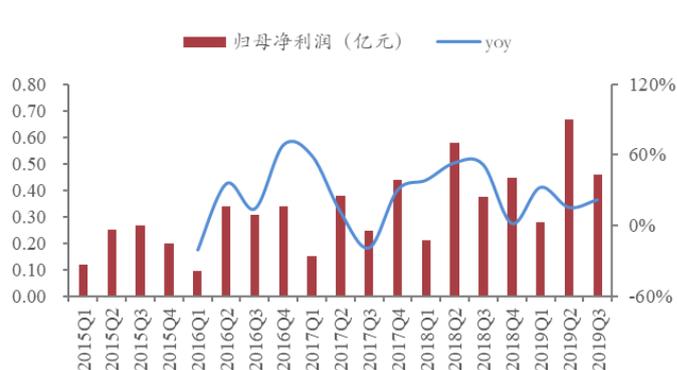
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 3: 2019 单三季度营收增速为 0.7%

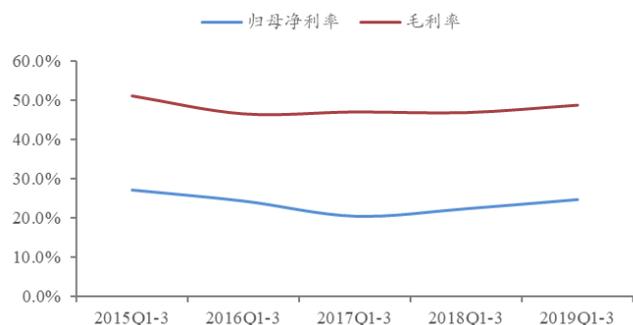


来源: Wind、中泰证券研究所

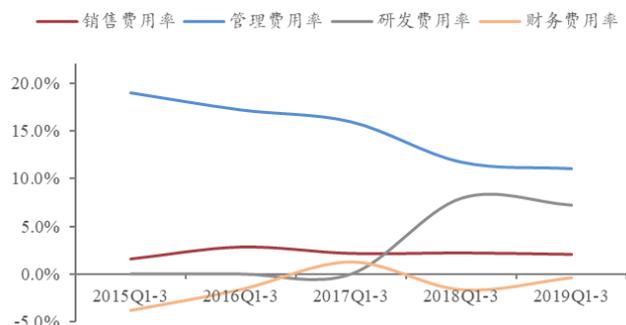
图表 4: 2019 单三季度归母净利增速为 21.72%



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 5: 毛利率和净利率小幅上升


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 6: 各项费用率均有所下降


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7: 菲利华核心财务数据

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	545	722	847	1,141	1,514	货币资金	291	253	329	400	531
增长率	23.7%	32.4%	17.4%	34.6%	32.7%	应收款项	242	345	343	584	647
营业成本	-284	-394	-438	-580	-769	存货	73	127	95	200	191
%销售收入	52.1%	54.6%	51.6%	50.8%	50.8%	其他流动资产	46	59	47	87	83
毛利	261	328	410	561	746	流动资产	651	785	815	1,271	1,453
%销售收入	47.9%	45.4%	48.4%	49.2%	49.2%	%总资产	55.9%	56.2%	54.3%	64.3%	67.6%
营业税金及附加	-7	-7	-11	-15	-20	长期投资	0	0	0	0	0
%销售收入	1.3%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	350	425	515	541	538
营业费用	-12	-17	-19	-26	-35	%总资产	30.1%	30.4%	34.3%	27.4%	25.0%
%销售收入	2.2%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	无形资产	26	30	30	31	31
管理费用	-93	-88	-148	-200	-265	非流动资产	513	612	686	704	698
%销售收入	17.1%	12.2%	17.5%	17.5%	17.5%	%总资产	44.1%	43.8%	45.7%	35.7%	32.4%
息税前利润 (EBIT)	149	215	231	320	426	资产总计	1,165	1,397	1,501	1,975	2,150
%销售收入	27.3%	29.8%	27.3%	28.1%	28.1%	短期借款	10	35	0	101	21
财务费用	-7	8	2	3	8	应付款项	204	243	229	413	427
%销售收入	1.4%	-1.1%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	其他流动负债	21	29	30	29	29
资产减值损失	3	1	0	0	0	流动负债	235	307	258	544	478
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	-1	2	0	0	0	其他长期负债	22	31	31	31	31
%税前利润	—	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	257	338	290	575	509
营业利润	143	226	234	323	434	普通股股东权益	906	1,057	1,209	1,398	1,639
营业利润率	26.3%	31.3%	27.6%	28.3%	28.6%	少数股东权益	2	2	2	2	2
营业外收支	-1	-1	0	0	0	负债股东权益合计	1,165	1,397	1,501	1,975	2,150
税前利润	142	225	234	323	434	比率分析					
利润率	26.1%	31.2%	27.6%	28.3%	28.6%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-21	-24	-28	-39	-52	每股指标					
所得税率	14.6%	10.8%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益 (元)	0.36	0.48	0.61	0.84	1.13
净利润	122	162	205	284	382	每股净资产 (元)	2.68	3.13	3.58	4.13	4.85
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.35	0.28	0.84	0.39	1.17
归属于母公司的净利润	122	161	205	284	382	每股股利 (元)	0.13	0.13	0.22	0.31	0.41
净利率	22.3%	22.3%	24.2%	24.9%	25.2%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	13.43%	15.25%	16.99%	20.32%	23.29%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	10.48%	11.57%	13.69%	14.38%	17.75%
净利润	122	162	205	284	382	投入资本收益率	24.80%	25.02%	24.36%	32.07%	34.20%
加: 折旧和摊销	30	40	47	53	58	增长率					
资产减值准备	3	1	0	0	0	营业总收入增长率	23.71%	32.41%	17.35%	34.63%	32.75%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	30.23%	49.54%	7.08%	38.12%	33.30%
财务费用	0	1	-2	-3	-8	净利润增长率	12.72%	32.39%	27.46%	38.22%	34.41%
投资收益	1	-2	0	0	0	总资产增长率	12.51%	19.95%	7.44%	31.55%	8.89%
少数股东损益	0	0	0	0	0	资产管理能力					
营运资金的变动	-50	-91	33	-201	-37	应收账款周转天数	85.8	81.4	81.4	81.4	81.4
经营活动现金净流	117	95	284	133	395	存货周转天数	40.2	50.0	47.3	46.6	46.5
固定资本投资	-84	-96	-120	-70	-50	应付账款周转天数	86.3	84.8	85.5	85.2	85.3
投资活动现金净流	-114	-156	-121	-71	-51	固定资产周转天数	189.4	193.2	199.6	166.5	128.2
股利分配	-45	-45	-76	-104	-140	偿债能力					
其他	40	37	-10	113	-72	净负债/股东权益	-26.78%	-27.80%	-33.01%	-30.68%	-44.62%
筹资活动现金净流	-5	-7	-86	9	-213	EBIT利息保障倍数	19.3	-27.5	-115.8	-106.6	-56.3
现金净流量	-3	-68	76	70	131	资产负债率	22.04%	24.21%	19.30%	29.11%	23.66%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。