

2017年08月23日

洁美科技 (002859.SZ)

动态分析

下游行业需求驱动中期业绩大增，新产品开启未来成长空间

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 4.37 亿元，同比上升 32.9%，毛利率 40.2%，同比上升 2.7 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 8.049 万元，同比上升 50.2%，每股收益 0.89 元，同比上升 30.8%。第二季度单季度实现销售收入 2.50 亿元，同比上升 29.8%，归属上市公司股东净利润 5,500 万元，同比上升 54.1%。

◆ 点评：

➢ **下游需求旺盛，电子元器件耗材大幅**：公司上半年和二季度的销售收入均实现了快速的增长，主要得益于行业需求的显著提升带来的公司订单的增加。作为纸质载带的龙头企业，公司与元器件厂商三星、村田、松下、国巨电子、京瓷、太阳诱电、风华高科、顺络电子、华新科技、厚声电子等一些国内外知名企业关系良好，充分享受行业市场的景气。从产品方面看，元器件配套耗材纸质载带和胶带分别同比上升 33.1% 和 35.5%，合计占收入比达到了 95%，下半年相关产能将会继续释放，未来仍然将是公司业绩成长的主要来源。

➢ **产品结构改善价格提升共同推进盈利能力增加**：2017 年上半年，尽管面临着包括木浆等原材料价格持续上涨的压力，但是公司通过对于高附加值的打孔纸带和压孔纸带的占比提升，以及价格方面的调整，使得毛利率水平获得了 2.7 个百分点的成长，取得了良好的效果。另外，公司尽管在研发费用和人员开支方面仍然积极进行投入，为中长期发展建立良好的基础，但是管理能力的上升，以及在规模效应带来的成本控制能力改善，公司净利润增速依然超越收入增长速度。

➢ **产品线扩张产能推进持续，业绩增长可持续**：公司预计在 2017 年前三季度归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 40%-60%，与中期基本持平，下游行业需求带来的充足订单仍然是主要动力。而 IPO 募集资金的项目看，电子元器件封装薄型纸质载带生产项目以及电子元器件转移胶带生产线建设项目的投资基本完成，塑料载带的技术改造项目稳步进行。我们认为随着公司产品线日益逐步丰富，通过在现有客户中提供更多的产品打开收入增长空间，以及在半导体耗材领域内开拓新的客户渠道，对于公司未来中长期发展将会起到积极的作用。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 2.00、2.80 和 3.36 元。净资产收益率分别为 14.1%、16.5% 和 16.5%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 98.00 元，相当于 2017 年至 2019 年 49.0、35.0、29.2 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：产能扩张进度低于预期；上游原材料价格上升超预期降低公司盈利能力；新产品渠道扩张和认证过程不及预期。

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

增持-A(首次)

6 个月目标价

98.00 元

股价(2017-08-21)

84.48 元

交易数据

总市值 (百万元)

8,640.61

流通市值 (百万元)

1,966.69

总股本 (百万股)

102.28

流通股本 (百万股)

23.28

12 个月价格区间

35.78/89.20 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

9.86

0.92

-2.74

绝对收益

13.55

11.97

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号：S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20377068

报告联系人

陈韵迷

chenyunmi@huajinsec.cn

021-20377060

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	590.2	753.4	1,099.1	1,571.5	1,865.9
同比增长(%)	13.6%	27.7%	45.9%	43.0%	18.7%
营业利润(百万元)	99.0	156.7	235.2	331.0	398.4
同比增长(%)	63.3%	58.3%	50.1%	40.7%	20.4%
净利润(百万元)	89.3	138.1	204.6	286.6	344.2
同比增长(%)	60.7%	54.7%	48.2%	40.0%	20.1%
每股收益(元)	0.87	1.35	2.00	2.80	3.36
PE	96.8	62.6	42.2	30.2	25.1
PB	19.8	15.7	6.0	5.0	4.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：下游需求旺盛，营收净利大幅增长.....	4
二、经营状况点评：海外客户为主，纸带业务仍占主要比例	5
（一）国内市场增速高于海外，未来各有成长空间.....	5
（二）纸质载保持高市占率，胶带、塑料载带预计释放更多产能	5
（三）业绩指导：产品线产能持续扩张，利润增长可持续.....	6
三、投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

