

**证券研究报告—动态报告**

信息技术

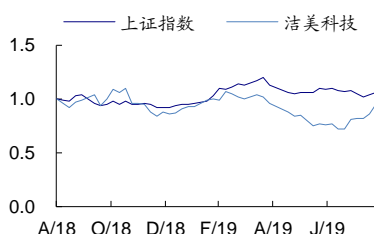
IT 硬件与设备

**洁美科技(002859)**
**买入**

2019 年半年报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 29 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	258/108
总市值/流通(百万元)	8,465/3,552
上证综指/深圳成指	2,894/9,443
12个月最高/最低(元)	39.33/24.00

**相关研究报告:**

《洁美科技-002859-2018 年报点评: 四季度业绩低于预期, 行业最坏时点已过》——2019-03-18

《洁美科技-002859-2018 年三季报点评: 强势增长的财报, 价值成长的典范》——2018-10-26

《洁美科技-002859-价值成长系列: 纵横向突破谋发展, 一体化优势谱新篇》——2018-05-24

《洁美科技-002859-2018 年一季报点评: 掌握核心技术, 成长路径明确》——2018-04-25  
 《洁美科技-002859-全球纸质载带龙头: 中报业绩大增 50%》——2017-08-01

**证券分析师: 欧阳仕华**

电话: 0755-81981821

E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

**证券分析师: 高峰**

电话: 010-88005310

E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070004

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 下游去库存进入尾声, 公司将迎来新的成长期

**● 19 年半年报业绩符合预期, 下游去库存进入尾声**

公司 19 年上半年实现营收 3.82 亿元, 同比-36.18%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.54 亿元, 同比-48.64%, 扣非归母净利润 0.52 亿元, 同比-49.65%, 业绩符合市场预期。19Q2 单季度营收 1.92 亿元, 同比-43.29%, 环比+0.88%, 19Q2 单季度毛利率 36.5%, 同比提高 1.6 个百分点, 环比提高 4.1 个百分点。2019 年上半年下游行业持续处于消耗库存的低迷期, 直到 2019 年 6 月底行业去库存方才接近尾声。进入 7 月份以来, 下游客户库存逐步趋于合理, 行业波动的影响逐步消退, 公司产量与订单明显恢复, 稼动率也在逐步提升, 公司业绩有望逐步恢复增长。

**● 产品结构进一步改善, 新产品进展顺利**

7 月份国巨单月营收出现环比增长, 预示行业去库存进入尾声, 景气度逐步恢复, 5G 等产品将带动更广阔的市场空间。公司纸质载带结构继续优化, 打孔压孔占比持续提升。塑料载带资产黑色 PC 粒子, 部分客户开始批量使用, 产销量与客户均持续增加。离型膜销售进一步放量, 客户及占比稳步增加, 公司已经拥有 MLCC 制程离型膜、光学材料用离型膜等各类新型尚未国产化的离型膜类产品, 未来随着产能进一步释放, 有望持续爆发增长。

**● 行业低点已过公司增长前景广阔, 回购彰显公司信心**

公司已经形成以电子薄型载带为基础, 并逐步加快向离型膜领域延伸拓展的步伐。继续优化产品结构, 走全系列产品配套服务的发展道路。同时公司发公告拟回购公司股份, 用于员工持股计划或股权激励。回购的资金总额不低于人民币 1 亿元 (含) 且不超过人民币 1.5 亿元 (含); 回购价格不超过人民币 42 元/股 (含), 彰显公司对未来发展的信心和公司价值的认可。

**● 风险提示。需求不达预期, 纸质载带, 塑料载带, 离型膜出货不达预期。**
**● 行业景气度触底回升, 公司业绩有望反转, 维持“买入”评级**

行业景气度恢复, 公司业绩有望触底回升, 预计 19/20/21 年实现归母净利润 2.79/3.8/4.8 亿元。EPS 1.08/1.47/1.86 元, 同比增速 1.2%/36.5%/26.1%, 当前股价对应 19/20/21 年 PE 为 29.6/21.7/17.2X。公司估值略高于可比公司平均值, 行业景气触底回升带动公司业绩逐步回暖, 因此维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,311	1,593	2,055	2,645
(+/-%)	31.6%	21.5%	29.0%	28.7%
净利润(百万元)	275	279	380	480
(+/-%)	40.3%	1.2%	36.5%	26.1%
摊薄每股收益(元)	1.07	1.08	1.47	1.86
EBIT Margin	27.6%	20.2%	21.0%	20.5%
净资产收益率(ROE)	17.7%	15.8%	18.5%	19.8%
市盈率(PE)	30.0	29.6	21.7	17.2
EV/EBITDA	21.5	21.6	16.7	13.7
市净率(PB)	5.30	4.66	4.01	3.40

