

2017年09月01日

公司研究•证券研究报告

东山精密 (002384.SZ)

收入显著提升，FPC 和 LCM 成长旺

投资要点

◆ **公司动态：**公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 61.2 亿元，同比上升 152.2%，毛利率 13.0%，同比下降 3.7 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 1.19 亿元，同比下降 21.1%，每股收益 0.11 元，同比下降 21.4%。第二季度单季度实现销售收入 32.8 亿元，同比上升 129.4%，归属上市公司股东净利润 9,787 万元，同比下降 26.4%。

◆ 点评：

➤ **并购 MFLX 和产能扩张推升共同提升大幅业务收入：**公司 2017 年上半年销售收入大幅提升 152.2%，国内外市场分别增长 107.1% 和 233.3%，在并购 MFLX 之后并表获得了较大幅度的收入增长，同时公司的产能方面的提升也是使得公司的收入规模有所增长。MFLX 公司经过战略和管理整合之后亮点频现，一季度重回国内一线客户的优秀供应商名单并通过国内新客户的供应商体系认证，在新能源汽车 FPC 新品研发亦获得客户高度认可。2017 上半年公司继续加大市场开发力度，扩大产能，使公司主营业务保持了持续增长的良好态势。

➤ **毛利率有所下滑，FPC 和 LCM 是成长主力：**公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 13.0%，同比下降 3.7 个百分点。产品结构调整是主要原因，在 FPC 和 LCM 成为公司主要收入来源后，尽管相关产品分部的毛利率有所提升，但是整体低于传统钣金材料的毛利率，因而降低了综合毛利率水平。由于收购 MFLX 而发生的并购贷款利息以及汇率影响下，公司的财务费用率大幅上升，使得公司的净利润出现了下滑。随着产能的释放，以及募集资金的到位后，公司的盈利能力预计将会提升。

➤ **进入产业旺季，业绩等待起飞：**公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 3.61-4.34 元，变动幅度为 145%-195%，净利润增速快速上升，显著高于上半年的状况。下半年公司核心客户需求旺盛，MFLX 新增产能逐步实现量产出货将有效拉升公司业绩，而下游智能手机市场逐步进入旺季，对于 FPC 和 LCM 的需求将会持续增加，结合公司的产能扩张持续推进，下半年的盈利能力将会显著增加。中长期看，公司在汽车电子和消费电子两部分的布局，均迎合了产业发展的需求，因此未来的成长潜力依旧值得期待。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.72、1.06 和 1.41 元。净资产收益率分别为 9.7%、12.8% 和 15.1%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 31.80 元，相当于 2017 年至 2019 年 44.2、30.0 和 22.5 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**公司产能扩张不及预期；MFLX 新品研发效果不理想；下游终端客户出货量不及预期。

动态分析

机械 | 基础件 III

投资评级 **增持-A(首次)**

6 个月目标价 31.80 元

股价(2017-08-31) 28.10 元

交易数据

总市值 (百万元) 30,096.46

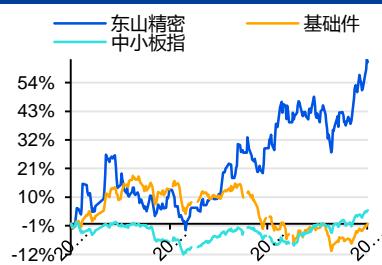
流通市值 (百万元) 15,297.77

总股本 (百万股) 1,071.05

流通股本 (百万股) 544.40

12 个月价格区间 16.66/28.60 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅% 1M 3M 12M

相对收益 9.77 -0.1 55.99

绝对收益 14.51 13.63 61.16

分析师

 蔡景彦
 SAC 执业证书编号 : S0910516110001
 caijingyan@huajinsc.cn
 021-20377068

报告联系人

 陈韵谜
 chenyunmi@huajinsc.cn
 021-20377060

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,992.9	8,403.3	16,360.1	22,126.9	29,474.5
同比增长(%)	13.3%	110.5%	94.7%	35.2%	33.2%
营业利润(百万元)	22.4	135.8	807.2	1,201.7	1,602.1
同比增长(%)	-35.1%	506.9%	494.4%	48.9%	33.3%
净利润(百万元)	31.7	144.2	768.3	1,135.7	1,514.6
同比增长(%)	-27.3%	354.7%	432.7%	47.8%	33.4%
每股收益(元)	0.03	0.13	0.72	1.06	1.41
PE	949.0	208.7	39.2	26.5	19.9
PB	11.2	11.0	3.8	3.4	3.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：营业收入同比大幅上升，并购费用侵蚀盈利	4
二、经营状况点评：海外市场大幅增长，FPC 和 LCM 是成长主力	5
(一) 海外市场大幅增长，毛利率有所下滑	5
(二) FPC 成为营收主力，LCM 成长势头旺	5
(三) 业绩指导：进入产业旺季，业绩等待起飞	6
三、投资建议	7
四、风险提示	7

图表目录

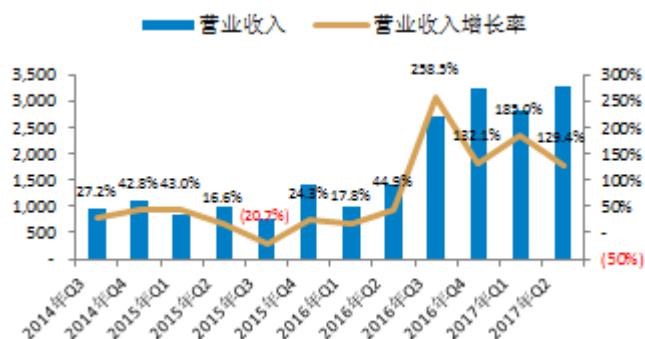
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：营收同比大幅上升，并购费用侵蚀盈利

公司 2017 年上半年销售收入实现 61.2 亿元，同比上升 152.2%，其中第二季度的销售收入 32.8 亿元，同比上升 129.4%。公司打造了以基站天线、滤波器、LED 封装、LCM、TP、FPC 为核心的产品群，2017 上半年公司继续加大市场开发力度，扩大公司产能，深化产品结构和市场结构调整，同时全面加强内部管理，严格控制各项成本费用，使公司主营业务保持了持续增长的良好态势。

公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 1.12 亿元，同比下降 21.1%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 9,787 万元，同比下降 26.4%。公司净利润下降的主要原因是支付了为收购 MFLX 100% 股权而发生的并购贷款利息。剔除这一部分的影响，公司上半年度的经营业绩同比去年有较大幅度的增长。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度盈利变动

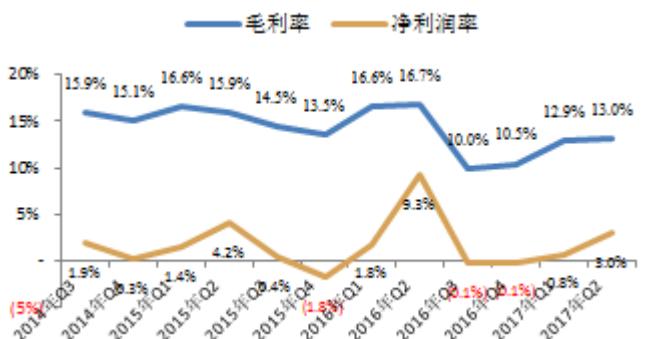


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 13.0%，同比下降 3.7 个百分点，其中第二季度的毛利率为 13.0%，同比下降 3.7 个百分点，公司收购的 MFLX 去年八月份并表，产品结构调整是综合毛利率下滑的主要原因。随着公司进入产能整合扩张和量产阶段，毛利率在逐季提升。

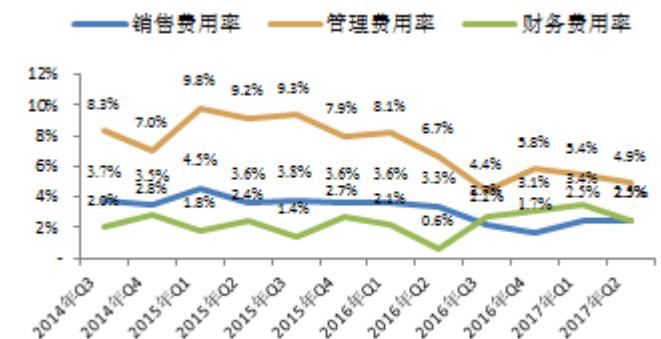
经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占比分别为 2.5%、5.1%、2.9%，其中第二季度的分别为 2.5%、4.9%、2.5%。收购增加的借款产生较多利息，公司上半年财务费用同比增加 490%。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：国内外市场均大幅增收，新产品成长主力

(一) 海外市场大幅增长，毛利率有所下滑

2017年上半年，国内外市场收入增速大幅上升，毛利率均有调整，收入方面，国内市场销售收入32.9亿元，同比上升107.1%，海外市场销售收入28.9亿元，同比上升233.3%。毛利率方面，国内市场下降3.8个百分点为13.5%，海外市场下降1.5个百分点为2.4%。

图5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）

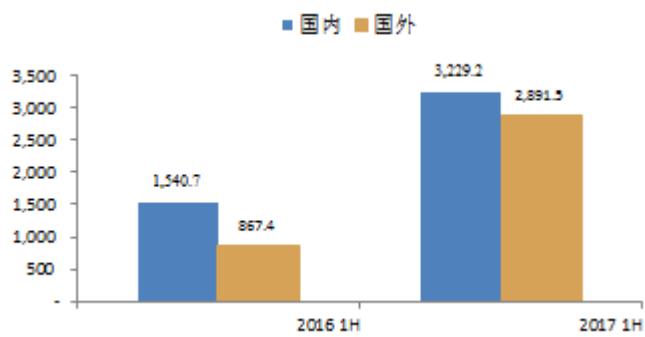
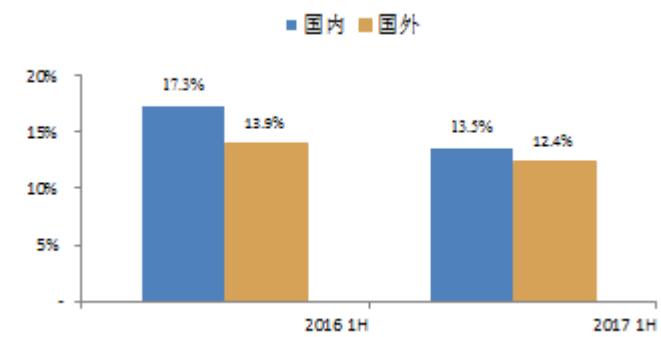


图6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 新产品推动大幅增长，产品结构影响毛利率

产品细分看，今年上半年柔性电路板电子产品收入19.8亿元，占总收入32.4%。触控模组及LCM模组收入达到16.0亿元，同比增长164.8%。LED器件及模组收入为13.43亿元，同比上升124.21%。新兴业务的收入增速较快，传统业务方面精密钣金产品仍然获得38.7%的上升，但是精密压铸同比下滑10.24%。

从毛利率看，公司柔性线路板电子产品毛利率和触控面板及LCM模组毛利率分别为11.9%和8.3%，其中LEM同比提高2.1个百分点。但是由于产品结构方面的变化，使得公司的整体毛利率出现了下降。

图7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）

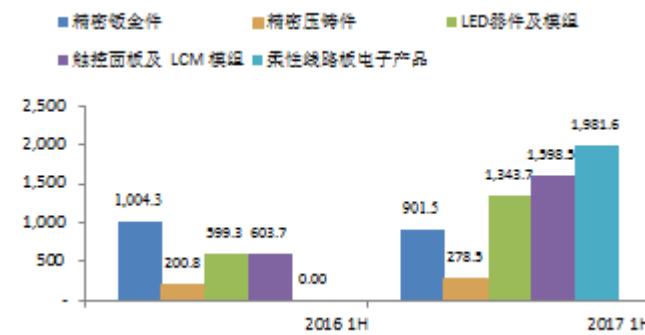
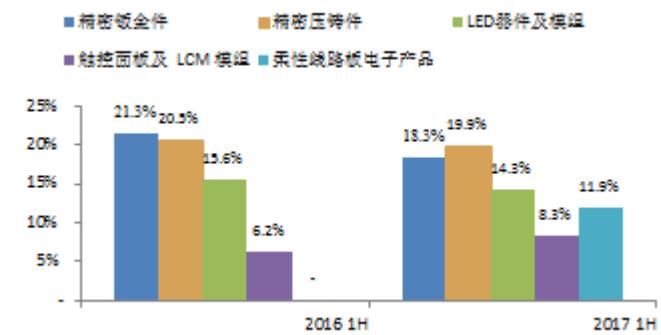


图8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

(三) 业绩指导：进入产业旺季，业绩等待起飞

公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 3.61-4.34 元，变动幅度为 145%-195%，净利润增速快速上升，公司对下半年的业绩充满信心。公司认为核心客户需求旺盛，MFLX 新增产能逐步实现量产出货将有效拉升公司业绩，同时下半年进入旺季，公司其他业务三季度整体将实现稳步快速增长；随着公司非公开发行的顺利完成，募集资金到位后用于置换公司因收购 MFLX 而发生的并购贷款，财务费用将随之减少。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.72、1.06 和 1.41 元。净资产收益率分别为 9.7%、12.8% 和 15.1%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 31.80 元，相当于 2017 年至 2019 年 44.2、30.0 和 22.5 倍的动态市盈率。

四、风险提示

- 公司产能扩张不及预期；
- MFLX 新品研发效果不理想；
- 下游终端客户出货量不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,992.9	8,403.3	16,360.1	22,126.9	29,474.5	年增长率					
减: 营业成本	3,396.2	7,387.4	14,189.9	19,265.8	25,717.5	营业收入增长率	13.3%	110.5%	94.7%	35.2%	33.2%
营业税费	9.8	22.3	41.7	56.4	76.1	营业利润增长率	-35.1%	506.9%	494.4%	48.9%	33.3%
销售费用	152.8	196.5	406.1	549.3	717.6	净利润增长率	-27.3%	354.7%	432.7%	47.8%	33.4%
管理费用	355.6	483.1	703.5	885.1	1,120.0	EBITDA 增长率	11.0%	108.2%	115.4%	39.4%	29.7%
财务费用	86.8	204.9	201.5	184.5	252.2	EBIT 增长率	-11.8%	212.1%	196.1%	37.4%	33.8%
资产减值损失	-21.1	56.7	32.5	22.7	37.3	NOPLAT 增长率	-5.2%	181.2%	188.2%	37.4%	33.8%
加: 公允价值变动收益	-	10.5	-7.3	1.2	1.6	投资资本增长率	42.8%	96.7%	10.3%	30.7%	5.6%
投资和汇兑收益	9.6	73.0	29.5	37.3	46.6	净资产增长率	80.1%	1.0%	190.3%	11.8%	14.0%
营业利润	22.4	135.8	807.2	1,201.7	1,602.1						
加: 营业外净收支	16.0	25.5	68.3	92.6	123.9						
利润总额	38.4	161.3	875.5	1,294.3	1,726.0						
减: 所得税	-1.0	12.2	87.6	129.4	172.6						
净利润	31.7	144.2	768.3	1,135.7	1,514.6						
资产负债表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
货币资金	1,044.2	2,704.5	4,090.0	5,531.7	7,368.6	盈利能力					
交易性金融资产	-	10.7	3.6	4.8	6.4	毛利率	14.9%	12.1%	13.3%	12.9%	12.7%
应收帐款	1,722.4	3,375.8	4,804.2	6,259.2	8,478.0	营业利润率	0.6%	1.6%	4.9%	5.4%	5.4%
应收票据	148.7	155.6	1,036.6	393.7	1,313.2	净利润率	0.8%	1.7%	4.7%	5.1%	5.1%
预付帐款	97.4	227.5	494.2	509.5	750.1	EBITDA/营业收入	8.0%	7.9%	8.8%	9.0%	8.8%
存货	1,229.7	2,455.1	4,639.9	4,993.0	7,865.7	EBIT/营业收入	2.7%	4.1%	6.2%	6.3%	6.3%
其他流动资产	345.4	261.0	229.8	278.7	256.5	偿债能力					
可供出售金融资产	21.3	21.3	16.1	19.6	19.0	资产负债率	60.7%	81.9%	64.1%	65.4%	70.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	负债权益比	154.3%	451.2%	178.7%	188.8%	235.1%
长期股权投资	54.4	126.1	126.1	126.1	126.1	流动比率	1.10	0.92	1.31	1.31	1.27
投资性房地产	-	-	-	-	-	速动比率	0.80	0.67	0.91	0.95	0.88
固定资产	1,694.1	2,827.5	3,928.3	4,841.5	5,129.7	利息保障倍数	1.26	1.66	5.01	7.51	7.35
在建工程	176.3	533.5	533.5	533.5	533.5	营运能力					
无形资产	89.7	211.0	184.7	158.3	131.9	固定资产周转天数	140	97	74	71	61
其他非流动资产	288.8	2,229.2	2,140.1	2,102.7	2,087.1	流动营业资本周转天数	86	57	25	27	31
资产总额	6,912.4	15,138.8	22,227.0	25,752.2	34,065.8	流动资产周转天数	342	295	269	271	269
短期债务	1,961.9	4,804.1	1,348.4	3,544.6	4,512.3	应收帐款周转天数	132	109	90	90	90
应付帐款	1,386.2	3,955.5	7,154.6	7,412.4	11,636.2	存货周转天数	94	79	78	78	79
应付票据	733.1	852.5	2,913.1	2,431.5	4,061.4	总资产周转天数	542	472	411	390	365
其他流动负债	91.9	395.9	264.5	278.4	360.2	投资资本周转天数	267	221	158	142	124
长期借款	-	2,252.8	2,501.3	3,095.3	3,238.1	费用率					
其他非流动负债	21.1	131.4	70.6	74.4	92.1	销售费用率	3.8%	2.3%	2.5%	2.5%	2.4%
负债总额	4,194.2	12,392.1	14,252.5	16,836.6	23,900.3	管理费用率	8.9%	5.7%	4.3%	4.0%	3.8%
少数股东权益	32.0	14.2	33.9	63.1	101.9	财务费用率	2.2%	2.4%	1.2%	0.8%	0.9%
股本	847.4	847.4	1,071.0	1,071.0	1,071.0	三费/营业收入	14.9%	10.5%	8.0%	7.3%	7.1%
留存收益	1,846.5	1,983.7	6,869.4	7,781.5	8,992.6	投资回报率					
股东权益	2,718.2	2,746.7	7,974.4	8,915.6	10,165.5	ROE	1.2%	5.3%	9.7%	12.8%	15.1%
						ROA	0.6%	1.0%	3.5%	4.5%	4.6%
						ROIC	4.6%	9.1%	13.3%	16.5%	16.9%
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	-	0.14	0.21	0.28
						分红比率	26.7%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	1.0%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	39.4	149.1	768.3	1,135.7	1,514.6
加: 折旧和摊销	226.6	353.8	425.6	613.1	738.1
资产减值准备	-21.1	56.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-10.5	-7.3	1.2	1.6
财务费用	97.8	246.2	201.5	184.5	252.2
投资损失	-9.6	-73.0	-29.5	-37.3	-46.6
少数股东损益	7.7	4.9	19.7	29.1	38.8
营运资金的变动	-689.7	-311.2	455.8	-1,390.6	-275.3
经营活动产生现金流量	-142.5	75.0	1,834.1	535.8	2,223.5
投资活动产生现金流量	-696.0	-3,996.3	-1,442.7	-1,470.1	-957.7
融资活动产生现金流量	1,272.7	4,461.4	994.1	2,376.1	571.1

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.03	0.13	0.72	1.06	1.41
BVPS(元)	2.51	2.55	7.41	8.27	9.40
PE(X)	949.0	208.7	39.2	26.5	19.9
PB(X)	11.2	11.0	3.8	3.4	3.0
P/FCF	-41.8	15.3	-9.5	18.8	14.4
P/S	7.5	3.6	1.8	1.4	1.0
EV/EBITDA	55.5	31.1	20.7	15.6	11.7
CAGR(%)	209.1%	118.4%	160.8%	209.1%	118.4%
PEG	4.5	1.8	0.2	0.1	0.2
ROIC/WACC	0.5	0.9	1.4	1.7	1.7

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

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

分析师声明

蔡景彦声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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，亦不应用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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn