

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

捷荣技术 (002855)

重大事件快评

增持

(首次评级)

2019 年 08 月 20 日

业绩有望反转，散热新布局提升长期竞争力

证券分析师： 欧阳仕华 0755-81981821 ouyangsh1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码： S0980517080002
 证券分析师： 许亮 0755-81981025 xuliang1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码： S0980518120001

事项：

公司动态跟踪。

国信电子观点：1) 公司进入业绩反转期：我们分析了公司过去 8 年以来业务的变化趋势以及背后的影响因素，认为随着公司新客户开展顺利，内部管理效率提升，以及金属结构件利润率提升，公司已经进入业绩反转周期。

2) 预计 19-20 年归母净利润 0.78/1.35/1.53 亿元，对应 EPS 为 0.33/0.56/0.63 元，同比增长 166%/72%/13%，对应当前股价 PE 为 34.7/20.1/17.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

评论：

■ 国内领先的结构件供应商，核心客户包括三星、华为等优质消费电子品牌

公司 2007 年成立，2014 年整体变更为股份制公司。公司定位为专业的模具及精密结构件生产厂商，业务主要定位于国内外知名的消费电子品牌厂商提供手机、平板电脑等产品的模具开发及手机结构件产品。

公司是国内手机结构件的主要供应商之一，具有较强的模具设计与开发、精密手机结构件产品的制造及综合服务能力，能够根据客户的要求提供各种手机结构件产品的开发、设计与制造服务。核心客户包括三星、华为、TCL、魅族等国际国内知名品牌厂商。根据披露数据，2016 年华为收入为 7.25 亿元，占总收入比例为 39.52%；客户三星收入为 2.37 亿元，占总收入比例为 12.93%。2018 年华为是公司第二大客户，收入为 5.62 亿元，占总收入比例 25.5%。

表 1：公司过去 8 年业务年收入和利润变化趋势

公司基本业务情况	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入(百万元)	909	1678	2204	2686	2319	1836	1520	2203
同比增长率		84.58%	31.36%	21.86%	-13.63%	-20.85%	-17.23%	44.97%
净利润(百万元)	126	204	115	152	82	72	52	29
同比增长率		61.28%	-43.31%	31.75%	-45.81%	-12.37%	-28.26%	-43.37%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司产品发展基本与产业趋势相吻合。公司早期主要业务为塑胶结构件，受益于智能手机出货量快速增长，公司 2011 年-2014 年收入从 9.09 亿元快速增长至 26.86 亿元，实现较快增长。2015 年开始，智能手机金属结构件渗透率快速提升，公司业务受到较大影响，2015-2017 年公司业务收入连续下滑，2017 年公司收入为 15.20 亿元，同比下滑 17.23%。2018 年公司 OPPO 业务大幅增长，带动公司总收入增长 45%。

手机结构件产品从塑胶件往金属件升级过程中，圆有塑胶件业务竞争加剧，同时新的金属结构件业务投入加大，公

司净利润从 2014 年开始逐步下滑，2018 年公司净利润为 0.29 亿元。

■ 2019 年公司业绩趋势将实现扭转向上

公司 2011 年-2018 年核心业务经历了一个完整周期。随着新客户的开拓，公司在 2018 年扭转了 2015 年以来收入下滑的趋势。2018 年公司收入 22.03 亿元，同比增长 45%，2019 年 Q1 公司收入 5.55 亿元，同比增长 50.60%。

在开发新客户的同时，公司在内部管理方面实施新的体系实现效率提升。目前公司对核心客户实行针对性的条线管理，对 OPPO、华为、三星等核心大客户做好优质服务。内部管理大胆启用新人，并实行激励计划。2019 年 1 月 30 日，公司完成了限制性股票激励计划的授予登记，合计授予股票数量 1147.79 万股，授予人数为 142 人，主要面向中层管理人员和核心技术人员。

表 2: 公司 2016 年 3 季度以来单季度业务收入和利润变化趋势

	2016 3Q	2016 4Q	2017 1Q	2017 2Q	2017 3Q	2017 4Q	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q	2019 1Q
营业收入(百万元)	397.94	513.10	377.92	283.49	417.00	441.23	368.57	638.76	618.41	577.21	555.08
同比增长率					4.79%	-14.01%	-2.47%	125.32%	48.30%	30.82%	50.60%
环比增长率		28.94%	-26.34%	-24.99%	47.10%	5.81%	-16.47%	73.31%	-3.19%	-6.66%	-3.83%
净利润(百万元)	15.04	24.76	16.29	10.47	7.70	17.32	8.14	17.36	5.86	-2.03	8.32
同比增长率					-48.80%	-30.03%	-50.05%	65.74%	-23.90%	-111.70%	2.27%
环比增长率		64.55%	-34.21%	-35.70%	-26.45%	124.88%	-53.03%	113.34%	-66.23%	-134.56%	-510.66%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2018 年 Q1-Q4 公司收入快速增长，但是净利润分别为 0.08 亿、0.17 亿、0.06 亿元和-0.02 亿元，净利润率下滑，主要原因是三星国内工厂搬迁导致公司对其业务收入下滑，公司在开拓新客户过程中又需要面临投入成本加大的阵痛期。

随着公司整体效率的提升，主要客户之一三星工厂变化影响变小以及金属结构件利润率提升等有利因素逐步体现，公司净利润率预计将回归正常水平，从同比来看公司从 2019 年 Q3 将实现净利润的同比快速增长，2019 年业绩将扭转之前颓势，重新向上。

■ 积极开拓全球顶尖客户，布局手机散热新兴业务

根据产业链了解，公司目前正在开拓全球顶尖消费电子终端客户的新产品，新产品放量预计将给公司带来利润率的提升。随着 5G 的到来，手机终端算力提升带来的散热问题迫在眉睫，公司正在布局手机散热等热能管理业务。

2019 年 7 月 26 日华为发布第一款 5G 手机 Mate 20X，手机产品线总裁何刚提出 5G 手机需要解决的两个核心问题是：信号处理(天线+射频器件)和高下载速率带来的散热问题。

随着 5G 的到来，数据计算和数据传输需求大幅增减，对芯片算力要求大幅提升。华为最新 CPU 芯片麒麟 980 采用 7nm 制程，支持世界上最快的 LPDDR4x，速率高达 2133MHz；是世界上最快的移动电话 Wi-Fi 芯片组，支持 160 兆赫的带宽。该伙伴关系的理论峰值下载速率为 1.7Gbit/s。目前高通骁龙 845、三星 Exynos 9810 等主流芯片的功耗都达到 4w-5w 的水平。

消费终端散热需求成为许多公司业务核心考虑的重点方向。公司正在积极布局消费电子终端热能管理项目，主要面向存热、散热提供一站式整体解决方案。未来公司希望基于结构件产品服务优势，将散热模块与现有结构件业务整合在一起，为下游客户提供综合服务。

■ 建议积极关注，首次覆盖给予“增持”评级

公司现金流情况及现金储备运营良好，通过自身努力下大客户开拓进展顺利。随着运营效率提升，公司盈利能力将实现反转。公司布局的国际顶尖客户业务和散热业务符合产业未来发展趋势。预计 19-20 年归母净利润 0.78/1.35/1.53 亿，对应 EPS 为 0.33/0.56/0.63 元，同比增长 166%/72%/13%，对应当前股价 PE 为 34.7/20.1/17.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示

- 1)、公司新客户开拓进展低于预期;
- 2)、公司营运效率提升对公司业绩传导速度低于预期, 导致业绩不达我们预期的风险;
- 3)、产品竞争加剧导致盈利能力不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	230	300	300	300
应收款项	739	877	1003	1104
存货净额	573	684	767	840
其他流动资产	43	51	120	132
流动资产合计	1600	1927	2204	2391
固定资产	660	762	845	812
无形资产及其他	145	130	116	101
投资性房地产	109	109	109	109
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	2515	2930	3275	3415
短期借款及交易性金融负债	253	435	529	418
应付款项	867	1036	1161	1273
其他流动负债	134	163	183	200
流动负债合计	1253	1634	1872	1891
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	91	93	95	97
长期负债合计	91	93	95	97
负债合计	1344	1726	1967	1988
少数股东权益	4	(5)	(21)	(39)
股东权益	1167	1209	1330	1466
负债和股东权益总计	2515	2930	3275	3415

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.12	0.33	0.56	0.63
每股红利	0.07	0.15	0.06	0.06
每股净资产	4.86	5.04	5.54	6.11
ROIC	10%	7%	9%	9%
ROE	3%	6%	10%	10%
毛利率	16%	16%	17%	17%
EBIT Margin	6%	4%	5%	6%
EBITDA Margin	10%	7%	9%	9%
收入增长	45%	19%	14%	10%
净利润增长率	-43%	166%	72%	13%
资产负债率	54%	59%	59%	57%
息率	0.6%	1.3%	0.5%	0.6%
P/E	92.3	34.7	20.1	17.9
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	18.9	22.9	17.4	15.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2203	2615	2989	3290
营业成本	1856	2200	2476	2724
营业税金及附加	10	12	14	16
销售费用	27	32	36	40
管理费用	175	263	298	327
财务费用	13	9	14	14
投资收益	(0)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(22)	(22)	(22)	(22)
其他收入	(67)	0	0	0
营业利润	32	77	128	148
营业外净收支	(5)	2	8	5
利润总额	28	79	136	153
所得税费用	2	12	20	23
少数股东损益	(4)	(11)	(19)	(21)
归属于母公司净利润	29	78	135	151

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	29	78	135	151
资产减值准备	5	4	4	2
折旧摊销	81	86	105	123
公允价值变动损失	22	22	22	22
财务费用	13	9	14	14
营运资本变动	106	(54)	(125)	(53)
其它	(7)	(14)	(20)	(20)
经营活动现金流	237	123	120	225
资本开支	(297)	(200)	(200)	(100)
其它投资现金流	(12)	0	0	0
投资活动现金流	(308)	(200)	(200)	(100)
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(17)	(36)	(13)	(15)
其它融资现金流	(40)	182	93	(110)
融资活动现金流	(73)	146	80	(125)
现金净变动	(144)	70	0	0
货币资金的期初余额	375	230	300	300
货币资金的期末余额	230	300	300	300
企业自由现金流	15	(76)	(81)	126
权益自由现金流	(26)	99	1	4

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032