

日期: 2019年12月19日

行业: 新材料



分析师: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070001

## 基本数据

## 主要股东 (2019.12.17)

赵雷	27.17%
北京服务新首钢股权创业投资企业 (有限合伙)	14.47%

## 收入结构 (2018A)

混晶	94.45%
单晶	4.03%
中间体	1.42%

报告编号: HLX18-BYSK01

首次报告日期: 2019年12月19日

## 相关报告:

## 混晶材料龙头, 国内 LCD 产能扩张有助提升业绩

## ■ 投资摘要

八亿时空2018年实现营业收入3.94亿元, 同比增长70.76%; 归属于母公司股东净利润1.14亿元, 同比增长114.62%。2019年1-6月实现营业收入2.05亿元, 同比增长1.56%, 归属于母公司净利润5752万元, 同比下滑11.82%, 扣非后归母净利润为5369万元, 同比下滑19.07%。

## 国内液晶显示材料龙头企业, 混晶材料主营占比超八成

公司主营业务是液晶显示材料的研发、生产和销售, 主要产品为高性能薄膜晶体管 TFT (Thin Film Transistor) 等多种混合液晶材料, 广泛应用于高清电视、智能手机、电脑、车载显示、智能仪表等终端显示器领域。从细分分类来看, 混晶产品主要分为 TFT 混晶 (IPS-TFT)、VA、TN、HTN、STN 等。公司主要收入来源为 TFT 混晶产品, 2018 年贡献 3.13 亿元营收, 同比接近翻倍, 19 年 H1 实现营收 1.73 亿元, 超过 17 年全年营收 18 年占比为 79.56%, 19 年 H1 占比为 84.32%; 其他混晶产品维持稳定增长, 18 年营收 4508 万元, 19 年 H1 营收 2079 万元。

## LCD 面板产能向大陆转移, 国产替代空间大

大陆LCD面板产业自2009年后取得了快速发展, 全球面板产能向大陆转移加速, 据IHS数据显示, 2018年大陆市场占有率达到39%, 2023年将占全球总产能的55%。2021年前我国LCD拟新增产线产能将达到7462.37万平米, 包括京东方、华星光电、富士康、中电熊猫在内的多家龙头企业将进行产线扩建, 将为LCD行业带来新一轮产能扩张, 为液晶材料行业提供坚实的下游需求。2018年全球市场混合液晶需求量为757吨, 全球主要生产商为德国MERCK、日本JNC和DIC, 三家企业市占率之和达到80%以上, 其中德国MERCK约占55%, 日本JNC约占20%, 日本DIC约占8%。八亿时空2018年混合液晶销量为43.84吨, 市场占有率为5.79%。

## IPS-TFT 混晶材料率先供货京东方, 募投项目打破产能瓶颈

公司重视自主创新, 数个液晶材料产品研发处于国内第一梯队, 并成功实现产业化, 填补国内空白。2015年IPS-TFT混晶产品率先对面板龙头京东方规模化供货, 实现国产替代。

公司拟投入募集资金30975万元, 用于年产100吨显示用液晶材料二期工程, 其中, 主体建筑及配套投资12820万元, 生产设备投资6782万元, 研发支出3813万元, 补充营运资金7560万元。此项目投资不仅有助于突破产能瓶颈, 还将持续投入资金进行超高分辨率 (4K/8K) 显示用液晶材料、PSVA混晶、SAVA混晶、OLED显示用材料等项目开发。

### ■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 4.17 亿、5.11 亿元和 6.01 亿元，增速分别为 5.88%、22.62% 和 17.46%；归属于母公司股东净利润分别为 1.19 亿、1.42 亿和 1.68 亿元，增速分别为 3.72%、19.63% 和 17.40%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.64、1.96 和 2.31 元。

### ■ 风险提示

产能释放不及预期；公司核心技术被 OLED 替代；新产品开发不及预期；企业出现环保、安全等问题；客户集中度过高导致不确定性提升；系统性风险。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	394.03	417.21	511.58	600.91
年增长率	70.76%	5.88%	22.62%	17.46%
归属于母公司的净利润	114.49	118.75	142.05	166.77
年增长率	114.62%	3.72%	19.63%	17.40%
每股收益 (元)	1.53	1.64	1.96	2.31

数据来源：wind, 上海证券研究所

## 目录

<b>一、公司概况</b> .....	<b>4</b>
1.1 八亿时空：混晶材料龙头企业 .....	4
1.2 基本财务数据：营收、利润稳定增长 .....	4
1.3 主营业务：抛光液占主导 .....	5
1.4 产品结构 .....	8
<b>二、液晶材料行业</b> .....	<b>9</b>
2.1 LCD 产业链及公司业务板块 .....	9
2.2 LCD 行业发展 .....	10
2.3 国内半导体材料市场 .....	12
2.4 国内液晶材料需求持续增长 .....	13
2.5 主要生产企业 .....	14
<b>三、八亿时空核心竞争力</b> .....	<b>16</b>
3.1 自主研发产品产业化填补空白 .....	16
3.2 我国液晶材料国家标准主要起草者 .....	16
3.3 客户情况 .....	17
<b>四、募投项目</b> .....	<b>17</b>
<b>五、关键假设及盈利预测</b> .....	<b>17</b>
<b>六、估值比较</b> .....	<b>17</b>
6.1 行业内 PE 比较 .....	17
6.2 行业内 PB 比较 .....	18
<b>七、风险提示</b> .....	<b>18</b>
<b>八、附表</b> .....	<b>20</b>

## 一、公司概况

### 1.1 八亿时空：混晶材料龙头企业

北京八亿时空液晶科技股份有限公司，成立于 2004 年 7 月，注册资金 7235.4760 万元，曾是全国中小企业股份转让系统挂牌企业，与 2019 年 11 月 29 日终止挂牌。公司主营业务是液晶显示材料的研发、生产和销售，主要产品为高性能薄膜晶体管 TFT (Thin Film Transistor) 等多种混合液晶材料，广泛应用于高清电视、智能手机、电脑、车载显示、智能仪表等终端显示器领域。公司拥有国内外先进和完备的用于液晶材料研究所的分析检测仪器和生产设备，拥有国际先进的液晶显示材料技术，现已研制出多种具有国内领先水平的高档液晶材料，并自主开发了全球独有的面板不良分析系统，可帮助面板厂家分析生产过程中的各种产品不良并提供指导建议。

### 1.2 基本财务数据：营收、利润稳定增长

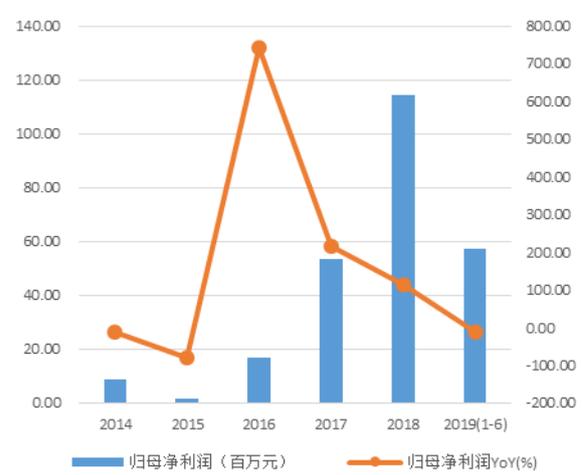
公司 2018 年实现营业收入 3.94 亿元，同比增长 70.76%；归属于母公司股东净利润 1.14 亿元，同比增长 114.62%。2019 年 1-6 月实现营业收入 2.05 亿元，同比增长 1.56%，归属于母公司净利润 5752 万元，同比下滑 11.82%，扣非后归母净利润为 5369 万元，同比下滑 19.07%。

图 1 公司历年营业收入及增速示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

图 2 公司历年归母净利润及增速示意图

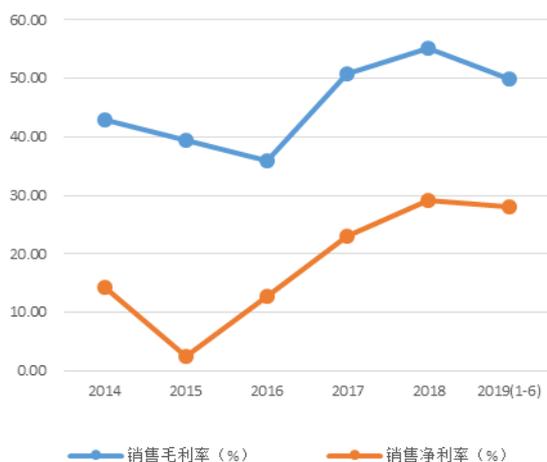


数据来源：wind，上海证券研究所

公司的销售毛利率和销售净利率近年来呈现提升趋势，18 年达到 55.16% 和 29.06%。2019 年 1-6 月公司销售毛利率和销售净利率略有下滑，分别为 49.94% 和 28.03%。期间费用率方面，公司期间费用尽管持续上升，但增速低于营收增速，期间费用率持续下滑，从 14 年的 34.56% 降至 19 年半年报的 16.72%。

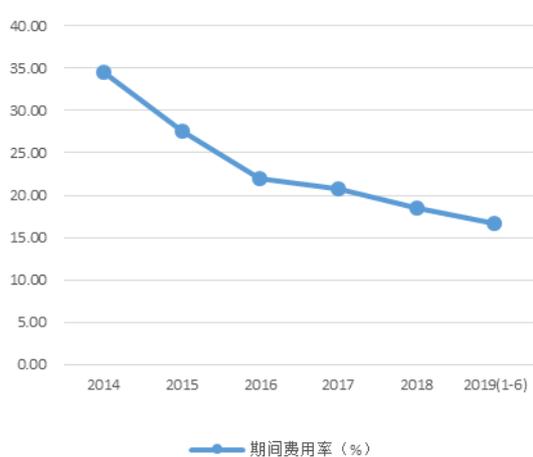
2019 年 12 月 19 日

图 3 公司历年销售毛利率及净利率示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

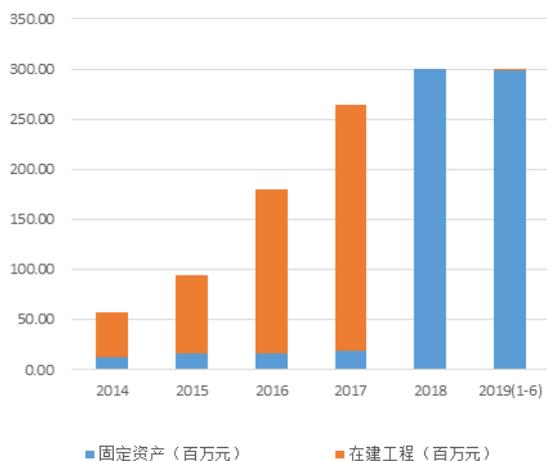
图 4 公司历年期间费用率示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

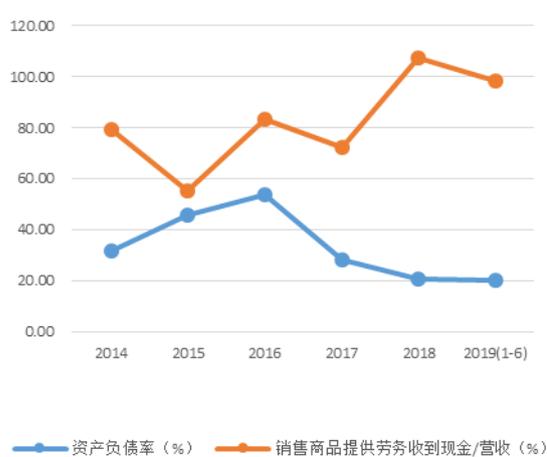
公司 18 年房山新厂区投产, 固定资产从 1831 万提升至 3 亿元, 第一轮产能扩张结束。公司资产负债率 16 年之后逐步下滑, 2019 年半年报仅为 20.53%; 现金流方面, 销售商品提供劳务收到现金与营收比值呈现上升趋势, 从最低位不足 60%, 提升至 100% 左右。

图 5 公司在建工程+固定资产示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 6 公司历年资产负债率及现金流示意图



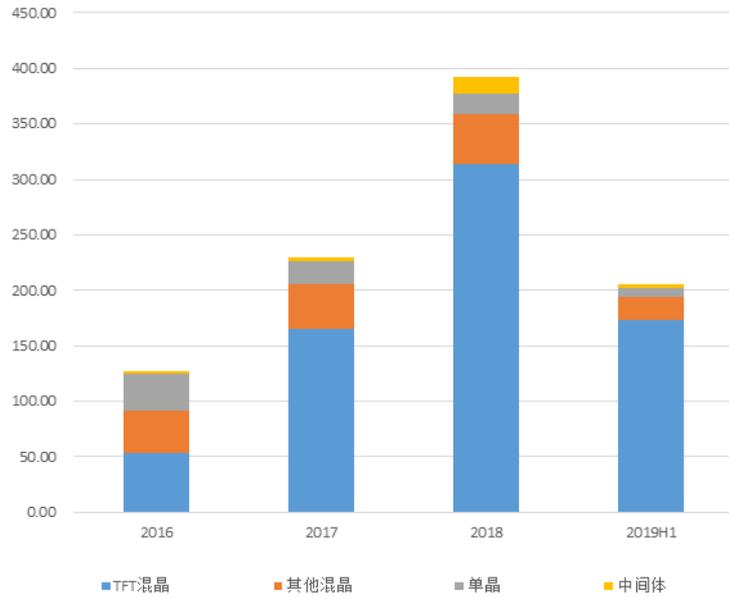
数据来源: wind, 上海证券研究所

### 1.3 主营业务: 抛光液占主导

#### ➤ 主营拆分: TFT 混晶占主导, 单晶业务下滑

主营从主营拆分来看, 公司主要收入来源为 TFT 混晶产品, 2018 年贡献 3.13 亿元营收, 同比接近翻倍, 19 年 H1 实现营收 1.73 亿元, 超过 17 年全年营收; 其他混晶产品维持稳定增长, 18 年营收 4508 万元, 19 年 H1 营收 2079 万元; 单晶业务持续下滑, 18 年营收 1815 万元, 仅为 16 年的五成多, 19 年 H1 仅有 827 万元。

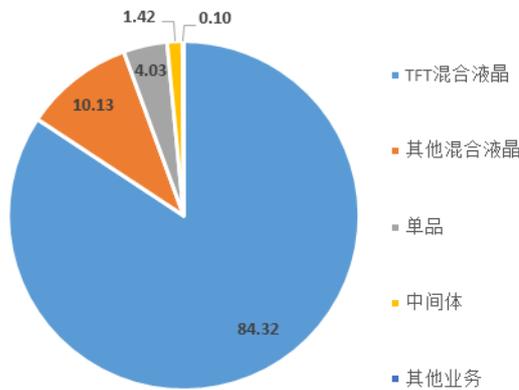
图 7 公司历年主要业务拆分示意图（单位：百万元）



数据来源：wind, 上海证券研究所

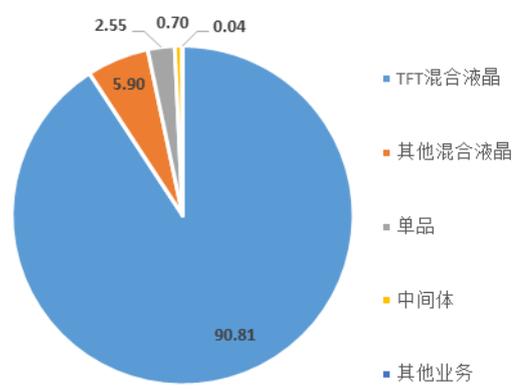
- **主营及毛利占比：TFT 混晶占比提升，毛利占比高于主营占比**  
 从主营占比来看，TFT 混晶业务占比持续提升，18 年占比为 79.56%，19 年 H1 占比为 84.32%；毛利占比来看，TFT 混晶业务 18 年占比为 84.41%，19 年 H1 为 90.81%，均高于营收占比。

图 8 公司 2019 年 H1 主营占比示意图



数据来源：wind, 上海证券研究所

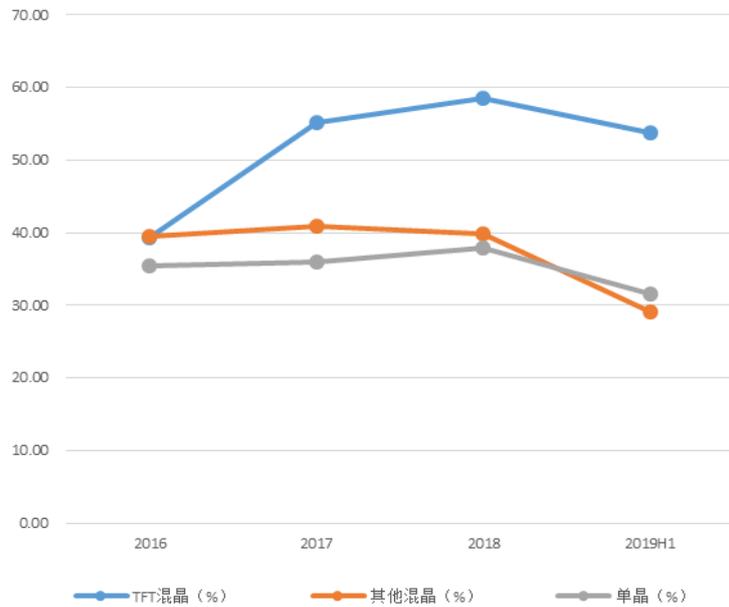
图 9 公司 2019 年 H1 毛利占比示意图



数据来源：wind, 上海证券研究所

- **毛利率情况：光刻胶去除剂 18 年下滑较大**  
 毛利率方面，TFT 混晶毛利率 17、18 年提升明显，一度接近 60%，19 年 H1 有所下滑，降至 53.78%；其他混晶及单晶毛利率近三年维持稳定，19 年 H1 有所下滑，均在 30% 左右，显著低于 TFT 混晶毛利率。

图 10 公司历年主营拆分毛利率示意图



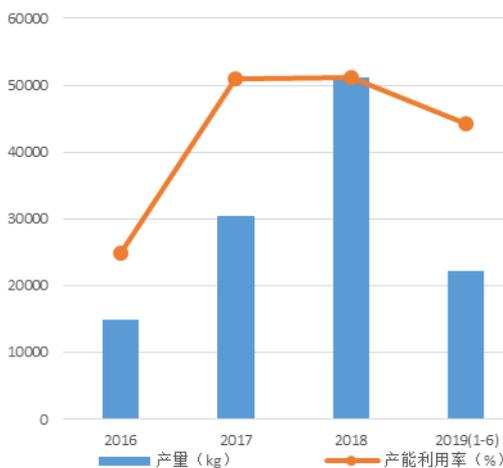
数据来源: wind, 上海证券研究所

➤ 主营产品产销情况: 高端钛合金产销率提升, 超导材料有所下滑

混晶业务为公司主要业务, 从产量上看, 混晶产量增长迅速, 从 2016 年的 14.92 吨提升至 2018 年的 51.19 吨, 18 年产能提升至 50 吨之后, 公司迅速实现满产, 产能利用率达到 102.39%, 19 年上半年产量 22.15 吨, 产能利用率为 88.59%, 进入库存去化期。

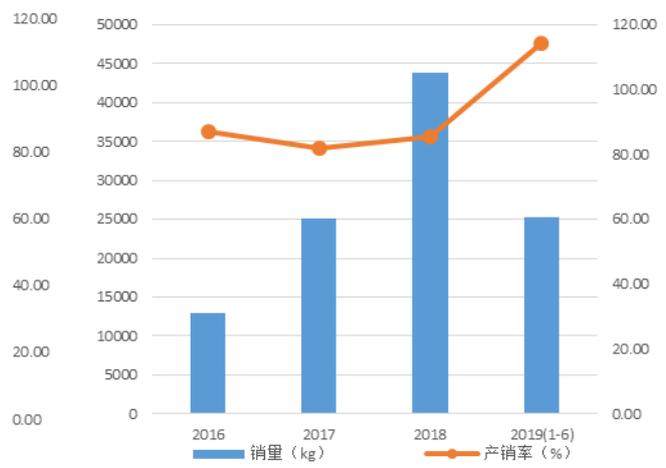
销量方面, 2018 年销量为 43.84 吨, 产销率为 85.63%, 19 年上半年销售 25.29 吨, 产销率达到 114.18%。

