

# 中石科技：业绩下滑不扰整体向上趋势，看好 5G 需求助推业绩稳步高升

买入（维持）

2019 年 10 月 27 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	763	951	1,161	1,471
同比 (%)	33.8%	24.6%	22.1%	26.7%
归母净利润 (百万元)	141	176	243	332
同比 (%)	71.1%	24.9%	38.4%	36.5%
每股收益 (元/股)	0.56	0.70	0.97	1.32
P/E (倍)	41.22	33.00	23.84	17.47

## 投资要点

- **事件：**中石科技 2019 年前三季度实现营业收入 5.04 亿元，同比下滑 11.23%，实现归母净利润 0.76 亿元，同比下滑 29.18%，其中第三季度实现营业收入 2.51 亿元，环比增长 65.70%，同比下滑 14.33%，实现归母净利润 0.49 亿元，环比增长 214.92%，同比下滑 24.96%。
- **三季度业绩下滑，毛利改善明显：**第三季度业绩下滑，我们分析主要原因为智能手机出货量的下滑以及石墨价格的下滑。我们认为，随着第四季度及明年苹果、华为手机出货量加大、5G 基站建设提速的拉动，中石科技之后的业绩将稳步向上。中石科技毛利率及净利率明显改善，第三季度实现毛利率 38.14%，较第二季度提升 10.88pp，实现销售净利率 19.39%，较第二季度提升 9.23pp。
- **加码研发布局以及客户布局，行业龙头优势继续保持：**2019 年第三季度中石科技研发支出 0.12 亿元，同比增长 33.33%，环比增长了 9.09%。公司研发投入不断加大，新建研发中心，保持科技研发水准始终处于技术前沿。同时，中石科技积极开展新客户布局，稳固核心客户的基础上，持续拓展大客户，近几年新增三星、亚马逊、微软、GoPro、鸿富锦、昌硕、迈锐、领胜、宝德、安洁科技、ABB、迈瑞医疗等重要客户。总的来说，中石科技作为国内领先的导热材料及屏蔽材料的提供商，将继续通过技术领先以及客户优势来保持传统业务的竞争优势。
- **5G 市场开启市场业务新需求，助推业绩稳步向前：**1) 5G 手机、基站的散热需求提升显著助推导热下料迎量价齐升的利好局面。2) 高性能的通讯设备、计算机、智能手机、汽车等终端产品的广泛使用带动电磁屏蔽及相关产业应用的迅速扩大。3) 在终端滤波器领域，5G 换机，移动终端数量将大幅提升，拉动终端滤波器需求量猛增。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2019-2021 年营业收入分别为 9.51 亿元、11.61 亿元、14.71 亿元，每股收益分别为 0.70 元、0.97 元、1.32 元，对应的 PE 估值分别为 33.00 倍、23.84 倍以及 17.47 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**5G 产业部署进度不及预期；5G 终端放量不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	23.01
一年最低/最高价	15.22/31.05
市净率(倍)	7.92
流通 A 股市值(百万元)	2257.78

## 基础数据

每股净资产(元)	2.91
资产负债率(%)	23.76
总股本(百万股)	252.05
流通 A 股(百万股)	98.12

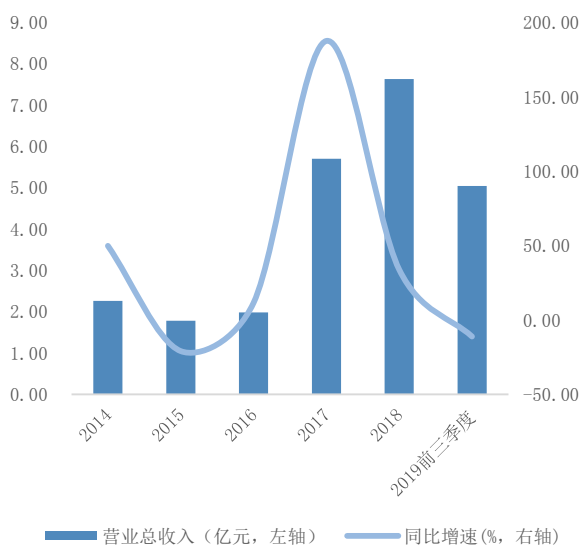
## 相关研究

1、《中石科技 (300684)：中石科技：5G 开启市场增量新空间，导热材料动能持续释放，助推业绩稳步提升》2019-09-25

## 1. 三季度业绩不及预期，毛利改善明显

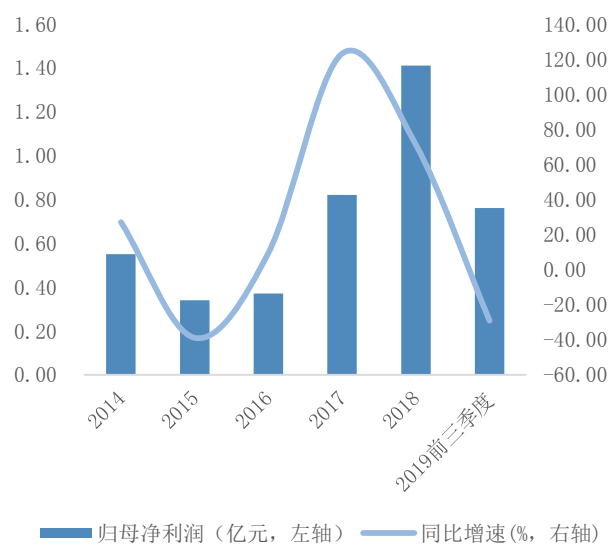
中石科技 2019 年前三季度实现营业收入 5.04 亿元，同比下滑 11.23%，实现归母净利润 0.76 亿元，同比下滑 29.18%。其中公司第三季度实现营业收入 2.51 亿元，环比增长 65.70%，同比下滑 14.33%，实现归母净利润 0.49 亿元，环比增长 214.92%，同比下滑 24.96%。总体来说，第三季度表现较去年同期相比较略有下滑，我们分析下滑的主要原因为智能手机出货量的下滑以及石墨价格的下滑。我们认为，随着第四季度及明年苹果、华为手机出货量加大、5G 基站建设提速的拉动，中石科技之后的业绩将稳步向上。

