

产能释放叠加大批量订单快速增长，打开未来成长空间

——中小盘首次覆盖报告

伐谋-中小盘首次覆盖报告

孙金钜(分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

司马湫(分析师)

021-68865595-207

simaqiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280518050001

● 产能释放叠加大批量订单快速增长，打开未来成长空间，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级：

公司紧抓 PCB 产业向中国大陆转移的时代机遇，从小批量龙头成功拓展到空间更为广阔的中大批量市场，订单量持续增加，同时公司未来产能弹性较大，多厂区协同扩张，业绩有望迎来快速增长。预计公司 2018-2020 年实现营业收入分别为 40.3、50.3 和 69.0 亿元，归母净利润分别为 5.86、7.46 和 10.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.71、0.90 和 1.22 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 23、18 和 13 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 小批量龙头成功拓展到空间更为广阔的中大批量市场：

2017 年全球 PCB 产值为 588.43 亿美元，小批量板仅占整个 PCB 行业市场规模的 15% 左右，其余为中大批量板。为了拓宽业务空间，公司积极开拓中大批量市场。一方面，大批量和小批量的生产线相同，公司作为国内小批量板的领先者具有技术和生产的优势；另一方面，公司多年积累优质客户资源，如 Emerson（艾默生）、Bosch（博世）、Palpilot（美国最大的 PCB 设计公司之一）等，其认证周期长，进入壁垒较高。

● 公司中大批量板订单持续高增长，未来产能弹性较大：

2017 年 PCB 产能提升至 280 万平，同比增长 43.40%。2017 年销售高达 240 万平方米左右，其中中大批量订单（20 平米以上）的销售面积占比 67.33%，销售金额占主营业务收入的 57%；新增的订单金额中，70% 是中大批量订单。公司未来产能弹性较大，多厂区协同扩张：1）IPO 项目的产能利用率处于快速爬坡期，2017 年已贡献净利润 6212.34 万元，未来仍有翻倍成长；2）珠海项目规划清晰，预计总投资额为 25 亿元，新增产能 640 万平方米/年，有望对应超过 50 亿元产值；3）8 亿可转债项目，用于技术研发、高多层和超大规格 PCB 的技改，该项目的实施，将提高自动化水平和生产效率，进一步提升现有产能。总体来看，三大举措将打破产能瓶颈，扩大市场份额。

● **风险提示：**原材料价格波动的风险；募投项目进度不达预期；市场开拓进度不达预期；市场竞争加剧的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2247	3,103	4,034	5,030	6,900
增长率(%)	27.9	38.1	30.0	24.7	37.2
净利润(百万元)	375.8	444	586	746	1,016
增长率(%)	24.9	18.1	32.1	27.3	36.1
毛利率(%)	36.8	32.6	32.0	32.3	32.0
净利率(%)	16.7	14.3	14.5	14.8	14.7
ROE(%)	17.8	17.6	20.2	23.1	26.1
EPS(摊薄/元)	0.45	0.53	0.71	0.90	1.22
P/E(倍)	36.0	30.5	23.1	18.1	13.3
P/B(倍)	6.4	5.7	4.9	4.4	3.6

强烈推荐（首次评级）

市场数据

时间 2018.07.31

收盘价(元):	16.3
一年最低/最高(元):	13.55/39.33
总股本(亿股):	8.3
总市值(亿元):	135.25
流通股本(亿股):	2.16
流通市值(亿元):	35.27
近 3 月换手率:	154.58%

中小盘研究团队

孙金钜(分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪(分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

吴吉森(联系人): 021-68865595-205

证书编号: S0280118020006

黄泽鹏(联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

司马湫(分析师): 021-68865595-207

证书编号: S0280518050001

黄麟(联系人): 0755-82291898

证书编号: S0280118040003

王宁(联系人): 010-83561000

证书编号: S0280118060020

韩东(联系人): 021-68865595-208

证书编号: S0280118050022

陆忆天(联系人): 021-68865595-203

证书编号: S0280118050001

目 录

1、 小批量板领军企业.....	4
1.1、 小批量板厚积薄发	4
1.2、 客户资源广泛，新领域不断拓展	6
2、 PCB 产业东移助力国内企业大发展	8
2.1、 PCB 产业向中国转移明显，产业有望向龙头企业集中	8
2.2、 小批量板——“品类多、难度高”，具备较强的研发和生产能力	9
3、 小批量龙头成功拓展到空间更为广阔的中大批量市场，未来产能弹性较大	10
3.1、 精细化管理水平较高，且注重高端板研发，卡位市场未来	10
3.2、 成功拓展中大批量市场	12
3.3、 未来产能弹性较大，多厂区协同扩张	13
4、 盈利预测与公司估值.....	14
4.1、 关键假设	14
4.2、 盈利预测与估值	15
5、 风险提示	15
附：财务预测摘要.....	16

图表目录

图 1: 全方位实现多品类的一站式服务	4
图 2: 多种类产品齐头并进	4
图 3: 高端板占比超过一半	4
图 4: 营收保持高速增长	5
图 5: 净利润年均复合增长率达 33.83%	5
图 6: 崇达技术正逐步缩小与行业龙头的差距（营收，单位：亿元）	5
图 7: 公司毛利率水平位于行业前列	6
图 8: 公司摊薄 ROE 高达 18%	6
图 9: 客户数量超过 1000 家	7
图 10: 订单数量超过 15 万个	7
图 11: 客户分布于全球 50 多个国家和地区	7
图 12: 公司主要服务于通信设备、工控医疗等领域	7
图 13: 全球 PCB 行业景气向上	8
图 14: PCB 产业向中国转移明显	8
图 15: 全球 PCB 产业东移格局确定	9
图 16: 中国 PCB 行业进入加速发展期	9
图 17: 小批量板和大批量板技术差异较小	9
图 18: 生产效率、成本管控水平行业领先	11
图 19: 高层板、HDI 板和挠性板将成市场主流	11
图 20: 大批量和小批量 PCB 的生产线相同	13
图 21: 崇达技术成功开拓中大批量市场	13
表 1: 公司综合排名持续提升	6
表 2: 客户资源遍布五大类型	8
表 3: 小批量板管理、生产要求高	10
表 4: 崇达技术注重高端板研发	11
表 5: 崇达技术技术路径明确	12

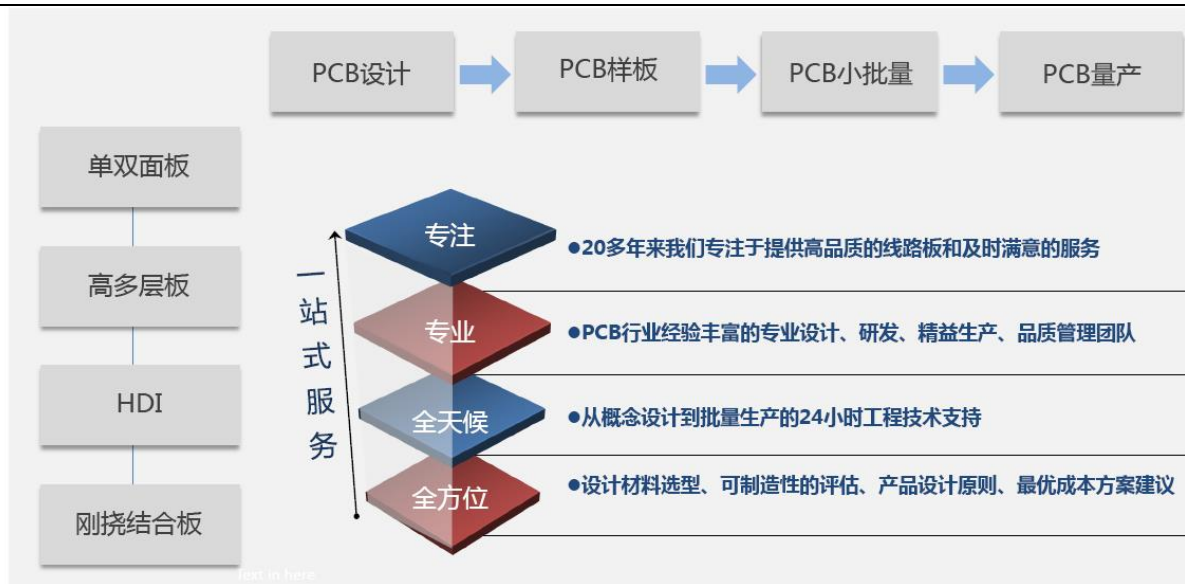
表 6: 可比公司估值情况（截至 2018 年 7 月 31 日）	15
---	----

1、小批量板领军企业

1.1、小批量板厚积薄发

公司主要产品类型覆盖 2-50 层、HDI、厚铜、刚挠结合、埋容等线路板，可一站式满足客户对各种不同产品的需求。公司产品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，80% 以上的产品外销到美洲、欧洲、日本、亚太（除中国）等国家及地区。

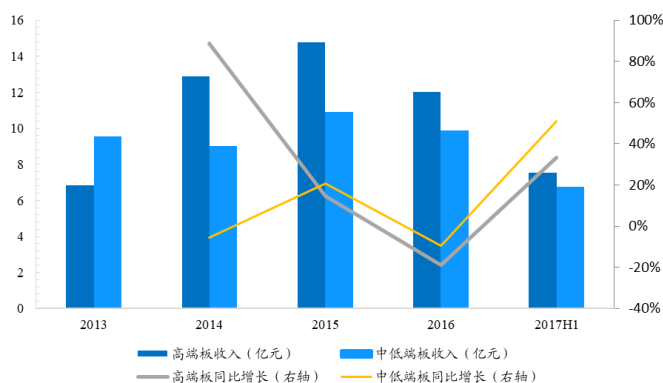
图1：全方位实现多品类的一站式服务



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

多种类产品齐头并进。公司产品分为高端板和中低端板，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%。

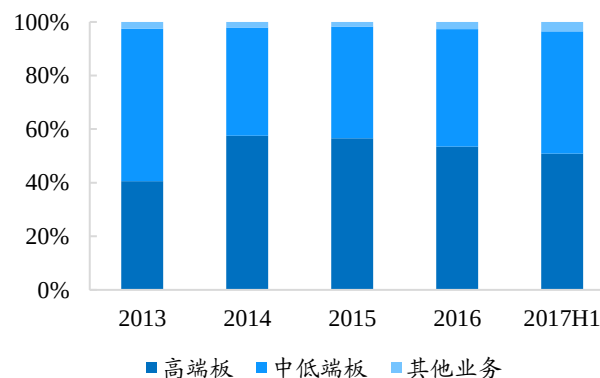
图2：多种类产品齐头并进



数据来源：Wind、新时代证券研究所

注：公司在 2017H1 后未分拆业务。

图3：高端板占比超过一半



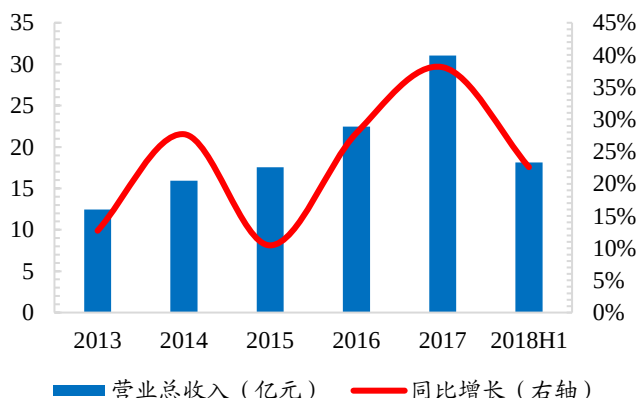
数据来源：Wind、新时代证券研究所

注：公司在 2017H1 后为未拆业务。

业绩稳增长，盈利能力不断提升。2013-2017 年，公司营业总收入从 12.46 亿元增长至 31.03 亿元，年均复合增长率达到 23.36%；归母净利润从 1.20 亿元增长

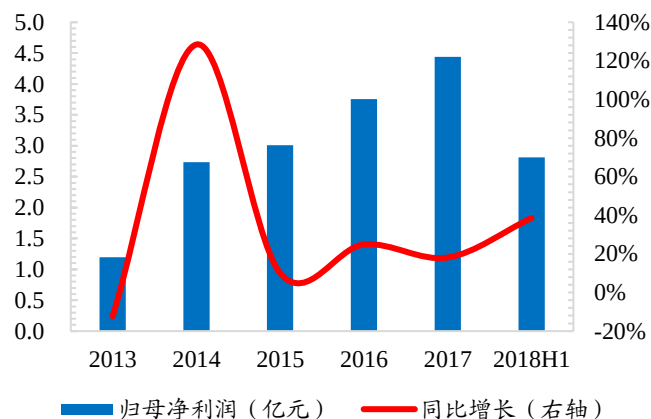
至 4.44 亿元，年均复合增长率高达 33.83%。2018 年上半年，公司实现营业总收入 18.15 亿元，同比增长 22.58%；归母净利润 2.81 亿元，同比增加 38.62%。

图4： 营收保持高速增长



数据来源：Wind、新时代证券研究所

图5： 净利润年均复合增长率达 33.83%



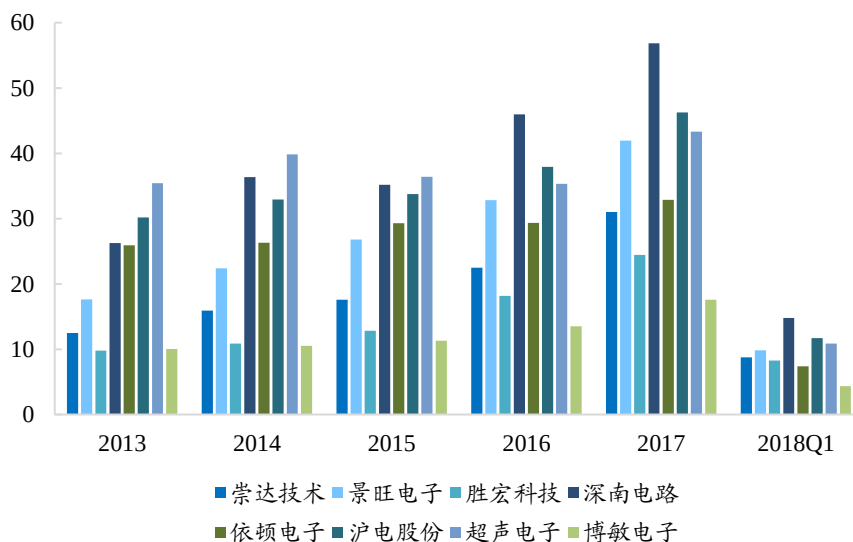
数据来源：Wind、新时代证券研究所

PCB 按照单个订单面积的大小，又可细分为小批量板（<50 平米）和大批量板（≥50 平米）。国内具有一定规模的专业小批量板厂较少，公司是国内小批量板行业的领先者，2015 年公司在小批量 PCB 市场的市场占有率约为 4.70%，稳居国内行业前三。近几年，公司整体实力有明显的提升，正逐步缩小与行业龙头的差距，已成为我国 PCB 行业的领跑者之一。

根据 NTI 发布的 2012-2017 年全球 PCB 百强企业排行榜，公司在全球 PCB 企业中的排名分别为第 74 名、第 65 名、第 62 名、第 52 名、第 45 名、第 39 名。

根据中国电子电路行业协会（CPCA）的统计，2012 年公司位居中国印刷电路行业排行榜综合排名第 24 名，内资企业排名第 9 名；到 2017 年，公司位居中国印刷电路行业排行榜综合排名第 17 名，内资企业排名第 4 名。

图6： 崇达技术正逐步缩小与行业龙头的差距（营收，单位：亿元）



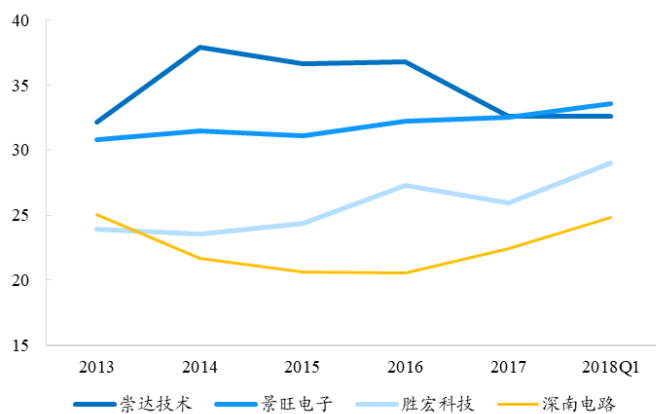
数据来源：公司公告、新时代证券研究所

表1: 公司综合排名持续提升

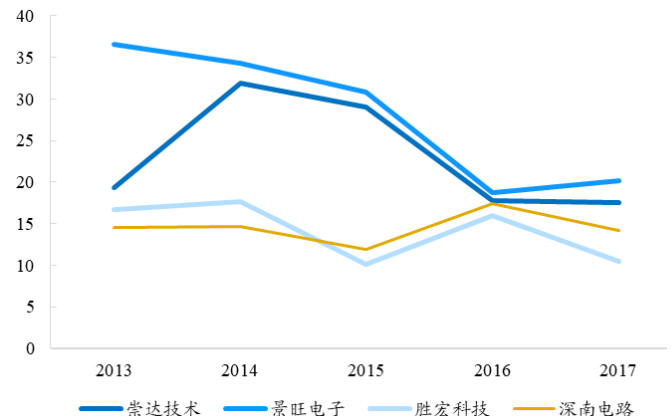
	全球排名	国内综合排名	国内内资企业排名
2012	74	24	9
2013	65	31	9
2014	62	28	8
2015	52	24	8
2016	45	21	5
2017	39	17	4

数据来源: 公司公告、新时代证券研究所

高效的精细化管理使得公司盈利能力保持领先。从毛利率来看, 与同行相比, 公司在 2013 年之后毛利率位于行业前列, 其中 2018 年一季度公司整体毛利率水平高达 32.62%。

图7: 公司毛利率水平位于行业前列

数据来源: Wind、新时代证券研究所

图8: 公司摊薄 ROE 高达 18%

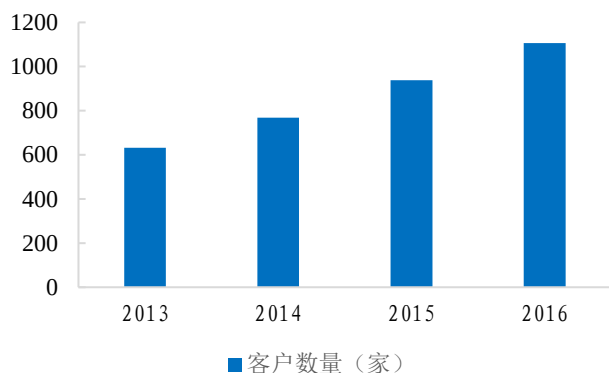
数据来源: Wind、新时代证券研究所

1.2、客户资源广泛, 新领域不断拓展

目前公司客户数量超过 1000 家, 分布于全球 50 多个国家和地区, 客户类型包括终端客户、EMS 公司、PCB 设计公司、PCB 生产企业及 PCB 贸易商等 5 类。

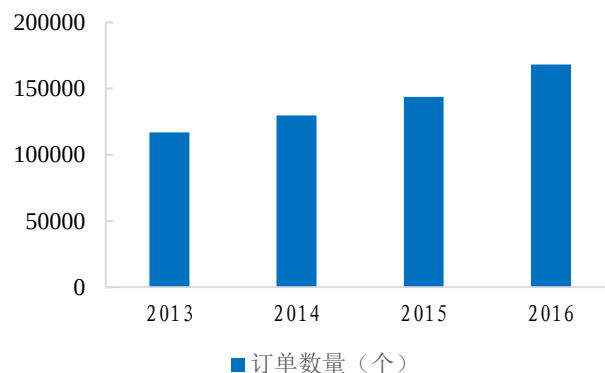
经过多年的培育, 公司不断加强与世界 500 强及各行业龙头企业的合作, 包括与艾默生、博世、施耐德、霍尼韦尔、3M、飞利浦、中国中车、东芝、松下、伟创力、康普、海康威视、大华科技、富士通、麦格纳、村田制作所等都达成了稳定的合作, 与谷歌、三星等达成了合作意向。同时, 在新兴行业客户开发方面, 目前机器人、无人机、可穿戴、VR/AR、智能 POS 机等新兴行业发展迅速, 公司已经与新松机器人、臻迪机器人、零度智控、Leap Motion、乐相科技、华智融、Gertec 等客户进入了稳定的合作阶段。

图9：客户数量超过 1000 家



数据来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

图10：订单数量超过 15 万个



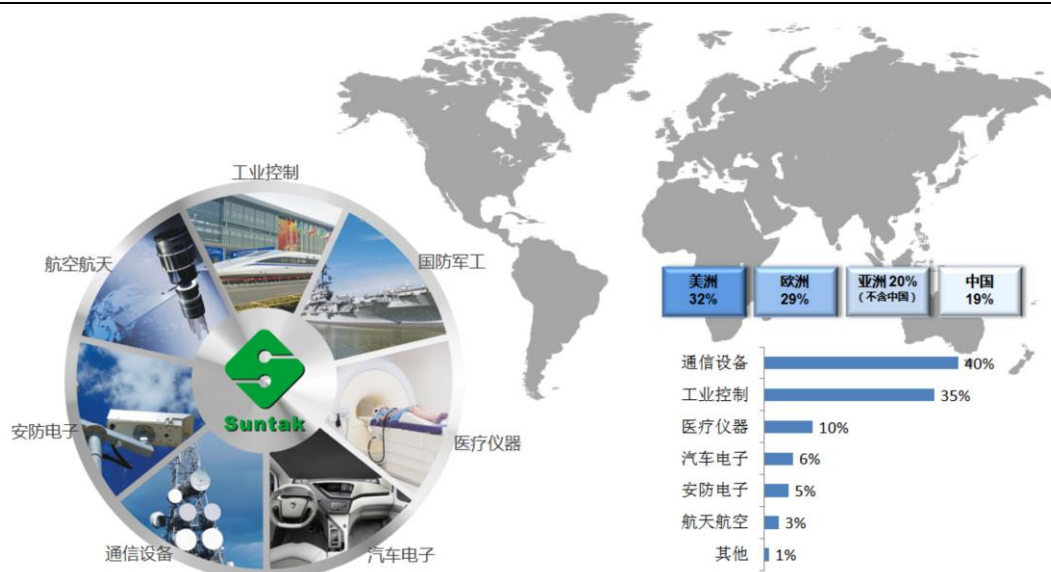
数据来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

图11：客户分布于全球 50 多个国家和地区



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

图12：公司主要服务于通信设备、工控医疗等领域



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

表2: 客户资源遍布五大类型

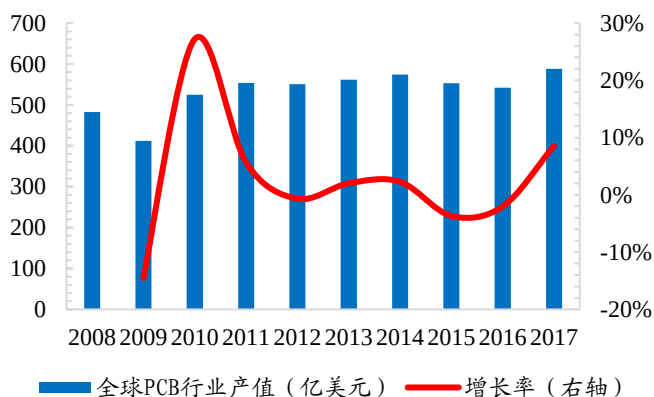
客户类别	简介	代表企业
终端客户	主要是在通信设备、工业控制、医疗仪器等行业中存在小批量板需求的用户，包括国内外大型终端客户和国内的中小型终端客户。	艾默生、Bosch、烽火通信
EMS 公司	即电子制造服务，指为电子产品类客户提供包括产品设计、代工生产等服务的厂商。Jabil Group、SVI Public Company	
	EMS 公司按其主要生产的产品不同，也存在对 PCB 大批量、小批量需求的区分。Ltd	
PCB 设计公司	专门的 PCB 设计公司和客户直接关联，并与 PCB 生产厂商也建立一定的合作关系。PCB 设计公司实际上并不仅仅负责 PCB 设计的任务，而兼具了 PCB 贸易商的功能，设计公司完成了 PCB 设计任务之后像 PCB 贸易商一样汇集客户的需求并向 PCB 生产企业提交订单，从而减少客户再重新寻找生产厂家的成本。	Palpilot、汉普电子
PCB 生产企业		DDi、PCB Technologies Ltd.
PCB 贸易商		NCAB Group、Suntech Circuits, Inc

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

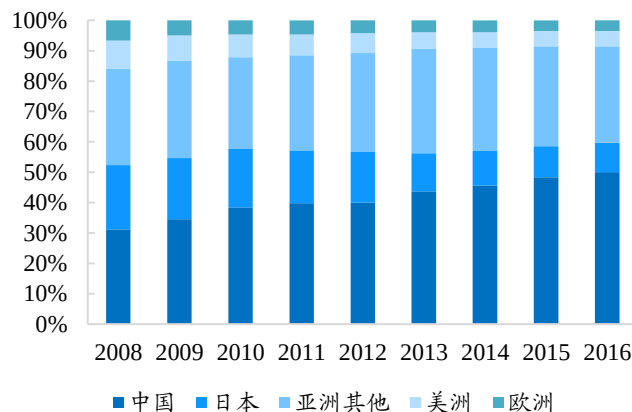
2、PCB 产业东移助力国内企业大发展

2.1、PCB 产业向中国转移明显，产业有望向龙头企业集中

PCB 行业景气向上，2017 年产值超预期。据 Prismark 统计，2017 年全球 PCB 产值为 588.43 亿美元，同比增长 8.6%。电子产业的运营模式已逐渐由单一迈向多元化发展。同时，与人工智能相关的存储器、传感器以及基础通信硬件设备或将成为 2018 年下一个爆点。

图13: 全球 PCB 行业景气向上

数据来源：Prismark、新时代证券研究所

图14: PCB 产业向中国转移明显

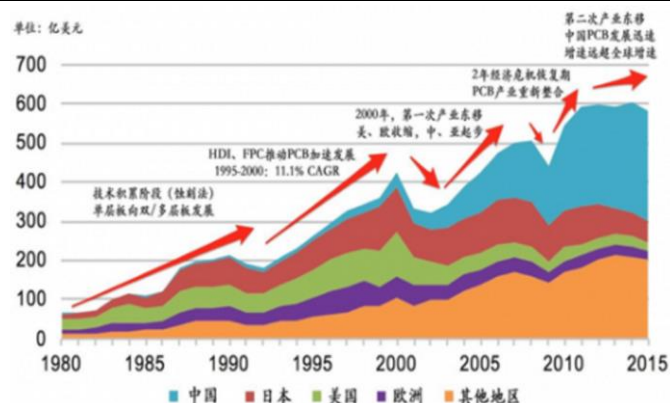
数据来源：Prismark、新时代证券研究所

全球 PCB 产业正从“欧美主导”向“亚洲主导”的发展变化。全球 PCB 产业最早由欧美主导，随着日本加入主导行列，形成欧美日共同主导的格局；21 世纪初，随着欧美国家生产成本过高和网络泡沫导致的经济下行，大量电子产业链迁移到亚洲。中国、日韩、东南亚等国家凭借劳动力、运输成本等优势，接过 PCB 生产的接力棒，全球 PCB 产业重心亦逐渐向亚洲转移，形成了以亚洲（尤其是中国大陆）为中心、其它地区为辅的新格局。

2008-2016 年，中国 PCB 行业产值从 150.37 亿美元增至 271.23 亿美元，年复合增长率高达 7.65%，远超全球整体增长速度 1.47%；2017 年中国 PCB 产值为 297.32

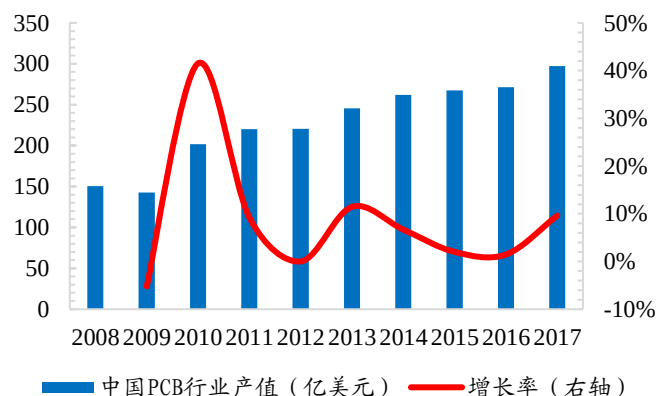
亿美元，同比增长 9.6%，已占据全球 PCB 一半以上的市场。

图15：全球 PCB 产业东移格局确定



数据来源：观研天下、新时代证券研究所

图16：中国 PCB 行业进入加速发展期



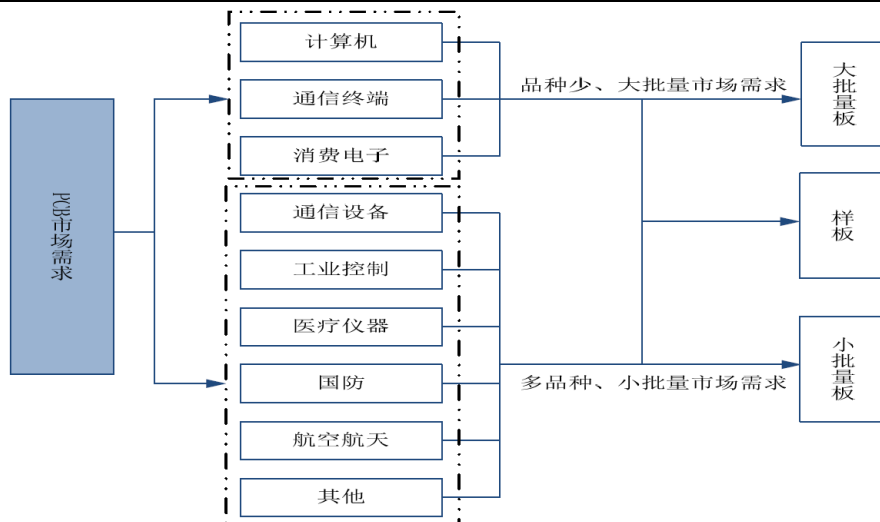
数据来源：Prismark、新时代证券研究所

扩产成本上升，产业有望向龙头企业集中。1）自动化设备成本提高。随着 PCB 产品种类越来越多，应用领域越来越广泛，其工艺越来越复杂，线宽线距越来越窄，所需要的自动化设备投资也有明显的提高。缺乏技术储备或者多年生产管理经验的是一些企业很难熬过漫长的设备安装和良率爬坡期；2）工艺越发复杂，人才培养周期较长。PCB 良率和毛利率是企业盈利水平的关键指标，由于生产流程较长，目前最高阶 HDI 板生产流程可达 88 步，每一步造成的良率损失都会影响到整体产品的毛利率水平。因此需要高端的技术人员和管理人员，只有资金流充足的大厂才能顺利度过较长的人才培养周期；3）污染处理和环保牌照的成本正不断提高。PCB 制作会产生大量的污水，在目前环保督查趋严的大背景下，废水处理的投入已超过千万，小厂负担不了如此高昂的费用而逐步退出市场。

2.2、小批量板——“品类多、难度高”，具备较强的研发和生产能力

根据客户不同的需求阶段，PCB 可分为样板和批量板。批量板按照单个订单面积的大小，又可细分为小批量板和大批量板。

图17：小批量板和大批量板技术差异较小



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

“多品种、小批量、短交期”的小批量板行业，特点鲜明：1) 应用领域广：小批量板广泛应用于通信设备、工业控制、医疗仪器、航空航天、安防电子等行业为主要应用领域；2) 订单数量多：小批量板订单数量多、品种多、均单面积小，一般为 10 平方米左右。日均处理的订单个数，是小批量板企业核心竞争力的体现之一；3) 交货期限短：小批量板交货期限较短，一般在 10-20 天。交货期限是小批量板制造企业竞争力的重要体现，客户下达订单后，要求制造商能够快速反应、组织生产；4) 议价能力强：小批量板厂商客户数量较多，客户比较分散，不存在对单一客户的重大依赖；同时，由于小批量板生产厂商提供的产品个性化程度较高，因此对下游客户的议价能力相对较强；5) 品质要求高：小批量板的应用领域如航空航天、医疗器械等行业，产品技术含量高，对产品的稳定性和耐久性的要求也更高，相应地对 PCB 的品质要求更为严格，要求 PCB 制造商具备较强的研发能力和生产能力。

小批量板行业与大批量板行业的主要区别在于下游产品和产量的差异，因下游产品和产量少，小批量板的平均订单面积相对比较小，在实现同等销售额下，小批量板企业需要承接的订单数量和品种必然比大批量板多，生产管理复杂性和难度也相对较高。

表3：小批量板管理、生产要求高

项目	小批量板	大批量板
下游行业	通信设备、工业控制、医疗仪器、国防及航空航天、安防电子等	计算机、通信终端、消费电子等
平均订单面积	平均订单面积约在 10 平方左右	一般在 50 平方米以上
订单量	订单数量多、品种多	订单数量少、品种少
生产管理	管理要求高，生产柔性化要求高	大批量生产，柔性化要求低于小批量板行业
交货周期	一般 10-20 天	一般 20 天以上

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3、小批量龙头成功拓展到空间更为广阔的中大批量市场，未来产能弹性较大

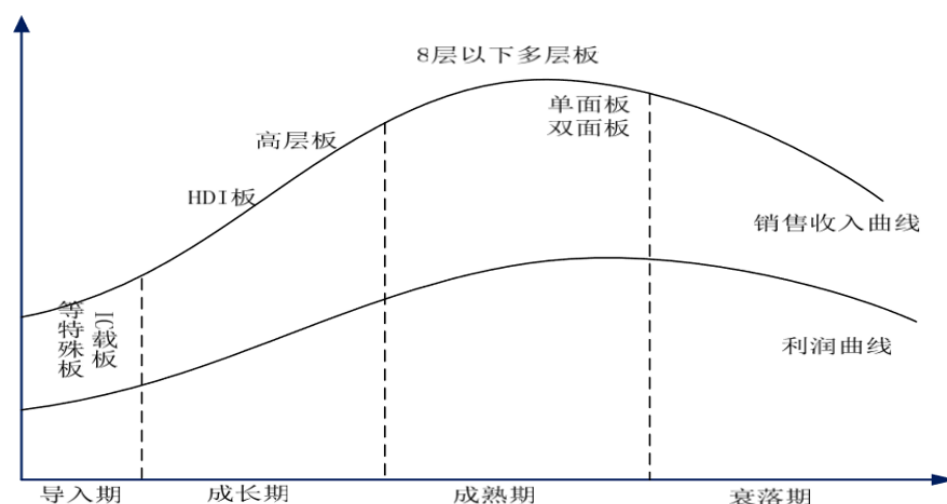
3.1、精细化管理水平较高，且注重高端板研发，卡位市场未来

崇达技术具备精细化 ERP 以及管理水平，精益求精的柔性制造，行业领先的生产效率以及成本管控水平。小批量板生产量小而品种繁杂，月度生产订单可达 2 万个，换料流程复杂，所以精细化管理的引进和加强尤为重要。公司 2011 年便已引入价值数千万的 IBM 和 ORACLE 智能制造系统，利用先进的 ERP 系统，结合条码管理技术，通过制定生产 WIP 表（生产流程计划表）和 LOT 卡（产品生产批量管制卡），保证多品种的排线生产；通过专业技能培训，使生产线操作人员熟练掌握 2-3 个相连工序的生产操作技术，便于机动调节人员配置，保证生产的衔接顺畅；通过对关键工序的集中质量控制并配合 PQA（制程品质稽核），做好产品的质量控制工作。

图18: 生产效率、成本管控水平行业领先

资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

据 Prismark 的预测, 2016-2020 年 HDI 板和挠性板 (包括刚挠结合板) 的年复合增长率超过传统 PCB 产品, 分别为 1.83% 和 2.59%。预计到 2020 年, 以高层板、HDI 板、IC 载板和挠性板为代表的高技术含量板占比将达到 62.26%, 成为市场主流。

图19: 高层板、HDI 板和挠性板将成市场主流

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

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, 把 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。

表4: 崇达技术注重高端板研发

产品类型	核心技术	拟达到目标
高多层 HDI 阶梯板产品	具有立体结构的 PCB 设计制作技术 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 高层 HDI 激光盲孔对准技术	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
高阶 HDI 产品 (高阶)	5 次及以上激光盲孔的叠加技术 任意层盲孔互连技术	5 次及以上激光盲孔叠加, 实现更高的布线密度
高多层超长背板产品 (长度 > 1000mm)	超长背板图形制作技术 超厚板电镀技术 超长背板阻焊制作技术 超长背板表面处理制作技术	长度 1000mm 以上, 厚度大于 8mm 的背板可大批量生产
超级厚铜板 (内、外层)	内层 10-20 盎司厚铜的图形制作技术 内层 10-20 盎司厚铜压合技术	实现 10 ~ 20 盎司超级厚铜板的批量生产, 满

产品类型	核心技术	拟达到目标
铜厚 10-20 盎司厚度）内、外层 10-20 盎司厚铜机械钻孔技术		足市场需求
18: 1 高纵横比 HDI 产 品研发产品	超厚板钻孔控制技术低浓度光剂电镀技术电镀喷流技术脉冲电镀技术	实现最大板厚 10mm，纵横比 18:1 产品的电镀,同时孔内铜厚 ≥ 时孔内铜厚
埋入元器件线路板产品	埋入电阻图形制作技术埋入电阻电性能测试技术同时埋入电阻与电容的制作技术埋入分立元器件制作技术	实现埋入元器件线路板产品的批量生产，突破国外的技术封锁和产品垄断
芯片封装（Substrate）产品	Bonding 焊盘精度控制技术超精细线路（线宽 10-50 微米）制作技术高温压合技术精细线路电镀技术超细焊盘电性测试技术	实现用于芯片封装的线路板的批量生产，突破国外的技术封锁和产品垄断
光模块产品	特殊电、镀金技术精细金手指间距制作控制技术	实现批量生产

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

表5：崇达技术技术路径明确

参数	2017 年	2018 年	2019 年
层数	64	64	64
最大板尺寸（mm）	1050x610	1100x650	1100x650
最大板厚	10 mm	10 mm	10 mm
最小板厚	0.30 mm	0.30 mm	0.30 mm
最小芯板厚度	0.05 mm	0.05 mm	0.034 mm
最大（完成）铜厚	内层：12OZ；外层：12OZ	内层：12OZ；外层：12OZ	内层：12OZ；外层：12OZ
最小线宽、间距（mm）	0.075/0.075 mm	0.066/0.066 mm	0.06/0.06 mm
最小机械钻孔径	0.15 mm	0.10 mm	0.10 mm
最小镭射钻孔径	0.075 mm	0.075 mm	0.075 mm
最小 PAD	内层：0.17 mm；外层：0.18 mm	内层：0.15 mm；外层：0.16 mm	内层：0.14 mm；外层：0.15 mm
孔边到孔边最小距离 （不同网络）	0.28 mm	0.25 mm	0.23 mm
孔到线最小距离	0.175 mm	0.16 mm	0.15 mm
纵横比	13: 1	15: 1	18: 1
阻抗控制公差	± 5%	± 5%	± 5%
HDI 阶数	4+N+4	4+N+4	5+N+5
散热基板	批量生产	批量生产	批量生产
嵌入式电容板	批量生产	批量生产	批量生产
嵌入式电阻板	小批量生产	批量生产	批量生产

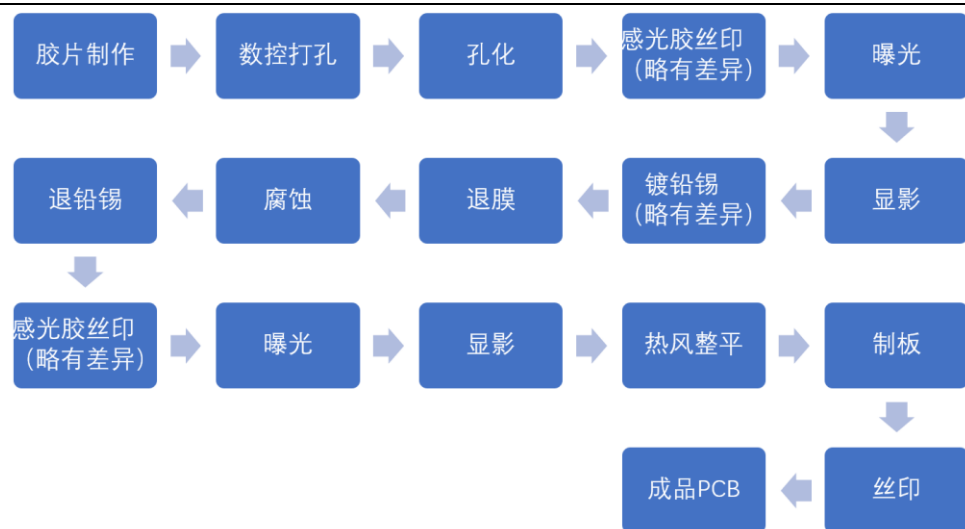
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.2、成功拓展中大批量市场

根据 Prismark 的估计，小批量板的市场规模仅占整个 PCB 行业市场规模的 10-15% 左右，加上样板也只占 PCB 市场的 15-20%。因此为了把握 PCB 产业向中国大陆转移的时代机遇，拓宽业务空间，响应快速增长的订单，崇达技术提出了“积极开拓中大批量市场”的战略，逐渐由专注小批量转型为开拓中大批量市场。崇达技术是国内小批量板的领先者，凭借着专业的市场定位以及多年技术与经验的沉淀形成了独特、有效的服务模式和快速反应客户需求的能力。一方面，大批量和小批量的生产线相同，公司作为国内小批量板的领先者具有技术和生产的优势；另一方面，公司多年积累优质客户资源，如 Emerson（艾默生）、Bosch（博世）、Palpilot

(美国最大的PCB设计公司之一)、PCB Technologies Ltd.(以色列PCB上市公司)、Viasystems(美国知名PCB上市公司)、Jabil Group(全球知名的EMS公司之一)等,其认证周期长(一般需要1-2年的认证周期),进入壁垒较高。

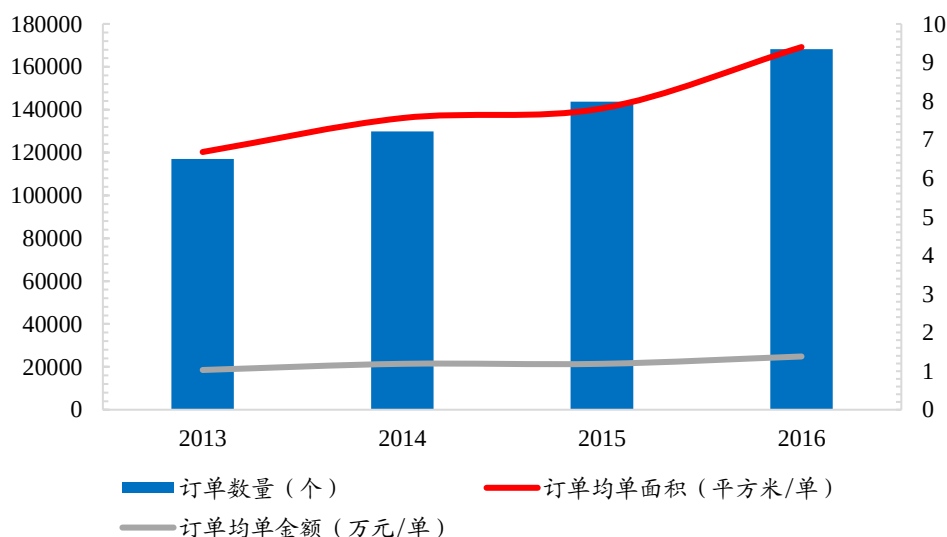
图20: 大批量和小批量 PCB 的生产线相同



资料来源: 中国教育装备采购网、新时代证券研究所

公司成功拓展中大批量市场。中大批量板订单的增加带动公司均单面积近年持续增加,从2013年的6.68平方米/单增加到2016年的9.4平方米/单。2017年公司中大批量订单(20平米以上)的销售面积占比达67.33%,销售收入占主营业务收入比例达到57%,新增订单金额中70%是中大批量订单。

图21: 崇达技术成功开拓中大批量市场



数据来源: 公司公告、新时代证券研究所

3.3、未来产能弹性较大,多厂区协同扩张

IPO募投项目的产能利用率处于快速爬坡期

IPO募投项目重点开发江门二期,募集资金投资项目建成投产后,将形成年产24万平方米多层PCB(8层以上)和24万平方米HDI的生产能力。2015年,公

司小批量板年产能为 131.4 万平方米，募投项目的实施将使目前的产能有较大幅度的增加，尤其是 HDI 的产能将快速扩充。2017 年底，该项目已实现净利润 6212.34 万元，预计 2018 年底达到预定产能。

投资设立子公司珠海崇达扩建在即

2017 年 9 月，公司在珠海市高栏港经济区投资设立全资子公司珠海崇达，注册资本 1 亿元，并取得该区 400 亩的工业建设用地，土地交易金额 8960 万元。珠海崇达计划分三期建设，建设期为 4 年，计划从 2018 年 1 月开始至 2021 年 12 月止，初步预计总投资额约为 25 亿元，设计年产能 640 万平方米/年。珠海崇达第一期计划投资 10 亿元，目前环评批复进展顺利，并于 2018 年二季度开始动工建设。

珠海崇达的建设将为“百亿崇达”打下坚实的基础，为公司快速发展提供有力保障，该投资项目的实施将对公司的长远发展具有积极效益。一方面，珠海崇达与江门崇达相距仅数十公里，充分发掘子公司不同系列产品之间的协同效应，符合公司发展战略。另一方面，扩充公司产能，完善产品结构；利用珠海当地的人才优势和成本优势，提升市场竞争力。

可转债募投项目稳定投产

2017 年 12 月，公司公开发行可转换公司债，拟募集资金总额 8 亿元，拟用于崇达技术总部运营及研发中心、超大规格印刷线路板技术改造项目、高多层线路板技术改造项目和补充流动资金。项目计算期为 8 年，项目边建设边投入生产，项目建设期 2 年（第 1、2 年），第 2 年年初有部分设备开始投产，生产期 7 年（第 2-8 年）。

其中，超大规格印制线路板技术改造项目全部建成并达产后，预计实现年均销售收入 16,850 万元（不含税），年均净利润 2,528 万元，项目投资回收期 6.35 年（税后），财务内部收益率 15.32%（税后）。大连崇达超大规格印制线路板技术改造项目，在大连崇达现有生产厂房内新购置、安装生产工艺设备，提升超大规格印制线路板的能力及工艺技术水平。

高多层线路板技术改造项目将利用江门崇达一厂现有生产场地，引进先进智能的自动化设备。全部建成并达产后，预计实现年均销售收入 15,405 万元（不含税），年均净利润 2,402 万元，项目投资回收期 6.60 年（税后），财务内部收益率 13.79%（税后）。江门崇达高多层线路板技术改造项目，在现有小批量 PCB 主营业务的基础上，充分考虑国内外同类产品的发展方向，改进工艺技术，提升高端小批量特种 PCB 产品的生产效率。

通过江门崇达和大连崇达技改项目的实施，公司将进一步优化产品结构，加大生产技术含量更高、盈利能力更强的高端小批量特种 PCB 板的比重，进一步提高公司核心竞争力。

4、盈利预测与公司估值

4.1、关键假设

- 1、公司产品下游客户开发、产品导入和募投项目顺利进行；
- 2、公司整体毛利率保持稳定，2018-2020 年毛利率为 32.0%、32.3%、32.0%。

3、公司可转债项目于 2019 年初部分开始投产，珠海崇达扩建项目于 2020 年初部分开始投产。

4.2、盈利预测与估值

预计公司 2018-2020 年实现营业收入分别为 40.3、50.3 和 69.0 亿元，归母净利润分别为 5.86、7.46 和 10.16 亿元，对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.71、0.90 和 1.22 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 23、18 和 13 倍。公司紧握 PCB 产业向中国大陆转移的时代机遇，从小批量龙头成功拓展到更为广阔的中大批量市场，订单量持续增加，同时公司未来产能弹性较大，多厂区协同扩张。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

表6：可比公司估值情况（截至 2018 年 7 月 31 日）

公司名称	股票代码	市值（亿元）	股价（元）	EPS			PE		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
景旺电子	603228.SH	223.75	54.84	2.09	2.75	3.50	26.2	19.9	15.7
胜宏科技	300476.SZ	116.15	15.09	0.60	0.80	1.10	25.2	18.9	13.7
深南电路	002916.SZ	182.00	65.00	2.47	3.14	3.99	26.3	20.7	16.3
沪电股份	002463.SZ	77.35	4.50	0.14	0.16	0.20	32.1	28.1	22.5
平均							27.5	21.9	17.0
崇达技术	002815.SZ	135.25	16.30	0.71	0.90	1.22	23.0	18.1	13.4

资料来源：Wind 预测、新时代证券研究所

5、风险提示

原材料价格波动的风险；募投项目进度不达预期；市场开拓进度不达预期；市场竞争加剧的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1440	2449	2458	2420	3018
现金	166	1390	1081	791	559
应收账款	514	652	864	1026	1567
其他应收款	12	11	21	19	36
预付账款	4	5	7	8	12
存货	243	322	419	502	766
其他流动资产	501	68	67	74	78
非流动资产	1964	2494	2952	3393	4368
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1439	1772	2208	2633	3516
无形资产	66	265	291	313	337
其他非流动资产	458	457	453	447	516
资产总计	3403	4943	5410	5814	7386
流动负债	1055	1720	1899	2065	3025
短期借款	138	641	300	300	300
应付账款	641	771	1057	1215	1913
其他流动负债	277	308	542	550	811
非流动负债	241	698	612	512	470
长期借款	223	673	587	487	445
其他非流动负债	18	25	25	25	25
负债合计	1296	2418	2511	2576	3494
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	410	410	830	830	830
资本公积	714	714	304	304	304
留存收益	983	1242	1594	2024	2579
归属母公司股东权益	2107	2525	2900	3237	3892
负债和股东权益	3403	4943	5410	5814	7386

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	454	701	912	945	1502
净利润	376	444	586	746	1016
折旧摊销	122	203	221	276	353
财务费用	2	51	24	23	34
投资损失	-1	-7	-2	-2	-3
营运资金变动	-84	17	83	-98	102
其他经营现金流	39	-7	0	0	0
投资活动现金流	-1141	-355	-677	-715	-1325
资本支出	722	763	458	441	975
长期投资	-420	404	0	0	0
其他投资现金流	-840	812	-219	-273	-350
筹资活动现金流	661	908	-544	-520	-408
短期借款	-120	504	-341	0	0
长期借款	102	450	-86	-100	(42)
普通股增加	50	0	420	0	0
资本公积增加	698	0	-410	0	0
其他筹资现金流	-68	-45	-127	-420	-366
现金净增加额	-19	1241	-309	-290	-231

利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2247	3103	4034	5030	6900
营业成本	1420	2091	2742	3407	4692
营业税金及附加	19	26	34	42	57
营业费用	100	125	161	201	262
管理费用	273	297	387	483	676
财务费用	2	51	24	23	34
资产减值损失	8	10	10	15	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	7	2	2	3
营业利润	427	518	677	861	1168
营业外收入	21	1	6	5	8
营业外支出	18	5	1	1	2
利润总额	429	514	682	865	1174
所得税	54	70	95	119	158
净利润	376	444	586	746	1016
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	376	444	586	746	1016
EBITDA	569	759	915	1149	1540
EPS（元）	0.45	0.53	0.71	0.90	1.22

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	27.9	38.1	30.0	24.7	37.2
营业利润(%)	25.1	21.4	30.7	27.2	35.7
归属于母公司净利润(%)	24.9	18.1	32.1	27.3	36.1
获利能力					
毛利率(%)	36.8	32.6	32.0	32.3	32.0
净利率(%)	16.7	14.3	14.5	14.8	14.7
ROE(%)	17.8	17.6	20.2	23.1	26.1
ROIC(%)	15.5	12.3	15.1	17.9	21.2
偿债能力					
资产负债率(%)	38.1	48.9	46.4	44.3	47.3
净负债比率(%)	11.1	(1.9)	(1.6)	4.8	9.6
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.2	1.0
速动比率	1.1	1.2	1.1	0.9	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	5.1	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.53	0.71	0.90	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	1.29	1.10	1.14	1.81
每股净资产(最新摊薄)	2.54	2.85	3.30	3.71	4.50
估值比率					
P/E	35.99	30.47	23.07	18.12	13.31
P/B	6.42	5.72	4.93	4.39	3.62
EV/EBITDA	24.20	17.8	14.8	11.9	9.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙金钜，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

司马湫，理学硕士，从业经验三年，曾在其他券商担任化工及中小市值分析师。侧重化工、新材料领域，对行业趋势有一定的前瞻性判断，能够根据行业特点和市场驱动因素，适时把握热点板块及相关个股的投资机会。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>