CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

飞凯材料 300398.SZ

当前股价：18.03 元
2019 年 02 月 25 日

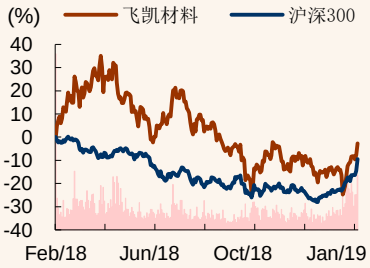
业绩略低于预期，混晶国产化确定性趋势不变

基础数据

上证综指	2961
总股本（万股）	42674
已上市流通股（万股）	36400
总市值（亿元）	77
流通市值（亿元）	66
每股净资产（MRQ）	5.1
ROE（TTM）	13.0
资产负债率	35.8%
主要股东	飞凯控股有限公司
主要股东持股比例	38.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-12	1
相对表现	-4	-18	15



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《飞凯材料（300398）—电子化学品平台型企业，混晶国产替代先锋》2018-10-26

2、《飞凯材料（300398）—一季度业绩高增长符合预期，混晶国产化加速产品放量》2018-04-26

3、《飞凯材料（300398）—17Q3 利润环比提升源于并表和成显示，电子化学品龙头待启航》2017-10-27

周铮
010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

姚鑫
yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

段一帆
duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

钟浩
zhonghao1@cmschina.com.cn

事件：

公司公布 2018 年年报，实现收入 14.46 亿元，同比增长 76.23%，实现归母净利润 2.84 亿元，同比增长 239.37%，EPS0.67 元，ROE13.86%。并预告 19 年第一季度归母净利润为 0.73 亿-0.95 亿元，同比增长 0%-30%。

评论：1、全年业绩略低于预期，混晶放量成为公司未来主要增长点。

公司全年业绩略低于预期，其中 Q4 完成收入 3.45 亿元，归母净利 0.26 亿元，一季度预告符合预期。由于收购标的均于 2017 年内并表，因而 2018 年公司收入与利润增长较快部分是由于全年并表，部分是由于混晶销量快速增长。分业务来看，以混晶为主的电子化学材料占收入 65%，毛利率略降至 51.13%、仍保持较高水平；公司原有主要产品紫外固化材料收入占比 31%，预计其比重下降趋势仍在持续，毛利率止跌小幅回升至 36.54%。从净利润水平来看，紫外固化材料净利润 0.4 亿左右，混晶材料净利润 2.1 亿左右，混晶贡献利润的比例接近 75%，随着国产替代化进程的加快，混晶放量将成为公司未来主要增长点。

2、大陆液晶面板将迎投产高潮，上游材料加速国产替代助力和成进入快车道。

全球液晶面板加速向大陆转移，2019 年大陆面板产能占比超过 40%，华星光电 T6、京东方第二条 10.5 代线和富士康广州产线预计 2019 年开始量产，据测算 2020 年国内混晶需求量将达到 450 吨以上，上游材料国产替代化进程随之加速。子公司和成显示以 TFT 混晶奠定国产混晶材料龙头的地位，主要客户京东方、中电熊猫及华星光电占和成收入的 60%以上，未来随着下游优质客户采购国产材料比例的提升，和成显示混晶产品快速放量、业绩增长将进入快车道。

3、积极布局半导体用化学品领域，电子化学品平台型企业渐趋完善。

作为平台型公司致力于电子化学品产业链整合，通过收购大瑞科技及长兴昆电 60%股权布局半导体封装领域，产品系列覆盖封装用湿制程配套化学品、锡球、环氧塑封料及电镀液等。通过协议转让 7%股权的方式引入上海半导体装备材料基金，借助其国家背景的资源优势，加快公司在半导体材料领域的拓展进程。

4、受益于下游市场需求的持续增长，紫外固化光纤光缆涂料有望量价齐升。

“十三五”期间我国积极推进 5G 和超宽带关键技术研究，启动 5G 商用超前布局下一代互联网将带来光纤光缆材料需求的持续增长。18 年由于价格战告一段落及原材料价格趋于稳定，公司产品有望量价齐升、盈利能力恢复正常水平。

5、维持“强烈推荐-A”投资评级。

我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.82 元/1.03 元/1.25 元，对应 PE 分别为 22/17.6/14.4 倍，维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：光纤涂料产品价格下跌、混晶国产替代进程不及预期。

