



2018-05-31

公司点评报告

买入/维持

东山精密(002384)

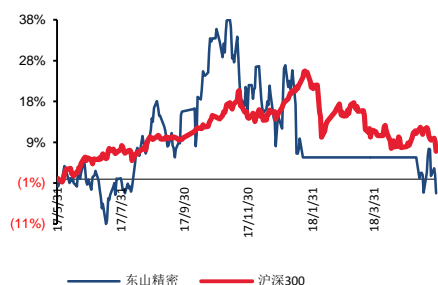
目标价: 37.45

昨收盘: 23.9

信息技术 技术硬件与设备

拟推员工持股，彰显聚焦高端 PCB 主业决心

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,071/552
总市值/流通(百万元)	25,598/13,185
12 个月最高/最低(元)	34.08/22.10

相关研究报告:

东山精密(002384)《太平洋证券-电子行业-东山精密深度报告:好土壤搭配好资源,东山+Multek→1+1>2》--2018/05/13

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:本次员工持股计划总规模为4亿元-6亿元,持有的股票总数累计不超过公司股本总额的5%,任一持有人持有的员工持股计划份额所对应的股票数量不超过公司股本总额的1%,涉及的股票拟通过二级市场购买、大宗交易或协议转让等;持有人范围原则上为公司董事(不含独立董事)、监事、中高层管理人员及核心骨干员工。

拟推出员工持股计划,彰显公司深耕高端PCB主赛道决心:本次员工持股计划酝酿已久,选择在这个时点推出,前期收购整合基本落地,人员基本到位,业务开展效率逐步提高,可以有效的激发公司中高层员工、核心管理人员、核心技术人员的工作热情和工作信心,有利于让老员工继续安心为公司创造业绩,让新引进人才下决心与公司共同成长。公司近几年业务经历变动,此次员工持股的推出,进一步显示了公司上下一心,绑定团体和个人努力,深耕高端PCB主赛道的强大决心。

高端PCB国产化率低,收购Multek补全短板:目前中国厂商在SLP、ELIC、高端HDI、IC载板、高端手机FPC等产品市场上占比较低,通过自主技术升级实现超越的过程较慢,收购国外优质资产是高效途径。Multek拥有约8亿美元的全品类高端PCB产能,业务占比为通信板40%、汽车板20%、消费电子20%,工控医疗、航空航天等组成剩余部分,其客户均为该等领域全球著名龙头厂商,如全球TOP5通信设备商中的3家,客户和产品资质位于全球第一梯队,考虑到目前全球PCB产业在稳定增长,国产替代趋势不断加快,未来Multek交由中国团队管理后,富余的高端产能将快速发挥威力,直接增厚公司业绩。此次收购使得东山成为高端PCB全品类供应商,恰当降低了软板业务绑定大客户风险。

陆资PCB基因优势明显,软板业务短期增长空间大:目前全球TOP5软板厂,近1-2年有规模化新增产能的只有东山精密(臻鼎为全品类厂,有扩产计划但要等到明后年投产),日本软板厂以技术改造升级为主,旗胜等未来一年内无大规模新增产能。总体上,日本软板产值逐年以5%-10%的符合速度下滑,台湾软板产值自2015年开始处于下滑、持平交替的状态,唯有中国大陆的软板产值在不断增长。

中国PCB企业在响应服务速度、领导层年富力强与否、投资意愿及能力、智能化产线应用、政府支持力度、下游配套需求等方面相比外资及台湾厂有明显优势,这几个方面已经成为陆资PCB企业的优质基因。A客户每年软板采购额约120+亿美金,目前公司仅占约13%(去

年约 9%)，未来 2-3 年有望迅速提升到 30%-40% 的份额（目前旗胜、臻鼎的份额），公司以开始计划申请 2019 年 A 客户最高端的显触、电池软硬结合板料号。

业务瘦身&有效整合，精准对接 5G 通信下 PCB 增量市场。公司计划年内剥离部分 LED 业务，仅保留小间距封装；剥离显触业务，将这一块作为公司未来发展高端 PCB 的战略支点，这两大举措将优化公司的资源结构，提高公司的盈利能力。此外，Multek 收购后将不再需要向原母公司上交每年 2500-3500 万美元的特许权使用费，不考虑这部分费用，其净利率约 9%，由中国团队管理后，净利润提升是大概率事件。软板业务完成新厂投放、产能爬坡、进一步整合后利润率也有提升空间。

Multek 是全球首屈一指的高端核心通信 PCB 供应商，未来 5G 进入大规模建设期后，PCB 在基站、移动设备中的价值占比将有明显提升，我们坚定看好公司发挥 Multek 和东山原有业务协同效应，实现客户的互相导入、产品的互通有无，最终享受 5G 通信建设带来的市场红利，打开公司长期成长的天花板。

投资建议：预计 18-20 年净利润分别为 11.5/16.1/22.0 亿，EPS 1.07/1.50/2.06 元，当前股价对应 PE 分别为 22.3/15.9/11.6X，给与 2018 年 35X 估值，目标价 37.45 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；财务费用风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15,390	18,767	22,371	29,234
(+/-%)	83.1%	21.9%	19.2%	30.7%
净利润(百万元)	526	1148.09	1611.69	2204.43
(+/-%)	264.9%	118.2%	40.4%	36.8%
摊薄每股收益(元)	0.49	1.07	1.50	2.06
市盈率(PE)	48.7	22.3	15.9	11.6

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)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2941	2705	1000	1000	营业收入	15390	18767	22371	29234
应收款项	6370	7712	9194	12014	营业成本	13185	15768	18539	24220
存货净额	3376	5293	6221	8175	营业税金及附加	42	53	63	82
其他流动资产	797	1070	1275	1666	销售费用	316	385	459	599
流动资产合计	13517	16815	17724	22889	管理费用	868	1041	1239	1616
固定资产	5331	5993	5954	5880	财务费用	361	400	440	430
无形资产及其他	215	207	198	190	投资收益	47	73	73	73
投资性房地产	2875	2875	2875	2875	资产减值及公允价值变动	(143)	46	46	46
长期股权投资	175	247	319	390	其他收入	60	0	0	0
资产总计	22113	26136	27071	32225	营业利润	581	1240	1751	2405
短期借款及交易性金融负债	7053	6747	5290	5796	营业外净收支	(1)	26	26	26
应付款项	5750	8108	9529	12522	利润总额	580	1266	1777	2431
其他流动负债	1286	2898	3410	4479	所得税费用	50	108	152	208
流动负债合计	14089	17753	18229	22796	少数股东损益	4	9	13	18
长期借款及应付债券	70	70	70	70	归属于母公司净利润	526	1148	1612	2204
其他长期负债	162	272	382	493	现金流量表 (百万				
长期负债合计	232	342	452	563	元)	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	14321	18095	18681	23359	净利润	526	1148	1612	2204
少数股东权益	19	15	9	0	资产减值准备	76	54	4	(1)
股东权益	7773	8026	8380	8865	折旧摊销	441	495	589	629
负债和股东权益总计	22113	26136	27071	32225	公允价值变动损失	143	(46)	(46)	(46)
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	财务费用	361	400	440	430
每股收益	0.49	1.07	1.50	2.06	营运资本变动	(2674)	600	(567)	(994)
每股红利	0.39	0.84	1.17	1.61	其它	(75)	(58)	(11)	(8)
每股净资产	7.26	7.49	7.82	8.28	经营活动现金流	(1563)	2193	1581	1785
ROIC	7%	10%	14%	18%	资本开支	(2325)	(1156)	(500)	(500)
ROE	7%	14%	19%	25%	其它投资现金流	(11)	0	0	0
毛利率	14%	16%	17%	17%	投资活动现金流	(2385)	(1228)	(572)	(572)
EBIT Margin	6%	8%	9%	9%	权益性融资	4507	0	0	0
EBITDA Margin	9%	11%	12%	11%	负债净变化	(2183)	0	0	0
收入增长	83%	22%	19%	31%	支付股利、利息	(415)	(896)	(1257)	(1719)
净利润增长率	265%	118%	40%	37%	其它融资现金流	4872	(306)	(1458)	506
资产负债率	65%	69%	69%	72%	融资活动现金流	4184	(1202)	(2715)	(1214)
息率	1.6%	3.5%	4.9%	6.7%	现金净变动	237	(236)	(1705)	0
P/E	48.7	22.3	15.9	11.6	货币资金的期初余额	2705	2941	2705	1000
P/B	3.3	3.2	3.1	2.9	货币资金的期末余额	2941	2705	1000	1000
					企业自由现金流	(3664)	1330	1417	1619

EV/EBITDA	28.1	21.7	16.7	14.6	权益自由现金流	(975)	802	(250)	1916
-----------	------	------	------	------	---------	-------	-----	-------	------

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	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@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	zhaf@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@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。