

2020年03月30日

中石科技 (300684.SZ)

公司分析

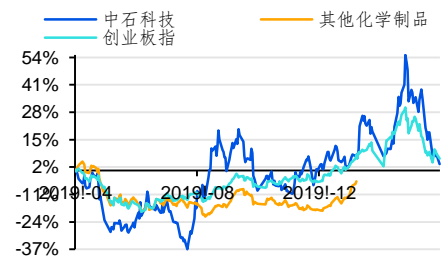
基础化工 | 其他化学制品 III

 投资评级 **增持-A(首次)**
 股价(2020-03-30) **26.00 元**

交易数据

总市值(百万元)	6,553.31
流通市值(百万元)	2,707.13
总股本(百万股)	252.05
流通股本(百万股)	104.12
12个月价格区间	15.62/42.23 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.24	-3.69	-1.54
绝对收益	-22.43	1.56	8.32

分析师

 蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

分析师

 曾捷
 SAC 执业证书编号: S0910518110001
 zengjie@huajinsec.cn

相关报告

5G 推动散热需求向上, 完善产业布局迎发展机遇

投资要点

- ◆ **苹果散热石墨片核心供应商, 收入规模快速成长。**公司主要从事合成材料与电磁兼容技术的研发与应用, 产品包括导热材料、EMI 屏蔽材料、电源滤波器以及一体化解决方案, 主要应用于智能手机、消费电子、通信、汽车电子、高端装备制造、医疗电子等领域。在通信领域, 公司服务于华为、诺基亚、爱立信等大品牌, 在手机领域, 公司为苹果石墨片核心供应厂商, 2018 年, 公司成为华为和 VIVO 的正式供应商。2016-2019 年期间, 公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 57.8% 和 50.85%, 持续保持较快增长态势。根据公司业绩快报, 2019 年公司实现营业收入 7.8 亿元, 同比增长 2.25%, 实现归母净利润 1.27 亿元, 同比下降 10%, 收入增速放缓和净利下滑的主要原因是大客户业绩波动、投入新品研发费用提升所致。
- ◆ **5G 带动终端和通信设备散热双百亿市场空间打开, 国内散热厂商迎来发展机遇。**从行业市场的发展趋势看, 中短期看, 在 5G 建设和 5G 终端普及的过程中, 散热材料和器件将随着散热方案的升级, 迎来在 5G 基站和智能手机市场规模的倍增。从格局看, 国内厂商有望在终端品牌的崛起和供应链国产化的趋势下, 在 5G 时代迎来发展机遇。长期看, 云计算数据中心、汽车电子、AIoT、AR/VR 的发展, 对高效散热的需求, 都保证了散热材料和器件的增长驱动力。随着华为、小米、OPPO、VIVO 等终端品牌商, 华为、中兴、浪潮等通信设备及服务器 ICT 厂商在全球崛起, 叠加贸易摩擦影响, 其寻求国产高端替代的动力在加强, 国内散热厂商有望提高相关产品市场份额, 实现快速发展。
- ◆ **外延丰富散热解决方案, 募投加大 5G 散热布局。**2019 年 6 月, 公司收购凯唯迪 51% 股权实现外延式发展, 使得公司产品更加丰富, 同时完善公司对 5G 战略布局, 满足相关通讯、手机、消费电子等行业热管理方面多样化产品的需求, 提升公司综合竞争力。2020 年 2 月, 公司发布非公开发行 A 股股票预案, 拟募集资金总额不超过人民币 8.31 亿元, 扣除发行费用后, 将主要用于实施 5G 高效散热模组建设项目, 生产 5G 高效散热模组, 主要应用于 5G 智能手机、服务器、5G 基站和笔记本电脑, 项目达产后将进一步完善公司产品结构, 同时可以基于公司现有客户资源, 满足客户多样化的产品需求, 巩固和提高公司的行业地位。
- ◆ **投资建议:** 我们首次对公司进行覆盖, 我们预计公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.50、0.64 和 0.97 元。净资产收益率分别为 16.2%、17.8%和 22.2%, 以行业可比公司的平均市盈率作为标准, 参考市净率水平, 从公司的成长预期和市值规模看, 我们建议给予“增持-A”投资建议。
- ◆ **风险提示:** 5G 手机换机量不及预期, 影响整个行业发展进度; 5G 手机散热方案大幅度降价; 行业竞争加剧公司份额不及预期风险; 凯唯迪收购整合不及预期, 5G 新产品研发不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	570	763	780	962	1,386
YoY(%)	187.5	33.8	2.2	23.4	44.1
净利润(百万元)	82	141	126	160	244
YoY(%)	123.1	71.1	-10.4	27.0	52.7
毛利率(%)	36.4	36.6	35.8	36.4	37.2
EPS(摊薄/元)	0.33	0.56	0.50	0.64	0.97
ROE(%)	14.8	20.7	16.2	17.8	22.2
P/E(倍)	83.3	48.7	54.3	42.8	28.0
P/B(倍)	12.4	10.1	8.8	7.6	6.2
净利率(%)	14.4	18.4	16.2	16.6	17.6

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、公司简介及财务分析.....	4
------------------	---