表 1：各季度业绩回顾

（百万元）	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业收入	342	360	383	358	345
营业费用	35	25	23	22	29
管理费用	98	57	62	22	39
财务费用	9	6	3	4	10
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	10	77	98	127	54
归属母公司净利润	31	70	81	126	35
EPS（元）	0.08	0.17	0.19	0.23	0.07
主要比率					
毛利率	50.7%	46.7%	49.3%	49.1%	40.2%
营业费用率	10.3%	6.8%	6.1%	6.1%	8.4%
管理费用率	28.5%	15.7%	16.1%	6.2%	11.3%
营业利润率	3.0%	21.4%	25.5%	35.5%	15.5%
有效税率	-138.7%	8.0%	18.3%	10.9%	2.9%
净利率	9.0%	19.4%	21.1%	35.1%	10.2%
YoY					
收入	243.5%	226.6%	175.7%	56.1%	0.9%
归属母公司净利润	114.9%	372.9%	748.9%	400.7%	14.6%

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1129	1438	1331	1617	1944
现金	310	442	141	168	202
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	74	124	152	186	223
应收款项	464	415	488	595	717
其它应收款	6	9	11	13	16
存货	189	362	433	526	631
其他	86	85	105	128	154
非流动资产	1800	2052	2062	2071	2081
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	618	663	705	743	778
无形资产	244	307	276	248	224
其他	938	1082	1081	1080	1079
资产总计	**2928**	**3490**	**3392**	**3688**	**4024**
流动负债	785	1016	796	775	700
短期借款	362	599	330	249	131
应付账款	146	136	167	202	243
预收账款	1	1	1	1	1
其他	276	280	299	323	325
长期负债	173	235	215	193	193
长期借款	62	43	23	1	1
其他	110	192	192	192	192
负债合计	**958**	**1251**	**1011**	**968**	**893**
股本	427	427	427	427	427
资本公积金	1037	1039	1039	1039	1039
留存收益	457	720	857	1190	1594
少数股东权益	49	54	58	64	72
归属于母公司所	1921	2185	2322	2656	3059
负债及权益合计	**2928**	**3490**	**3392**	**3688**	**4024**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	118	183	301	325	389
净利润	84	284	350	438	535
折旧摊销	45	71	93	93	94
财务费用	18	31	29	18	11
投资收益	(4)	(1)	(31)	(31)	(31)
营运资金变动	(16)	(201)	(150)	(208)	(236)
其它	(9)	(1)	11	14	16
投资活动现金流	(615)	(290)	(73)	(73)	(73)
资本支出	(239)	(299)	(104)	(104)	(104)
其他投资	(376)	9	31	31	31
筹资活动现金流	590	235	(530)	(224)	(282)
借款变动	(480)	386	(288)	(101)	(140)
普通股增加	323	0	0	0	0
资本公积增加	744	1	0	0	0
股利分配	(52)	(213)	(213)	(105)	(132)
其他	56	61	(29)	(18)	(11)
现金净增加额	94	128	(302)	28	34

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	820	1446	1781	2171	2614
营业成本	454	775	947	1151	1380
营业税金及附	10	16	20	24	29
营业费用	67	99	125	152	183
管理费用	186	237	285	347	418
财务费用	18	23	29	18	11
资产减值损失	19	(1)	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	8	31	31	31	31
营业利润	74	328	406	509	623
营业外收入	5	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	78	329	407	511	625
所得税	(10)	41	52	66	82
净利润	88	288	355	444	543
少数股东损益	4	4	5	6	7
归属于母公司	84	284	350	438	535
EPS（元）	0.20	0.66	0.82	1.03	1.25

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	110%	76%	23%	22%	20%
营业利润	46%	340%	24%	25%	22%
净利润	24%	237%	24%	25%	22%
获利能力					
毛利率	44.7%	46.4%	46.8%	47.0%	47.2%
净利率	10.3%	19.6%	19.7%	20.2%	20.5%
ROE	4.4%	13.0%	15.1%	16.5%	17.5%
ROIC	4.4%	10.4%	13.6%	15.2%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	32.7%	35.8%	29.8%	26.3%	22.2%
净负债比率	15.0%	18.9%	11.0%	7.4%	3.3%
流动比率	1.4	1.4	1.7	2.1	2.8
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.4	1.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	3.7	2.8	2.4	2.4	2.4
应收帐款周转率	2.7	3.3	3.9	4.0	4.0
应付帐款周转率	4.6	5.5	6.3	6.2	6.2
每股资料（元）					
每股收益	0.20	0.66	0.82	1.03	1.25
每股经营现金	0.28	0.43	0.71	0.76	0.91
每股净资产	4.50	5.12	5.44	6.22	7.17
每股股利	0.50	0.50	0.25	0.31	0.38
估值比率					
PE	91.4	27.1	22.0	17.6	14.4
PB	4.0	3.5	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	56.0	18.0	13.9	11.8	10.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业高级分析师。北京理工大学经济学硕士，化工学士。2016 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

钟浩：招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。