

2017年10月27日

# 世运电路 (603920.SH)

## 动态分析

### 前三季度订单增加，2017年业绩有望稳定增长

#### 投资要点

**事件：**10月25日，公司发布2017年第三季度报告，2017年前三季度实现营业收入147,690.04万元，同比增长24.27%；实现归母净利润15,860.24万元，同比增长-18.12%。其中，第三季度公司实现营业收入57,493.41万元，同比增长30.98%；实现归母净利润5,967.65万元，同比增长-24.30%。

◆ **我国PCB行业先进企业，业绩保持良好增长：**公司是我国PCB行业先进企业之一，在国内外市场具有较强的竞争能力，2016年全球PCB百强排行榜，公司销售收入位居全球第62位。公司主要产品包括单面板、双面板、多层板等，产品广泛应用于计算机及周边设备、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗设备等领域。受益于下游行业旺盛需求，公司PCB业务订单增加，公司业绩保持良好增长态势，2017前三季度公司实现营业收入147,690.04万元，同比增长24.27%；由于主要原材料价格和人工成本的上涨，前三季度实现归母净利润15,860.24万元，同比增长-18.12%。

◆ **下游市场规模持续扩张，我国已成为最大的PCB生产国：**通信、计算机、IC封装、汽车等领域是PCB应用市场规模较大。在通信领域，2017年第二季度全球手机出货量在淡季下表现亮眼，三季度苹果发布三款新机、安卓阵营陆续推出全面屏新机，2017年全年有望保持增长态势。在笔记本电脑方面2017年二季度在各款新机上市及标案陆续释出的带动下，出货量持续增加，全年有望保持稳定增长。受益于下游行业的稳定发展，PCB产值保持着稳定的增长，目前我国已经成为最大的PCB生产国，随着下游需求向高精密、集约化发展，高附加值产品产值占比有望进一步提升。

◆ **受限产能瓶颈，募投项目进展顺利：**公司产能利用率水平较高，基本在95%以上，并且呈现逐年上升趋势，产能瓶颈问题日益严重。考虑到电子消费市场升级导致对电路板的需求越来越倾向于高精密、集约化，公司募集资金净额为125,756.26万元，资金将投于年产200万平方米/年高密度互连积层板、精密多层线路板项目以及补充3亿元流动资金项目，募投项目建设完成并投产后，公司的产能特别是多面板产能将会大幅上升，有助于提升公司核心竞争能力，盈利能力有望提高。截至2017年5月31日，公司以自筹资金预先投入年产200万平方米/年高密度互连积层板、精密多层线路板项目1,589.59万元。2017年上半年已完成厂房主体工程，完成工艺流程和设备选型，正开展关键设备采购洽谈，公司预计2018年开始逐步调试设备。

◆ **投资建议：**我们公司预测2017至2019年每股收益分别为0.62、0.81和0.96元，净资产收益率分别为10.3%、11.9%和12.4%，给予买入-A建议，6个月目标价为24元，相当于2018年30倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**原材料价格波动的风险；募投项目进展不及预期的风险；技术风险。

电子元器件 | 其他元器件 III

 投资评级 **买入-A(首次)**

6个月目标价 24元

股价(2017-10-26) 20.55元

#### 交易数据

总市值(百万元) 8,256.99

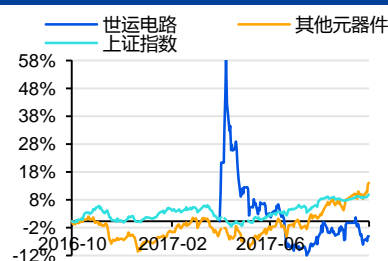
流通市值(百万元) 1,824.84

总股本(百万股) 401.80

流通股本(百万股) 88.80

12个月价格区间 18.10/34.98元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.33	0.95	-9.35
绝对收益	1.58	5.87	

#### 分析师

谭志勇

SAC执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsec.cn

021-20377198

#### 分析师

叶中正

SAC执业证书编号：S0910516080001

yezhongzheng@huajinsec.cn

0755-83224377

#### 报告联系人

杨维维

yangweiwei@huajinsec.cn

0755-83231652

#### 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)	1,400.5	1,634.9	1,948.7	2,213.2	2,536.7
同比增长(%)	12.8%	16.7%	19.2%	13.6%	14.6%
营业利润(百万元)	192.7	313.6	285.5	383.5	455.5
同比增长(%)	13.1%	62.8%	-9.0%	34.3%	18.8%
净利润(百万元)	156.9	264.7	247.9	326.6	387.5
同比增长(%)	9.1%	68.7%	-6.4%	31.8%	18.6%
每股收益(元)	0.39	0.66	0.62	0.81	0.96
PE	52.6	31.2	33.3	25.3	21.3
PB	10.7	9.0	3.4	3.0	2.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、我国 PCB 行业先进企业，业绩保持良好增长 .....	4
(一) 受益下游行业旺盛需求，公司 PCB 业务订单持续增加 .....	4
(二) 重视研发支出，管理费用不断增长 .....	5
二、下游市场规模持续扩张，我国已成为最大的 PCB 生产国 .....	5
(一) PCB 应用领域广，主要领域 2017 全年有望保持稳定增长 .....	5
(二) 我国已成为最大的 PCB 生产国，高附加值产品占比高 .....	6
三、受限产能瓶颈，募投项目进展顺利 .....	7
四、投资建议 .....	7
五、风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1：公司营业收入与归母净利润变动情况（单位：万元） .....	4
图 2：与可比公司毛利率比较情况 .....	4
图 3：公司各业务营收占比变动情况 .....	5
图 4：公司主要业务毛利率变动情况 .....	5
图 5：期间费用变动情况（单位：万元） .....	5
图 6：公司研发支出变动情况（单位：万元） .....	5
图 7：全球手机出货量变动情况 .....	6
图 8：全球电脑出货量 .....	6
图 9：PCB 产值变动情况（单位：亿美元） .....	6
图 10：全球各种 PCB 产值变动情况 .....	6
表 1：募投项目详细情况 .....	7

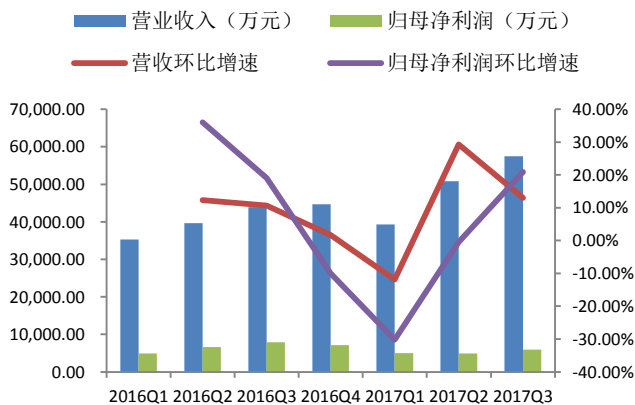
## 一、我国 PCB 行业先进企业，业绩保持良好增长

公司是我国 PCB 行业先进企业之一，在国内外市场具有较强的竞争能力，根据国际知名机构 N.T.Information 发布的 2016 年全球 PCB 百强排行榜，公司销售收入位居全球第 62 位。根据中国印制电路协会（CPCA）公布的《第十五届（2016 年）中国印制电路行业排行榜》，公司销售收入排第 29 位。公司主要产品包括单面板、双面板、多层板等，产品广泛应用于计算机及周边设备、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗设备等领域。

### （一）受益下游行业旺盛需求，公司 PCB 业务订单持续增加

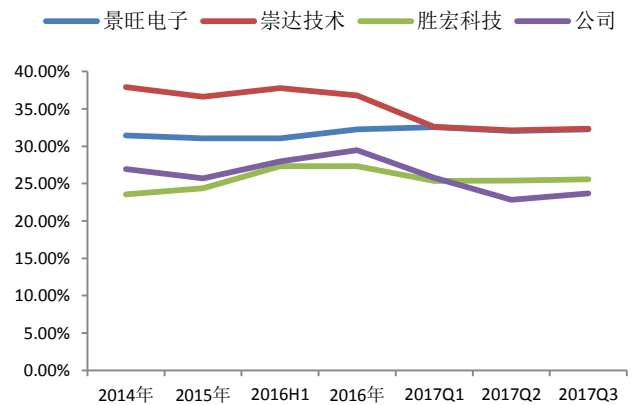
近年来，受益于下游行业旺盛需求，公司前三季度 PCB 业务订单增加，公司业绩保持良好增长态势，2017 前三季度公司实现营业收入 147,690.04 万元，同比增长 24.27%；由于主要原材料价格和人工成本的上涨，前三季度实现归母净利润 15,860.24 万元，同比增长-18.12%；毛利率方面，2017 年二季度受到原材料上涨等影响，出现下滑，三季度成本压力有所缓解，公司前三季度毛利率为 23.67%，环比上升 0.86%，与往年相比，毛利率水平下降，可比公司毛利率水平较以往也出现不同程度的下滑。

图 1：公司营业收入与归母净利润变动情况（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

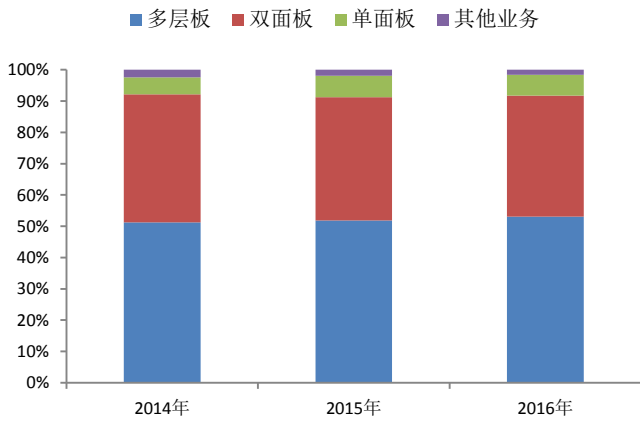
图 2：与可比公司毛利率比较情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

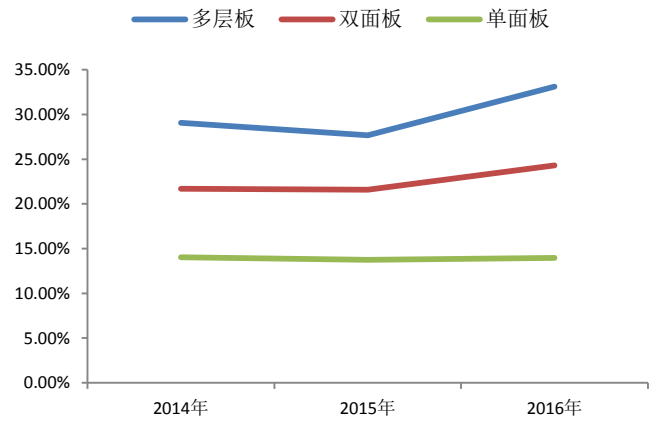
公司主要收入来源于多面板和双面板的销售，多层板、双面板、单面板营收占比分别约为 53%、39%、7%。公司积极优化客户订单结构，减少低产品溢价的客户订单，增加高产品溢价客户订单，产品毛利率有所上升，并且多层板由于工艺相对复杂、技术含量相对较高，毛利率水平相对较高，2016 年公司多层板、双面板、单面板的毛利率分别为 33.12%、24.32%、13.97%，同比变动 5.45%、2.75%、0.21%。

图 3：公司各业务营收占比变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司主要业务毛利率变动情况

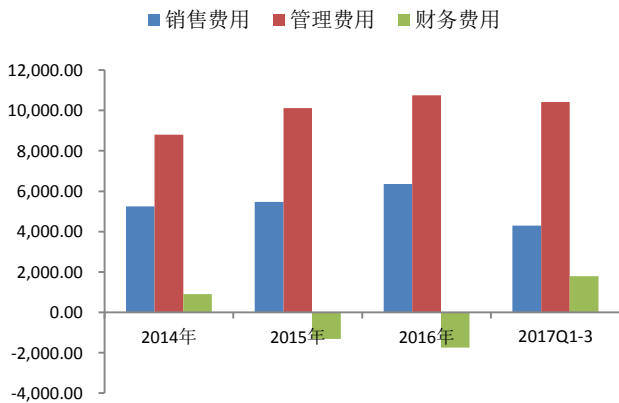


资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）重视研发支出，管理费用不断增长

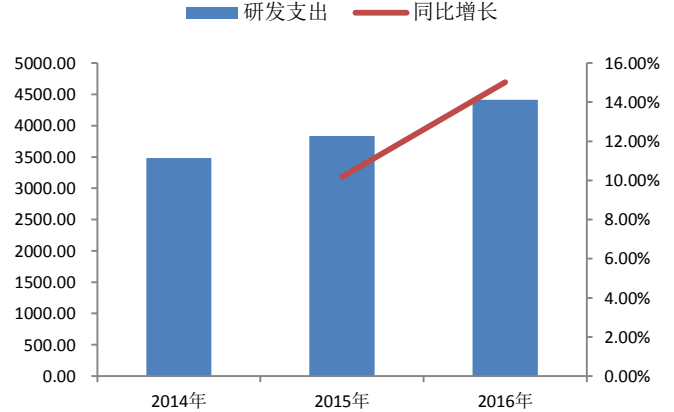
2017 年前三季度，公司销售费用、管理费用、财务费用分别达 4,290.22、10,420.44、1,788.86 万元，同比增长。其中，由于人工成本以及研发费用投入的增加导致公司管理费用增长较快。2016 年，公司研发支出达 4,414.30 万元，同比增长 15%。

图 5：期间费用变动情况（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：公司研发支出变动情况（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

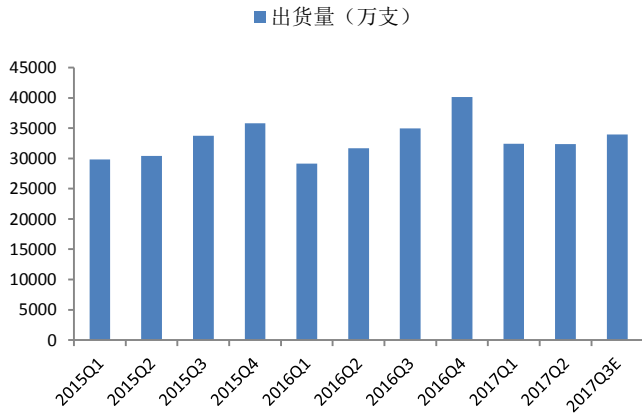
## 二、下游市场规模持续扩张，我国已成为最大的 PCB 生产国

### （一）PCB 应用领域广，主要领域 2017 全年有望保持稳定增长

PCB 主要应用在通信、计算机、汽车电子、消费电子、医疗设备、工业控制、航空航天等各种电子系统领域中，其中，通信、计算机、IC 封装、汽车等领域是应用市场规模较大。在通信领域，从全球智能手机出货量来看，据 Trendforce 披露，2017 年三季度苹果发布三款新机、安卓阵营推出全面屏新机，三季度全球手机出货量约达 3.4 亿支，环比增长 5%，2017 年全年有

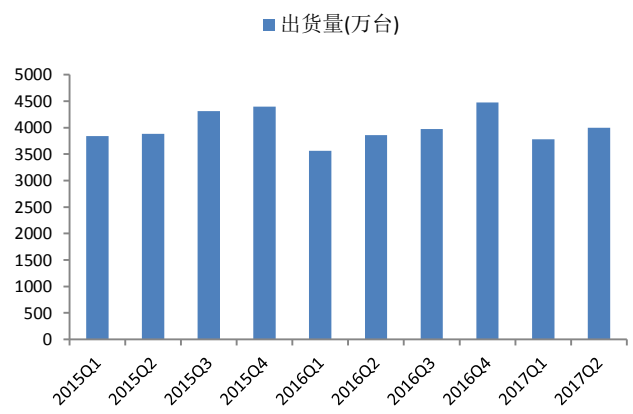
望保持增长态势。在笔记本电脑方面，据 trendforce 披露，2017 年第一季度全球笔记本电脑出货量约 3,781 万台，同比增长 6.1%，在淡季下出货表现亮眼，二季度在各款新机上市及标案陆续释出的带动下，出货量约 3,996 万台，同比增长 3.6%，全年有望保持稳定增长。其他应用领域，如汽车电子方面，随着全球汽车销量的不断增长，该应用领域对 PCB 需求逐年增加，未来 PCB 应用于汽车电子领域占比将进一步提升。

图 7：全球手机出货量变动情况



资料来源：Trendforce，华金证券研究所

图 8：全球电脑出货量变动情况

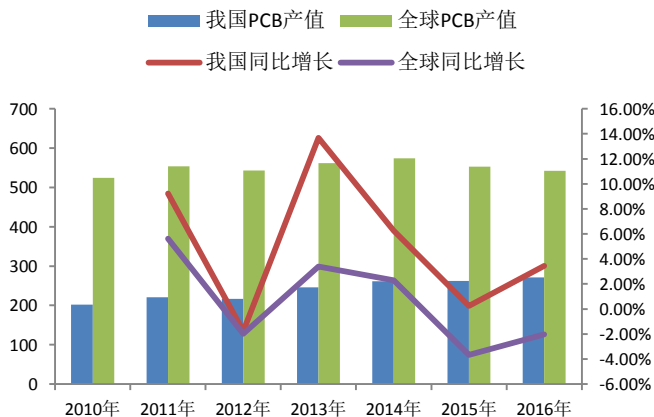


资料来源：Trendforce，华金证券研究所

## (二) 我国已成为最大的 PCB 生产国，高附加值产品占比高

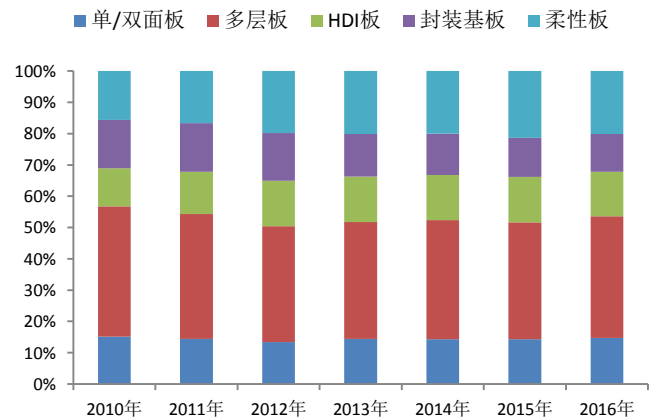
受益于下游行业的稳定发展，PCB 产值保持着稳定的增长，目前我国已经成为最大的 PCB 生产国，据 Wind 披露，2016 年我国及全球 PCB 产值分别为 271.04、542.07 亿美元，我国增速明显快于全球增速。未来随着我国产业结构不断调整，以电子信息技术为代表的高新技术产业的比重将持续提升，将带动 PCB 行业整体向前发展。在 PCB 行业中，产品附加值较高的多层板、HDI 板等占比较高，随着下游需求向高精度、集约化发展，高附加值产品产值占比有望进一步提升。

图 9：PCB 产值变动情况 (单位：亿美元)



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：全球各种 PCB 产值变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、受限产能瓶颈，募投项目进展顺利

公司生产线产能利用率水平较高，基本在 95%以上，并且呈现逐年上升趋势，产能瓶颈问题日益严重。考虑到电子消费市场升级导致对电路板的需求越来越倾向于高精度、集约化，公司募集资金净额为 125,756.26 万元，资金将全部用于年产 200 万平方米/年高密度互连积层板、精密多层线路板项目以及补充 3 亿元流动资金项目，募投项目建设完成并投产后，公司的产能特别是多面板产能将会大幅上升，有助于提升公司核心竞争能力，盈利能力有望提高。

表 1：募投项目详细情况

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	建设期	新增收入 (亿元)
年产 200 万平方米/年高密度互连积层板、精密多层线路板项目	108,000.00	108,000.00	3 年	18.34
补充 3 亿元流动资金项目	30,000.00	17,756.26		
合计	138,000.00	125,756.26		

资料来源：公司公告，华金证券研究所

年产 200 万平方米/年高密度互连积层板、精密多层线路板项目实施主体是世安电子，截至 2017 年 5 月 31 日，公司以自筹资金预先投入年产 200 万平方米/年高密度互连积层板、精密多层线路板项目 1,589.59 万元。2017 年上半年公司积极组建了由韩国、日本、香港、国内等技术人员组成的世安电子项目筹备组。现已完成厂房主体工程，完成工艺流程和设备选型，正开展关键设备采购洽谈，公司预计 2018 年开始逐步调试设备。

### 四、投资建议

我们公司预测 2017 至 2019 年每股收益分别为 0.62、0.81 和 0.96 元，净资产收益率分别为 10.3%、11.9% 和 12.4%。参考同行业估值水平，我们认为公司 2018 年合理的估值水平为 30 倍，对应目标价为 24 元，给予买入-A 建议。

### 五、风险提示

- 原材料价格波动的风险；
- 募投项目进展不及预期的风险；
- 技术风险。



**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
<b>营业收入</b>	1,400.5	1,634.9	1,948.7	2,213.2	2,536.7	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	1,040.5	1,152.8	1,413.4	1,588.2	1,810.1	营业收入增长率	12.8%	16.7%	19.2%	13.6%	14.6%
营业税费	6.2	6.7	6.2	6.6	8.4	营业利润增长率	13.1%	62.8%	-9.0%	34.3%	18.8%
销售费用	54.7	63.7	60.4	69.3	78.6	净利润增长率	9.1%	68.7%	-6.4%	31.8%	18.6%
管理费用	101.1	107.6	134.5	149.4	172.5	EBITDA 增长率	1.2%	50.1%	-0.4%	23.1%	14.6%
财务费用	-13.1	-17.5	20.1	9.2	4.6	EBIT 增长率	0.1%	64.9%	3.2%	28.5%	17.2%
资产减值损失	2.0	9.4	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	0.5%	65.0%	3.3%	28.5%	17.2%
加:公允价值变动收益	-16.8	9.9	-18.5	-	-	投资资本增长率	-3.6%	14.5%	145.1%	-25.7%	25.4%
投资和汇兑收益	0.4	-8.6	-8.0	-5.0	-5.0	净资产增长率	5.5%	18.9%	162.8%	13.6%	14.2%
<b>营业利润</b>	192.7	313.6	285.5	383.5	455.5						
加:营业外净收支	-6.7	-0.2	7.8	3.0	3.0	<b>盈利能力</b>					
<b>利润总额</b>	186.0	313.4	293.3	386.5	458.5	毛利率	25.7%	29.5%	27.5%	28.2%	28.6%
减:所得税	29.0	48.7	45.5	59.9	71.1	营业利润率	13.8%	19.2%	14.7%	17.3%	18.0%
<b>净利润</b>	156.9	264.7	247.9	326.6	387.5	净利润率	11.2%	16.2%	12.7%	14.8%	15.3%
						EBITDA/营业收入	18.0%	23.1%	19.3%	20.9%	20.9%
						EBIT/营业收入	12.8%	18.1%	15.7%	17.7%	18.1%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	36.5%	36.5%	19.5%	16.7%	17.5%
货币资金	273.3	336.0	806.4	1,510.4	1,582.6	负债权益比	57.4%	57.5%	24.3%	20.1%	21.2%
交易性金融资产	0.1	3.2	-	-	-	流动比率	1.62	1.90	4.70	4.20	3.85
应收帐款	301.9	406.0	481.8	563.3	676.8	速动比率	1.39	1.61	4.35	3.81	3.45
应收票据	-	0.1	0.1	0.1	0.1	利息保障倍数	-13.71	-16.93	15.17	42.76	100.30
预付帐款	1.5	0.9	2.2	1.3	2.7	<b>营运能力</b>					
存货	97.3	139.6	182.4	214.7	268.0	固定资产周转天数	136	105	79	103	149
其他流动资产	10.2	16.6	1,025.0	15.0	15.0	流动营业资本周转天数	17	25	123	118	42
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	164	175	314	391	344
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	69	78	82	85	88
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	24	26	30	32	34
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	306	293	410	511	502
固定资产	499.1	458.5	393.7	873.9	1,221.2	投资资本周转天数	156	140	217	237	198
在建工程	7.3	62.1	82.1	87.1	-	<b>费用率</b>					
无形资产	15.3	15.5	14.8	14.1	13.4	销售费用率	3.9%	3.9%	3.1%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	7.8	5.3	6.0	6.4	5.9	管理费用率	7.2%	6.6%	6.9%	6.8%	6.8%
<b>资产总额</b>	1,213.9	1,443.7	2,994.4	3,286.2	3,785.7	财务费用率	-0.9%	-1.1%	1.0%	0.4%	0.2%
短期债务	65.0	40.0	-	-	-	三费/营业收入	10.2%	9.4%	11.0%	10.3%	10.1%
应付帐款	262.9	329.5	438.8	451.0	563.2	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	20.4%	28.9%	10.3%	11.9%	12.4%
其他流动负债	95.4	104.9	93.1	97.8	97.6	ROA	12.9%	18.3%	8.3%	9.9%	10.2%
长期借款	16.2	51.6	51.6	-	-	ROIC	24.6%	42.0%	37.9%	19.9%	31.3%
其他非流动负债	3.3	0.9	1.1	1.1	1.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	442.8	526.9	584.6	549.9	661.9	DPS(元)	0.33	-	-	-	-
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	83.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	313.0	313.0	401.8	401.8	401.8	股息收益率	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	453.6	586.8	2,008.0	2,334.6	2,722.0						
<b>股东权益</b>	771.1	916.8	2,409.8	2,736.4	3,123.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.39	0.66	0.62	0.81	0.96
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	1.92	2.28	6.00	6.81	7.77
净利润	156.9	264.7	247.9	326.6	387.5	PE(X)	52.6	31.2	33.3	25.3	21.3
加:折旧和摊销	72.0	81.5	70.6	70.6	70.6	PB(X)	10.7	9.0	3.4	3.0	2.6
资产减值准备	2.0	9.4	-	-	-	P/FCF	61.4	45.3	-10.6	11.7	115.1
公允价值变动损失	16.8	-9.9	-18.5	-	-	P/S	5.9	5.1	4.2	3.7	3.3
财务费用	-9.7	-16.9	20.1	9.2	4.6	EV/EBITDA	24.9	16.4	20.0	14.6	12.6
投资损失	-0.4	8.6	8.0	5.0	5.0	CAGR(%)	27.7%	13.5%	19.9%	27.7%	13.5%
少数股东损益	0.0	0.0	-	-	-	PEG	1.9	2.3	1.7	0.9	1.6
营运资金的变动	-20.8	-57.4	-1,019.7	913.8	-54.7	ROIC/WACC	2.4	4.0	3.6	1.9	3.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	219.7	272.5	-691.6	1,325.1	412.9						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-34.9	-95.7	-26.7	-560.1	-335.1						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-124.2	-134.9	1,188.6	-61.1	-5.6						

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

谭志勇、叶中正声明，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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn