

短期业绩承压，新材料有望打开新增长空间，打印耗材长期受益全产业链布局



东方证券
ORIENT SECURITIES

公司发布业绩快报。

核心观点

- **多因素影响公司短期业绩**：公司 2019 年实现营收 11.7 亿，yoy-12.3%，营业利润 1723 万元，yoy-94.7%，归母净利润 3869 万元，yoy-86.8%。业绩下滑主要是因为：1) 受硒鼓市场价格下滑，公司计提了商誉减值；2) 报告期内公司环保停产影响；3) 公司加大了新材料的研发。
- **新材料进展超预期，有望打开公司新的增长空间**：受国际多重因素的影响，国内厂商测试和使用国产材料的意愿大幅提升。公司 CMP 抛光垫纳入“02 专项”，订单进展超预期：八寸片抛光片客户渗透率不断提升，新客户也在不断导入，国内十二寸片产能 2019 年开始释放，公司抓住机遇，成功获得了首张订单，未来可期。公司 CMP 抛光片也被纳入了“02 专项”，负责中芯国际子课题‘20-14nm 技术节点 CMP 抛光片产品研发’任务。柔性 AMOLED PI 材料卡位风口，已经完成部分验证：国内柔性 AMOLED 行业形势加速向好，但是高端 PI 膜基本被外企垄断，公司 PI 基材研发进展顺利，有望打破国外垄断，实现进口替代，目前已经部分完成国内知名面板厂商 G4.5 以及 G6 线全流程验证，随着客户产能放量，公司有望迎来行业增长红利。清洗液方面，公司研发出多种配方，获得内部评价、验证通过，正在送样测试。
- **公司有望受益打印耗材全产业链闭环布局**：报告期内公司收购了北海绩讯，完成了从上游芯片、碳粉到下游硒鼓和墨盒全产业链布局，继续巩固了耗材龙头地位，有望实现产业联动。同时，北海绩讯和公司原耗材业务有望在芯片研发和销售渠道产生协同作用。北海绩讯和旗捷科技就墨盒打印芯片能实现共同研发，互享成果。北海绩讯销售区域主要在欧美，上市公司涵盖了多欧美和多个新兴国家市场，双方可共享渠道，形成覆盖全球的销售网络。

财务预测与投资建议

- 受多因素影响，短期公司业绩承压，我们调整了公司 19-21 年 eps 预测至 0.04/0.39/0.43 元（原 eps 预测 19-20 年 0.36、0.43 元），根据可比公司 20 年 40 倍估值，对应目标价 15.6 元，维持买入评级。

风险提示

- 打印耗材行业竞争持续恶化、商誉减值风险、北海绩讯业绩不及预期、新材料研发和新订单不及预期。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,700	1,338	1,175	2,238	2,608
同比增长(%)	30.2%	-21.3%	-12.2%	90.5%	16.6%
营业利润(百万元)	408	323	17	449	501
同比增长(%)	38.7%	-20.8%	-94.6%	2645.5%	11.3%
归属母公司净利润(百万元)	336	293	39	358	400
同比增长(%)	40.1%	-12.8%	-86.8%	886.4%	11.3%
每股收益(元)	0.34	0.30	0.04	0.39	0.43
毛利率(%)	37.2%	38.9%	34.0%	39.7%	40.0%
净利率(%)	19.8%	21.9%	3.3%	17.1%	16.3%
净资产收益率(%)	11.4%	8.1%	1.0%	8.9%	9.1%
市盈率	34.8	40.0	302.7	30.7	27.6
市净率	3.3	3.2	2.9	2.6	2.4

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(2020年02月21日)	12.61元
目标价格	15.6元
52周最高价/最低价	12.61/7.34元
总股本/流通A股(万股)	98,147/70,943
A股市值(百万元)	12,376
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2020年02月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	25.10	18.07	53.41	58.82
相对表现	21.04	17.21	46.73	38.29
沪深300	4.06	0.86	6.68	20.53



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

相关报告

多因素影响公司业绩，CMP 和柔性显示材料进展顺利： 2019-04-07

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。

投资建议

受多因素影响，短期公司业绩承压，我们调整了公司 19-21 年 eps 预测至 0.04/0.39/0.43 元（原 eps 预测 19-20 年 0.36、0.43 元），根据可比公司 20 年 40 倍估值，对应目标价 15.6 元，维持买入评级。

图 1：核心假设及盈利预测变动分析表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	2019E	调整前 2020E	2021E	2019E	调整后 2020E	2021E
打印复印耗材						
销售收入	953	1,044	1,144	742	1,571	1,803
变动幅度				-22.2%	50.4%	57.6%
毛利率	29.3%	29.6%	29.9%	24.0%	33.0%	33.1%
变动幅度				-5.3%	3.4%	3.2%
功能化学品						
销售收入	363	425	497	241	361	422
变动幅度				-33.8%	-15.2%	-15.2%
毛利率	44.5%	44.0%	43.5%	40.0%	44.0%	43.5%
变动幅度				-4.5%	0.0%	0.0%
芯片						
销售收入	200.2	230.2	264.7	167	250	288
变动幅度				-16.7%	8.7%	8.7%
毛利率	74.5%	75.0%	74.5%	69.0%	75.0%	74.5%
变动幅度				-5.5%	0.0%	0.0%
CMP						
销售收入	35	104	207	9.4	37.7	75.4
变动幅度				-72.7%	-63.6%	-63.6%
毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	10.0%	35.0%	50.0%
变动幅度				-40.0%	-15.0%	0.0%
其他业务						
销售收入	16.5	18.2	20.0	16.5	18.2	20.0
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	55.0%	55.0%	55.0%	59.1%	59.1%	59.1%
变动幅度				4.1%	4.1%	4.1%
销售收入合计	1,568	1,822	2,134	1,174.8	2,237.7	2,608.5
变动幅度				-25.1%	22.8%	22.3%
综合毛利率	39.3%	40.1%	40.8%	34.0%	39.1%	39.4%
变动幅度				-5.3%	-1.0%	-1.3%

主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	2019E	调整前 2020E	2021E	2019E	调整后 2020E	2021E
营业收入	1,568	1,822	2,134	1,175	2,238	2,608
变动幅度				-25.1%	22.8%	22.3%
营业利润	370	444	534	17	449	501
变动幅度				-95.3%	1.1%	-6.2%
归属母公司净利润	348	415	497	39	358	400
变动幅度				-88.9%	-13.6%	-19.5%
每股收益（元）	0.36	0.43	0.52	0.04	0.39	0.43
变动幅度				-89.1%	-10.0%	-16.4%
毛利率(%)	39.31%	40.10%	40.78%	34.05%	39.72%	40.04%
变动幅度				-5.3%	-0.4%	-0.7%
净利率(%)	22.2%	22.8%	23.3%	3.30%	17.07%	16.29%
变动幅度				-18.9%	-5.7%	-7.0%

数据来源：东方证券研究所

图 2：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2020/2/21	每股收益(元)				市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
纳思达	002180	46.90	0.89	0.94	1.41	1.75	52.46	49.89	33.38	26.80
上海新阳	300236	67.88	0.02	1.03	0.29	0.29	2964.19	65.90	234.07	234.07
强力新材	300429	19.66	0.28	0.30	0.44	0.51	69.13	65.53	44.68	38.55
国瓷材料	300285	27.96	0.56	0.53	0.66	0.80	49.60	52.80	42.40	35.08
楚江新材	002171	8.20	0.31	0.35	0.50	0.56	26.76	23.49	16.44	14.64
	最大值						2964.19	65.90	234.07	234.07
	最小值						26.76	23.49	16.44	14.64
	平均数						632.43	51.52	74.19	69.83
	调整后平均						57.06	56.08	40.15	33.48

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

- 1) 打印耗材行业竞争持续恶化：随着国内硒鼓产业竞争加剧、淘汰落后产能的发展态势，市场集中度将逐步提升，技术领先的企业市场份额将有很大的提升空间，但是如果行业竞争持续激烈，将会影响公司营收和利润；
- 2) 商誉减值危险：公司在并购过程中，厂商了一定商誉，截止 19Q3，公司商誉资产为 8.77 亿，如果并购公司业绩不达预期，商誉减值将会影响公司利润。
- 3) 北海绩讯绩不及预期：北海绩讯承诺 19-21 年分别实现净利润 4800、5760、6912 万元，如果公司业绩不达预期，将会影响公司利润。
- 4) 新材料研发和新订单不及预期：公司的新材料仍处在投入阶段，研发费用高，如果新材料研发不及预期，不能贡献收入与利润，高投入将会影响公司利润。

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	1,000	952	1,527	1,481	3,268	营业收入	1,700	1,338	1,175	2,238	2,608
应收票据及应收账款	388	407	353	672	783	营业成本	1,068	818	775	1,349	1,564
预付账款	22	19	17	32	37	营业税金及附加	18	14	13	24	28
存货	256	211	200	321	373	营业费用	70	73	64	111	125
其他	579	494	490	465	463	管理费用及研发费用	176	201	183	326	367
流动资产合计	2,245	2,084	2,586	2,971	4,924	财务费用	22	(33)	(12)	(15)	26
长期股权投资	192	262	220	220	220	资产减值损失	24	19	171	0	0
固定资产	396	414	354	295	236	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	24	53	201	350	500	投资净收益	73	44	0	0	0
无形资产	144	204	184	164	143	其他	13	34	36	7	2
其他	912	943	758	754	750	营业利润	408	323	17	449	501
非流动资产合计	1,668	1,876	1,718	1,783	1,849	营业外收入	14	1	29	1	1
资产总计	3,913	3,961	4,304	4,754	6,773	营业外支出	2	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	1,569	利润总额	419	323	46	449	501
应付票据及应付账款	129	104	93	162	188	所得税	77	52	7	72	80
其他	111	81	80	84	89	净利润	343	271	39	377	421
流动负债合计	240	185	173	246	1,845	少数股东损益	6	(22)	0	19	21
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	336	293	39	358	400
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.34	0.30	0.04	0.39	0.43
其他	33	50	0	0	0						
非流动负债合计	33	50	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	273	235	173	246	1,845		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	50	37	37	55	77	成长能力					
股本	961	960	981	981	981	营业收入	30.2%	-21.3%	-12.2%	90.5%	16.6%
资本公积	1,696	1,512	1,876	1,876	1,876	营业利润	38.7%	-20.8%	-94.6%	2645.5%	11.3%
留存收益	933	1,217	1,236	1,595	1,994	归属于母公司净利润	40.1%	-12.8%	-86.8%	886.4%	11.3%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,640	3,725	4,130	4,507	4,928	毛利率	37.2%	38.9%	34.0%	39.7%	40.0%
负债和股东权益总计	3,913	3,961	4,304	4,754	6,773	净利率	19.8%	21.9%	3.3%	17.1%	16.3%
						ROE	11.4%	8.1%	1.0%	8.9%	9.1%
						ROIC	11.5%	6.6%	0.1%	9.0%	8.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	7.0%	5.9%	4.0%	5.2%	28.2%
净利润	343	271	39	377	421	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	(108)	201	84	84	84	流动比率	9.34	11.27	14.91	11.96	2.60
财务费用	22	(33)	(12)	(15)	26	速动比率	8.26	10.13	13.75	10.68	2.41
投资损失	(73)	(44)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(654)	57	63	(389)	(141)	应收账款周转率	4.3	3.6	3.3	4.7	3.8
其它	816	(154)	137	0	0	存货周转率	3.7	3.5	3.8	5.2	4.5
经营活动现金流	346	298	310	57	389	总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.5	0.4
资本支出	647	(690)	(148)	(148)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	(144)	(71)	42	0	0	每股收益	0.34	0.30	0.04	0.39	0.43
其他	(1,290)	626	(8)	0	0	每股经营现金流	0.36	0.31	0.32	0.08	0.43
投资活动现金流	(787)	(135)	(114)	(148)	(150)	每股净资产	3.66	3.76	4.17	4.56	4.99
债权融资	0	0	(0)	0	0	估值比率					
股权融资	1,007	(185)	386	0	0	市盈率	34.8	40.0	302.7	30.7	27.6
其他	(90)	(30)	(7)	15	1,647	市净率	3.3	3.2	2.9	2.6	2.4
筹资活动现金流	917	(215)	379	15	1,647	EV/EBITDA	33.4	21.9	121.5	19.7	16.7
汇率变动影响	(3)	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.0	37.1	2,138.1	23.2	19.2
现金净增加额	473	(51)	575	(76)	1,887						

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

