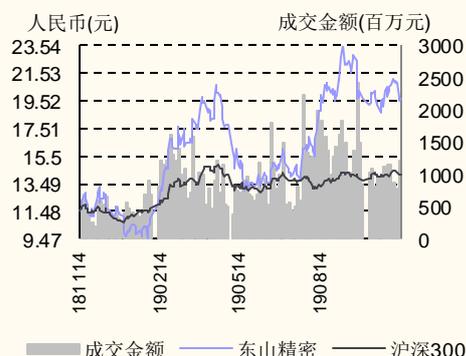


市场价格 (人民币): 19.67 元  
 目标价格 (人民币): 31.20-31.20 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.07
已上市流通 A 股(亿股)	12.23
总市值(亿元)	316.01
年内股价最高最低(元)	21.15/18.60
沪深 300 指数	3900
中小板综	9040



## 5G 多层板和射频软板推动公司新三年快速增长

### 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.491	0.505	0.705	1.038	1.389
每股净资产(元)	7.26	5.24	5.66	6.28	7.12
每股经营性现金流(元)	0.15	0.87	1.62	1.79	1.97
市盈率(倍)	57.93	22.36	27.88	18.96	14.16
净利润增长率(%)	264.88%	54.14%	39.74%	47.08%	33.83%
净资产收益率(%)	6.77%	9.64%	12.46%	16.51%	19.51%
总股本(百万股)	1,071.05	1,606.57	1,606.57	1,606.57	1,606.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **软板、硬板齐发力, PCB 业务快速发展:** 公司主要业务涵盖印刷电路板、LED 电子器件和通信设备等领域, 产品广泛应用于消费电子、电信、工业、汽车等领域。近几年, 公司通过外延收购实现了快速发展, 2016 年东山收购 Mflex 后, 通过整合, 在大客户中不断增加新料号, 目前在新款 iPhone 单机价值量已达到 20 多美元, 营收大幅增长, 2017 年营收增长 95%, 2018 年营收增长 35%, 预计未来 2-3 年将继续保持快速增长。2018 年, 公司收购 Multek, 通过管理改善和大客户导入, 成效显著, 老牌的通信 PCB 企业焕发了新的生机和活力, 目前公司多层硬板已经顺利通过国内通信设备商认证, 明年有望实现大量供货, 高阶 HDI 板也进展顺利, 有望导入国内大客户 5G 手机, 目前华为、OPPO、vivo 手机用高阶 HDI 板基本上从台资 PCB 厂购买, 公司具有较好的发展机会。
- **智能电子硬件创新不止, 公司 FPC 业务大有可为:** 苹果的 iPhone、iPad、Apple Watch、Airpods 等电子设备采用大量的 FPC 软板, 苹果每年 FPC 采购金额约占全球市场需求一半以上的份额。苹果 iPhone 单机 FPC 用量及价值量逐年提升, 2019 年苹果 iPhone 11 Pro MAX 单机 FPC 价值量高达 60 美元。日本三大 FPC 公司仍占据苹果近 50% 的份额, 近几年, 除藤仓略有增长外, 旗胜和住友电工 FPC 营收均出现大幅下滑。我们认为, 在消费电子 FPC 领域, 技术更新较快, 需要持续投入, 日本公司在投入上较为谨慎, 所以近两年苹果新料号的份额主要给了东山和鹏鼎, 如 3D Sensing、MPI、Airpods 新料号等。日本公司在消费电子 FPC 业务上逐渐缩减, 综合来看, 对于东山而言, 不但可以获取新料号较大的份额, 而且老料号的份额还会不断提升。展望明年, 苹果新机 5G 叠加创新大年, FPC、MPI、LCP 会显著提升, 东山在新料号获取上会有较好机会。苹果 iPhone11 系列新机热销, 公司四季度业绩展望乐观, 明年上半年苹果将推出 iPhone SE2, 公司有望淡季不淡, 三季度开始备货苹果新机, 三季度高增长可期。除了 iPhone 外, 公司明年将有 2 个 LCP 料号导入 Apple Watch, 公司在 Airpods、iPad 里料号也在不断增加, Airpods 销量增长势头强劲, 公司积极受益。
- **受益 5G, 积极扩产, 增长动能强劲:** 公司计划募集资金总额 20 亿元扩产 FPC (年新增 40 万平米, 主要定位大客户未来新料号)、高频高速 PCB (主要定位 5G 基站、高端服务器)、无线模块 (年新增无线通信模块 16 万个/年、无线点系统产能 16 万个/年, 将整合公司滤波器、天线、PCB、压铸产品, 主要定位 5G 基站 RRU 和天线一体化 (AAU) 以及室内无线点系统 (DOT)), 项目达产后, 将年新增营收 43.3 亿元, 年新增利润 2.84 亿元。我们认为, 公司在通信模块领域, 具有较好的积累, 并拥有华为、诺基亚、爱立信等一流客户, 5G 通信基站、高端服务器对滤波器、高频高速 PCB、天线等具有较好的需求, 公司大力扩产, 未来具有较好的增长动能。

### 估值与投资建议

- 预计 2019-2021 年公司分别实现营收 242、285、333 亿元, 实现归母净利润 11.3、16.6、22.3 亿元, EPS 分别为 0.71、1.04、1.39 元, 现价对应 PE 为 27.8、18.9、14.1 倍, 我们给予公司 2020 年 30 倍估值, “买入”评级, 目标价 31.2 元。

### 风险

- 暴风应收账款风险, 苹果手机销量不达预期, Multek 整合不达预期。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
 (8621)61038318  
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

鲁洋洋 联系人  
 luyangyang@gjzq.com.cn

邓小路 联系人  
 dengxiaolu@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、东山精密：PCB 业务带动公司快速成长.....	4
二、智能电子硬件创新不止，公司 FPC 业务大有可为.....	6
2.1 苹果电子产品内部设计紧凑，大量采用 FPC 软板.....	6
2.2 安卓阵营手机 FPC 用量也在不断增加.....	8
2.3 公司获得大客户支持，FPC 业务有望保持快速增长.....	9
2.4 明年大客户新机 5G+ 创新大年，公司新料号增加可期.....	11
2.5 苹果 iPhone11 系列新机热销，公司四季度业绩展望积极乐观.....	14
三、硬板迎接 5G 爆发，Multek 焕发新的生机与活力.....	15
3.1、5G 带动需求景气，相对 4G 增长 141%.....	15
3.2、老牌通信 PCB 企业迎新生，通过大客户认证拥抱 5G 机会.....	19
四、募扩产 FPC、高频高速 PCB、无线模块，增长动能强劲.....	20
五、盈利预测与投资建议.....	21
5.1 盈利预测.....	21
5.2 投资建议.....	22
六、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1：东山精密产品线.....	4
图表 2：2014-2019Q3 东山精密营业收入.....	4
图表 3：2014-2019Q3 东山精密归母净利润.....	4
图表 4：2014-2019Q3 东山精密营收拆分.....	5
图表 5：2014-2019Q3 东山精密毛利拆分.....	5
图表 6：2014-2019Q3 东山精密利润率.....	5
图表 7：2014-2019Q3 东山精密经营性净现金流（亿元）.....	5
图表 8：2014-2018 年公司营运能力.....	6
图表 9：2014-2019Q3 公司资产负债率（%）.....	6
图表 10：苹果 iPhone 单机 FPC 价值量增长情况.....	6
图表 11：苹果 iPhone 单机 FPC 价值量（美元）.....	6
图表 12：iPhone XS MAX 单机 FPC 用量（24 片）.....	7
图表 13：Watch Series4 单机 FPC 用量（12 片）.....	7
图表 14：Airpods 单机 FPC 用量（6 片）.....	7
图表 15：iPad Air 单机 FPC 用量（21 片）.....	8
图表 16：Apple Pencil 2 单机 FPC 用量（2 片）.....	8
图表 17：华为 P20 Pro 拆解图.....	8
图表 18：OPPO Find X 拆解图.....	8
图表 19：VIVO NEX 拆解图.....	9
图表 20：Google Pixel 3 拆解图.....	9

图表 21: 2011-2018 年全球 PCB 厂商排名 .....	9
图表 22: Mflex2015-2018 年营收增长情况 .....	10
图表 23: 日本三大 FPC 软板公司 2015-2018 年营收情况 (百万美元) .....	10
图表 24: iPhoneX 中 LCP 天线 .....	11
图表 25: iPhone 11 Pro Max 采用 MPI 料号 .....	11
图表 26: LCP、MPI、PI 优势综合对比 .....	12
图表 27: 三星 5G 毫米波机型 Aip 模组采用 MPI 连接 .....	12
图表 28: MPI 也适用于高通 Aip .....	13
图表 29: 2020 年苹果新机有望搭载 TOF 摄像头 .....	14
图表 30: 2018 年 10 月 Vs2019 年 10 月苹果新机销量情况对比 (万) .....	14
图表 31: 2020 年苹果 AirPods 销量预测 (万) .....	15
图表 32: 东山精密控股 Multek 股权图 .....	15
图表 33: 全球 5G 资本开支预测 .....	16
图表 34: 2019-2026 年全球及国内 5G 基站数量预测 .....	16
图表 35: 通信系统结构示意图 .....	16
图表 36: 有源天线 AAU 结构示意图 .....	17
图表 37: 4G 中 6 个振子变为 5G 中 Massive MIMO .....	17
图表 38: AAU 中 PCB 价值量变化情况 .....	17
图表 39: BBU 和传输设备示意图 .....	18
图表 40: 单板和背板的结构关系 .....	18
图表 41: DU+CU 和传输设备中 PCB 价值量变化情况 .....	18
图表 42: 国内及全球 5G 之 PCB 市场空间测算 .....	19
图表 43: Multek 营收分布情况 (2017 年) .....	19
图表 44: Multek 毛利率 .....	20
图表 45: 2014-2017 年全球 PCB 排名 .....	20
图表 46: Multek 收入、净利润及净利率 .....	20
图表 47: 公司 20 亿募集资金投资方向 .....	21
图表 48: 2018-2020 年公司业绩预测 (亿元) .....	22
图表 49: 可比公司盈利预测与估值 (2019.11.12) .....	22

## 一、东山精密：PCB 业务带动公司快速成长

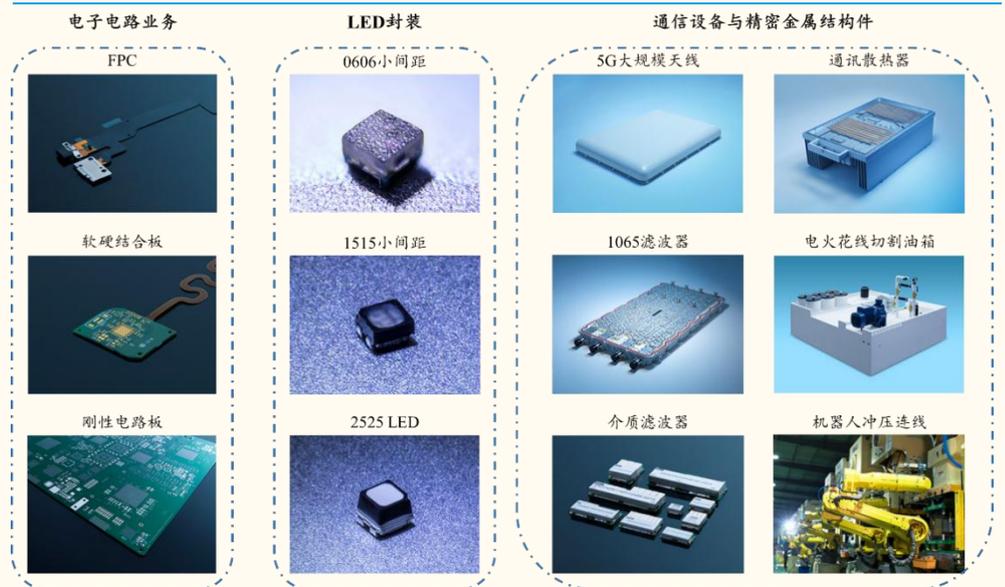
- 公司主要业务涵盖印刷电路板、LED 电子器件和通信设备等领域，产品广泛应用于消费电子、电信、工业、汽车、AI 等行业。

**PCB 业务：**包括软板 FPC，硬板 PCB，软硬结合板；

**LED 封装业务：**包括各类小间距以及 LED 封装；

**通信设备与精密金属结构件：**包括天线、滤波器、陶瓷介质滤波器、冲压线、钣金等。

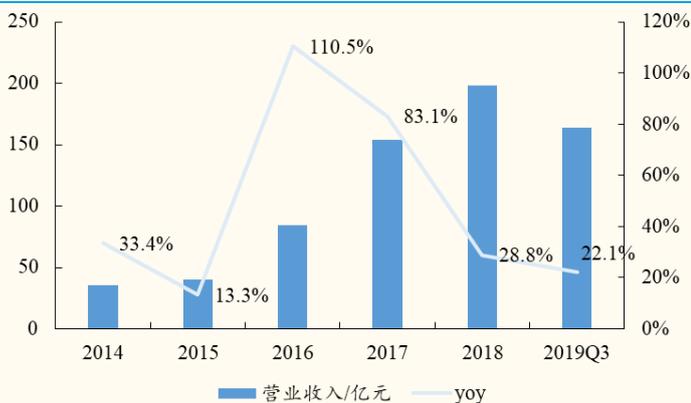
图表 1：东山精密产品线



来源：公司官网、国金证券研究所

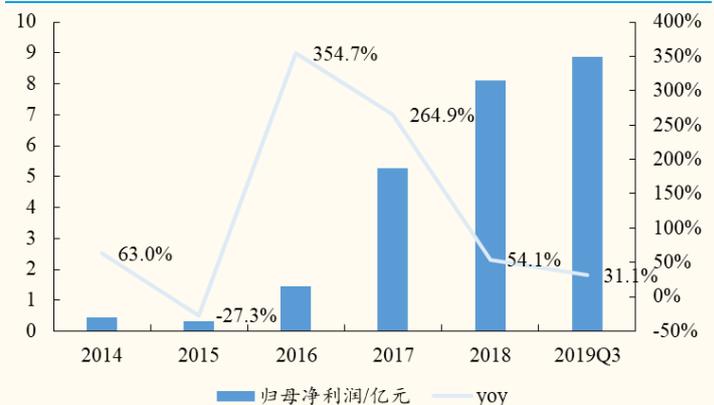
- 公司依靠自身业务的发展以及外延并购，过去五年实现快速成长。2014-2018 年，公司营收复合增速 54.0%，归母净利润复合增速 107.2%，主要来自于 2016 年并表 MFLX；2019 年前三季度，公司实现营收 163.7 亿，同比增长 22.1%，实现归母净利润 8.88 亿，同比增长 31.1%。

图表 2：2014-2019Q3 东山精密营业收入



来源：wind、国金证券研究所

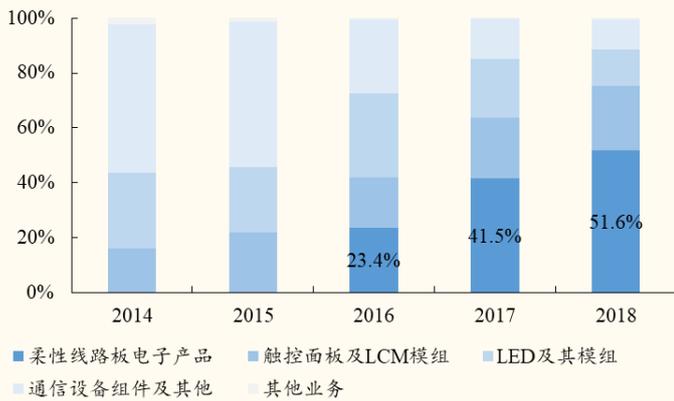
图表 3：2014-2019Q3 东山精密归母净利润



来源：wind、国金证券研究所

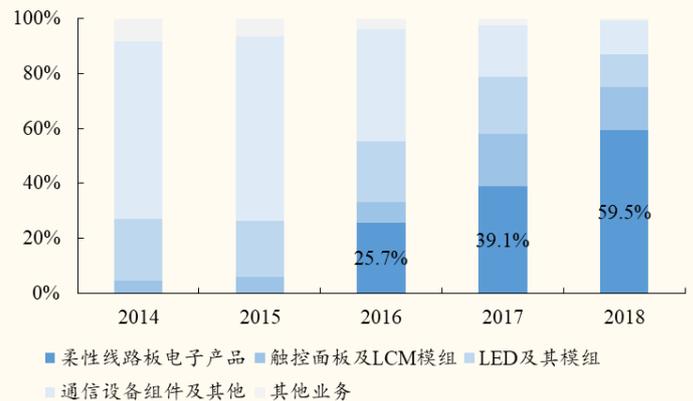
- **FPC 业务业绩节节攀升。**自 2016 年收购 MFLX 以来，公司 FPC 业务营收和利润快速提升，2018 年 FPC 业务占比公司整体营收为 51.6%，毛利占比为 59.5%。

图表 4：2014-2019Q3 东山精密营收拆分



来源：wind、国金证券研究所

图表 5：2014-2019Q3 东山精密毛利拆分



来源：wind、国金证券研究所

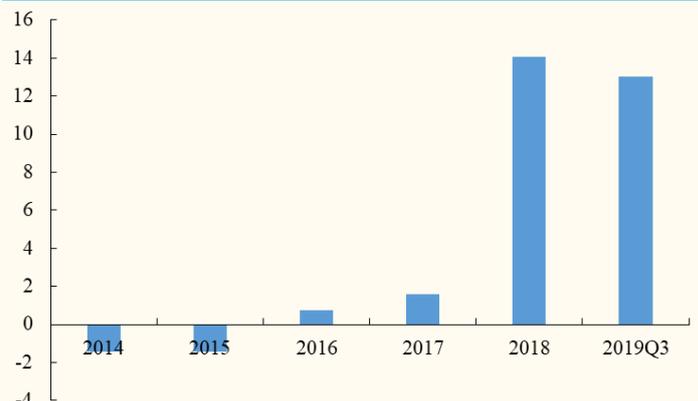
- **净利率逐年提升，经营性净现金流改善显著。**自 2016 年收购 MFLX 以来，公司毛利率和净利率逐年提高，2019 年前三季度，公司毛利率达到近五年新高的 16.9%，净利率则是达到了 5.42%。2018 年以来，公司经营性净现金流显著改善，2019 年前三季度经营性净现金流入 13.02 亿元，同比增长 21.7%。

图表 6：2014-2019Q3 东山精密利润率



来源：wind、国金证券研究所

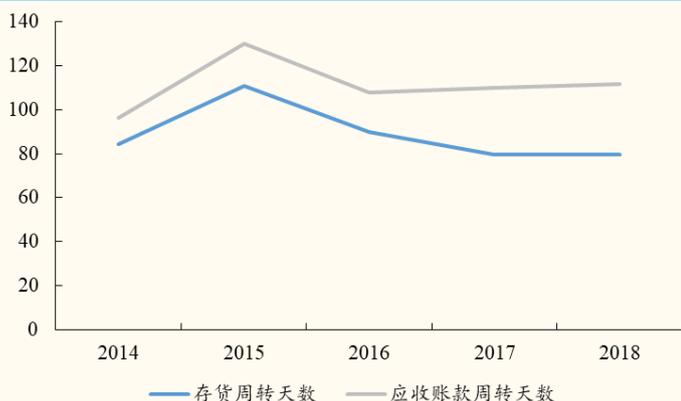
图表 7：2014-2019Q3 东山精密经营性净现金流（亿元）



来源：wind、国金证券研究所

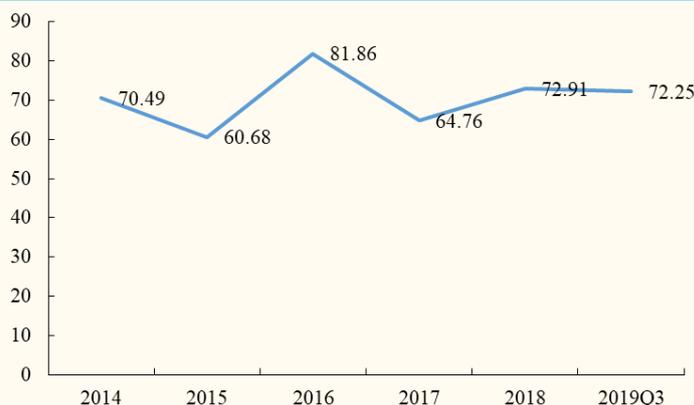
- **营运和回款能力有一定改善。**自 2016 年收购 MFLX 以来，存货周转天数和应收账款周转天数小幅下降，整体看来较为稳定。2018 年，存货周转天数为 89 天，应收账款周转天数为 112 天。
- **资产负债率是公司未来需要改善的指标。**公司前期扩张速度较快，资产负债率始终维持在高位，中轴线在 70% 左右，2019 年第三季度末，资产负债率为 72.25%，近两年高负债也导致了公司财务费用率较高，2018 年和 2019 年前三季度公司财务费用占比营业收入达到 3.17% 和 3.28%，而 2017 年仅仅为 2.35%。

图表 8：2014-2018 年公司营运能力



来源：wind、国金证券研究所

图表 9：2014-2019Q3 公司资产负债率 (%)



来源：wind、国金证券研究所

## 二、智能电子硬件创新不止，公司 FPC 业务大有可为

### 2.1 苹果电子产品内部设计紧凑，大量采用 FPC 软板

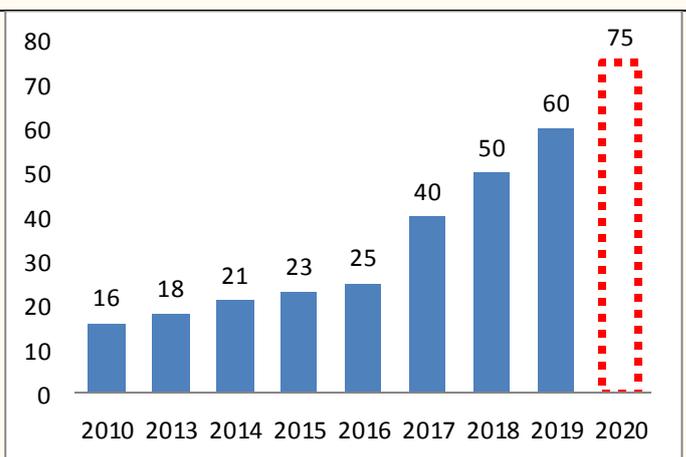
- **小型化、轻薄化促使 FPC 在消费电子中快速渗透**：目前各类消费类电子产品都要求集小型化、薄型化和高性能化于一身，利用 FPC 来减少空间，减轻重量，降低装配成本是手机厂商的最佳选择。
- 苹果的 iPhone、iPad、Apple Watch、Airpods 等电子设备采用大量的 FPC 软板，苹果每年 FPC 采购量约占全球市场需求一半以上的份额。
- 苹果 iPhone 单机 FPC 用量及价值量逐年提升，2017 年 iPhone X 零部件迎来了全面升级，以 OLED 全面屏、3D 成像、无线充电为代表的功能创新使其 FPC 数量达到了 20 片以上，单机价值量从上一代的 25 美金大幅提升到 40 美金以上，随着 iPhone 新机型功能的不断升级，2019 年苹果 iPhone 11 Pro MAX 单机 FPC 价值量高达 60 美元。

图表 10：苹果 iPhone 单机 FPC 价值量增长情况

发布时间	手机型号	FPC 用量	单机价值量 (美元)	增长
2010	iPhone4	10	16	
2013	iPhone5S	13	18	12.5%
2014	iPhone6	14-15	21	16.7%
2016	iPhone7	15-17	23	9.5%
2017	iPhone8	16-18	25	8.7%
2017	iPhoneX	20-22	40	60.0%
2018	iPhoneXS MAX	24	50	25.0%
2019	iPhone11 Pro MAX	26	60	20.0%
2020	2020年新机 (预测)	30	75	25.0%

来源：iFixit、国金证券研究所

图表 11：苹果 iPhone 单机 FPC 价值量 (美元)



来源：iFixit、国金证券研究所

- FPC 应用范围全面覆盖了 3D Sensing、闪光灯&电源线、环境光、音量键、天线、振动器、扬声器、侧键、摄像头、主板、显示和触控模组等，iPhone XS MAX 采用了 24 片 FPC 软板。

图表 12: iPhone XS MAX 单机 FPC 用量 (24 片)



来源: iFixit、国金证券研究所

- 苹果除了 iPhone，其他电子设备也大量采用 FPC 软板，Apple Watch Series4 采用了 1 片 SLP 主板，12 片 FPC 软板，AirPods 使用了 1 片主板，6 片 FPC 软板。

图表 13: Watch Series4 单机 FPC 用量 (12 片)



来源: iFixit、国金证券研究所

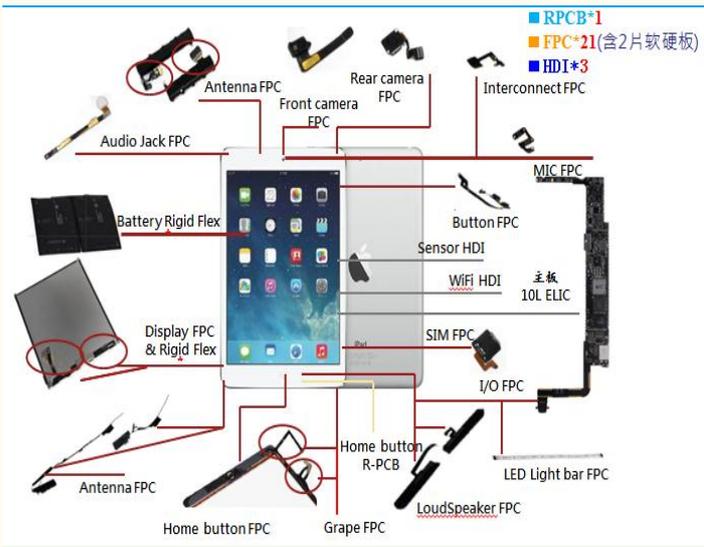
图表 14: AirPods 单机 FPC 用量 (6 片)



来源: iFixit、国金证券研究所

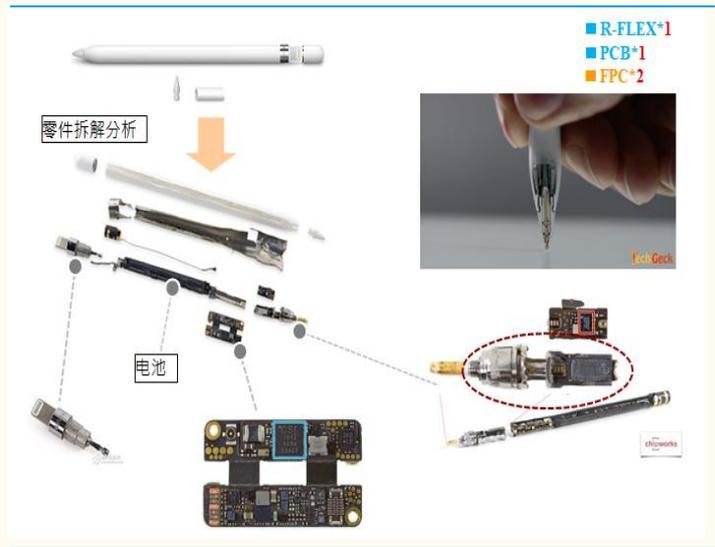
- iPad Air 采用 1 片主板，2 片软硬结合板，3 片 HDI 板，19 片 FPC 软板。Apple Pencil 2 采用了 1 片软硬结合板，1 片主板及 2 片软板。

图表 15: iPad Air 单机 FPC 用量 (21 片)



来源: iFixit、国金证券研究所

图表 16: Apple Pencil 2 单机 FPC 用量 (2 片)

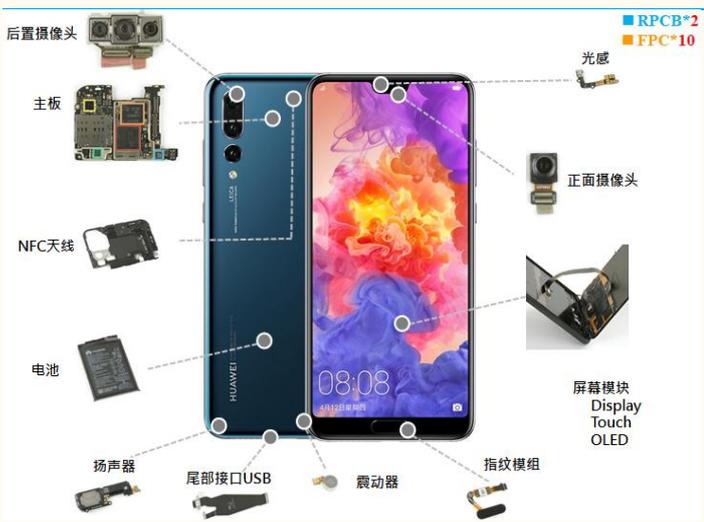


来源: iFixit、国金证券研究所

## 2.2 安卓阵营手机 FPC 用量也在不断增加

- 随着电子设备向轻薄化方向发展，FPC 用量在不断增加，安卓阵营机型采用 FPC 的数量也在逐步增加。华为 P20 Pro 采用了 2 片主电路板，10 片 FPC 软板，OPPO Find X 采用了 2 片主电路板，11 片 FPC 软板。

图表 17: 华为 P20 Pro 拆解图



来源: iFixit、国金证券研究所

图表 18: OPPO Find X 拆解图



来源: 中关村网站、国金证券研究所

- VIVO NEX 采用了 2 片主电路板，14 片 FPC 软板，Google Pixel 3 采用了 2 片主电路板，11 片 FPC 软板。其中后置摄像头、升降摄像头马达、屏下指纹、握力传感器、Face ID 用软板均为这两年创新新增应用。

图表 19: VIVO NEX 拆解图



来源: 中关村网站、国金证券研究所

图表 20: Google Pixel 3 拆解图



来源: iFixit 网站、国金证券研究所

- 我们认为，虽然智能手机不再增长，但是创新仍在继续，更多的功能，更多的硬件，FPC 软板需求增长依然强劲，单机价值量还在提升，我们看好消费电子创新下的 FPC 软板需求增长。

### 2.3 公司获得大客户支持，FPC 业务有望保持快速增长

- 2018 年，全球第一大 PCB 厂是台湾臻鼎（鹏鼎），鹏鼎控股的产能全部在大陆，第二为日本旗胜/紫翔，东山精密的 M-Flex 位列第八，全球 PCB 市场占有率约为 2%。

图表 21: 2011-2018 年全球 PCB 厂商排名

排名	公司 (中文)	公司 (英文)	地区	2018 年	2017	2016	2015	2014	2013	2012
1	臻鼎 (鹏鼎)	ZDT (AVARY)	中国台湾	3,911	3,590	2,554	2,701	2,506	2,172	1,872
2	旗胜/紫翔	Nippon Mektron	日本	2,856	3,323	3,212	3,591	3,154	2,556	2,632
3	迅达	TTM	美国	2,847	2,658	2,533	2,525	2,376	2,380	2,430
4	欣兴	UMTC	中国台湾	2,620	2,240	2,036	2,113	2,144	2,133	2,377
5	健鼎	Tripod	中国台湾	1,727	1,510	1,351	1,368	1,400	1,372	1,325
6	华通	Compeq	中国台湾	1,681	1,778	1,415	1,395	1,116	1,041	905
7	三星电机	SEMCO	韩国	1,346	1,284	1,140	1,344	1,551	1,700	1,867
8	维信 (东山精密)	M-Flex	中国大陆	1,308	967	495	637	632	710	870
9	奥特斯	AT&S	奥地利	1,202	1,093	876	844	829	780	698
10	瀚宇博德	PSAPCB	中国台湾	1,186	939	828	825	958	972	1,100
11	藤仓	Fujikura	日本	1,155	1,099	824	819	563	380	217
12	深南电路	Shennan Circuit	中国大陆	1,145	843	693	566	528	425	369
13	揖斐电	Ibiden	日本	1,083	973	951	1,297	1,455	1,567	2,094
14	名幸	Meiko	日本	1,074	947	869	788	828	690	695
15	沪士电子	WUS Group	台湾	999	847	723	737	750	664	645
16	南亚电路板	Nan Ya PCB	台湾	995	876	905	944	1,154	1,088	975
17	住友电工	Sumitomo	日本	945	1,134	1,099	1,616	1,279	1,315	1,184
18	信泰	Simmtech	韩国	917	832	686	663	632	485	559
19	大德集团	Daeduck	韩国	900	883	828	923	1,215	1,190	1,080
20	台郡	FLEXium	台湾	884	853	595	570	430	458	376
全球 Top20 公司合计				30,781	28,669	24,613	26,266	25,500	24,078	24,270

来源: Prismark、国金证券研究所

- 东山收购 Mflex 后，通过管理整合，在大客户不断增加新料号，目前新款 iPhone 单机价值量已达到 20 多美元，营收大幅增长，2017 年营收增长 95%，2018 年营收增长 35%，预计未来 2-3 年将继续保持快速增长。

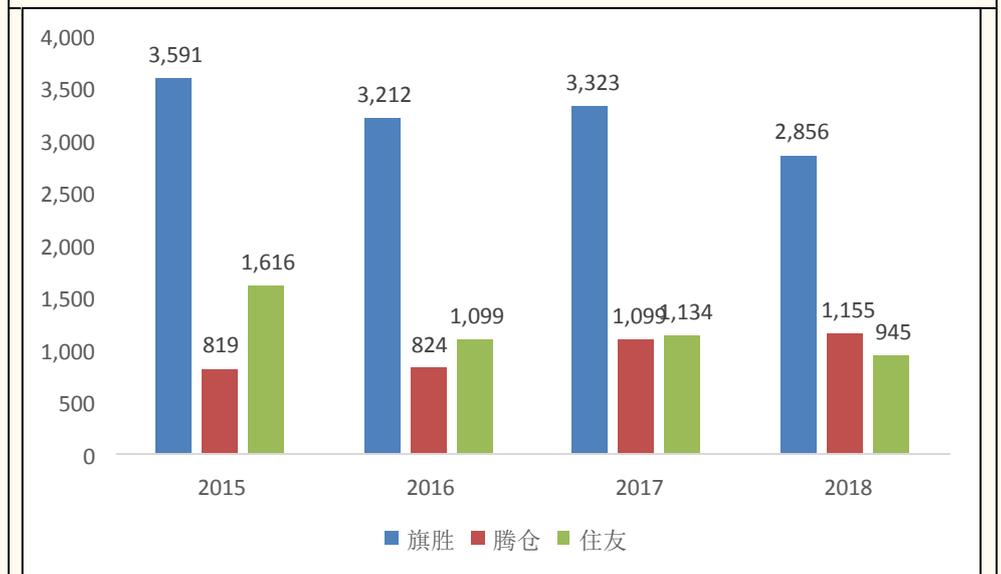
图表 22: Mflex2015-2018 年营收增长情况



来源: Prisma、国金证券研究所

- 日本三大 FPC 软板公司营收整体呈现下降趋势，除藤仓略有增长外，旗胜和住友电工均出现大幅下滑趋势，2018 年，旗胜实现营收 28.56 亿美元，较 2015 年的 35.9 亿美元下滑 20.46%，住友电工实现营收 9.45 亿美元，较 2015 年的 16.16 亿美元下滑 42%。
- 我们认为，在消费电子 FPC 领域，技术更新较快，需要不断的投入，才能跟上技术进步的节奏，日本公司在投入上较为谨慎，所以近两年苹果新的料号的份额主要给了鹏鼎控股和东山精密，如 3D Sensing 料号、MPI 料号、Airpods 新料号等。日本公司在消费电子 FPC 业务上有意缩减，转而发展竞争壁垒更高的车用 FPC 市场，如旗胜，在车载 FPC 市场，占有率超过 40%，综合来看，对于鹏鼎控股和东山精密而言，不但可以获取新料号较大的份额，而且老料号的份额还会不断提升，也会拿到老料号的新订单。

图表 23: 日本三大 FPC 软板公司 2015-2018 年营收情况 (百万美元)



来源: Prisma、国金证券研究所

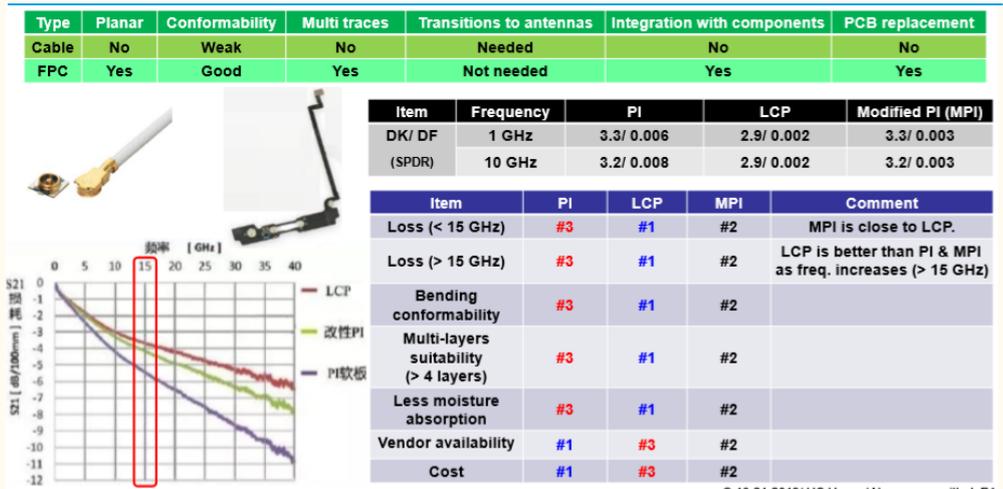
## 2.4 明年大客户新机 5G+创新大年，公司新料号增加可期

- 5G 时代，MPI、LCP 将各司其职，快速增长
- 2017 年 iPhone X 中使用的 4 块 LCP 材料，分别是：上下天线模块、3Dsensing 摄像头部分、两层主板直接的链接部分，基于成本的考虑，2019 年苹果新机增加了 MPI 料号，替代了部分 LCP 料号。



- 5G 时代 MPI 和 LCP 会共存，中低频采用 MPI，高频采用 LCP。由于 LCP 短期由于价格较贵，而 MPI 在中低频段具有性价比优势，因此我们认为 5G 时代，中低频将采用 MPI，高频将采用 LCP，二者将会共存。
- LCP 短期存在的问题：价格贵
- ① LCP 材料短缺：目前 LCP 薄膜材料主要掌握在日系厂商手中，主要有 Primatec 和日商 Kuraray，Primatec 已经被村田收购因此材料仅供内部使用，唯一剩下 Kuraray 可以供货其他厂商，且在供货稳定度上仍有可能不佳。
- ② 资本开支较大：LCP 软板层数更高，有些甚至到 10 层以上，必须使用激光打孔技术，机械设备投资远高于传统的软板；因此综合成本高。
- ③ 制造难度大，良率仍需提升：由于 LCP 较脆，制造模组环节中做弯折测试时，容易折断，良率较低，由于本身 LCP 材料价格贵，这会进一步太高成本。
- MPI 的优势：中低频段性价比优势
- MPI 软板的介电常数，吸湿性和传输损耗都介于 PI 软板和 LCP 软板之间，特别是随着工艺的改进，在中低频段，性能与 LCP 几乎比肩，而价格相对 LCP 要便宜。

图表 26: LCP、MPI、PI 优势综合对比



来源: vivo、国金证券研究所

- 三星推出了 5G 手机 S10，具有支持毫米波的版本，采用高通三颗 Aip 射频模组，中间部分采用 MPI 连接。

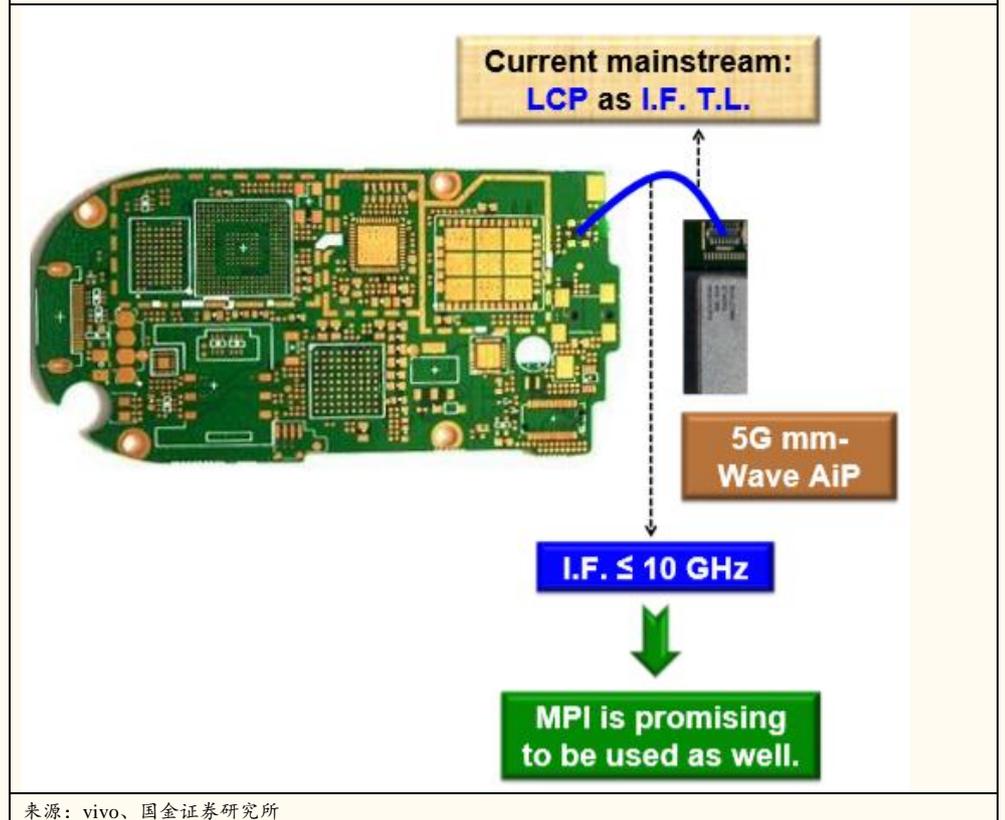
图表 27: 三星 5G 毫米波机型 Aip 模组采用 MPI 连接



来源: iFixit、国金证券研究所

- 高通推出 5G 毫米波 AiP 射频模组，参考设计采用 LCP 连接，但是由于中间传输的信号小于 10GHz，并非只能用 LCP，所以也可以采用 MPI 连接。

图表 28: MPI 也适用于高通 Aip



来源: vivo、国金证券研究所

- 整体来看, 5G 时代, MPI、LCP 将各司其职, 发挥优势, 具有较好的增长势头。我们研判苹果明年 5G 手机将新增 MPI 及 LCP 的用量, 5G 毫米波机型有望采用 MPI 或者 LCP 连接, 东山精密是苹果 iPhone11 系列机型 MPI 的核心供应商, 同时具有 LCP 制程能力, 明年将拿到新款 Apple Watch 的 2 个 LCP 天线份额, 明年在新款 iPhone 中也有望拿到 MPI 和 LCP 的新料号。
- 我们研判苹果明年 iPhone 新机将搭载 TOF 摄像头, 有望增加新的 FPC 软板。

图表 29：2020 年苹果新机有望搭载 TOF 摄像头



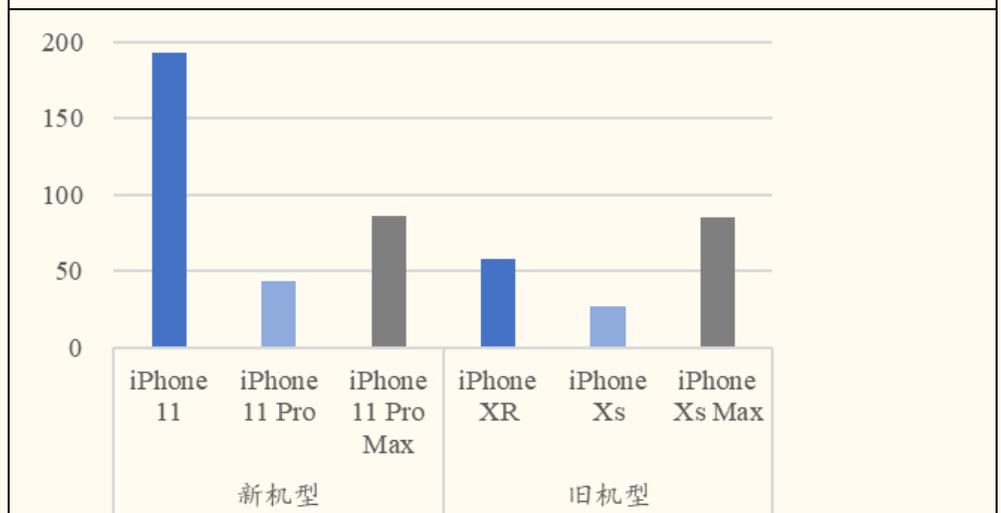
来源：phone Arena、国金证券研究所

- 整体来看，苹果 iPhone 在持续创新，对于 FPC 软板的需求一直在增加，苹果新的料号聚焦 A 股两大软板厂，公司不断投入，技术不断进步，紧跟技术发展趋势，产能也在持续增加，有望在苹果中的份额不断提升。

### 2.5 苹果 iPhone11 系列新机热销，公司四季度业绩展望积极乐观

- 苹果新机 iPhone11 系列新机降价销售策略取得了积极的成效，9 月，中国大陆市场苹果手机新增设备数大幅上升，共新增设备 433 万台，环比增长 78%，同比增长 28%，10 苹果手机销量继续高歌猛进，新增设备 552 万台，环比增长 28%，同比增长 63%。
- 我们认为，今年新机 iPhone11 系列新机销售势头良好，苹果在产业链也追加了订单，公司四季度业绩展望积极乐观，明年上半年苹果将推出 iPhone SE2，公司有望实现淡季不淡。

图表 30：2018 年 10 月 Vs2019 年 10 月苹果新机销量情况对比（万）

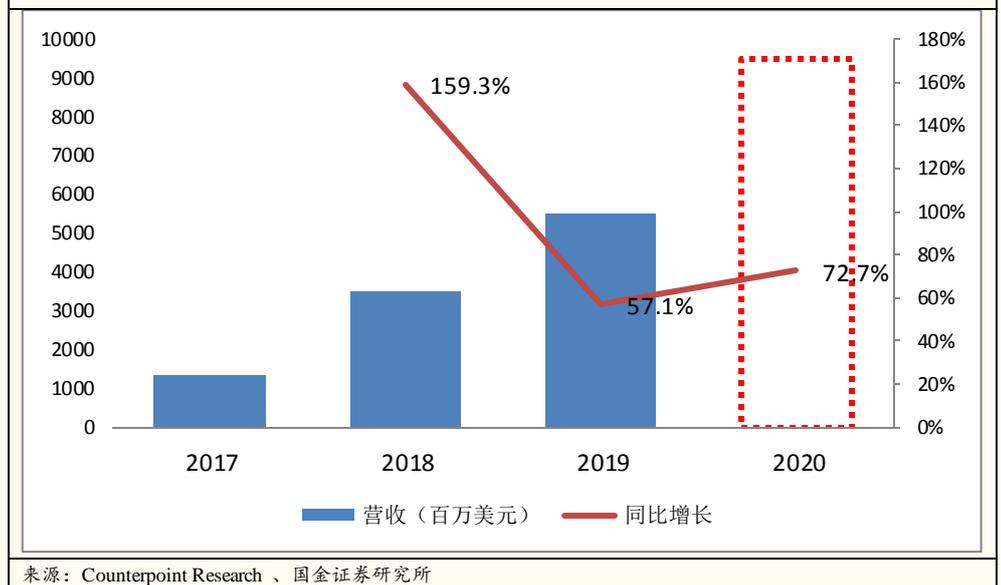


来源：powered by 亚智、国金证券研究所

- AirPods 增长势头强劲，公司积极受益

- 苹果 AirPods 销量增长势头强劲，预计 2019 年销量将达 5500 万台，较 2018 年增长 57%，2020 年销量有望继续高速增长。Airpods 单机采用 FPC 软板单机价值量超过 6 美元，公司作为核心供应商，有望积极受益。

图表 31：2020 年苹果 AirPods 销量预测 (万)

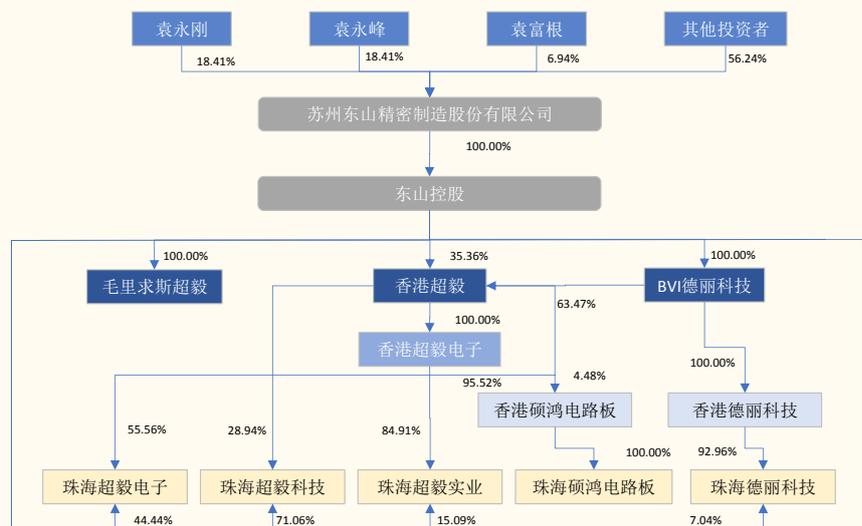


来源：Counterpoint Research、国金证券研究所

### 三、硬板迎接 5G 爆发，Multek 焕发新的生机与活力

- 公司于 2018 年收购国外硬板厂商 Multek (超毅) 100% 股权，成功进入硬板和软硬结合板市场，成为兼具软硬板供应能力的优质厂商。Multek 是全球供应通信、消费电子类 PCB 板的一流供应商，其中通信板块正遇 5G 基建大机会，我们认为公司作为长期供应通信设备商的老厂，5G 将为公司带来高成长机会。

图表 32：东山精密控股 Multek 股权图



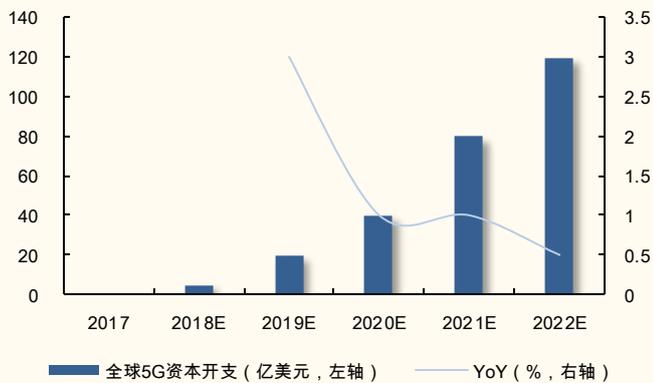
来源：公司公告、国金证券研究所

#### 3.1、5G 带动需求景气，相对 4G 增长 141%

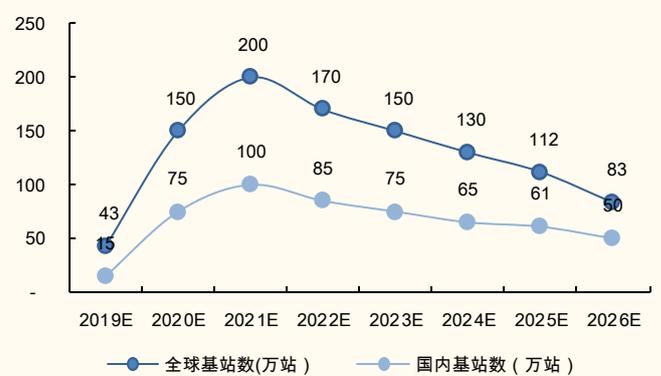
- 5G 建设将拉动上游产业链景气度。5G 带来的通信技术演进最终将体现在通信设施的换代和重建，根据 TBR 预测，全球 5G 资本开支在 2020 年将达

到 120 亿美元，并且根据赛迪顾问预计中国国内基站数量将是 4G 基站的 1.1~1.5 倍，我们估算全球和国内 5G 基站建设量将达到 1038 万和 526 万站 [估算主要基于三个假设：1) 根据 4G 的建设节奏并考虑到 5G 更大投资和加速建设的预期，因此我们预计 5G 建设周期将从 2019 年持续至 2026 年，建设高峰期为 2019-2021 年，2021 年达到单年新建设量峰值；2) 根据赛迪顾问发布的《2018 年中国 5G 产业与应用发展白皮书》中预计中国国内基站数量将是 4G 基站的 1.1~1.5 倍，按运营商至 2018 年合计建站 478 万 4G 基站、保守估计 1.1 倍进行计算，国内 5G 基站总量将达到 526 万站；3) 4G 时期国内基站数量占全球基站数量的比例为 50%，考虑到 2019 年韩国等地区基站建设较快、中国大陆后起发力快且市场更大，因此假设 2019-2026 年国内 5G 基站数量占全球 5G 基站数量的比例为 35%、50%、50%、50%、50%、50%、55%、60%]，可预见 5G 将在未来 5 年显著拉动整个产业链景气度。

图表 33：全球 5G 资本开支预测



图表 34：2019-2026 年全球及国内 5G 基站数量预测

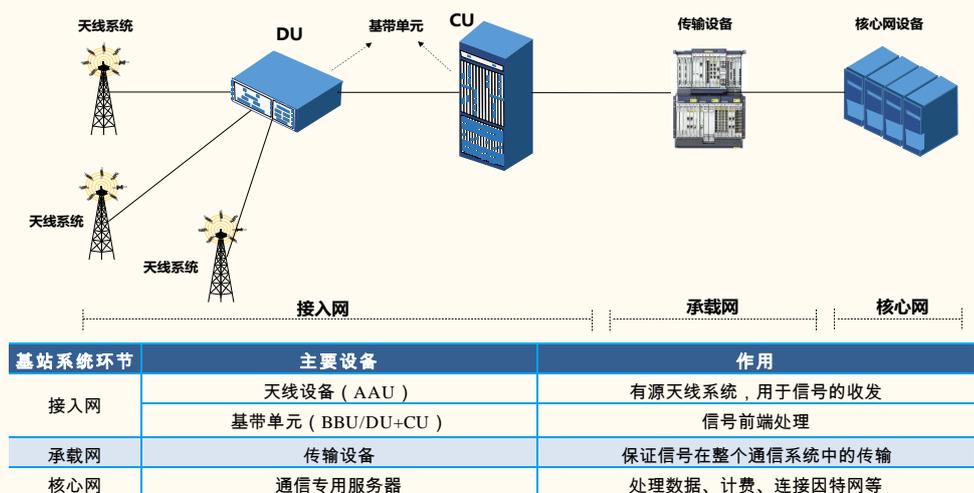


来源：TBR、国金证券研究所

来源：国金证券研究所

- 具体来看，通信领域中涉及 PCB 和覆铜板的主要是通信系统中的通信设备，包括接入网的基站设备（天线系统 AAU 和基带单元 DU+CU）、承载网的传输设备和核心网的核心网设备。

图表 35：通信系统结构示意图



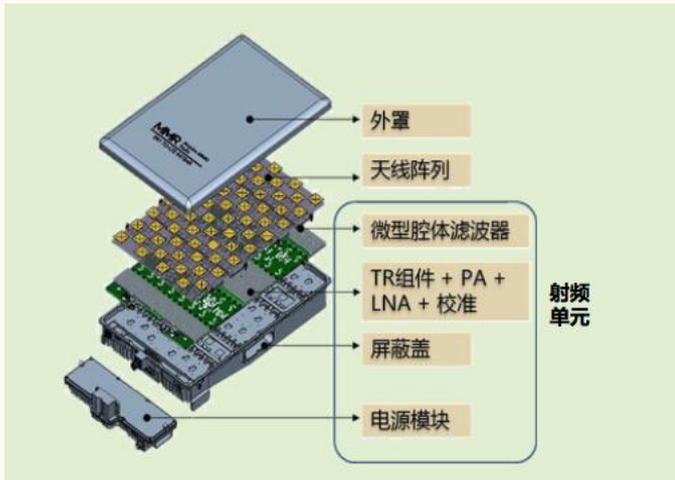
来源：华为、国金证券研究所

- 通信系统中各设备将涉及不同类型的 PCB 板机会：
- 1) AAU 中天线板和 TRX 板将迎来量价齐升机会。5G 基站设备中的有源天线 AAU，主要是由外罩、天线阵列、射频单元组成，其中天线阵列和射

频单元由 PCB 组成，即天线板和 TRX 板。天线板和 TRX 板将迎来量价齐升的变革性增长机会，其逻辑在于一方面 5G 信号频段提升，导致天线板和 TRX 板中需要用到高频和高速材料，另一方面由于 5G 基站天线需要相对更大的网络容量而引入 Massive MIMO，阵面面积大幅度增加（从以往的 0.15 平方米增至 0.32 平方米）。

- 据产业链数据，功分板价格约为 4000 元，TRX 板的价格约为 6000 元（4G 价格约为 4000 元，增幅达到 50%）。

图表 36：有源天线 AAU 结构示意图



来源：京信通信、国金证券研究所

图表 37：4G 中 6 个振子变为 5G 中 Massive MIMO



来源：央视新闻、国金证券研究所

- 综合上述量价的变化趋势，我们可以推算出每台 AAU 中 PCB 价值量将达到 3200 元，相对 4G 天线系统中价值量增加 433%，可见 AAU 之 PCB 是 5G 中非常重要的成长板块。

图表 38：AAU 中 PCB 价值量变化情况

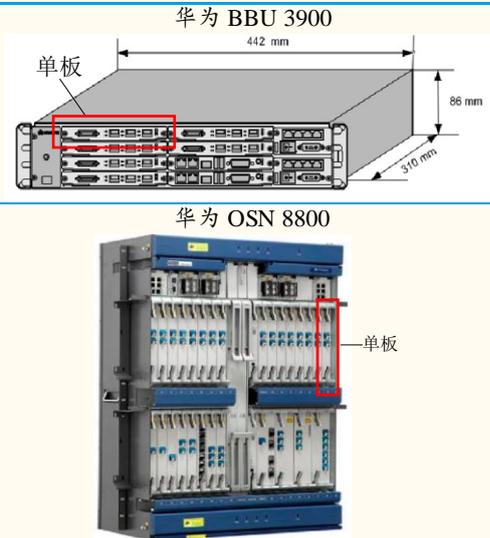
		功分板	TRX板
覆铜板基材		高频	高频+普通混压
结构		两层+四层，或集成六层	12~16层
单AAU用量 (m <sup>2</sup> )	5G	0.32	0.32
	4G	0	0.15
	增幅	-	113%
价格 (元/m <sup>2</sup> )	5G	4000	6000
	4G	0	4000
	增幅	-	50%
单AAU价值量 (元)	5G	1280	1920
	4G	0	600
	增幅	-	220%
合计价值量 (元/AAU)	5G	3200	
	4G	600	
	增幅	433%	

来源：国金证券研究所

- 2) 其他设备覆铜板逻辑是高速替代普通。5G 基站设备中基带单元 DU+CU、承载网络中的传输设备以及核心网设备的物理形态比较相似，主要由插板

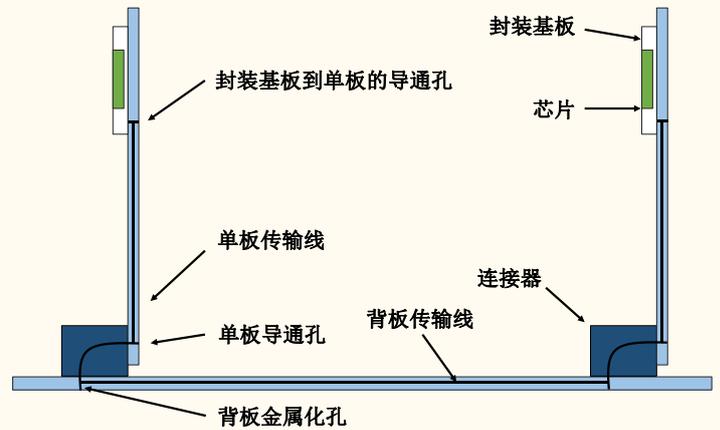
组成，其中包括单板（业务处理板和主控传输板）和背板（用于导通各个单板之间的电信号）这两种类型，其增长逻辑主要在于 5G 要求更高的容量和更高的传输速度，使得损耗较低的高速 PCB 板会替代部分普通 PCB 板，价值量得到提升。

图表 39：BBU 和传输设备示意图



来源：华为、国金证券研究所

图表 40：单板和背板的结构关系



来源：公司公告、国金证券研究所

- 根据产业链数据，有线通信段大设备中 PCB 的用量变化不大，但由于有高速替代普通的趋势，单价会相对提升 10%~20%，因此综合下来，我们测算有线设备中的需求量将达到相对 4G 将提升 15%。

图表 41：DU+CU 和传输设备中 PCB 价值量变化情况

类型		DU+CU		传输设备	
		单板	背板	单板	背板
基材		普通或高速	高速	高速	高速
结构		8~16层	16层以上	8~16层	16层以上
单台用量 (m <sup>2</sup> )	5G	4*0.04=0.16	0.02	22*0.12=2.64	0.18
	4G	0.16	0.02	2.64	0.18
	增幅	0	0	0	0
价格 (元/m <sup>2</sup> )	5G	8500	11000	9000	22500
	4G	7300	10000	7800	20000
	增幅	16%	10%	15%	13%
单台价值量 (元)	5G	1360	220	23760	4050
	4G	1168	200	20592	3600
	增幅	16%	10%	15%	13%
合计价值量 (元/台)	5G	1580		27810	
	4G	1368		24192	
	增幅	15%		15%	

来源：国金证券研究所

- 综上，我们可以看到设备量增叠加单台设备 PCB 价升，国内及全球通信 PCB 市场空间将达到 950 亿元（相对 4G 增加 141%）和 1871 亿元，可见 5G 中 PCB 市场空间广阔。值得一提的是，增长主力来自于基站中的 AAU，1 个基站总共 11180 元的 PCB 中有 9600 元（3200\*3=9600）来自 AAU，并且 AAU 之 PCB 相对 4G 增幅达到 487%，是所有设备中增幅最大的部分，

国内和全球市场空间也达到 505 亿元和 996 亿元的高值，因此可以说谁把握住基站端之 PCB 的市场机会，谁就把握住了 5G 中的弹性增长机会。

图表 42：国内及全球 5G 之 PCB 市场空间测算

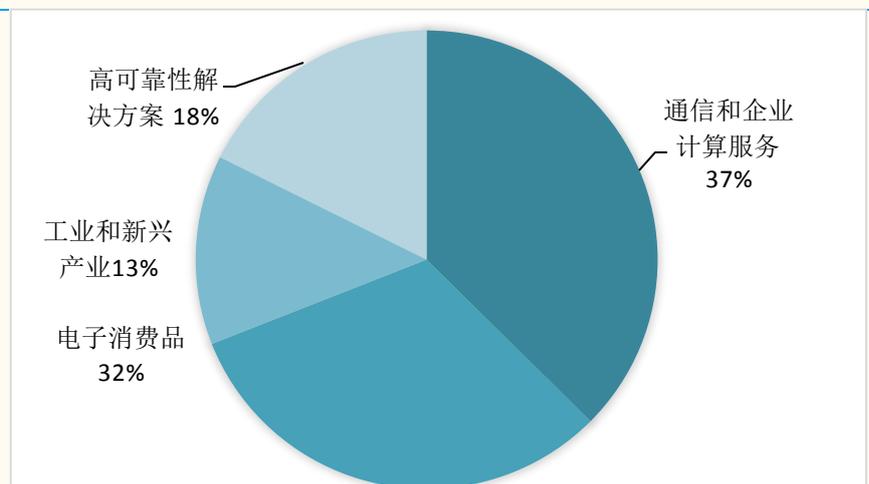
		设备量		单设备价值量		市场空间		
		万台	增幅	元/台	增幅	亿元	增幅	
国内	基站	AAU	1578	10%	3200	433%	505	487%
		DU+CU	526	10%	1580	15%	83	27%
		单站合计	526	10%	11180 <sup>1</sup>	253%	588	288%
	传输设备	130	30%	27810	15%	362	49%	
	合计	-	-	-	-	950	141%	
全球	基站	AAU	3114		3200		996	
		DU+CU	1038		1580		164	
		单站合计	1038		11180		1160	
	传输设备	256		27810		711		
	合计	-	-	-	-	1871		

来源：国金证券研究所

### 3.2、老牌通信 PCB 企业迎新生，通过大客户认证拥抱 5G 机会

- 公司于 2018 年 8 月正式收购并表 Multek 资产（中文名为超毅，后简称为 Multek），硬板业务主要通过 Multek 实体开展。Multek 原本是伟创力旗下主要做 PCB 的子公司，供应刚性电路板、刚柔结合电路板、柔性电路板等产品。从 Multek 的 2017 年营收结构我们可以看到，Multek 主要供应通信类 PCB，在 2014 年曾是全球排名第 20 的全球龙头 PCB 厂商，下游客户涵盖爱立信、诺基亚、思科等全球主要通信设备制造商。

图表 43：Multek 营收分布情况（2017 年）

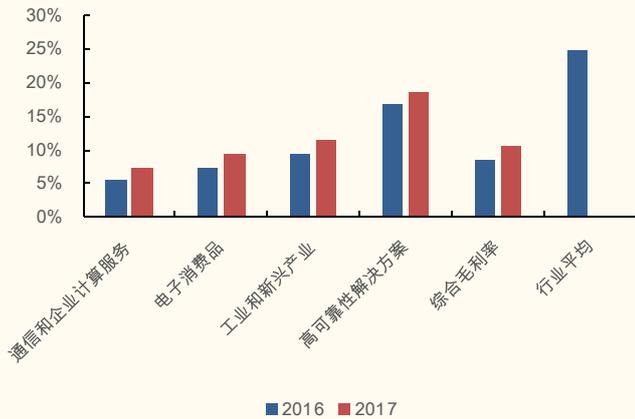


来源：公司公告、国金证券研究所

- 虽然 Multek 在通信类板材有深厚的技术积累，但由于国外企业在人力成本、管控能力相对较差，所以毛利率较差，加上来自成本管控能力较强的中国厂商的竞争压力，因此无论是全球排名还是营收都严重承压。

<sup>1</sup> 一个基站包含 3 个 AAU，因此单站 PCB 价值量=3200\*3+1580=11180（元/站）

图表 44: Multek 毛利率



来源: 公司公告、国金证券研究所

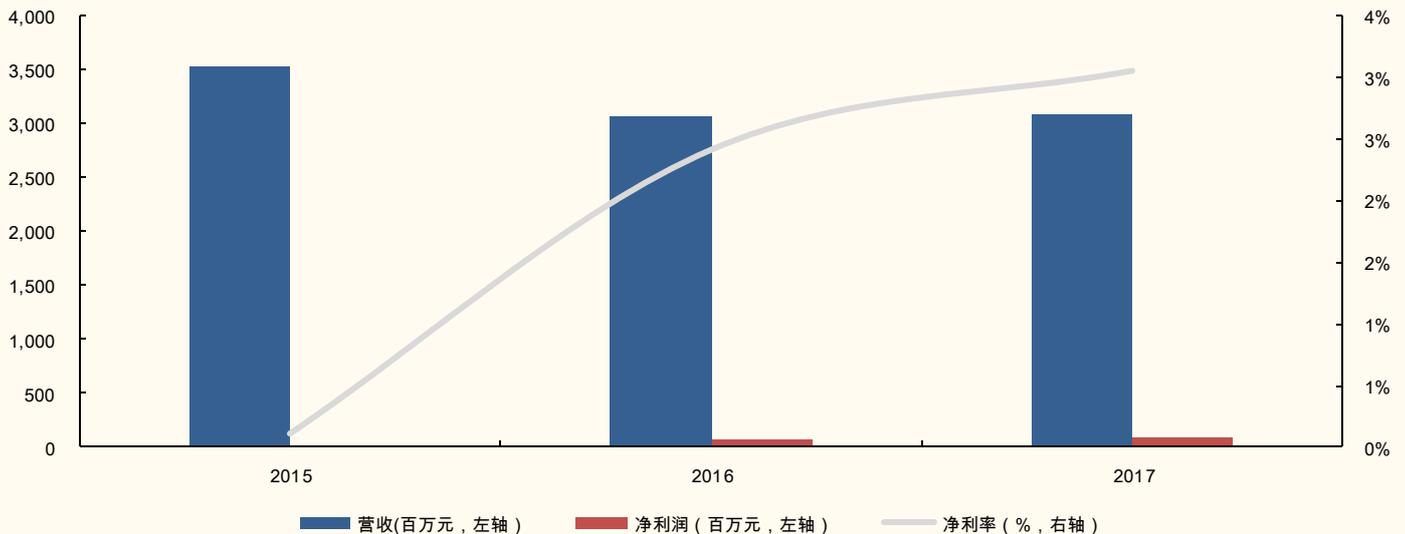
图表 45: 2014-2017 年全球 PCB 排名

2014年		2015年		2016年		2017年	
15 奥特斯	奥地利	15 奥特斯	奥地利	15 藤仓	日本	15 名幸	日本
16 名幸	日本	16 藤仓	日本	16 瀚宇博德	中国台湾	16 苏州维信	中国大陆
17 景硕	中国台湾	17 名幸	日本	17 大德集团	韩国	17 大德集团	韩国
18 LG伊诺特	韩国	18 超毅	美国	18 志超	中国台湾	18 南亚电路	中国台湾
19 志超	台湾	19 景硕	中国台湾	19 新光电气	日本	19 沪士	中国台湾
20 伟创力	美国	20 敬鹏	中国台湾	20 敬鹏	中国台湾	20 台郡	中国台湾
21 精特	中国台湾	21 志超	中国台湾	21 沪士	中国台湾	21 深南电路	中国大陆
22 敬鹏	中国台湾	22 新光电气	日本	22 景硕	中国台湾	22 敬鹏	中国台湾
23 中央铭板	日本	23 沪士	中国台湾	23 希门凯	日本	23 LG伊诺特	韩国
24 日东电工	日本	24 信泰	韩国	24 深南电路	中国大陆	24 希门凯	日本
25 新光电气	日本	25 苏州维信	中国大陆	25 信泰	韩国	25 志超	中国台湾
26 藤仓	日本	26 希门凯	日本	26 LG伊诺特	韩国	26 景硕	中国台湾
27 金像	中国台湾	27 LG伊诺特	韩国	27 金像	中国台湾	27 信泰	韩国
28 苏州维信	中国大陆	28 金像	中国台湾	28 超毅	美国	28 新光电气	日本
29 信泰	韩国	29 深南电路	中国大陆	29 台郡	中国台湾	29 京瓷	日本
30 深南电路	中国大陆	30 台郡	中国台湾	30 京瓷	日本	30 金像	中国台湾
31 京瓷	日本	31 树聚全创	韩国	31 苏州维信	中国大陆	31 景旺	中国大陆
32 嘉联益	中国台湾	32 嘉联益	中国台湾	32 景旺	中国大陆	32 BH Flex	韩国
33 树聚全创	韩国	33 依顿	中国大陆	33 树聚全创	韩国	33 耀华	中国台湾
34 依顿	中国香港	34 景旺	中国大陆	34 世一	韩国	34 超毅	美国
35 展华	中国台湾	35 京瓷	日本	35 兴森快捷	中国大陆	35 世一	韩国

来源: NTI、国金证券研究所

注: 2014 年 Multek 还为单独排名, 包含在伟创力中

图表 46: Multek 收入、净利润及净利率



来源: 公司公告、国金证券研究所

■ 虽然 Multek 以往业绩承压, 但我们看到公司在 2016 和 2017 年通信行业需求回暖时净利率实现大幅度的提升, 这说明 Multek 作为老牌的通信 PCB 企业, 仍然在通信领域具有强大的竞争力, 只要管控能力得到提升, 将焕发新生气。东山精密作为本土资深的电子企业, 能够在人力成本、工业管控、客户关系方面帮助 Multek 崛起, 在这样的配合下, 公司有望能够在通信等下游领域市场占有一席之地, 目前公司已经顺利通过国内通信设备商认证, 公司计划投资 6.59 亿元, 实施 Multek 5G 高速高频高密度印刷电路板技术改造项目, 将新增高速高频高密度印刷电路板产能 20 万平方米/年, 主要应用于 5G 基站、服务器等, 完全达产后预计年营收 8.9 亿元, 净利润 0.7 亿元, 有望拥抱 5G 实现高成长。

#### 四、募扩产 FPC、高频高速 PCB、无线模块, 增长动能强劲

■ 公司计划募集资金总额 20 亿元投向三大项目:

- **(1) 盐城东山通信技术有限公司无线模块生产建设项目：**计划投资 7.01 亿元，将新增无线通信模块产能 16 万个/年，无线点系统产能 16 万个/年。达产后预计年营收 15.2 亿元，利润 1.04 亿元。公司在滤波器、天线、PCB、压铸等组件产品具有较好的技术积累，将整合资源，开发无线模块产品，产品主要定位 4G 基站远端射频处理单元 (RRU)，5G 基站 RRU 和天线一体化 (AAU)，考虑到 5G 时代，通讯信号传输频率增高，穿透能力减弱，公司将研发和生产室内无线点系统 (DOT)，以有效解决移动通信室内覆盖问题。
- **(2) 年产 40 万平方米精细线路柔性线路板及配套装配扩产项目：**计划投资 8.03 亿元，将新增年产 40 万平方米精细线路柔性线路板及配套装配生产能力，完全达产后预计年营收 19.2 亿元，净利润 1.1 亿元。公司主要考虑到未来在大客户承接新的料号，以及老的料号份额提升及老的料号订单转移，此外，汽车领域需求也越来越多，公司是特斯拉 Model 3 的电池 FPC 核心供应商，随着 Model 3 的产能释放，公司将积极受益。
- **(3) Multek 5G 高速高频高密度印刷电路板技术改造项目：**计划投资 6.59 亿元，将新增高速高频高密度印刷电路板产能 20 万平方米/年，主要应用于 5G 基站、服务器等，完全达产后预计年营收 8.9 亿元，净利润 0.7 亿元。Multek 由于生产设备老化、生产成本提高、生产效率降低等问题，近几年发展平淡。公司收购 Multek 后，对部分现有生产线进行技术改造，通过新增国内外先进的工艺设备，改进工艺流程，提升工艺技术水平，优化生产流程，提高产品的良率和质量，改善生产效率，进一步提升产品产能，特别是 5G 用印刷电路板等市场前景较好的产品，降低生产成本，进一步提高公司核心竞争力。

图表 47：公司 20 亿募集资金投资方向

序号	项目名称	预计总投资额	募集资金投资额
1	盐城东山通信技术有限公司无线模块生产建设项目	70,122.75	70,122.75
2	年产 40 万平方米精细线路柔性线路板及配套装配扩产项目	80,338.48	69,888.20
3	Multek5G 高速高频高密度印刷电路板技术改造项目	65,958.46	59,989.05
合计		216,419.69	200,000.00

来源：东山精密、国金证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

- 苹果 iPhone11 系列新机热销，苹果四季度进行了加单，展望公司四季度业绩积极乐观，明年上半年，苹果将推出 iPhone SE2，公司有望淡季不淡，三季度开始苹果新机备货，公司有望拿到明年苹果新机料号，老料号的份额也将提升。Multek 明年有望在国内通信设备客户方面取得积极进展，实现批量销售，高阶 HDI 板也有望导入大客户 5G 手机，公司定增完成后，财务费用有望下降，2020 年公司业绩有望实现快速增长。
- 预测 2019-2021 年公司分别实现营收 242、285、333 亿元，同比增长 22.1%、17.7%、16.8%；实现归母净利润 11.3、16.6、22.3 亿元，同比增长 39.7%、47.1%、33.8%。

图表 48：2018-2020 年公司业绩预测（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
印刷电路板	63.9	102.35	148	190	235
YOY		60.17%	44.60%	28.38%	23.68%
毛利率	13.49%	18.39%	19.00%	19.50%	20.00%
LED 及其显示器件	32.78	25.94	26	28	30
YOY		-20.87%	0.23%	7.69%	7.14%
毛利率	13.90%	14.21%	14.00%	14.50%	15.00%
触控面板及 LCM 模组	34.35	47.05	45	42	40
YOY		36.97%	-4.36%	-6.67%	-4.76%
毛利率	12.23%	10.55%	10.50%	11.00%	11.00%
通信设备组件及其他	22.87	22.92	23	25	28
YOY		0.22%	0.35%	8.70%	12.00%
毛利率	18.60%	17.50%	17.50%	18.00%	18.50%
营收合计	153.9	198.26	242	285	333
YOY		28.82%	22.06%	17.77%	16.84%
毛利率	14.30%	15.96%	16.74%	17.62%	18.34%

来源：wind、国金证券研究所

## 5.2 投资建议

- 预测公司 19-21 年 EPS 分别为 0.7、1.04、1.39 元，现价对应 PE 为 27.8、18.9、14.1 倍，根据 wind 一致预期，行业可比公司 2020 年平均 PE 为 27 倍。我们给予公司 2020 年 30 倍估值，“买入”评级，目标价 32.1 元。

图表 49：可比公司盈利预测与估值（2019.11.12）

代码	可比公司	市值/亿元	PE	
			2019(E)	2020(E)
002938.SZ	鹏鼎控股	1139	37.7	30.9
603228.SH	景旺电子	266	28.8	22.4
002916.SZ	深南电路	526	46.1	33.9
002815.SZ	崇达技术	153	26.8	21.0
002463.SZ	沪电股份	389	35.0	26.4
	平均		34.8	27

来源：wind、国金证券研究所

## 六、风险提示

- 暴风应收账款风险；苹果手机销量不达预期，产业链价格下降风险；FPC、MPI、LCP，2020 在大客户获取新料号不达预期风险；
- Mutek 整合不达预期，产能利用率不足，毛利率不及预期；高频高速 PCB 市场开拓时间周期长，拓展缓慢，国内大客户开拓不达预期；
- 汽车销量下滑，车用 PCB 业务下滑风险；传统 PCB 业务竞争激烈，毛利率下滑风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,403</b>	<b>15,390</b>	<b>19,825</b>	<b>24,200</b>	<b>28,500</b>	<b>33,300</b>	货币资金	2,705	2,941	3,150	4,280	5,005	5,828
增长率		83.1%	28.8%	22.1%	17.8%	16.8%	应收账款	3,531	6,370	7,957	8,188	9,253	10,355
<b>主营业务成本</b>	<b>-7,387</b>	<b>-13,185</b>	<b>-16,662</b>	<b>-20,149</b>	<b>-23,477</b>	<b>-27,192</b>	存货	2,455	3,376	3,990	4,372	4,776	5,532
% 销售收入	87.9%	85.7%	84.0%	83.3%	82.4%	81.7%	其他流动资产	499	831	1,055	563	623	689
<b>毛利</b>	<b>1,016</b>	<b>2,205</b>	<b>3,164</b>	<b>4,051</b>	<b>5,023</b>	<b>6,108</b>	流动资产	9,190	13,517	16,152	17,403	19,656	22,404
% 销售收入	12.1%	14.3%	16.0%	16.7%	17.6%	18.3%	% 总资产	60.7%	61.1%	51.9%	55.0%	58.1%	61.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-22</b>	<b>-42</b>	<b>-68</b>	<b>-73</b>	<b>-57</b>	<b>-67</b>	长期投资	182	723	636	636	636	636
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	固定资产	3,361	5,331	11,278	10,841	10,774	10,673
<b>销售费用</b>	<b>-197</b>	<b>-316</b>	<b>-381</b>	<b>-484</b>	<b>-542</b>	<b>-599</b>	% 总资产	22.2%	24.1%	36.2%	34.3%	31.8%	29.2%
% 销售收入	2.3%	2.1%	1.9%	2.0%	1.9%	1.8%	无形资产	2,259	2,441	2,754	2,768	2,784	2,802
<b>管理费用</b>	<b>-483</b>	<b>-868</b>	<b>-594</b>	<b>-750</b>	<b>-855</b>	<b>-999</b>	非流动资产	5,949	8,596	14,984	14,244	14,194	14,111
% 销售收入	5.7%	5.6%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%	% 总资产	39.3%	38.9%	48.1%	45.0%	41.9%	38.6%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-475</b>	<b>-629</b>	<b>-713</b>	<b>-833</b>	<b>资产总计</b>	<b>15,139</b>	<b>22,113</b>	<b>31,136</b>	<b>31,648</b>	<b>33,850</b>	<b>36,515</b>
% 销售收入	0.0%	0.0%	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%	短期借款	4,896	7,053	10,089	10,360	10,711	11,130
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>314</b>	<b>978</b>	<b>1,645</b>	<b>2,115</b>	<b>2,857</b>	<b>3,611</b>	应付款项	4,866	6,164	7,861	7,534	8,457	9,422
% 销售收入	3.7%	6.4%	8.3%	8.7%	10.0%	10.8%	其他流动负债	246	871	450	552	681	822
<b>财务费用</b>	<b>-205</b>	<b>-361</b>	<b>-629</b>	<b>-737</b>	<b>-892</b>	<b>-978</b>	流动负债	10,008	14,089	18,399	18,447	19,849	21,375
% 销售收入	2.4%	2.3%	3.2%	3.0%	3.1%	2.9%	长期贷款	2,253	70	2,785	2,785	2,785	2,785
<b>资产减值损失</b>	<b>-57</b>	<b>-133</b>	<b>-473</b>	<b>-44</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	其他长期负债	131	162	1,516	1,300	1,100	900
<b>公允价值变动收益</b>	<b>11</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	12,392	14,321	22,700	22,532	23,734	25,060
<b>投资收益</b>	<b>73</b>	<b>47</b>	<b>104</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,732</b>	<b>7,773</b>	<b>8,415</b>	<b>9,095</b>	<b>10,095</b>	<b>11,434</b>
% 税前利润	45.2%	8.1%	11.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	847	1,071	1,607	1,607	1,607	1,607
<b>营业利润</b>	<b>136</b>	<b>581</b>	<b>889</b>	<b>1,333</b>	<b>1,961</b>	<b>2,625</b>	未分配利润	303	815	1,565	2,245	3,245	4,583
营业利润率	1.6%	3.8%	4.5%	5.5%	6.9%	7.9%	少数股东权益	14	19	21	21	21	21
<b>营业外收支</b>	<b>25</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,139</b>	<b>22,113</b>	<b>31,136</b>	<b>31,648</b>	<b>33,850</b>	<b>36,515</b>
<b>税前利润</b>	<b>161</b>	<b>580</b>	<b>894</b>	<b>1,333</b>	<b>1,961</b>	<b>2,625</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	1.9%	3.8%	4.5%	5.5%	6.9%	7.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>所得税</b>	<b>-12</b>	<b>-50</b>	<b>-83</b>	<b>-200</b>	<b>-294</b>	<b>-394</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	7.5%	8.6%	9.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.170	0.491	0.505	0.705	1.038	1.389
<b>净利润</b>	<b>149</b>	<b>530</b>	<b>811</b>	<b>1,133</b>	<b>1,667</b>	<b>2,231</b>	每股净资产	3.225	7.258	5.238	5.661	6.284	7.117
少数股东损益	5	4	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.089	0.150	0.875	1.620	1.793	1.965
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>144</b>	<b>526</b>	<b>811</b>	<b>1,133</b>	<b>1,667</b>	<b>2,231</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.282	0.415	0.555
净利率	1.7%	3.4%	4.1%	4.7%	5.8%	6.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	5.28%	6.77%	9.64%	12.46%	16.51%	19.51%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	0.95%	2.38%	2.60%	3.58%	4.92%	6.11%
<b>净利润</b>	<b>149</b>	<b>530</b>	<b>811</b>	<b>1,133</b>	<b>1,667</b>	<b>2,231</b>	投入资本收益率	2.93%	6.00%	7.00%	8.08%	10.28%	12.10%
少数股东损益	5	4	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>411</b>	<b>619</b>	<b>1,399</b>	<b>927</b>	<b>915</b>	<b>951</b>	主营业务收入增长率	110.46%	83.14%	28.82%	22.07%	17.77%	16.84%
<b>非经营收益</b>	<b>132</b>	<b>355</b>	<b>378</b>	<b>940</b>	<b>780</b>	<b>801</b>	EBIT 增长率	299.90%	211.72%	68.13%	28.56%	35.08%	26.37%
<b>营运资金变动</b>	<b>-617</b>	<b>-1,343</b>	<b>-1,182</b>	<b>-397</b>	<b>-481</b>	<b>-826</b>	净利润增长率	354.73%	264.88%	54.14%	39.74%	47.08%	33.83%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>75</b>	<b>161</b>	<b>1,406</b>	<b>2,603</b>	<b>2,881</b>	<b>3,157</b>	总资产增长率	119.01%	46.07%	40.80%	1.64%	6.96%	7.87%
<b>资本开支</b>	<b>-1,153</b>	<b>-2,902</b>	<b>-3,823</b>	<b>-371</b>	<b>-860</b>	<b>-860</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-2,796	-656	-1,563	0	0	0	应收账款周转天数	109.3	111.5	113.1	115.0	110.0	105.0
其他	-48	-45	-539	0	0	0	存货周转天数	91.0	80.7	80.7	80.0	75.0	75.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,996</b>	<b>-3,604</b>	<b>-5,924</b>	<b>-371</b>	<b>-860</b>	<b>-860</b>	应付账款周转天数	105.7	100.9	117.1	100.0	95.0	90.0
<b>股权募资</b>	<b>2</b>	<b>4,507</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	122.8	95.5	179.4	137.4	112.0	89.2
<b>债权募资</b>	<b>3,669</b>	<b>-108</b>	<b>3,245</b>	<b>96</b>	<b>151</b>	<b>219</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>816</b>	<b>-699</b>	<b>1,054</b>	<b>-1,198</b>	<b>-1,447</b>	<b>-1,694</b>	净负债/股东权益	161.41%	53.67%	115.27%	97.25%	83.94%	70.60%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>4,487</b>	<b>3,700</b>	<b>4,301</b>	<b>-1,102</b>	<b>-1,296</b>	<b>-1,475</b>	EBIT 利息保障倍数	1.5	2.7	2.6	2.9	3.2	3.7
<b>现金净流量</b>	<b>566</b>	<b>257</b>	<b>-218</b>	<b>1,130</b>	<b>725</b>	<b>823</b>	资产负债率	81.86%	64.76%	72.91%	71.20%	70.12%	68.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	9	9	13
增持	0	2	2	4	8
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.18	1.31	1.52

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-13	买入	25.99	N/A
2	2018-08-02	买入	25.29	32.50~32.50
3	2018-08-08	买入	24.01	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH