

# 中石科技 (300684)

## H1 业绩超预期, 5G 打开散热市场空间, 持续看好未来业绩稳健高增

买入 (维持)

2020 年 08 月 27 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   | 345   |
| 同比 (%)      | -12.7% | 55.3% | 43.3% | 26.2% |
| 每股收益 (元/股)  | 0.44   | 0.68  | 0.97  | 1.23  |
| P/E (倍)     | 73.86  | 47.57 | 33.19 | 26.29 |

### 投资要点

■ **事件:** 8 月 26 日, 中石科技公布 2020 年中报业绩: 上半年实现营业收入 3.97 亿元, 同比增长 56.99%, 上半年实现归母净利润 0.63 亿元, 同比增长 127.86%。

■ **受益 5G 市场开启市场业务新需求, 主营业务业绩增长稳健: 中石科技 2020 年 H1 业绩稳增:** H1 营业收入同比增长 56.99%, 其中 Q2 同比增长 46.74%; 归母净利润同比增长 127.86%, 其中 Q2 同比增长 182.15%, 主要原因为报告期内, 公司受益于智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能可穿戴产品等市场中新项目、新产品业务的不断提升, 及在国内外主要大客户供货份额的提升, 销售收入较去年同期有较大幅度增长。同时, 因销售收入同比获得大幅度增长, 公司产能利用充足, 形成规模效应, 毛利率趋于稳定, 因此公司 2020 年上半年的净利润较去年同期有较大提高。

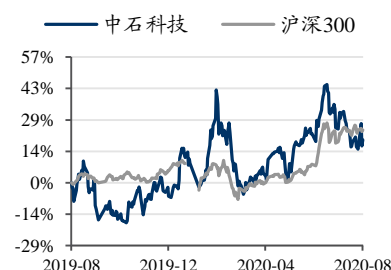
■ **持续加强技术前瞻布局, 打造长期动力:** 公司 2017 年大批量供给苹果手机中的石墨散热并成为主流供应商, 相关卷绕技术行业领先, 2019 年顺利进入华为、vivo 等国内手机大厂供应链; 同时, 公司 2019 年收购凯唯迪 51% 股权, **完成石墨+VC, 石墨+热管组合散热解决方案技术整合。**同时, 公司 2020 年募集 8.31 亿元于 5G 高效散热模组开发, 主要用于 5G 智能手机、服务器、5G 基站等建设, 将能够满足 5G 手机散热升级需求和 5G 基站大功率散热需求。我们认为, **募投将进一步帮助提升公司的市场竞争力; 同时, 苹果智能机销量下滑对公司带来的影响将较为有限, 国内大客户的崛起及明年高 ASP 料号的导入为公司未来业绩带来较大弹性。**

■ **5G 散热升级“石墨+热管、均热板”有望带来量价齐升:** 5G 手机的推出除了带来射频器件、LCP 材质等创新变化, 5G 芯片计算能力至少为 4G 的 5 倍, 功耗为 4G 的 2.5 倍, 同时, 随着 AI 技术和 AR 应用增加, 手机运算速度及数据处理能力持续提升, 手机发热量持续增加, 高效散热成为 5G 手机的刚需; 目前较为成熟的散热方案为热管、石墨片、均热板 (VC), 随着小米 10、安卓系三星 S20、华为 Mate20X 等 5G 手机开始配置石墨+VC 组合散热方案, 国内散热龙头纷纷开启布局。**我们认为, 随着 2020 年全年海外大客户多款手机发布, 公司开拓的热管、VC 业务导入量产、5G 基站拉动, 公司产品将继续受益量价齐升。**

■ **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 0.68 元、0.97 元、1.23 元, 对应的 PE 估值分别为 47.57/33.19/26.29 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 终端需求释放不及预期; 宏观经济持续下滑。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 32.30       |
| 一年最低/最高价      | 21.82/41.24 |
| 市净率(倍)        | 11.62       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3354.56     |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 2.94   |
| 资产负债率(%)    | 57.10  |
| 总股本(百万股)    | 280.95 |
| 流通 A 股(百万股) | 103.86 |

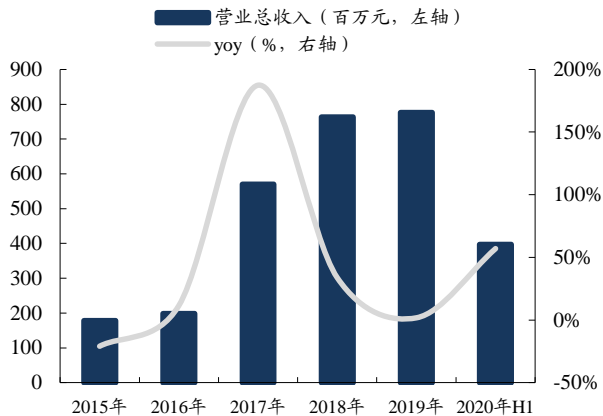
### 相关研究

- 1、《中石科技 (300684): H1 业绩大超预期, 5G 打开散热市场空间, 持续看好未来业绩稳健高增》2020-07-15
- 2、《中石科技 (300684): 疫情影响有限, 存货增长凸显中长期需求向上》2020-04-29
- 3、《中石科技 (300684): 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》2020-04-23

## 1. H1 主营业务业绩增长稳健

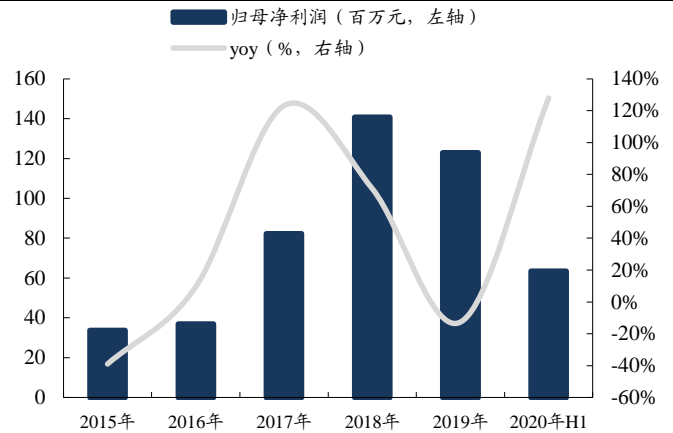
中石科技 H1 营收同比增长 56.99%，归母净利润同比增长 127.86%；其中，Q2 营收环比增长 27.75%，Q2 归母净利润环比增长 117.14%，主要系公司新项目、新产品在市场的不断提升及在国内外主要大客户供货份额的增加。同时，因产能利用充足，规模效应形成，公司毛利率趋于稳定，H1 净利润较去年同期有较大增长。

图 1: 中石科技营业收入 (百万)



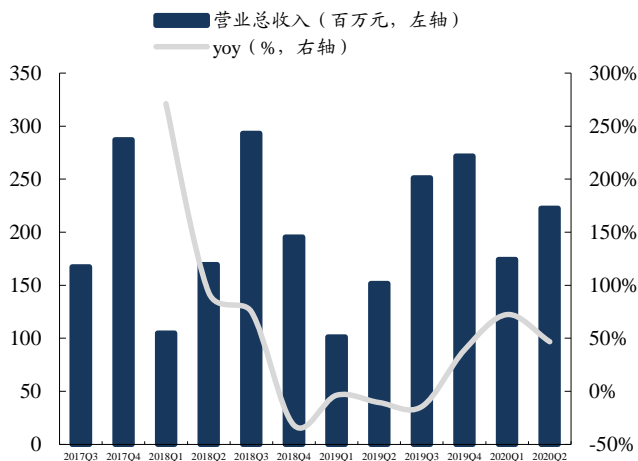
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 2: 中石科技归母净利润 (百万)



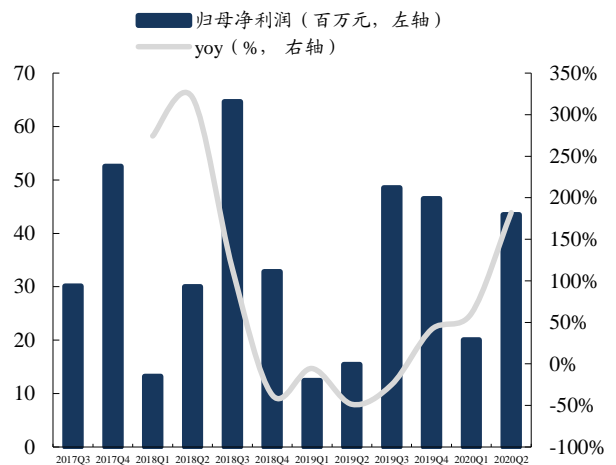
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 3: 中石科技单季度营业收入 (百万)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 中石科技单季度归母净利润 (百万)

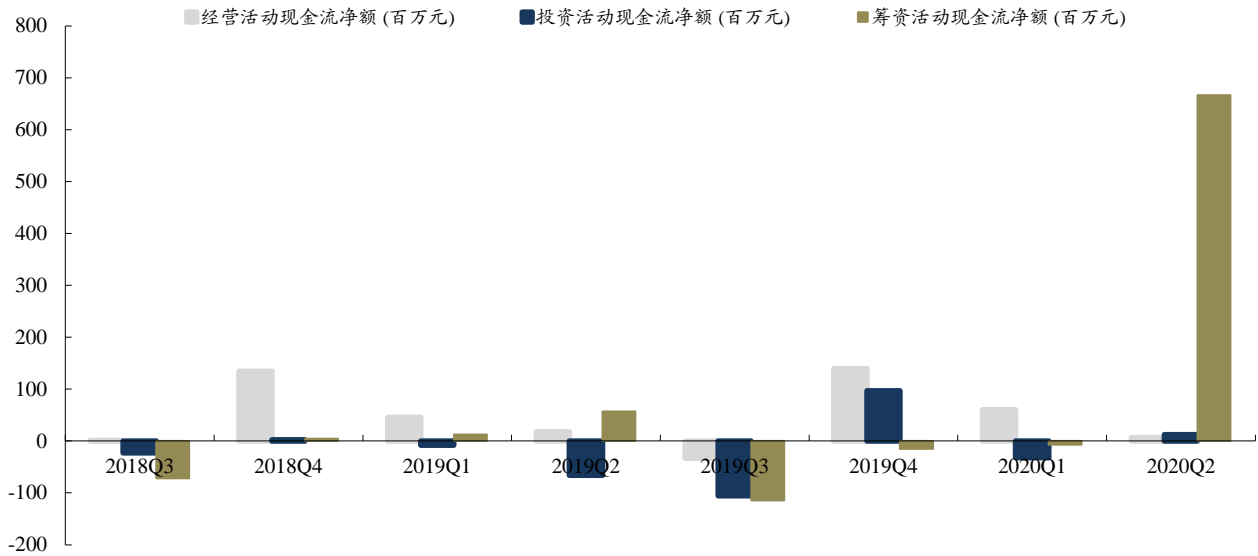


数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 经营活动回款稳定:

Q2 经营活动产生的现金流净额 0.07 亿元，同比下降 60.94%，环比下降 88.53%，主要系业务量增加，支付职工薪酬增加所致。Q2 筹资现金流净额环比增长 9193.6%，主要系收到非公开发行业股票的募集资金以及分配股利、偿还短期借款本息所致。

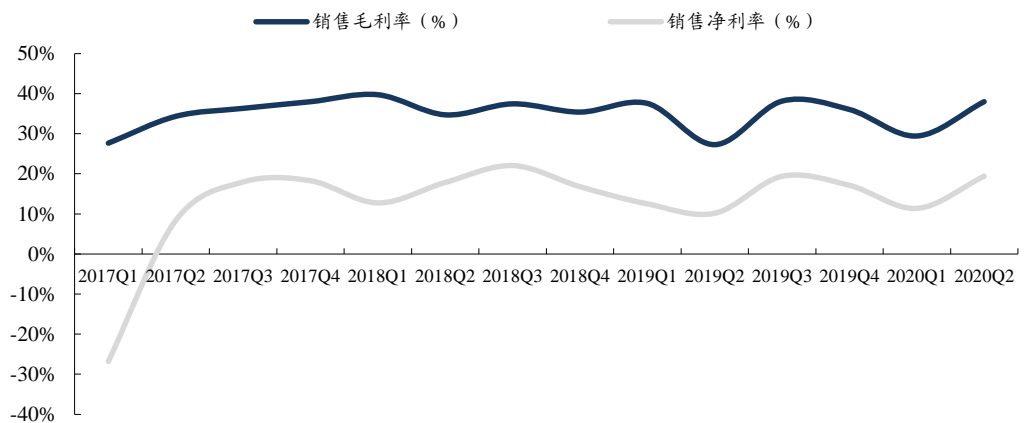
图 5: 中石科技季度现金流净额 (百万)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

**疫情影响逐渐减弱, 毛利率逐步回升, 盈利能力趋于稳定:** 公司 2020 年 H1 实现毛利率 34.23%, 其中 2020 年 Q2 毛利率 38.00%, 较 2020 年 Q1 上升 8.58pp。

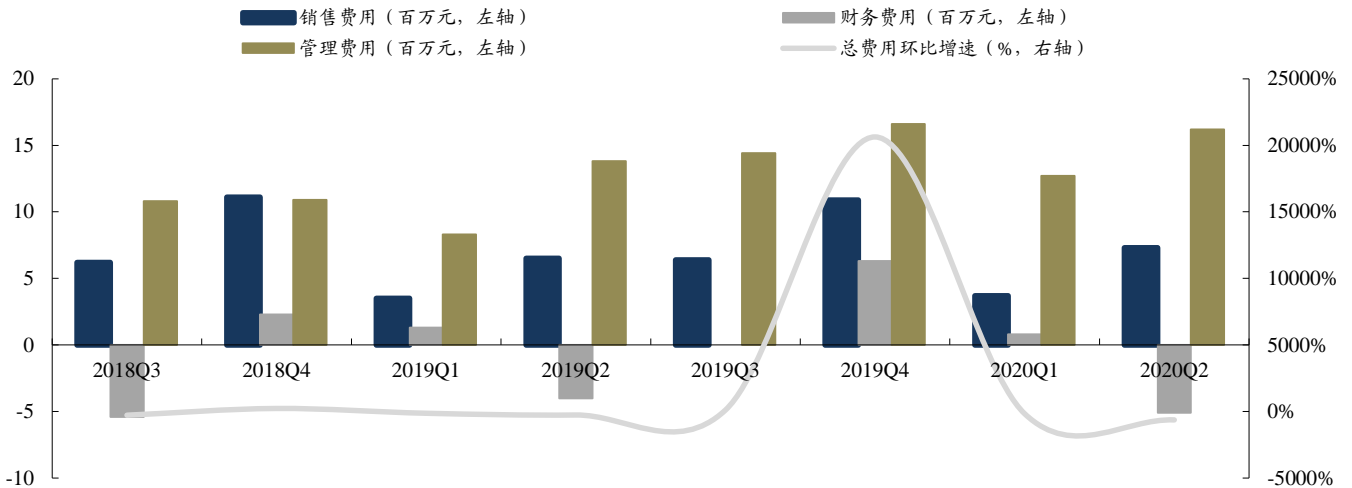
图 6: 中石科技毛利率与净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司 H1 发生管理费用 0.29 亿元, 同比增长 31.16%, 主要系职工薪酬增加及新设子公司运营费用增加所致。同时由于汇兑收益增加, 财务费用进一步降低至-0.04 亿元。

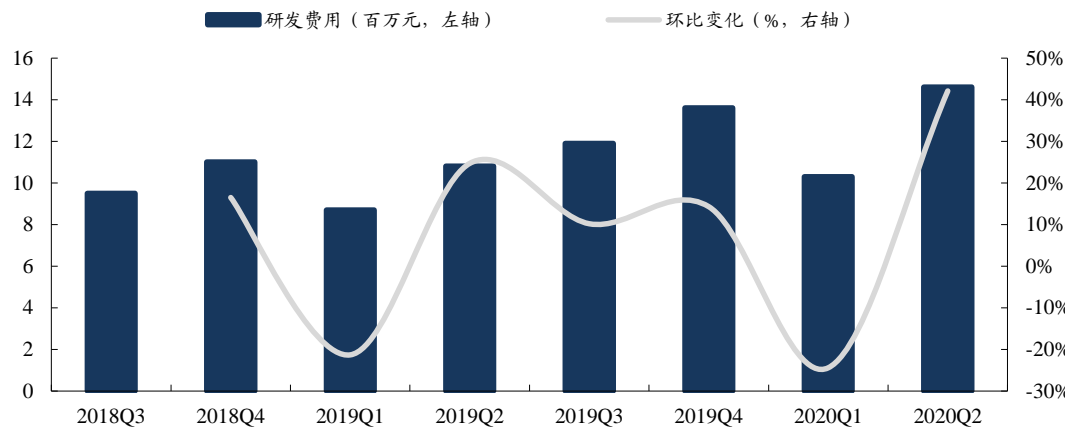
图 7: 中石科技季度费用支出 (百万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

