

电子制造

高端 PCB 领军厂商，产能释放促力全年业绩超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	374.67/169.51
总市值/流通(百万元)	9355.51/4232.66
12 个月最高/最低(元)	28.14/20.59

相关研究报告:

《PCB 系列专题报告之一——旺季再临，产业链龙头乘势而上》

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376550

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

报告摘要

1) 行业增速加速。根据行业协会统计,中国 PCB 企业营收(11 家大企业)2015 年上半年同比增速 5%、2016 年上半年同比增长 16%,2016 年下半年同比增长 26%,行业增长加速。加速原因是:需求(汽车电子、家电智能化、LED 显示/照明等)+进口替代;

2) 5000 亿市场空间,中国 PCB 企业进口替代十年黄金期开启。5000 亿市场空间,使得 PCB 成为仅次于集成电路和面板之后的第三大电子元器件。中国最大的 PCB 企业(深南电路,国企,2016 年增长 30%)仅排名全球第 29 名。按照行业规律,10 年内全球前 10 名席位中将有 5-8 家中国企业。进口替代路径将复制触摸屏、摄像头模组、电池模组、声学器件等电子元器件板块,现在买相当于 6-7 年前买欧菲光、歌尔声学。

3) 公司产能 8 月底释放,应对订单饱满。公司 6 月份仅接单半个月就不敢再接单,预计 7 月份又是订单及营收创了新高。产能扩张 100%,下半年供需两旺。

4) 预计 3 年复合增速 50%,且 17-18 年对应估值 26 倍、17 倍。产能扩张后 17 年下半年和明年增速更快达 60%。增发后市值 95 亿,增发完成,压制股价因素去除。

总结一句话:行业增速加速、大市场空间的进口替代十年黄金期开启+公司产能 8 月底释放未来三年复合增速达 50%且估值便宜,增发完成压制股价因素去除。

投资建议:行业景气度上行,我们预计公司 17-19 年净利润分别为 3.52/5.52/7.22 亿元,EPS 分别为 0.94/1.47/1.93 元,当前股价对应 PE 分别为 26/17/13X,给予 34X 估值,目标价 31.96 元,“买入”评级。

风险提示:下游应用表现不及预期;上游原材料价格及供给波动;

■ 盈利预测和财务指标:

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,818	2,272	3,363	4,573
(+/-%)	41.5%	25.0%	48.0%	36.0%
净利润(百万元)	232	352.09	552.35	721.95
(+/-%)	83.4%	51.7%	56.9%	30.7%
摊薄每股收益(元)	0.62	0.94	1.47	1.93
市盈率(PE)	38.4	26.6	17.0	12.9

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、胜宏科技——高密度 VGA PCB 龙头，积极拓展高端应用领域.....	3
高密度印制线路板领军企业，行业地位连年走高	3
盈利能力持续增强，多层板产品和国内市场收入增长迅速	4
产品结构持续调整优化，毛利率稳步提升	5
高端显卡板全球龙头，优质客户群+定制化产品凸显竞争优势	5
二、下游需求看旺：智能化/电子化驱动 PCB 行业增速持续提升.....	7
汽车电子化+新能源化加速渗透，车载 PCB 板需求高速增长	7
5G 趋势带动通讯服务器需求与日俱增，多层 PCB 板需求看涨	9
智能时代显卡需求迅猛增长，高密度多层 VGA PCB 市场趋热	10
三、5000 亿市场空间，中国 PCB 企业开启进口替代十年黄金期.....	11
中国 PCB 行业高速增长，全球份额占比过半	11
国产替代+龙头集中加速进行，优质 PCB 企业迎来最佳投资期	12
四、产能释放订单饱满，下半年供需两旺，业绩迎来超预期增长.....	14
智慧工厂促力产能提升，下半年供需两旺业绩有望大增	14
进军汽车电子，显著受益新能源汽车爆发式增长	15
“零排放”绿色生产，打造 PCB 行业环保解决方案	15
研发投入持续增长，各项指标位居同行前列，竞争优势显著	17
投资亮点	18
风险提示	18

一、胜宏科技——高密度 VGA PCB 龙头，积极拓展高端应用领域

高密度印制线路板领军企业，行业地位连年走高

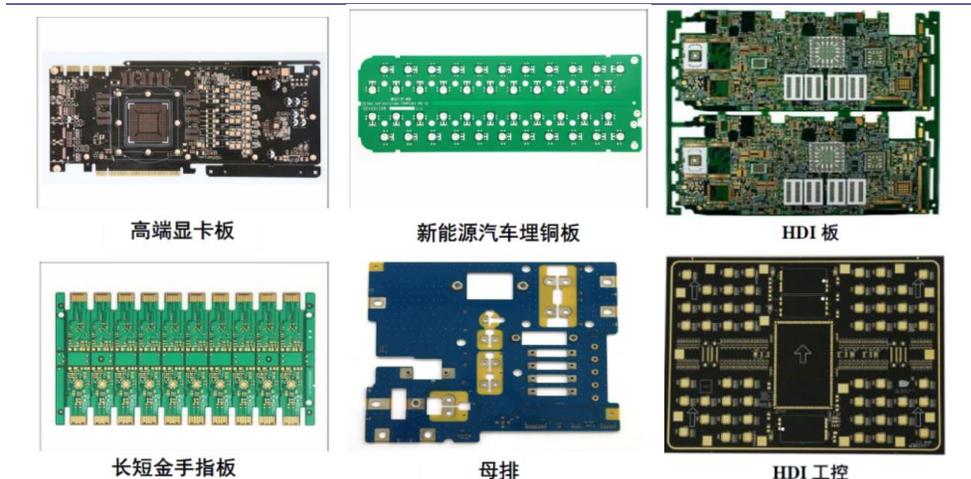
公司专业从事高精密密度多层线路板的研发、生产和销售，主要产品为双面板、多层板（含 HDI）等，与富士康、共进电子、仁宝、纬创、金像电子、联想、歌尔声学、Dell 等众多企业建立了稳固的合作关系，具有极强的行业竞争优势。公司高密度多层 VGA PCB 全球市场份额第一。作为国内少数几家能够制作混合材料 LED 显示器用线路板的企业之一，近年来随着技术实力不断增强，公司在 LED 显示器、服务器、通讯、医疗器械等高端 PCB 应用领域也已具备批量生产能力。2016 年公司实现营业收入 18.18 亿元，同比增长 41.52%；净利润 2.32 亿元，同比增长 83.34%，2017 一季度实现营业收入 4.47 亿元，同比增长 14.73%；净利润 0.46 亿元，同比增长 15.12%。2016 年公司净利率达 12.77%，创历年新高。

图表 1：胜宏科技公司简介

主要产品	高精密密度线路板	专业、高端	行业前列
核心工艺	长短金手指、手指引线二次蚀刻、埋铜工艺、任意层互联等	专业从事高精密密度线路板的研发、生产和销售	全球印制电路板制造百强企业，CPCA 副理事长单位，高密度多层 VGA（显卡）PCB 市场份额全球第一，约 40%
战略客户		科技创新	技术生命线
先进设备		国家火炬计划重点高新技术企业、国家知识产权优势企业、广东省知识产权示范企业	截至 2016 年末，获得线路板领域授权专利 211 项，其中发明专利 35 项、实用新型专利 175 项，外观专利 1 项

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

图表 2：公司主要产品

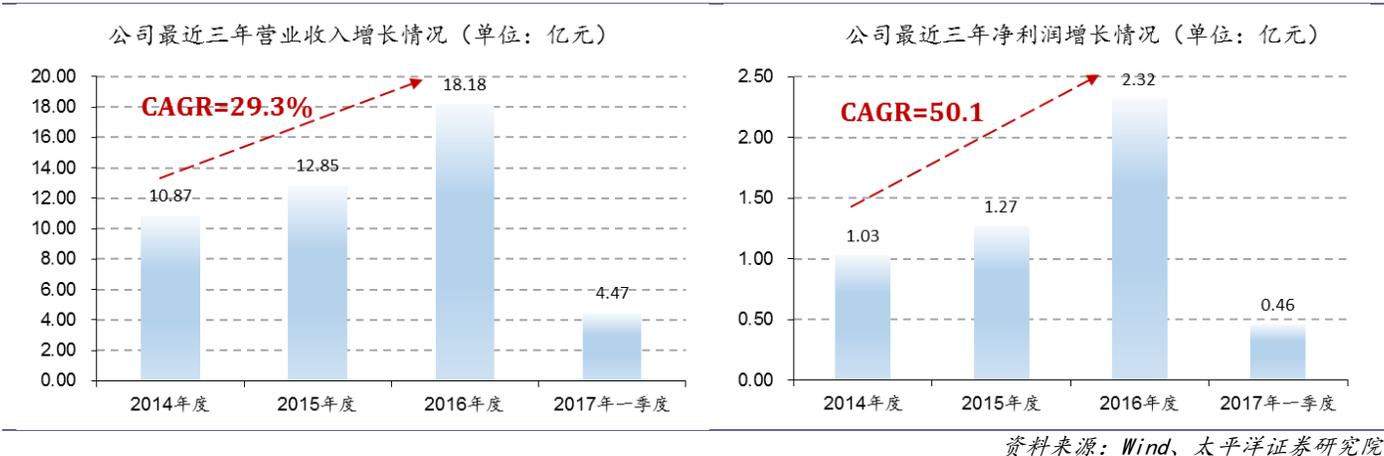


资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

盈利能力持续增强，多层板产品和国内市场收入增长迅速

资产总额年均复合增长率为 **35.6%** 股东权益年均复合增长率为 **157.2%**
 营业收入年均复合增长率为 **29.3%** 净利润年均复合增长率为 **50.1%**
 增长远超过行业平均，最近三年中国 PCB 产量年均复合增长率为 **3.4%**

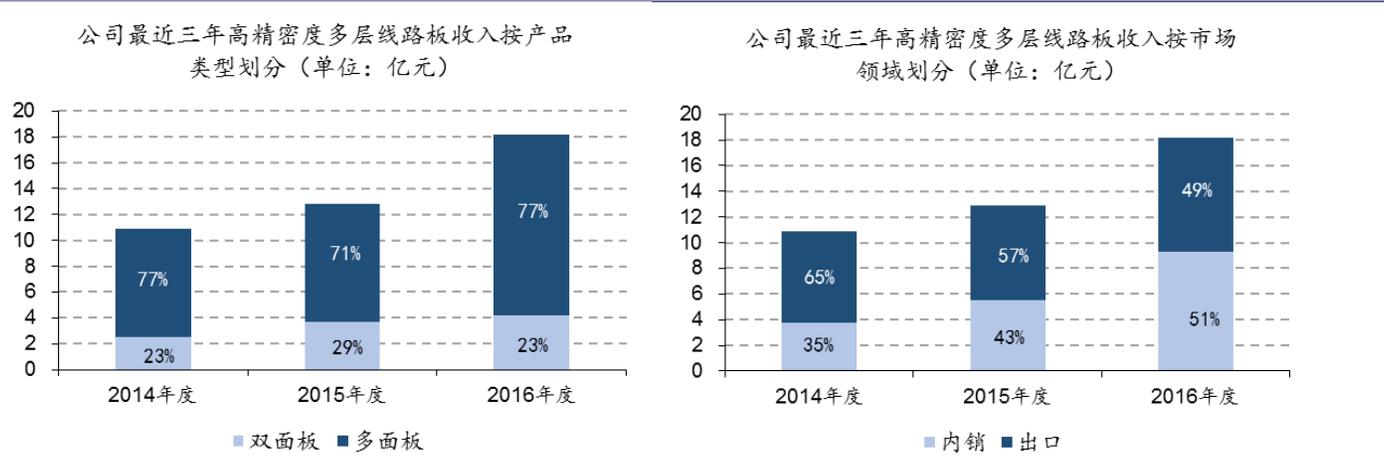
图表 3：公司最近三年营收及净利润增长情况



按产品类别: 多层板占公司营业收入的 70%以上, 公司在高密度多层板领域具有显著的技术优势和成本优势, 市场竞争地位突出。

按市场领域: 公司最近三年国内主要客户新增华硕、技嘉、利亚德、沃特玛等, 国内销售收入占比逐步提高; 国外主要产品新增毛利率较高的电脑服务器及周边产品 (相比内销同类产品高出约 10%毛利率), 为进一步的市场开拓及盈利增长提供了广阔空间。

图表 4：2014-2016 年公司高精密度多层线路板收入划分



产品结构持续调整优化，毛利率稳步提升

近年来公司调整产品结构和开发方向，主攻高端产品客户，主要为8层及以上的多层板产品，如高端显卡、HDI、服务器、工控、汽车电子等高附加值产品，这部分客户产品的订单量是推动业绩增长的主要原因之一

图表 5: 2015-2017 年一季度各产品销售占比

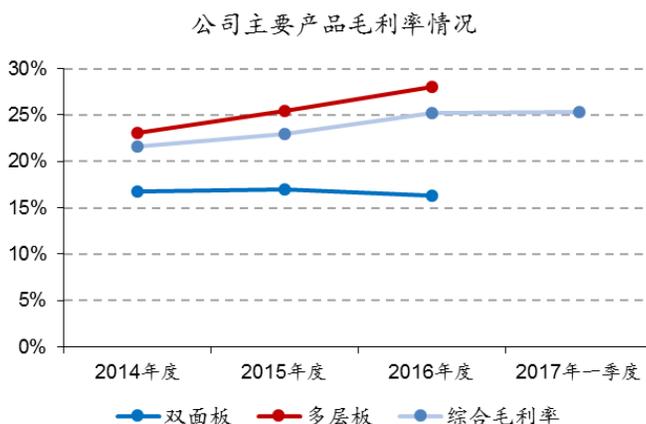


资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

双层板：最近三年产量稳定，2015年产能有所扩张，未来双层板的产量及产能将保持稳定增长。

多层板：营业收入占比大，毛利率较高，最近三年毛利率复合增长率 10.34%，随着未来高端产品占比进一步提升，将进一步提升公司毛利率。

图表 6: 公司主要产品毛利率变动情况



资料来源：Wind、太平洋证券研究院

高端显卡板全球龙头，优质客户群+定制化产品凸显竞争优势

受益于 VR 设备、人工智能以及游戏等细分领域的迅速发展，同时受比特币及新兴起的以太币价格刷新影响，数字货币大潮带动 GPU 挖矿行业爆发，目前市场上显卡供不应求，公司在高端显卡板领域具备多年的技术积淀，领先优势稳固，2017 年胜宏科技在显卡领域 PCB 全球市场份额将提升至 40%。

图表 7：公司主打产品显卡板出货量迅速增长

市场占有率



产品层数



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

PCB 行业下游领域，计算机、消费电子等领域销量占比稳中有下降趋势，而显卡、汽车及医疗等领域增速加快，占比逐年提升，成为 PCB 行业新的增长点。

图表 8：公司 PCB 产品各应用领域销量百分比

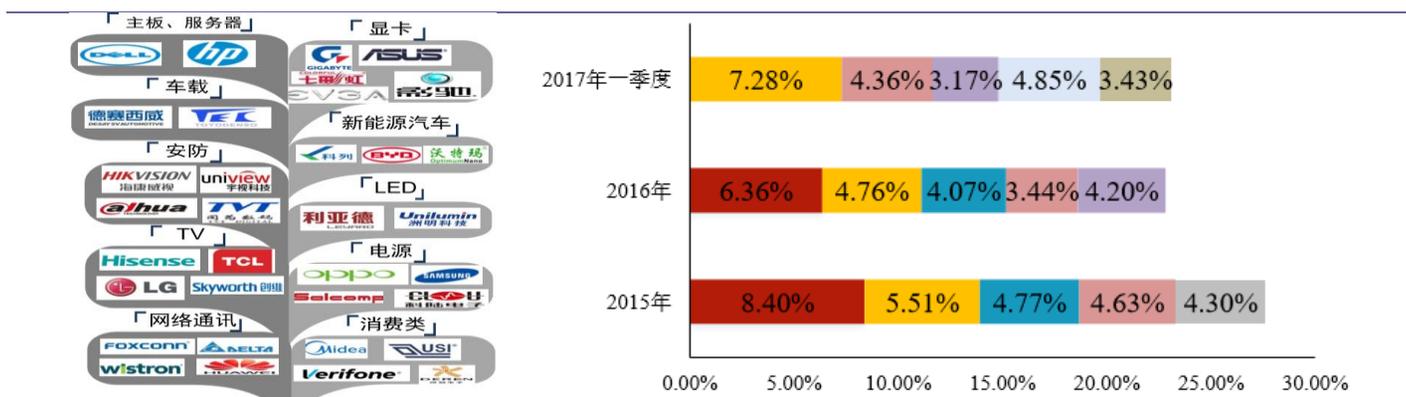
年度	计算机及周边	显卡	车载产品	网络通讯	消费类电子	电源产品	安防 / 服务器/医疗 / 工控等其他产品
2015	15%	10%	10%	20%	25%	5%	15%
2016	10%	15%	15%	15%	15%	10%	20%
2017	8%	20%	17%	15%	10%	10%	20%

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

● 汇集全球优质客户群，定制化产品凸显技术优势

公司经过多年客户开拓与积累，目前已具备世界定级的国内外客户群。如主板、服务器领域的 Dell、HP；显卡领域的技嘉、华硕；安防领域的海康、大华等；LED 领域的利亚德、洲明科技；电视机领域的海信、TCL、LG 等；以及华为、OPPO、美的等诸多优质客户。

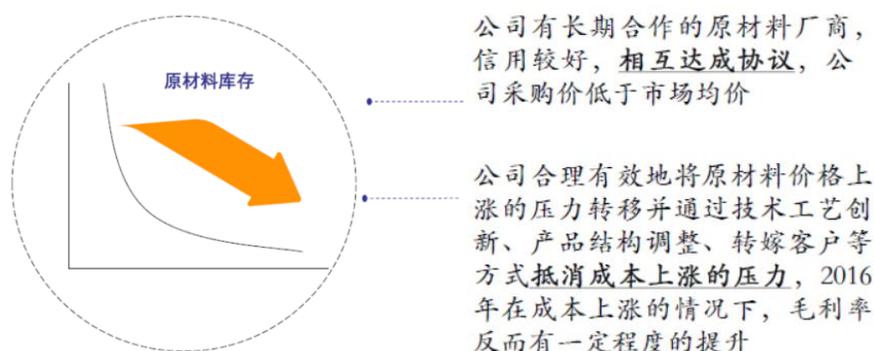
图表 9：公司汇集全球优质客户群，定制化产品凸显技术优势



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

公司专门生产定制化产品，且公司产品科技含量高，客户下单后，不存在退货情况。公司积极推进原材料“零库存”机制，对部分原材料实施供应商备货制度，尽可能降低原材料库存，提高原材料周转率，降低价格波动风险。

图表 10：公司推进“零库存”机制，原材料优势明显



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

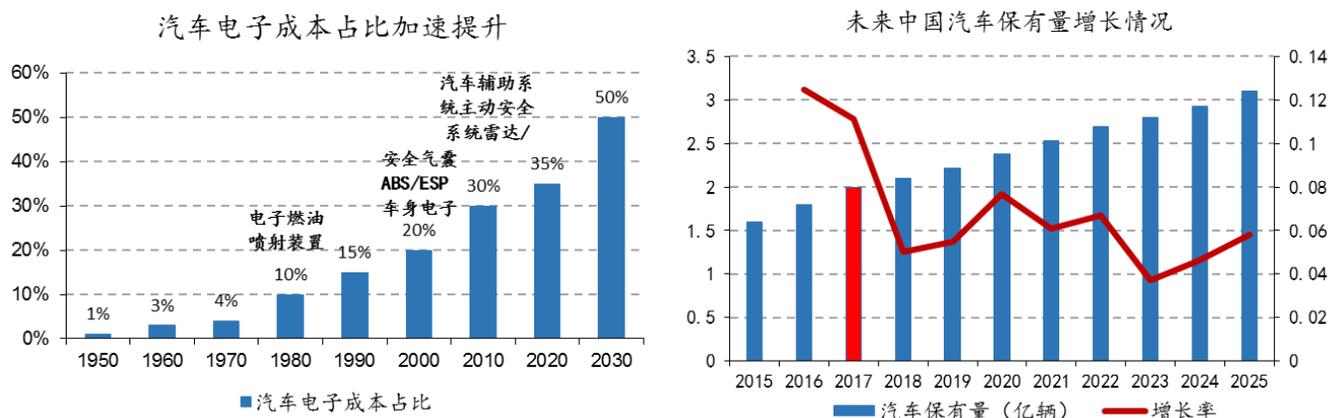
二、下游需求看旺：智能化/电子化驱动 PCB 行业增速持续提升

汽车电子化+新能源化加速渗透，车载 PCB 板需求高速增长

- 新能源与自动驾驶趋势明确，推动汽车 PCB 用量大幅提升

随着传统汽车经过 ADAS 逐渐向自动驾驶过渡，以及新能源汽车的推广，汽车电子的渗透率不断提高。单台汽车中电子零部件的成本占比从 1950 年的 1% 左右提升到 2010 年的 30% 左右，而且这一比例呈现出加速上涨的态势，汽车整体电子化的趋势明显。车用 PCB 的使用越来越广泛。

图表 11: 汽车电子渗透率加速带动汽车 PCB 板需求增长



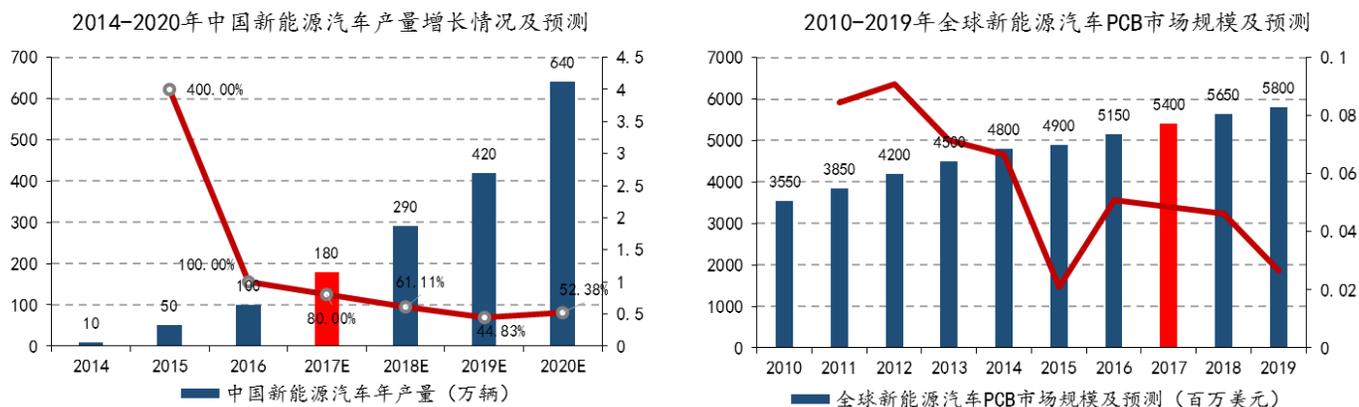
资料来源: 公司资料、太平洋证券研究院

● 新能源汽车政策及市场双重利好, 将迎来高速发展期

政策层面: 发展新能源汽车已经上升为我国国家战略, 近年政府密集出台购买补贴、公务车更新、充电设施建设、车辆购置税等相关政策;

市场层面: 国内新能源汽车产量连创新高, PCB 的市场需求将受益于新能源汽车需求的爆发式增长;

图表 12: 新能源汽车需求爆发式增长, 车用 PCB 市场景气度高企

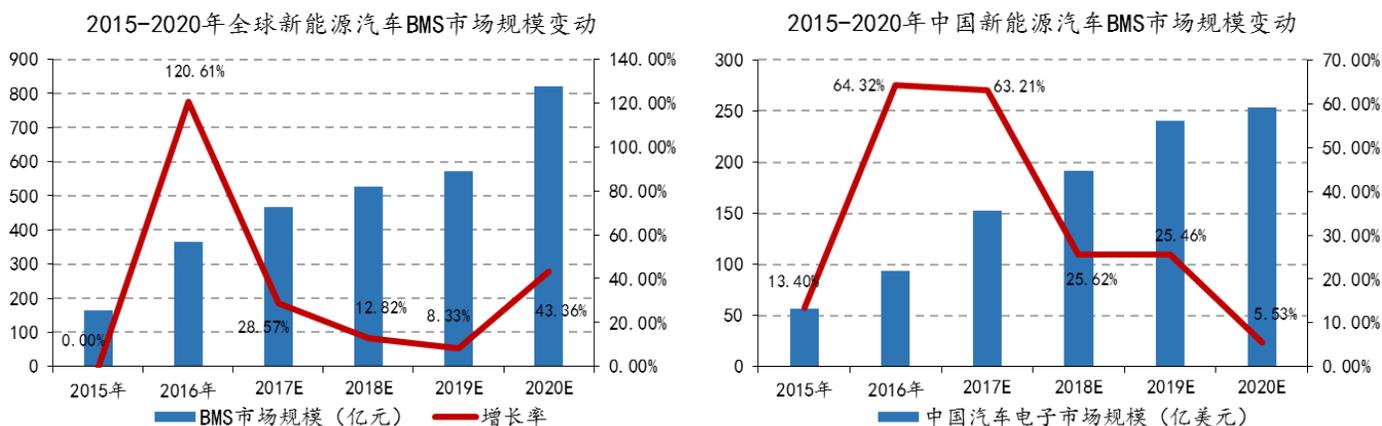


资料来源: 公司资料、太平洋证券研究院

● 车用 PCB 新增需求—新能源汽车动力电池 BMS

BMS (电池管理系统) 是电动汽车动力电池“大脑”: 分散式 BMS 对每一个电池单体都安装控制板 (PCB), 通过控制板采集信号并通过总线与主控通信 BMS 成本占比高, 市场空间广阔: BMS 成本平均占据电池组总成本的 30% 左右, 作为新能源汽车电池供电系统的核心, 电池管理系统 BMS 必须以 MPCB 作为依托。2015 年, 全球 BMS 市场规模达到 165 亿元, 预计 2020 年将达到 820 亿元, 年均复合增长率达到 37.8%。

图表 13: 2015-2020 年全球&中国新能源汽车 BMS 市场规模变动

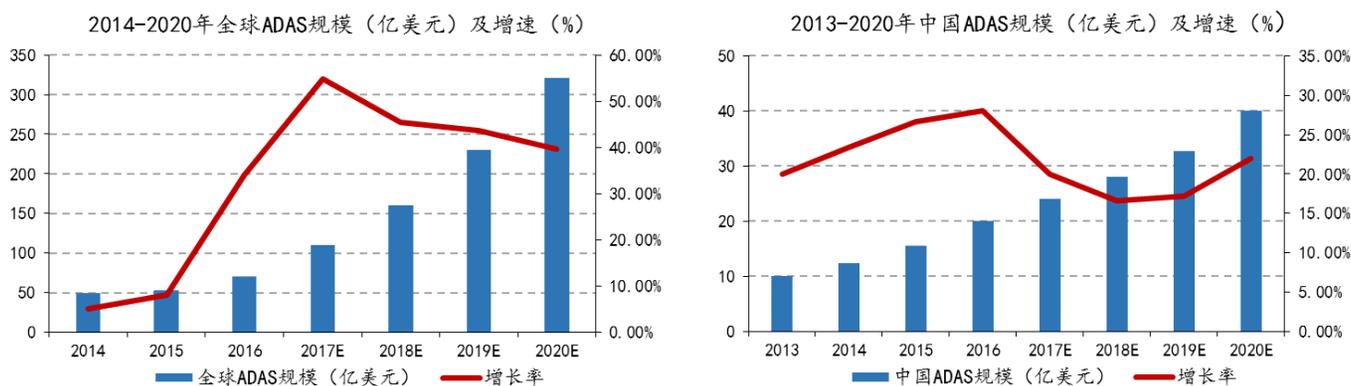


资料来源: 公司资料、太平洋证券研究院

● **ADAS 快速渗透, 全面提升汽车电子化程度**

目前 ADAS 主要集中在法规较为严格的美系、中高端德系车型市场, 在单车智能化的趋势之下, ADAS 将迅速完成渗透。据 IHS 预测, 2020 年国内 ADAS 市场将达到近 40 亿美元, 年复合增速高达 25%, 随着 ADAS 在汽车市场中的快速渗透, 未来平均每年将带来近 3 亿美元的新增 PCB 需求, 2020 年 ADAS 用 PCB 市场将达到近 16 亿美元。

图表 14: 2014-2020 年全球&中国 ADAS 规模及增速



资料来源: IHS、公司资料、太平洋证券研究院

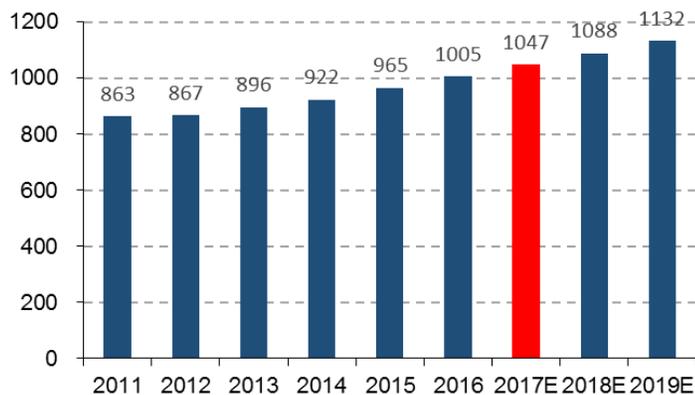
5G 趋势带动通讯服务器需求与日俱增, 多层 PCB 板需求看涨

● **移动互联网时代对服务器的需求与日俱增**

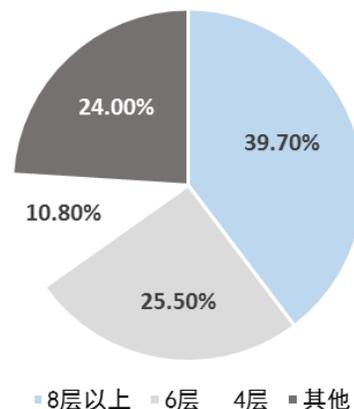
移动互联网时代对服务器的需求与日俱增, 据 IDC 数据, 2016 年全球服务器出货量将首次突破千万台, 2014~2019 年间复合增长率可达 4.2%。

图表 15: 通讯服务器需求与日俱增, 多层 PCB 板需求看涨

全球服务器出货量（万台）



各类PCB在服务器市场中的占比



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

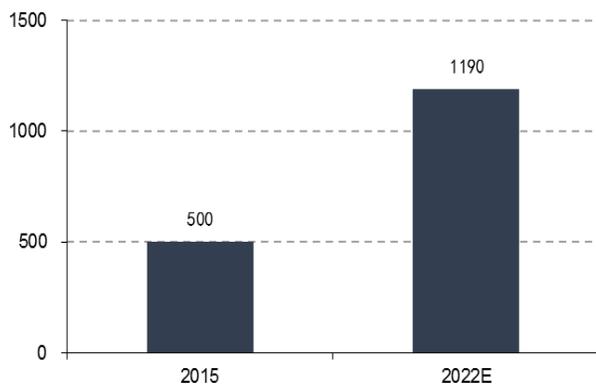
智能时代显卡需求迅猛增长，高密度多层VGA PCB市场趋热

● 人工智能时代对显卡的需求与日俱增

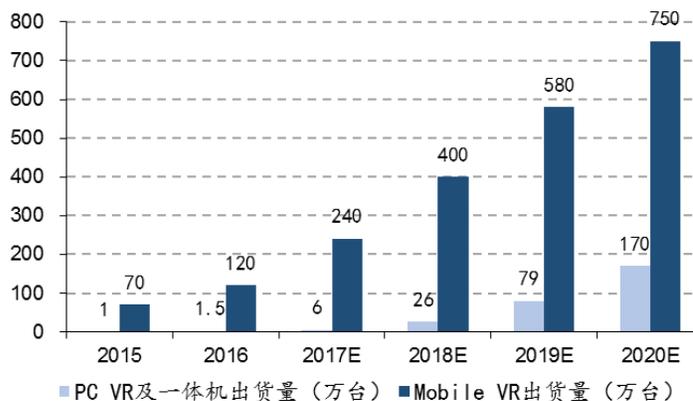
VR设备、人工智能以及游戏等细分领域显卡用PCB板的需求迅速增长。未来五年，我国人工智能市场空间广阔，发展速度远超全球。相关数据显示，2020年全球AI市场规模将达到1190亿元，年复合增速约19.7%；同期中国人工智能市场年复合增速超50%，远超全球增速。VR市场方面，预计到2020年我国VR出货量将达1000万台，用户规模超过2500万人。国内VR硬件市场规模将达到64亿元。另外，受比特币及新兴起的以太币价格刷新影响，数字货币的大潮带动了GPU挖矿行业爆发，目前市场上显卡供不应求。

图表 16：显卡细分市场需求增长，公司主营高密度VGA PCB板未来前景看好

全球人工智能市场规模（亿元）



2015-2020年中国VR设备出货量（万台）



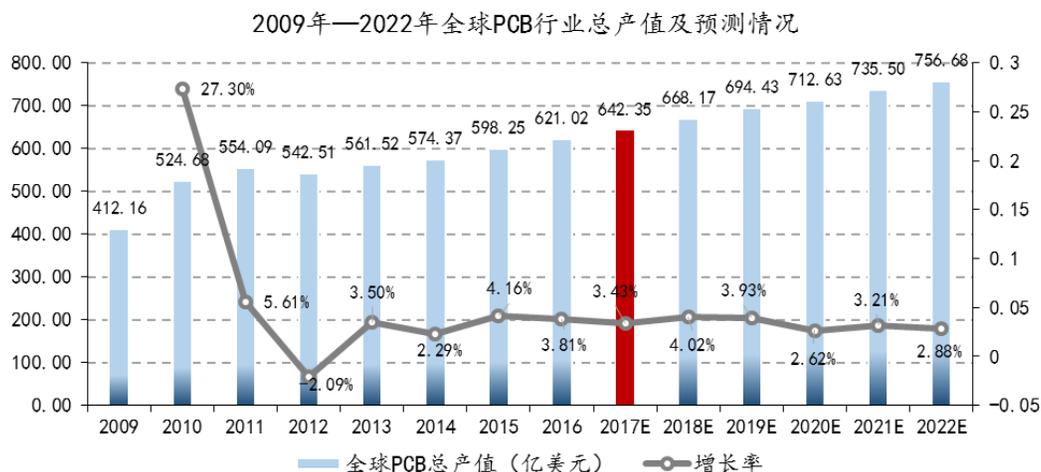
资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

三、5000 亿市场空间，中国 PCB 企业开启进口替代十年黄金期

中国 PCB 行业高速增长，全球份额占比过半

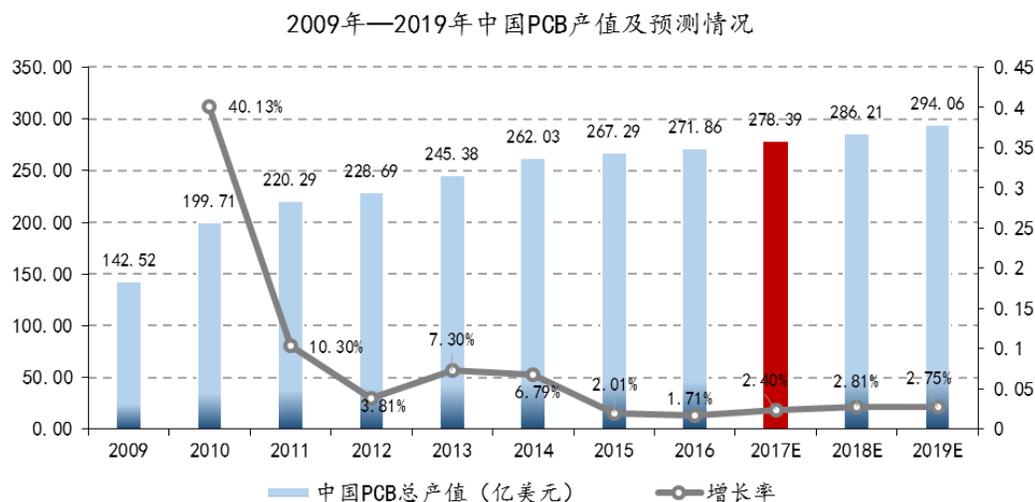
智能化/联网化趋势拉动汽车电子/通信/LED 应用/消费电子等各领域 PCB 需求，“量+质”齐升，高端 PCB 产品占比逐步加大，PCB 市场规模稳步提升。预计 2020 年全球 PCB 行业总产值约为 712.63 亿美元，2017 年至 2020 年年复合增长率达 4.69%。中国凭借低廉的人力成本、近市场优势以及产业链聚集效应，吸引外资纷纷进驻，促使整个 PCB 产业迅速增长，产值约占全球 PCB 产值的一半。

图表 17：2009—2022 年全球 PCB 行业总产值及预测情况



资料来源：Prismark、公司资料、太平洋证券研究院

图表 18：2009—2019 年中国 PCB 产值及预测情况



资料来源：Prismark、公司资料、太平洋证券研究院

国产替代+龙头集中加速进行，优质 PCB 企业迎来最佳投资期

据 CPCA 数据统计，内资前 11 大 PCB 厂商营收：**2015 上半年同比+4.9%→→2016 上半年同比+15.8%→→2016 下半年同比+26%；2016 全年+21%**。国产替代加速进行，龙头集中趋势明显。PCB 行业竞争过度分散的状态将逐步整合，未来低效产能必会面临淘汰，行业集中度加速提升，发力汽车板的传统龙头、专注高品质小批量板的厂商、因消费电子轻薄化需求而加码 FPC 的企业有望受益。

图表 19：内资 PCB 前 11 大企业营收增速加速提升，国产替代黄金期开启

2015上半年 2016上半年 2016下半年

PCB: 4.9%→15.8%→26%

2015年至今，前11内资PCB大厂营收增长加速提升！

PCB公司 类别	产品产量 (m)			同比增长率		营业收入 (万元人民币)			同比增长率	
	14年1-6月	15年1-6月	16年1-6月	1H 15/ 1H 14	1H 16/ 1H 15%	14年1-6月	15年1-6月	16年1-6月	1H 15/ 1H 14	1H 16/ 1H 15%
Large (11 companies)	7,392,140	8,943,644	10,272,129	17.8%	14.9%	896,155	989,776	1,088,489	4.9%	15.8%
Med/Small (25 Companies)	7,547,746	8,180,541	8,875,144	8.4%	8.5%	410,093	432,329	466,565	5.4%	7.9%
合计 (36 companies)	15,139,886	17,124,185	19,147,273	13.1%	11.8%	1,306,247	1,372,104	1,555,055	5.0%	13.3%

资料来源：CPCA、太平洋证券研究院

5000 亿市场空间，使得 PCB 成为仅次于集成电路和面板之后的第三大电子元器件。中国最大的 PCB 企业（深南电路，国企，2016 年增长 30%）仅排名全球第 29 名。按照行业规律，可以预见的 10 年内，全球前 10 名席位中将有 5-8 家中国企业。进口替代路径将复制触摸屏、摄像头模组、电池模组、声学器件等电子元器件板块，现在买相当于 6-7 年前买欧菲光、歌尔声学。

图表 20: CPCA 2016 年中国地区 PCB 企业综合排名

综合PCB企业排名					
名次	企业名称	营业收入 亿元RMB		2016/2015 增长率	经营范围
		2016年	2015年		
1	臻鼎科技控股有限公司	169.85	168.19	0.99%	PCB
2	健鼎科技股份有限公司	86.65	82.10	5.54%	PCB
3	紫翔电子科技有限公司	84.16	102.31	-17.74%	PCB
4	欣兴电子股份有限公司	56.97	62.00	-8.11%	PCB
5	深南电路股份有限公司	45.98	35.50	29.52%	PCB+HDI
6	志超科技股份有限公司	37.98	36.39	4.37%	PCB
7	沪士电子股份有限公司	37.90	33.77	12.24%	PCB
8	名幸电子有限公司	37.57	34.15	10.01%	PCB
9	奥特斯(中国)有限公司	33.74	33.19	1.66%	PCB
10	深圳市景旺电子股份有限公司	32.83	26.77	22.64%	PCB
24	定颖电子(昆山)有限公司	19.93	17.47	14.09%	PCB
25	广东兴达鸿业电子有限公司	19.22	18.44	4.23%	PCB
26	汕头超声印制板公司	18.24	19.04	-4.21%	PCB
27	胜宏科技(惠州)股份有限公司	18.18	12.85	41.45%	PCB

资料来源: CPCA、太平洋证券研究院

图表 21: CPCA 2016 年中国内资 PCB 企业排名

内资PCB企业排名					
名次	企业名称	营业收入 亿元RMB		2016/2015 增长率	经营范围
		2016年	2015年		
1	深南电路股份有限公司	45.98	35.50	29.52%	PCB+HDI
2	深圳市景旺电子有限公司	32.83	26.77	22.64%	PCB+FPC
3	深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	29.40	21.19	38.74%	PCB
4	珠海方正印刷电路板发展有限公司	27.39	24.32	12.62%	高多层线路板
5	深圳市崇达电路技术股份有限公司	22.46	17.57	27.80%	PCB
6	五株科技股份有限公司	21.40	21.49	-0.40%	PCB+HDI
7	广东兴达鸿业电子有限公司	19.22	18.44	4.23%	PCB
8	汕头超声印制板公司	18.24	19.04	-4.20%	PCB
9	胜宏科技(惠州)股份有限公司	18.18	12.85	41.45%	PCB
10	广东世运电路科技股份有限公司	16.10	13.43	19.88%	PCB

资料来源: CPCA、太平洋证券研究院

四、产能释放订单饱满，下半年供需两旺，业绩迎来超预期增长

智慧工厂促力产能提升，下半年供需两旺业绩有望大增

公司目前首发募投项目 10 亿元产值的智能车间已于 2015 年 3 季度建成，2016 年 3 季度达产，每十亿产值所需工人仅需 800 人，显著降低生产成本，提高生产效率。智能车间目前产量为 80 万平方米/年。因订单过旺，今年 6 月份公司仅接单半个月就不敢再接单，预计 7 月份订单及营收已再创新高。8 月份产能扩张投产，下半年供需两旺。

图表 22：公司坚定推进工业 4.0 发展战略



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

2017 年 8 月公司试运行同行业首家工业 4.0 智慧工厂，运行后前几年保底净利率 13%，目标净利率将达 18%。

图表 23：智慧工厂投产预期效果



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

- 公司具备无限扩产能的条件

厂房一期：

2015年6月公司IPO上市后，成功借助资本市场进一步扩大产能，首发募投资金全部用于智能车间，产能约80万平方米/年。2016年度公司产量较2015年度同比增加33.34%，年产量达2,911,953.89平方米。目前厂房一期产值15亿元，智能车间产值10亿元。

厂房二期：

开幕投资金用于扩产，新增产能90万平方米/年。届时，厂房二期预计2018年完成总产值50亿元。

未来规模持续增长：

公司①土地储备400亩；②具有区位优势；③未来“零排放”绿色生产；多因素使得公司具备无限扩产能的条件，丰厚的土地储备能够支撑公司2022年100亿产值扩产目标。

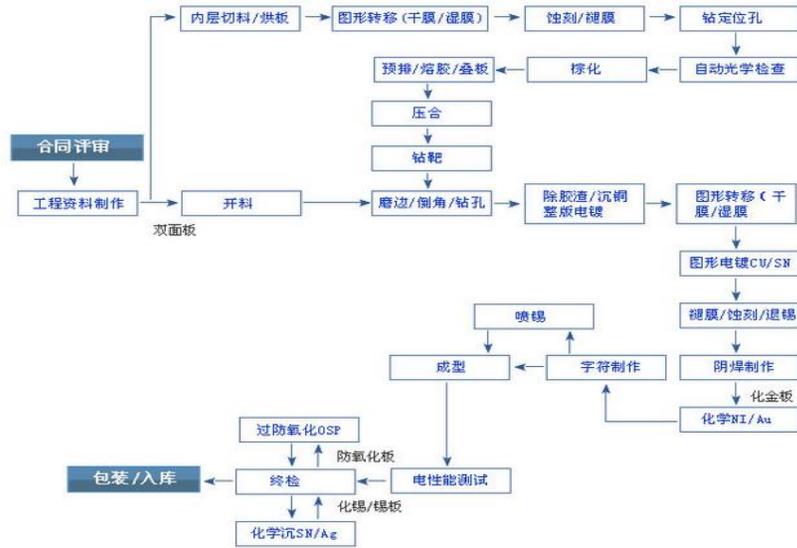
进军汽车电子，显著受益新能源汽车爆发式增长

公司去年与沃特玛签署了战略合作协议，通过为沃特玛提供电池模组用PCB导板，成功切入新能源汽车领域。沃特玛成立于2002年，是国内最早成功研发磷酸铁锂新能源汽车动力电池、汽车启动电源、储能系统解决方案并率先实现规模化生产和批量应用的动力锂电池企业之一。2016年沃特玛日产32650型5.5AH电芯8万支，新厂区规划产能为日产50万支，下游客户包括东风特汽、一汽解放、奇瑞万达、长安客车、力帆汽车等。公司通过与沃特玛的合作，形成客户协同，借助沃特玛的渠道资源扩大公司在新能源汽车电池模组用PCB领域的市场份额，对公司未来经营业绩将产生积极的影响。

“零排放”绿色生产，打造PCB行业环保解决方案

PCB行业历来被视为高污染行业，在其生产的蚀刻、电镀等环节会产生大量废水废液，尤其在高精度多层印刷线路板上，通孔直径通常都<0.1mm，导线密度和间距也仅有0.05mm。若不使用大量纯净水反复冲洗，有可能导致各种杂质残留在通孔和线路中，从而影响产品功能。这些废水废液若不经循环再利用会造成极大的污染。

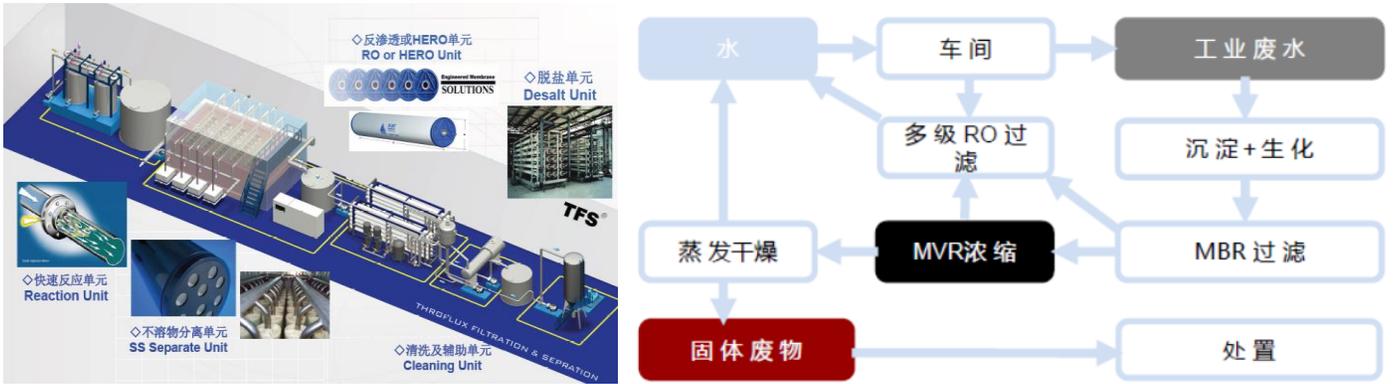
图表 24：PCB 板工艺流程



资料来源：互联网资料整理、太平洋证券研究院

公司自成立以来始终强调“绿色制造”，目前公司化学药品已经实现0排放，废水回用率为60%，未来2-3年投资3000万元建造废水处理站，3年后实现废水0排放，回用率达95%，可无限扩产能。

图表 25：公司废水处理系统及流程图



资料来源：互联网资料整理、太平洋证券研究院

未来公司有望与工信部合作，力争将“废水零排放”升级为PCB行业标准。目前中等规模PCB厂商实现“废水零排放”系统改造预算大概为600-800万/家，大陆PCB厂商千家以上，市场潜在空间近百亿元。公司在这一领域具有先发优势，未来有望深度参与PCB厂污水改造项目，从而为公司的长期发展开拓新的增长点。

研发投入持续增长，各项指标位居同行前列，竞争优势显著

图表 26：胜宏科技持续加大研发优势，取得显著成果

01 研发成果

2016年度，公司通过科技局备案新增研发项目11个。截至目前，公司累计获得了各种专利239项

02 技术能力

公司掌握了混合材质选择性压合技术和流胶控制技术，成功研发出混合材料LED显示器用线路板、刚挠结合板、铁氟龙板和五压5阶HDI板

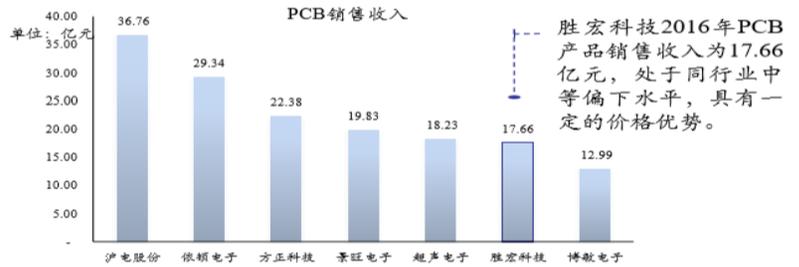
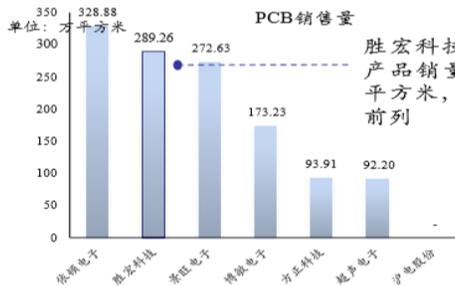
03 研发投入



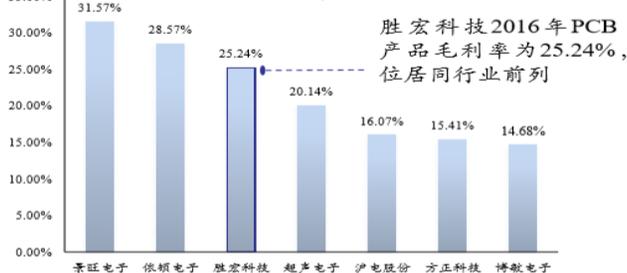
资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

图表 27：胜宏科技在同行业公司中竞争优势明显

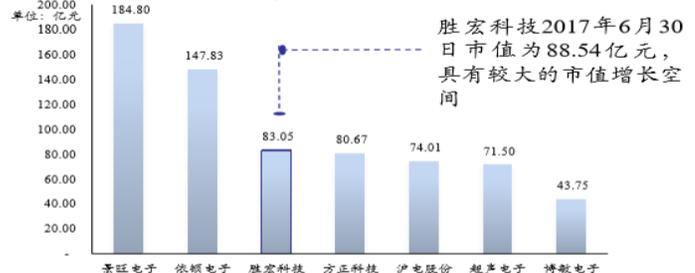
(1) 销售优势



(2) 毛利率优势



(3) 市值优势



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

公司终端客户覆盖全面且多为第一梯队客户，涵盖富士康、仁宝、纬创、戴尔、惠普、思科、华硕、技嘉、利亚德、比亚迪、沃特玛、海康威视、青岛海信、德赛西威、赛尔康等诸多优质厂商，下游订单增长潜力大，客户风险低，成长动力充沛。

图表 28：胜宏科技客户资源优势明显



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

投资亮点

1) 市场：成长空间巨大

PCB 行业 5000 亿市场规模，胜宏 2022 年目标产值为 100 亿元人民币

2) 客户：世界顶级客户群

汇集全球优质客户，客户需求巨大，亟待扩产能

3) 产品：定制化高端产品，科技含量高

定制化产品，产品结构不断升级；显卡为公司近期战略主打产品

4) 规模：具备无限扩产能的条件

拥有 400 亩丰厚的土地储备且区位优良、三年内实现废水“零排放”

5) 工业 4.0：同行业首家工业 4.0 智慧工厂

8 月试运行，人均产值可达 200 万元，目标净利率 18%

风险提示

- 宏观经济不及预期；
- PCB 产业向大陆转移趋势不及预期；
- 高密度显卡板业务增长不及预期；

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	441	500	500	500	营业收入	1818	2272	3363	4573
应收款项	789	2189	3239	4405	营业成本	1321	1568	2186	2973
存货净额	201	580	813	1113	营业税金及附加	12	15	18	23
其他流动资产	54	114	168	229	销售费用	55	73	111	160
流动资产合计	1485	3382	4721	6247	管理费用	195	228	303	435
固定资产	807	1014	1203	1374	财务费用	(41)	(12)	111	152
无形资产及其他	21	20	19	18	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	49	49	49	49	资产减值及公允价值变动	(11)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	(1)	(1)	(2)	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2362	4464	5991	7686	营业利润	267	398	631	828
短期借款及交易性金融负债	66	2273	3196	4105	营业外净收支	4	11	11	11
应付款项	713	315	442	605	利润总额	271	409	642	839
其他流动负债	126	153	214	295	所得税费用	39	57	90	118
流动负债合计	904	2741	3852	5005	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	232	352	552	722
其他长期负债	10	11	13	14					
长期负债合计	10	11	13	14	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
负债合计	914	2752	3865	5019	净利润	232	352	552	722
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	2	4	3	3
股东权益	1448	1712	2126	2667	折旧摊销	76	87	106	125
负债和股东权益总计	2362	4464	5991	7686	公允价值变动损失	11	3	3	3
					财务费用	(41)	(12)	111	152
关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E	营运资本变动	154	(2203)	(1147)	(1278)
每股收益	0.62	0.94	1.47	1.93	其它	(2)	(4)	(3)	(3)
每股红利	0.14	0.23	0.37	0.48	经营活动现金流	473	(1761)	(485)	(429)
每股净资产	3.86	4.57	5.67	7.12	资本开支	(229)	(300)	(300)	(300)
ROIC	14%	12%	14%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	21%	26%	27%	投资活动现金流	(229)	(299)	(299)	(299)
毛利率	27%	31%	35%	35%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	13%	17%	22%	21%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	21%	25%	24%	支付股利、利息	(53)	(88)	(138)	(180)
收入增长	41%	25%	48%	36%	其它融资现金流	61	2208	923	909
净利润增长率	83%	52%	57%	31%	融资活动现金流	(37)	2120	785	728
资产负债率	39%	62%	65%	65%	现金净变动	208	59	0	0
息率	0.6%	1.0%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	233	441	500	500
P/E	38.4	25.3	16.1	12.3	货币资金的期末余额	441	500	500	500
P/B	6.2	5.2	4.2	3.3	企业自由现金流	202	(2081)	(700)	(608)
EV/EBITDA	31.6	24.5	15.0	12.6	权益自由现金流	262	136	127	170

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：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；

看淡：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。

2、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；

持有：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%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。