



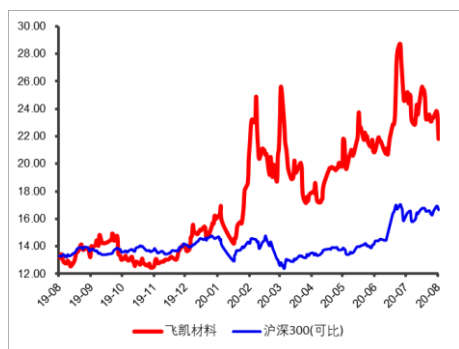
疫情影响不改成长本质，下半年业绩可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-08-20

近 12 个月最高/最低 (元)	29.50/12.41
总股本 (百万股)	517.64
流通股本 (百万股)	430.98
流通股比例 (%)	83.3
总市值 (亿元)	113
流通市值 (亿元)	94

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告：

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18

《华峰氨纶：氨纶业务优势稳定，新材料业务成主力》2020.07.29

《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29

《龙蟠佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

8 月 19 日，公司公告 2020 年半年报。据公告，2020H1 公司实现营收 8.29 亿元，同比增长 11.11%；归母净利润 1.1 亿元，同比下降 9.87%；扣非后归母净利润 0.78 亿元，同比下降 30.65%；加权平均净资产收益率为 4.47%，同比下降 1.03 个百分点；经营活动现金流净额为 0.14 亿元，同比下降 67.31%（现金流量净额大幅下降主要原因为子公司和成显示完成业绩承诺，公司支付奖励金所致）。

上半年公司营收同比增长，但利润呈现下滑趋势，主要原因为各主营业务受到疫情影响毛利率出现下滑：光纤光缆涂覆材料需求趋弱，价格承压，营收额及毛利率下滑；面板行业整体价格下滑，显示材料价格承压，公司显示电子化学品板块毛利率下降，上半年和成显示实现营收 3.73 亿元，同比上升 8.12%；实现净利润 0.86 亿元，同比下降 2.27%。

2020 年 7 月 30 日公司发行可转债项目获得监管部门通过，募集资金将用于光纤光缆涂覆材料、光引发剂、LCD 混晶项目、OLED 项目的推进，公司新业务拓展的确定性将得到提高。

长期来看，公司传统业务光纤光缆涂覆材料行业优势较为明显，未来 5G 建设的推进将带来光纤需求再次提升，公司光纤光缆涂覆材料业务领域仍将充分受益；国内疫情影响逐步消散，下游显示行业需求逐步恢复，公司显示材料业务将有望扭转下降趋势；公司大力布局光刻胶、半导体材料（封装锡球等）、屏幕显示材料（OLED）领域，相关产品将逐步成熟，将有望获得广阔的国产替代空间。我们认为，下半年公司毛利率将恢复正产水平，扭转利润下滑趋势，看好公司的长期投资价值。

► 主营业务毛利率走低，三项费用升高，导致上半年净利润同比下滑

2020H1，公司实现毛利 3.34 亿元，毛利率为 40.29%，毛利率同比下降 2.71 个 pct；其中，电子化学品板块贡献了主要利润，该系列毛利为 2.38 亿元（占总毛利的 71.26%），毛利率为 41.46%，毛利率同比下降 4.51 个 pct；紫外固化光覆涂料系列毛利为 0.6 亿元（17.96%），毛利率为 33.30%，毛利率同比下降 0.35 个 pct；其他业务毛利为 0.36 亿元（10.78%），毛利率为 48.28%。与 2019 年 H1 比较，公司 2020H1 毛利上升了 0.13 亿元，三项费用的增加是导致公司上半年净利润同比下滑的主要原因，2020H1 三项费用率达到 27.45%，比去年同期提高了 3.1 个 pct，压缩了公司利润空间。上半年由于疫情因素，公司销售、生产等环节成本有所提高，叠加固定资产投入并未显著放缓，借款利息费用走高，导致三费率有所提高。预计下半年随着疫情影响消退，各项业务顺利开展，三费率回归到合理水平，公司将有望扭转利润下滑趋势。

