

三季度超预期，长期受益于 5G 换机热潮



- 公司发布 2019 年三季度报。

核心观点

- **旺季迎来业绩拐点，盈利能力显著改善：**公司 19 年前三季度归母净利润 11.1 亿元，同比增长 4%，其中 Q3 单季营收 92 亿元，同比增长 14%，归母净利润 12.6 亿元，同比增长 109%，超市场预期。大客户新机玻璃后盖材质加厚、边缘处理、表面磨砂等工艺带来显著提升的加工难度和价值量，伴随新机备货进入高峰期，公司产能利用率达到峰值，同时大力加强智能制造与资源优化，自动化程度、产品良率与管理效率改善幅度均显著超出原计划，推动 Q3 单季利润率达 13.7%，创造历史新高。
- **长期受益于 5G 换机热潮：**深耕消费电子防护玻璃领域，不断升级自身技术工艺与自动化水平，提高行业壁垒，在大客户中份额保持领先，并引领安卓客户 3D 玻璃技术发展方向，提升高端产品 ASP，随行业落后产能的逐渐退出，盈利能力有望显著回升。同时明年大客户 5G 新机玻璃前后盖有望进一步升级，公司有望受益于新一轮 5G 换机热潮，带来更大利润弹性。
- **聚焦主业，健康稳健经营：**坚守防护玻璃与新材料主业阵地，适度剥离与优化不产生效益的资产，伴随车载、可穿戴等领域的快速拓展，有望带来新的业绩增长点；同时健康的货币资金与经营性现金流保障公司未来经营持续稳定发展。我们继续看好公司作为行业龙头在 5G 时代的领导地位和发展前景。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.48、0.69 和 0.83 元（原预测 19-20 年 EPS 为 0.91 和 1.13 元，根据 18 年报及 19 上半年利润率、智能手机出货量等指标做出调整），根据可比公司，给予公司 19 年 35 倍 PE 估值，对应目标价为 16.8 元，维持买入评级。

风险提示

- 玻璃机壳发展不达预期；公司新产品产能良率爬坡不达预期。

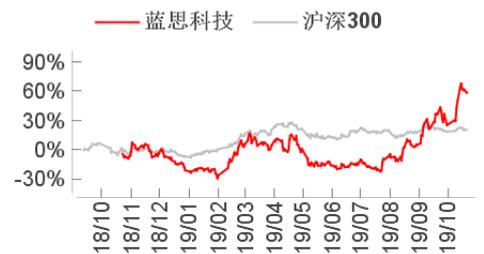
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,703	27,717	29,686	37,982	43,990
同比增长(%)	55.6%	16.9%	7.1%	27.9%	15.8%
营业利润(百万元)	2,457	1,116	2,205	3,199	3,822
同比增长(%)	170.9%	-54.6%	97.5%	45.0%	19.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,047	637	1,874	2,719	3,249
同比增长(%)	70.1%	-68.9%	194.3%	45.0%	19.5%
每股收益(元)	0.52	0.16	0.48	0.69	0.83
毛利率(%)	28.0%	22.6%	26.0%	25.8%	25.4%
净利率(%)	8.6%	2.3%	6.3%	7.2%	7.4%
净资产收益率(%)	13.3%	3.8%	10.4%	13.5%	14.0%
市盈率	24.9	80.1	27.2	18.8	15.7
市净率	3.1	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月21日)	13元
目标价格	16.8元
52周最高价/最低价	13.78/5.83元
总股本/流通A股(万股)	392,687/391,113
A股市值(百万元)	51,049
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2019年10月22日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.63	15.76	98.17	66.03
相对表现	1.8	-17.15	-96.26	-42.24
沪深300	-1.83	-1.39	1.91	23.79



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 蒯剑
021-63325888-8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005

证券分析师 马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518090001

联系人 唐权喜
021-63325888-6086
tangquanxi@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

公司 18 年报与 19 年半年报业绩下滑较大，我们对盈利预测做出一定调整：

智能手机市场出货放缓，且主要客户玻璃前后盖竞争激烈导致公司产品出货量和价格下滑，我们基于 18 年报和 19 半年报调整公司各业务出货量、单价和毛利率假设；

大客户新机玻璃后盖价值量显著提升，公司产能良率爬坡超预期，推动公司 19Q3 业绩大幅改善，手机防护玻璃毛利率有望比上半年显著回升；

未来随大客户 5G 手机外观有望大幅创新，公司营收与利润有望进一步增长。

图 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
核心假设						
手机防护玻璃出货（百万片）	930	1087	1213	717	846	978
变动幅度				-22.9%	-22.2%	-19.4%
分产品盈利预测						
中小尺寸防护玻璃						
销售收入（百万元）	30193	37400	43960	22008	29391	34164
变动幅度				-27.1%	-21.4%	-22.3%
毛利率	26.9%	26.8%	26.0%	26.9%	26.6%	26.0%
变动幅度				0.1%	-0.9%	0.4%
大尺寸防护玻璃						
销售收入（百万元）	2590	2538	2612	2274	2353	2548
变动幅度				-12.2%	-7.3%	-2.4%
毛利率	14.5%	14.5%	14.2%	19.0%	18.0%	18.0%
变动幅度				31.0%	24.1%	26.8%
新材料						
销售收入（百万元）	8179	9627	11425	5404	6238	7277
变动幅度				-33.9%	-35.2%	-36.3%
毛利率	30.0%	30.0%	29.0%	25.0%	25.0%	25.0%
变动幅度				-16.7%	-16.7%	-13.8%
合计						
销售收入	40961	49565	57997	29686	37982	43990
变动幅度				-27.5%	-23.4%	-24.2%
综合毛利率	26.7%	26.8%	26.0%	26.0%	25.8%	25.4%
变动幅度				-2.9%	-3.8%	-2.4%

数据来源：东方证券研究所

图 2：主要财务数据变动分析表

	人民币百万元（标注除外）			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
营业收入	40961	49565	57997	29686	37982	43990
变动幅度				-27.5%	-23.4%	-24.2%
营业利润	4021	4966	5302	2205	3199	3822
变动幅度				-45.2%	-35.6%	-27.9%
归母净利润	3605	4450	4736	1874	2719	3249
变动幅度				-48.0%	-38.9%	-31.4%
每股收益（元）	0.91	1.13	1.20	0.48	0.69	0.83
变动幅度				-47.8%	-38.6%	-31.1%
毛利率（%）	26.7%	26.8%	26.0%	26.0%	25.8%	25.4%
变动幅度				-2.9%	-3.8%	-2.4%
净利率（%）	8.8%	9.0%	8.2%	6.3%	7.2%	7.4%
变动幅度				-28.2%	-20.3%	-9.6%

数据来源：东方证券研究所

投资建议

我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.48、0.69 和 0.83 元，根据可比公司，给予公司 19 年 35 倍 PE 估值，对应目标价为 16.8 元，维持买入评级。

图 3：可比公司估值情况

公司	代码	最新价格(元) 2019/10/21	每股收益(元)				市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
华工科技	000988	19.03	0.28	0.53	0.61	0.75	67.46	36.01	31.04	25.22
信维通信	300136	38.18	1.02	1.13	1.52	1.97	37.44	33.87	25.06	19.39
水晶光电	002273	14.15	0.42	0.40	0.50	0.59	34.01	35.53	28.49	23.85
欧菲光	002456	10.51	-0.19	0.22	0.69	0.89	-54.94	48.48	15.17	11.84
长信科技	300088	6.80	0.31	0.39	0.49	0.62	22.08	17.33	13.84	11.03
	最大值						67.46	48.48	31.04	25.22
	最小值						(54.94)	17.33	13.84	11.03
	平均数						21.21	34.24	22.72	18.27
	调整后平均						31.17	35.14	22.91	18.36

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

玻璃机壳发展不达预期：公司主业成长受下游玻璃机壳在智能手机中技术升级的影响，存在发展不达预期的风险。

公司新产品产能良率爬坡不达预期：公司利润率受新产品新技术产能和良率爬坡的影响，若提升进度不达预期则会对盈利能力产生较大影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,604	4,497	5,937	7,596	8,798	营业收入	23,703	27,717	29,686	37,982	43,990
应收账款	5,750	6,180	6,531	8,356	9,678	营业成本	17,077	21,445	21,981	28,178	32,813
预付账款	31	31	30	38	44	营业税金及附加	157	230	237	304	352
存货	2,210	2,760	2,748	3,522	4,102	营业费用	413	557	534	684	792
其他	766	930	954	983	1,004	管理费用	2,924	3,511	3,556	4,228	4,782
流动资产合计	14,361	14,397	16,199	20,495	23,625	财务费用	363	614	1,172	1,390	1,429
长期股权投资	36	34	35	35	35	资产减值损失	502	833	300	300	300
固定资产	16,914	22,730	25,981	28,290	29,903	公允价值变动收益	(25)	23	0	0	0
在建工程	875	1,392	750	428	267	投资净收益	(88)	(21)	0	0	0
无形资产	1,742	2,599	2,747	2,891	3,032	其他	303	586	300	300	300
其他	1,793	1,988	144	139	134	营业利润	2,457	1,116	2,205	3,199	3,822
非流动资产合计	21,361	28,743	29,657	31,783	33,371	营业外收入	157	36	50	50	50
资产总计	35,722	43,140	45,856	52,279	56,996	营业外支出	201	227	50	50	50
短期借款	4,176	9,575	12,251	13,967	13,949	利润总额	2,414	926	2,205	3,199	3,822
应付账款	5,353	7,032	6,814	8,735	10,172	所得税	391	325	331	480	573
其他	1,995	3,386	1,905	1,971	2,020	净利润	2,023	601	1,874	2,719	3,249
流动负债合计	11,523	19,993	20,969	24,673	26,141	少数股东损益	(24)	(36)	0	0	0
长期借款	3,050	1,386	1,386	1,386	1,386	归属于母公司净利润	2,047	637	1,874	2,719	3,249
应付债券	3,674	3,871	3,971	3,971	3,971	每股收益(元)	0.52	0.16	0.48	0.69	0.83
其他	679	802	667	667	667						
非流动负债合计	7,403	6,060	6,024	6,024	6,024	主要财务比率					
负债合计	18,926	26,053	26,993	30,697	32,165		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	67	32	32	32	32	成长能力					
股本	2,629	3,927	3,927	3,927	3,927	营业收入	55.6%	16.9%	7.1%	27.9%	15.8%
资本公积	2,981	1,796	1,796	1,796	1,796	营业利润	170.9%	-54.6%	97.5%	45.0%	19.5%
留存收益	10,245	10,280	12,056	14,775	18,024	归属于母公司净利润	70.1%	-68.9%	194.3%	45.0%	19.5%
其他	874	1,052	1,052	1,052	1,052	获利能力					
股东权益合计	16,796	17,087	18,863	21,582	24,831	毛利率	28.0%	22.6%	26.0%	25.8%	25.4%
负债和股东权益总计	35,722	43,140	45,856	52,279	56,996	净利率	8.6%	2.3%	6.3%	7.2%	7.4%
						ROE	13.3%	3.8%	10.4%	13.5%	14.0%
						ROIC	10.1%	3.7%	8.2%	10.0%	10.4%
						偿债能力					
						资产负债率	53.0%	60.4%	58.9%	58.7%	56.4%
						净负债率	33.3%	68.6%	64.5%	56.7%	44.3%
						流动比率	1.25	0.72	0.77	0.83	0.90
						速动比率	1.02	0.54	0.63	0.67	0.73
						营运能力					
						应收账款周转率	5.0	4.5	4.7	5.1	4.9
						存货周转率	7.2	7.0	6.6	8.0	7.7
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.52	0.16	0.48	0.69	0.83
						每股经营现金流	1.06	1.24	1.57	1.69	2.03
						每股净资产	4.26	4.34	4.80	5.49	6.32
						估值比率					
						市盈率	24.9	80.1	27.2	18.8	15.7
						市净率	3.1	3.0	2.7	2.4	2.1
						EV/EBITDA	14.7	17.2	10.5	8.1	7.0
						EV/EBIT	22.3	36.3	18.6	13.7	12.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

