

2019年10月29日

碳元科技 (603133.SH)

## Q3 单季度业绩回正迎拐点，散热新产品落地盈利升

■事件：10月29日晚，公司发布2019年三季度报告。公司前三季度实现营业收入3.49亿元，同比下降10.59%；归母净利润亏损1484.55万元，同比下降131.8%。公司前三季度扣非后归母净利润亏损2200万元，同比下降161.81%。

■公司Q3单季度营收改善，实现今年单季度归母净利润首度回正。公司前三季度同比下滑，主要因为前两季度亏损所致。公司2019Q3单季度实现营业收入1.43亿元，同比增长7.44%（Q2同比下降20.13%），环比上涨21.19%，2019Q3单季度实现归母净利润980.77万元（上季度亏损1605.85万）。2019Q3扣非后归母净利润796.74万元（上季度亏损1884.93万），虽然仍少于上年同期，但Q3是公司在连续亏损两季度后单季度首次转正。

■公司Q3单季度毛利率恢复明显，散热新产品落地，盈利能力上升趋势确定。公司2019前三季度销售毛利率为17.81%，比去年同期分别提高了4.37个pct。其中，Q3单季销售毛利率、净利率分别为24.11%和7.53%，相比于Q2单季度提高了9.48个pct和22.4个pct，相比去年同期也分别提高了1.42个pct和下降了3.36个pct。

■台湾厂商在热管、VC方案具有先发优势，下半年中系旗舰机拉动明显。包括超众、双鸿、泰硕、奇宏、力致和健策等在内的台湾企业在热管领域拥有较强的技术实力，VC均热板更是占据全球70%的市场份额。根据台湾散热龙头双鸿在Q3法说会预测，2019年Q4由于中系（华为、OV等）旗舰机型拉旺，双鸿2019年营收预计增长30%，明年增速预计达到25%。

■碳元科技有望在5G时代赶超台湾同行，实现中高阶散热方案全面国产化替代。碳元科技在石墨膜时代已经获得三星、华为、VIVO、OPPO等的信赖。在全新的手机终端领域，全新的工艺要求给了大陆厂商赶超的机会。公司目前提供包括高导热石墨、超薄热管及VC在内的完整的终端散热解决方案。公司的热管产品工厂（超薄热管以及VC板）2019年二季度完成建设并投产。公司前三季度研发支出同比增长76.22%，占前三季度营收的9.25%。其中Q3研发支出达到了单季度历史最高水平，同比增长121.10%，环比增长25.17%，占单季度营收的9.41%，也为历史最高水平。根据碳元科技官网，公司目前热管产品能实现厚度打扁0.3mm以下，导热系数20000w/mk以上，解决了目前直径5mm以上热管无法打扁0.35mm厚度以下的这一难题。碳元技术水平业内领先，核心能力逐步赶上台厂同行。

■石墨烯、热管和VC将渗透到5G智能手机，单机散热ASP显著提升：传统手机散热材料以石墨片和导热凝胶等TIM材料（导热界面材料）为主。目前热管和VC（均热板）开始从电脑、服务器等领域逐渐渗透到智能手机终端。5G智能终端有望普及石墨烯+热管或石墨烯+VC的散热方案。华为的Mate 20 X中率先使用石墨烯+VC散热方案，三星新款旗舰机Note 10中也首度采用了VC散热。随着热管和VC在智能手机中渗透率的提升，5G时代单机散热ASP有望达到3~4美金以上，实现3倍的价值量增长。未来几年，我们预计5G迎来新的换机潮到来：根据IDC预测，2019年下半年智能手机行业有望恢复增长，预估到2023年，全球智能手机出货量将达到15.42亿台，5G手机渗透率达到25%。

■投资建议：我们预计公司2019年~2021年的收入分别为6.50亿元（+17.86%）、

公司快报

证券研究报告

其他化学制品

投资评级 买入-A

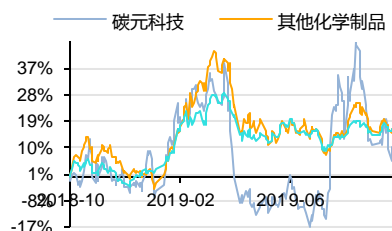
维持评级

6个月目标价：25.10元  
股价（2019-10-29）17.15元

### 交易数据

总市值(百万元)	3,609.65
流通市值(百万元)	1,920.47
总股本(百万股)	210.48
流通股本(百万股)	111.98
12个月价格区间	13.28/23.34元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.05	14.16	-10.88
绝对收益	-5.3	14.49	2.8

夏庐生

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517020003  
xials@essence.com.cn  
021-35082732

彭虎

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517120001  
penghu@essence.com.cn

杨臻

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450518080005  
yangzhen@essence.com.cn

### 相关报告

碳元科技：碳元科技深度  
报告：石墨膜散热龙头，  
5G 终端散热升级弹性大/  
夏庐生 2019-08-28

11.18 亿元 (+71.65%)、15.22 亿元 (+33.27%)，归属上市公司股东的净利润分别为 0.61 亿元 (+13.44%)、1.51 亿元 (+147.45%)、2.4 亿元 (+58.97%)，对应 EPS 分别为 0.29 元、0.72 元、1.14 元，对应 PE 分别为 59 倍、24 倍、15 倍。结合公司未来在 5G 带动下的发展预期，维持“买入-A”投资评级和目标价 25.10 元，对应 2019 年动态估值 35 倍。

■风险提示：国际贸易环境变化较大，目前 5G 手机尚未到大规模应用阶段，公司所处上游产业链有被技术替代的风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	499.9	542.1	649.8	1,117.7	1,521.7
净利润	51.2	53.8	61.0	151.0	240.1
每股收益(元)	0.24	0.26	0.29	0.72	1.14
每股净资产(元)	4.23	4.42	4.70	5.46	6.61

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	70.5	67.1	59.2	23.9	15.0
市净率(倍)	4.1	3.9	3.7	3.1	2.6
净利润率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净资产收益率	5.8%	5.8%	6.2%	13.1%	17.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	499.9	542.1	649.8	1,117.7	1,521.7	成长性					
减:营业成本	377.4	417.7	492.3	845.1	1,126.2	营业收入增长率	16.2%	10.7%	17.9%	71.6%	33.3%
营业税费	4.1	4.6	5.2	9.1	12.4	营业利润增长率	-37.8%	5.0%	13.4%	147.5%	59.0%
销售费用	16.7	17.2	22.4	34.8	45.8	净利润增长率	24.5%	22.9%	13.4%	147.5%	59.0%
管理费用	43.4	29.3	63.7	60.7	82.8	EBITDA 增长率	-16.0%	-59.3%	37.1%	723.0%	123.9%
财务费用	3.5	-5.2	-4.5	-10.0	-11.7	EBIT 增长率	-26.3%	-32.1%	28.3%	141.3%	58.1%
资产减值损失	6.5	9.3	7.0	7.0	4.0	NOPLAT 增长率					
加:公允价值变动收益	-2.4	0.3	0.0	0.1	-0.1	投资资本增长率	120.6%	-5.6%	-69.9%	-28.2%	112.8%
投资和汇兑收益	8.8	13.6	10.1	9.9	24.0	净资产增长率	76.3%	7.7%	6.4%	16.5%	21.3%
营业利润	58.5	58.8	73.8	181.0	286.1	利润率					
加:营业外净收支	0.1	-1.2	-2.0	-2.0	-2.0	毛利率	11.7%	10.8%	11.4%	16.2%	18.8%
利润总额	58.5	57.6	71.8	179.0	284.1	营业利润率	10.2%	9.9%	9.4%	13.5%	15.8%
减:所得税	8.6	6.6	8.2	20.1	31.4	净利润率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	51.2	53.8	61.0	151.0	240.1	EBITDA/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
						EBIT/营业收入	1.8%	1.1%	1.2%	1.7%	2.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	109	101	149	135	113
						流动营业资本周转天数	200	215	126	87	74
						流动资产周转天数	428	483	514	457	393
						应收账款周转天数	90	77	71	62	55
						存货周转天数	65	67	51	48	46
						总资产周转天数	621	788	870	674	566
						投资资本周转天数	331	409	215	50	48
						投资回报率					
						ROE	5.8%	5.8%	6.2%	13.1%	17.3%
						ROA	4.8%	3.8%	3.5%	6.7%	10.5%
						ROIC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						费用率					
						销售费用率	3.3%	3.2%	3.5%	3.1%	3.0%
						管理费用率	8.7%	5.4%	9.8%	5.4%	5.4%
						财务费用率	0.7%	-1.0%	-0.7%	-0.9%	-0.8%
						三费/营业收入	-32.9%	0.5%	25.6%	145.3%	58.0%
						偿债能力					
						资产负债率	14.0%	28.3%	43.4%	50.0%	39.9%
						负债权益比	16.3%	39.4%	76.7%	100.1%	66.4%
						流动比率	5.40	1.87	6.40	3.24	5.34
						速动比率	4.73	1.58	5.98	2.81	4.81
						利息保障倍数	2.63	-1.20	-1.78	-1.91	-2.59
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	161.5	194.6	715.1	884.2	987.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	106.2	124.3	132.0	252.9	212.0
应收票据	2.3	10.8	1.7	25.5	14.9
预付账款	2.9	1.9	0.9	1.7	1.4
存货	93.7	107.8	75.5	225.0	162.9
其他流动资产	388.9	260.4	229.9	293.1	261.1
可供出售金融资产	86.0	100.5	78.8	88.4	89.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	151.7	152.4	384.2	453.4	500.2
在建工程	9.9	212.5	74.0	-13.5	-12.1
无形资产	22.5	29.8	50.1	67.3	77.7
其他非流动资产	10.7	142.4	62.6	102.5	106.9
资产总额	1,036.3	1,337.3	1,804.9	2,380.5	2,401.5
短期债务	-	62.0	-	-	-
应付账款	85.0	208.2	15.9	309.1	105.2
应付票据	31.3	79.0	8.2	21.8	19.3
其他流动负债	23.7	24.3	156.4	187.8	182.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	5.1	4.2	603.0	672.0	651.0
负债总额	145.1	377.8	783.5	1,190.6	958.0
少数股东权益	1.2	29.9	32.4	40.4	53.0
股本	208.0	210.6	210.5	210.5	210.5
留存收益	682.0	739.1	778.5	939.1	1,179.9
股东权益	891.2	959.5	1,021.4	1,189.9	1,443.4

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	49.9	50.9	61.0	151.0	240.1
加:折旧和摊销	16.8	17.5	43.4	56.1	67.4
资产减值准备	6.5	9.3	-	-	-
公允价值变动损失	2.4	-0.3	0.0	0.1	-0.1
财务费用	5.7	-3.2	-4.5	-10.0	-11.7
投资损失	-8.8	-13.6	-10.1	-9.9	-24.0
少数股东损益	-1.3	-2.9	2.5	7.9	12.6
营运资金的变动	-366.6	2.3	611.6	9.6	-91.1
经营活动产生现金流量	57.7	48.3	704.0	204.9	193.2
投资活动产生现金流量	-386.8	-120.8	-125.2	-54.7	-102.8
融资活动产生现金流量	351.2	71.8	-58.3	19.0	12.6

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.24	0.26	0.29	0.72	1.14
BVPS(元)	4.23	4.42	4.70	5.46	6.61
PE(X)	70.5	67.1	59.2	23.9	15.0
PB(X)	4.1	3.9	3.7	3.1	2.6
P/FCF	-12.1	23.9	8.6	18.0	38.1
P/S	7.2	6.7	5.6	3.2	2.4
EV/EBITDA	89.7	31.3	24.9	11.4	7.3
CAGR(%)	47.1%	70.6%	-8.3%	47.1%	70.6%
PEG	1.5	1.0	-7.2	0.5	0.2
ROIC/WACC	1.8	0.7	1.0	8.1	18.0
REP	5.9	6.9	15.9	2.5	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

夏庐生、彭虎、杨臻声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
袁进		010-83321345	yuanjin@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034