



2018-07-24

公司点评报告

买入/调高

崇达技术(002815)

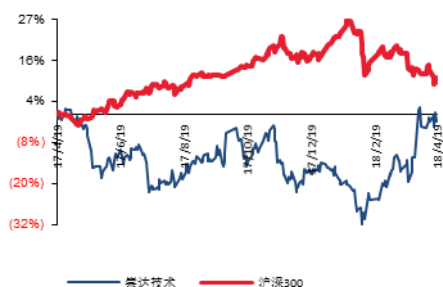
目标价: 26.3

昨收盘: 16.94

信息技术 技术硬件与设备

盈利上行，拓宽赛道，百亿只是小目标

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	830/216
总市值/流通(百万元)	14,056/3,665
12 个月最高/最低(元)	37.69/13.61

相关研究报告:

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码:

事件: 2018 年上半年实现营业收入 18.14 亿元, 同比+22.58%; 实现营业利润 3.27 亿元, 同比+35.59%; 实现归母净利润 2.81 亿元, 同比+38.62%。符合我们此前的预期。分析如下:

营收净利润环比提升, 利润率处于上行通道: Q2 实现营收 9.38 亿元, 同比+18%, 环比+7%; 净利润 1.53 亿元, 同比+43%, 环比+20%。根据我们的模型拆分, 江门二期上半年各品类大概实现接近 5.5 亿的收入, 深圳工厂 6.6 亿收入, 大连工厂 2.1 亿收入, 江门一期 3.9 亿收入。公司大连、深圳、江门一期处于产能高负荷运转状态, 江门二期的挠性板和 HDI 下半年还有提升空间。利润率方面, Q2 净利率 16.4%, 同比提升 2.8 个 pct, 环比提升 1.8 个 pct; 上半年净利率 15.5%, 同比提升 1.8 个 pct, 主要系原材料成本下降、产品结构优化、江门二期优质产能提升效率、二季度汇兑作用弱化(套期保值)所致。随着江门二期贡献占比的提升, 公司利润率将继续提升。

贸易战影响甚微, 收三德冠拓宽赛道: 公司 70%以上收入来自大陆以外地区, 该部分出口中销往美洲的收入(17 年占总收入约 18%)是根据 PCB 设计/贸易商(不直接生产 PCB, 如 Palpilot、Suntech 等美国公司, 两家合计占崇达 2017 年收入约 9%)属地统计的, 产品 90%以上通过香港中转, 实际上该等贸易商最终将产品销往世界各地, 并不一定销往美国, 在现有的加税清单中, 公司销往美国的产品税号基本也不在列, 贸易战对公司影响甚微。此外, 公司公告收购三德冠 20% 股权, 该公司是一家良率高、产品品质领先的软板厂商, 随着三德冠新产能扩出, 公司或许将进一步收购股权。三德冠和公司在原材料、客户上有较强协同效应, 可以大幅拓宽崇达行业赛道, 全球前三 PCB 厂有两家都是软硬板兼有, 对标龙头, 全品类有利于提高营收天花板。

珠海厂继续推进, 百亿只是小目标: 公司珠海新厂占地 400 亩, 规划年产能 640 万平米(约为公司目前总产能的 2-2.5 倍), 二期三期均有高端产能扩出, 总产值至少 50 亿元, 总投资逾 25 亿元, 一期投资 10 亿元, 预计明年建成投产。公司转型中大批量板市场后, 人均指标不降反升、在全球 PCB 公司中处于顶尖水平。增量订单主要来自工控、安防、医疗、通信等高附加值原有客户的供货份额提升, 手握 1000 余家各细分行业龙头客户, 进一步挖掘空间巨大(如博世给 TTM 每年的采购量达 15 亿元, 而公司目前不到 2 亿)。我们认为珠海工厂 50 亿产值是非常保守的, 按这个口径产品均价才 780 元/平米, 考虑新产能包含 HDI 和 FPC, 未来珠海厂投入后, 100 亿只是崇达的小目标。

投资建议：预计 18-20 年净利润分别为 6.19/8.12/10.93 亿，EPS 0.75/0.98/1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 23.8/18.2/13.5X，给与 2018 年 35X 估值，目标价 26.3 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)	3,103	3,815	4,645	5,806
(+/-%)	38.1%	23.0%	21.7%	25.0%
净利润(百万元)	444	619	812	1093
(+/-%)	18.1%	39.6%	31.0%	34.6%
摊薄每股收益(元)	1.08	0.75	0.98	1.32
市盈率(PE)	16.4	23.8	18.2	13.5

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	1390	1300	1300	1300	营业收入	3103	3815	4645	5806
应收款项	675	826	1005	1257	营业成本	2091	2522	3006	3677
存货净额	322	386	457	562	营业税金及附加	26	32	39	49
其他流动资产	61	76	93	116	销售费用	125	153	186	233
流动资产合计	2449	2588	2856	3235	管理费用	297	362	438	545
固定资产	2076	2618	3109	3552	财务费用	51	24	30	31
无形资产及其他	265	254	244	233	投资收益	7	1	1	1
					资产减值及公允价值变				
投资性房地产	153	153	153	153	动	(10)	(8)	(8)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	8	0	0	0
资产总计	4943	5614	6362	7173	营业利润	518	715	938	1264
短期借款及交易性									
金融负债	669	807	912	835	营业外净收支	(4)	3	3	3
应付款项	898	1073	1273	1564	利润总额	514	718	941	1267
其他流动负债	154	199	238	293	所得税费用	70	98	129	173
流动负债合计	1720	2080	2423	2691	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债									
券	673	673	673	673	归属于母公司净利润	444	620	812	1093
其他长期负债	25	32	40	47					
长期负债合计	698	705	713	720	现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	2418	2785	3135	3411	净利润	444	620	812	1093
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	2	4	2	2
股东权益	2525	2829	3226	3762	折旧摊销	174	219	273	320
负债和股东权益总					公允价值变动损失				
计	4943	5614	6362	7173	财务费用	10	8	8	8
						51	24	30	31
关键财务与估值指					营运资本变动				
标	2017	2018E	2019E	2020E		473	3	(20)	(24)
每股收益	1.08	0.75	0.98	1.32	其它	(2)	(4)	(2)	(2)
每股红利	0.56	0.38	0.50	0.67	经营活动现金流	1100	851	1073	1397
每股净资产	6.16	3.41	3.89	4.53	资本开支	(561)	(763)	(763)	(763)
ROIC	16%	16%	19%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	22%	25%	29%	投资活动现金流	(561)	(763)	(763)	(763)
毛利率	33%	34%	35%	37%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	20%	21%	22%	负债净变化	(184)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	25%	27%	28%	支付股利、利息	(231)	(316)	(414)	(558)
收入增长	38%	23%	22%	25%	其它融资现金流	1514	138	105	(77)
净利润增长率	18%	40%	31%	35%	融资活动现金流	685	(178)	(310)	(634)
资产负债率	49%	50%	49%	48%	现金净变动	1224	(90)	0	0
息率	3.2%	4.3%	5.7%	7.7%	货币资金的期初余额	166	1390	1300	1300
P/E	16.4	23.8	18.2	13.5	货币资金的期末余额	1390	1300	1300	1300
P/B	2.9	5.2	4.6	3.9	企业自由现金流	572	104	332	657
EV/EBITDA	13.2	18.2	14.3	11.2	权益自由现金流	1902	222	410	553

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
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@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
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	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
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@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。