图 1：中石科技营业收入（亿元）及同比增速（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

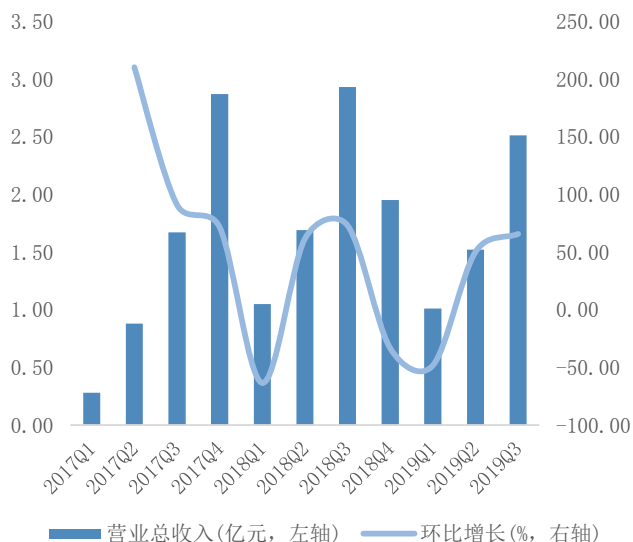
图 2：中石科技归母净利润（亿元）及同比增速（%）



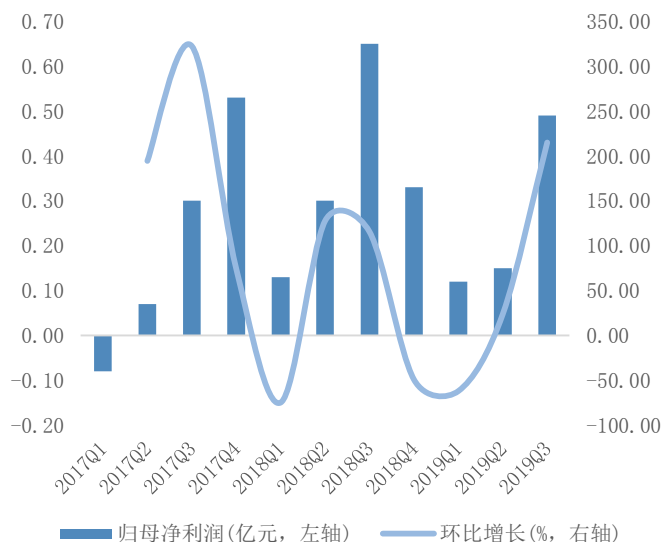
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：中石科技单季度营收（亿元）及环比增速（%）

图 4：中石科技单季度归母净利润（亿元）及环比增速（%）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

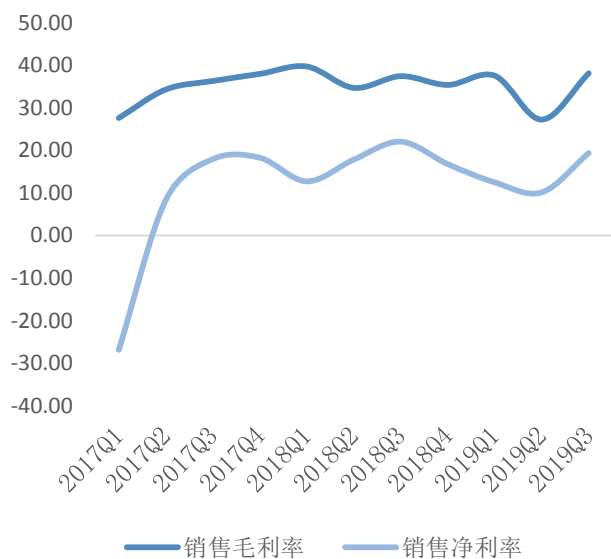


数据来源: wind, 东吴证券研究所

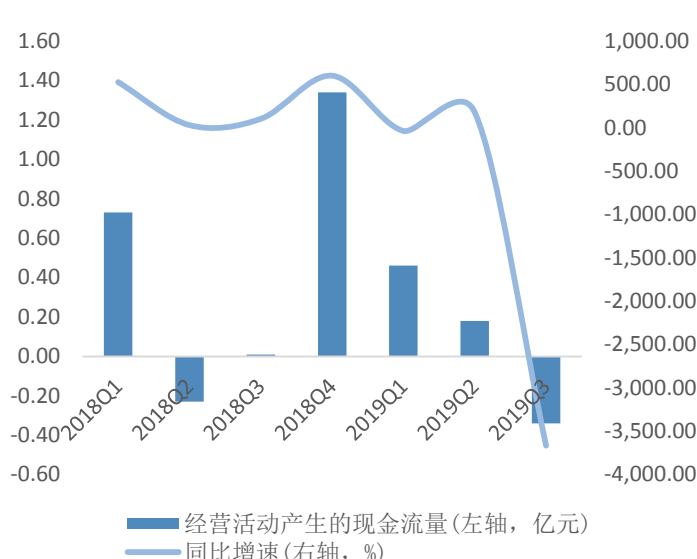
中石科技毛利率及净利率明显改善, 第三季度实现毛利率 38.14%, 较第二季度提升 10.88pp, 实现销售净利率 19.39%, 较第二季度提升 9.23pp。2019 年第三季度中石科技经营活动现金净流量为-0.34 亿元, 同比下降了 3665.61%。

图 5: 中石科技单季度销售毛利率及销售净利率 (%)

图 6: 中石科技单季度经营活动现金流 (亿元) 及同比增速 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

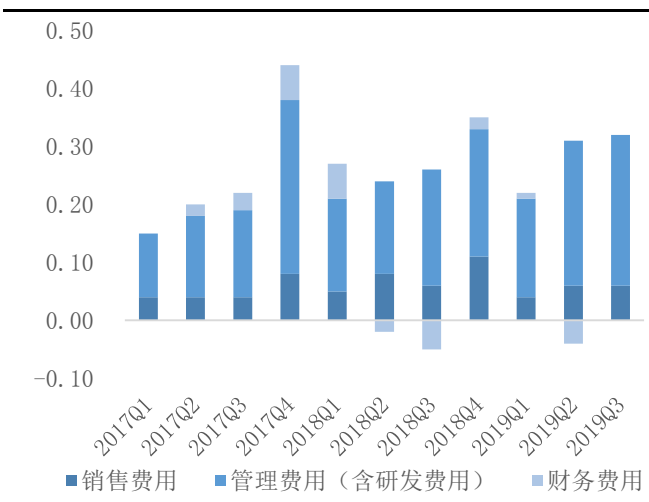


数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 2. 加码研发布局以及客户布局, 行业龙头优势继续保持

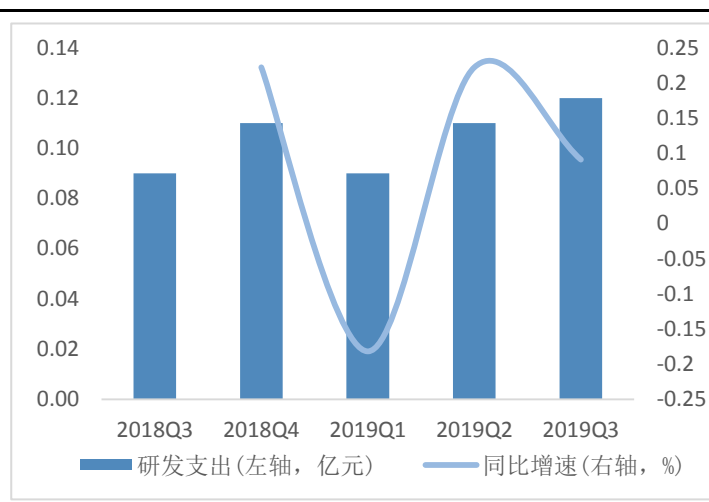
2019 年第三季度发生管理费用 0.26 亿元 (含研发费用 0.12 亿元), 较第二季度增加 0.1 亿元, 主要为研发费用支出增加, 第三季度管理费用 (不含研发) 及第二季度基本持平, 第三季度发生财务费用 3.03 万元, 同比增加 100.56%, 主要为利息收入的增加以及汇率变动的的影响。

图 7：中石科技单季度费用情况（万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：中石科技研发支出（万元）及同比增速（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

中石科技持续加强核心优势布局，稳固行业龙头地位：

**1、加大研发支出，持续布局先进技术领域：**

2019 年第三季度中石科技研发支出 0.12 亿元，同比增长 33.33%，环比增长了 9.09%。公司研发投入不断加大，保持科技研发水准始终处于技术前沿。稳固石墨行业龙头地位。

为加强公司在核心产品上的领先地位，公司在无锡生产基地新建无锡研发中心，旨在建设成为行业领先的先进碳基热管理材料工业研发实验室，并继续在北京研发中心加大研发投入，形成针对不同产品类型的专业研发团队和研究平台。

**2、稳固核心客户，积极开拓新客户：**

同时，中石科技积极开展新客户布局，稳固核心客户的基础上，持续拓展大客户，近几年新增三星、亚马逊、微软、Gopro、鸿富锦、昌硕、迈锐、领胜、宝德、安洁科技、ABB、迈瑞医疗等重要客户。

总的来说，中石科技作为国内领先的导热材料及屏蔽材料的提供商，将继续通过技术领先以及客户优势来保持传统业务的竞争优势。

**3. 5G 市场开启市场业务新需求，助推业绩稳步向前**

我们认为 5G 产业加速，将助推中石科技业务稳步提升：

**1) 导热材料受益于 5G 手机、基站的散热需求提升显著**

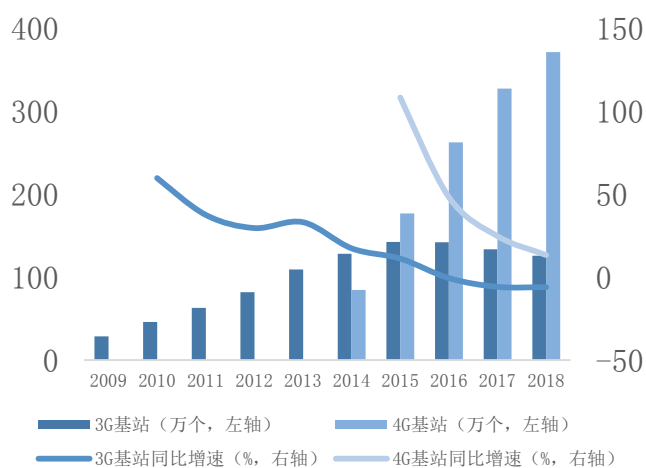
在 5G 时代到来之时，由于 5G 手机功耗较 4G 手机增加 2 倍以上，散热材料行业需求将会大增。在当前 5G 手机的不同散热方案中，多层化导热材料趋势有望持续强化电子产品设计与发展的新思路，对电子导热材料的需求也会进一步增加。

5G 基站功耗大约是 4G 基站的 3 倍左右，因此随着 5G 基站对导热性能要求以及数量的提升，导热材料将迎量价齐升的利好局面。

2) 高性能的通讯设备、计算机、智能手机、汽车等终端产品的广泛使用带动电磁屏蔽及相关产业应用的迅速扩大。

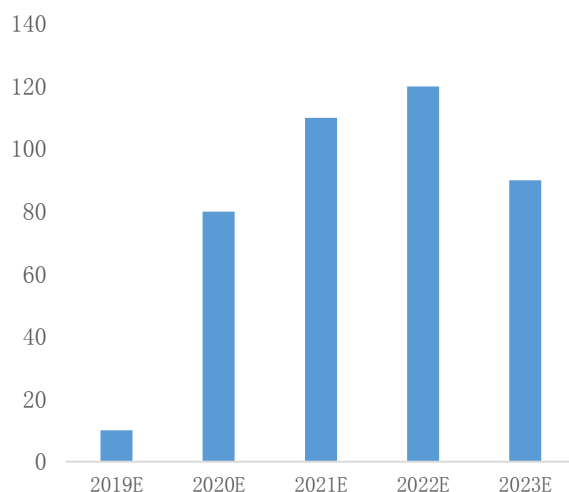
3) 受益终端数量及技术升级，滤波器业务稳步提升

图 9：我国 3G、4G 基站建设数量及同比增速



数据来源：工信部，东吴证券研究所

图 10：我国 5G 基站数预测 (万站)



数据来源：运营商推介资料等，东吴证券研究所

在终端滤波器领域，5G 换机，移动终端数量将大幅提升，拉动终端滤波器需求量猛增；同时手机支持的网络制式增加（多模）和通信技术升级带来频段数量的增加（多频）又将提升单机滤波器价值量。

#### 4. 盈利预测

我们持续看好中石科技导热材料以及 EMI 屏蔽材料的业绩发展，我们预计 2019 年-2021 年营业收入分别为 9.51 亿元、11.61 亿元、14.71 亿元，同比增速分别为 24.6%、22.1%以及 26.7%，归母净利润分别为 1.76 亿元、2.43 亿元以及 3.32 亿元。每股收益分别为 0.70 元、0.97 元、1.32 元，对应的 PE 估值分别为 33.00 倍、23.84 倍以及 17.47 倍，

维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1、合成石墨材料价格持续下滑，5G 智能终端不能及时放量，进一步压缩合成石墨材料的利润空间，公司的主营业务承受压力。
- 2、5G 产业进度推进不及预期，运营商资本开支不能及时释放，使得 5G 基站建设进度不及预期。
- 3、与苹果、VIVO 的合作进度不及预期，不能满足客户的需求，将面临核心客户流失的风险。
- 4、核心技术项目不及预期，产品研发进度不及预期。

中石科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>597</b>	<b>824</b>	<b>876</b>	<b>1,218</b>	<b>营业收入</b>	<b>763</b>	<b>951</b>	<b>1,161</b>	<b>1,471</b>
现金	303	293	416	447	减:营业成本	484	604	725	892
应收账款	154	361	267	529	营业税金及附加	6	8	10	11
存货	108	123	154	186	营业费用	30	60	64	71
其他流动资产	33	48	39	57	管理费用	41	74	81	107
<b>非流动资产</b>	<b>307</b>	<b>380</b>	<b>473</b>	<b>609</b>	财务费用	1	2	-1	2
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	3	0	0	0
固定资产	269	323	395	517	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	1	22	45	60	其他收益	0	0	0	0
无形资产	27	27	26	25	<b>营业利润</b>	<b>170</b>	<b>203</b>	<b>283</b>	<b>390</b>
其他非流动资产	10	9	7	7	加:营业外净收支	-1	3	2	1
<b>资产总计</b>	<b>904</b>	<b>1,205</b>	<b>1,349</b>	<b>1,827</b>	<b>利润总额</b>	<b>169</b>	<b>205</b>	<b>286</b>	<b>391</b>
<b>流动负债</b>	<b>223</b>	<b>369</b>	<b>297</b>	<b>471</b>	减:所得税费用	28	28	41	58
短期借款	70	70	70	70	少数股东损益	0	1	2	1
应付账款	100	229	165	319	<b>归属母公司净利润</b>	<b>141</b>	<b>176</b>	<b>243</b>	<b>332</b>
其他流动负债	53	71	61	81	EBIT	164	201	280	383
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	EBITDA	188	225	310	422
长期借款	0	6	13	22					
其他非流动负债	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>223</b>	<b>375</b>	<b>310</b>	<b>493</b>	每股收益(元)	0.56	0.70	0.97	1.32
少数股东权益	2	3	4	6	每股净资产(元)	2.70	3.28	4.11	5.27
归属母公司股东权益	679	827	1,035	1,329	发行在外股份(百万股)	158	252	252	252
<b>负债和股东权益</b>	<b>904</b>	<b>1,205</b>	<b>1,349</b>	<b>1,827</b>	ROIC(%)	18.3%	19.1%	21.4%	22.9%
					ROE(%)	20.7%	21.3%	23.6%	25.0%
					毛利率(%)	36.6%	36.5%	37.5%	39.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	18.4%	18.5%	20.9%	22.6%
经营活动现金流	185	110	271	233	资产负债率(%)	24.7%	31.2%	23.0%	27.0%
投资活动现金流	-58	-97	-123	-174	收入增长率(%)	33.8%	24.6%	22.1%	26.7%
筹资活动现金流	-22	-23	-24	-28	净利润增长率(%)	71.1%	24.9%	38.4%	36.5%
现金净增加额	107	-10	123	31	P/E	41.22	33.00	23.84	17.47
折旧和摊销	24	24	31	39	P/B	8.54	7.02	5.60	4.36
资本开支	59	73	93	136	EV/EBITDA	29.66	24.86	17.65	12.95
营运资本变动	14	-93	-3	-140					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