► Q2 整体营收环比上升，业绩改善趋势凸显

2020Q2，公司实现营收 4.61 亿元，环比增加 25.27%；归母净利润 0.58 亿元，环比增长 11.54%；扣非后归母净利润 0.28 亿元，环比下降 45.1%；整体销售毛利率为 40.37%，环比增加 0.18 个百分点。公司营收和净利润环比上升，但扣非净利润环比大幅下降（非经常性损益来源于投资八

亿时空股权的公允价值在报告期内有较大提升)，表明公司经营仍然受到疫情一定程度影响，但整体销售毛利率的稳定表明疫情影响已经到达底部，下半年将有望实现触底回升。

➤ **电子化学品板块：疫情影响下营收毛利双增长，业绩支撑作用显著**
2020H1 电子化学品板块实现营收 5.74 亿元，同比增长 10.17%，营收占比 69.24%；实现毛利润 2.38 亿元，毛利同比增长 1.28%，毛利占比 71.26%。从 2017 年起公司逐步收购和成显示、长兴昆电、大瑞科技等优质资产，电子化学品板块业务成为主要营收利润来源。2020H1，收到疫情影响，电子化学品板块整体下游需求增速趋缓，产品销量及价格承受了较大压力，但该板块仍然维持了公司主要营收来源的地位并保持了增长趋势。我们认为半导体材料领域快速扩张的态势并未改变，公司电子化学品业务波动主要受到疫情因素影响，随着全球疫情影响消退，同时公司光刻胶、封装锡球等电子化学品材料的突破放量，预计 2020 年全年电子化学品板块将实现快速增长。

➤ **紫外固化光纤涂覆材料板块：营收毛利小幅下降，未来增量可期**
2020H1 紫外固化光纤涂料板块实现营收 1.81 亿元，同比下降 1.63%，营收占比 21.83%；实现毛利润 0.6 亿元，毛利率 33.3%，毛利润同比下降 3.23%，毛利占比 17.96%。紫外固化光纤涂料品板块是公司传统业务，公司是该细分领域的国内龙头企业，市占率居国内第一，全球第二，营收毛利水平较为稳定。今年上半年，由于整体通信基建周期进入低谷，该业务板块营收毛利润水平出现下滑，占比也有所降低。我们认为，随着 5G 建设的逐步推进，新一轮对光纤涂覆材料的需求即将到来，公司作为行业龙头将充分受益于需求增长趋势，公司紫外固化光纤涂料品板块将有望在下半年扭转营收利润下滑趋势。

投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 17.64 亿元、22.2 亿元、29.62 亿元，归母净利润分别为 2.61、3.52、4.72 亿元，同比增速为 2.3%、34.9%、33.9%。对应 PE 分别为 43.26、32.07 和 23.94 倍。公司主营业务极具潜力，未来增量可期，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

下游光纤需求低迷，液晶面板投产进度及上游材料国产化率低于预期，半导体封装材料需求下滑。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1513	1764	2220	2962
(+/-) (%)	4.7%	16.6%	25.9%	33.4%
归母净利润	255	261	352	472
(+/-) (%)	-10.3%	2.3%	34.9%	33.9%
EPS (元)	0.49	0.50	0.68	0.91
P/E	30.33	43.26	32.07	23.94

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 公司分业务经营状况及重大事件	5
2. 风险提示	7

图表目录

图表 1 公司分业务盈利拆分	5
图表 2 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件	6

1. 公司分业务经营状况及重大事件

2020H1 电子化学品板块实现营收 5.74 亿元，同比增长 10.17%，营收占比 69.24%；实现毛利润 2.38 亿元，毛利同比增长 1.28%，毛利占比 71.26%。从 2017 年起公司逐步收购和成显示、长兴昆电、大瑞科技等优质资产，电子化学品板块业务成为主要营收利润来源。2020H1，收到疫情影响，电子化学品板块整体下游需求增速趋缓，产品销量及价格承受了较大压力，但该板块仍然维持了公司主要营收来源的地位并保持了增长趋势。我们认为半导体材料领域快速扩张的态势并未改变，公司电子化学品业务波动主要受到疫情因素影响，随着全球疫情影响消退，同时公司光刻胶、封装锡球等电子化学品材料的突破放量，预计 2020 年全年电子化学品板块将实现快速增长。