图表目录

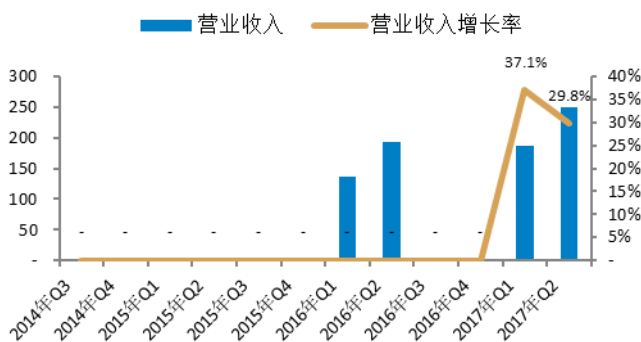
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：下游需求旺盛，营收净利大幅增长

公司 2017 年上半年销售收入实现 4.37 亿元，同比上升 32.9%，其中第二季度的销售收入为 2.50 亿元，同比上升 29.8%。公司作为纸质载带的龙头企业，是三星的“优质供应商”，并与日本村田、日本松下、国巨电子、日本京瓷、太阳诱电、风华高科、顺络电子、华新科技、厚声电子等一些国内外知名企业关系良好，公司进入多个下游重要客户的供应商体系，2017 上半年，下游企业订单的增长推动了公司营收的向上攀升。

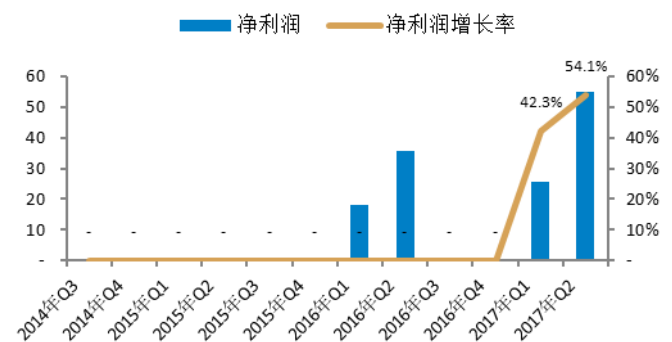
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 8,049 万元，同比上升 50.2%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 5,500 万元，同比上升 54.1%。在下游市场需求大幅度增长的情况下，公司在产品结构方面的持续优化以及管理效率的提升，在载带行业的横、纵向一体化，为客户提供原纸生产、分切、打孔、胶带、塑料载带生产于一体的综合配套的服务，使得自身的盈利水平进一步提升，推动净利润实现高速增长。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

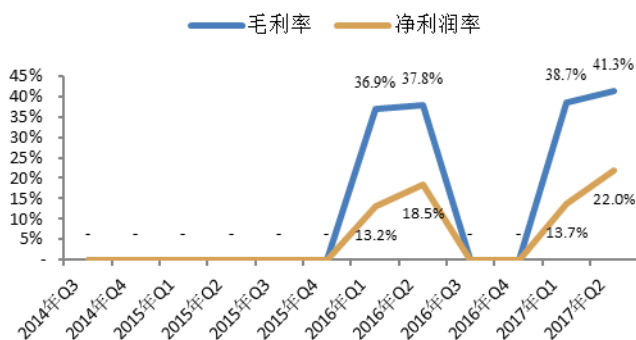
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

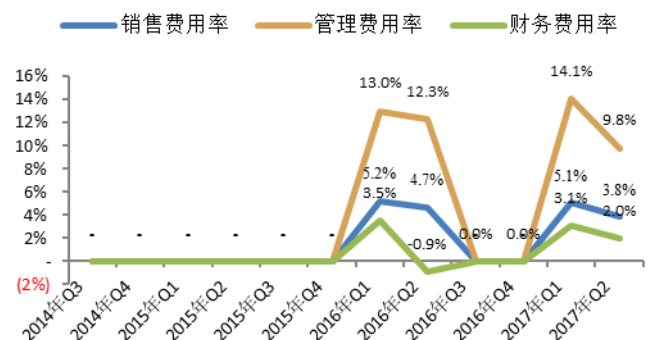
公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 40.2%，同比上升 2.7 个百分点，其中第二季度的毛利率为 41.3%，同比上升 4.4 个百分点，环比也有小幅度增加，尽管面临原材料涨价的情况，公司通过价格提升和效率提升仍然获得毛利率的稳健成长。经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 4.4%、11.6%、2.5%，其中第二季度的分别为 3.8%、9.8%、2.0%。在行业市场需求显著增长的情况下，公司除对于现有产品和产线进行投入和扩张之外，也在积极推动新产品和新市场的拓展，上半年在研发成本和人员经费方面投入也显著增加，随着新产品和产能的建设推进，公司拥有了中长期市场的可靠竞争实力。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