图 11 公司历年混晶产量及产能利用率示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 12 公司历年混晶销量及产销率示意图

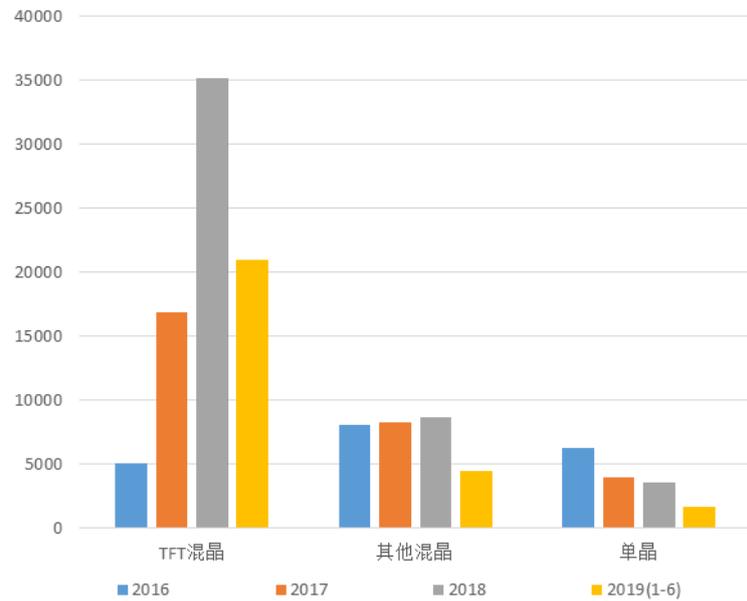


数据来源: wind, 上海证券研究所

销量拆分来看, TFT 混晶增速明显, 2016 年为 5.02 吨, 2018 年达到 35.18 吨, 19 年 H1 为 20.04 吨; 其他混晶方面, 2016 年为

7.99 吨，2018 年为 8.66 吨，19 年 H1 为 4.45 吨；单晶销量下滑明显，2016 年为 6.27 吨，2018 年仅为 3.56 吨，19 年 H1 为 1.69 吨。

图 13 公司历年主营业务销量示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

#### 1.4 产品结构

公司对外销售的液晶材料分为混合液晶和单体液晶两类，客户为液晶面板厂商。从细分分类来看，混晶产品主要分为 TFT 混晶 (IPS-TFT)、VA、TN、HTN、STN 等。

表 1 公司主营产品示意图

产品	主要产品	应用领域	产品特点
TFT 混晶	IPS-TFT	主要用于高清晰和 高新能的液晶电视、 平板电脑、智能手机等	显示用液晶材料的主流产品，品质要求高，性能优良，匹配合适器件能实现宽视角、快响应速度等优良性能。
其他混晶	VA	和 TN/STN 液晶相比，VA 液晶有更高的对比度和更宽广的可视角度，主要用在车载显示等领域	与 TN、STN 相比有对比度高，驱动电压低，视角宽的特点，品质要求适中，价格较高，匹配器件较 TFT 模式成本低
	TN	广泛应用于生产电子表、计算器、电话机、传真机、仪器仪表表盘等液晶	结构简单、价格低廉、品质要求不高，匹配器件动态驱动性能不够好。扭曲取向偏转为 90 度。

		面板	
	HTN	一般用于生产游戏机、电饭煲、汽车仪器表盘等液晶面板	视角比 TN 型的要宽，价格适中。匹配器件动态驱动性能不够好，对比度高，功耗低，扭曲取向偏转为 110-130 度。
	STN	广泛应用于生产电子辞典、电子记事本、可穿戴电子设备等液晶面板	与 TN、STN 相比有对比度高、功耗低、陡度高，驱动电压低的特点，能够实现高路数显示，品质要求适中，随对应显示路数增加，价格会有明显提升，匹配器件较 TFT 模式成本低。扭曲取向偏转为 180-270 度。
	PDLC 及其他混晶	主要应用于玻璃幕墙、汽车玻璃、家庭或办公装修领域	能够与聚合物相匹配，光学各向异性大，品质要求适中。
单体液晶	粗品单晶	应用于精品单晶生产	一般只对纯度和关键不纯物进行品质控制。
	精品单晶	应用于混合液晶的生产	对应不同类别的混合液晶，其品质合成工艺不同。TFT 用精品单晶在电阻率、纯度、不纯物、离子含量等方面控制规格会有明显提升。
其他	中间体等	基于化学原材料合成的显示材料中间体	不具有显示材料的特征，或具有显示材料的特征其品质或性能要求不能达到显示要求。经官能团修饰后可以达到显示材料性能和品质的要求。

数据来源：公司官网，上海证券研究所

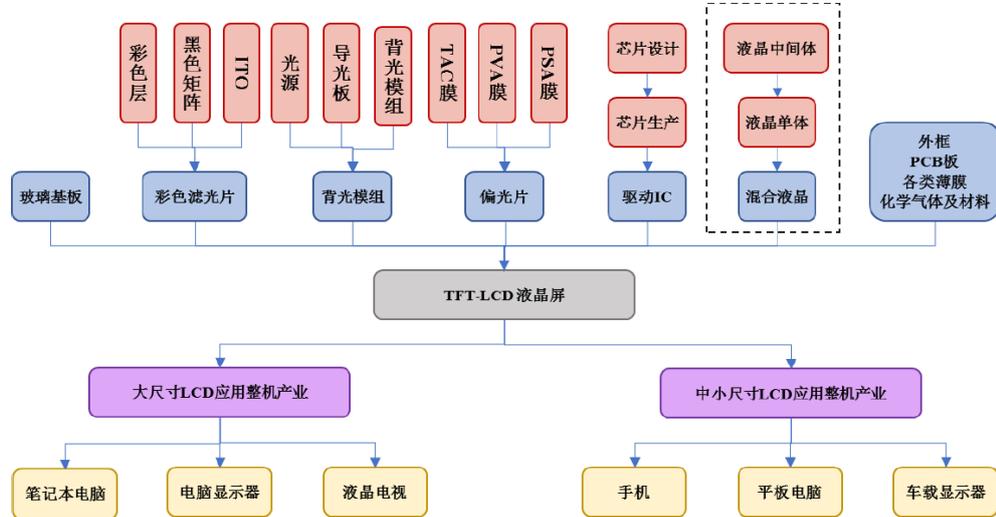
## 二、液晶材料行业

### 2.1 LCD 产业链及公司业务板块

- LCD 行业：**平板显示（FPD）包括液晶显示（LCD）、等离子显示（PDP）、有机发光二极管显示（OLED）等。LCD 凭借其具有的工作电压低、功耗低、分辨率高、抗干扰性好、应用范围广、成本低等一系列优点，已成为 FPD 产业的主流产品。LCD 产品制造涉及光学、半导体、电子工程、化工、高分子材料等各领域，所需技术层面较广，上游为各种原材料生产厂商，主要原材料有液晶材料、彩色滤光片、驱动 IC、偏光片、背光模

组、玻璃基板等；中游为各式 LCD 面板厂商；下游为各类整机产品厂商。公司业务为液晶材料中的液晶中间体、液晶单体及混合液晶。

图 14 LCD 产业链示意图



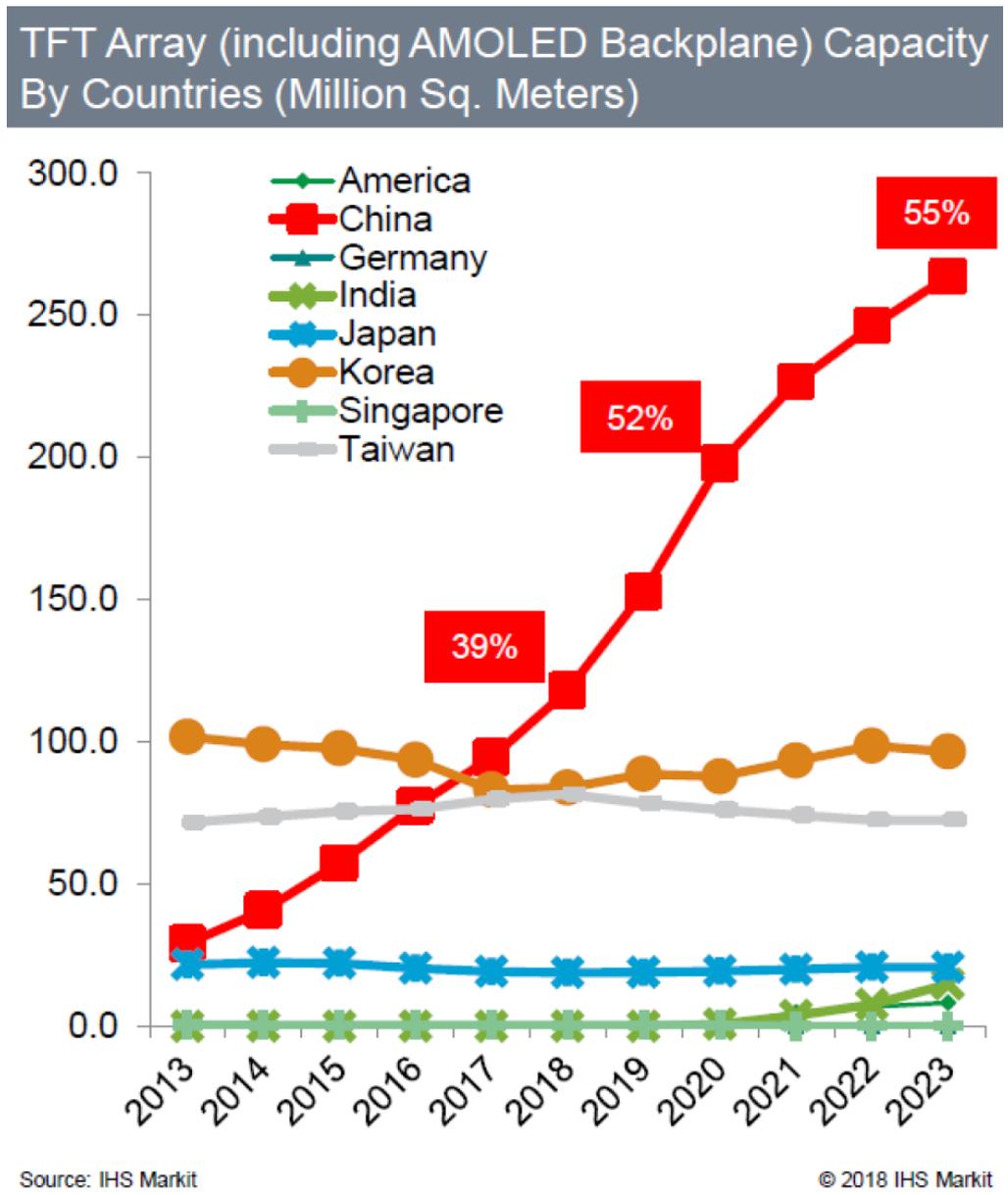
数据来源：八亿时空招股书，上海证券研究所

## 2.2 LCD 行业发展

全球 LCD 面板产业经历了一轮产业转移，最早 LCD 技术发源于美国，随后日本厂商将 LCD 技术产业化，并几乎垄断了世界液晶面板产业。90 年代后，韩国、中国台湾面板企业随之崛起，成功超越日本企业，并在长时间内主导整个市场。

大陆 LCD 面板产业自 2009 年后取得了快速发展，全球面板产能向大陆转移加速，据 IHS 数据显示，2018 年大陆市场占有率达到 39%，2023 年将占全球总产能的 55%。

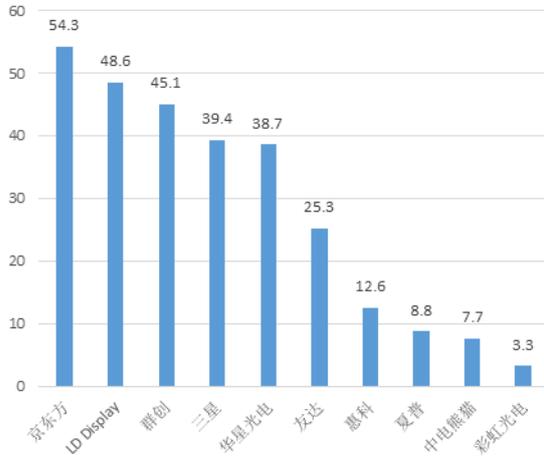
图 14 全球 LCD 产能变迁示意图



数据来源：八亿时空招股书，上海证券研究所

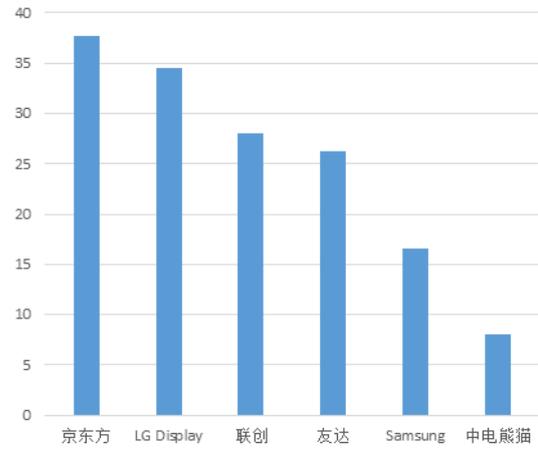
根据群智咨询统计，2018年京东方在全球液晶电视面板、显示器面板、笔记本面板领域出货量均位居第一，成为全球龙头，液晶电视面板出货5430万片，液晶显示器面板出货3770万台，笔记本面板出货量占全球29.8%。

图 15 全球 2018 年液晶电视面板出货量示意图 (单位: 百万片)



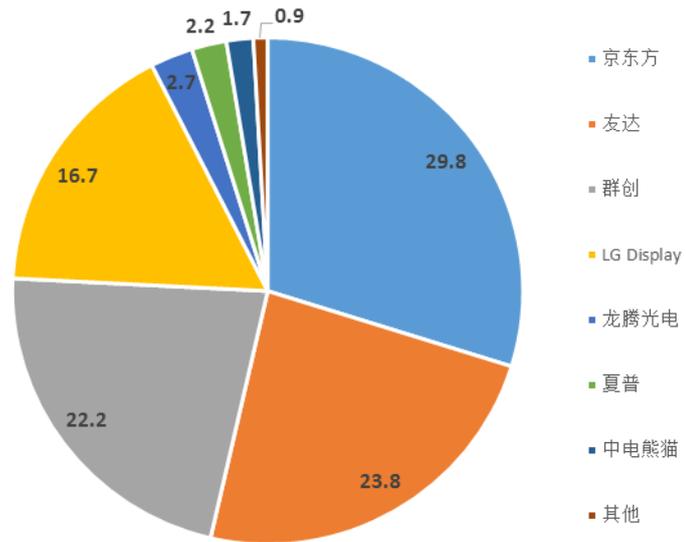
数据来源: 群智咨询, 上海证券研究所

图 16 全球 2018 年液晶显示器面板出货量示意图 (单位: 百万台)



数据来源: 群智咨询, 上海证券研究所

图 17 全球 2018 年笔记本面板出货量占比示意图

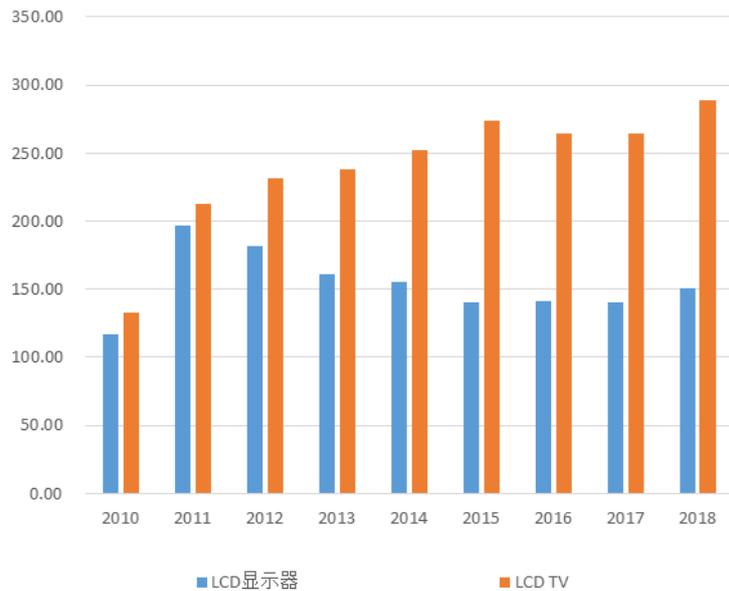


数据来源: 群智咨询, 上海证券研究所

### 2.3 国内半导体材料市场

我国 LCD 电视出货量随着产能转移而有所提升, 2018 年达到 2.89 亿台, 2010 年仅为 1.33 亿台, 增速较高 LCD 显示器出货量有所下滑。

图 18 我国历年 LCD 显示器及 LCD 电视出货量示意图 (单位: 百万片)



数据来源: wind, 上海证券研究所

据不完全统计, 2021 年前我国 LCD 拟新增产线产能将达到 7462.37 万平方米, 包括京东方、华星光电、富士康、中电熊猫在内的多家龙头企业将进行产线扩建, 将为 LCD 行业带来新一轮产能扩张, 为液晶材料行业提供坚实的下游需求。

表 2 我国拟新增液晶面板产能

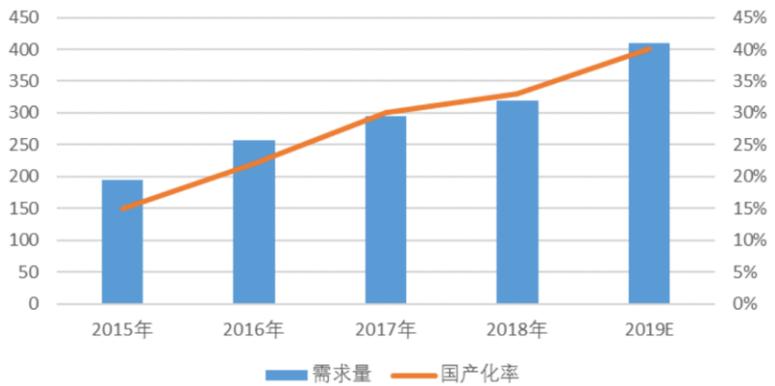
面板企业	地址	世代线	设计产能 (千片/月)	产能 (万平方米)
京东方	武汉	10.5	120	1426.72
华星光电	深圳	11	90	1075.68
	深圳	11	90	1075.68
鸿海/富士康	广州	10.5	90	1070.04
中电熊猫	程度	8.5	120	792
惠科股份	重庆	8.5	60	396
	绵阳	8.5	120	792
	滁州	8.5	90	594
信利	眉山	5	140	240.24
合计				7462.37

数据来源: 八亿时空招股书, 上海证券研究所

## 2.4 国内液晶材料需求持续增长

随着全球面板产能向大陆转移, 国内液晶材料需求量出现快速增长, 10.5 代线及 11 代线的单线液晶材料需求量超过 50 吨, 8.5 代线单线需求量超 30 吨。经赛瑞研究统计, 2018 年我国混合液晶需求量达到 320 吨, 国产化率达到 33%。

图 19 我国历年混晶材料需求量及国产化率

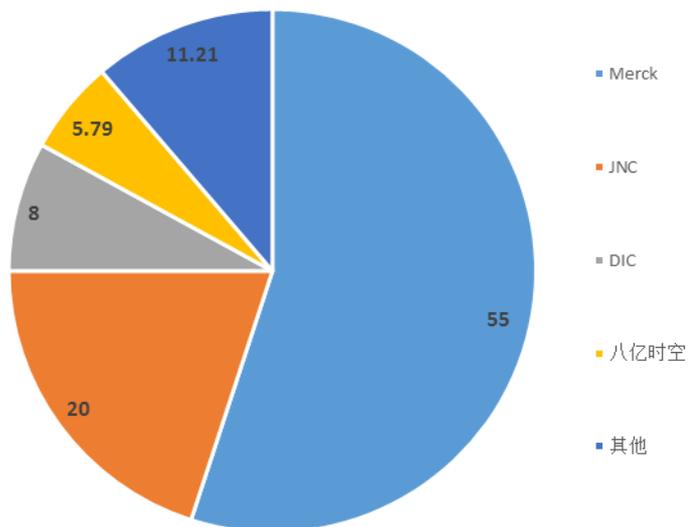


数据来源：赛瑞研究，上海证券研究所

## 2.5 主要生产企业

2018 年全球市场混合液晶需求量为 757 吨，全球主要生产商为德国 MERCK、日本 JNC 和 DIC，三家企业市占率之和达到 80% 以上，其中德国 MERCK 约占 55%，日本 JNC 约占 20%，日本 DIC 约占 8%。八亿时空 2018 年混合液晶销量为 43.84 吨，市场占有率为 5.79%。

图 20 全球混晶材料主要生产商市占率示意图



数据来源：八亿时空招股书，上海证券研究所

- ✓ **Merck:** Merck 是国际著名化学及制药公司，全球三大 TFT 混晶供应商之一，家族性医药化工企业，其中化工业务包括：液晶材料、珠光颜料、实验室分析用品、制药和生物技术工艺生产链所需的产品及服务。Merck 的混晶产品全球市占率超 50%。
- ✓ **JNC:** JNC (CHISSO) 是国际著名化工集团，全球国际三大

TFT 混晶供应商之一，1973 年液晶生产设备完工，2011 年 JNC 株式会社成立，目前主要产品为 LCD 显示屏的液体催化剂、电子元器件、硅产品、芳香化学品、医药原料、化妆品等。

- ✓ **DIC:** DIC 是国际著名化工集团，全球国际三大 TFT 混晶供应商之一，以独特的色彩技术为基础，融合了多种科技要素，在印刷油墨、有机颜料、合成树脂、电子信息材料等领域广泛开展事业，其中电子信息材料部门有记录材料、液晶材料、工程塑料盒薄膜制品等产品。

我国液晶材料产业起步晚，在 TFT 混晶领域与全球巨头有一定差距，国内企业大多数集中在液晶单体、液晶中间体的生产，具备混晶生产能力的企业只有和成显示、诚志永华、八亿时空等企业。

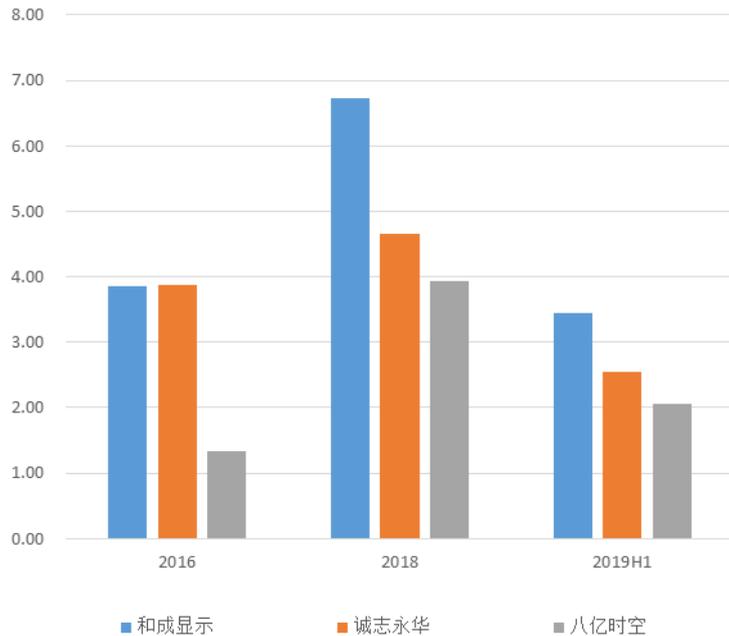
**表 3 我国液晶材料生产企业**

企业	液晶中间体	液晶单体	混合液晶
瑞联新材	√	√	
诚志股份			√
和成显示	√	√	√
八亿时空			√
华显化工		√	√
万润股份	√	√	
永太科技	√	√	
康鹏科技	√	√	
广域化学	√	√	
德润液晶		√	
迈尔斯通	√	√	√
清华亚王			√
莱特光电	√	√	

数据来源：新材料在线，上海证券研究所

其中，和成显示（被飞凯材料收购）、诚志永华、八亿时空为国内主要混晶材料生产企业，和成显示体量目前为国内最大，八亿时空增长较快。

图 21 近年国内主要混晶材料生产商营业收入示意图（单位：亿元）



数据来源：wind，上海证券研究所

### 三、八亿时空核心竞争力

#### 3.1 自主研发产品产业化填补空白

公司重视自主创新，数个液晶材料产品研发处于国内第一梯队，并成功实现产业化，填补国内空白。2007年推出“彩色 STN-LCD 液晶材料 6300 型”混晶产品，获科技部等四部委联合颁发“国家重点新产品”证书，在 MP4 和手机等领域广泛应用；2009 年率先推出车载用负性混晶材料；2012 年进军 TFT 混晶，“FFS 模式用薄膜晶体管液晶材料产业化”项目被列为火炬计划产业化示范项目，并形成了完全自主知识产权的 TFT 混晶产品体系；2015 年 IPS-TFT 混晶产品率先对面板龙头京东方规模化供货，实现国产替代。同时，公司自主开发了面板残像分析量测技术，对可能造成面板残像的取向剂、框胶、液晶、IC 等因素进行预判，解决了长期困扰客户的技术难题，目前此技术已在国内主要面板厂广泛使用。

#### 3.2 我国液晶材料国家标准主要起草者

公司作为主要起草单位，与中国电子技术标准化研究院共同起草了 GB/T36647-2018《普通单体液晶材料规范》、GB/T36648-2018《TFT 单体液晶材料规范》、GB/T36652-2018《TFT 混合液晶材料规范》、GB/T37082-2018《普通混合液晶材料规范》四项国家标准。

### 3.3 客户情况

公司前五大客户占比较高，18年和19年上半年分别达到86.67%和89.30%，其中京东方占比超七成。京东方、台湾群创、黑龙江天有为是混晶主要客户，大立高分子、台湾达兴、韩国东进、河北美星为单晶主要客户，韩国WithEL、河北美星为中间体客户。

公司主要客户保持稳定，中间体客户WithEL及单晶客户韩国东进因自身业务调整暂停向公司采购，面板厂商维持稳定。

## 四、募投项目

公司拟申请公开发行不超过2411.83万股，不低于发行后总股本的25%，拟投入募集资金30975万元，用于年产100吨显示用液晶材料二期工程。

此次年产100吨显示用液晶材料项目占地面积56415.98平方米，主体建筑7栋楼，包含合成车间、混配和提纯车间、生产控制中心、库房、研发试验中心、检测中心和倒班宿舍。主体建筑及配套投资12820万元，生产设备投资6782万元，研发支出3813万元，补充营运资金7560万元。此项目投资不仅有助于突破产能瓶颈，还将持续投入资金进行超高分辨(4K/8K)显示用液晶材料、PSVA混晶、SAVA混晶、OLED显示用材料等项目开发。

## 五、关键假设及盈利预测

### 关键假设：

- (1) LCD行业仍然有较好增速，但增速有所放缓；
- (2) 主要客户京东方对公司的采购量未来几年仍有提升；
- (3) 公司主要产品毛利率未来几年逐年略有下滑。
- (4) 单晶及中间体没有新增客户，销售额较18年有所下滑。

### 盈利预测：

我们预计公司2019、2020、2021年营业收入分别为4.17亿、5.11亿元和6.01亿元，增速分别为5.88%、22.62%和17.46%；归属于母公司股东净利润分别为1.19亿、1.42亿和1.68亿元，增速分别为3.72%、19.63%和17.40%；全面摊薄每股EPS分别为1.64、1.96和2.31元。

## 六、估值比较

### 6.1 行业内PE比较

我们选取飞凯材料(和成显示母公司)、诚志股份(诚志永华母

公司)、万润股份、永太科技作为可比上市公司, 2019、2020 和 2021 年行业平均 PE 为 28.8、23.3 和 19.3 倍。

代码	股票	股价	净利润 (亿元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300398	飞凯材料	22.53	3.02	3.74	4.44	24.0	19.4	16.3
000990	诚志股份	77.21	3.97	4.75	5.65	45.3	37.9	31.9
002326	永太科技	61.22	4.20	5.65	7.20	21.1	15.7	12.3
002643	万润股份	43.24	5.22	6.33	7.71	24.8	20.4	16.8
	行业平均					28.8	23.3	19.3
688181	八亿时空		1.19	1.42	1.67			

数据来源: wind, 上海证券研究所

## 6.2 行业内 PB 比较

我们选取飞凯材料 (和成显示母公司)、诚志股份 (诚志永华母公司)、万润股份、永太科技作为可比上市公司, 2018、2019 和 2020 年行业平均 PB 为 3.0、2.8 和 2.5 倍。

代码	股票	股价	净资产 (亿元)			PB		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300398	飞凯材料	22.53	21.85	24.52	27.67	3.3	3.0	2.6
000990	诚志股份	77.21	161.8	-	-	-	-	--
002326	永太科技	61.22	30.08	33.44	37.90	2.9	2.7	2.3
002643	万润股份	43.24	44.35	48.27	53.30	2.9	2.7	2.4
	行业平均					3.0	2.8	2.5
688181	八亿时空		5.36	6.55	7.97			

数据来源: wind, 上海证券研究所

## 七、风险提示

(1) 客户集中度过高: 京东方是公司的第一大客户, 2019 年 1-6 月, 公司对京东方的销售金额分别为 15,906.30 万元, 占营业收入的比例为 77.52%。若未来公司的研发创新跟不上京东方 8425 战略, 不能够适应京东方技术创新的需求, 不排除未来被替代或取消供货的可能, 将对公司的经营业绩产生不利影响。

(2) 技术升级迭代的风险: 公司从事液晶显示材料研发生产与销售, 近年来尽管 LCD 产能在向大陆转移, 但 OLED 和 MicroLED 技术的兴起和使用将会对现有面板市场带来一定冲击。若公司产品

研发创新跟不上市场的步伐，新产品未能取得客户认可，将对公司未来发展形成制约；

(3) 客户拓展不及预期：公司目前在积极开拓韩国 LGD 和华星光电等大型面板厂商客户，其中韩国 LGD 和华星光电两家企业现对公司的相关样品评估测试正在进行中，由于大型面板厂商对合格供应商的认证严苛、认证周期长，公司未来能否进入两家企业的供应链体系，尚存一定的不确定性。

(4) 产品降价的风险：公司所获订单规模持续扩大的同时，适当降低对客户销售价格，2017年、2018年、2019年1-6月，公司主要产品 TFT 混合液晶的平均销售价格较上年的变动幅度分别为 8.77%、8.95% 和 6.84%。若未来产品价格持续下降，将对公司的经营业绩造成不利影响。

(5) 系统性风险。

## 八、附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	106	301	318	617
应收和预付款项	104	118	154	166
存货	116	123	178	179
其他流动资产	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	300	286	270	252
无形资产和开发支出	41	38	35	31
其他非流动资产	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>676</b>	<b>871</b>	<b>961</b>	<b>1250</b>
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	86	216	164	287
长期借款	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>140</b>	<b>216</b>	<b>164</b>	<b>287</b>
股本	72	72	72	72
资本公积	257	257	257	257
留存收益	207	326	468	634
归属母公司股东权益	536	655	797	964
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>536</b>	<b>655</b>	<b>797</b>	<b>964</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>676</b>	<b>871</b>	<b>961</b>	<b>1250</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	102	234	3	280
投资活动产生现金流量	-22	7	8	8
融资活动产生现金流量	-4	4	7	11
<b>现金流量净额</b>	<b>76</b>	<b>245</b>	<b>17</b>	<b>298</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>394</b>	<b>417</b>	<b>512</b>	<b>601</b>
营业成本	177	214	270	321
营业税金及附加	5	5	6	7
营业费用	24	24	29	33
管理费用	31	46	54	60
财务费用	-1	-5	-8	-12
资产减值损失	7	1	3	5
投资收益	2	2	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>140</b>	<b>132</b>	<b>160</b>	<b>189</b>
营业外收支净额	-6	7	7	7
<b>利润总额</b>	<b>134</b>	<b>139</b>	<b>167</b>	<b>196</b>
所得税	19	21	25	29
净利润	114	119	142	167
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>114</b>	<b>119</b>	<b>142</b>	<b>167</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	55%	49%	47%	47%
EBIT/销售收入	32%	32%	31%	31%
销售净利率	28%	28%	28%	28%
ROE	21%	18%	18%	17%
资产负债率	14%	25%	17%	23%
流动比率	3.22	2.52	3.99	3.36
速动比率	1.86	1.94	2.89	2.73
总资产周转率	0.63	0.48	0.53	0.48
应收账款周转率	3.90	3.60	3.41	3.70
存货周转率	1.53	1.75	1.52	1.79

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。