2020H1 紫外固化光纤涂料板块实现营收 1.81 亿元，同比下降 1.63%，营收占比 21.83%；实现毛利润 0.6 亿元，毛利率 33.3%，毛利润同比下降 3.23%，毛利占比 17.96%。紫外固化光纤涂料品板块是公司传统业务，公司是该细分领域的国内龙头企业，市占率居国内第一，全球第二，营收毛利水平较为稳定。今年上半年，由于整体通信基建周期进入低谷，该业务板块营收毛利润水平出现下滑，占比也有所降低。我们认为，随着 5G 建设的逐步推进，新一轮对光纤涂覆材料的需求即将到来，公司作为行业龙头将充分受益于需求增长趋势，公司紫外固化光纤涂料品板块将有望在下半年扭转营收利润下滑趋势。

图表 1 公司分业务盈利拆分

紫外固化光纤涂覆材料				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
15H1	1.87	1.02	0.86	45.78
15H2	1.76	0.87	0.88	50.00
16H1	1.62	0.89	0.73	44.93
16H2	1.53	0.91	0.62	40.52
17H1	1.58	0.99	0.59	37.4
17H2	1.74	1.14	0.6	34.48
18H1	2.14	1.39	0.75	35.23
18H2	2.28	1.42	0.87	38.16
19H1	1.84	1.22	0.62	33.65
19H2	2.11	1.30	0.81	38.39
20H1	1.81	1.21	0.60	33.30
15FY	3.63	1.89	1.74	47.85
16FY	3.15	1.80	1.35	42.86
17FY	3.32	2.13	1.19	35.78
18FY	4.42	2.81	1.62	36.54
19FY	3.95	2.52	1.43	36.25
电子化学品				
16H1	0.22	0.09	0.13	59.89

16H2	0.31	0.16	0.15	48.39
17H1	0.71	0.39	0.32	44.62
17H2	3.91	1.85	2.07	52.94
18H1	4.95	2.35	2.60	52.47
18H2	4.43	2.24	2.20	49.66
19H1	5.21	2.85	2.35	45.21
19H2	5.07	2.87	2.22	43.79
20H1	5.74	3.36	2.38	41.46
16FY	0.53	0.25	0.28	53.09
17FY	4.62	2.24	2.39	51.66
18FY	9.38	4.59	4.80	51.13
19FY	10.28	5.72	4.57	44.42

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
重大事件		
2020-08-18	项目增资	上半年公司分别向集成电路电子封装材料基地项目、TFT 光刻胶项目、TFT-LCD 试验线项目、500 吨/年光刻配套材料及环保配套工程项目、多功能有机合成材料项目、安庆 OLED 项目、120 吨/年 TFT-LCD 混合液晶显示材料项目增资 0.10、0.06、0.11、0.06、0.08、0.07、0.00006 亿元
2020-01-14	子公司通过高新技术企业认定	全资子公司安庆飞凯新材料收到安徽省科学技术厅、安徽省财政厅、国家税务总局安徽省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，将连续 3 年继续享受国家相关优惠政策，按 15% 的税率缴纳企业所得税。
2020-07-30	发行可转债审核通过	公司本次向不特定对象发行可转换公司债券的申请获得深圳证券交易所创业板上市委员会审核通过，募集资金将用于年产 10000 吨紫外固化光纤涂覆树脂项目、年产 2000 吨新型光引发剂项目、年产 120 吨 TFT-LCD 混合液晶显示材料项目、年产 150 吨 TFT-LCD 合成液晶显示材料项目、年产 500 公斤 OLED 显示材料项目和补充流动资金。
行业重大事件		
2020-01-06	八亿时空上市	公司参股公司八亿时空于上交所上市，上市后公司持有股份为 155.5209 万股，占八亿时空总股本的 1.6121%

资料来源：wind，华安证券研究所

2. 风险提示

下游光纤需求低迷，液晶面板投产进度及上游材料国产化率低于预期，半导体封装材料需求下滑。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2393	1528	1804	2292	营业收入	1513	1764	2220	2962
现金	1057	0	-26	-94	营业成本	871	1007	1259	1664
应收账款	466	607	716	970	营业税金及附加	15	20	24	32
其他应收款	21	18	24	33	销售费用	107	130	157	212
预付账款	25	36	40	54	管理费用	158	184	218	303
存货	446	485	616	816	财务费用	37	20	25	30
其他流动资产	379	383	433	514	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	2337	2720	3041	3378	公允价值变动收益	-71	0	0	0
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	1	3	3	4
固定资产	876	1100	1290	1496	营业利润	306	281	401	535
无形资产	294	349	383	416	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	1156	1259	1357	1455	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	4730	4248	4845	5670	利润总额	304	281	401	535
流动负债	1765	1014	1250	1591	所得税	42	13	41	51
短期借款	1152	283	404	502	净利润	262	269	360	484
应付账款	146	197	231	308	少数股东损益	7	8	8	13
其他流动负债	467	533	615	782	归属母公司净利润	255	261	352	472
非流动负债	492	492	492	492	EBITDA	325	374	468	596
长期借款	138	138	138	138	EPS（元）	0.49	0.50	0.68	0.91
其他非流动负债	353	353	353	353					
负债合计	2257	1505	1742	2083	主要财务比率				
少数股东权益	61	69	77	90	成长能力				
股本	518	518	518	518	营业收入	4.7%	16.6%	25.9%	33.4%
资本公积	988	988	988	988	营业利润	-6.8%	-8.1%	42.8%	33.3%
留存收益	907	1168	1520	1992	归属于母公司净利	-10.3%	2.3%	34.9%	33.9%
归属母公司股东权	2412	2673	3025	3497	获利能力				
负债和股东权益	4730	4248	4845	5670	毛利率（%）	42.5%	42.9%	43.3%	43.8%
					净利率（%）	16.9%	14.8%	15.9%	15.9%
现金流量表					ROE（%）	10.6%	9.8%	11.6%	13.5%
经营活动现金流	187	339	286	290	ROIC（%）	5.3%	7.8%	9.0%	10.5%
净利润	255	261	352	472	偿债能力				
折旧摊销	85	105	89	92	资产负债率（%）	47.7%	35.4%	36.0%	36.7%
财务费用	39	42	25	30	净负债比率（%）	91.2%	54.9%	56.1%	58.1%
投资损失	-1	-3	-3	-4	流动比率	1.36	1.51	1.44	1.44
营运资金变动	-136	-74	-186	-313	速动比率	1.09	0.99	0.92	0.89
其他经营现金流	337	343	547	799	营运能力				
投资活动现金流	-278	-485	-409	-426	总资产周转率	0.32	0.42	0.46	0.52
资本支出	-267	-488	-411	-430	应收账款周转率	3.24	2.91	3.10	3.05
长期投资	-12	0	0	0	应付账款周转率	5.97	5.10	5.46	5.41
其他投资现金流	2	3	3	4	每股指标（元）				
筹资活动现金流	734	-912	97	68	每股收益	0.49	0.50	0.68	0.91
短期借款	553	-869	121	98	每股经营现金流	0.36	0.66	0.55	0.56
长期借款	96	0	0	0	每股净资产	4.66	5.16	5.84	6.76
普通股增加	91	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-47	0	0	0	P/E	30.33	43.26	32.07	23.94
其他筹资现金流	41	-42	-25	-30	P/B	3.21	4.22	3.73	3.23
现金净增加额	646	-1057	-26	-68	EV/EBITDA	24.90	31.62	25.60	20.39

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

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。