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 下游去库存进入尾声，公司将迎来新的成长期

### 19 年半年报业绩符合预期，下游去库存进入尾声

公司 19 年上半年实现营收 3.82 亿元，同比-36.18%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.54 亿元，同比-48.64%，扣非归母净利润 0.52 亿元，同比-49.65%，业绩符合市场预期。公司 2019 年上半年经营性现金流净额为 2.67 亿元，同比+1940%，整体毛利率为 34.44%，同比减少 0.49 个百分点。净利率 14.19%，同比减少 3.44 个百分点。加权 ROE 3.45%，同比减少 4.16 个百分点。

19Q2 单季度营收 1.92 亿元，同比-43.29%，环比+0.88%，19Q2 单季度毛利率 36.5%，同比提高 1.6 个百分点，环比提高 4.1 个百分点。2019 年上半年下游行业持续处于消耗库存的低迷期，直到 2019 年 6 月底行业去库存方才接近尾声。进入 7 月份以来，下游客户库存逐步趋于合理，行业波动的影响逐步消退，公司产量与订单明显恢复，稼动率也在逐步提升，公司业绩有望逐步恢复增长。

**表 1：公司营收及归母净利润情况**

	2016 年 H1	2017 年 H1	2018 年 H1	2019H1
营收 (亿元)	3.29	4.37	5.98	3.82
同比增速 (%)		32.85%	36.80%	-36.18%
归母净利润 (亿元)	0.59	0.93	1.19	0.60
同比增速 (%)		58.40%	28.27%	-49.62%
扣非归母净利 (亿元)	0.54	0.80	1.05	0.54
同比增速 (%)		50.17%	30.96%	-48.64%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

**表 2：公司的盈利能力情况**

	2016 年 H1	2017 年 H1	2018 年 H1	2019H1
毛利率 (%)	37.45	40.21	34.94	34.44
净利率 (%)	16.29	18.42	17.63	14.19
销售期间费用率 (%)	18.40	18.43	14.15	21.03
ROE (%)	12.28	8.83	7.64	3.47

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

**表 3：分产品收入及毛利率情况**

	19H1 营收 (亿元)	营收同比增减	19H1 毛利率 (%)	毛利率变化 (%)
纸质载带	2.86	-36.53%	35.52	0.27
胶带	0.55	-50.5%	41.7	1.48

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

**表 4: 公司的费用情况**

	2019 年 H1	2018 年 H1	同比增减	说明
销售费用 (百万元)	18.4	24.3	-24.11%	
管理费用 (百万元)	32.8	33.2	-1.25%	
财务费用 (百万元)	-0.3	-5.2	94.32%	主要系本期美元汇率波动不大, 而去年同期美元汇率波动较大产生的汇兑净收益较多所致。
研发费用 (百万元)	29.34	32.3	-9.2%	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从营运能力上看, 19 年上半年公司营业周期 362 天, 同比增加 168 天。存货周转天数 212 天, 同比增加 140 天。应收帐周转天数 151 天, 同比增加 29 天。总资产周转率 0.19 次, 同比减少 0.17 次。

**表 5: 公司的营运能力**

	2016 年 H1	2017 年 H1	2018 年 H1	2019H1
营业周期	184.43	184.37	193.92	362.52
存货周转天数	79.11	71.48	71.79	211.79
应收账款周转天数	105.31	112.90	122.13	150.73
固定资产周转率 (%)	1.29	1.03	0.91	0.53
总资产周转率 (%)	0.38	0.34	0.36	0.19
资产负债率 (%)	0.00	12.83	21.08	21.20

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 产品结构进一步改善, 新产品进展顺利

7 月份国巨单月营收出现环比增长, 预示行业去库存进入尾声, 景气度逐步恢复, 5G 等产品将带动更广阔的市场空间。公司纸质载带结构继续优化, 打孔压孔占比持续提升, 安吉第二条年产 2.5 万吨原纸线受到设备和下游客户进展有所延期, 保证产能合理释放。塑料载带资产黑色 PC 粒子, 部分客户开始批量使用, 产销量与客户均持续增加。离型膜销售进一步放量, 客户及占比稳步增加, 公司已经拥有 MLCC 制程离型膜、光学材料用离型膜等各类新型尚未国产化的离型膜类产品, 未来随着产能进一步释放, 有望持续爆发增长。

### 行业低点已过公司增长前景广阔, 回购彰显公司信心

公司已经形成以电子薄型载带为基础, 并逐步加快向离型膜领域延伸拓展的步伐。继续优化产品结构, 走全系列产品配套服务的发展道路。同时公司公告拟回购公司股份, 用于员工持股计划或股权激励。回购的资金总额不低于人民币 1 亿元 (含) 且不超过人民币 1.5 亿元 (含); 回购价格不超过人民币 42 元/股 (含), 彰显公司对未来发展的信心和公司价值的认可。

### 行业景气度触底回升, 公司业绩有望反转, 维持“买入”评级

随着行业景气度恢复, 公司业绩有望触底回升, 预计 19/20/21 年实现归母净利润 2.79/3.8/4.8 亿元。EPS 1.08/1.47/1.86 元, 同比增速 1.2%/36.5%/26.1%, 当前股价对应 19/20/21 年 PE 为 29.6/21.7/17.2X。行业可比公司 19/20/21 年平均 PE28/22/18X, 公司估值略高于可比公司平均值, 公司是国内片式器件载带龙投, 行业景气触底回升带动公司业绩逐步回暖, 因此维持“买入”评级。

**表 6: 可比公司估值情况**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	预测每股收益 EPS			预测 PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
002859.SZ	洁美科技	32.75	84.64	1.08	1.47	1.86	30.32	22.28	17.61
002138.SZ	顺络电子	22.83	184.08	0.72	0.92	1.14	31.71	24.82	20.03
300408.SZ	三环集团	19.88	345.54	0.86	1.05	1.27	23.12	18.93	15.65
.	平均值						28.38	22.01	17.76

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理 (顺络电子、三环集团为 wind 一致预期)

## 风险提示

- 一, 宏观经济下行, 导致下游整体需求不达预期。
- 二, 纸质载带出货量不达预期, 上游木浆涨价带动成本提高。
- 三, 塑料载带、离型膜出货量不达预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	361	376	445	550	营业收入	1311	1593	2055	2645
应收款项	436	611	788	1015	营业成本	825	1043	1330	1726
存货净额	326	208	267	351	营业税金及附加	8	10	12	16
其他流动资产	32	48	62	79	销售费用	52	61	78	101
<b>流动资产合计</b>	<b>1156</b>	<b>1243</b>	<b>1562</b>	<b>1994</b>	管理费用	65	159	203	261
固定资产	843	898	940	973	财务费用	(20)	0	(3)	(5)
无形资产及其他	100	97	94	91	投资收益	1	2	2	2
投资性房地产	14	14	14	14	资产减值及公允价值变动	(2)	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(58)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2114</b>	<b>2252</b>	<b>2610</b>	<b>3072</b>	营业利润	323	317	430	543
短期借款及交易性金融负债	144	50	50	50	营业外净收支	(1)	0	2	2
应付款项	192	187	240	315	<b>利润总额</b>	<b>322</b>	<b>317</b>	<b>432</b>	<b>545</b>
其他流动负债	32	57	73	96	所得税费用	47	38	52	65
<b>流动负债合计</b>	<b>368</b>	<b>294</b>	<b>363</b>	<b>461</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	99	99	99	99	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>275</b>	<b>279</b>	<b>380</b>	<b>480</b>
其他长期负债	91	91	91	91					
<b>长期负债合计</b>	<b>190</b>	<b>190</b>	<b>190</b>	<b>190</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>558</b>	<b>484</b>	<b>553</b>	<b>651</b>	净利润	275	279	380	480
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	1	0	0
股东权益	1556	1768	2057	2422	折旧摊销	48	83	96	105
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2114</b>	<b>2252</b>	<b>2610</b>	<b>3072</b>	公允价值变动损失	2	6	6	6
					财务费用	(20)	0	(3)	(5)
					营运资本变动	(96)	(53)	(181)	(230)
					其它	3	(1)	(0)	(0)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>229</b>	<b>315</b>	<b>302</b>	<b>361</b>
					资本开支	(181)	(141)	(141)	(141)
					其它投资现金流	(2)	2	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(183)</b>	<b>(139)</b>	<b>(141)</b>	<b>(141)</b>
					权益性融资	47	0	0	0
					负债净变化	90	0	0	0
					支付股利、利息	(74)	(67)	(91)	(115)
					其它融资现金流	7	(94)	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>85</b>	<b>(161)</b>	<b>(91)</b>	<b>(115)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>131</b>	<b>15</b>	<b>69</b>	<b>104</b>
					货币资金的期初余额	230	361	376	445
					货币资金的期末余额	361	376	445	550
					企业自由现金流	80	172	154	211
					权益自由现金流	177	78	156	215

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.07	1.08	1.47	1.86
每股红利	0.29	0.26	0.35	0.45
每股净资产	6.02	6.84	7.96	9.37
ROIC	19%	16%	21%	23%
ROE	18%	16%	18%	20%
毛利率	37%	35%	35%	35%
EBIT Margin	28%	20%	21%	20%
EBITDA Margin	31%	25%	26%	24%
收入增长	32%	22%	29%	29%
净利润增长率	40%	1%	36%	26%
资产负债率	26%	21%	21%	21%
息率	0.9%	0.8%	1.1%	1.4%
P/E	30.0	29.6	21.7	17.2
P/B	5.3	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	21.5	21.6	16.7	13.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032