

投资评级：买入(维持)

洁美科技(002859)

目标价:38.5元

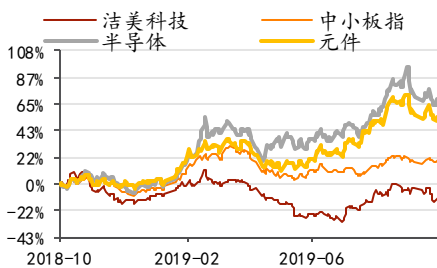
## 市场数据 2019-10-22

收盘价(元)	30.66
一年内最低/最高(元)	24.00/39.57
市盈率	39.1
市净率	5.59

## 基础数据

净资产收益率(%)	18.98
资产负债率(%)	26.4
总股本(亿股)	2.58

## 最近12月股价走势



## 联系信息

赵成	分析师
SAC 证书编号: S0160517070001	
zhaoc@ctsec.com	
鲍娴颖	联系人
baoxianying@ctsec.com	021-68592263

## 相关报告

1 《洁美科技(002859):三季报业绩亮眼,全年高速增长无虞》 2018-10-26

## 业绩环比改善明显,行业景气度回暖

## ● Q3 收入环比改善明显,短期毛利率略有下滑

2019年前三季度实现营业收入6.56亿元,同比-34.55%;实现归母净利润0.96亿元,同比-53.11%;其中Q3单季实现营业收入2.74亿元,同比-32.1%,环比+42.7%,环比改善明显,印证行业景气度触底回升,实现归母净利润4161万元,同比-57.9%,环比+14.1%。由于引进高端人才研发费用增加(Q3为2216万,去年同期1547万),加之纸带调价及此前购买的原材料木浆成本较高导致毛利率下滑(Q3为33.6%,Q2为36.5%,去年同期40.3%),三季度净利润略低于市场预期。

## ● 稼动率回暖印证纸质载带下游去库存进入尾声

纸质载带下游 MLCC 去年四季度以来的大幅降价去库存预计即将进入尾声,目前 MLCC 原厂稼动率大部分已逐月恢复。从洁美 Q3 收入环比提升 42.7%可推算公司 Q3 稼动率已恢复至 70%左右。展望未来,随着 5G 及汽车电子发展,被动元器件需求将进一步恢复,我们预计公司稼动率将逐季持续提升;产品结构方面,高端压孔纸带比例持续提升,纸带均价有望上升;客户结构方面,日系/韩系优质客户份额不断拓展;成本方面,18 年底高价囤货的原材料木浆消耗完毕后,成本压力有望下降;产能方面,第四条造纸机有望在明年下半年安装完毕。综上,预计纸质业务业绩有望逐季恢复增长。

## ● 发行可转债建设离型膜原膜产线,有望打开新市场

公司此前公告拟发行不超过 6 亿元可转债,募投项目的主要产品为年产 36,000 吨光学级 BOPET 膜(离型膜原材料)和年产 6,000 吨 CPP 保护膜(铝塑膜和 ITO 导电膜原材料)。公司目前已有 5 条离型膜产线,产品已有送样及小批量出货,预计 Q4 新增两条宽幅韩国产线,明年新增一条宽幅日本产线。我们测算离型膜市场空间超过 200 亿,此次募投离型膜原材料项目建成后,有望复制纸带纵向一体化发展路径,公司业务业绩增长将跨上新台阶。

## ● 纸质载带逐季度恢复,新产品打开空间,目标价 38.5 元

公司质地优良,纸质载带利基市场龙头地位稳定,塑料载带和离型膜有望打开百亿新市场。此外,公司拟使用 1-1.5 亿元自有资金进行回购,彰显长期发展信心。预计 2019-2021 年净利润 2.08/3.34/4.19 亿元,对应 PE 为 38.1/23.7/18.9X,目标价看到 38.5 元。

## 风险提示:MLCC 去库存进度不及预期;新项目进展不及预期

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	996	1,311	970	1,477	1,838
增长率	32.3%	31.6%	-26.0%	52.2%	24.5%
归属母公司股东净利润(百万)	196	275	208	334	419
增长率	42.1%	40.3%	-24.5%	60.8%	25.2%
每股收益(元)	0.76	1.07	0.80	1.29	1.62
市盈率(倍)	40.3	28.7	38.1	23.7	18.9

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财,财通天下

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>996</b>	<b>1,311</b>	<b>970</b>	<b>1,477</b>	<b>1,838</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	597	825	630	923	1,144	营业收入增长率	32.3%	31.6%	-26.0%	52.2%	24.5%
营业税费	7	8	7	11	13	营业利润增长率	41.6%	45.7%	-25.3%	66.2%	25.3%
销售费用	43	52	40	57	81	净利润增长率	42.1%	40.3%	-24.5%	60.8%	25.2%
管理费用	109	65	58	83	104	EBITDA 增长率	47.9%	50.0%	-30.0%	54.2%	22.9%
财务费用	23	-20	-13	2	5	EBIT 增长率	51.1%	52.1%	-34.0%	64.5%	25.3%
资产减值损失	6	3	21	22	26	NOPLAT 增长率	64.2%	19.6%	-20.9%	59.2%	25.2%
加: 公允价值变动收益	-	1	-2	0	0	投资资本增长率	45.6%	22.0%	-20.7%	28.6%	-1.1%
投资和汇兑收益	2	1	16	2	2	净资产增长率	144.2%	15.6%	14.2%	15.3%	16.7%
<b>营业利润</b>	<b>222</b>	<b>323</b>	<b>242</b>	<b>401</b>	<b>503</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	0	-1	0	0	0	毛利率	40.1%	37.1%	35.1%	37.5%	37.8%
<b>利润总额</b>	<b>222</b>	<b>322</b>	<b>242</b>	<b>401</b>	<b>503</b>	营业利润率	22.3%	24.7%	24.9%	27.2%	27.4%
减: 所得税	26	47	34	67	85	净利润率	19.7%	21.0%	21.4%	22.6%	22.8%
<b>净利润</b>	<b>196</b>	<b>275</b>	<b>208</b>	<b>334</b>	<b>419</b>	EBITDA/营业收入	27.4%	31.2%	29.5%	29.9%	29.5%
						EBIT/营业收入	23.8%	27.5%	24.6%	26.5%	26.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	230	361	637	587	947	固定资产周转天数	193	187	256	156	115
交易性金融资产	-	2	1	1	1	<b>流动营业资本周转天数</b>	106	136	149	93	97
应收账款	376	416	123	780	345	流动资产周转天数	227	265	413	320	319
应收票据	3	10	0	16	4	应收账款周转天数	116	109	100	110	110
预付账款	11	9	4	8	7	存货周转天数	43	62	112	50	50
存货	124	326	279	130	377	总资产周转天数	489	505	773	563	523
其他流动资产	33	32	27	31	30	投资资本周转天数	355	355	473	314	282
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.6%	17.7%	11.7%	16.3%	17.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	13.0%	10.1%	13.0%	15.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	27.0%	22.2%	14.4%	28.9%	28.2%
固定资产	652	713	666	617	563	<b>费用率</b>					
在建工程	52	130	186	253	336	销售费用率	4.3%	3.9%	3.8%	3.7%	4.0%
无形资产	71	100	117	135	151	管理费用率	10.9%	5.0%	5.2%	5.1%	5.1%
其他非流动资产	10	14	13	12	10	财务费用率	2.3%	-1.5%	-0.3%	-0.7%	-0.7%
<b>资产总额</b>	<b>1,563</b>	<b>2,114</b>	<b>2,054</b>	<b>2,568</b>	<b>2,771</b>	三费/营业收入	17.5%	7.4%	8.7%	8.2%	8.4%
短期债务	50	144	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	98	187	26	286	101	资产负债率	13.9%	26.4%	13.4%	20.2%	13.7%
应付票据	-	5	135	122	165	负债权益比	16.1%	35.9%	15.5%	25.3%	15.8%
其他流动负债	31	32	36	32	35	流动比率	4.34	3.14	5.42	3.52	5.69
长期借款	9	99	-	-	-	速动比率	3.65	2.26	4.01	3.23	4.44
其他非流动负债	28	91	78	78	78	利息保障倍数	10.24	-17.77	-71.26	-40.52	-40.53
<b>负债总额</b>	<b>216</b>	<b>558</b>	<b>276</b>	<b>519</b>	<b>379</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.16	0.22	0.12	0.24	0.29
股本	256	258	258	258	258	分红比率	20.9%	20.7%	15.0%	18.8%	18.2%
留存收益	1,090	1,343	1,519	1,791	2,133	股息收益率	0.5%	0.7%	0.4%	0.8%	1.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,346</b>	<b>1,556</b>	<b>1,778</b>	<b>2,049</b>	<b>2,392</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.76	1.07	0.80	1.29	1.62
净利润	196	275	208	334	419	BVPS(元)	5.21	6.02	6.88	7.93	9.25
加: 折旧和摊销	36	49	48	50	52	PE(X)	40.3	28.7	38.1	23.7	18.9
资产减值准备	6	3	21	22	26	PB(X)	5.9	5.1	4.4	3.9	3.3
公允价值变动损失	-	-1	-2	0	0	P/FCF	-17.6	39.0	30.5	672.3	18.2
财务费用	6	2	-3	-10	-12	P/S	7.9	6.0	8.2	5.4	4.3
投资收益	-2	-1	-1	-1	-1	EV/EBITDA	28.0	19.0	25.4	16.6	12.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	19.4%	15.0%	14.6%	19.4%	15.0%
营运资金的变动	-132	-114	322	-287	63	PEG	2.1	1.9	2.6	1.2	1.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>109</b>	<b>168</b>	<b>594</b>	<b>110</b>	<b>547</b>	ROIC/WACC	2.6	2.1	1.4	2.8	2.7
投资活动产生现金流量	-165	-198	-92	-107	-123	REP	2.5	2.6	4.7	1.8	1.8
融资活动产生现金流量	231	156	-226	-53	-64						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。