**H1 公司研发费用同比上升 27.99%，占营收 6.30%；其中，Q2 研发费用环比上升 42.1%。**公司持续对北京、无锡和宜兴研发中心加大研发投入，打造针对不同产品类型的专业研发团队和行业前沿技术研究平台。截至 2020 年 6 月 30 日，公司向国内外申请发明专利及实用新型专利累计 117 项。

图 8: 中石科技研发费用情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 2. 5G 市场开启市场业务新需求，助推业绩稳步向前

### 持续加强技术前瞻布局，打造长期动力：

公司 2017 年大批量供给苹果手机中的石墨散热并成为主流供应商，相关卷绕技术行业领先，2019 年顺利进入华为、vivo 等国内手机大厂供应链。

公司 2019 年收购凯唯迪 51% 股权，**完成石墨+VC，石墨+热管组合散热解决方案技**

### 术整合。

同时，公司募集 8.31 亿元于 5G 高效散热模组开发，用于 5G 智能手机、服务器、5G 基站等建设，将能够满足 5G 手机散热升级需求和 5G 基站大功率散热需求。

表 1: 中石科技定增情况

| 募投项目名称        | 计划投资额(万元) | 币种  |
|---------------|-----------|-----|
| 5G 高效散热模组建设项目 | 63,100.00 | CNY |
| 补充流动资金项目      | 20,000.00 | CNY |

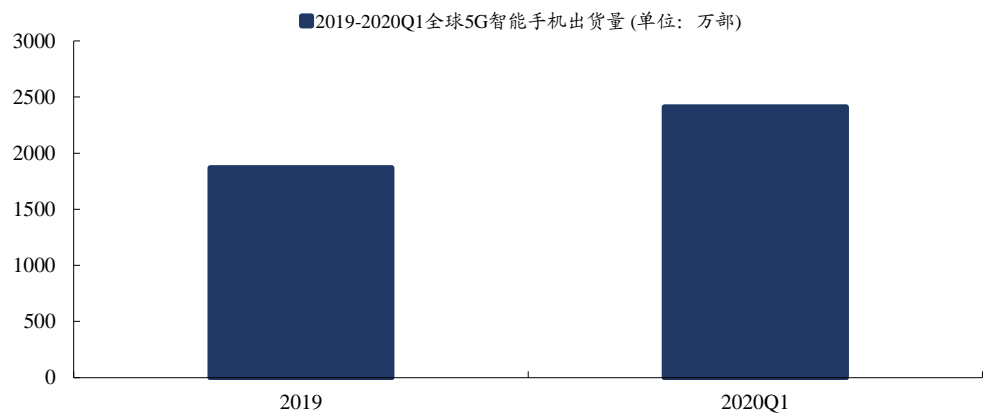
数据来源：中石科技公告，东吴证券研究所

我们认为，募投将进一步帮助提升公司的市场竞争力；同时，苹果智能机销量下滑对公司带来的影响将较为有限，国内大客户的崛起及明年高 ASP 料号的导入为公司未来业绩带来较大弹性。

### 5G 时代散热升级“石墨+热管、均热板”有望带来量价齐升：

5G 手机的推出除了带来射频器件、LCP 材质等创新变化，5G 芯片计算能力至少为 4G 的 5 倍，功耗为 4G 的 2.5 倍，同时，随着 AI 技术和 AR 应用增加，手机运算速度及数据处理能力持续提升，手机发热量持续增加，高效散热成为 5G 手机的刚需。

图 9: 5G 手机需求量变化



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

目前较为成熟的散热方案为热管、石墨片、均热板 (VC)，随着小米 10、安卓系三星 S20、华为 Mate20X 等 5G 手机开始配置石墨+VC 组合散热方案，国内散热龙头如中石科技、天迈科技、碳元科技、飞荣达、精研科技等纷纷开启布局。

我们认为，随着全年海外大客户多款手机发布、公司开拓的热管、VC 业务导入量产、5G 基站拉动，公司产品将继续受益量价齐升。

## 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 0.68 元、0.97 元、1.23 元，对应的 PE 估值分别为 47.57/33.19/26.29 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        |
| <b>流动资产</b>       | <b>701</b>   | <b>744</b>   | <b>916</b>   | <b>1,109</b> | <b>营业收入</b>      | <b>776</b>   | <b>985</b>   | <b>1,293</b> | <b>1,603</b> |
| 现金                | 342          | 286          | 330          | 420          | 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          |
| <b>非流动资产</b>      | <b>337</b>   | <b>430</b>   | <b>561</b>   | <b>659</b>   | 财务费用             | 4            | -1           | 5            | 10           |
| 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           | <b>营业利润</b>      | <b>143</b>   | <b>224</b>   | <b>320</b>   | <b>405</b>   |
| 其他非流动资产           | 23           | 22           | 20           | 18           | 加:营业外净收支         | -0           | -0           | -0           | -0           |
| <b>资产总计</b>       | <b>1,037</b> | <b>1,174</b> | <b>1,477</b> | <b>1,768</b> | <b>利润总额</b>      | <b>143</b>   | <b>224</b>   | <b>320</b>   | <b>404</b>   |
| <b>流动负债</b>       | <b>241</b>   | <b>256</b>   | <b>339</b>   | <b>356</b>   | 减:所得税费用          | 19           | 33           | 46           | 58           |
| 短期借款              | 53           | 53           | 53           | 53           | 少数股东损益           | 0            | 1            | 1            | 1            |
| 应付账款              | 128          | 164          | 208          | 246          | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>123</b>   | <b>191</b>   | <b>273</b>   | <b>345</b>   |
| 其他流动负债            | 61           | 40           | 78           | 57           | EBIT             | 136          | 218          | 314          | 397          |
| <b>非流动负债</b>      | <b>0</b>     | <b>8</b>     | <b>15</b>    | <b>15</b>    | EBITDA           | 165          | 244          | 349          | 442          |
| 长期借款              | 0            | 8            | 15           | 15           |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债           | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>241</b>   | <b>264</b>   | <b>354</b>   | <b>370</b>   | 每股收益(元)          | 0.44         | 0.68         | 0.97         | 1.23         |
| 少数股东权益            | 15           | 15           | 16           | 18           | 每股净资产(元)         | 2.78         | 3.19         | 3.94         | 4.91         |
|                   |              |              |              |              | 发行在外股份(百万        |              |              |              |              |
| 归属母公司股东权益         | 781          | 895          | 1,106        | 1,381        | 股)               | 252          | 281          | 281          | 281          |
| <b>负债和股东权益</b>    | <b>1,037</b> | <b>1,174</b> | <b>1,477</b> | <b>1,768</b> | ROIC(%)          | 14.1%        | 19.5%        | 22.9%        | 23.4%        |
|                   |              |              |              |              | ROE(%)           | 15.5%        | 21.0%        | 24.4%        | 24.8%        |
|                   |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 35.2%        | 34.6%        | 36.5%        | 37.4%        |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 销售净利率(%)         | 15.8%        | 19.4%        | 21.1%        | 21.5%        |
| 经营活动现金流           | 169          | 128          | 265          | 312          | 资产负债率(%)         | 23.3%        | 22.5%        | 24.0%        | 20.9%        |
| 投资活动现金流           | -83          | -118         | -163         | -142         | 收入增长率(%)         | 1.7%         | 27.0%        | 31.3%        | 24.0%        |
| 筹资活动现金流           | -61          | -67          | -57          | -80          | 净利润增长率(%)        | -12.7%       | 55.3%        | 43.3%        | 26.2%        |
| 现金净增加额            | 24           | -57          | 44           | 90           | P/E              | 73.86        | 47.57        | 33.19        | 26.29        |
| 折旧和摊销             | 29           | 26           | 35           | 45           | P/B              | 11.62        | 10.14        | 8.20         | 6.57         |
| 资本开支              | 57           | 94           | 130          | 99           | EV/EBITDA        | 53.31        | 36.23        | 25.22        | 19.72        |
| 营运资本变动            | 3            | -87          | -48          | -87          |                  |              |              |              |              |

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>

