

电子

下游去库存接近尾声，拐点即将来临

2019年08月28日

——洁美科技（002859.SZ）2019年半年报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：朱小飞

执业证书号：S1030518070001

0755-83199535

zhuxf@csc.com.cn

事件：

公司发布2019年中报。2019年H1实现营业收入3.82亿元，同比降36.18%，归母净利润0.54亿元，同比降48.64%。其中第二季度实现营业收入1.92亿元，同比降43.29%，归母净利润0.36亿元，同比降52.01%。

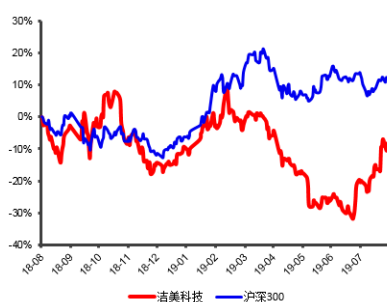
核心观点：

- 1) **下游MLCC行业去库存接近尾声。**全球MLCC行业自2017年步入一轮景气周期，但从2018年第四季度开始，随着新产能投产和需求的下降，MLCC价格大幅下跌，全行业处于去库存状态并持续至今。但是相较2019年第1季度环比下跌30%、第2季度环比跌15-20%，第3季度以来MLCC报价环比跌幅收窄至10%内，因此我们判断MLCC行业去库存已经接近尾声。
- 2) **公司产品销售情况向好，结构不断优化。**纸质载带中高附加值的打孔纸带、压孔纸带占比不断提高，合计占纸带销售总占比由2017年的69%提升至2018年的82%，再到2019年H1的86%；黑色塑料载带的部分客户已经开始切换使用公司自产黑色PC粒子；MLCC用转移胶带客户数量及占比也在稳步增加。
- 3) **盈利预测与投资评级：**考虑到2019年上半年下游行业去库存对公司业绩影响超预期，我们下调公司19/20/21年EPS为0.87/1.24/1.71元，当前股价对应PE为37.55/26.36/19.20X。但是随着下游行业去库存接近尾声，公司业务将逐步恢复景气，塑料载带和转移胶带国产替代趋势不改，未来增长动力十足。维持“增持”评级。
- 4) **风险提示：**下游MLCC回暖速度不达预期；新产品导入客户不达预期。

公司具备证券投资咨询业务资格

《洁美科技（002859.SZ）深度研究报告——薄型载带龙头，静待行业回暖》
 2019-05-31

洁美科技(002859.SZ)与沪深300对比表现



公司数据与预测

公司数据与预测	Wind 资讯
总市值(百万)	8464.89
流通市值(百万)	3552.07
总股本(百万股)	258.47
流通股本(百万股)	108.46
日均成交额(百万)	77.09
近一个月换手(%)	54.20
第一大股东	浙江元龙集团

请务必阅读文末重要声明及免责条款

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1311.10	1225.88	1654.57	2204.22
收入同比	31.58%	-6.50%	34.97%	33.22%
净利润(百万元)	275.30	225.42	321.12	440.91
净利润同比	40.30%	-18.12%	42.46%	37.30%
毛利率	37.05%	35.90%	37.54%	37.54%
归母净利率	21.00%	18.39%	19.41%	20.00%
EPS(元)	1.08	0.87	1.24	1.71
PE(倍)	31.24	37.55	26.36	19.20

Figure1 公司营业收入及增速



数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure2 公司归母净利润及增速



数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure3 公司单季度营业收入及增速



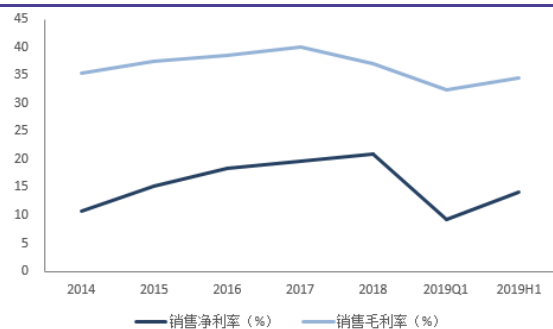
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure4 公司单季度归母净利润及增速



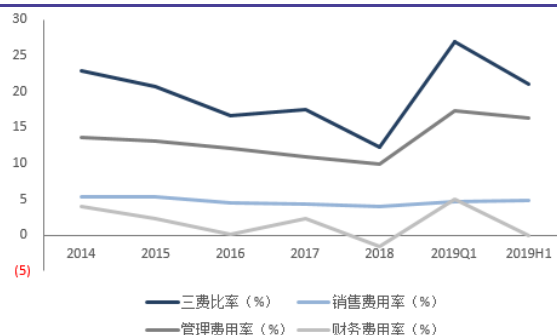
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure5 公司毛利率及净利率



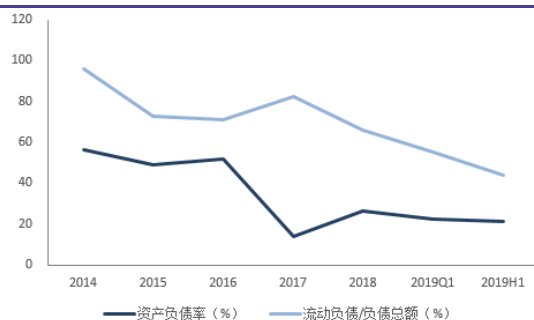
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure6 公司三费情况



数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure7 公司资产结构健康



数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure8 公司现金流情况良好



数据来源: wind, 世纪证券研究所

盈利预测

1、关键假设

1) 纸质载带

销售收入预测：2018年底开始的公司产品下游最大应用领域 MLCC 去库存对公司影响较大，但预计 2019 年三季度接近尾声，我们预测 2019-2021 销售收入增速分别为-11%、29%、30%。

毛利率预测：随着产能利用率下降，预计纸质载带 2019 年毛利率降至为 36.5%，2020 年和 2021 年回升至 37.5%和 37%。

2) 胶带

销售收入预测：上下胶带作为纸质载带的配套产品，销量受纸质载带景气度影响非常大，上半年其营收增速同比下降 50.5%，我们推算 2019-2021 年销售收入增速分别为-25%、27%、29%。

毛利率假设：成熟产品毛利率稳定，预计 2019-2021 年毛利率分别为 41.5%、41%、40.5%。

3) 塑料载带

销售收入预测：因塑料载带业务和纸质载带业务在生产 and 拓展市场方面有一定的相似性，参照公司在拓展纸质载带市场方面的经验丰富，假设 2019 年公司彻底掌握透明 PC 粒子制造黑色 PC 粒子的技术进而将塑料载带的成本大幅降低后，市占率将大幅提升，预计公司塑料载带业务 2019-2021 年的收入增速分别能达到 30%、50%、50%。

毛利率假设：公司在降低黑色塑料载带的生产成本后，这部分业务的毛利率将超过单纯生产透明塑料载带的毛利率，参考 2013 年公司仅生产透明塑料载带时的这项业务毛利率为 32.8%，假设 2019 年毛利率将较 2018 年提升 5 个 pct 至 21%，2020-2021 年毛利率分别为 37%、38%。

4) 转移胶带

销售收入预测：2019 年上半年公司转移胶带产品的客户数量稳步增加，销售金额快速放量，我们预测 2019-2021 年收入增速分别为 300%、100%、50%。

毛利率预测：2018 年公司转移胶带业务仍未放量，摊销固定成本后毛利率仅为 14.95%，但放量后，我们预计该项业务毛利率能做到纸质载带的水平，预测 2019-2021 年毛利率分别为 33%、35%、38%。

5) 其它业务

销售收入预测：假设 2019-2021 年销售增速分别为-17%、16%、16%。

毛利率预测：假设 2019-2021 年维持 2018 年水平附近，分别为 21.5%、21%、21%。

2、盈利预测与投资评级

Figure9 分产品收入及毛利预测

单位：亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、纸质载带					
销售收入 (亿元)	7.47	9.95	8.86	11.43	14.85
收入增长 (%)	34.40%	33.18%	-11.00%	29.00%	30.00%
毛利率 (%)	40.46%	38.05%	36.50%	37.50%	37.00%
毛利 (亿元)	3.02	3.79	3.23	4.28	5.50
二、胶带					
销售收入 (亿元)	1.99	2.26	1.70	2.15	2.78
收入增长 (%)	28.10%	13.39%	-25.00%	27.00%	29.00%
毛利率 (%)	44.41%	40.96%	41.50%	41.00%	40.50%
毛利 (亿元)	0.89	0.93	0.70	0.88	1.13
三、塑胶载带					
销售收入 (亿元)	0.37	0.56	0.72	1.08	1.63
收入增长 (%)	14.77%	50.90%	30.00%	50.00%	50.00%
毛利率 (%)	20.34%	15.53%	21.00%	37.00%	38.00%
毛利 (亿元)	0.07	0.09	0.15	0.40	0.62
四、转移胶带					
销售收入 (亿元)	0.03	0.22	0.88	1.77	2.65
收入增长 (%)	—	582.31%	300.00%	100.00%	50.00%
毛利率 (%)	0.60%	14.95%	33.00%	35.00%	38.00%
毛利 (亿元)	0.00	0.03	0.29	0.62	1.01
五、其他业务					
销售收入 (亿元)	0.10	0.12	0.10	0.12	0.13
收入增长 (%)	0.62%	25.71%	-17.00%	16.00%	16.00%
毛利率 (%)	14.73%	21.67%	21.50%	21.00%	21.00%
毛利 (亿元)	0.01	0.03	0.02	0.02	0.03
合计					
营业收入 (亿元)	9.96	13.11	12.26	16.56	22.07
收入增长 (%)	32.26%	31.58%	-6.50%	34.97%	33.22%
毛利率 (%)	40.13%	37.05%	35.90%	37.54%	37.54%
毛利 (亿元)	4.00	4.86	4.40	6.21	8.27

资料来源：wind，世纪证券研究所

考虑到 2019 年上半年下游行业去库存对公司业绩影响超预期，我们下调公司

19/20/21年EPS为0.87/1.24/1.71元，当前股价对应PE为37.55/26.36/19.20X。但是随着下游行业去库存接近尾声，公司业务将逐步恢复景气，塑料载带和转移胶带国产替代趋势不改，未来增长动力十足。维持“增持”评级。

风险提示

下游 MLCC 回暖速度不达预期；新产品导入客户不达预期。

Figure10 财务预测（单位：百万元）

报表预测						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	753.37	996.41	1311.10	1225.88	1654.57	2204.22
减:营业成本	462.75	596.52	825.28	785.79	1033.45	1376.76
营业税金及附加	3.05	7.34	7.54	7.05	9.52	12.68
营业费用	34.24	42.99	51.72	55.16	69.49	88.17
管理费用	90.96	108.67	65.05	123.81	165.46	216.01
财务费用	0.22	23.14	-20.30	-10.44	-0.43	-7.41
资产减值损失	3.65	5.87	2.63	2.63	2.63	2.63
加:投资收益	-0.88	2.02	0.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.93	0.00	0.88	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-63.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	156.68	213.90	317.19	261.87	374.47	515.39
加:其他非经营损益	7.73	0.28	-1.15	2.29	2.29	2.29
利润总额	164.42	214.18	316.04	264.16	376.75	517.67
减:所得税	26.30	24.04	45.05	38.74	55.63	76.77
净利润	138.12	190.14	270.98	225.42	321.12	440.91
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	138.12	190.14	275.30	225.42	321.12	440.91
财务分析和估值指标汇总						
	2016A	2016A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	38.58%	40.13%	37.05%	35.90%	37.54%	37.54%
三费/销售收入	16.65%	17.54%	7.36%	13.75%	14.17%	13.46%
EBIT/销售收入	23.62%	21.89%	24.18%	21.68%	22.44%	22.92%
EBITDA/销售收入	27.26%	25.48%	27.92%	31.03%	30.28%	28.72%
销售净利率	18.33%	19.08%	21.00%	18.39%	19.41%	20.00%
资产获利率						
ROE	25.05%	14.12%	17.41%	13.00%	16.16%	18.88%
ROA	16.22%	14.51%	15.52%	12.95%	15.20%	17.97%
ROIC	20.97%	22.51%	21.99%	14.87%	21.89%	28.19%
增长率						
销售收入增长率	27.66%	32.26%	31.58%	-6.50%	34.97%	33.22%

EBIT 增长率	49.45%	22.57%	45.35%	-16.18%	39.74%	36.07%
EBITDA 增长率	45.66%	23.60%	44.18%	3.93%	31.70%	26.36%
净利润增长率	54.67%	37.67%	42.51%	-16.81%	42.46%	37.30%
总资产增长率	34.77%	37.04%	35.81%	0.50%	19.03%	15.12%
股东权益增长率	26.27%	144.24%	15.58%	11.43%	14.62%	17.51%
经营营运资本增长率	-6.07%	128.61%	33.06%	-17.55%	42.66%	5.42%
资本结构						
资产负债率	49.75%	10.45%	23.79%	15.50%	18.63%	16.94%
投资资本/总资产	78.25%	82.24%	74.02%	70.02%	62.20%	50.78%
带息债务/总负债	61.99%	37.56%	49.97%	31.03%	21.68%	20.71%
流动比率	1.11	4.90	3.22	6.21	5.15	6.33
速动比率	0.79	3.84	2.19	4.34	4.20	5.20
股利支付率	17.16%	21.52%	24.53%	21.07%	21.07%	21.07%
收益留存率	82.84%	78.48%	75.47%	78.93%	78.93%	78.93%
资产管理效率						
总资产周转率	0.69	0.66	0.64	0.60	0.68	0.78
固定资产周转率	1.80	1.53	1.84	1.66	2.15	3.39
应收账款周转率	2.84	2.68	3.08	3.67	2.39	3.27
存货周转率	4.12	4.80	2.53	2.62	3.83	3.93

数据来源：wind，世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材

料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。