

洁美科技(002859)/电子材料

业绩短期波动不改成长逻辑，三要点凸显配置价值
评级：买入(维持)

市场价格：34.49

分析师：谢春生

执业证书编号：S0740518010002

Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

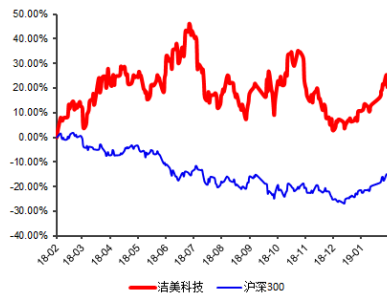
分析师：张欣

执业证书编号：S0740518070001

Email: zhangxin@r.qlzq.com.c

基本状况

总股本(百万股)	258.47
流通股本(百万股)	108.46
市价(元)	34.49
市值(百万元)	8914.65
流通市值(百万元)	3740.78

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《业绩点评：业绩超预期，未来三年看得见的成长》10-26

《深度覆盖：纸质载带受益涨价，塑料和转移胶带空间广阔》09-18

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	753	996	1,311	1,743	2,371
增长率 yoy%	27.66%	32.26%	31.58%	32.94%	36.05%
归母净利润(百万元)	138	196	275	370	521
增长率 yoy%	54.67%	42.07%	40.32%	34.33%	40.98%
每股收益(元)	0.53	0.76	1.07	1.43	2.02
每股现金流量	0.32	0.42	1.64	0.18	2.34
净资产收益率	25.05%	14.57%	16.99%	18.58%	20.76%
P/E	64.54	45.43	32.38	24.10	17.10
PEG	1.66	1.18	0.71	0.62	0.44
P/B	16.17	6.62	5.50	4.48	3.55

投资要点

- **公司公告 2018 年业绩快报，其中营收同比增速 32%，业绩同比增长 40.30%。点评如下：**
 - **Q4 业绩略低预期，但最差阶段已过。**公司公告 2018 年业绩快报，其中营收 13.11 亿，同比增长 31.58%，归母净利润 2.75 亿，同比增长 40.30%，拆分 Q4 营收 3.09 亿，同比增长 2.32%，环比下降 23.5%，归母净利润 0.71 亿，同比增长 9.23%，环比下降-28%，整体来看营收和业绩略低于预期，主要是前期 MLCC 渠道囤货叠加下游经济及客户需求放缓，下游客户 12 月传导到公司层面造成订单和产能利用率下滑。从公司最新下游客户观察，1 月份渠道库存影响短期见底回暖，下游客户产能利用率逐渐提升，公司也跟随出现回暖迹象，我们预计最差阶段已经过去，公司依然具备纸质载带受益涨价、下游扩产以及塑料载带&转移膜新业务新动能的成长逻辑。
 - **站在当下，我们认为三要点凸显公司的长期配置价值。**
 1. **产品和客户结构决定成长轨迹。**公司下游为 MLCC 被动元器件，具备较强的周期性，我们统计 2000 年-2018 年 8 年来，MLCC 经历过三轮降价和四轮涨价，其中降价基本持续 1-2 年，而涨价的幅度越来越大，持续期越来越长，这和下游的消费电子、汽车电子等不断创新以及产业的集中度提升有关；洁美从长期来看，下游客户为日系等布局 5G、汽车电子等中高阶产品的巨头，下游客户处于不断扩产的周期中，洁美科技也将深度受益，并且受下游需求下滑的影响程度较小，即使出现 1 个季度的短期波动我们认为不影响成长轨迹。
 2. **新产品将进入加速释放年，估值和业绩进一步打开。**公司纸质载带以外塑料载带和转移膜由于 2018 年下游需求旺盛，下游客户切换供应商动力不足，而 2019 年随着下游客户扩产洁美的价格&服务&客户协同等优势将加快认证的推进，如塑料载带原材料在三星等客户、转移膜在村田等客户的认证，一旦通过认证，业绩和估值弹性进一步打开。
 3. **涨价和原材料下降带来毛利率同比增加。**公司 2018 年毛利率受上游纸浆等原材料涨价因素影响，毛利率处于低位，2019 年涨价粘性以及原材料成本下降双重利好将推动业绩带来一定的弹性机会。
 - **盈利预测：**考虑 4 季度业绩波动因素我们下修公司业绩预测，预测公司 2019/2020 年归母净利润分别为 3.70 (-7.5%) / 5.21 (-3%) 亿元，同比增长

34%/41%，对应 PE 24/17，总体上公司的成长逻辑依然存在，长期来看处于低位，维持“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求继续放缓；客户认证放缓风险；小非解禁风险

图表 1：盈利预测模型
损益表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	753	996	1,311	1,743	2,371
增长率	27.7%	32.3%	31.6%	32.9%	36.1%
营业成本	-463	-597	-799	-1,061	-1,431
%销售收入	61.4%	59.9%	60.9%	60.9%	60.4%
毛利	291	400	512	682	940
%销售收入	38.6%	40.1%	39.1%	39.1%	39.6%
营业税金及附加	-3	-7	-7	-10	-13
%销售收入	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-34	-43	-52	-75	-102
%销售收入	4.5%	4.3%	4.0%	4.3%	4.3%
管理费用	-91	-109	-125	-162	-218
%销售收入	12.1%	10.9%	9.5%	9.3%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	162	241	328	435	607
%销售收入	21.6%	24.2%	25.0%	25.0%	25.6%
财务费用	0	-23	-15	-15	-15
%销售收入	0.0%	2.3%	1.1%	0.9%	0.6%
资产减值损失	4	6	7	7	7
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资收益	-1	2	5	5	5
%税前利润	—	0.9%	1.5%	1.2%	0.8%
营业利润	164	226	325	432	604
营业利润率	21.8%	22.6%	24.8%	24.8%	25.5%
营业外收支	8	0	0	0	0
税前利润	172	226	326	433	604
利润率	22.8%	22.7%	24.8%	24.8%	25.5%
所得税	-26	-26	-36	-49	-69
所得税率	15.3%	11.5%	11.2%	11.3%	11.4%
净利润	138	196	275	370	521
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	138	196	275	370	521
净利率	18.3%	19.7%	21.0%	21.2%	22.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	138	196	275	370	521
加：折旧和摊销	27	36	31	34	36
资产减值准备	4	6	7	7	7
公允价值变动损失	1	0	0	0	0
财务费用	10	6	15	15	15
投资收益	1	-2	-5	-5	-5
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-109	-132	100	-373	31
经营活动现金净流	82	109	424	47	605
固定资本投资	-182	-114	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-179	-165	-64	-64	-54
股利分配	0	0	0	0	0
其他	102	231	-25	-22	-22
筹资活动现金净流	102	231	-25	-22	-22
现金净流量	6	175	335	-38	529

资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	78	230	565	527	1,056
应收款项	270	379	475	661	884
存货	112	124	193	228	339
其他流动资产	19	44	40	50	48
流动资产	479	777	1,273	1,466	2,329
%总资产	41.9%	49.7%	60.7%	63.1%	72.6%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	419	652	653	652	648
%总资产	36.6%	41.7%	31.2%	28.1%	20.2%
无形资产	63	71	78	85	91
非流动资产	664	785	823	858	880
%总资产	58.1%	50.3%	39.3%	36.9%	27.4%
资产总计	1,143	1,563	2,096	2,324	3,209
短期借款	188	50	50	50	50
应付款项	207	98	358	216	580
其他流动负债	24	31	31	31	31
流动负债	420	179	440	297	661
长期贷款	150	9	7	7	7
其他长期负债	22	28	28	28	28
负债	591	216	475	333	697
普通股股东权益	551	1,346	1,621	1,991	2,512
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,143	1,563	2,096	2,324	3,209

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)	0.53	0.76	1.07	1.43	2.02
每股净资产(元)	2.13	5.21	6.27	7.70	9.72
每股经营现金净流(元)	0.32	0.42	1.64	0.18	2.34
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	25.05%	14.57%	16.99%	18.58%	20.76%
总资产收益率	12.09%	12.55%	13.14%	15.92%	16.25%
投入资本收益率	20.88%	27.04%	24.73%	34.71%	35.36%
增长率					
营业总收入增长率	27.66%	32.26%	31.58%	32.94%	36.05%
EBIT增长率	39.56%	51.07%	37.64%	32.80%	39.60%
净利润增长率	54.67%	42.07%	40.32%	34.33%	40.98%
总资产增长率	33.31%	36.79%	34.09%	10.87%	38.10%
资产管理能力					
应收账款周转天数	110.3	115.7	115.7	115.7	115.7
存货周转天数	48.4	42.7	43.5	43.5	43.1
应付账款周转天数	63.6	59.9	61.7	60.8	61.3
固定资产周转天数	161.1	193.4	179.2	134.8	98.7
偿债能力					
净负债/股东权益	19.65%	-37.60%	-29.00%	-50.20%	-35.24%
EBIT利息保障倍数	704.2	10.2	21.8	28.9	40.3
资产负债率	51.75%	13.85%	22.66%	14.33%	21.71%

来源：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。