



东山精密 (002384)

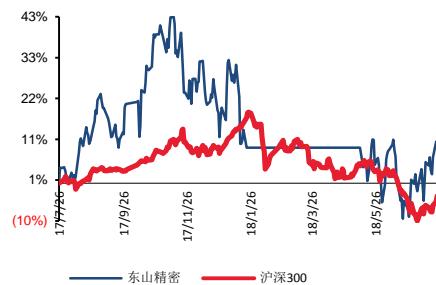
目标价: 37.45

昨收盘: 26.35

信息技术 技术硬件与设备

Multek 股权完成交割，全品类大格局正式形成

■ 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)	28,222/14,536
12 个月最高/最低(元)	34.08/21.60

相关研究报告:

东山精密 (002384) 《太平洋证券-电子行业-东山精密 (002384)：拟推员工持股，彰显聚焦高端 PCB 主业决心》--2018/05/31

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: 以现金方式 (初始购买价格 2.93 亿美元) 收购 FLEX 下属的 PCB 制造业务 (Multek) 共十家相关主体 100% 股权 (五家生产主体、两家贸易主体、四家控股主体) , 该股权正式完成交割。

本次交易产生的新增费用

财务费用方面: 假设公司借款起始日为 2018 年 7 月 1 日, 结合借款的资金成本及本金还款计划, 公司与本次交易相关的债权融资财务费用合计约为 3238.55 万美元, 其中, 交易当年及未来 1-2 年预计的平均年财务费用约为 808.08 万美元, 未来 3-5 年的平均年财务费用为 271.44 万美元。2017 年度, 标的公司净利润为 9415.54 万元。若标的公司维持现有净利润水平, 以交易当年及未来 1-2 年平均财务费用 808.08 万美元计算, 按 2017 年末汇率, 平均财务费用为 5280.16 万元, 标的公司净利润基本可以覆盖平均年财务费用, 本次收购不会对公司净利润产生重大不利影响。

给第三方的中介、审计、顾问等费用: 2500-3000 万元人民币。

关于公司的资产负债结构和预期财务费用: 资产负债率由 65% 提高到 69% (考虑伟创力对 multek 进行的合计 9.2 亿元人民币的债转股和债务豁免)。公司 2016/2017 年财务费用 2.05/3.61 亿元, 2018 年预计约 4 亿元, 2019/2020 年预计为 4.4 亿元、4.3 亿元。

本次交易产生的商誉: 形成的商誉为 55795.66 万元, 与公司 2017 年净利润相当。该商誉计算未考虑资产负债表日后债转股和债务豁免、过渡期损益以及交易对方在交割前对标的公司根据“无现金无负债”原则的调整等因素的影响。最终商誉金额需待确认购买目标的公司可辨认净资产公允价值后确定。

Multek 的业务结构

Multek 的业务分布为: 通信 (37%) 、消费类 (32%) 、工业类 (13%) 、解决方案 (17%) ; 客户分布中, 伟创力占 multek 总收入的 37%, 其他前五大客户每家在 3%-8% 之间。2017 年销往美国产品占总收入约 8%, 中国大陆约占 28%, 其他销往香港、马来西亚、荷兰等。

单位：万元

项目	2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比
通信和企业计算服务	115,398.58	37.45%	127,990.30	41.74%
电子消费品	97,234.99	31.56%	90,727.99	29.59%
工业和新兴产业	41,203.66	13.37%	35,957.90	11.73%
高可靠性解决方案	54,304.64	17.62%	51,989.44	16.95%
合计	308,141.87	100.00%	306,665.64	100.00%

Multek 的业绩指标

营收、利润、利润率

2016 年，multek 部分批次 PCB 产品因工艺难度导致报废有所升高，导致总体毛利率相对较低。

2017 年加强了质量控制措施和成本控制，同时，受下游通信行业周期性的影响，主动改变销售策略，积极开拓电子消费品等领域市场，同时毛利率相对较低的通信和企业计算服务板块贡献的收入占比有所下降，从而带动 2017 年毛利率上升。

	2017	2016	2015	2014
收入	308252	306680		
净利润	9416	7401	3943	4444
扣除特许权使用费后净利润	8355	8836		
共享中心服务费	1253	1208		
排除上述两项费用后对应净利率	6.17%	5.69%		
经营活动现金流净额	41009	53721		
毛利率	10.62%	8.46%		
其中毛利率明细：	毛利	毛利率	毛利	毛利率
通信和企业计算服务	8666	7.51%	7154	5.59%
电子消费品	9067	9.32%	6657	7.34%
工业和新兴产业	4746	11.52%	3427	9.53%
高可靠性解决方案	10159	18.71%	8693	16.72%
合计	32637	10.59%	25929	8.46%

multek 通信和企业计算服务行业的毛利率较低，电子消费品、工业和新兴产业毛利率次之，可靠性解决方案行业毛利率最高。

通信和企业计算服务行业产品以传统多层电路板为主，主要用于通信基站、服务器等，工艺相对成熟，毛利率较低。

电子消费品行业以手机为主，产品以 HDI 板、ELIC 板、柔性电路板为主，技术含量较传统多层电路板高，因此毛利率高于通信和企业计算服务行业产品。

工业和新兴行业产品主要针对工业上的精密测量仪器，对产品精度要求较高，毛利率相对较高。

高可靠性解决方案主要面对汽车电子件等对产品可靠性要求较高的客户，毛利率因此也较高。

Multek 资产负债表（截止 2017 年）数据：

	金额	占总资产比例		
应收账款	56726	14.62%		
存货	15294	3.94%		
库存商品	7865	51.42%		
在产品	5854	38.28%		
原材料	1498	9.80%		
固定资产	144447	37.23%		
其中：				
房屋建筑物	73007	38866	34141	46.76%
机器设备	369681	260571	109110	29.51%
运输设备	362	355	7	1.87%
在建工程	13248	3.41%		
资产总计	387950	100.00%		
负债总计（95%以上为流动负债）	185051			
资产负债率（考虑母公司债务豁免）	47.70%			

可以看出，Multek 的固定资产成新率和陆资优秀公司相比有差异。

Multek 的环保投入和土地储备：由于 PCB 制造依赖水源和能源，未来环保和土地资源会成为 PCB 公司的战略资源。Multek 已经具备在现有厂区的排放指标，为彻底解决环保问题也新建了污水处理设施，提升了处理能力。按规定，扩产也可向政府重新申请指标。

2016-2017 年，multek 环保投入为 6336 万元、4057 万元，占总收入 2%/1.3%，在同等体量 PCB 公司中处于中等水平。

截至本报告书签署日，multek 共计持有 26.9 万平方米土地，对比崇达技术珠海项目 26.7 万平米的土地设计产能 640 万平米。按照 Multek 目前的均价 2400 元/平米来算，公司的潜在产值是 154 亿元人民币。

收购 Multek 补全短板，全品类大格局正式形成：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，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。

业务瘦身，聚焦主业享受高端 PCB 赛道红利。公司计划将大尺寸显示业务相关资产（固定资产、存货、债权等），以资产转让方式整合至子公司深圳东山，预计资产整合规模为 8-10 亿元，2018 年 7 月 31 日前完成。完成整合后，公司将其所持深圳东山 100%股权转让给实际控

制人袁永刚、袁永峰或其指定的第三方企业，自交割之日起 6 个月内付清全部价款。本次出售是公司计划内的一次战略落地，通过出售非核心业务资产回笼资金，有利于提升高端 PCB、LED 小间距业务比重，聚焦主业，提升盈利能力。

东山是陆资企业在高端 PCB 市场的一面旗帜，最直接受益于高端市场日资厂的萎缩、台资厂成长的放缓，高端 PCB 领域是集中度较高、主要赚取技术导入期利润的好生意，未来 2-3 年内公司 Apple 订单份额提升、非 Apple 业务潜力挖掘（特斯拉等）将不断增厚业绩。

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 24.0/17.1/12.5X，给予 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)	52.3	24.0	17.1	12.5

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)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)				
					营业收入	营业成本	营业税金及附加	销售费用	管理费用
现金及现金等价物	2941	2705	1000	1000	15390	18767	22371	29234	
应收款项	6370	7712	9194	12014	13185	15768	18539	24220	
存货净额	3376	5293	6221	8175	42	53	63	82	
其他流动资产	797	1070	1275	1666	316	385	459	599	
流动资产合计	13517	16815	17724	22889	868	1041	1239	1616	
固定资产	5331	5993	5954	5880	361	400	440	430	
无形资产及其他	215	207	198	190	47	73	73	73	
					资产减值及公允价值变动				
投资性房地产	2875	2875	2875	2875	(143)	46	46	46	
长期股权投资	175	247	319	390	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					营业外净收支	(1)	26	26	26
应付款项	7053	6747	5290	5796	利润总额	580	1266	1777	2431
其他流动负债	5750	8108	9529	12522	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					归属于母公司净利润	526	1148	1612	2204
其他长期负债	70	70	70	70					
长期负债合计	162	272	382	493					
负债合计	232	342	452	563	现金流量表(百万元)	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)
					财务费用	361	400	440	430
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	(2674)	600	(567)	(994)
每股收益	0.49	1.07	1.50	2.06	其它	(75)	(58)	(11)	(8)
每股红利	0.39	0.84	1.17	1.61	经营活动现金流	(1563)	2193	1581	1785
每股净资产	7.26	7.49	7.82	8.28	资本开支	(2325)	(1156)	(500)	(500)
ROIC	7%	10%	14%	18%	其它投资现金流	(11)	0	0	0
ROE	7%	14%	19%	25%	投资活动现金流	(2385)	(1228)	(572)	(572)
毛利率	14%	16%	17%	17%	权益性融资	4507	0	0	0
EBIT Margin	6%	8%	9%	9%	负债净变化	(2183)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	11%	12%	11%	支付股利、利息	(415)	(896)	(1257)	(1719)
收入增长	83%	22%	19%	31%	其它融资现金流	4872	(306)	(1458)	506
净利润增长率	265%	118%	40%	37%	融资活动现金流	4184	(1202)	(2715)	(1214)
资产负债率	65%	69%	69%	72%	现金净变动	237	(236)	(1705)	0
息率	1.5%	3.3%	4.6%	6.3%	货币资金的期初余额	2705	2941	2705	1000
P/E	52.3	24.0	17.1	12.5	货币资金的期末余额	2941	2705	1000	1000
P/B	3.5	3.4	3.3	3.1	企业自由现金流	(3664)	1330	1417	1619
EV/EBITDA	29.5	22.6	17.4	15.2	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
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	zhaf1@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。