

PCB 暖春即来，崇达技术未来可期

投资要点

- **PCB 产业转移，国内厂商深度受益。**在消费电子行情回暖以及汽车电子和通讯电子稳定增长的刺激下，预计 2017 年全球 PCB 产值恢复增长。中国 PCB 行业相较于世界其他地区的发展更为乐观，大陆 2016 年 PCB 产值为 271.04 亿美元，同比增长 3%。自 21 世纪以来，随着欧美日等国家和地区的劳动力成本不断提升和下游消费电子制造向中国转移，全球 PCB 产业开始逐渐往亚洲地区转移。经过多年的发展，全球 PCB 产业经历了由欧美日主导至由台湾、韩国主导，最后到现在由中国大陆主导的转移过程，国内 PCB 厂商将成为最大受益者。
- **国产替代空间巨大，国内领先厂商未来可期。**在产业转移的过程中，欧美等地保留了高端特殊板的产能，目前欧美 PCB 产值中大部分来自高端特殊 PCB 板。国内主要定位于大批量板的消费电子市场，高端板的发展程度不如欧美日发达。随着欧美产业转移进程的推进，中国高端板行业迎来发展机遇。崇达技术作为国内高端特殊板的领先企业，发展迅速，业绩稳步上升，盈利能力行业领先，并拥有广泛的客户资源。随着 5G、智能制造、汽车电子等下游领域的快速发展，市场对 PCB 的需求不断上升，都将为公司未来发展提供有力支撑。
- **产能释放，公司业绩快速增长。**公司高度重视研发投入，尤其是对 HDI 板相关技术的研发。HDI 板凭借其轻、薄、小等特点被广泛应用于各领域之中。预计未来市场对 HDI 板的需求将快速增长。随着江门崇达 PCB 生产基地（二期）产能释放，公司 HDI 板和高层板（8 层及以上）的生产能力大幅增长，带动公司业绩快速增长。
- **可转债项目助力公司未来发展。**公司 2017 年 12 月通过可转换公司债券募集资金 8 亿元，用于投资崇达技术总部运营及研发中心建设项目、超大规格印制线路板技术改造项目、高多层线路板技术改造项目，和用于补充流动资金。项目建成后，将有效的提高公司的研发实力，此外，技改项目还能提高公司自动化生产水平，从而提高产品良率，提升产品质量。总体来看，此次可转债项目有助于公司提高其核心竞争力和品牌知名度，为未来的发展打下坚实的基础。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.10、1.45 和 1.87 元，对应 PE 分别为 26、20 和 15 倍，18 年目标价 38 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争激烈；产能落地或不及预期；可转债项目进度或不及预期。

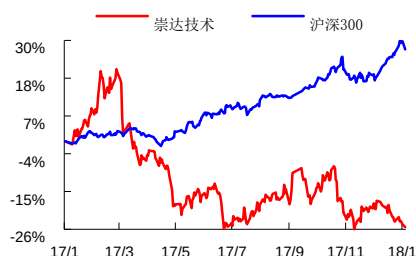
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2246.61	3034.66	4021.89	5136.48
增长率	27.87%	35.08%	32.53%	27.71%
归属母公司净利润 (百万元)	375.75	451.05	595.76	767.89
增长率	24.88%	20.04%	32.08%	28.89%
每股收益 EPS (元)	0.92	1.10	1.45	1.87
净资产收益率 ROE	17.83%	18.27%	20.18%	21.45%
PE	31	26	20	15
PB	5.56	4.75	3.97	3.28

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王国勋
 执业证号: S1250517060002
 电话: 021-68415296
 邮箱: wgx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.10
流通 A 股(亿股)	1.06
52 周内股价区间(元)	28.35-46.93
总市值(亿元)	117.26
总资产(亿元)	40.35
每股净资产(元)	5.48

相关研究

目 录

1 正在崛起的优质 PCB 企业	1
1.1 公司经营稳健，收入稳定增长	2
1.2 盈利能力较高，毛利率行业领先	3
1.3 客户资源广泛	3
2 全球行业回暖，产业转移迎机遇	4
2.1 全球 PCB 行业回暖	4
2.2 产业向中国转移，利好国内厂商	5
2.3 下游产业快速发展，利好 PCB 制造商	6
3 突破产能瓶颈加快公司发展步伐	9
3.1 内资 PCB 行业领跑者	9
3.2 扩产 HDI、多层 PCB，支撑公司业务发展	10
3.3 注重 HDI 技术研发，顺应产业发展趋势	11
3.4 注重中国市场，转型“中小批量供应商”	14
4 发行可转债提升竞争力，助力公司未来腾飞	15
4.1 可转债项目基本情况	15
4.2 改善产品结构，提升核心竞争力	16
4.3 扩大生产规模，满足市场需求	18
5 盈利预测及投资建议	21

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构.....	1
图 3：公司营收情况.....	2
图 4：公司归母净利（亿元）.....	2
图 5：公司各业务营收.....	2
图 6：2017H1 公司各业务营收占比.....	2
图 7：毛利率对比（%）.....	3
图 8：全球 PCB 产值及增速.....	4
图 9：中国 PCB 产值及增速.....	4
图 10：2016-2020 年 PCB 产值年复合增长率.....	5
图 11：全球 PCB 产业转移.....	5
图 12：全球 PCB 产值及增速.....	6
图 13：2016 年各地区 PCB 产值占比.....	6
图 14：PCB 产业链.....	6
图 15：通信设备、计算机及其他电子设备制造业行业规模.....	7
图 16：移动电话基站发展情况（万个）.....	7
图 17：工业自动控制系统装置制造行业规模.....	8
图 18：中国医院机构数.....	8
图 19：中国医院医疗设备工器具购置额.....	8
图 20：医疗仪器设备及器械制造行业规模.....	9
图 21：公司在中国电子电路行业排名.....	9
图 22：客户数量（个）.....	10
图 23：订单数量.....	10
图 24：PCB 各产品生命周期图.....	11
图 25：iPhone 8 与 iPhone X 主板对比.....	12
图 26：iPhone X 主板.....	12
图 27：2013-2016 地区收入比重.....	14
图 28：2017H1 地区收入比重.....	14
图 29：2013-2016 公司业务均单面积.....	15
图 30：分类别产品毛利率.....	16
图 31：公司产品下游应用领域分布.....	18
图 32：全球车用 PCB 产值.....	19
图 33：中国汽车电子市场规模.....	19
图 34：我国新能源汽车产量.....	19
图 35：PCB 下游各领域产值预计.....	20
图 36：2012-2017 通讯设备对不同 PCB 需求的复合增长率.....	20
图 37：2012-2017 工控行业对不同 PCB 需求的复合增长率.....	20
图 38：2012-2017 医疗行业对不同 PCB 需求的复合增长率.....	20
图 39：2012-2017 航空行业对不同 PCB 需求的复合增长率.....	20

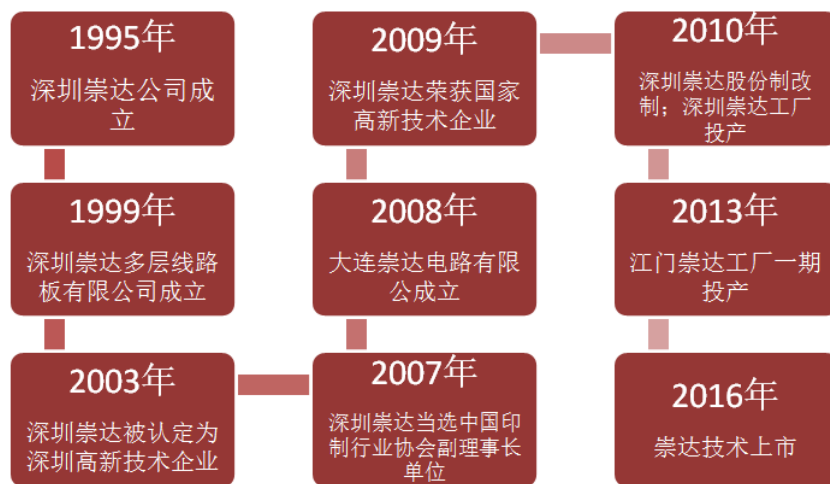
表 目 录

表 1：主要同行.....	3
表 2：公司主要客户类别.....	4
表 3：产能及产销情况.....	10
表 4：HDI 市场规模及预测.....	12
表 5：公司研发投入情况.....	13
表 6：部分核心技术.....	13
表 7：在研 HDI 产品.....	13
表 8：可转债项目概况.....	15
表 9：技术改造项目经济效益评价.....	16
表 10：产品价格情况.....	17
表 11：公司业务成本构成.....	17
表 12：崇达技术收入毛利预测（百万元）.....	21
表 13：可比上市公司盈利预测相对估值.....	22
附表：财务预测与估值.....	23

1 正在崛起的优质 PCB 企业

深圳市崇达电路技术股份有限公司成立于1995年,于2010年完成股份制改制并于2016年10月在深圳交易所挂牌上市。公司主要从事 PCB 板的研发、生产和销售,经过 20 余年的发展,公司先后被评为深圳市高新技术企业、国家高新技术企业,并通过了 ISO9001 质量管理体系认证、UL 认证、ISO4001 环境管理体系认证、ISO/TS16949 汽车质量管理体系认证、AS9100 航空基础质量体系标准认证、ISO 医疗器械质量管理体系等多种认证标准。2017 年,公司以 41.68 亿品牌价值入选中国 500 最具价值品牌。

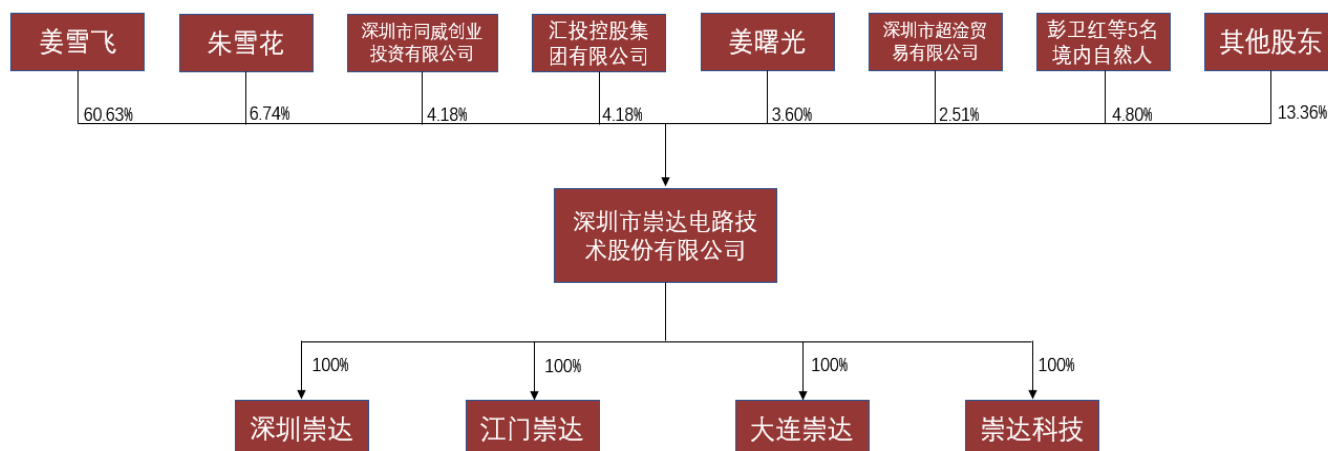
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

目前，姜雪飞、朱雪花夫妇共持有 67.37%的股权，是公司的实际控制人。公司目前共设有深圳崇达、江门崇达、大连崇达、崇达科技四家全资子公司，其中深圳崇达、江门崇达、大连崇达三家子公司主要从事 PCB 的生产和销售，崇达科技主要从事公司产品的销售、原材料和设备的采购及售后服务。

图 2：公司股权结构



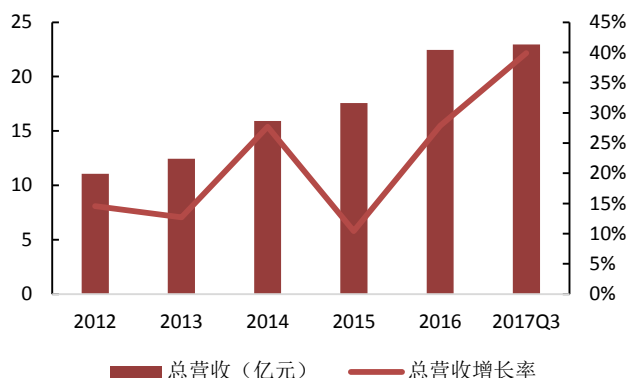
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.1 公司经营稳健，收入稳定增长

公司主营电路板（PCB）的研发、生产和销售，产品包括双面板、高多层板、HDI 板、厚铜板、背板、软硬结合板、埋容板、立体板、铝基板、高频板等，广泛应用于通信设备、工业控制、医疗仪器、安防电子和航空航天等高科技领域。

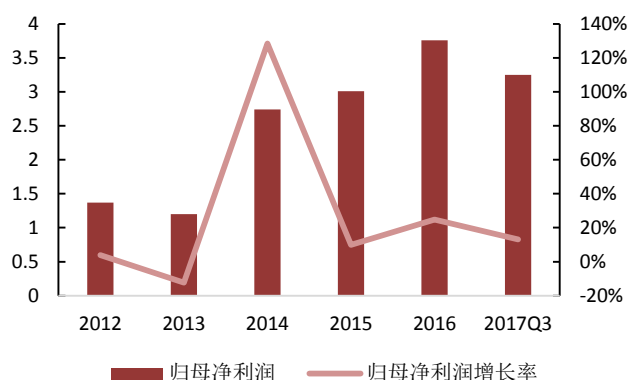
2012-2016 年，公司总营收由 11.05 亿元提升至 22.47 亿元，年均复合增长率达 19.4%，2017 年前三季度已实现总营收 22.95 亿元，同比增长 40%，已超过了 2016 年的水平。归母净利润方面，2016 年公司实现归母净利润 3.76 亿元，较 2012 年的 1.37 亿元增长了 2.41 亿元，年复合增长率达 28.7%，2017 年前三季度公司已实现归母净利润 3.25 亿元，同比增长 13%。

图 3：公司营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司归母净利润（亿元）

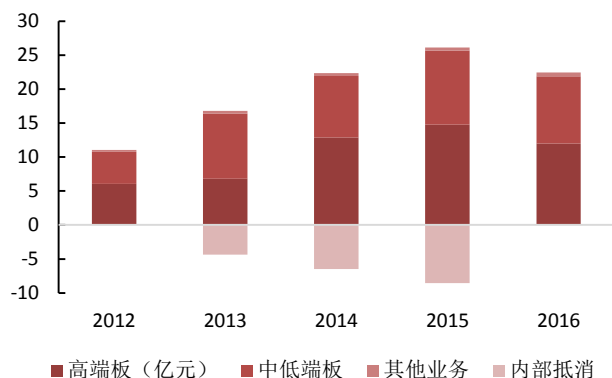


数据来源：Wind，西南证券整理

公司根据产品技术档次将业务分为高端板和中低端板两类，其中，高端板包括高层板、特殊板、HDI 板，其中高层板是指层数在 8 层及 8 层以上的产品；特殊板包括厚铜板、电厚金板、铝基板、高散热板、高频板、阶梯板、软硬结合板等，公司生产的特殊板中主要以厚铜板为主；中低端板是指层数在 8 层以下的线路板产品，包括单面板、双面板、4-6 层板。

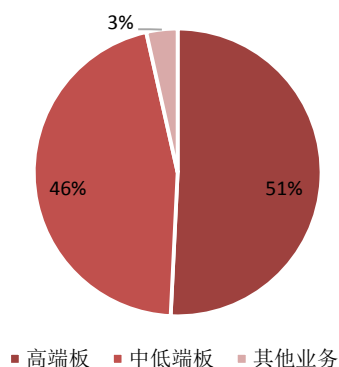
2017 年上半年，公司高端板业务实现营收 7.52 亿元，占比 51%，中低端板业务实现营收 6.77 亿元，占比 46%，其他业务实现营收 0.52 亿元，占比 3%。

图 5：公司各业务营收



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2017H1 公司各业务营收占比



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 盈利能力较高，毛利率行业领先

目前公司在国内印刷电路板行业的同业竞争者有景旺电子、依顿电子、超声电子、兴森科技等；在国际市场上，公司的主要竞争对手有美国的 DDi Corp.、台湾的庆生电子等。

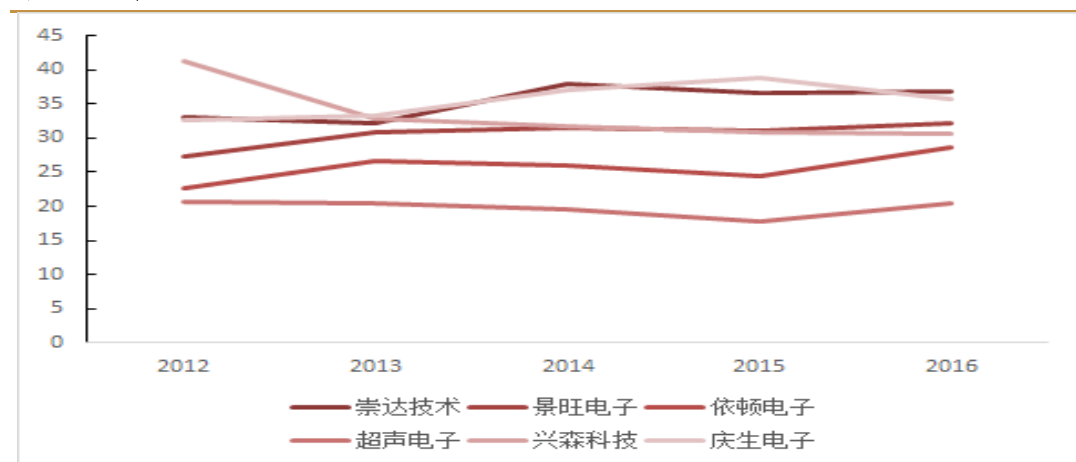
表 1：主要同行

公司	主营业务
崇达技术	刚性电路板的小批量板
景旺电子	大批量的双面及多层刚性电板,柔性电路板,其中 SMT 贴装的柔性板占比 50%左右;金属基板板。
依顿电子	大批量的双面及多层刚性电路板
超声电子	HDI 板和多层刚性电路板
兴森科技	刚性电路板的样板和小批量板
庆生电子	双面及多层电路板
DDi Corp.	小批量板

数据来源：公司公告，西南证券整理

从 2012-2016 年崇达技术和国内外同业竞争者的毛利率对比来看，崇达技术处于国内领先地位，与国际市场上的竞争对手庆生电子相比，崇达技术的毛利率与庆生电子基本保持持平。总体来看，崇达技术的毛利率水平处于国内领先，国际一流的水准。

图 7：毛利率对比（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 客户资源广泛

目前公司客户数量超过 1100 家，广泛分布于全球 50 多个国家和地区。通过多年的发展，公司已与全球多家重点新客户建立了稳定的业务关系，并多次获得“优秀供应商”的称号。

公司的客户可以按类型分为终端客户、EMS 公司、PCB 设计公司、PCB 生产企业和 PCB 贸易商五类。终端客户主要是在通信设备、工业控制、医疗仪器等行业的客户，代表企业有艾默生、Bosch、烽火通信等；EMS 指为电子产品类客户提供包括产品设计、代工生产等服务的厂商，代表企业有 Jabil Group 和 SVI Public Company Ltd；PCB 设计公司兼具了 PCB 贸易商的功能，代表企业有 Palpilot、汉普电子；PCB 生产企业代表客户包括 DDi 和

PCB Technologies Ltd; PCB 贸易商类客户代表企业有 NCAB Group、Suntech Circuits、Inc 等。

表 2：公司主要客户类别

客户类别	代表企业
终端客户	艾默生、Bosch、烽火通信
EMS 公司	Jabil Group、SVI Public Company Ltd
PCB 设计公司	Palpilot、汉普电子
PCB 生产企业	DDi、PCB Technologies Ltd
PCB 贸易商	NCAB Group、Suntech Circuits、Inc

数据来源：公司公告，西南证券整理

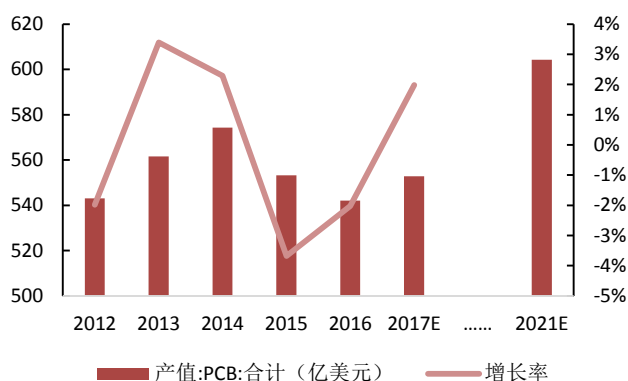
2 全球行业回暖，产业转移迎机遇

2.1 全球 PCB 行业回暖

2016 年，全球 PCB 产值为 542.07 亿美元，同比下降 2%，这是继 2015 年同比下降 4% 之后连续第二年呈现下降趋势，其主因是下游 PC、平板电脑等消费电子需求疲软和上有原材料铜箔涨价。在消费电子行情回暖以及汽车电子和通讯电子稳定增长的刺激下，预计 2017 年全球 PCB 产值恢复增长。据 Prismark 预测，2017 年全球 PCB 产值将达到 552.8 亿美元，较 2016 年同比增长 2%，到 2021 年，全球 PCB 产值有望突破 600 亿美元大关，达到 604.2 亿美元，未来四年年复合增长率达 2.2%。

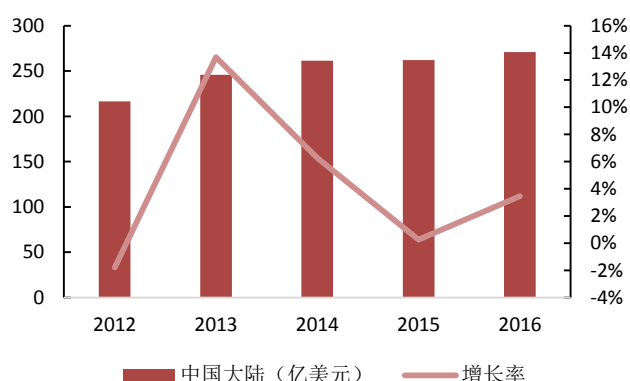
另一方面，在近两年全球 PCB 产值负增长的情况下，中国大陆 PCB 的产值仍可以保持稳定，甚至有所上升。由此可见，中国 PCB 行业相较于世界其他地区的发展更为乐观。中国大陆 2016 年 PCB 产值为 271.04 亿美元，同比增长 3%，过去四年，年复合增长率为 5.8%。

图 8：全球 PCB 产值及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：中国 PCB 产值及增速

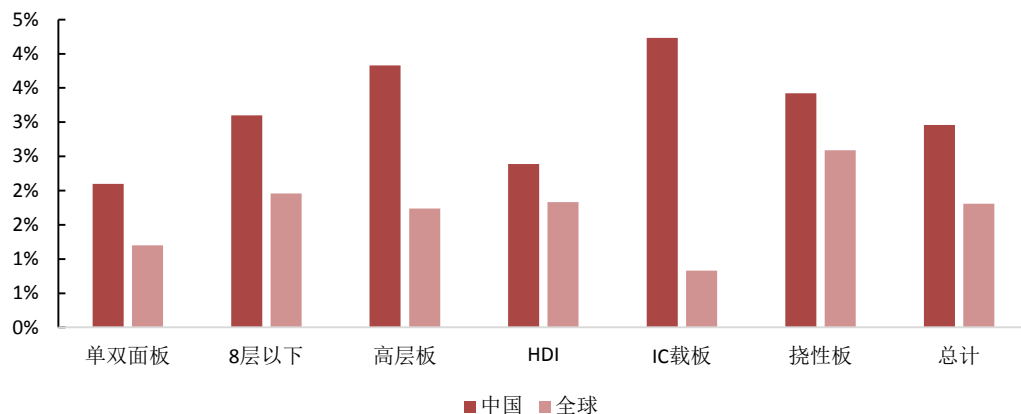


数据来源：Wind，西南证券整理

在细分产品类别的年复合增长率上，据 Prismark 预计，2016-2020 年挠性板、8 层以下和 HDI 三类印制电路板的产值年复合增长率为全球前三，分别为 2.59%、1.96%、1.83%。在中国市场，IC 载板、高层板、挠性板的年复合增长率位居前三甲，分别达到了 4.23%、3.83%、3.42%。整体来看，无论是细分的各个产品类别还是总体产值，中国的年复合增长率都显著

高于全球的水平。中国作为全球 PCB 行业回暖的排头兵,将在未来几年内持续引领全球 PCB 行业的发展,利好国内 PCB 企业。

图 10: 2016-2020 年 PCB 产值年复合增长率

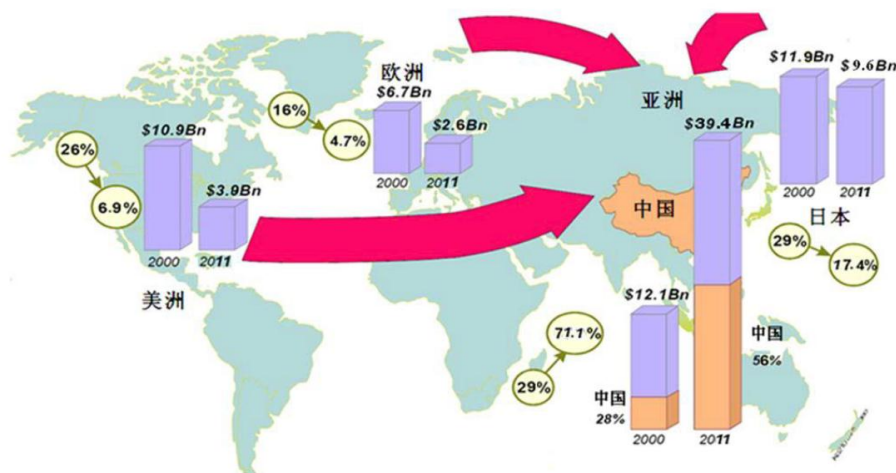


数据来源: Prismark, 西南证券整理

2.2 产业向中国转移, 利好国内厂商

2000 年以前, 欧美日等发达国家和地区主导了全球 PCB 产业, 其产值合计约占全球总产值的 75%。自 21 世纪以来, 欧美日等国家和地区的劳动力成本不断提升, 全球 PCB 产业开始逐渐往亚洲地区转移。此外, 消费电子行业的转移也推动了其上游 PCB 产业的转移。经过多年的发展, 全球 PCB 产业经历了由欧美日主导至由台湾、韩国主导, 最后到现在由中国大陆主导的转移过程。

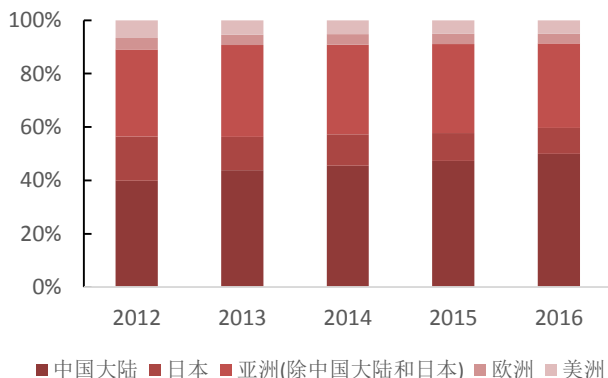
图 11: 全球 PCB 产业转移



数据来源: Prismark, 西南证券整理

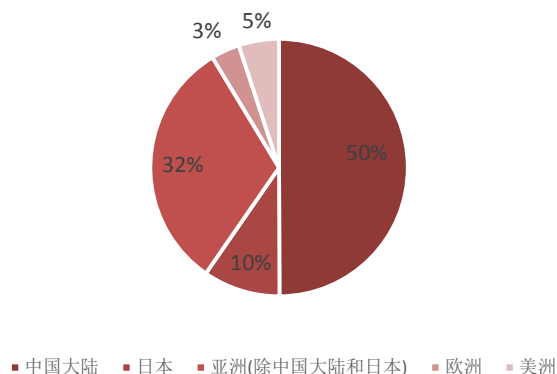
近年来, 在全球 PCB 行业总产值总体保持稳定的情况下, 中国大陆地区的 PCB 产值始终保持着上涨的态势, 尤其是在近两年全球 PCB 产值出现负增长的情况下, 中国大陆地区依然逆势实现了增长。因此, 中国大陆地区 PCB 产值占比在近几年得到了快速增长。2016 年, 中国大陆地区的 PCB 产值占全球总产值的约 50%, 较 2012 年的 40% 上涨了 10%。

图 12：全球 PCB 产值及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2016 年各地区 PCB 产值占比



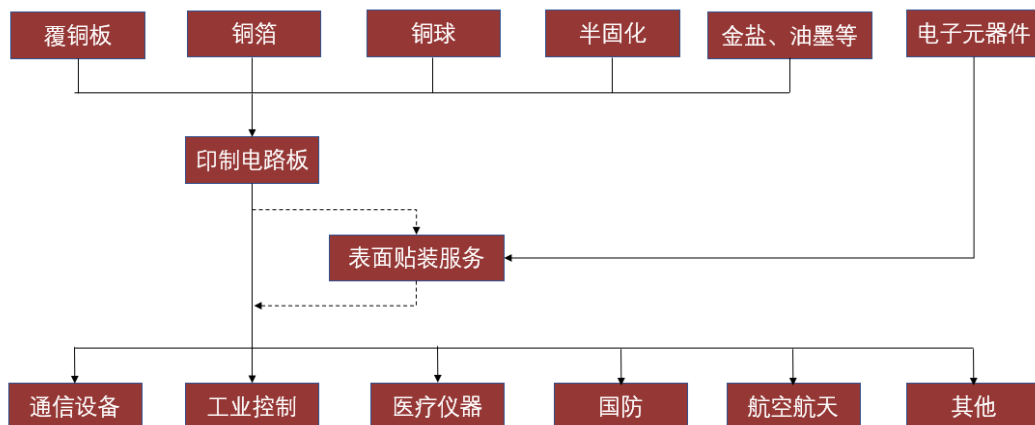
数据来源：Wind，西南证券整理

在产业转移的过程中，欧美等地依然保留了部分的产能，目前依然有向中国转移的趋势，随着欧美产业转移进程的推进，中国 PCB 行业将近迎来发展机遇。我们认为 PCB 领域未来发展的前景广阔，崇达技术作为国内领跑者，将深度受益。

2.3 下游产业快速发展，利好 PCB 制造商

PCB 产业链上中下游三个环节中，上游主要是覆铜板等原材料，中游是 PCB 的制造环节，下游广泛应用于通信设备、工业控制、医疗仪器、消费电子等各个领域，客户主要以企事业单位为主。

图 14：PCB 产业链

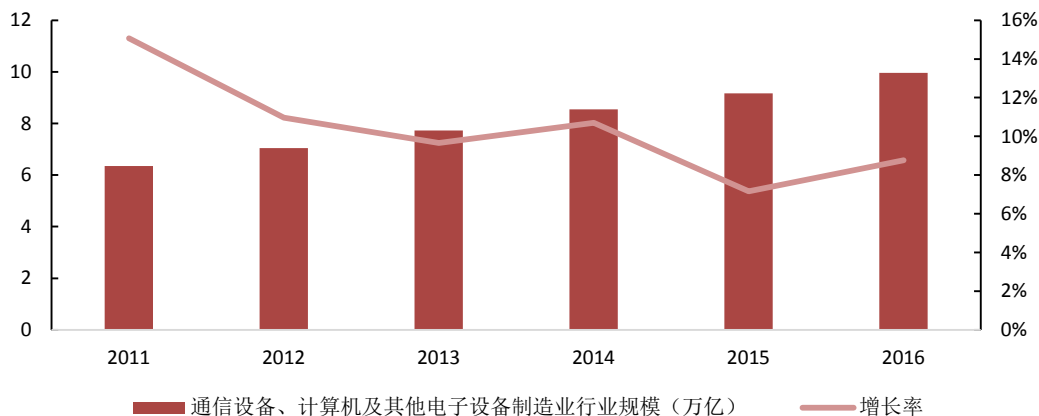


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.1 4G、5G 推动基站建设，国内通信 PCB 市场需求稳步提升

近年来，我国通信设备、计算机及其他电子设备制造业稳定发展，市场规模稳定提升，总规模由 2011 年的 6.35 万亿元上升至 2016 年的 9.96 万亿元，总体增速仍保持在 10% 左右，2011-2016 年年复合增长率为 9.4%。随着 PCB 下游制造业行业规模的稳定增长，对 PCB 的需求随之提升。

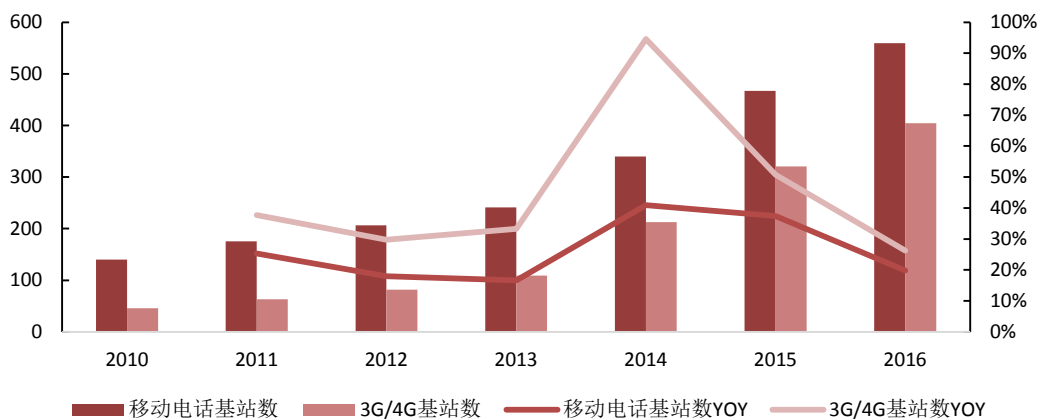
图 15：通信设备、计算机及其他电子设备制造业行业规模



数据来源：工信部，西南证券整理

随着移动电话的普及以及通信技术的升级，我国的移动电话基站数始终保持着较稳定的高速增长，基站数由 2010 年的 139.8 万个上升至 2016 年的 559.4 万个，年复合增长率达 26.0%。其中，3G/4G 基站数的增速尤其突出，特别是 2014 年，随着 4G 的推广，当年 3G/4G 的基站数同比增长达到了 94.6%，2010-2016 年 3G/4G 基站数年复合增长率达 43.7%。未来，随着 5G 的商用进程加快，我国基站数，尤其是新建的 5G 基站，将持续保持高速增长，因此对于 PCB 的需求也将随着基站数的增长而增长。

图 16：移动电话基站发展情况（万个）



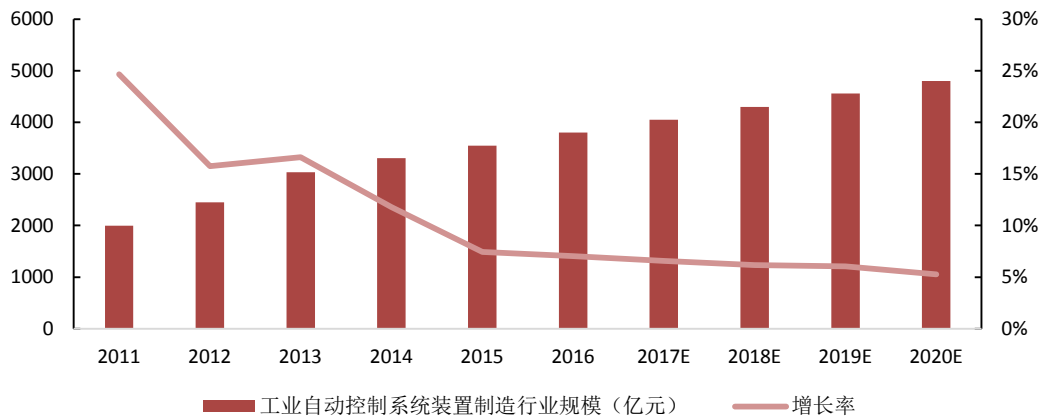
数据来源：工信部，西南证券整理

2.3.2 工业自动化升级，工控 PCB 需求稳步上涨

我国的装备制造业目前已发展成为了规模宏大、体系完整的成熟产业，在国际市场上具备一定的竞争力。但我国装备制造业的自动化程度还远远不如欧美日等发达国家和地区。据世界机器人协会统计显示，我国工业机器人渗透率不到日本的十五分之一，是美国的六分之一。装备制造业的自动化程度还有广阔的上升空间。随着工业 4.0 和智能制造的推进，我国装备制造行业的自动化水平有望在未来几年稳步上升。

2016 年,我国工业自动化控制系统装置制造业的行业规模约 3800 亿元,同比增长 7.4%,较 2011 年的 1996.73 亿元增长了约 1803.27 亿元,年复合增长率达 13.7%。预计未来三年,工业自动化控制系统装置制造业的行业规模将保持年 5%以上的增速。

图 17: 工业自动化控制系统装置制造行业规模

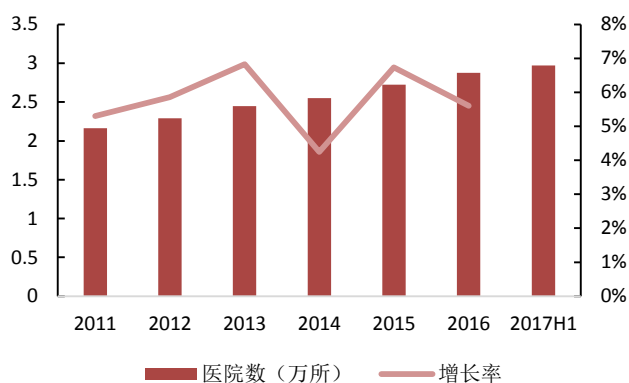


数据来源: 产业信息网, 西南证券整理

2.3.3 公共医疗稳定发展带动医疗器械需求稳步上升

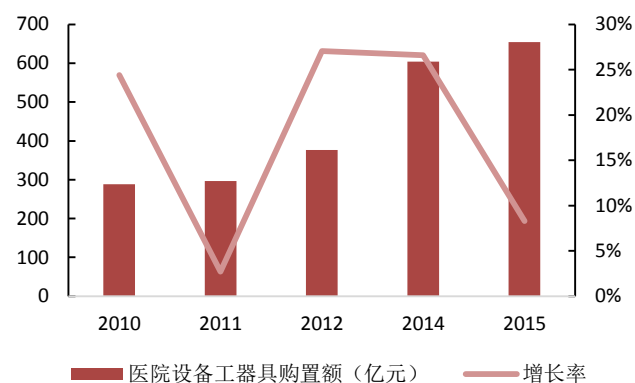
随着我国经济的发展,医疗以及健康等问题越来越多的受到个人及政府的关注。一方面政府不断加大对公立医院项目的建设,另一方面,私人医院的发展也较为迅速。我国医疗机构总数在近几年有较为稳定的提升,2011-2016 年年复合增长率达 5.85%。截至今年 6 月,我国医疗机构总数已达 2.97 万所。随着 PPP 模式的推进,预计未来我国医院的发展趋势有望得以维持。随着医疗机构数目的增多,我国医疗机构对医院设备工器具的购置额也逐年增加。

图 18: 中国医院机构数



数据来源: Wind, 西南证券整理

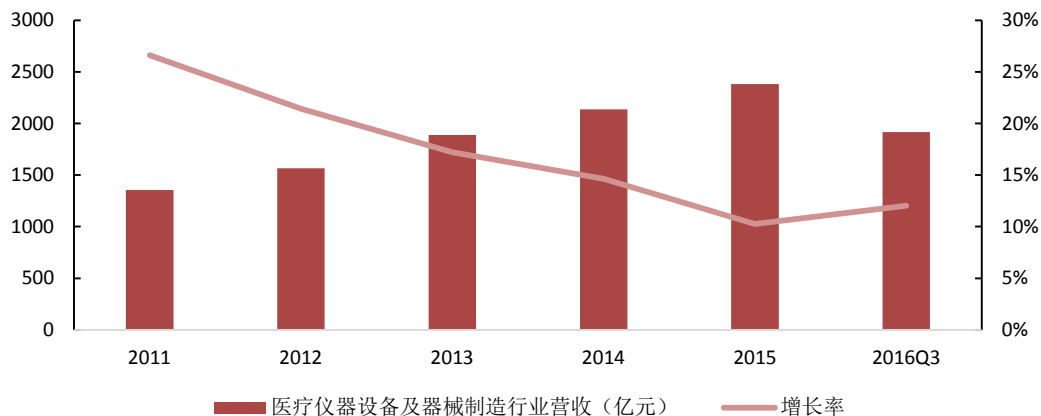
图 19: 中国医院医疗设备工器具购置额



数据来源: Wind, 西南证券整理

在下游需求的带动下,我国医疗仪器设备及器械制造业的行业规模在近几年内也保持着较快速度的增长,行业规模由 2011 年的 1354.3 亿元上升至 2015 年的 2382.49 亿元,年复合增长率达 15.2%,2016 年前三季度医疗仪器设备及器械制造行业已实现营收 1916.16 亿元,同比增长 12%。

图 20：医疗仪器设备及器械制造行业规模



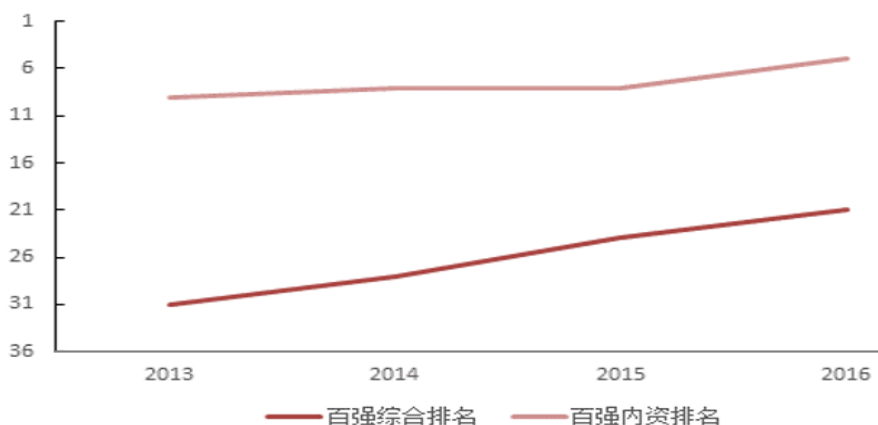
数据来源：Wind，西南证券整理

3 突破产能瓶颈加快公司发展步伐

3.1 内资 PCB 行业领跑者

根据中国电子电路行业协会（CPCA）的统计，2013 年公司在“中国电子电路行业排行榜”内资企业排名中位于第 9，综合排名 31；2014 年在内资排名中上升一位排在第 8，综合排名上升至 28 位；在 2015 年的排名中，公司在内资排行榜中保持第 8，在综合排名中提升 4 位排在 24；在 2016 年的排名中，公司在内资排行榜中上升 3 位进入前五，在综合排名中上升至 21。总体来看，公司在近 3 年内实力有明显的提升，正在快速追赶行业龙头，已成为我国 PCB 行业的领跑者之一。

图 21：公司在中国电子电路行业排名



数据来源：CPCA，西南证券整理

3.2 扩产 HDI、多层 PCB，支撑公司业务发展

公司的产能在近几年稳定提升，从 2013 年的 98 万平方米提升至 2015 年的 131.4 万平方米。目前公司整体的产能利用率较高，2013、2014 年的产能利用率分别为 82.01% 和 81.77%，2015 年上升 7.39 个百分点，达到了 89.16%。据公司数据，在产销率上，由于公司采用“以销定产”的生产模式，总体产销率较高，在 2013-2015 年分别为 97.26%、98.08%、95.83%。

表 3：产能及产销情况

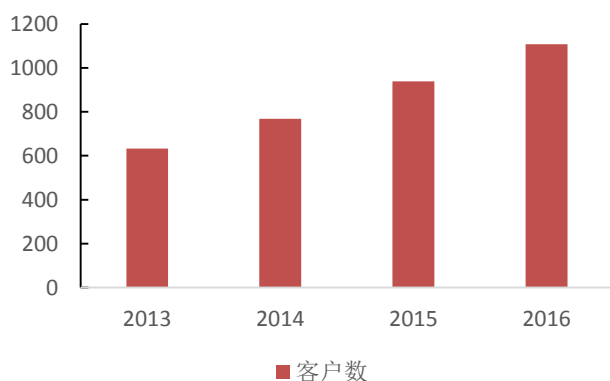
项目	2016Q1	2015	2014	2013
产能（平方米）	363000	1314000	1224000	980000
产量（平方米）	314841	1171553	1000814	803687
产能利用率	86.73%	89.16%	81.77%	82.01%
销量（平方米）	322746	1122666	981550	781656
产销率	102.51%	95.83%	98.08%	97.26%

数据来源：公司公告，西南证券整理

除新建生产基地外，公司还在 2017 年 12 月发行了可转换债券，计划将部分资金用于扩建现有生产基地并升级部分设备，以达到提高产能的效果。项目涉及公司现有的江门、大连、深圳三大生产基地，预计建设期两年。

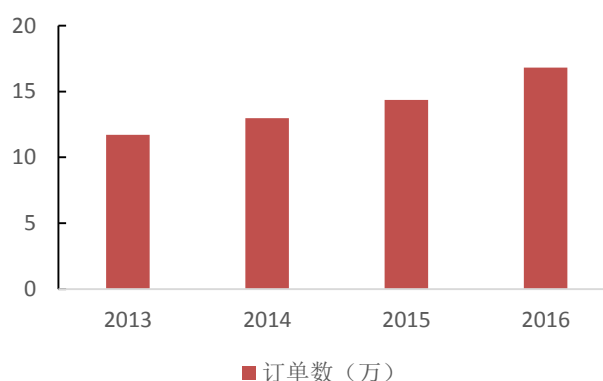
在高产能利用率的支撑下，随着公司产能的扩展，公司的业务规模也稳定上升。与公司发生直接交易的客户数由 2013 年的 632 个提高至 2016 年的 1107 个，年均复合增长率为 20.5%，订单数由 2013 年的 11.7 万上升至 2016 年的 16.82 万，年均复合增长率为 12.9%。

图 22：客户数量（个）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：订单数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司此次产能扩充主要集中在 HDI 板和高层板。据 Prismark 统计，2015-2020 年，中国高层板和 HDI 板的年复合增长率分别为 5.08% 和 2.95%，到 2020 年，全球高层板和 HDI 产业规模将达到 85.98 亿美元和 88.85 亿美元，市场规模较大。目前，在我国高端板行业中具备规模化生产高层板、HDI 板高端产品能力的厂商较少。因此，公司作为为数不多的能规模化生产高端特殊板和 HDI 板的企业，其新增产能将会被市场消化，从而为公司未来的发展提供保障。

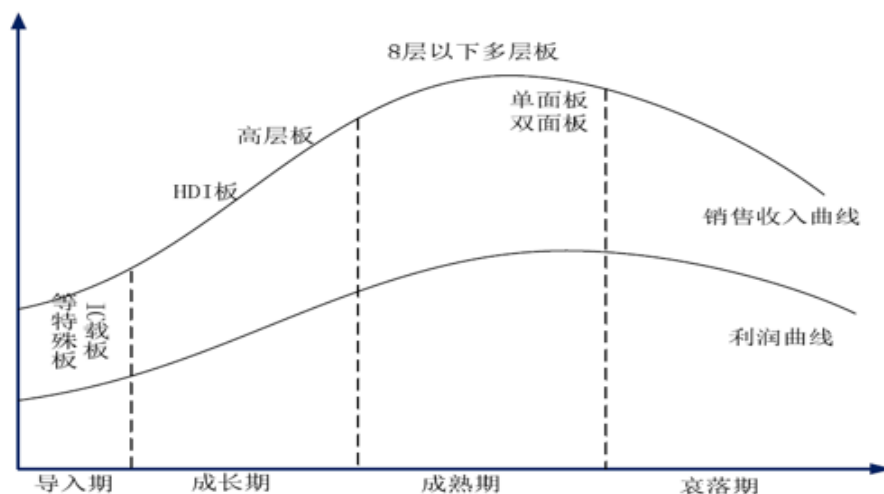
3.3 注重 HDI 技术研发，顺应产业发展趋势

3.3.1 HDI 板需求快速成长

HDI 指的是高密度互连板（High Density Interconnection），通常指线宽/线距在 0.1mm 以下，小导通孔孔径 0.15mm 以下，含有盲孔和埋孔的多层板。HDI 板具有轻、薄、短、小等特点，这些特点可以增加线路密度，有利于先进封装技术的使用，有利于提升信号输出品质，从而使电子电器产品的功能和性能得到大幅度改善，此外这些特点还有助于电子产品实现小巧、轻薄等特点。

从产品的生命周期来看，8 层以下多层板和单、双面板等技术含量不高的低端子处于产品成熟期，未来增长速度将会放缓。随着电子产品性能的不不断提升，市场对于 HDI 板和高层板等高性能高技术含量的 PCB 需求逐渐增加，当前 HDI 板正处于快速成长期。铝基板、IC 载板等产品目前正在技术先进的国家推广和使用，在我国正处于导入期。

图 24：PCB 各产品生命周期图



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.2 iPhone X 重燃 HDI 关注度

苹果于 2017 年秋季发布会上发布了最新旗舰产品 iPhone X，在此产品的空间结构上，苹果公司引入了双电芯的设计。与 iPhone 8 相比，iPhone X 在内部空间几乎不变，同时又加入更多功能的情况下，其主板大小仅为 iPhone 8 的 70%，留出了足够的空间来放置第二块电池。这一目标的实现得益于主板三明治结构，通过一块分隔空间、环绕设计的任意层 HDI 板，利用 PCB 上数十个孔洞进行数据传输，有效的节省了空间。

图 25: iPhone 8 与 iPhone X 主板对比

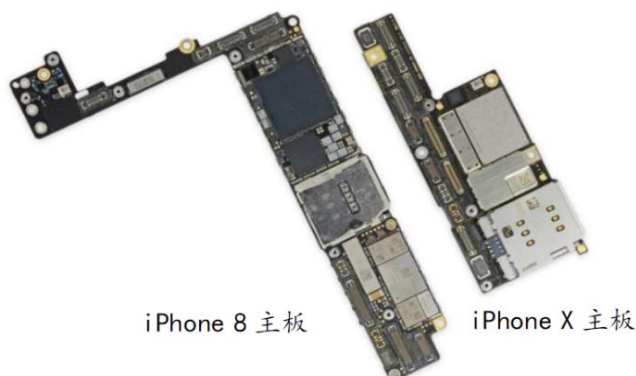
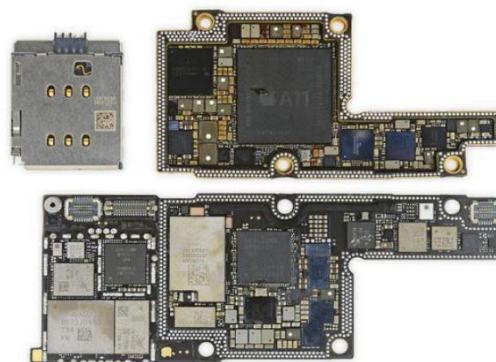


图 26: iPhone X 主板



数据来源: iFixit, 西南证券整理

数据来源: iFixit, 西南证券整理

苹果作为消费电子行业的绝对龙头,善于把握市场机遇,将已经成熟的新技术优化整合进自己产品,给予客户非凡的体验。随着苹果在其旗舰产品上采用目前市场上最先进的任意层 HDI 板,有望带动整个消费电子行业对 HDI 板的需求,并外延至通信设备、工业控制、医疗仪器、航空航天和安防电子等行业。

HDI 板在未来将继续朝着更薄、线宽距更小、盲孔更微小的方向发展。据 Prismark 预测,未来消费电子仍然是 HDI 板的主力市场,占 HDI 板整体市场的 60%以上,2016-2022 年年复合增长率为 4.7%;内存用 HDI 市场发展最快,2016-2022 年年复合增长率为 12.7%;整体 HDI 市场规模 2016-2022 年年复合增长率为 4.5%。

表 4: HDI 市场规模及预测

单位: 百万美元	2016	2022F	CAGR
手机	4576	6017	4.7%
平板和笔记本电脑	1013	1048	0.6%
内存	115	236	12.7%
便携消费电子	547	755	5.5%
通信	626	744	2.9%
汽车	483	638	4.8%
其他(组件、SiP、可穿戴等)	324	545	9.1%
总计	7638	9982	4.5%

数据来源: Prismark, 西南证券整理

3.3.3 注重 HDI 研发,卡位市场未来

公司的长久发展离不开持续的研发投入。公司 2016 年有研发人员 508 人,较 2015 年的 377 名研发人员大幅上涨了 32.63%,研发人员数量占比也提升了 2.39 个百分点,由 10.80% 上升至 13.19%。与研发人员投入增加相一致的,公司在 2016 年的研发经费投入也增加了约 0.27 亿元,同比增长 29.25%。研发投入占营收比例也有所上升。

表 5：公司研发投入情况

	2016	2015	变动比例
研发人员数量（人）	508	377	32.63%
研发人员数量占比	13.19%	10.80%	2.39%
研发投入金额（亿元）	1.20	0.93	29.25%
研发投入占营收比例	5.37%	5.31%	0.06%

数据来源：公司公告，西南证券整理

大力发展 HDI 技术是我国 PCB 行业重点鼓励发展的方向之一，公司通过对行业未来发展趋势的研判，认为未来市场对 HDI 板的需求将会显著增长。公司将 HDI 板作为未来的重点发展方向之一，在研发的层面上进行了一定程度的倾斜。

目前，公司已经自主研发了多项核心技术，涉及高多层、HDI 等高端产品及其先进材料、先进制造工艺、电学参数设计和控制及质量管控技术等。其中 HDI 产品自主研发的核心技术包括任意层盲孔互连技术、超微小孔激光钻孔技术、高精度深度钻孔控制技术。目前，公司已可生产 32 层通讯背板、24 层高频埋入平面电容板、4 阶 HDI 产品等。

表 6：部分核心技术

产品类别	技术名称	技术来源	应用
HDI 背钻盲孔产品	1、深度钻孔的设计和控制技术	自主研发	量产
	2、高精度深度钻孔控制技术	自主研发	量产
	3、盲钻孔电镀技术	自主研发	量产
HDI 产品	1、3/3mil 线宽线间的线路印制技术	自主研发	量产
	2、电镀填平技术	自主研发	量产
	3、超微小孔激光钻孔技术	自主研发	量产
	4、大型盲孔激光钻孔技术	自主研发	量产
	5、叠孔的设计和制作技术	自主研发	量产
	6、4 次及以上激光盲孔的叠加技术	自主研发	量产
	7、穿层式激光盲孔的叠加技术	自主研发	量产
	8、任意层盲孔互连技术	自主研发	量产

数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，公司在研的项目共有 8 个，分别为高多层 HDI 阶梯板产品、高阶 HDI 产品、高多层超长背板产品、超级厚铜板、18:1 高纵横比 HDI 产品研发产品、埋入元器件线路板产品、芯片封装产品和光模块产品。8 个项目中有 3 个和 HDI 产品直接相关，涉及的核心技术达 10 项，均已进入样品阶段。

表 7：在研 HDI 产品

产品类别	核心技术	所处发展阶段	拟达到的目标
高多层 HDI 阶梯板产品	具有立体结构的 PCB 设计制作技术	样品阶段	制作出多重阶梯结构的 PCB，实现电子元器件镶嵌贴装和更高密度化制作
	内层基铜可贴件安装技术		
	铣空位压合技术		
	表面残胶去除技术		

产品类别	核心技术	所处发展阶段	拟达到的目标
	高层 HDI 激光盲孔对准技术		
高阶 HDI 产品	5 次及以上激光盲孔的叠加技术	样品阶段	5 次及以上激光盲孔叠加，实现更高的布线密度
18:1 高纵横比 HDI 产品 研发产品	超厚板钻孔控制技术	样品阶段	实现最大板厚 10mm，纵横比 18:1 产品的电镀， 同时孔内铜厚 $\geq$ 时孔内铜厚
	低浓度光剂电镀技术		
	电镀喷流技术		
	脉冲电镀技术		

数据来源：公司公告，西南证券整理

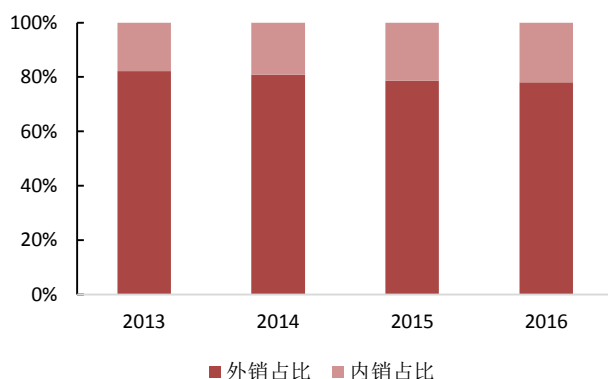
公司以市场和客户需求为导向，始终坚持将研究、开发、创新作为企业发展的重要动力，紧随全球 PCB 行业的发展趋势，适当增加研发投入，能不断提高公司产品质量及技术含量，提升公司的竞争力，为公司未来的发展打下坚实的基础。

3.4 注重中国市场，转型“中小批量供应商”

由于我国高端 PCB 生产发展较为落后，公司产品主要出口至美洲、欧洲等地，国内业务销售占比较低。随着全球 PCB 行业向中国转移，未来发展潜力较大。公司制定了“客户区域市场均衡发展，加大国内及其他新兴市场开拓力度和销售比重”的市场目标。

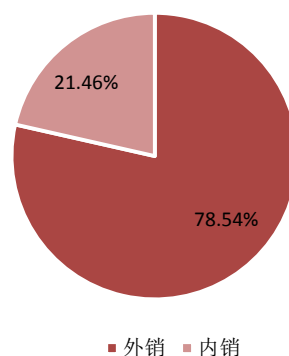
2013 年，公司有 82.16% 的营业额来自于海外市场，国内市场收入占比仅为 17.84%。随着中国市场不断发展，公司不断提高对中国市场的重视程度，加大中国市场的开发力度，公司内销占比在近 3 年逐步提高，在 2016 年占比达到了 21.97%，较 2013 年提高了 4.13 个百分点。2017 年上半年，公司内销和外销占比分别为 21.46% 和 78.54%。

图 27：2013-2016 地区收入比重



数据来源：公司公告，西南证券整理

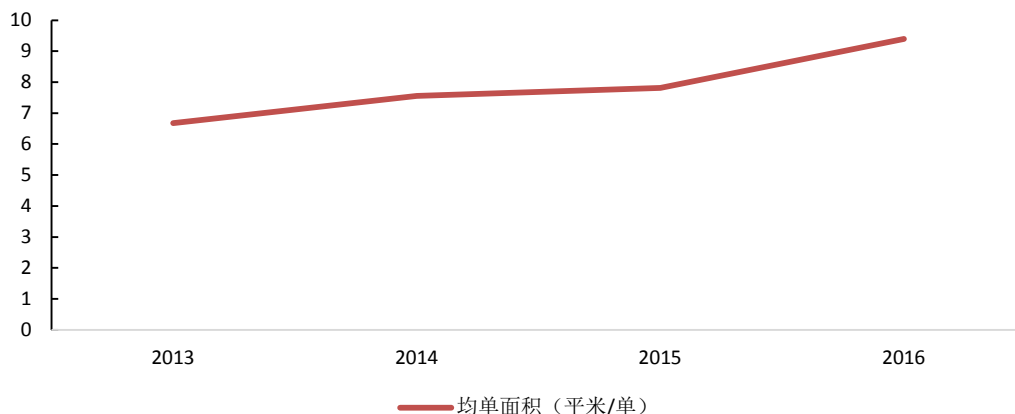
图 28：2017H1 地区收入比重



数据来源：公司公告，西南证券整理

为了实现成为世界一流 PCB 企业的愿景，公司提出了“守住小批量市场，开拓中大批量市场”的发展战略。

2013-2016 年，随着公司中大批量的订单不断增长，公司订单的均单面积不断上升，从 2013 年的 7.56 平米/单提高到 2016 年的 9.4 平米/单。2017 年上半年公司业绩增长 43%，增长主要来自于中大批量的订单，其中 20 平米以上的中大批量订单数同比增长 60%。

图 29：2013-2016 公司业务均单面积


数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，公司正在经历从“小批量”市场逐步走向“中小批量”市场的转变。未来，随着公司 HDI 板、高层板产品的不断发展与升级，有望打开中大批量板的市场，使公司业务的均单面积继续上涨，从“小批量供应商”成长为“中小批量供应商”。若未来公司能成功在中大批量市场中占据一席之地，公司未来的业务量有望快速增长。

4 发行可转债提升竞争力，助力公司未来腾飞

4.1 可转债项目基本情况

2017 年 12 月，公司发行了总金额为 8 亿元的可转换公司债券，所募集资金扣除发行费用后，将投资于崇达技术总部运营及研发中心、超大规格印制线路板技术改造项目、高多层线路板技术改造项目及补充流动资金。

表 8：可转债项目概况

序号	项目名称	项目实施主体	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金额（万元）
1	崇达技术总部运营及研发中心	深圳崇达多层线路板有限公司	41,785.09	28,000.00
2	超大规格印制线路板技术改造项目	大连崇达电路有限公司	20,000.00	20,000.00
3	高多层线路板技术改造项目	江门崇达电路技术有限公司	21,939.11	20,000.00
4	补充流动资金	深圳市崇达电路技术股份有限公司	12,000.00	12,000.00
合计			95,724.20	80,000.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

崇达技术总部运营及研发中心建设项目由深圳崇达多层线路板有限公司在深圳市光明新区高薪技术产业园实施，总投资 4.18 亿元，拟使用募集资金 2.8 亿元，自筹资金 1.38 亿元。项目拟用地面积为 5731.82 平方米，拟建筑总建筑面积为 34384 平方米，建设期为 3 年。通过该项目，公司防范租赁厂房变迁风险，减少租金支出。此外，还能扩大公司办公面积，改善办公环境，提高公司形象，从而吸引更多、更好的人才，提升公司研发实力。

超大规格印制线路板技术改造项目由大连崇达电路有限公司在大连生产基地实施，项目投资总额为 2 亿元，拟使用募集资金 2 亿元。该项目是对现有生产设备进行升级改造，通过引进先进智能的自动化设备，更新效率底下的老旧设备，从而提高生产效率。项目建设期为 2 年，达产后预计可实现年均销售收入 16850 万元（不含税），年均净利润 2528 万元，项目税后投资回收期为 6.35 年，税后内部收益率为 15.32%。

高多层线路板技术改造项目由江门崇达电路技术有限公司在江门生产基地实施，项目总投资 2.19 亿元，拟使用募集资金 2 亿元，自筹资金 0.19 亿元。该项目是利用江门崇达一厂现有厂房，引进先进智能的自动化设备和更新效率底下的老旧设备，以提高生产效率。项目建设期为 2 年，达产后预计可实现年均销售收入 15405 万元（不含税），年均净利润 2402 万元，项目税后投资回收期为 6.60 年，税后内部收益率为 13.79%。

随着公司业务和收入规模的不断扩大，公司对日常经营所需的资金需求不断增长。本次募集资金中的 1.2 亿元将用于补充流动资金，以满足公司未来业务发展的需要，同时优化公司资本结构，降低公司债务占比，减少利息负担，降低财务费用，从而提高公司的盈利能力和盈利水平。

表 9：技术改造项目经济效益评价

序号	项目名称	预计年销售额(万元)	预计年净利润(万元)	税后投资回收期(年)	税后内部收益率(%)
1	超大规格印制线路板技术改造项目	16850	2528	6.35	15.32
2	高多层线路板技术改造项目	15405	2402	6.60	13.79

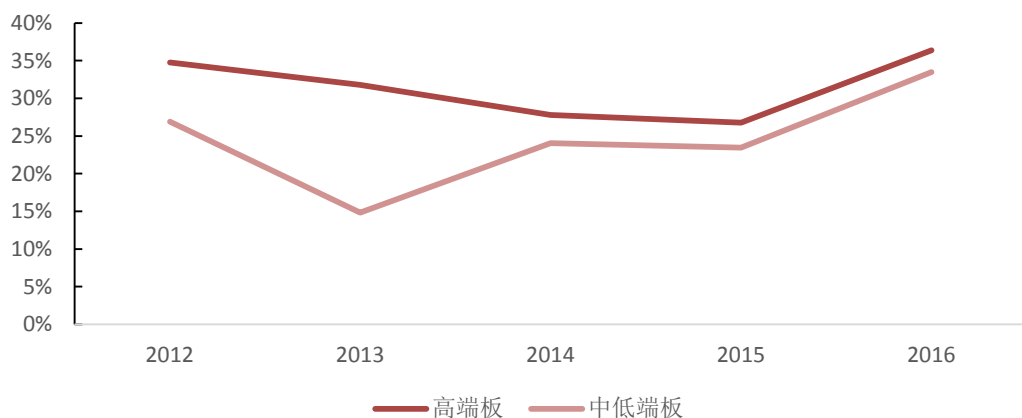
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 改善产品结构，提升核心竞争力

4.2.1 高端版业务盈利能力更强

公司按产品技术档次分类，将 8 层以上的印刷线路板归为高端板，将 8 层及以下的印刷线路板归为中低端板。从毛利率上来看，公司高端板的毛利率水平相对于中低端板的毛利率水平始终保持较高的水平。近三年高端板毛利率平均比中低端板毛利率高出 4 个百分点。

图 30：分类别产品毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

随着下游新能源汽车和 5G 等行业的快速发展,市场对于高端特种 PCB 板的市场需求越来越旺盛。通过此次总部运营及研发中心项目和技术改造项目,公司将有效的提高研发能力和生产能力,提高公司高端板的技术含量及供应能力,使公司整体产品结构逐步向高端板偏移,从而提高公司的盈利能力。

4.2.2 产品结构改善利于应对价格冲击

近年来,受铜箔、覆铜板等原材料价格上涨的因素影响和公司价格策略调整,公司产品的平均单价呈现自然下降的趋势,2014-2017H1 报告期内,公司产品的平均单价分别为 1573.81 元/m²、1524.45 元/m²、1387.47 元/m²、1292.56 元/m²。从细分产品类别来看,高端板产品价格下降幅度略小于中低端板的价格降幅。报告期内,高端板平均销售价格依次同比下降 4.55%、5.12%和 4.62,总降幅为 13.6%;中低端板的平均销售价格同比下降 0.7%、8.94%和 5.90%,总降幅为 14.9%,高出高端板价格降幅 1.3 个百分点。

表 10: 产品价格情况

项目	2014	2015		2016		2017H1	
	平均单价 (元/m ²)	平均单价 (元/m ²)	同比涨幅	平均单价 (元/m ²)	同比涨幅	平均单价 (元/m ²)	同比涨幅
主营业务	1573.81	1524.45	-3.14%	1387.47	-8.99%	1292.56	-6.84%
高端板	2183.25	2083.93	-4.55%	1977.29	-5.12%	1885.85	-4.62%
中低端板	1125.67	1117.8	-0.70%	1017.86	-8.94%	957.78	-5.90%

数据来源:公司公告,西南证券整理

销售单价下行给公司的盈利能力带来了不小的压力,通过改善产品结构,有助于公司缓解产品降价对公司盈利水平的影响。

4.2.3 技改项目提升公司核心竞争力

目前,国内特种 PCB 板生产企业中大部分企业工艺技术水平不高,产品的良率及质量难以保证。通过江门崇达和大连崇达技术改造项目的实施,公司可以通过引进先进智能的自动化生产设备来保证产品质量,提高产品良率。

表 11: 公司业务成本构成

项目	2014	2015		2016		2017H1	
	金额 (元/m ²)	金额 (元/m ²)	增长率	金额 (元/m ²)	增长率	金额 (元/m ²)	增长率
直接材料	649.35	630.22	-2.95%	601.17	-4.61%	654.69	8.9%
直接人工	136.34	137.71	1.00%	106.62	-22.58%	86.05	-19.29%
制造费用	214.42	214.25	-0.08%	183.33	-14.43%	162.76	-11.22%
委外加工费	5.93	9.73	64.08%	9.60	-1.34%	5.38	-43.98%
合计	1006.06	991.91	-1.41	900.73	-9.19%	908.89	0.91%

数据来源:公司公告,西南证券整理

近年来,公司不断对生产线及生产设备进行改造升级,不断的向智能制造方向发展,提高自动化水平。公司自 2013 年下半年开展的“标杆管理、流程优化、绩效量化”的管理活动和对自动化设备的投入的效果已显现。在公司业务规模快速增长的 2016 年和 2017 年,公司的单位直接人工成本和制造费用分别同比下降了 22.58%和 14.43%,2017 年上半年,

直接人工成本和制造费用分别同比下降了 19.29% 和 11.22%。随着江门崇达和大连崇达技术改造项目的实施，公司自动化生产水平将进一步提升，从而降低成本，提升人均产值，提高公司的综合竞争力。

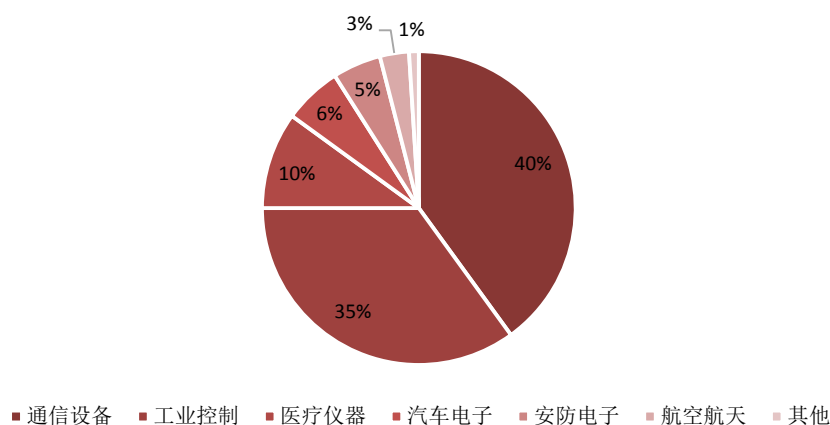
4.2.4 缩小与国际领先厂商的差距，巩固国内行业领先地位

通过江门崇达和大连崇达技术改造项目，公司有望在经营规模、产品档次、技术实力、管理能力等方面迈上新的台阶，有利于巩固公司在国内 PCB 行业的领先地位，有助于公司缩小与国际知名 PCB 企业在规模、技术等方面的差距，增强公司产品在国际市场上的竞争力，有利于提升公司品牌在国际市场上的知名度。

4.3 扩大生产规模，满足市场需求

经过多年的发展，公司的产品质量及技术含量已得到国内外各领域客户的广泛认可，公司的产品广泛的应用于通信设备、工业控制、医疗仪器、汽车电子、安防电子、航空航天等各个领域之中。目前，通信设备和工业控制是公司产品的两大主要应用领域，占比分别为 40% 和 35%，其次是医疗仪器，占比为 10%，汽车电子、安防电子、航空航天占比分别为 6%、5%、1%。

图 31：公司产品下游应用领域分布

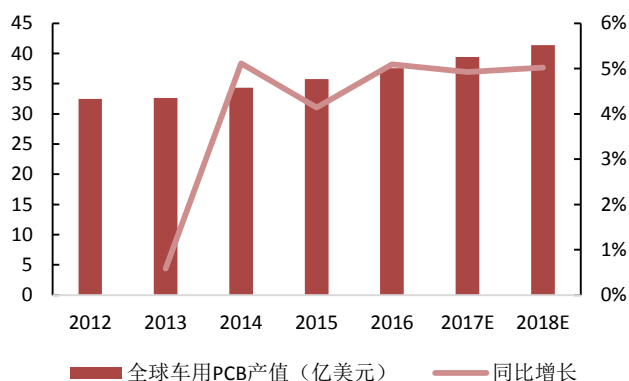


数据来源：公司官网，西南证券整理

在 ADAS、自动驾驶和新能源汽车的推动下，未来车用 PCB 将成为 PCB 行业增长的主要推动力之一。

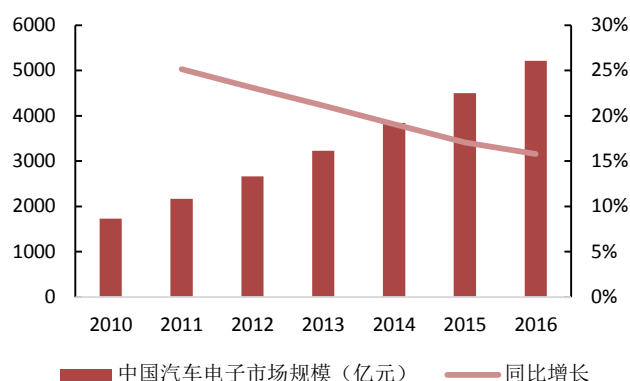
据 Prismark 数据，2012-2016 年全球车用 PCB 产值由 2012 年的 32.47 亿美元增长至 2016 年的 37.57 亿美元，年复合增长率为 3.7%，预计 2017 和 2018 年，全球车用 PCB 产值将保持年均 5% 的增速。另一方面，中国汽车电子市场成长迅速，市场规模由 2010 年的 1730 亿元迅速增长至 2016 年的 5210 亿元，年复合增长率达到了 20.2%。

图 32: 全球车用 PCB 产值



数据来源: Wind, 西南证券整理

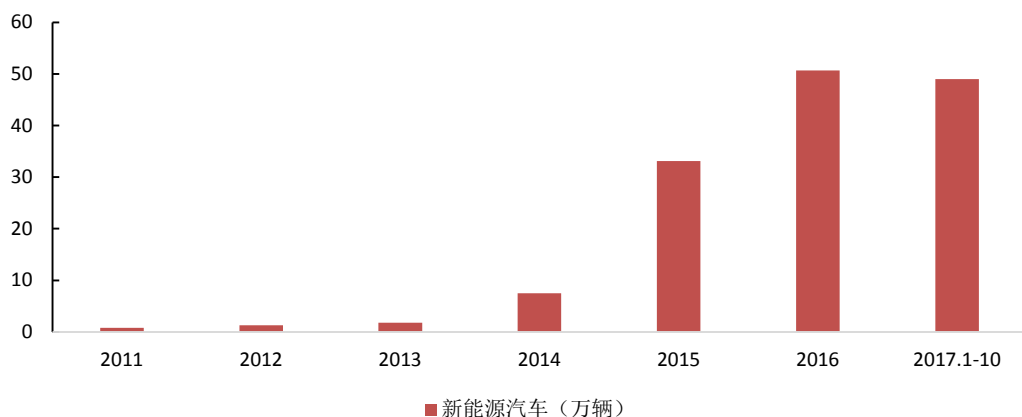
图 33: 中国汽车电子市场规模



数据来源: Wind, 西南证券整理

近年来,在我国政府相关发展战略及政策的推动下,我国新能源汽车行业发展迅猛,新能源汽车产量在 2015 年和 2016 年呈现爆发式增长,同比增长分别达到了 324%和 53%,2017 年 1-10 月,我国新能源汽车产量为 49 万辆。未来,在汽车电子化程度不断提高的大环境下,随着新能源汽车行业的持续高速发展,整车制造企业对于车用 PCB 的需求将不断提高。公司通过江门崇达和大连崇达技改项目提高公司产品的产能及生产效率,有助于公司应对快速增长的车用 PCB 需求。

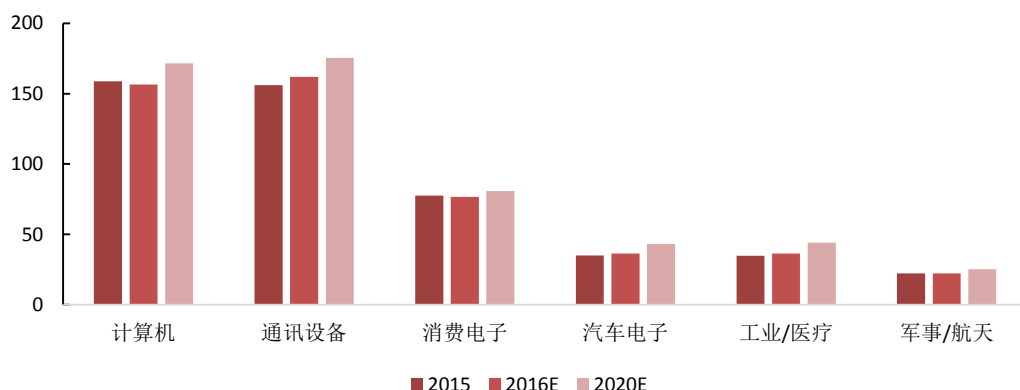
图 34: 我国新能源汽车产量



数据来源: Wind, 西南证券整理

在 PCB 行业整体复苏的情况下,各领域 PCB 的产值均有稳步提升。据 Prismark 预计,到 2020 年,计算机、通讯设备、消费电子、汽车电子、工业/医疗和军事/航天 6 大 PCB 主要应用领域的 PCB 产值将分别达到 171.46 亿美元、175.43 亿美元、80.84 亿美元、43.32 亿美元、44.17 亿美元和 25.2 亿美元,其中消费电子的复合增速明显低于总体增速,汽车电子和工业/医疗领域的复合增速较快,计算机、通讯设备、军事/航天领域的增速与行业整体水平相当。

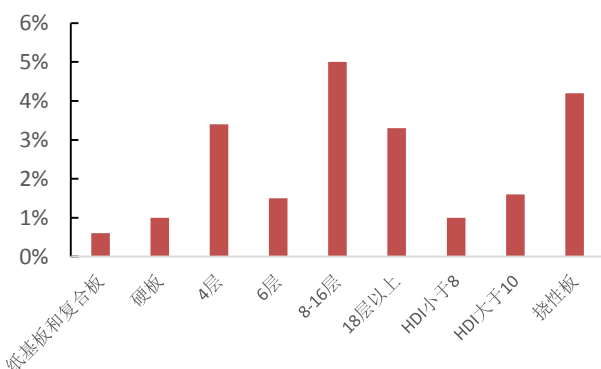
图 35：PCB 下游各领域产值预计



数据来源：Prismark，西南证券整理

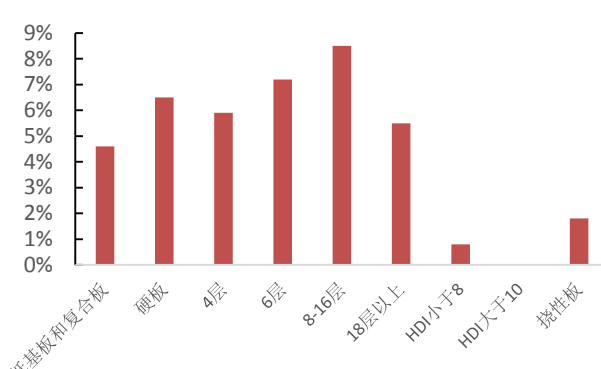
不同应用领域对不同产品的需求不同，但总体上呈现出对高端产品的需求增长更快的趋势。据 Prismark 数据，2012-2017 年通讯设备行业对 8-16 层板和挠性板的需求增长较快；工控行业对 8-16 层板和 6 层板需求增长较快；医疗设备行业对 6 层板和挠性板需求增长较快；航空领域对 18 层以上多层板和挠性板需求增长较快。

图 36：2012-2017 通讯设备对不同 PCB 需求的复合增长率



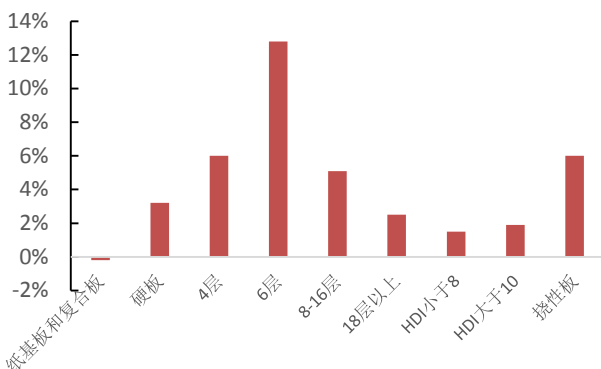
数据来源：Prismark，西南证券整理

图 37：2012-2017 工控行业对不同 PCB 需求的复合增长率



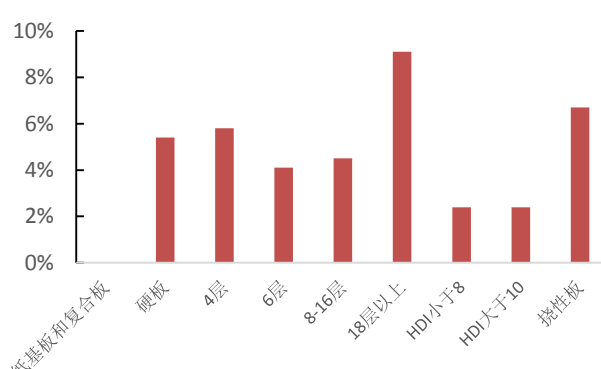
数据来源：Prismark，西南证券整理

图 38：2012-2017 医疗行业对不同 PCB 需求的复合增长率



数据来源：Prismark，西南证券整理

图 39：2012-2017 航空行业对不同 PCB 需求的复合增长率



数据来源：Prismark，西南证券整理

通过崇达技术总部运营及研发中心建设项目，公司能有效的提高研发团队的研发实力，使之能及时响应市场对高端产品的需求，展开对相关技术和产品的研发，不断提升公司产品的技术含量及其在市场上的竞争力。

目前，公司的产能利用率高，几乎处于超负荷生产状态。通过江门崇达和大连崇达技改项目，公司能有效的提高生产效率，扩大公司的产能，从而满足下游不断增长的需求。此外，先进智能制造设备的引进可以提高公司的生产工艺，提升产品良率，提高生产效率，确保研发成果的转化。

此外，对老旧设备的替换可以提高公司高端板的生产能力，改善公司的产品结构，满足下游市场对高端板的不断增长的需求。

5 盈利预测及投资建议

关键假设：

1) 到 2021 年，全球 PCB 产值有望突破 600 亿美元大关，达到 604.2 亿美元，未来四年复合增长率达 2.2%。

2) 公司未来毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 12：崇达技术收入毛利预测（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	2,246.61	3,034.65	4,021.88	5,136.48
yoy	27.87%	35.08%	32.53%	27.71%
营业成本	1,419.53	2,056.97	2,739.84	3,496.48
毛利率	36.81%	32.22%	31.88%	31.93%
高端板				
收入	1,200.47	1680.66	2268.89	2949.55
yoy	-18.69%	40.00%	35.00%	30.00%
成本	763.60	1,126.04	1,520.16	1,976.20
毛利率	36.39	33.00%	33.00%	33.00%
中低端板				
收入	986.16	1282.01	1666.61	2083.26
yoy	-9.49%	30%	30%	25%
成本	655.92	858.95	1,133.30	1,416.62
毛利率	33.49	33.00	32.00	32.00
其他				
收入	59.99	71.99	86.39	103.66
yoy	32%	20%	20%	20%
成本	59.99	71.99	86.39	103.66
毛利率	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：公司年报，西南证券

投资建议：预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.10、1.45 和 1.87 元，对应 PE 分别为 26、20 和 15 倍，18 年目标价 38 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比上市公司盈利预测相对估值

证券代码	证券名称	股价 2018/1/29	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002916	深南电路	81.33	1.31	1.53	2.46	62	53	33
002436	兴森科技	5.53	0.13	0.16	0.20	43	35	28
002463	沪电股份	4.65	0.08	0.13	0.20	58	36	23
002815	崇达技术	28.60	0.92	1.10	1.45	31	26	20

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2246.61	3034.66	4021.89	5136.48	净利润	375.75	451.05	595.76	767.89
营业成本	1419.53	2056.98	2739.84	3496.49	折旧与摊销	121.95	204.92	219.34	231.40
营业税金及附加	18.51	25.79	33.82	43.20	财务费用	2.02	-11.59	-19.72	-25.62
销售费用	100.40	136.56	180.98	231.14	资产减值损失	8.09	10.00	10.00	10.00
管理费用	272.50	303.47	402.19	513.65	经营营运资本变动	-397.92	-183.17	-194.10	-226.39
财务费用	2.02	-11.59	-19.72	-25.62	其他	343.80	15.75	-8.82	-3.54
资产减值损失	8.09	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	453.69	486.97	602.46	753.74
投资收益	1.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-672.81	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-468.45	0.56	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1141.26	-99.44	-100.00	-100.00
营业利润	426.65	513.45	674.78	867.63	短期借款	-120.17	62.46	100.00	0.00
其他非经营损益	2.72	5.00	10.00	15.00	长期借款	102.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	429.36	518.45	684.78	882.63	股权融资	747.86	0.00	0.00	0.00
所得税	53.61	67.40	89.02	114.74	支付股利	-54.00	-88.90	-113.46	-139.73
净利润	375.75	451.05	595.76	767.89	其他	-14.31	-23.41	24.72	30.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	661.41	-49.86	11.26	-109.11
归属母公司股东净利润	375.75	451.05	595.76	767.89	现金流量净额	-18.62	337.67	513.72	544.63
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	166.24	503.92	1017.64	1562.27	成长能力				
应收和预付款项	537.12	763.34	919.36	1251.60	销售收入增长率	27.87%	35.08%	32.53%	27.71%
存货	242.76	283.70	386.57	502.93	营业利润增长率	25.08%	20.34%	31.42%	28.58%
其他流动资产	493.71	666.14	882.85	1127.51	净利润增长率	24.88%	20.04%	32.08%	28.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	26.40%	28.36%	23.72%	22.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1668.92	1583.07	1482.80	1370.47	毛利率	36.81%	32.22%	31.88%	31.93%
无形资产和开发支出	66.14	55.97	45.80	35.62	三费率	16.69%	14.12%	14.01%	14.00%
其他非流动资产	228.54	219.64	210.74	201.84	净利率	16.73%	14.86%	14.81%	14.95%
资产总计	3403.44	4075.77	4945.75	6052.24	ROE	17.83%	18.27%	20.18%	21.45%
短期借款	137.54	200.00	300.00	300.00	ROA	11.04%	11.07%	12.05%	12.69%
应付和预收款项	842.40	1109.34	1375.11	1829.72	ROIC	20.17%	17.89%	22.10%	26.66%
长期借款	223.17	223.17	223.17	223.17	EBITDA/销售收入	24.51%	23.29%	21.74%	20.90%
其他负债	93.22	74.00	95.91	119.64	营运能力				
负债合计	1296.33	1606.51	1994.19	2472.53	总资产周转率	0.83	0.81	0.89	0.93
股本	410.00	410.00	410.00	410.00	固定资产周转率	2.00	2.12	2.91	3.94
资本公积	714.48	714.48	714.48	714.48	应收账款周转率	5.01	4.77	4.84	4.81
留存收益	982.63	1344.78	1827.08	2455.23	存货周转率	7.58	7.81	8.18	7.86
归属母公司股东权益	2107.12	2469.27	2951.56	3579.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2107.12	2469.27	2951.56	3579.72	资产负债率	38.09%	39.42%	40.32%	40.85%
负债和股东权益合计	3403.44	4075.77	4945.75	6052.24	带息债务/总负债	27.83%	26.34%	26.23%	21.16%
					流动比率	1.36	1.63	1.84	2.01
					速动比率	1.13	1.42	1.62	1.78
					股利支付率	14.37%	19.71%	19.04%	18.20%
					每股指标				
					每股收益	0.92	1.10	1.45	1.87
					每股净资产	5.14	6.02	7.20	8.73
					每股经营现金	1.11	1.19	1.47	1.84
					每股股利	0.13	0.22	0.28	0.34
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	550.61	706.78	874.40	1073.41					
PE	31.21	26.00	19.68	15.27					
PB	5.56	4.75	3.97	3.28					
PS	5.22	3.86	2.92	2.28					
EV/EBITDA	21.47	16.28	12.69	9.83					
股息率	0.46%	0.76%	0.97%	1.19%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn