

投资评级 优于大市 首次

国内领先混晶公司，布局 OLED 材料培育新的盈利增长点

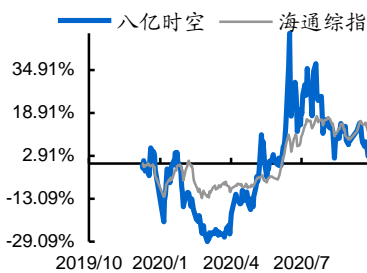
股票数据

10月28日收盘价(元)	65.06
52周股价波动(元)	43.10-94.37
总股本/流通A股(百万股)	96/21
总市值/流通市值(百万元)	6277/1383

相关研究

《国内液晶材料行业领先企业》2019.11.06

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.3	-7.2	-6.8
相对涨幅(%)	-3.7	-5.0	-10.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:张翠翠

Tel:(021)23214397

Email:zcc11726@htsec.com

证书:S0850517110003

投资要点:

- **公司是国内领先 TFT 混合液晶材料企业，优先受益国产化替代趋势。**公司主要产品为 TFT 混合液晶材料，广泛应用于高清电视、智能手机、电脑、车载显示等终端显示器领域。目前高性能混合液晶材料的核心技术和专利长期被德国、日本等外资企业垄断，全球 TFT 液晶市场基本上由德国的 MERCK 和日本的 JNC、DIC 三家垄断，其中，MERCK 在高性能 TFT 液晶材料市场上处于领先地位。公司是我国液晶显示材料国家标准的主要起草者，率先实现液晶材料国产化，下游客户包括京东方、惠科股份、台湾群创等。随着国内液晶面板产线不断投产，液晶材料国产化率有望不断提高。
- **公司持续拓展下游客户，2020 年前三季度归母净利润快速增长。**根据公司 2020 年半年报显示，公司是京东方合肥 10.5 代线、武汉 10.5 代线的液晶材料供应商，2020 年上半年台湾群创、惠科股份量产逐步增加，中电熊猫、友达光电对公司产品认证测试持续推进。2020 年前三季度营业收入及归母净利润均实现较快增长，其中营业收入 4.48 亿元，同比增长 40.6%，归母净利润 1.33 亿元，同比增长 50.35%。
- **布局 OLED 材料，培育新的盈利增长点。**小尺寸 OLED 面板随着智能手机发展，需求量不断增长。在大尺寸的电视领域，根据 IHS 预测，2017 年至 2025 年，OLED 电视的复合增长率将达到 32%。公司 2016 年成立 OLED 显示材料课题组，积累了超过 200 种 OLED 化合物的开发经验，同时推进电子传输材料、蓝光、绿光和红光客体染料和主体的研发，完善 OLED 材料核心生产工艺，培育新的盈利增长点。同时公司拟以 5810.22 万元认购 Kyulux 公司 50000 股 B-Prime 轮优先股，公司核心产品为热活化延迟荧光材料 (TADF)，属于第三代 OLED 发光材料，TADF 能够与荧光发光材料配合，大幅提升了材料的发光效率。通过和 Kyulux 公司的战略合作，公司将参与到第三代 OLED 发光材料的研发与生产中，实现公司业务多元化发展。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 1.62 亿元、2.23 亿元和 2.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.68 元、2.31 元和 2.9 元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值为 2020 年 38-42 倍，对应合理价值区间为 63.84-70.56 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**新材料开发不及预期；下游需求不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	394	430	595	823	1059
(+/-)YoY(%)	70.8%	9.2%	38.2%	38.3%	28.8%
净利润(百万元)	114	110	162	223	280
(+/-)YoY(%)	114.6%	-3.7%	47.2%	37.5%	25.3%
全面摊薄 EPS(元)	1.19	1.14	1.68	2.31	2.90
毛利率(%)	55.2%	48.2%	48.3%	47.5%	46.5%
净资产收益率(%)	21.4%	7.1%	9.5%	11.5%	12.6%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利预测假设：根据公司 2020 年中报显示，公司深化与京东方合作，2020 年上半年公司依然保持液晶材料销量持续增长，我们认为随着公司液晶材料市场逐步开拓，混合液晶销量有望持续增长，预计 2020-2022 年销量 81、113、147 吨，价格较为稳定，2020-2022 年价格为 715、710、705 万元/吨。液晶单体材料随着国产化率提高，营业收入有望实现稳定增长，预计 2020-2022 年营业收入 0.13、0.16、0.19 亿元。

表 1 八亿时空盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
混合液晶				
销量 (吨)	58	81	113	147
价格 (万元/吨)	719	715	710	705
收入 (亿元)	4.15	5.78	8.03	10.36
毛利率	49%	49%	48%	47%
成本 (亿元)	2.12	2.95	4.18	5.49
液晶单体				
收入 (亿元)	0.11	0.13	0.16	0.19
毛利率	28.7%	27.0%	27.0%	27.0%
成本 (亿元)	0.08	0.10	0.12	0.14
其他				
收入 (亿元)	0.04	0.04	0.04	0.04
毛利率	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
成本 (亿元)	0.03	0.03	0.03	0.03
总计				
收入 (亿元)	4.30	5.95	8.23	10.59
毛利率	48.2%	48.3%	47.5%	46.5%
成本 (亿元)	2.23	3.07	4.32	5.66

资料来源：公司 2019 年年报，Wind，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300398	飞凯材料	19.95	0.49	0.55	0.70	40	36	29
300429	强力新材	17.36	0.29	0.38	0.46	59	46	38
300481	濮阳惠成	22.15	0.57	0.72	0.91	39	31	24
均值						46	38	30

注：收盘价为 2020 年 10 月 28 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	430	595	823	1059
每股收益	1.14	1.68	2.31	2.90	营业成本	223	307	432	566
每股净资产	16.09	17.77	20.08	22.98	毛利率%	48.2%	48.3%	47.5%	46.5%
每股经营现金流	1.03	1.23	1.54	2.10	营业税金及附加	6	5	6	8
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.4%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	26	48	66	85
P/E	56.92	38.67	28.12	22.44	营业费用率%	6.1%	8.0%	8.0%	8.0%
P/B	4.04	3.66	3.24	2.83	管理费用	27	27	37	48
P/S	14.58	10.55	7.63	5.92	管理费用率%	6.3%	4.5%	4.5%	4.5%
EV/EBITDA	-6.69	26.61	19.71	15.41	EBIT	121	179	240	299
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	0	2	2	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.4%	0.2%	0.0%
毛利率	48.2%	48.3%	47.5%	46.5%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	25.6%	27.3%	27.1%	26.4%	投资收益	1	2	3	4
净资产收益率	7.1%	9.5%	11.5%	12.6%	营业利润	130	191	261	327
资产回报率	6.4%	8.3%	10.0%	10.8%	营业外收支	-2	-2	-2	-2
投资回报率	6.7%	8.8%	10.6%	11.5%	利润总额	128	189	259	325
盈利增长 (%)					EBITDA	152	195	256	316
营业收入增长率	9.2%	38.2%	38.3%	28.8%	所得税	18	27	36	46
EBIT 增长率	-12.3%	47.2%	34.4%	24.7%	有效所得税率%	13.7%	14.1%	13.9%	14.0%
净利润增长率	-3.7%	47.2%	37.5%	25.3%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	110	162	223	280
资产负债率	10.4%	11.9%	13.5%	14.6%					
流动比率	9.34	7.84	6.91	6.42	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	8.32	6.81	5.83	5.33	货币资金	1038	1110	1244	1430
现金比率	7.08	5.58	4.62	4.14	应收账款及应收票据	142	196	272	350
经营效率指标					存货	147	202	284	372
应收账款周转天数	120.48	120.48	120.48	120.48	其它流动资产	43	51	59	68
存货周转天数	240.05	240.05	240.05	240.05	流动资产合计	1370	1559	1859	2220
总资产周转率	0.25	0.31	0.37	0.41	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.46	1.92	2.75	3.67	固定资产	294	309	299	289
					在建工程	1	11	16	21
					无形资产	39	39	38	38
					非流动资产合计	361	386	381	375
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	1731	1946	2239	2595
净利润	110	162	223	280	短期借款	20	21	22	20
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	104	144	202	265
非现金支出	35	16	16	16	预收账款	0	1	1	1
非经营收益	2	1	0	-1	其它流动负债	23	33	45	59
营运资金变动	-48	-61	-91	-92	流动负债合计	147	199	269	346
经营活动现金流	99	118	149	203	长期借款	0	0	0	0
资产	-77	-43	-12	-13	其它长期负债	33	33	33	33
投资	-32	-5	-5	-5	非流动负债合计	33	33	33	33
其他	1	2	3	4	负债总计	179	231	302	378
投资活动现金流	-107	-46	-14	-14	实收资本	96	96	96	96
债权募资	20	1	0	-1	归属于母公司所有者权益	1552	1714	1937	2217
股权募资	1003	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-83	-1	-1	-1	负债和所有者权益合计	1731	1946	2239	2595
融资活动现金流	940	0	-1	-3					
现金净流量	932	73	133	187					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 基础化工行业

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，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,新洋丰,七彩化学,东岳硅材,建龙微纳,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,山东赫达,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,雅本化学,中旗股份,国光股份,利民股份,光华科技,万润股份,江山股份,晨光新材,安道麦 A

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。