(一) 公司简介	4
(二) 公司财务分析	5
1、2019 年营收微增，研发投入加大影响盈利	6
2、导热材料占比不断提升，贡献主要收入和毛利	7
二、行业分析	8
(一) 5G 手机功耗高增叠加渗透率提升，散热迎来新机遇	8
(二) 5G 基站散热百亿市场空间打开	10
(三) 国内 IT 品牌崛起，本土散热厂商有望受益	11
三、外延丰富散热解决方案，募投加大 5G 散热布局	11
(一) 收购凯唯迪 51% 股权，补齐 VC/热管产品能力	11
(二) 拟非公开发行，募投 8 亿用于 5G 散热产品产能	12
三、盈利预测及投资建议	12
(一) 盈利预测	12
(二) 估值分析及投资建议	13
四、风险提示	14

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司产品分类	5
图 3：公司主要股东持股情况	5
图 4：过往 6 年营业收入及增长率	6
图 5：过往 6 年净利润及增长率	6
图 6：过往 5 年主要盈利能力比率	7
图 7：过往 5 年主要费用率变动	7
图 8：按产品划分公司收入结构	7
图 9：按应用划分公司收入结构	7
图 10：15-18 年公司导热材料对毛利贡献不断提升	8
图 11：2019H1 公司导热材料业务及其他也对毛利贡献情况	8
图 12：公司分产品毛利率情况	8
图 13：手机高功耗部件分布	9
图 14：5G 手机散热需求提升原因	9
图 15：无线主设备商市场份额（假设只有这四家企业，各公司按运营商收入进行比较）	11
图 16：国内厂商在全球智能手机份额占比不断提升	11
表 1：手机散热行业市场空间广阔	9
表 2：5G 基站 AAU 散热约为 4G 的 2.5-3.5 倍	10
表 3：国内 5G 基站散热市场规模预测	11
表 4：江苏凯唯迪科技有限公司主要财务情况	12
表 5：中石科技非公开发行募集资金计划投向	12
表 6：产业链可比公司估值参考	13

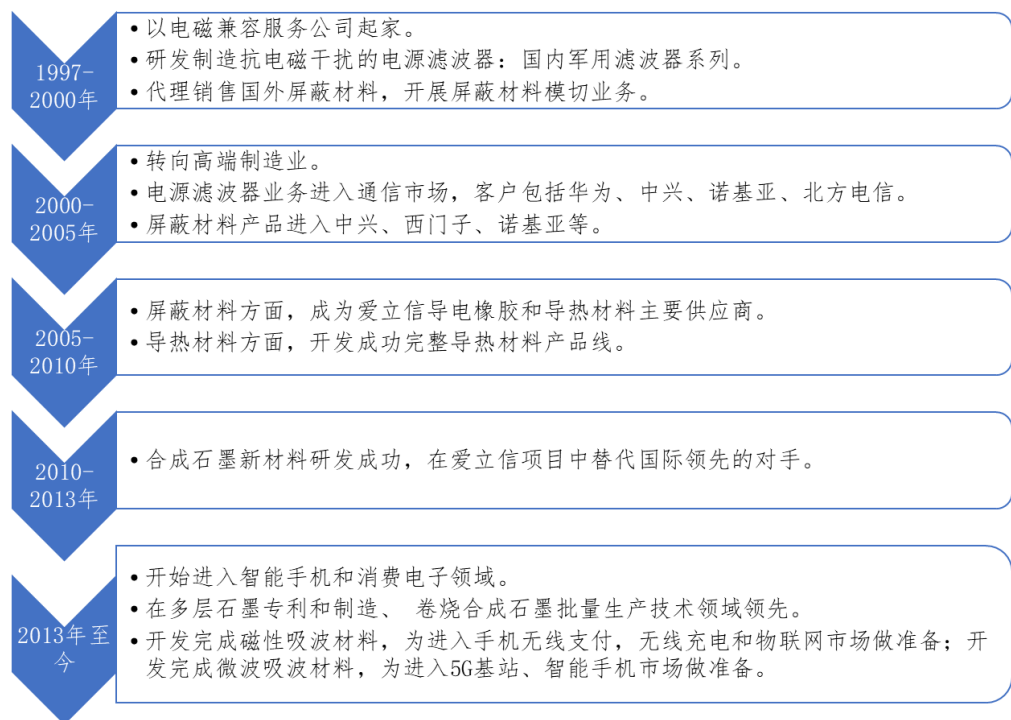
一、公司简介及财务分析

公司主要从事合成材料与电磁兼容技术的研发与应用。目前公司产品包括导热材料、EMI 屏蔽材料、电源滤波器以及一体化解决方案，主要应用于智能手机、消费电子、通信、汽车电子、高端装备制造、医疗电子等领域。在通信领域，公司服务于华为、诺基亚、爱立信等大品牌，在手机领域，公司为苹果石墨片核心供应厂商，2018 年，公司成为华为和 VIVO 的正式供应商。2019 年 7 月，公司收购了台资技术背景的江苏凯唯迪 51% 的股权，切入了均温板领域的研发和生产，有望在未来提供石墨+均温板的新散热解决方案。

（一）公司简介

公司于 1997 年在北京成立，主要从事合成材料与电磁兼容技术的研发与应用。目前公司产品包括导热材料、EMI 屏蔽材料、电源滤波器以及一体化解决方案，主要应用于智能手机、消费电子、通信、汽车电子、高端装备制造、医疗电子等领域。

图 1：公司发展历程

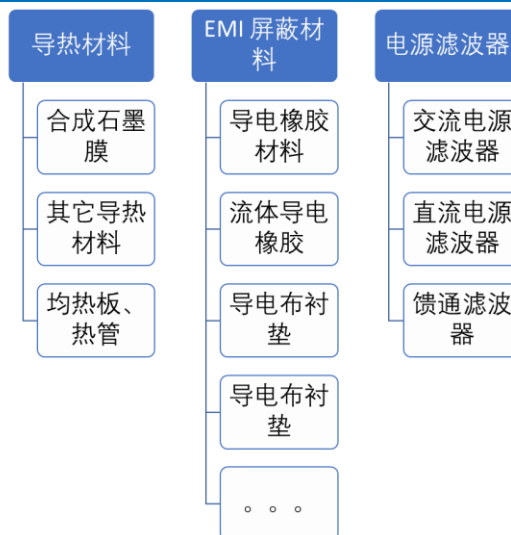


资料来源：公司公告，华金证券研究所

自成立以来，公司为适应下游市场需求变化，不断丰富产品线与服务体系，2000 年后，公司切入通信领域，服务于华为、诺基亚、爱立信等通信设备知名品牌。2013 年后，智能手机市场爆发增长，合成石墨片在智能手机开始大规模应用，公司顺应市场变化，切入智能手机和消费电子领域，2014 年进入苹果的供应体系，并成为苹果石墨片核心供应厂商。公司不断拓展合作

范围，于 2018 年成为华为和 VIVO 的正式供应商。2019 年 7 月，公司收购了台资技术背景的江苏凯唯迪 51% 的股权，切入了均温板领域的研发和生产，有望在未来提供石墨+均温板的新散热解决方案。

图 2：公司产品分类

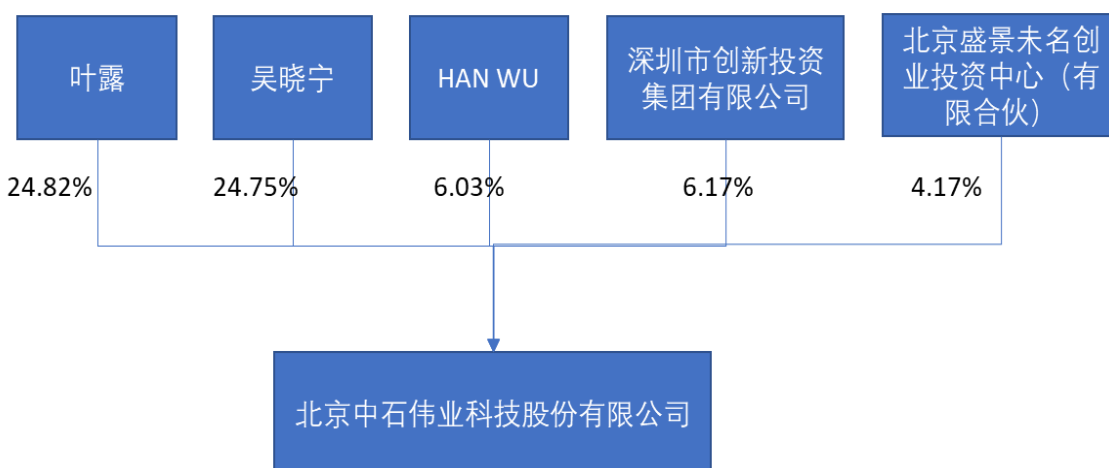


资料来源：公司公告，华金证券研究所

股权结构方面，截至 2019 年半年报披露，公司控股股东和实际控制人为自然人吴晓宁、叶露夫妇及二人之子吴憾，持有公司 55.6% 的股份。前 10 大股东中仅深圳市创新投资集团有限公司为国有法人，持股比例为 6.17%，其余均为境内自然人、境内非国有法人、境外法人，持股比例较低。

截至到 2019 年半年报披露的数据，公司总股份为 2.52 亿股，其中非限售股占比为 38.92%。

图 3：公司主要股东持股情况



资料来源：公司年报，华金证券研究所

（二）公司财务分析

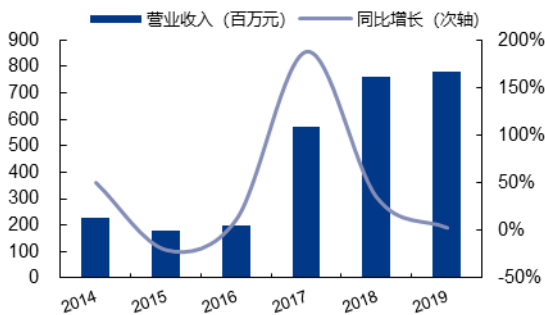
2016-2019年期间，公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 57.8%和 50.85%，持续保持较快增长态势。2019年公司实现营业收入 7.8 亿元，同比增长 2.25%，实现归母净利润 1.27 亿元，同比下降 10%，收入增速放缓和净利下滑的主要原因是大客户业绩波动、投入新品研发费用提升所致。

1、2019 年营收微增，研发投入加大影响盈利

2019年，公司实现营业收入 7.8 亿元，同比增长 2.25%，实现归母净利润 1.27 亿元，同比下降 10%。2019年公司营业收入未有较大增长，主要受公司海外大客户业绩波动，同时国内大客户业务增速受国际贸易环境的影响有所放缓所致。净利润下滑主要系公司新增超薄热管、VC 等新产品及新项目研发和高端人才引进，研发费用增长较大，股权激励摊销导致管理费用增长所致。

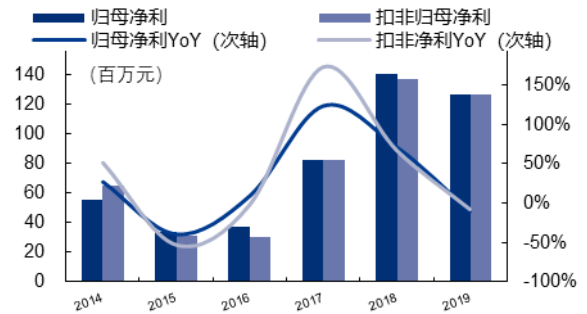
拉长来看，2016-2019年期间，公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 57.8%和 50.85%，持续保持较快增长态势。

图 4：过往 6 年营业收入及增长率



资料来源：wind, 华金证券研究所

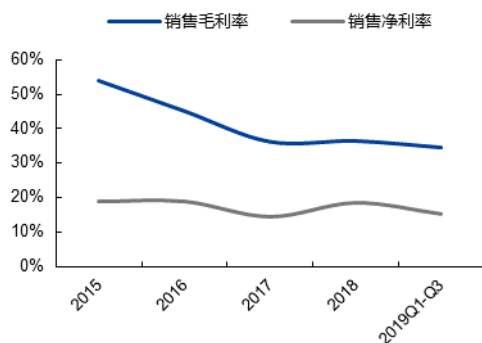
图 5：过往 6 年净利润及增长率



资料来源：wind, 华金证券研究所

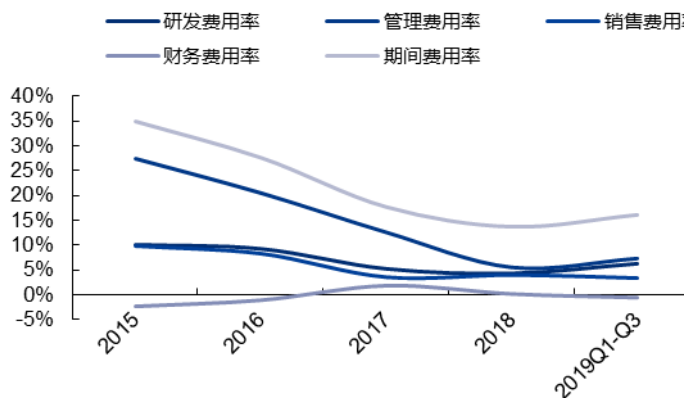
从盈利能力看，随着公司从毛利率较高通信领域切入毛利率较低消费电子领域，且消费电子在公司业务比重越来越大，公司毛利率从 15 年-17 年呈现较大下滑趋势，但 17 年后，公司毛利率呈相对稳定状态。费用率方面，随着公司 19 年进入 5G 新产品投入期，公司研发费用率提升明显，2019Q1-Q3 为 6.23%，同比提升 3.4pct.，同时公司股权激励摊销致使管理费用提升，二者成为拉高期间费用率的主要原因。

图 6: 过往 5 年主要盈利能力比率



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 7: 过往 5 年主要费用率变动

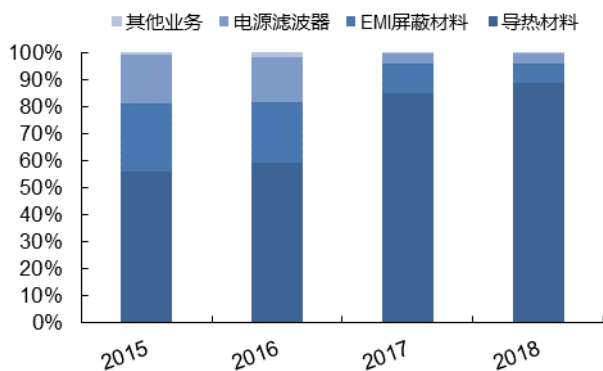


资料来源: wind, 华金证券研究所

2、导热材料占比不断提升，贡献主要收入和毛利

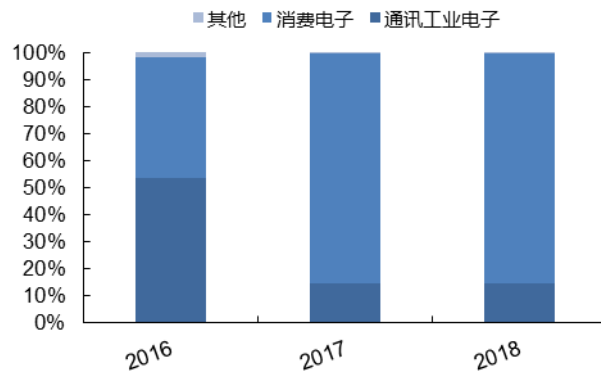
营业收入构成中，按产品分类，公司主要有导热材料、EMI 屏蔽材料、电源滤波器和 other 业务，其中导热材料在公司收入占比不断提升，2019 年 H1 达到 84.2%，按行业分布分类，公司业务主要布局在消费电子和通讯工业电子两个行业，其中消费电子收入占比不断提升，2018 年达到 85.2%。

图 8: 按产品划分公司收入结构



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

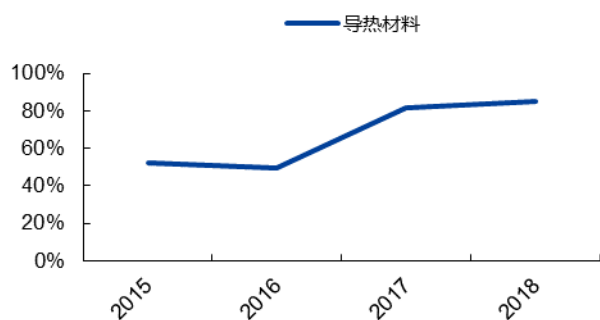
图 9: 按应用划分公司收入结构



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

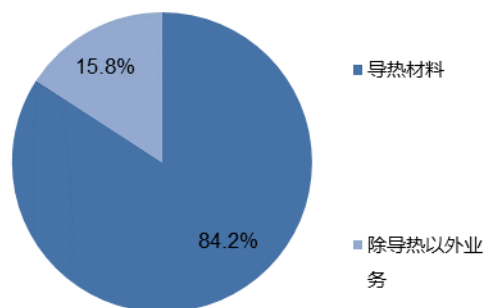
从不同产品对公司毛利的贡献来看，随着导热材料收入占比的不断提升，其对毛利的贡献也逐渐加大，2019 年上半年导热材料贡献了 84.2% 的毛利，与收入贡献比例一致。从毛利率看，公司导热材料毛利率最低，且呈现逐年下降趋势，这与 4G 手机石墨片应用成熟价格下降压力较大有关。

图 10: 15-18 年公司导热材料对毛利贡献不断提升



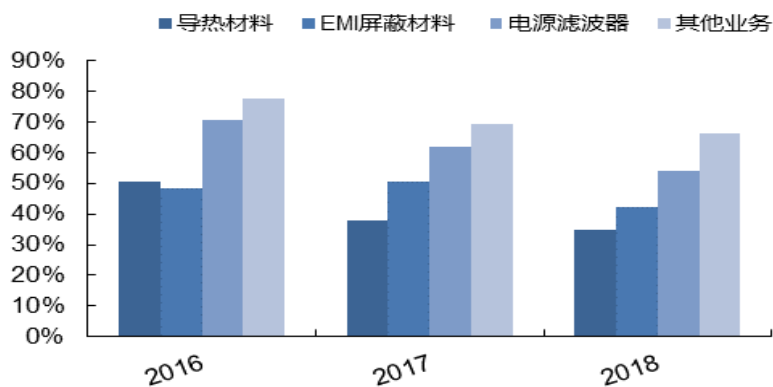
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 11: 2019H1 公司导热材料业务及其他也对毛利贡献情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 12: 公司分产品毛利率情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

二、行业分析

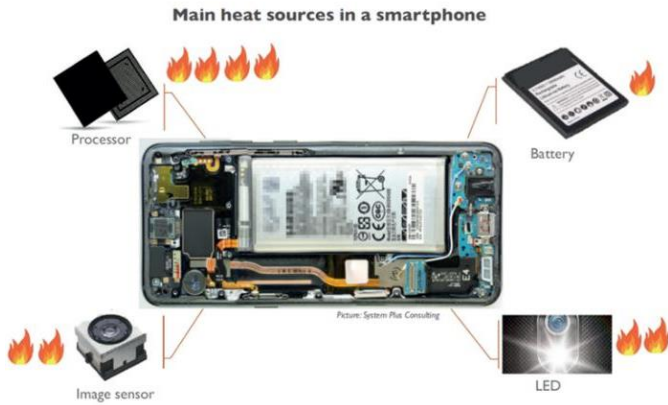
从行业市场的发展趋势看,中短期看,在 5G 建设和 5G 终端普及的过程中,散热材料和器件将随着散热方案的升级,迎来在 5G 基站和智能手机市场规模的倍增。从格局看,国内厂商有望在终端品牌的崛起和供应链国产化的趋势下,在 5G 时代迎来发展机遇。长期看,云计算数据中心、汽车电子、AIoT、AR/VR 的发展,对高效散热的需求,都保证了散热材料和器件的增长驱动力。

(一) 5G 手机功耗高增叠加渗透率提升,散热迎来新机遇

消费电子产品向超薄化、智能化和多功能化发展,5G 手机功能创新带来散热升级需求。消费电子产品朝轻薄多功能化发展,其内部空间越来越狭小。5G 手机需要支持更多的频段和实现更复杂的功能,天线数量翻倍,射频前端增加,处理器性能提升,同时智能手机向大屏折叠屏、

多摄高清摄升级、大功率快充升级，功耗提升约是 4G 手机的 2.5 倍，散热需求强烈。目前广泛应用的导热材料有石墨片、导热凝胶、导热硅脂（膏）、相变材料等，4G 手机散热以石墨片为主，已经很难满足 5G 手机需求。

图 13: 手机高功耗部件分布



资料来源: Yole, 华金证券研究所

图 14: 5G 手机散热需求提升原因



资料来源: 华金证券研究所制作

热管/VC 在 5G 手机中的应用，且二者向更轻薄化发展，带动 5G 手机散热 ASP 提升。考虑到 5G 手机对散热的高要求，我们预计“导热界面材料+石墨片+石墨+VC/热管”立体式散热方案将成为 5G 手机的主流。5G 手机单机散热价值量的提升主要在于：1）、VC/热管本身相比石墨片价值量更高，且从笔记本等相对较大的空间向较小的手机空间应用，热管和 VC 也在朝超薄型方向发展；2）、相比 4G 手机，5G 手机中使用的石墨片层数会更多。根据我们的产业调研，预计 5G 手机散热部件的单价价值量约有 3-4 倍左右的提升。

手机散热市场将随单机价值量提升和 5G 手机出货量提升，迎来百亿规模增量市场空间。未来随着 5G 手机渗透率提升和多样散热方案的使用，我们预计全球手机散热市场有望从 2019 年的 140 亿元增长到 2022 年的 228 亿元，其中 5G 手机散热市场从 2019 年的 6 亿元增长到 2022 年的 155 亿元，期间 CAGR2020-2022 年复合增速 195%。

表 1: 手机散热行业市场空间广阔

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
智能手机销量（百万部）	1404.90	1371.00	1392.94	1429.15	1467.74
5G 手机渗透率	-	1.36%	16.00%	29.00%	39.00%
5G 手机销量	0.00%	18.70	222.87	414.45	572.42
4G 手机销量	1404.90	1352.30	1170.07	1014.70	895.32
4G 手机石墨片 ASP	2.50	2.38	2.26	2.14	2.04
4G 手机导热界面材料 ASP	7.50	7.13	6.77	6.43	6.11
4G 手机石墨片市场空间（亿元）	35.12	32.12	26.40	21.75	18.23
4G 手机导热界面材料市场空间（亿元）	105.37	96.35	79.20	65.25	54.69
4G 手机散热市场规模（亿元）	140.49	128.47	105.60	87.00	72.92
5G 手机石墨片 ASP	-	3.50	3.33	3.16	3.00
5G 手机导热界面材料 ASP	-	15.00	14.25	13.54	12.86
5G 手机热管渗透率（%）	-	35.00%	40.00%	40.00%	40.00%

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
5G 手机热管 ASP	-	6	5.70	5.42	5.14
5G 手机 VC 渗透率 (%)	-	65.00%	60.00%	60.00%	60.00%
5G 手机 VC ASP	-	18	17.10	16.25	15.43
5G 手机石墨片市场空间 (亿元)	-	0.65	7.41	13.09	17.18
5G 手机导热界面材料市场空间 (亿元)	-	2.81	31.76	56.11	73.62
5G 手机热管/VC 市场空间 (亿元)	-	2.58	27.95	49.37	64.78
5G 手机散热市场规模 (亿元)	0.00	6.04	67.12	118.57	155.58
YoY	-	-	1011.19%	76.66%	31.21%
智能手机散热市场规模	140.49	134.51	172.72	205.57	228.50
YoY	-	-4.26%	28.40%	19.02%	11.15%

资料来源: IDC, 华金证券研究所

(二) 5G 基站散热百亿市场空间打开

5G 基站功耗相约为 4G 的 3 倍, 给 5G 基站散热带来更大挑战。 5G 基站功耗主要是由 AAU 和 BBU 执行信号转换、处理和传输过程中产生。AAU 功耗增加是 5G 功耗增加的主要原因, 5G AAU 单基站典型功耗超过 3500W, 约是 4G RRU 的 2.5~3.5 倍。功耗的增加意味着发热量的增加, 如果散热不及时, 会导致基站内部环境温度超过额定温度, 将严重影响网络的稳定性以及设备的使用寿命, 而 5G 基站降体积减重量又是趋势, 要在有限空间内尽可能提高换热效率, 因此 5G 基站散热面临更大挑战和机会。

表 2: 5G 基站 AAU 散热约为 4G 的 2.5-3.5 倍

业务负荷	中兴 4G (S333)	中兴 5G (S111)	华为 5G (S111)	中兴 4/5G 能耗对比
100%	1044.72W	3674.85W	3852.5W	5G 约是 4G 的 3.5 倍
50%	995.06W	2969.97W	3196.2W	5G 约是 4G 的 3 倍
30%	949.22W	2579.83W	2889.7W	5G 约是 4G 的 2.7 倍
空载	837.21W	2192.57W	2319.0W	5G 约是 4G 的 2.6 倍

资料来源: 中国联通, 华金证券研究所

5G 基站散热将从内部到外壳进行革新, 带动单站价值量提升。 目前 4G 基站散热方案主要为: 在 RRU 内部使用铜铝等金属散热片、导热界面材料进行导热, 采用高导热界面材料和热桥接导热块或热管; 对设备壳体则通过优化散热叶片设计来增加表面积降低外壳表面温度, 采用铸铝加厚外壳改善外壳温度均匀性等。5G 基站散热的方案, 则引入了更多新的高效器件: 在内部引入 VC 完成高效导热, 引入热传导效率高、制冷速度快的优势吹胀板提升热量交换效率, 外壳则可能会采用内部空隙更少导热性能更好的半固态压铸件。根据我们行业调研的数据, 预计一个 AAU 散热器件的价值量约 500-700 元, 3 扇区的单基站价值量在 1500-2000 元左右, 相比 4G 基站有大幅提升。

5G 基站量约是 4G 基站量的 1.2-1.5 倍, 新基建带动 20 年大规模建设, 叠加基站散热价值量的提升, 预计国内 5G 基站散热材料和器件市场规模约 115 亿元。 由于 5G 频段相比 4G 更高, 全面覆盖需要更多的基站数量, 预计将是 4G 基站量的 1.2-1.5 倍。20 年以来, 政治局和工信部会议多次强调加强加快 5G、数据中心等新型基础设施建设进度, 三大运营商也纷纷启动二期无线网络主设备集中采购或资格预审工作, 有望在今年 Q2 后得到加速。按照我们对国内 5G 基站建

设规模预测,我们认为 2019-2025 年,全球 5G 基站散热材料和器件市场规模为 104 亿元,2020 年市场规模约 12 亿元。

表 3: 国内 5G 基站散热市场规模预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内 5G 基站量 (万)	15.00	60.00	120.00	132.00	108.00	102.00	51.00
5G 基站散热 ASP (元)	2000.00	2000.00	1900.00	1805.00	1714.75	1629.01	1547.56
国内 5G 基站散热规模 (亿元)	3.00	12.00	22.80	23.83	18.52	16.62	7.89

资料来源: 三大运营商, 华金证券研究所

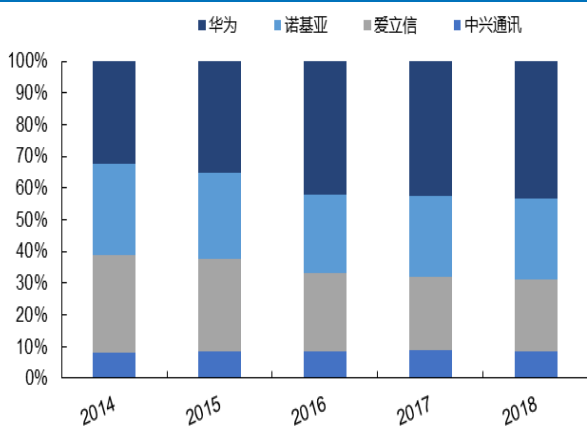
(三) 国内 IT 品牌崛起, 本土散热厂商有望受益

华为、中兴、浪潮等通信设备及服务器 ICT 厂商正在全球崛起。随着国内公司在 4G 时代技术和市场紧跟, 国内无线设备企业在市场份额上不断提升, 2018 年, 华为在国际市场份额位居第一, 占有率在 43% 以上。

随着华为、小米、OPPO、VIVO 等终端品牌商, 华为、中兴、浪潮等通信设备及服务器 ICT 厂商在全球崛起, 叠加贸易摩擦影响, 寻求国产高端替代的动力在加强。

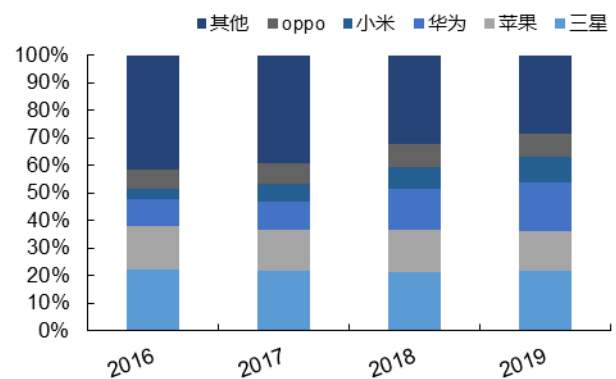
对于国内企业而言, 有两种进入终端厂商供应链的方式, 一种是品牌通过终端厂认证, 凭借成本优势和服务优势, 下游国内模切厂商采用国产材料品牌动力较强, 另一种是直接作为模切或者器件厂商参与品牌厂商的竞标。随着下游品牌商寻求国产高端替代的意愿提升, 国内散热厂商有望提高相关产品市场份额, 实现快速发展。

图 15: 无线主设备商市场份额 (假设只有这四家企业, 各公司按运营商收入进行比较)



资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

图 16: 国内厂商在全球智能手机份额占比不断提升



资料来源: IDC, 华金证券研究所

三、外延丰富散热解决方案, 募投加大 5G 散热布局

(一) 收购凯唯迪 51% 股权, 补齐 VC/热管产品能力

2019年6月,公司收购凯唯迪 51%股权实现外延式发展,凯唯迪主要从事热导管、散热器、五金制品的技术研发和生产,其热管等产品广泛应用于通信设备、智能终端产品、计算机、服务器中。本次收购使得公司产业布局更加完善,产品更加丰富,同时进一步完善公司对 5G 战略布局,满足相关通讯、手机、消费电子等行业热管理方面多样化产品的需求,提升公司市场综合竞争力。业绩承诺方面,凯唯迪承诺其 2019 年净利润不低于 300 万元,且 2020 年净利润不低于 450 万元。

表 4: 江苏凯唯迪科技有限公司主要财务情况

项目	2019 年 1-5 月	2018 年度
营业收入	7,415,418.32	18,500,250.59
营业利润	1,318,514.58	890,402.11
净利润	956,025.18	623,118.33

资料来源:公司公告,华金证券研究所

(二) 拟非公开发行,募投 8 亿用于 5G 散热产品产能

2020年2月,公司发布非公开发行 A 股股票预案,拟募集资金总额不超过人民币 8.31 亿元,扣除发行费用后,将全部投资于: 1) 实施 5G 高效散热模组建设项目 2) 补充流动资金。本次募投项目计划通过建设生产基地、购买行业领先的生产及检测设备,开展 5G 高效散热模组产品的研发和生产,生产的 5G 高效散热模组,将主要应用于 5G 智能手机、服务器、5G 基站和笔记本电脑。

表 5: 中石科技非公开发行募集资金计划投向

序号	项目名称	项目投资金额	使用募集资金金额
1	5G 高效散热模组建设项目	80,300.00	63,100.00
2	补充流动资金项目	20,000.00	20,000.00
合计	100,300.00	83,100.00	

资料来源:公司公告,华金证券研究所

本次募投项目项目达产后,将实现年产均热板 1.68 亿片,高效散热模组-5G 宏基站 7.2 万套,高效散热模组-服务器 312 万套,高效散热模组-笔记本电脑 2,160 万套的产能,将进一步完善公司产品结构,同时可基于公司现有客户资源,满足客户多样化的产品需求,巩固和提高公司的行业地位。

三、盈利预测及投资建议

(一) 盈利预测

盈利预测主要基于如下假设:

收入方面: 1) 公司导热材料业务: 手机产品中,石墨片产品单价下滑,5G 产品 ASP 相较 4G 提升 50%,公司在苹果产品份额稳定,在华为/VIVO 产品份额逐步提升;热管和 VC 公司逐步导入国产大品牌;基站产品中,公司其他导热材料在爱立信份额稳定,在国产品牌份额逐步提

升。2)公司电磁屏蔽业务:5G 基站电磁屏蔽产品单价值量提升,公司在国产品牌份额稳定提升。

3) 电源滤波器保持 10%的年增速。

盈利能力方面:我们认为 4G 产品进入价格底部,降价空间有限。5G 产品在 2020-2021 年保持较高毛利率水平,带动整体毛利率提升。

费用方面:公司进入 5G 新产品研发期,预计研发费用率进一步提升;管理费用率在股权激励摊销完成后预计保持平稳水平;产能建设从 2019 年后有所提升,资本开支也相应增加。

综合上述盈利假设,我们预计公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.50、0.63 和 0.95 元。净资产收益率分别为 16.1%、17.6%和 22%。

(二) 估值分析及投资建议

公司估值分析我们认为,由于公司能够稳定的实现收益,因此我们采用可比公司相对估值方面进行分析。投资建议方面,我们以行业可比公司的平均市盈率作为标准,参考市净率水平。

从下面表格中我们可以看到,散热行业市场可比公司的 2019 年平均动态市盈率约为 77.3 倍,PS 约为 6.4 倍。我们首次对公司进行覆盖,从公司的成长预期和市值规模看,我们建议给予“增持-A”投资建议。

表 6: 产业链可比公司估值参考

代码	公司	市值 (亿元)	PE 2019A	PE 2020E	PE 2021E	PS (TTM)	净利润 2019E	净利润 2020E	净利润 2021E
300602.SZ	飞荣达	139.2	38.7	29.3	23.7	5.3	3.6	4.8	5.9
603133.SH	碳元科技	37.4	115.8	26.6	15.8	7.5	0.3	1.4	2.4
	平均		77.3	28.0	19.8	6.4			
300684.SZ	中石科技	65.5	52.0	41.5	27.3	8.4	1.3	1.6	2.4

资料来源: wind,华金证券研究所

四、风险提示

5G 手机换机量不及预期，影响整个行业发展进度；

5G 手机散热方案大幅度降价；

行业竞争加剧公司份额不及预期风险；

凯唯迪收购整合不及预期，5G 新产品研发不及预期风险；

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	560	597	773	756	1068	营业收入	570	763	780	962	1386
现金	197	303	395	316	350	营业成本	363	484	500	612	871
应收票据及应收账款	264	158	293	251	541	营业税金及附加	3	6	5	7	10
预付账款	3	1	6	0	10	营业费用	20	30	29	36	52
存货	77	108	53	160	131	管理费用	71	41	55	60	92
其他流动资产	19	28	26	28	36	研发费用	0	33	45	58	74
非流动资产	274	307	316	443	610	财务费用	10	1	-1	1	3
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	7	3	4	5	4
固定资产	245	269	281	368	466	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	26	27	27	26	25	投资净收益	0	1	2	2	1
其他非流动资产	3	11	9	48	119	营业利润	96	170	147	187	285
资产总计	834	904	1089	1198	1678	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	264	223	309	285	552	营业外支出	0	1	0	1	1
短期借款	70	70	70	70	118	利润总额	96	169	147	187	285
应付票据及应付账款	163	100	203	148	366	所得税	14	28	21	26	40
其他流动负债	31	53	36	67	68	税后利润	82	141	126	161	245
非流动负债	15	0	1	13	25	少数股东损益	0	0	0	0	1
长期借款	15	0	1	13	25	归属母公司净利润	82	141	126	160	244
其他非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	113	188	162	206	314
负债合计	279	223	310	298	576						
少数股东权益	2	2	2	2	3	主要财务比率					
股本	87	158	252	252	252	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	247	198	103	103	103	成长能力					
留存收益	220	344	447	576	773	营业收入(%)	187.5	33.8	2.2	23.4	44.1
归属母公司股东权益	554	679	777	898	1099	营业利润(%)	175.3	76.1	-13.2	27.1	52.5
负债和股东权益	834	904	1089	1198	1678	归属于母公司净利润(%)	123.1	71.1	-10.4	27.0	52.7
						获利能力					
						毛利率(%)	36.4	36.6	35.8	36.4	37.2
						净利率(%)	14.4	18.4	16.2	16.6	17.6
						ROE(%)	14.8	20.7	16.2	17.8	22.2
						ROIC(%)	12.8	18.3	14.3	15.8	19.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33.4	24.7	28.5	24.8	34.4
						流动比率	2.1	2.7	2.5	2.7	1.9
						速动比率	1.8	2.1	2.2	2.0	1.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	1.0
						应收账款周转率	3.3	3.6	3.5	3.5	3.5
						应付账款周转率	2.9	3.7	3.3	3.5	3.4
						估值比率					
						P/E	83.3	48.7	54.3	42.8	28.0
						P/B	12.4	10.1	8.8	7.6	6.2
						EV/EBITDA	59.7	35.3	40.3	32.1	21.2

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、曾捷声明，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）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com