

三利谱 (002876) / 光学光电子

三季度业绩超预期, 四季度指引乐观

评级: 买入 (维持)

市场价格: 45.25

分析师: 刘翔

执业证书编号: S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com

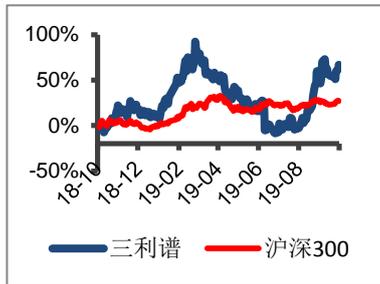
分析师: 周梦缘

执业证书编号: S0740518080001

Email: zhoumy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	104
流通股本(百万股)	71
市价(元)	45.25
市值(百万元)	4,706
流通市值(百万元)	3,213

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 业绩符合市场预期, 大尺寸放量渐行渐近
- 2 双动能驱动需求无忧, 产能瓶颈突破启新章
- 3 国产偏光片龙头, 上半年迎重大拐点

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	818	883	1,495	2,215	2,970
增长率 yoy%	2.1%	8.0%	69.3%	48.2%	34.1%
净利润	82.2	27.7	62.5	201.1	293.6
增长率 yoy%	12.9%	-66.3%	125.5%	221.9%	46.0%
每股收益(元)	0.79	0.27	0.60	1.93	2.82
每股现金流量	-0.92	-0.84	-2.65	-1.12	-1.08
净资产收益率	8.1%	4.2%	5.7%	10.2%	11.5%
P/E	44.0	130.7	75.3	23.4	16.0
PEG	3.4	-2.0	0.6	0.1	0.3
P/B	4.1	4.1	4.9	4.0	3.3

备注:

投资要点

- **事件:** 前三季度收入 10.42 亿元, 同比增长 61.34%; 净利润 2362 万元, 同比增长 4.01%; 其中 Q3 单季收入 4.25 亿元, 同比增长 86.27%; 净利润 2240 万元, 同比增长 496%; 公司预计全年净利润 4986-6371 万元, 同比增长 80-130%, 对应 Q4 单季度中值 3300 万元。
- **三季度业绩超预期, 拐点趋势进一步确认:** 公司 Q3 单季度收入 4.25 亿, 同比增长 86%, 合肥基地收入释放顺利; 单季度净利润 2240 万左右 (上年同期亏损), 较 Q2 单季度的 1544 万, 环比大幅增长, 进一步考虑到 Q3 汇率损失及 1300 万新增减值损失, 实现情况更好, 业绩拐点趋势进一步强化。具体分拆来看, **母公司 Q3 净利润超过 5000 万元, 大超预期**, 然后合肥亏损 2700 万元左右, 但考虑到 Q3 存货减值准备 1320 万 (主要是合肥) 及承担的部分汇兑损失, 预计亏损幅度在 1000 万左右, **较 Q2 亏损幅度大幅减少, 改善趋势明确**。同时公司指引 Q4 单季度净利润中值在 3300 万元左右, 我们预计, 随着 Q4 合肥基地产品结构调整完成, 利润将迎来较大幅度改善, 同时深圳本部订单饱满, 有望延续高景气, **Q4 利润有望落在区间中值以上**。
- **小尺寸订单供不应求, 深圳本部利润弹性被低估:** 公司深圳本部以小尺寸为主, 此前客户对应终端主要是华为中兴为主, 18 年底以来, 顺利切入 OVM 等终端品牌, 国产替代再加速。此前深圳本部年利润在 9000 万元左右, 今年 Q2 以来, 技改、调价、降本三管齐下, 母公司 Q3 单季度利润已超 5000 万, 利润弹性被大幅低估, **有望成为明年重要的业绩增长点之一**。同时公司 IPO 龙岗项目, 定位小尺寸, 预计明年下半年开始量产, 恰逢新客户订单突破及 5G 换机潮, 投产到量产周期有望大幅缩短, **龙岗基地做小尺寸产品年产出可达 800 万平以上, 是光明的 1.5 倍以上, 将带动公司 21 年继续保持 50% 左右高成长**。
- **合肥厂持续改善, 盈利曙光近在眼前:** 公司合肥项目定位于大尺寸产品, 大尺寸产品按面积算, 占偏光片需求 8 成以上, 项目 16 年底投产后, 当时因为面板价格处于上升周期, 国产化进度推进较慢, 直到 18 年四季度, 才实现大客户批量供货, 合肥厂自年初以来, 1490mm 产线 (1000 万平产能) 持续上量, 收入大幅增长, 只不过量产初期, 管理、良率等方面存在一定磨合期, 从季度数据来看, 已有一定改善, 展望 Q4, 1330mm 产线 (600 万平米) 加速释放, 带动收入进一步增长, 且产品结构调整也将见到成效。经我们测算, **单月收入达到 6000 万左右, 有望达到盈亏平衡点, 满产收入可做到 9000 万左**

