

Q1 业绩增长稳健，受益 5G 驱动需求，持续看好未来业绩稳健增长

买入 (维持)

2020 年 04 月 23 日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	776	985	1,293	1,603
同比 (%)	1.7%	27.0%	31.3%	24.0%
归母净利润 (百万元)	123	191	273	344
同比 (%)	-12.7%	55.1%	43.0%	26.3%
每股收益 (元/股)	0.49	0.76	1.08	1.37
P/E (倍)	59.88	38.60	27.00	21.37

投资要点

- **事件:** 2019 年中石科技实现营业收入 7.76 亿元, 同比增长 1.65%, 实现归母净利润 1.23 亿元, 同比下降 12.68%, 同时公布 2020 年 Q1 实现归母净利润 1930.97 万元-2180.13 万元, 同比增长 55%-75%。
- **导热材料助推业绩稳步提升:** 2019 年导热材料实现营业收入 7.07 亿元, 收入占比为 91.07%, 同比增长 4.31%。EMI 屏蔽材料以及电源滤波器业务受到基站建设进度以及手机销量的影响均有不同程度的下滑, 毛利率稳中向好, 2019 年实现毛利率 35.21%, 较 18 年略有下滑, 其中 19 年导热材料毛利率为 33.74%, 较去年下滑 1.38pp。
- **加码研发支出, 强化核心竞争力:** 2019 年, 三大费用 (管理费用含研发费用) 较去年同比增长 22%, 其中销售费用下滑 8.44%, 管理费用 (不含研发费用) 为 0.53 亿元, 同比增长 27.93%, 主要是由于股权激励费用、以及新购入固定资产折旧、装修工程摊销增加, 财务费用同比增长 145.75%。2019 年全年研发投入 4502.76 万元, 占营业收入的比例为 5.80%, 同比增长 37.90%。新增热管/均热板技术研发平台, 加强在核心产品及所处行业技术上的领先地位, 同时, 公司继续对北京、无锡和宜兴研发中心加大研发投入。
- **产业动能十足, 持续看好未来业绩稳健增长:** 加速国产替代进程, 为本土技术领先的企业打开新的市场拓展空间, 而且随着 5G 时代的到来, 手机散热需求出现剧增的状态: 据智研咨询预测, 2022 年手机散热行业中 4G 手机能够达到 57.75 亿元的市场规模, 5G 手机具有 30.75 亿元的市场规模, 2019-2022 年 5G 手机的 CAGR 为 376.95%。5G 基础设施在中国正式建设, 为万物互联时代拉开序幕, 2019 年国内 5G 基站新建数已经超过 13 万站; 随着传统汽车行业向新能源汽车行业转移, 新能源汽车在中国进入加速发展期, 也将带来散热需求的进一步增长。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 9.85 亿元、12.93 亿元、16.03 亿元, 每股收益分别为 0.76 元、1.08 元、1.37 元, 对应的 PE 估值分别为 39 倍、27 倍以及 21 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)	29.19
一年最低/最高价	15.62/41.85
市净率(倍)	9.42
流通 A 股市值(百万元)	3039.27

基础数据

每股净资产(元)	3.10
资产负债率(%)	23.27
总股本(百万股)	252.05
流通 A 股(百万股)	104.12

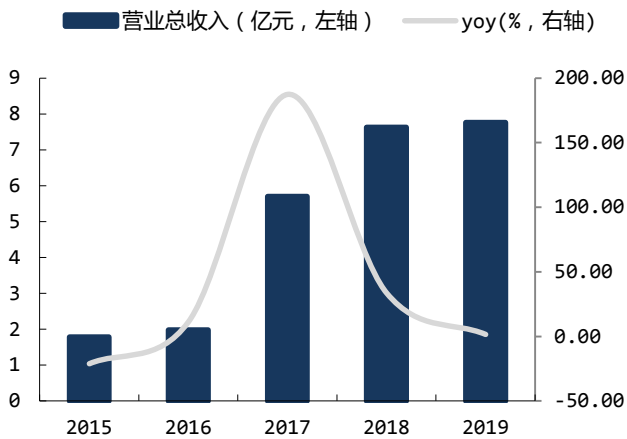
相关研究

- 1、《中石科技 (300684): 一季度业绩超预期, 持续看好 5G 带动各项业务稳步向上》2020-04-09
- 2、《中石科技 (300684): 业绩符合预期, 向上拐点到来, 持续看好 5G 带动各项业务稳步向上》2020-01-23
- 3、《中石科技 (300684): 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》2019-10-28

1. Q1 业绩增长稳健，导热材料大放异彩

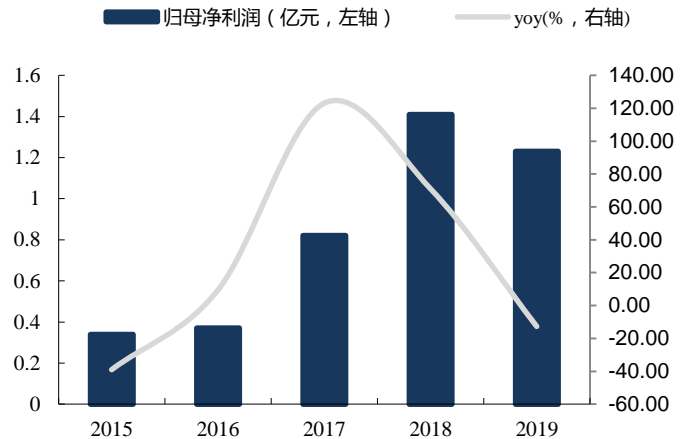
2019 年中石科技实现营业收入 7.76 亿元，同比增长 1.65%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比下降 12.68%，同时公布 2020 年 Q1 实现归母净利润 1930.97 万元-2180.13 万元，同比增长 55%-75%。

图 1：中石科技营业收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：中石科技归母净利润

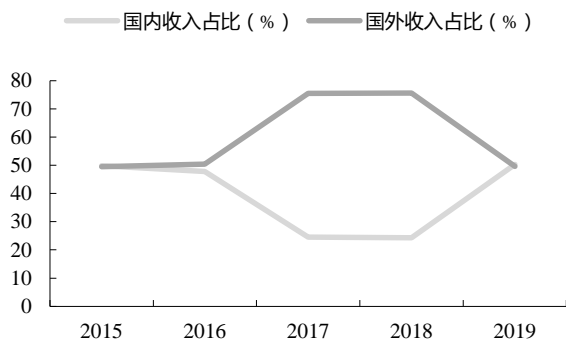


数据来源：wind，东吴证券研究所

2019 年北美手机大客户虽然受到中美贸易战的影响，但是随着国内手机大客户批量订单的增加，全年收入略有增加。净利润方面受到研发投入以及股权激励费用的影响，全年利润有所下滑。

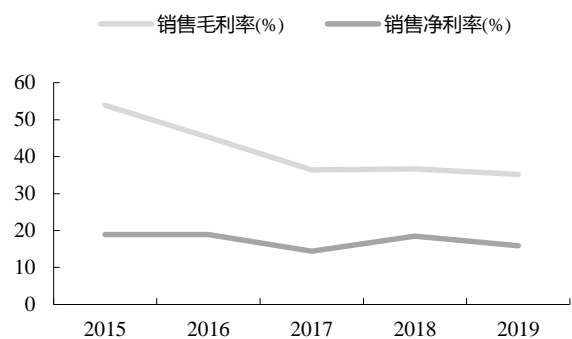
毛利率稳中向好，2019 年实现毛利率 35.21%，较 18 年略有下滑，其中 19 年导热材料毛利率为 33.74%，较去年下滑 1.38pp。

图 3：国内外收入占比情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：中石科技毛利率与净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

导热材料业务带动业绩稳步提升：2019 年导热材料实现营业收入 7.07 亿元，收入占比为 91.07%，同比增长 4.31%。EMI 屏蔽材料以及电源滤波器业务受到基站建设进度以及手机销量的影响均有不同程度的下滑。

表 1：中石科技细项业务拆分

业务	项目	2016	2017	2018	2019
导热材料	收入 (亿元)	1.17	4.85	6.77	7.07
	yoy (%)	18.30	313.04	39.58	4.31
	收入占比 (%)	59.21	85.07	88.75	91.07
	毛利率 (%)	37.76	34.82	35.12	33.74
EMI 屏蔽材料	收入 (亿元)	0.44	0.62	0.54	0.44
	yoy (%)	-1.22	39.42	-11.94	-19.63
	收入占比 (%)	22.37	10.85	7.14	5.65
	毛利率 (%)	50.55	42.27	-	-
电源滤波器	收入 (亿元)	0.33	0.23	0.30	0.24
	yoy (%)	0.72	-31.41	32.48	-20.38
	收入占比 (%)	16.58	3.96	3.92	3.07
	毛利率 (%)	61.93	54.03	-	-

数据来源：中石科技年报，东吴证券研究所

2019 年，消费电子行业与通信工业电子行业的产销比均超过 100%，库存量较去年同期均有所减少，主要是四季度客户需求旺盛，出货速度加快，导致年末库存量减少。

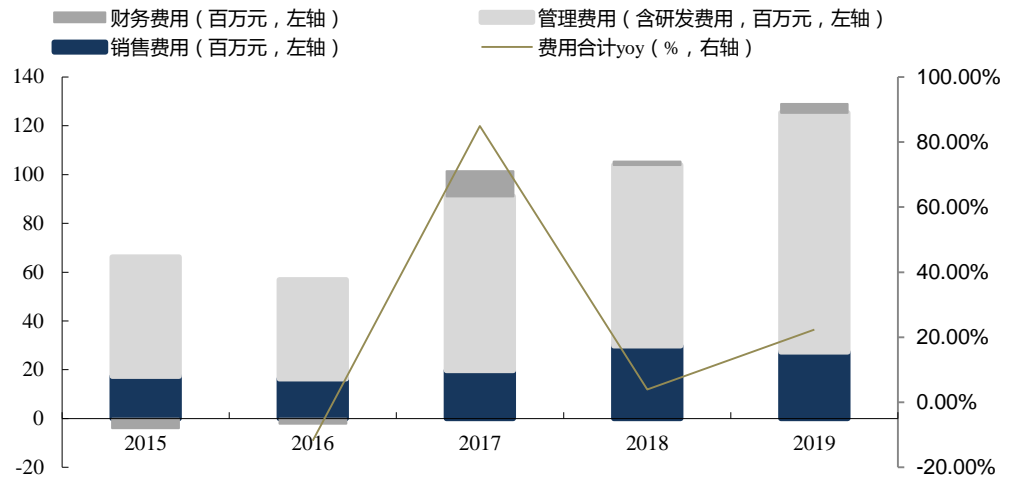
表 2：行业销量一览

行业分类	项目	2019	2018	yoy
消费电子	销售量 (m ²)	5,301,867	4,879,698	8.65%
	生产量 (m ²)	5,146,974	5,103,116	0.86%
	库存量 (m ²)	283,536	438,429	-35.33%
	产销比 (%)	103%	96%	
通讯工业电子	销售量 (m)	10,786,573	11,564,248	6.72%
	生产量 (m)	10,527,638	11,813,070	-10.88%
	库存量 (m)	304,650	563,585	-45.94%
	产销比 (%)	102.46%	97.89%	

数据来源：中石科技年报，东吴证券研究所

2019 年，三大费用（管理费用含研发费用）较去年同比增长 22%，其中销售费用下滑 8.44%，管理费用（不含研发费用）为 0.53 亿元，同比增长 27.93%，主要是由于股权激励费用、以及新购入固定资产折旧、装修工程摊销增加，财务费用同比增长 145.75%。

图 5：中石科技三费情况一览



数据来源：wind，东吴证券研究所

2019年全年研发投入4502.76万元，占营业收入的比例为5.80%，同比增长37.90%。新增热管/均热板技术研发平台，加强在核心产品及所处行业技术上的领先地位，同时，继续对北京、无锡和宜兴研发中心加大研发投入。

表 3：研发情况一览

	2019年	2018年	2017年
研发人员数量 (人)	139	76	66
研发人员数量占比 (%)	18.58	12.84	9.03
研发投入金额 (百万元)	45.03	32.65	29.66
研发投入占营业收入比例 (%)	5.8	4.28	5.2

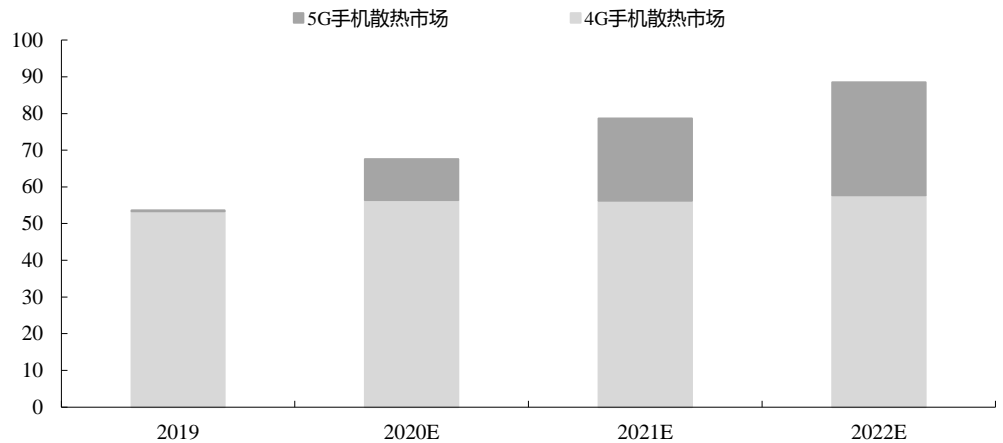
数据来源：wind，东吴证券研究所

截至2019年12月31日，向国内外申请发明专利及实用新型专利累计110项，其中，向国内外申请发明专利49项，取得国内发明专利5项，国外发明专利2项；公司申请实用新型专利61项，其中已经授权实用新型专利55项。

2. 产业动力十足，助推业绩稳步向前

国产替代进程加速，为本土技术领先的企业打开新的市场拓展空间，而且随着5G时代的到来，手机散热需求出现剧增的状态：据智研咨询预测2022年手机散热行业中4G手机能够达到57.75亿元的市场规模，5G手机具有30.75亿元的市场规模，2019-2022年5G手机的CAGR为376.95%。

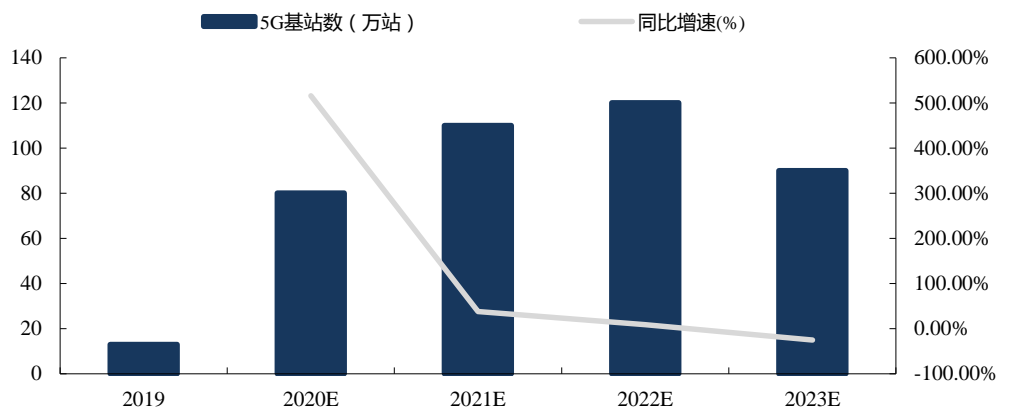
图 6：国内手机散热市场 (亿元)



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

5G 基础设施在中国正式建设，为万物互联时代拉开序幕，2019 年国内 5G 基站新建数已经超过 13 万站。

图 7：5G 基站每年新建情况



数据来源：工信部、三大运营商年报等，东吴证券研究所

随着传统汽车行业向新能源汽车行业转移，新能源汽车在中国进入加速发展期，也将带来散热需求的进一步增长。

3. 盈利预测与评级

我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 9.85 亿元、12.93 亿元、16.03 亿元，每股收益分别为 0.76 元、1.08 元、1.37 元，对应的 PE 估值分别为 39 倍、27 倍以及 21 倍，维持“买入”评级。

4. 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	701	732	911	1,100	营业收入	776	985	1,293	1,603
现金	342	273	325	411	减:营业成本	503	644	821	1,003
应收账款	253	263	415	426	营业税金及附加	7	8	10	13
存货	70	157	132	221	营业费用	27	36	47	58
其他流动资产	35	38	40	42	管理费用	53	72	88	112
非流动资产	337	430	561	659	财务费用	4	-0	6	11
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-0	3	3	3
固定资产	272	344	465	560	加:投资净收益	3	2	2	2
在建工程	3	25	36	39	其他收益	0	0	0	0
无形资产	38	39	40	42	营业利润	143	224	319	404
其他非流动资产	23	22	20	18	加:营业外净收支	-0	-0	-0	-0
资产总计	1,037	1,162	1,472	1,760	利润总额	143	224	319	403
流动负债	241	273	358	364	减:所得税费用	19	33	45	58
短期借款	53	53	79	53	少数股东损益	0	1	1	1
应付账款	128	164	208	246	归属母公司净利润	123	191	273	344
其他流动负债	61	57	70	65	EBIT	136	218	314	397
非流动负债	0	8	15	15	EBITDA	165	244	349	442
长期借款	0	8	15	15					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	241	281	373	379	每股收益(元)	0.49	0.76	1.08	1.37
少数股东权益	15	15	16	18	每股净资产(元)	3.10	3.44	4.30	5.41
					发行在外股份(百万股)	252	252	252	252
归属母公司股东权益	781	866	1,083	1,363	ROIC(%)	14.1%	20.1%	22.8%	23.7%
负债和股东权益	1,037	1,162	1,472	1,760	ROE(%)	15.5%	21.7%	24.9%	25.0%
					毛利率(%)	35.2%	34.6%	36.5%	37.4%
					销售净利率(%)	15.8%	19.4%	21.1%	21.5%
					资产负债率(%)	23.3%	24.2%	25.3%	21.5%
					收入增长率(%)	1.7%	27.0%	31.3%	24.0%
					净利润增长率(%)	-12.7%	55.1%	43.0%	26.3%
					P/E	59.88	38.60	27.00	21.37
					P/B	9.42	8.50	6.79	5.40
					EV/EBITDA	42.88	29.25	20.40	15.86

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>