

世运电路 (603920.SH)

拥抱新周期红利，本土 PCB 优势厂商扬帆起航

核心观点:

- **世运电路：技术客户双轮驱动的本土PCB优势厂商**

公司专注于PCB生产制造服务，主要业务包括单面板、双面板、多层板等产品的技术研发、生产制造和销售，其中多层板为主导产品，目前正全力布局HDI板，产品广泛用于计算机及周边设备、通信设备、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗仪器等领域。公司以海外销售为主，积累了大量优质客户，经营状况良好，2016年实现营收16.3亿元，净利润2.6亿元。

- **全球产能东移叠加消费电子巨头创新，本土 PCB 再迎新周期红利**

PCB 行业成长分化，结构性机会正在凸起。从全球形势来看，PCB 产能持续东迁，中国承接全球产能，本土厂商迎来崛起的机遇；从产业结构来看，高阶品类如 FPC、HDI、多层板等占比不断提升，产业结构趋于高端，优势厂商将从中受益；而从下游细分市场来看，PCB 行业处于新旧动能交接的时间节点，汽车电子、网络通讯、物联网等利基市场强势接棒，有效改善下游需求。尤其是汽车 PCB 市场，在 ADAS 和新能源车双轮驱动之下，市场前景广阔，成长趋势明确，为行业孕育增长新动能。

- **拥抱新红利，公司竞争优势明显，全力布局新动能**

公司技术制程持续精进，通过与下游国际知名企业建立长期稳定合作，构筑起优势客户护城河。在下游产品终端方面，公司积极把握新动能，不管开阔汽车电子新蓝海，实现汽车市场占有率处于领先地位，先发优势明显。本次募集资金运用均围绕 PCB 主营业务进行，年产 200 万平米 HDI、精密多层板项目。募投项目完成后将聚焦高阶产品及客户，优化产品结构，从而提升公司核心竞争力，储备未来成长弹性。

- **盈利预测**

如果假设公司发行 8880 万股，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.82/1.01/1.28 元。

- **风险提示**

PCB 行业竞争加剧、新技术研发低于预期、上游原材料持续涨价、大客户进展低于预期。

报告日期 2017-04-25

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.93
资产负债率 (%)	36.50
ROE (%)	28.87
ROA (%)	19.92
流动比率 (倍)	1.90
速动比率 (倍)	1.61

发行资料

主承销商	金元证券股份有限公司
主要股东	新豪国际集团有限公司

分析师: 许兴军 S0260514050002
 021-60750532
 xxj3@gf.com.cn

联系人: 叶浩 010-59136890
 yehao@gf.com.cn

目录索引

世运电路：技术客户双轮驱动的本土 PCB 优势厂商	4
世运电路：本土 PCB 优势厂商	4
世运电路 IPO 前后股本结构	4
雄厚技术叠加优质客户，双轮驱动优势显著	6
公司营收稳步增长，盈利能力位居业内一线水平	7
全球产能东移叠加消费电子巨头创新，本土 PCB 再迎新周期红利	9
全球市场稳中有增，本土 PCB 强势崛起	9
PCB 产业东移，中国大陆承接全球产能	10
原材料涨价叠加下游新旧动能交接，PCB 厂商加速整合	10
拥抱新红利，公司竞争优势明显，全力布局新动能	12
技术制程持续精进，构筑客户优势护城河	12
聚焦高阶产品，汽车电子占比持续提高	13
募投项目布局新动能，储备未来成长弹性	13
盈利预测	15
风险提示	15

图表索引

图 1: 世运电路 IPO 前后股权结构	4
图 2: 世运电路股权结构图	4
图 3: 世运电路主要高管基本情况	5
图 4: 世运电路技术制程能力	6
图 5: 世运电路下游主要客户	6
图 6: 世运电路 2013-2016 年营收及增速 (万元)	7
图 7: 世运电路 2013-2016 年净利及增速 (万元)	7
图 8: 主要 PCB 上市公司财务数据对比	8
图 9: 世运电路 2014-2016 年净利率与毛利率 (%)	8
图 10: 世运电路近四年不同产品毛利率变化 (%)	8
图 11: 世运电路 2016 半年报分业务营收占比 (%)	8
图 12: 世运电路 2013-2016 分地区营收占比 (%)	8
图 13: 世运电路 2013-2016 年研发费用 (万元)	9
图 14: 世运电路 2013-2016 年费用率 (%)	9
图 15: 全球 PCB 产值 (百万美元)	9
图 16: 本土 PCB 厂商持续占领全球市场	9
图 17: 全球不同地区 PCB 产值比较 (亿美元)	10
图 18: 大陆 PCB 占全球产值比例预测	10
图 19: PCB 行业结构	11
图 20: 世运电路主要客户基本情况	12
图 21: 世运电路下游应用分布	13
图 22: 世运电路 2013-2016 分产品营收占比 (%)	13
图 23: 世运电路募投项目	13
图 24: 世运电路 2013-2016 上半年产能利用率	14
图 25: 世运电路 2013-2016 上半年销量 (万平米)	14

世运电路：技术客户双轮驱动的本土 PCB 优势厂商

世运电路：本土 PCB 优势厂商

世运电路前身为鹤山市世运电路科技有限公司，2005年5月成立，并于2012年11月整体变更为股份有限公司，股份公司名称为“广东世运电路科技股份有限公司”。公司所处行业为电子元件制造业中的印制电路板制造业。专注于印制电路板的研发、设计、生产、销售和相关配套服务。目前公司以多层板为主导产品，并正在大力向HDI板等领域发展，产品应用领域主要面向计算机及周边设备、通信设备、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗仪器等。

经过多年的发展，世运电路已经成为我国PCB行业的先进企业之一，在国内外市场均具有较强的竞争能力。根据国际知名机构N.T.Information发布的2015年全球PCB百强排行榜，世运电路销售收入位居全球第64位。根据中国印制电路协会（CPCA）公布的《第十四届（2014年）中国印制电路行业排行榜》，世运电路销售收入排第33位。

世运电路 IPO 前后股本结构

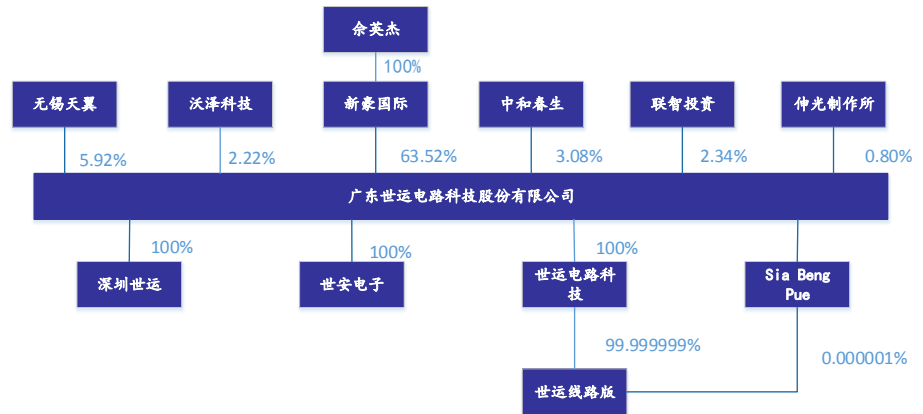
公司本次 IPO 计划发行 8,880 万股。本次发行后，总股本为 401,880 万股，新发股份占 IPO 后总股本的 25%。

图1：世运电路IPO前后股权结构

股东名称	发行前股东结构		发行后股东结构	
	持股数量（股）	持股比例（%）	持股数量（股）	持股比例（%）
有限售条件流通股	313,000,000	100.00	313,000,000	77.88
新豪国际	255,272,580	81.56	255,272,580	63.52
无锡天翼	23,790,433	7.60	23,790,433	5.92
中和春生	12,390,851	3.96	12,390,851	3.08
联智投资	9,390,000	3.00	9,390,000	2.34
沃泽科技	8,927,402	2.85	8,927,402	2.22
伸光制作所	3,288,734	1.03	3,228,734	0.80
本次发行流通股	—	—	88,800,000	22.10
合计	313,000,000	100.00	401,880,000	100.00

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图2：世运电路股权结构图



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图3：世运电路主要高管基本情况

高管	持股比例	担任公司职务	工作经历	其他兼职
余英杰	81.56%	董事长 总经理	曾任深圳世运电路总经理；鹤山世运董事长。2013年5月至今担任公司董事长、总经理务	现兼任世运环球投资董事；世运电路板中国董事；朝佳有限公司董事；新豪国际董事；世运电路科技董事；世运线路版董事
余俊杰	5.85%	董事长 副总经理	曾任深圳维达京电脑有限公司董事；深圳世运电路副总经理；鹤山世运董事、副总经理。2013年5月至今担任公司董事、副总经理职务。	现任沃泽科技董事；联智投资董事；世运线路版董事；世安电子执行董事。
余晴股	—	董事	曾任鹤山世运董事。2013年5月至今担任公司董事、内审部经理。	现任卓豫有限公司董事；世安电子董事；2009年10月至今历任世运线路版财务经理助理、财务经理、董事。

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司有三家全资子公司，世安电子、世运电路科技、深圳世运；一家控股子公司，世运线路版，世运线路版为公司下属孙公司，系公司全资子公司世运电路科技的控股子公司；无参股子公司。余俊杰通过投资于沃泽科技和联智投资合计对公司具有5.85%股份的控制权。持有公司股份5%以上的其他股东为无锡天翼，持股比例为7.60%。

雄厚技术叠加优质客户，双轮驱动优势显著

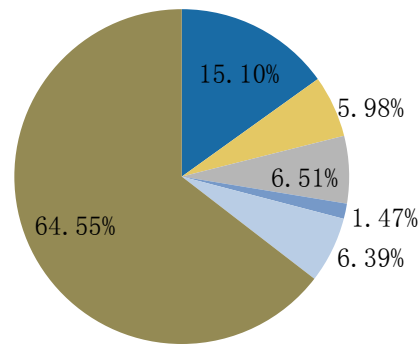
公司经过多年在 PCB 领域的积累，拥有一批经验丰富、技术过硬的骨干人员和一套完善的研发体系，紧跟PCB行业技术升级的步伐，在行业内树立了良好的声誉，具备较强的影响力。通过大量的试验探索和生产实践，现已掌握了一系列行业内先进核心技术，形成了一整套完善的先进生产工艺。主要核心技术包括 POFV工艺、厚铜板蚀刻线宽线隙工艺能力改善及阻焊油配套工艺开发、异形 8字导通槽孔酸性蚀刻工艺制作能力的研究、不对称线路设计的生产 应对方案、精密镀铜孔工艺技术的研发、板弯曲0.3%工艺技术的开发、不同孔径做树脂塞孔工艺等，在业内处于先进水平。生产技术是产品质量的保证，公司历来对此十分重视。公司在成立初期便已建立了比较完善的技术研发体系，公司先后通过 ISO9001:2008、ISO/TS16949:2009 和 ISO13485:2003三个质量管理体系。公司产品质量受到客户的广泛认可，世运线路版被 BMK公司评为 2013 年度最佳 PCB供应商，被 WTTT公司评为2012年度战略合作伙伴。2012 年，公司多层印制线路板通过中国 CQC认证。

图4：世运电路技术制程能力

指标	能力
层数	1-18层
结构	银灌孔/铜灌孔/通孔/叠层压合/三阶 HDI
基材	普通 Tg/高 Tg/无卤素/CEM3/高 CTI
最小线宽/线距 (μm)	3mil/3mil
最小孔环	4 mil
最小孔径	机械钻孔：0.15mm(6mil);激光钻孔0.1mm (4mil)
阻焊	液态感光；绿色、黑色、白色、红色、黄色、蓝色；哑或
字符	白色、蓝色、黑色、红色、黄色
板厚公差	+/-10%
孔间距 (两孔夹线)	0.4mm(16mil)
纵横比	10 : 1
阻抗公差	+/-10%
板厚	0.012" -0.126" (0.3mm-3.2mm)
表面处理	有铅喷锡/无铅喷锡，沉金、沉银、沉锡、有机抗氧化膜、选金+抗氧化膜

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图5：世运电路下游主要客户



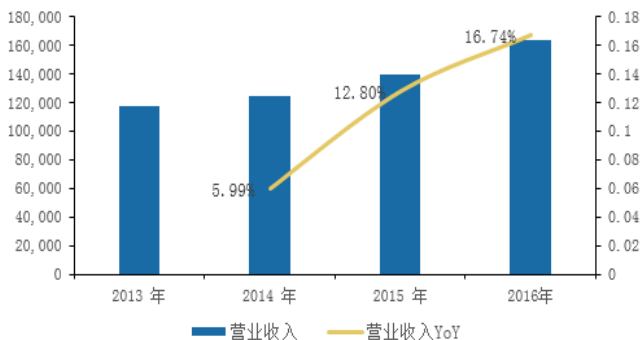
■ 仲光制作所 ■ 王氏港建 ■ 伟创力 ■ 捷普 ■ 代傲 ■ 其他

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司营收稳步增长，盈利能力位居业内一线水平

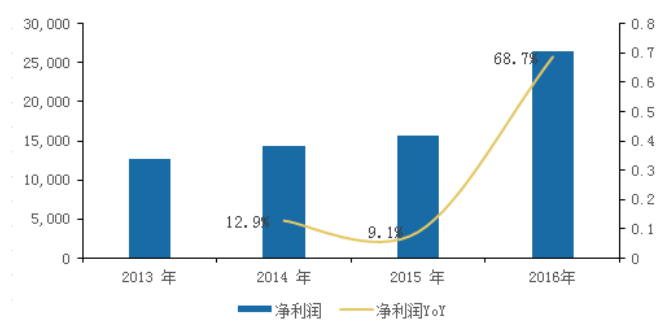
公司营收稳步提升，通过不断优化产品结构，积极拓展市场，加强客户管理，从而既扩大了市场份额，又提升了盈利质量。公司主营业务收入主要来自高精度双面板及多层板，公司产品以出口为主，公司境外销售收入占主营业务收入的比例在90%以上，2013年、2014年、2015年、2016年，公司营业收入分别为117,145.72万元、124,157.83万元、140,049.12万元、163,487.47万元，年增长率分别为5.99%、12.80%和16.74%，主营业务收入的增加主要源自市场对多层板需求的不断增长。在营业收入稳增的前提下实现毛利率、净利润的增长，2014年、2015年、2016年毛利率分别为26.95%、25.71%和29.49%；净利率分别为11.59%、11.21%和16.19%，同A股主要PCB企业相比，公司的盈利能力处于行业一线水平。公司毛利率略高于行业平均值，主要是由于产品结构、客户结构、出口比重等因素存在差异所致。公司客户主要为国际知名优质客户，该等客户对产品质量可靠性要求较高使得该等产品附加值较高；公司的境外销售比重在90%以上，境外销售产品的附加值较高。公司的流动比率、速动比率低于同行业上市公司平均水平，公司资产负债率高于同行业上市公司平均水平。

图6：世运电路2013-2016年营收及增速（万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：世运电路2013-2016年净利及增速（万元）



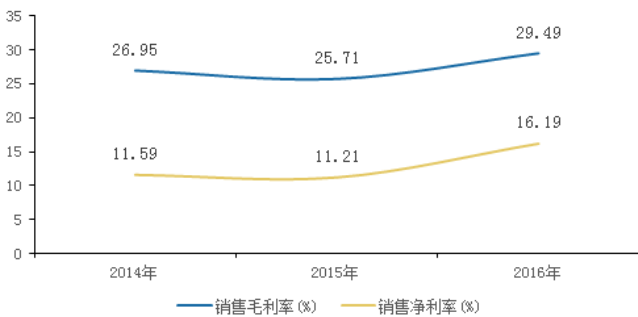
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8: 主要PCB上市公司财务数据对比

公司名称	营业收入 (万元)			毛利率 (%)			净利率 (%)			ROE (%)		
	2016A	2015A	2014A	2016A	2015A	2014A	2016A	2015A	2014A	2016A	2015A	2014A
超声电子	353,899.44	363,889.44	398,123.87	20.40	17.82	19.58	6.59	3.36	4.94	6.25	3.21	5.66
沪电股份	379,028.47	337,713.63	329,179.49	15.67	11.72	12.24	3.44	0.16	-0.37	3.88	0.17	-0.38
兴森科技	293,980.52	211,947.89	167,382.52	30.66	30.89	31.76	7.61	7.35	7.51	8.21	6.40	7.34
胜宏科技	181,769.50	128,463.15	108,672.54	27.32	24.37	23.55	12.77	9.85	9.49	16.03	10.14	17.61
中京电子	79,418.85	57,859.24	48,269.86	17.25	16.34	16.66	13.97	5.04	4.00	11.42	4.50	3.08
崇达技术	224,661.19	175,694.18	159,086.02	36.81	36.62	37.93	16.73	17.13	17.19	17.83	29.00	31.91
依顿电子	293,449.58	292,848.98	262,832.09	28.57	24.31	26.03	20.05	15.96	13.73	12.40	10.73	9.09
超华科技	66,526.69	104,776.72	120,168.28	10.24	14.01	14.63	0.67	2.66	0.97	0.26	1.49	0.65
世运电路	163,487.47	40,049.12	124,157.83	29.49	25.71	26.95	16.19	11.21	11.59	28.87	20.35	19.68

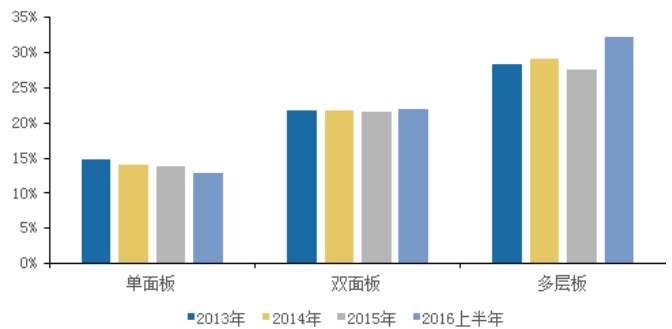
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 超华科技为2016年营业收入、毛利率、净利率、ROE为前三季度

图9: 世运电路2014-2016年净利率与毛利率 (%)



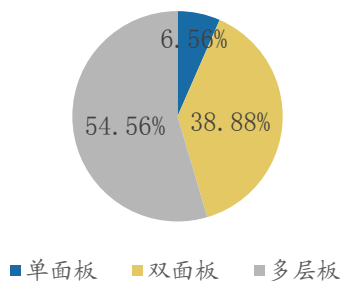
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 世运电路近四年不同产品毛利率变化 (%)



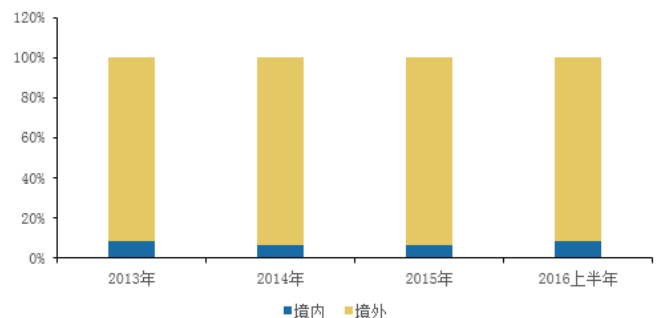
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图11: 世运电路2016半年报分业务营收占比 (%)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图12: 世运电路2013-2016分地区营收占比 (%)

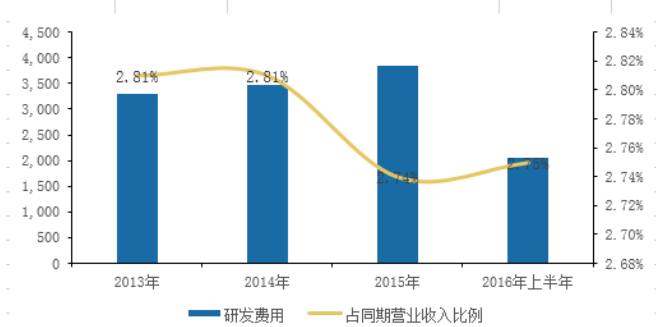


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

科学、严格、高效的管理体系是产品质量和企业盈利的重要保证。PCB行业由于技术难度大、产品质量要求高、工艺流程多、供应链体系复杂, 对企业的管理能力有较高的要求, 管理能力也是PCB企业竞争能力的重要体现方式之一。多年来,

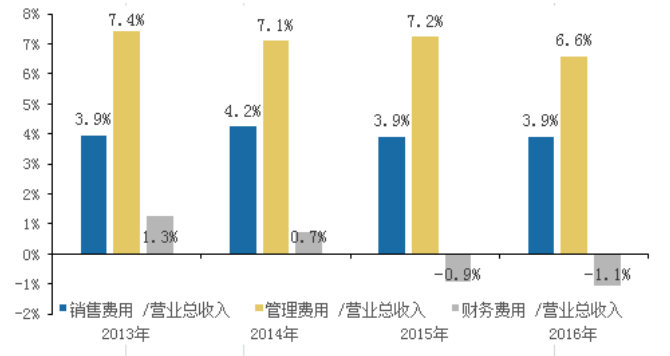
公司一直立足于国际市场，以国际先进标准对企业运营中的各个环节进行严格要求，通过与国际知名企业保持长期稳定的产销合作和技术合作关系，逐步建立了与国际接轨的产品生产质量监督体系，也为公司的进一步发展和扩大再生产奠定了良好的基础。

图13: 世运电路2013-2016年研发费用 (万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 世运电路2013-2016年费用率 (%)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

全球产能东移叠加消费电子巨头创新，本土 PCB 再迎新周期红利

全球市场稳中有增，本土 PCB 强势崛起

电子信息产业持续快速发展，根据 Prismark 统计，预计电子整机市场规模到 2019 年将增长到 2.09 万亿美元。从而为 PCB 行业带来不断发展的动力。PCB 行业正处于新旧动能交接的时间节点，成长驱动力逐渐向新兴需求转移，行业需求基本保持在一个稳定的水平。据 NTI 估测，2016 年市场将会有所回暖，相比 2012 年的产值仍有微增，2017 年增长率预计将创近年新高。整体上来看，全球市场基本维持着稳中有增的态势。中国 PCB 产业增长趋势依然明确，尤其本土厂商发展势头强劲，近年来内本土 PCB 厂商产值逐年提升，从 2013 年全球总产值的 44.35% 到 2015 年的 48.58%，持续占领全球 PCB 市场。

图15: 全球PCB产值 (百万美元)

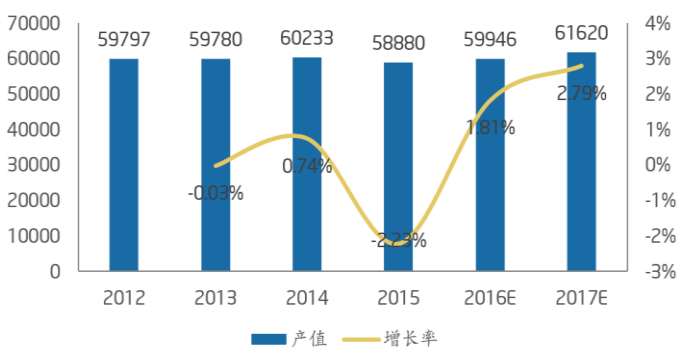
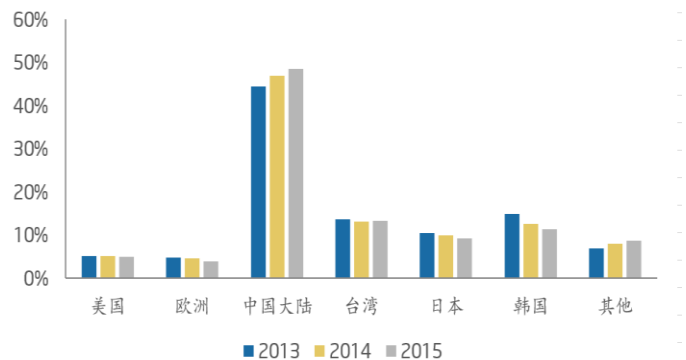


图16: 本土PCB厂商持续占领全球市场



PCB 产业东移，中国大陆承接全球产能

全球 PCB 生产主要集中在中国大陆、日本、台湾、韩国四个地区，2000 年以前，全球 PCB70%左右的产值分布在欧洲、美洲（主要是北美）、日本等三个地区。进入 21 世纪以来，为了节约劳动力、运输等成本，PCB 产能连同电子产业链不断向亚洲地区转移，中国 PCB 产能迅速积累，在 2006 年就超越日本成为全球最大的 PCB 产能基地，形成了新的产业格局。未来美洲、欧洲和日本的 PCB 市场预计将持续萎缩，中国大陆将借助地方政府对于中西部持续的投资支持、特有的成本和区位优势，持续提高全球市场占比，预计 2016-2020 年间以 3.5%的复合年均增长率继续领跑，2019 年将首次占据全球 PCB 市场半壁江山。

本土厂商强势崛起，高端产能扩产意愿强烈。在中国大陆承接全球产能的利好预期和行业激烈的竞争压力下，国内 PCB 产业进入高速扩张期。深南、景旺、胜宏、方正等纷纷扩产。2010 年仅有 11 家入选 PCB 百强，总产值比例仅为 3.2%；到 2014 年深南电路、胜宏科技、伊顿电子等 24 家本土企业进入 PCB 百强，总产值占比提升到 10.75%，在产值上首次超过美国，位居全球第四，数量上超越日本，和台湾并列第一；2015 年更是有 34 家内地企业进入百强排名。据 CPCA 本土 PCB 厂商排名显示，2015 年前十五名厂商营收达 274 亿元，较上年增长超 30 亿元，平均涨幅达 13.9%。另一方面，企业也更注重发挥资本市场的力量，近年上市的 PCB 公司越来越多，如 2014 年上市的依顿电子，2015 年上市的胜宏科技，博敏电子，2016 年的崇达技术和 2017 年的景旺电子等。上市意味着其拥有更加雄厚的经济后盾来优化资源配置，扩大产能，丰富产品线，在激烈的行业竞争中脱颖而出。

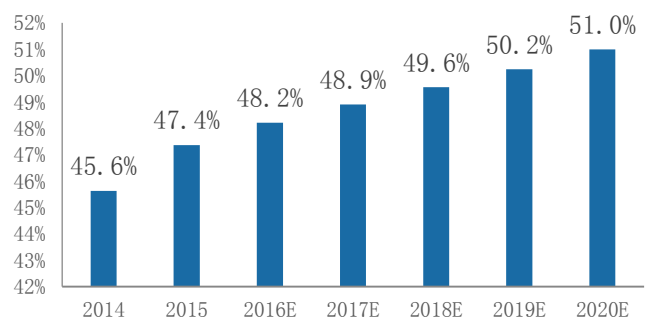
产品技术是企业竞争力的核心体现。随着国内制造技术如多层板制程等趋于成熟，本土领军企业开始全力冲击高阶 PCB。产品逐渐由普通的单/双面板延伸至多层板、FPC、高层板和 HDI，产品附加值更高，本土厂商整体上呈现出产量与质量齐升的局面。

图 17：全球不同地区 PCB 产值比较（亿美元）



数据来源：Prismark，广发证券发展研究中心

图 18：大陆 PCB 占全球产值比例预测



数据来源：Prismark，广发证券发展研究中心

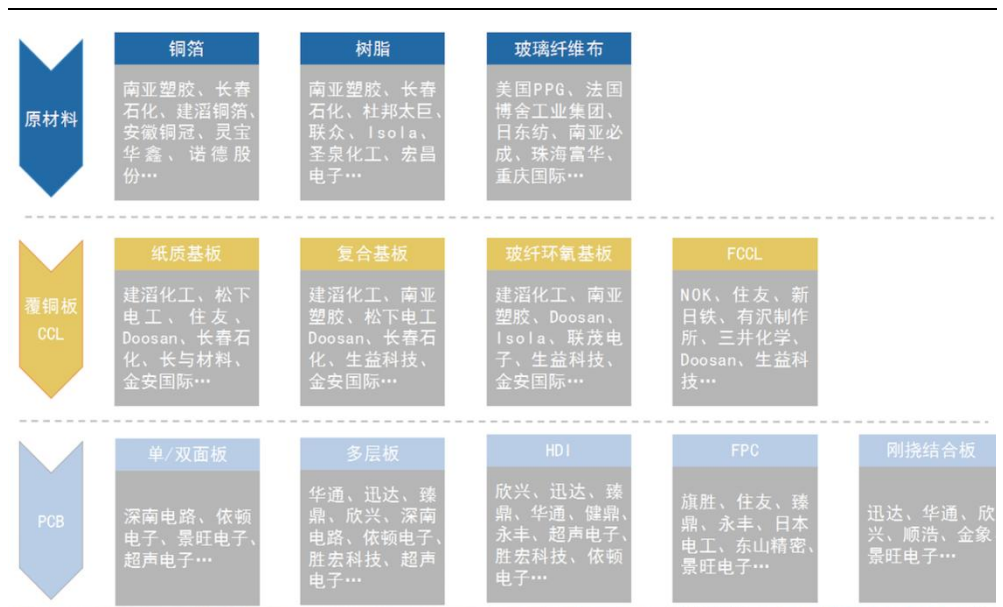
原材料涨价叠加下游新旧动能交接，PCB 厂商加速整合

对于上游 PCB 而言，开端于新能源汽车放量导致的铜箔供需翻转，PCB 产业链大涨价且铜箔成本占比最高，全球产能集中在少数几家龙头手中，议价能力强。

对于下游 PCB 而言，首先整体来看国内 PCB 市场较为分散，竞争激烈，但细分 FPC 领域集中度极高。但在相对高端的 FPC 细分领域，龙头日本旗胜和台湾臻鼎合计拥有近半数的占有率，排名前 10 的 FPC 厂家占据了 94% 的软板份额，集中度已超过了上游电解铜箔；其次近年来电子产品呈现三个明显的趋势，一是轻薄短小，二是高速高频，三是多功能。智能手机、平板电脑和可穿戴设备等电子产品向小型化和多功能化方向发展，要搭载的元器件数量大增多然而留给线路板的空间却越来越有限。因此轻巧高端多功能的产品会更被青睐。封装基板、HDI 板、挠性板等类型产品由于技术难度大，市场需求增长迅速，其利润水平比普通产品要高，且汽车电子、网络通讯、高端消费电子等行业等客户由于对产品精密度要求较高，产品工艺技术较复杂且品种多变，使得服务该领域客户的 PCB 企业能够获取的利润率相对较高。另外，大型知名企业（尤其是国际知名品牌）对产品质量和技术要求很高，对 PCB 供应商的挑选也很严格。最后，智能手机进入存量时代，PC、平板持续低迷，PCB 需求增速换挡，新兴需求汽车电子、服务器等应用市场需求量大，本身具备高成长性，将成为未来 PCB 的主要驱动力；而无人机、扫地机器人等应用尽管仍处于导入期，体量对产业链的拉动能力相对有限，但消费者对硬件系统高品质和高可靠性的追求是持续存在的，这类定制化的高附加值产品一旦跨越市场鸿沟，将为 PCB 行业带来极大的新增需求。在新兴应用的持续发酵之下，PCB 新增动能蓄势待发。

综上所述，PCB 厂商夹在中上游原材料供货商和终端客户之间，一方面要承受原材料成本的上涨，另一方面又要维持与终端客户良好的合作关系以获得长期稳定订单，成本转嫁压力较大。而具体各厂商的产品组合、客户结构、经营管理水平、盈利能力等又有显著差异，叠加 PCB 成长分化的行业大背景，决定了其在本轮涨价周期中将具有差异化的业绩表现，促进行业加速整合。

图19: PCB行业结构



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

拥抱新红利，公司竞争优势明显，全力布局新动能

技术制程持续精进，构筑客户优势护城河

公司一直以提高生产技术和研发创新能力作为企业发展的核心，通过长期的人才培养和高素质的研发队伍，形成了较强的技术研发实力，具备先进的生产技术。公司产品质量达到行业内先进水平，并得到了国际电子产品先进企业的高度认可。公司一直专注于 PCB 产品的研发、生产和销售，经过多年的市场拓展和品牌经营，公司积累了大量优质稳定的客户资源，树立了良好的品牌形象，获得了市场的高度认可。公司通过与国际大型企业合作，进入国际大型企业的全球供应商体系，再向这些国际企业的各事业部门或区域公司供应产品，形成“自上而下”的产品销售策略，掌握产品销售的相对高点。

公司最大的优势在于技术制程持续精进构筑的客户质量优势。主要客户囊括全球各大知名厂商，其中：与 Shinko（伸光制作所）、捷普（Jabil）、Diehl（代傲）、伟创力（Flextronics）、王氏港建（WKK）等国际知名企业建立了长期合作伙伴关系。PCB 系电子整机产品的关键性基础元件之一，其质量的优劣直接影响下游电子整机的性能及寿命，因此国际知名企业对 PCB 供应商的认证过程非常严格，一般会与 PCB 供应商实施长期规模化合作，若无特殊情况，不会轻易更换供应商。公司通过与下游国际知名企业长期稳定合作的市场战略模式，强化了与下游客户之间的合作关系，为公司未来发展奠定了良好的市场基础。2013 年度、2014 年度、2015 年度及 2016 年 1-6 月，公司对前五大客户的销售收入占公司营业收入的比例分别为 44.57%、44.06%、43.68%、45.45%，客户集中度较高。

图 20：世运电路主要客户基本情况

客户名称	国家	主营业务	合作情况	占营业收入的比例
Shinko（伸光制作所）	日本	印刷线路板的设计、制造和销售，产品包括双面印刷线路板、多层印刷线路板、薄板高密度印刷线路板等。	公司 PCB 贸易商类客户，2009 年开始合作	15.10%
王氏港建（WKK）	香港	贸易及分销用以制造印刷电路板及电子产品之化学品、物料及设备以及为原产品客户制造电器及电子消费产品	公司电子产品制造商类客户，2008 年开始合作	5.98%
伟创力 Flextronics	美国	通过遍布在 30 多个国家的厂房设施网络为客户提供电子产品的设计、制造、运输及维护服务	公司电子产品制造商类客户，2008 年开始合作	6.51%
捷普（Jabil）	美国	全球领先的电子制造服务供应商、全球知名电子合约制造服务商。	公司电子产品制造商类客户，2009 年开始合作	11.47%

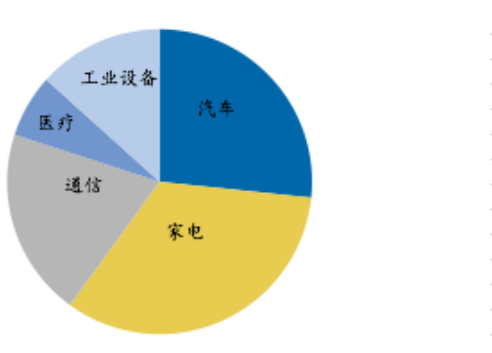
Diehl (代傲)	德国	全球家电业控制系统的杰出供应商并在家电行业电子控制系统领域处于国际领先地位	公司电子产品制造商类客户，2007年开始合作	6.39%
------------	----	---------------------------------------	------------------------	-------

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

聚焦高阶产品，汽车电子占比持续提高

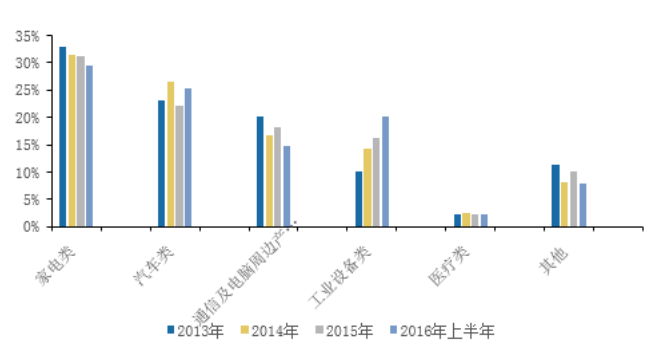
公司产品下游应用广泛，主要包括计算机、家电、通讯、汽车电子、医疗设备、工业设备等领域，产品销售覆盖全球所有主要市场区域。按照产品终端用途划分：家电类收入占比呈现逐年下降趋势，主要原因系下游家电行业竞争较为激烈，家电类PCB板产品盈利空间有限，公司不断压缩家电类PCB的订单比重所致；汽车类PCB收入占比增加，整体上呈现上升趋势，主要原因系汽车板品质和可靠性要求较高，对应的销售单价较高，公司在汽车板领域不断开拓市场所致，公司在汽车行业的市场占有率处于领先地位；通信及电脑周边产品类PCB收入占比减少，主要原因系手提等电脑周边领域发展潜力较弱，市场竞争积累，公司不断降低这一领域的拓展力度所致；工业设备类PCB收入占比呈现逐年上升趋势，医疗类PCB收入占比比较稳定，保持在2%-3%的水平。主要原因系工业设备行业未来发展前景广阔，产品附加值较高，公司不断开拓在该领域的客户并增加订单比重所致。随着公司技术水平的提升和制程的持续精进，以及积极的开拓新市场，公司客户结构不断优化，汽车电子等高毛利下游客户逐渐增多，也在整体上提升了公司的毛利率和盈利能力。随着现代汽车的电子化、智能化程度不断提高，对汽车板的需求相应提高，而汽车板对稳定性以及流程的可追溯性要求很高，供应商数量相对于PCB整个行业来说较少，产品毛利率相对较高。目前公司产品下游应用中，汽车板占比已提升至20%以上，产品结构中份额最大。未来，公司还将持续推进优化产品结构，扩大汽车板、高端消费类电子板以及高端通讯设备板的销售占比。

图21：世运电路下游应用分布



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图22：世运电路2013-2016分产品营收占比 (%)



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

募投项目布局新动能，储备未来成长弹性

图23：世运电路募投项目

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投资	建设期
------	-----------	--------	-----

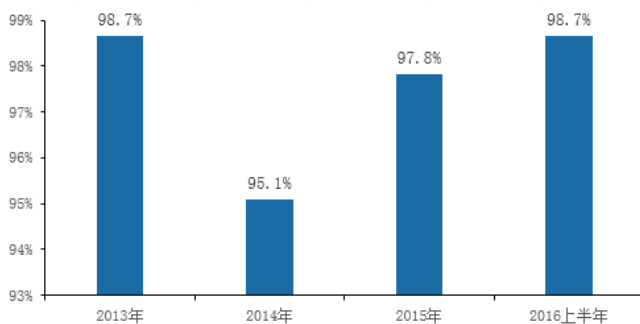
	额 (万元)		
年产200万平米高度互连积层板、精密多层线路板项目	108000	108000	36个月
补充3亿元流动资金项目	30000	30000	36个月
总计	138000	138000	

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

募投项目1旨在扩大公司产能，优化产品结构，提高HDI产品和多层板产品等高附加值产品产能，提升公司产品的整体附加值，进一步打造高端品牌形象，从而扩大产值规模。本项目建设期为三年，建设完成后开始投产，投产后第一年达产30%，第二年达产70%，第三年完全达产。本项目实施达产后，预计年新增销售收入18.34亿元，年新增净利润17,160.11万元。

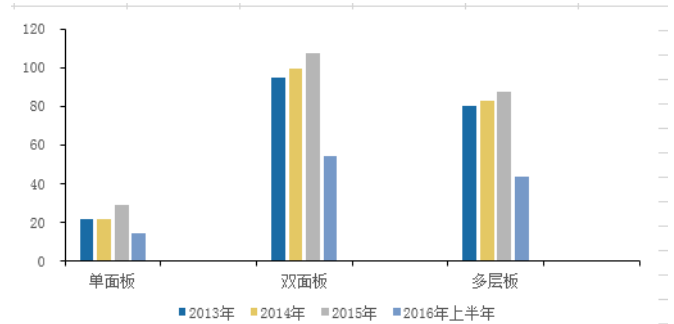
募投项目2公司拟使用3亿元募集资金补充流动资金，用于支持公司生产经营资金需要。本次补充流动资金将改善公司财务结构，有效满足公司业务和规模的持续增长所带来的资金需求，增强公司的资金实力并提升公司的市场竞争力。

图24：世运电路2013-2016上半年产能利用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25：世运电路2013-2016上半年销量（万平米）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从生产经营规模方面来看，公司2015年和2016年的产能利用率为97.82%、98.66%，随着公司的迅速发展，公司原有产能不足，本次募集资金投资项目为公司全资子公司世安电子新建200万平方米印制电路板生产线，本项目的建设旨在调整公司的扩大公司产能，优化产品结构，提高HDI产品和多层板产品等高附加值产品产能，通过引进一批国内外先进设备，提升公司生产自动化水平，同时提升公司产品的整体附加值，进一步打造高端品牌形象，从而扩大产值规模。因此将进一步扩大了公司的生产规模，为公司加强与客户合作，提升核心竞争力，提高市场占有率奠定了基础，投资规模合理。

随着电子产品在全球范围内的大规模普及应用，PCB行业市场需求持续保持稳定增长的态势，PCB产品市场前景广阔。公司多年来专注于各类PCB的研发、生产和销售，凭借先进的技术、优质的产品和丰富的行业经验，经过多年的市场拓展和品牌经营，积累了大量优质稳定的高端客户资源，树立了良好的品牌形象，获得了市场的认可。随着公司的品牌号召力和市场影响力逐步加大，下游客户的订单量逐年增长，公司的销售收入呈现增长态势。通过本次募集资金项目的实施，公司将更好地把握市场快速发展的良好机遇，公司的市场竞争地位得到进一步巩固，公司业

务规模将进一步扩大。

盈利预测

如果假设公司发行8880万股，我们预计公司17-19年EPS分别为0.82/1.01/1.28元。

风险提示

PCB 行业竞争加剧、新技术研发低于预期、上游原材料持续涨价、大客户进展低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	684	899	2041	2542	3180
货币资金	273	336	1487	1872	2349
应收及预付	303	407	415	502	624
存货	97	140	140	168	208
其他流动资产	10	17	0	0	0
非流动资产	530	541	1024	1016	1014
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	499	458	358	261	170
在建工程	7	62	102	142	182
无形资产	15	15	564	613	662
其他长期资产	8	5	0	0	0
资产总计	1214	1440	3065	3558	4194
流动负债	423	459	429	517	639
短期借款	65	40	0	0	0
应付及预收	312	402	429	517	639
其他流动负债	46	17	0	0	0
非流动负债	20	65	52	52	52
长期借款	16	52	52	52	52
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	13	0	0	0
负债合计	443	524	481	569	691
股本	313	313	402	402	402
资本公积	142	142	1392	1392	1392
留存收益	312	445	773	1179	1693
归属母公司股东权	771	917	2584	2990	3503
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1214	1440	3065	3558	4194

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1400	1635	1933	2338	2907
营业成本	1040	1153	1341	1614	1993
营业税金及附加	6	7	9	11	13
销售费用	55	64	75	91	113
管理费用	101	108	126	152	189
财务费用	-13	-17	-11	-14	-14
资产减值损失	2	9	0	0	0
公允价值变动收益	-17	10	0	0	0
投资净收益	0	-9	-5	-5	-5
营业利润	193	314	388	480	608
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	11	1	1	1	1
利润总额	186	313	389	480	608
所得税	29	49	60	74	94
净利润	157	265	328	405	514
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	157	265	328	405	514
EBITDA	270	386	455	539	661
EPS (元)	0.50	0.85	0.82	1.01	1.28

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	220	272	445	450	541
净利润	157	265	328	405	514
折旧摊销	72	82	72	67	63
营运资金变动	-18	-68	36	-28	-40
其它	9	-6	8	5	5
投资活动现金流	-35	-96	-563	-65	-65
资本支出	-35	-87	-558	-60	-60
投资变动	0	0	-5	-5	-5
其他	0	-9	0	0	0
筹资活动现金流	-110	-118	1269	0	0
银行借款	160	108	-40	0	0
债券融资	-192	-94	-29	0	0
股权融资	0	0	1339	0	0
其他	-79	-132	-1	0	0
现金净增加额	75	59	1151	385	477
期初现金余额	261	273	336	1487	1872
期末现金余额	336	332	1487	1872	2349

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	12.8	16.7	18.2	21.0	24.3
营业利润增长	13.1	62.8	23.8	23.5	26.7
归属母公司净利润增长	9.1	68.7	24.1	23.5	26.7
获利能力(%)					
毛利率	25.7	29.5	30.6	31.0	31.4
净利率	11.2	16.2	17.0	17.3	17.7
ROE	20.4	28.9	12.7	13.6	14.7
ROIC	27.7	37.2	28.1	34.0	41.9
偿债能力					
资产负债率(%)	36.5	36.5	15.7	16.0	16.5
净负债比率	-0.2	-0.2	-0.6	-0.6	-0.7
流动比率	1.62	1.90	4.75	4.92	4.98
速动比率	1.38	1.61	4.43	4.59	4.65
营运能力					
总资产周转率	1.18	1.23	0.86	0.71	0.75
应收账款周转率	5.25	4.63	4.68	4.68	4.68
存货周转率	11.17	9.73	9.61	9.61	9.61
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.85	0.82	1.01	1.28
每股经营现金流	0.70	0.87	1.11	1.12	1.35
每股净资产	2.46	2.93	6.43	7.44	8.72
估值比率					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

广发证券电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：资深分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：分析师，复旦大学经济学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 王璐：研究助理，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 余高：研究助理，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 叶浩：研究助理，清华大学应用经济学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 王帅：研究助理，上海交通大学机械与动力工程学院学士、安泰经济与管理学院硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。