右，单月利润在五六百万左右，给明年带来极大业绩弹性。

- **行业国产替代正处加速起点，300 亿大市场提供充足成长空间：**随着国内面板行业崛起，我们预计，国内偏光片市场规模将达到 300 亿元左右，且国产化在 19 年以来明显加速，预计年底国产化率有望达到 9-10%，正处于加速爆发临界点。国内仅 2 家能大批量供货，且公司为龙头，如果未来国产化率达到 40-50%，国内厂商有望获 150 亿左右市场，对于公司，则**有望实现 80-100 亿收入**。公司产能已提前储备就绪，我们预计，18 年出货仅 600 万平左右，20 年 1500 万平左右，21 年出货有望达 2500 万平以上（本部 600+合肥 1600+龙岗 1000 全部投产），22 年后还会有 2500mm 超宽幅产线（4000 万平产能）及莆田 1490mm（1000 万平）产能释放，有望再次实现倍增。
- **投资建议：**卡位偏光片国产替代好赛道，长期成长逻辑清晰，三季报进一步确认公司向上拐点，考虑到公司本部利润弹性超预期，我们上调公司 2019/20/21 年净利润为 0.63/2.01/2.94 亿元，对应 EPS 为 0.60/1.93/2.82 元，增速为 125%/222%/46%，**“买入”**评级。
- **风险提示：**人民币汇率超预期贬值，合肥厂扭亏时点低预期。

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1403	1882	2560	3358	营业收入	883	1495	2215	2970
货币资金	390	400	450	500	营业成本	723	1164	1620	2151
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	3	13	20	24
应收账款	375	659	879	1250	销售费用	13	24	35	48
其他应收款	7	35	29	43	管理费用	34	157	222	291
存货	415	525	812	1095	财务费用	44	50	77	110
非流动资产	602	683	938	1183	资产减值损失	12	17	18	20
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	-0	-0	-0
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	29	70	223	327
固定资产	400	473	636	831	营业外收入	1	4	15	20
在建工程	94	97	199	249	营业外支出	1	0	0	1
油气资产	0	0	0	0	利润总额	29	74	237	346
无形资产	68	65	62	60	所得税	1	11	36	52
资产总计	2005	2565	3497	4541	净利润	27	63	202	294
流动负债	971	1571	2229	3011	少数股东损益	-0	0	1	1
短期借款	691	1099	1646	2241	归属母公司净利润	28	62	201	294
应付票据	0	0	0	0	BPS(元)	0.35	0.60	1.93	2.82
应付账款	223	358	484	656					
其他	57	113	99	114	主要财务比率				
非流动负债	148	22	99	87	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	30	22	22	22	成长性				
其他	118	0	77	65	营业收入增长率	8.0%	69.3%	48.2%	34.1%
负债合计	1119	1593	2328	3098	营业利润增长率	-68.3%	143.3%	218.5%	46.7%
股本	80	104	104	104	净利润增长率	-66.3%	125.5%	221.9%	46.0%
资本公积	366	366	366	366	盈利能力				
未分配利润	384	438	606	834	毛利率	18.1%	22.1%	26.9%	27.6%
少数股东权益	4	4	5	6	净利率	3.1%	4.2%	9.1%	9.9%
股东权益合计	886	972	1170	1443	ROE	3.1%	6.5%	17.3%	20.4%
负债及权益合计	2005	2565	3497	4541					
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	55.8%	62.1%	66.6%	68.2%
净利润	27	62	201	294	流动比率	1.45	1.20	1.15	1.12
折旧和摊销	33	26	38	56	速动比率	1.01	0.86	0.78	0.75
资产减值准备	12	-16	44	14					
无形资产摊销	4	2	2	2	营运能力				
公允价值变动损失	0	0	0	0	资产周转率	47.8%	65.4%	73.1%	73.9%
财务费用	38	50	77	110	应收帐款周转率	254.9%	278.2%	276.2%	264.8%
投资损失	0	0	0	0					
少数股东损益	-0	0	1	1	每股资料(元)				
营运资金的变动	-202	271	561	573	每股收益	0.35	0.60	1.93	2.82
经营活动产生现金流量	-88	-276	-116	-112	每股经营现金	-0.84	-2.65	-1.12	-1.08
投资活动产生现金流量	-75	-99	-299	-300	每股净资产	8.48	9.31	11.20	13.82
融资活动产生现金流量	139	385	466	462					
现金净变动	-24	10	50	50	估值比率(倍)				
现金的期初余额	297	390	400	450	PE	130.7	75.3	23.4	16.0
现金的期末余额	273	400	450	500	PB	5.3	4.9	4.0	3.3

资料来源: Wind, 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。