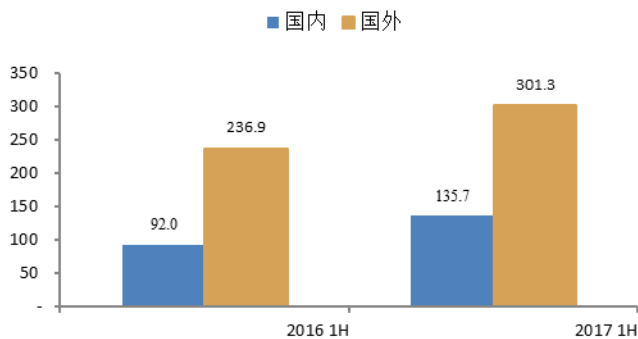
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：海外客户为主，纸带业务仍占主要比例

（一）国内市场增速高于海外，未来各有成长空间

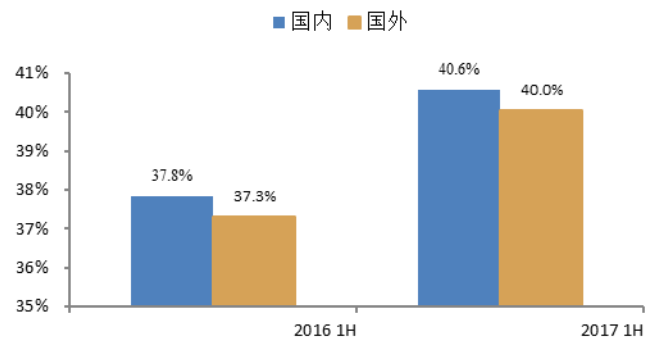
2017年上半年,公司国内市场销售收入1.36亿人民币,同比上升47.4%,毛利率为40.6%,同比上升2.8个百分点,国内客户方面的需求增长显著。海外市场销售收入3.01亿元,同比上升27.2%,毛利率为40.0%,同比上升2.7个百分点。尽管国内客户的销售收入增速较快的,按时海外市场依然是公司的主要业务收入来源,未来公司在电子元器件耗材转移胶带等依然以海外客户需求为主,而半导体耗材塑料载带则从国内市场开始开拓。毛利率方面,面临原材料价格上升,公司在通过价格提升和成本控制的措施应对,上半年的情况也获得了较好的效果。

图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）

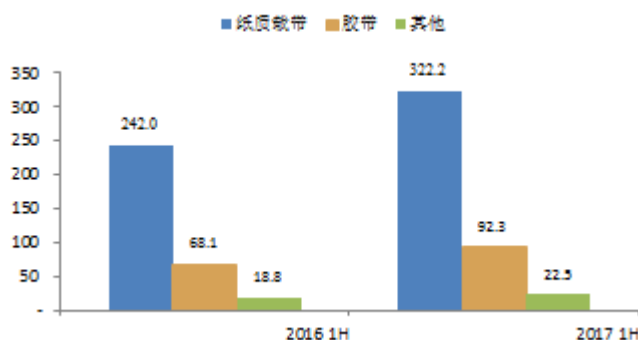


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）纸质载保持高市占率，胶带、塑料载带预计释放更多产能

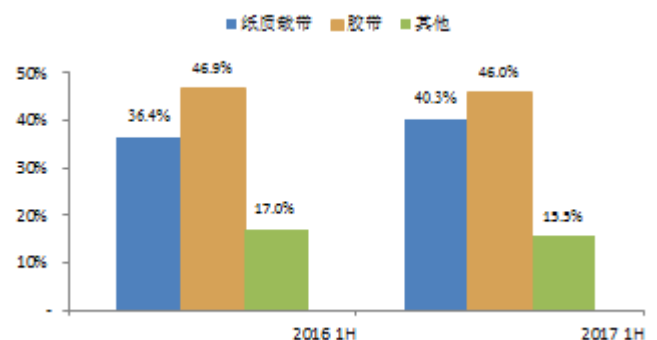
从产品细分看，纸质载带产品收入3.22亿元，同比上升33.1%，占总收入73.7%，配套胶带产品收入为0.92亿元，同比增长35.5%，占总收入21.1%。上述两者均无源电子元器件的包装配套产品，下游行业需求增长驱动业务收入提升。两者的毛利率水平分别同比上升3.9和下降0.9个百分点，尽管面临木浆等原材料价格有所上升的影响，公司通过提升高附加值打孔纸带和压孔纸带的产品占比，产品价格提升以及成本控制等多重方式应对，获得了良好的效果。

图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）业绩指导：产品线产能持续扩张，利润增长可持续

公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 1.27-1.45 亿元，变动幅度为 40%-60%，与中期 50.2%的净利润增速基本持平。公司认为下游行业需求增长良好，订单充足进而推动收入的成长，而公司在下半年公司新的电子专用原纸生产线投入使用，产能也会获得相应的提升。

从公司 IPO 募集资金的项目推进情况看，除了电子元器件封装薄型纸质载带生产项目（一期）的投资外，年产 20,000 万平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目（一期）的投资也基本完成，塑料载带的技术改造项目稳步进行，因此我们认为随着公司产品线日益逐步丰富，能够在现有客户中提供更多的产品以拓展收入增长空间，并且由 IPO 获得的资金来进行产能的同步扩张将会有利于公司在电子元器件和半导体耗材领域内的竞争力，对于公司未来中长期发展起到积极的作用。

三、投资建议

我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 2.00、2.80 和 3.36 元。净资产收益率分别为 14.1%、16.5%和 16.5%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 98.00 元，相当于 2017 年至 2019 年 49.0、35.0、29.2 倍的动态市盈率。

四、风险提示

产能扩张进度低于预期；

上游原材料价格上升超预期降低公司盈利能力；

新产品渠道扩张和认证过程不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	590.2	753.4	1,099.1	1,571.5	1,865.9	年增长率					
减:营业成本	369.3	462.7	667.3	984.0	1,171.4	营业收入增长率	13.6%	27.7%	45.9%	43.0%	18.7%
营业税费	2.5	3.0	4.0	6.2	7.2	营业利润增长率	63.3%	58.3%	50.1%	40.7%	20.4%
销售费用	31.9	34.2	56.0	78.8	91.1	净利润增长率	60.7%	54.7%	48.2%	40.0%	20.1%
管理费用	77.0	91.0	122.3	164.8	196.5	EBITDA 增长率	32.9%	37.2%	57.9%	37.1%	17.6%
财务费用	13.4	0.2	13.5	5.5	-1.7	EBIT 增长率	38.6%	39.6%	58.5%	35.3%	17.9%
资产减值损失	1.1	3.7	2.5	2.4	2.9	NOPLAT 增长率	38.0%	36.6%	60.4%	35.3%	17.9%
加:公允价值变动收益	0.5	-0.9	0.9	0.1	-0.4	投资资本增长率	10.8%	26.8%	54.5%	12.1%	11.6%
投资和汇兑收益	3.5	-0.9	0.9	1.1	0.4	净资产增长率	25.8%	26.3%	163.0%	19.8%	19.8%
营业利润	99.0	156.7	235.2	331.0	398.4						
加:营业外净收支	5.1	7.7	5.6	6.1	6.5	盈利能力					
利润总额	104.1	164.4	240.8	337.1	404.9	毛利率	37.4%	38.6%	39.3%	37.4%	37.2%
减:所得税	14.8	26.3	36.1	50.6	60.7	营业利润率	16.8%	20.8%	21.4%	21.1%	21.4%
净利润	89.3	138.1	204.6	286.6	344.2	净利润率	15.1%	18.3%	18.6%	18.2%	18.4%
						EBITDA/营业收入	22.8%	24.5%	26.5%	25.4%	25.2%
						EBIT/营业收入	19.1%	20.8%	22.6%	21.4%	21.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	49.1%	51.8%	25.9%	17.8%	12.9%
货币资金	83.8	78.2	530.9	337.8	521.7	负债权益比	96.3%	107.3%	35.0%	21.6%	14.9%
交易性金融资产	1.6	-	0.7	0.8	0.5	流动比率	1.23	1.14	7.55	3.34	4.95
应收帐款	197.0	264.6	419.2	565.7	592.2	速动比率	0.94	0.87	6.29	2.63	3.99
应收票据	3.5	5.3	8.2	9.6	12.3	利息保障倍数	8.38	704.19	18.43	60.66	-233.30
预付帐款	0.6	2.6	5.5	4.5	6.9	营运能力					
存货	90.4	112.3	196.3	253.8	276.4	固定资产周转天数	156	161	155	137	132
其他流动资产	1.7	16.1	14.0	10.6	13.6	流动营业资本周转天数	127	85	108	112	107
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	246	205	271	270	251
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	116	110	112	113	112
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	53	48	51	52	51
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	505	478	508	466	434
固定资产	255.5	418.7	528.2	667.6	697.1	投资资本周转天数	366	342	334	300	283
在建工程	152.2	171.0	171.0	171.0	171.0	费用率					
无形资产	59.0	62.7	70.9	78.9	86.6	销售费用率	5.4%	4.5%	5.1%	5.0%	4.9%
其他非流动资产	11.7	11.2	12.4	11.9	11.6	管理费用率	13.0%	12.1%	11.1%	10.5%	10.5%
资产总额	857.1	1,142.6	1,957.3	2,112.1	2,389.7	财务费用率	2.3%	0.0%	1.2%	0.4%	-0.1%
短期债务	201.7	188.4	-	-	-	三费/营业收入	20.7%	16.6%	17.5%	15.9%	15.3%
应付帐款	61.9	108.2	94.8	222.4	165.9	投资回报率					
应付票据	23.1	99.0	39.5	109.1	99.2	ROE	20.5%	25.1%	14.1%	16.5%	16.5%
其他流动负债	20.5	24.0	21.3	22.3	22.6	ROA	10.4%	12.1%	10.5%	13.6%	14.4%
长期借款	90.0	150.0	330.8	-	-	ROIC	16.9%	20.9%	26.4%	23.1%	24.3%
其他非流动负债	23.2	21.7	21.0	22.0	21.6	分红指标					
负债总额	420.5	591.3	507.5	375.7	309.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	79.0	79.0	102.3	102.3	102.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	357.5	471.9	1,347.5	1,634.1	1,978.2						
股东权益	436.6	551.3	1,449.8	1,736.3	2,080.5						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.87	1.35	2.00	2.80	3.36
净利润	89.3	138.1	204.6	286.6	344.2	BVPS(元)	4.27	5.39	14.17	16.98	20.34
加:折旧和摊销	22.0	27.5	42.4	62.6	72.9	PE(X)	96.8	62.6	42.2	30.2	25.1
资产减值准备	1.1	3.7	-	-	-	PB(X)	19.8	15.7	6.0	5.0	4.2
公允价值变动损失	-0.5	0.9	0.9	0.1	-0.4	P/FCF	-191.0	551.1	-36.1	-44.6	47.1
财务费用	13.5	9.6	13.5	5.5	-1.7	P/S	14.6	11.5	7.9	5.5	4.6
投资损失	-3.5	0.9	-0.9	-1.1	-0.4	EV/EBITDA	-	-	29.0	20.8	17.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	47.5%	35.6%	54.4%	47.5%	35.6%
营运资金的变动	21.3	-108.7	-320.0	-1.4	-123.3	PEG	2.0	1.8	0.8	0.6	0.7
经营活动产生现金流量	111.4	82.4	-59.5	352.3	291.2	ROIC/WACC	1.7	2.0	2.6	2.3	2.4
投资活动产生现金流量	-109.1	-178.7	-160.5	-209.0	-109.1						
融资活动产生现金流量	-51.9	102.4	672.8	-336.4	1.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn