

2015年6月29日

朱吉翔

[c0044@capital.com.tw](mailto:c0044@capital.com.tw)

目标价(元) 51

公司基本资讯

产业别	电子
A 股价(2015/6/29)	52.89
深证成指(2015/6/29)	14398.79
股价 12 个月高/低	58.77/22.65
总发行股数(百万)	146.67
A 股数(百万)	36.67
A 市值(亿元)	19.39
主要股东	深圳市胜华欣业投资有限公司 (27.72%)

每股净值(元)	7.82
股价/账面净值	6.77

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	N/A	N/A	N/A

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

多层板	77.2%
双面板	22.8%

机构投资者占流通 A 股比例



胜宏科技(300476.SZ)

HOLD 持有

VGA HDI 龙头, HDI 前景良好

结论与建议:

公司是国内 PCB 行业的龙头企业之一, 全球 VGA HDI 市占率第一。随着物联网、汽车电子应用的快速兴起, PCB 行业整体增速向上, 预计到 2017 年中国 PCB 行业符合增长率将达到 6%。其中, 是 HDI 及 FPC 需求增速明显快于行业增速。公司计划投资 7.6 亿元用于高端多层板及 HDI 产能的建设, 困扰公司发展的瓶颈亦将被打破。

我们预计 2015、2016 年分别实现净利润 1.3 亿元和 1.8 亿元, 同比分别增长 25% 和 36%, EPS 分别为 0.88 元和 1.19 元。目前股价对应 2015-2016 年 PE 分别为 67 倍和 49 倍, 估值合理, 给予持有的投资建议。

- **HDI 需求较快增长:** PCB (印刷电路板) 作为电子元器件基础材料之一, 市场容量占据元器件产值 1/4 以上, 顺应下游产品轻薄化、复杂度提高的需求, 高密度、高集成、柔性板需求将快速提升, 对应 HDI 需求增速预计约 6.5%, 快于行业整体增速。
- **VGA HDI 龙头:** 公司是国内 PCB 行业的龙头企业之一, 2013 年公司国内市场占有率 0.68%, 但细分市场中, 公司 2013 年显卡出货量 1690 万片, 占有率 29%, 居全球 VGA HDI 市占率第一。Win10 将在 2H15 上市, 将整合微软旗下手机、PC、游戏资源, 同时对于 Android、IOS 应用程序向 windows 平台的移植复用做出巨大改进, 另外新发布的 DX12 (多媒体编程接口) 将大幅提升显卡性能。长期来看 win10 将有望缓解 PC 产业需求下滑的态势, 并且在将在 2016 年带动主板、显卡需求的提升, 公司有望从中受益。
- **产能快速扩张:** 公司计划投资 7.6 亿元 (募资 5.3 亿元) 用于高端多层板及高端 HDI 建设。项目建成后, 将形成 42 万平米高端多层板, 18 万平米高端 HDI 的新增产能, 总产能将提升 35%, 推动公司未来业绩持续增长。
- **盈利预测:** 综合判断, 我们预计 2015、2016 年分别实现净利润 1.3 亿元和 1.8 亿元, 同比分别增长 25% 和 36%, EPS 分别为 0.88 元和 1.19 元。目前股价对应 2015-2016 年 PE 分别为 67 倍和 49 倍, 估值合理, 给予持有的投资建议。

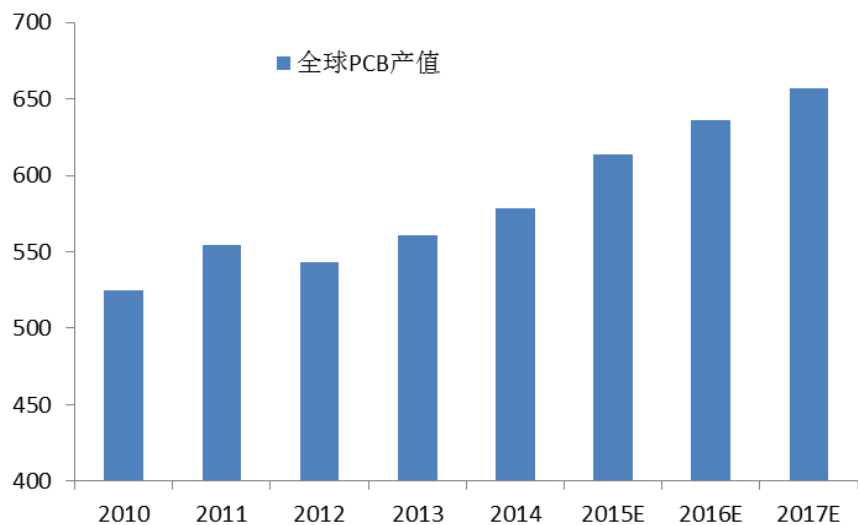
..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	77	89	103	129	175
同比增减	%	30.56	14.24	16.52	24.9	35.58
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.53	0.6	0.7	0.88	1.19
同比增减	%	30.56	14.24	16.52	24.9	35.58
A 股市盈率(P/E)	X	110.9	98.0	84.0	66.8	49.4
股利 (DPS)	RMB 元				0.15	0.2
股息率 (Yield)	%	0	0	0	0.26	0.34

### 行业与公司概况

PCB（印刷电路板）作为电子元器件基础材料之一，是电子元器件的连接载体，其市场容量占据元器件产值 1/4 以上，近年来，行业增速相对稳定，2010-2014 年全球行业符合增长率 2.4%（图 1）。为顺应下游产品轻薄化、复杂度提高的需求，高密度、高集成、柔性板需求将快速提升，预计 HDI 需求未来年均增速约 6.5%，要快于行业整体增速。

图 1：全球 PCB 产值 单位：亿美元

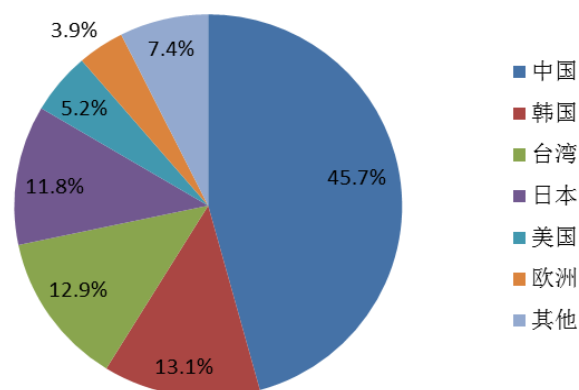


资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

分区域来看，伴随电子元器件制造产能向中国迁移，中国大陆已迅速成为 PCB 生产和消费大国，2014 年其产值规模已占到全球 PCB 产值超过 45%，未来这一趋势有望延续。

图 2：2014 年全球 PCB 市场结构

单位：%



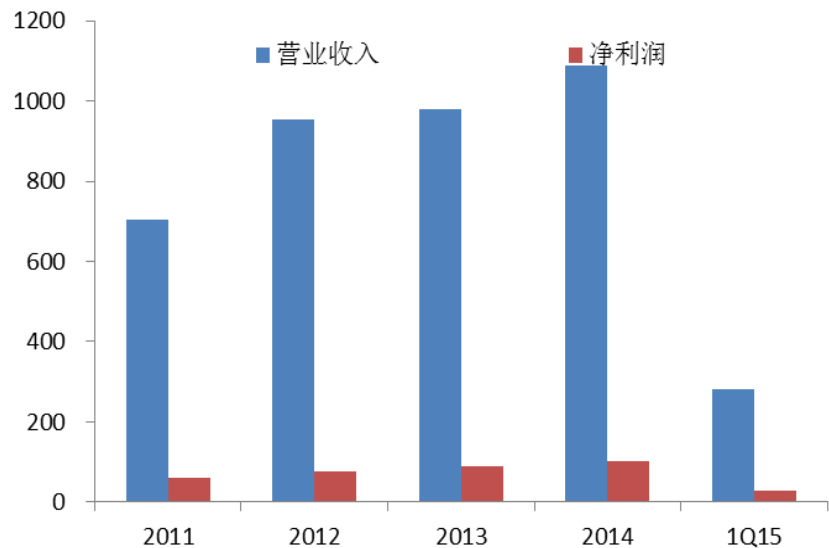
资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

胜宏科技是中国印制电路行业协会的常务理事单位，是行业标准的制定单位之一，公司专业从事高密度印制线路板的研发、生产和销售，主要产品为双面

板、多层板（含 HDI）等。

从经营情况来看，公司 2011-2014 年，公司营收复合增长率 15.5%，增长非常迅速，净利润复合增长率 20.2%，快于营收增长的速度（图 3）。

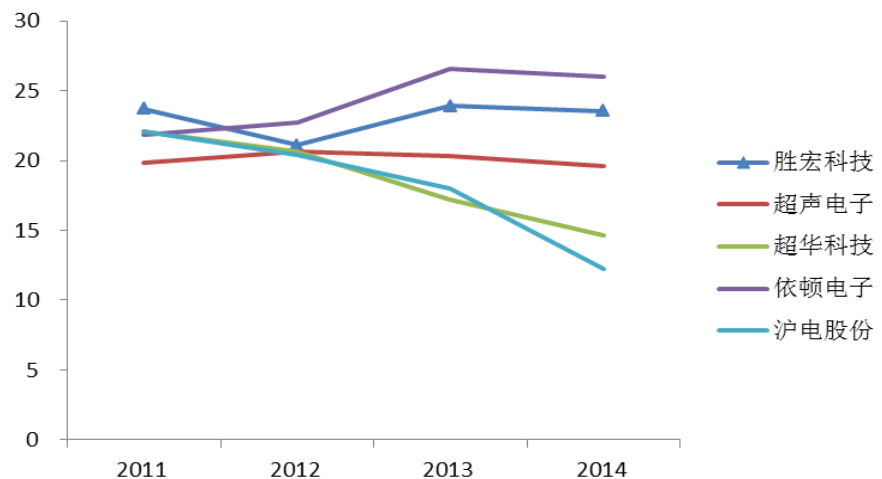
图 3：公司营收与净利润 单位：百万元



资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

从盈利能力来看，公司毛利率一直保持相对稳定，相较同类公司而言出于较高的水平（图 4）。

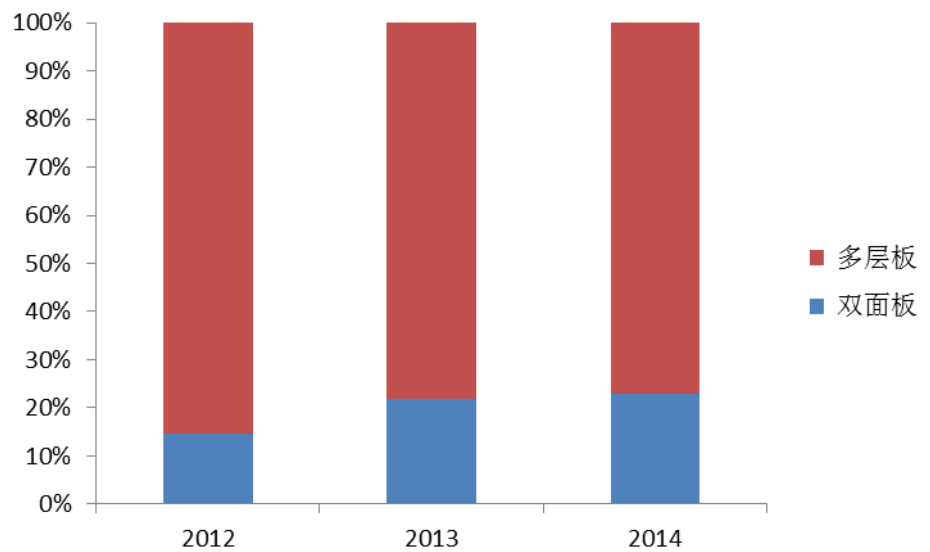
图 4：公司与同类公司毛利率比较 单位：%



资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

从收入结构来看，公司主要产品分为双面板和多层板，其中相对高端的多层板占比接近 8 成（2014 年）（图 5）。

图 5：公司按产品收入结构 单位：%

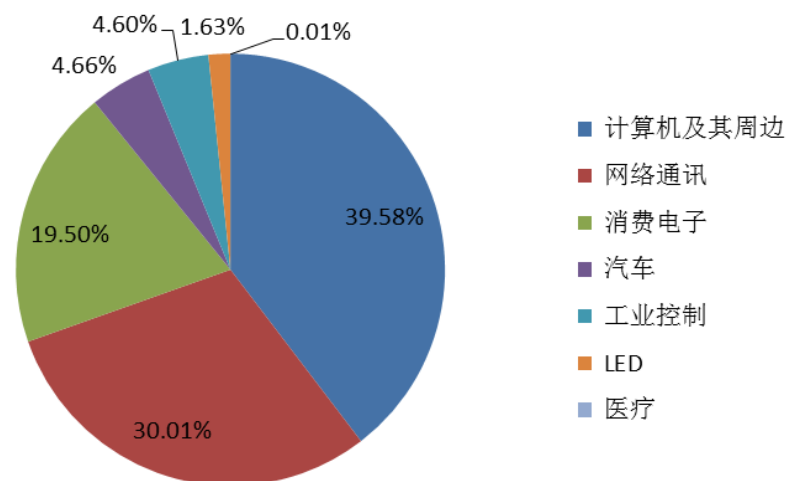


资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

从下游应用来看，公司产品涵盖 PC、网络通信、消费电子、工业控制等领域的应用。虽然近几年来 PC 需求相对疲弱，公司 PC 相关 PCB 板收入占比降低，2014 年公司计算机及周边产品应用约占 4 成的收入水平（图 6），较 2013 年下降 10 个百分点，但就其市场份额来看，公司仍然保持龙头地位，公司 2013 年显卡出货量 1690 万片，占有率 29%，居全球 VGA HDI 市占率第一。另外，受益于移动通讯、4G 业务兴起，公司网络通讯（3 成）、消费电子（2 成）相关收入近年来较快提升。

，整体市场份额约为 0.68%，提升空间巨大。

图 6：公司下游应用划分 单位：%



资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

从客户结构来看，公司客户遍及发展迅速的下游细分朝阳行业，公司已与富士康、共进电子、戴尔、纬创、达创科技、TCL、华硕、海信、海康威视、德赛西威、嘉威科技、仁宝、赛尔康、歌尔声学、LG 等百余家客户建立了合作关系。公司产品最终广泛使用于苹果、三星、CISCO、惠普、联想、日立、LG、夏普、台达、SKY 等国内外众多知名企业产品上。

## 盈利预测

受益于网络通讯、消费电子及工业控制需求提升，2014 年公司实现营收 10.9 亿元，同比增长 10.9%，实现净利润 1 亿元，YOY 增长 16.5%，

从综合毛利率情况来看，公司 2014 年综合毛利率 23.55%，较 2013 年微降 0.3 个百分点保持相对稳定。同时，公司 2014 年期间费用率则较 2013 年下降了 0.7 个百分点。

公司计划投资 7.6 亿元（募资 5.3 亿元）用于高端多层板及高端 HDI 建设。项目建成后，将形成 42 万平米高端多层板，18 万平米高端 HDI 的新增产能，总产能将提升 35%，有利于扩大公司在汽车、通讯领域的市场份额，推动公司未来业绩持续增长。

展望未来，Window10 将在 2H15 正式上市，未来微软将通过新的操作系统整合微软旗下手机、PC、游戏资源，并且 win7 win8 用户将得到免费升级、且进一步下调 PC 整机厂商的授权费用。同时针对 Android、ios 应用程序向 windows 平台的移植复用，在新版操作系统中将做出巨大改进，便于 android 及 ios 平台程序人员参与 windows 程序的开发，上述步骤将有望实现操作系统的快速更替，并带动新机购置需求。另外新发布的 DX12（多媒体编程接口）将大幅提升显卡性能，我们认为虽然 PC 需求下滑仍然在继续，但考虑到 Win10 推出对于 PC 性能提升的作用，长期将有望缓解 PC 产业需求下滑的态势，并且在将在 2016 年带动主板、显卡需求的提升，公司有望从中受益。

综合判断，我们预计 2015、2016 年分别实现净利润 1.3 亿元和 1.8 亿元，同比分别增长 25%和 36%，EPS 分别为 0.88 元和 1.19 元。目前股价对应 2015-2016 年 PE 分别为 67 倍和 49 倍，估值合理，给予持有的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ )；买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	954	980	1087	1337	1810
经营成本	753	746	831	1023	1379
营业税金及附加	5	9	8	10	13
销售费用	16	21	26	33	41
管理费用	75	85	102	130	172
财务费用	20	17	1	-8	2
资产减值损失	1	2	3	5	5
投资收益	0		-2	0	0
营业利润	85	101	114	144	199
营业外收入	6	3	7	11	10
营业外支出	3	1	2	5	5
利润总额	88	103	119	150	204
所得税	10	15	16	21	29
少数股东损益	0			0	0
归属于母公司所有者的净利润	77	89	103	129	175

**附二：合并资产负债表**

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	167	175	182	417	333
应收账款	307	348	385	462	555
存货	149	103	122	177	274
流动资产合计	677	698	765	1185	1577
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	375	365	449	583	700
在建工程	0	3	28	33	40
非流动资产合计	391	384	520	864	1322
资产总计	1068	1081	1285	2049	2898
流动负债合计	612	546	698	907	1134
非流动负债合计	12	4	2	428	875
负债合计	624	549	699	1335	2009
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	444	532	586	715	889
负债及股东权益合计	1068	1081	1285	2049	2898

**附三：合并现金流量表**

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	178	181	204	211	324
投资活动产生的现金流量净额	-69	-36	-121	-400	-305
筹资活动产生的现金流量净额	-62	-114	-158	424	-103
现金及现金等价物净增加额	47	30	-75	235	-84

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证①。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。