



2018-02-08

公司点评报告

买入/维持

胜宏科技(300476)

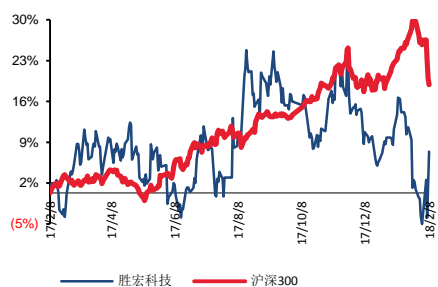
目标价: 31.5

昨收盘: 23.42

信息技术 技术硬件与设备

## 2017 年业绩高速增长，产能扩张剑指 2018

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	428/171
总市值/流通(百万元)	10,015/3,999
12 个月最高/最低(元)	27.55/20.70

### 相关研究报告:

胜宏科技(300476)《太平洋证券-胜宏科技-业绩预告点评:2017 净利润快速增长,产能扩张恰逢其时 20180121》--2018/01/21

### 证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

**事件:** 公司发布 2017 年年报, 实现营业收入 24.42 亿元, 同比+34.35%, 归母净利润 2.82 亿元, 同比+21.44%, 扣非净利润 2.70 亿元, 同比+20.32%, 符合预期。2017Q4 实现收入 7.11 亿元, 同比+48.57%, 环比+1.50%, 实现归母净利润 0.88 亿元, 同比+22.48%, 环比+12.24%。每 10 股派 3 元转增 8 股。

**业绩受汇率变动影响较大, 规模扩张后各项运营指标保持健康:** 报告期内, 受汇率变动影响产生财务费用 3338 万元, 去年此项收益为 4063 万元, 此项产生 7000 万元差异, 相当于 2016 年净利润的 30%, 若消除汇率影响, 公司归母净利润同比增长约 52%; 实现经营性现金流净额 3.58 亿元, 同比+67.87%, 应收票据较期初增长 241.66%、存货较期初增长 70.51%、应付账款比期初增加 91.89%、应付票据比期初增长 46.71%, 主要系产能扩张加大采购力度, 提高库存量, 下游需求旺盛销售收入增长所致。

**2017 年产能扩张初见威力, 2018 年将是丰收大年:** 报告期内, 公司海外业务营收 12.27 亿元, 同比+36.78%; 国内业务营收 12.14 亿元, 同比+39.86%, 海外业务与国内业务比例约 1:1。双面板业务营收 4.97 亿元, 同比+19.82%; 多层板业务营收 18.58 亿元, 同比+37.57%。毛利率较高(约 25%, 比双面板高约 8 个 pct)的多层板业务占比 76%, 比上年同期提升 2 个 pct。

生产方面, 公司 2017 全年销量 334 万<sup>m</sup>, 产量 341 万<sup>m</sup>, 产品供不应求, 产能利用率约 100%, 虽然月产能 12 万平方米的新增产能于 Q4 释放, 但订单量不断增加使得新增产能迅速打满。着力打造的智慧车间 2017 年 10 月份开始试产, 经过短暂 3 个月爬坡到满产创业内最佳, 新产能预计净利率可达 18%。目前公司产能仍然吃紧, 尤其是 PCB 钻孔环节产能受到一定限制, 目前大量购置的钻孔机将在一季度陆续到货, 从而进一步提升公司产能。此前公司已公布 2018 年 Q1 业绩大幅预增, 我们预计全年产值至少再增加 15 亿至 40 亿元, 2018 年将是胜宏的丰收大年。

**高端制造升级, 盈利能力不断增强:** 公司 2017 年整体毛利率 25.97%, 比上年同期减少 1.4 个 pct; 净利率 11.54%, 比上年同期减少 1.2 个 pct, 利润率小幅下降主要系报告期内新产能集中投放, 前期开工率不足, 且原材料价格有所上涨。公司 2017Q1 毛利率约 25%, 逐季提升至 Q4 的约 27%, 新产能达产后效率提升明显。首发募投项目智慧车间每十亿产值所需人工数大幅减少, 增发募投项目是业内首家

工业 4.0 智慧工厂，人均产值可达约 200 万元，随着产能利用率提高净利率可达 18%。此外，报告期内，双面板制造费用占成本比重 9.74%、直接人工费用占成本比重 4.42%，同比分别下降-1.82%、-1.10%，在原材料占成本比重同样上升的情况下，说明智能制造提高了加工环节的效率，降低了人工制造成本。

**客户结构不断优化，新能源汽车业务有望超预期：**公司产品目前已经成功进入新能源汽车、高端显卡、数字货币计算设备、服务器、工业控制等领域，该等终端客户认证周期长，对供应商产能配套能力、研发实力、响应速度要求严苛，一旦建立供应关系，则具有较高黏性，有利于获得长期稳定收入来源。报告期内公司前五大客户占比约 18%，客户集中风险低。2017 年新增亚马逊（音箱用 PCB）等优质企业，此外公司 2017 年 6 月增发募投的新能源、物联网项目（年产能 90 万平方米）也将提供新的增长动力。

新能源汽车方面，胜宏主要为沃特玛提供 BMS 电源板，2017 年收入约 8000 万元，是公司第三大客户。EV Sales 数据显示，2017 年全球电动车销量 122 万辆，同比+58%，2018 年有望突破 220 万辆。电驱替代传统驱动系统产生 PCB 替代增量（MCU、VCU、BMS）。BMS 主控电路用量约为 0.24 平方米，单价可高达 20000 元/平方米，单体管理单元则在 2-3 平方米。价格 1500-2000 元/平方米左右，VCU 与 MCU 所用的 PCB 价格在 1000 元/平方米，整车 PCB 用量在 5-8 平方米之间，是智能手机的一百多倍。此外，毫米波雷达两大核心射频前端和高频 PCB 板也都催生对高价值量 PCB 的需求。根据我们测算，2017-2020 年间汽车电子市场将为全球 PCB 行业带来 150-200 亿美元增量空间。

**PCB 国产替代空间巨大，剑指 300-500 亿市值：**2017 年全球 PCB 市场规模约 700 亿美元，整体增速约 5%，中国大陆增速约 15%+，未来国产替代空间巨大。全球龙头旗胜、臻鼎等各自市占率不足 5%，胜宏依托坚决有序的扩产和优质的客户结构，目前已位列陆资上市 PCB 企业第一集团、全球 VGA 用 PCB 龙头，根据公司规划，5 年内实现收入超过 100 亿元，净利润 15 亿元，全球市占率突破 2%，市值剑指 400-500 亿元。

**投资建议：**预计 18-20 年净利润分别为 4.54/6.58/10.72 亿，EPS 1.06/1.54/2.51 元（不考虑送股摊薄），当前股价对应 PE 分别为 22.0/15.2/9.3X，给与 2018 年 30X 估值，目标价 31.5 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求低于预期；新产能拓展低于预期；汇兑损益风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,442	4,009	6,095	8,962
(+/-%)	34.4%	64.2%	52.0%	47.0%
净利润(百万元)	282	454.54	658.18	1072.70
(+/-%)	21.4%	61.3%	44.8%	63.0%
摊薄每股收益(元)	0.66	1.06	1.54	2.51
市盈率(PE)	35.5	22.0	15.2	9.3

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	441	441	441	496	营业收入	1818	2590	4073	6012
应收款项	789	1121	1763	2602	营业成本	1321	1917	2987	4395
存货净额	201	294	462	685	营业税金及附加	12	17	26	39
其他流动资产	54	78	122	180	销售费用	55	52	110	182
<b>流动资产合计</b>	<b>1485</b>	<b>1933</b>	<b>2788</b>	<b>3964</b>	管理费用	195	234	408	614
固定资产	807	1015	1205	1376	财务费用	(41)	35	11	13
无形资产及其他	21	20	19	18	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	49	49	49	49	资产减值及公允价值变动	(11)	(11)	(11)	(11)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2362</b>	<b>3017</b>	<b>4061</b>	<b>5407</b>	营业利润	267	327	523	760
短期借款及交易性金融负债	66	181	165	66	营业外净收支	4	4	4	4
应付款项	713	1043	1641	2432	<b>利润总额</b>	<b>271</b>	<b>331</b>	<b>527</b>	<b>764</b>
其他流动负债	126	177	284	424	所得税费用	39	47	75	109
<b>流动负债合计</b>	<b>904</b>	<b>1401</b>	<b>2090</b>	<b>2922</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>232</b>	<b>284</b>	<b>452</b>	<b>655</b>
其他长期负债	10	13	16	18					
<b>长期负债合计</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债合计</b>	<b>914</b>	<b>1413</b>	<b>2105</b>	<b>2940</b>	净利润	232	284	452	655
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	2	4	3	3
股东权益	1448	1604	1956	2467	折旧摊销	76	88	107	126
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2362</b>	<b>3017</b>	<b>4061</b>	<b>5407</b>	公允价值变动损失	11	11	11	11
					财务费用	(41)	35	11	13
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营运资本变动	154	(60)	(144)	(183)
每股收益	0.62	0.66	1.06	1.53	其它	(2)	(4)	(3)	(3)
每股红利	0.14	0.30	0.23	0.34	<b>经营活动现金流</b>	<b>473</b>	<b>322</b>	<b>426</b>	<b>608</b>
每股净资产	3.86	3.76	4.58	5.78	资本开支	(229)	(310)	(310)	(310)
ROIC	14%	19%	24%	29%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	18%	23%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(229)</b>	<b>(310)</b>	<b>(310)</b>	<b>(310)</b>
毛利率	27%	26%	27%	27%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	13%	14%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA	17%	18%	16%	15%	支付股利、利息	(53)	(128)	(99)	(144)

Margin									
收入增长	41%	42%	57%	48%	其它融资现金流	61	116	(16)	(99)
净利润增长率	83%	22%	59%	45%	融资活动现金流	(37)	(12)	(116)	(243)
资产负债率	39%	47%	52%	54%	现金净变动	208	0	0	55
息率	0.7%	1.6%	1.3%	1.8%	货币资金的期初余额	233	441	441	441
P/E	34.0	31.7	19.9	13.7	货币资金的期末余额	441	441	441	496
P/B	5.5	5.6	4.6	3.6	企业自由现金流	202	34	117	302
EV/EBITDA	28.4	22.8	17.1	13.2	权益自由现金流	262	155	104	209

资料来源：WIND，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyings@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。