

## 创新技术与企业服务研究中心

## 东山精密(002384.SZ) 电子

评级：买入 维持评级

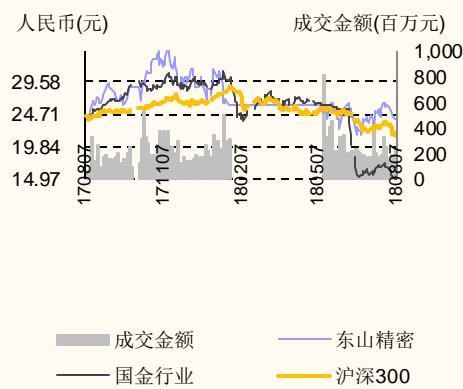
公司点评

市场价格（人民币）：24.01元  
 目标价格（人民币）：32.50元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 775.24      |
| 总市值(百万元)     | 25,715.87   |
| 年内股价最高最低(元)  | 34.08/21.60 |
| 沪深300指数      | 3368.87     |
| 中小板综         | 8865.21     |



## 相关报告

- 《中报符合预期，下半年各项业务有望精彩纷呈-中报符合预期，下半...》，2018.8.2
- 《收购 Multek，电路板业务如虎添翼-收购 Multek，电路...》，2018.5.13
- 《FPC 软板获得大客户青睐，高速增长趋势确立》，2017.10.25
- 《剥离低毛利业务，持续优化产品结构》，2017.9.22
- 《MFLX 渐入佳境，公司发展进入快车道》，2017.8.22

**樊志远** 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
 (8621)61038318  
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

**张纯** 联系人

**鲁洋洋** 联系人

## 引入战略股东，不良资产剥离有望加速

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2016    | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.170   | 0.436    | 1.049    | 1.625    | 2.128    |
| 每股净资产(元)    | 3.22    | 7.26     | 10.45    | 11.75    | 13.46    |
| 每股经营性现金流(元) | 0.05    | 0.11     | 0.65     | 1.89     | 3.16     |
| 市盈率(倍)      | 115.23  | 65.34    | 22.89    | 14.78    | 11.28    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 354.73% | 223.49%  | 142.28%  | 54.89%   | 30.94%   |
| 净利润增长率(%)   | 5.28%   | 6.00%    | 8.31%    | 11.45%   | 13.09%   |
| 净资产收益率(%)   | 847.39  | 1,071.05 | 1,077.39 | 1,077.39 | 1,077.39 |
| 总股本(百万股)    | 847.39  | 1,071.05 | 1,077.39 | 1,077.39 | 1,077.39 |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 事件概述

- 公司控股股东袁永刚、袁永峰拟合计转让 54,054,054 股给苏州市尧旺企业管理有限公司，转让完成后，苏州市尧旺持有东山精密 5.05%的股权，公司实际控制人合计持股比例从 43.76%降至 38.71%。

## 分析与判断

- 引入战略股东，有望加速剥离大尺寸显示及触控面板业务：“苏州尧旺”是苏州市吴中金融控股有限公司 100%持股的子公司，苏州市吴中金融控股是苏州市吴中区政府国有独资企业。公司在 7 月 10 日发布公告，计划剥离大尺寸显示及触控面板业务，潜在交易对方包括产业投资人、战略投资人以及公司的控股股东、实际控制人。我们研判，此次引入战略股东，有利于公司加快剥离大尺寸显示及触控面板业务，这部分业务占用资金高，消耗了公司资源，但是毛利率较低，拖累了公司的发展，剥离后，有望通过资产、业务和人员的有效整合，促进公司经营管理效率的提高和费用水平的下降，并有利于公司现金流的优化。未来公司将更加聚焦主业发展，持续提升核心业务的比重，进一步提升盈利能力。
- 短期看下半年需求旺季拉货，长期看公司业务整合快速发展：我们调研了日本、台湾 FPC 产业链，在苹果新机拉货及汽车应用加速的刺激下，下半年需求旺季，公司在大客户新机上单机价值量大幅提升，FPC 业务有望充分受益。LED、通信业务及 Multek 业务下半年为需求旺季，公司各项业务有望精彩纷呈，实现快速增长。中长期来看，公司 FPC 业务有望在大客户中持续提升份额，明年在 LCM 模组中有望增加新的料号，盐城工厂新料号量产顺利，未来产能将持续释放，增长动能强劲。智能硬件对 FPC 需求不断增加，如 3D sensing、三摄、折叠手机、IOT 设备等，都需要增加 FPC 软板的用量。5G 通信、汽车智能化及电动化也会增加软板、硬板及软硬结合板的需求量，Multek 产品主要应用于电信、工业及汽车领域，主要客户有诺基亚、思科、福特等，未来将显著受益，公司有望通过对电路板业务的管理整合及产能提升，实现协同快速发展，并进一步提升 Multek 的盈利能力。

## 投资建议

- 预测公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 1.05/1.63/2.13 元，现价对应 PE 分别为 22.9、14.8 及 11.3 倍，维持“买入”评级。

## 风险

- Multek 整合不达预期，FPC 产能释放缓慢，新产品良率提升不达预期。

### 附录：三张报表预测摘要

**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2015          | 2016          | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          |
|---------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>3,993</b>  | <b>8,403</b>  | <b>15,390</b>  | <b>18,362</b>  | <b>23,475</b>  | <b>31,226</b>  |
| 增长率                 | 110.5%        | 83.1%         | 19.3%          | 27.8%          | 33.0%          |                |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-3,396</b> | <b>-7,387</b> | <b>-13,185</b> | <b>-15,405</b> | <b>-19,502</b> | <b>-26,060</b> |
| %销售收入               | 85.1%         | 87.9%         | 85.7%          | 83.9%          | 83.1%          | 83.5%          |
| <b>毛利</b>           | <b>597</b>    | <b>1,016</b>  | <b>2,205</b>   | <b>2,958</b>   | <b>3,973</b>   | <b>5,166</b>   |
| %销售收入               | 14.9%         | 12.1%         | 14.3%          | 16.1%          | 16.9%          | 16.5%          |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-10</b>    | <b>-22</b>    | <b>-42</b>     | <b>-50</b>     | <b>-63</b>     | <b>-84</b>     |
| %销售收入               | 0.2%          | 0.3%          | 0.3%           | 0.3%           | 0.3%           | 0.3%           |
| <b>营业费用</b>         | <b>-153</b>   | <b>-197</b>   | <b>-316</b>    | <b>-367</b>    | <b>-470</b>    | <b>-593</b>    |
| %销售收入               | 3.8%          | 2.3%          | 2.1%           | 2.0%           | 2.0%           | 1.9%           |
| <b>管理费用</b>         | <b>-356</b>   | <b>-483</b>   | <b>-868</b>    | <b>-1,010</b>  | <b>-1,291</b>  | <b>-1,717</b>  |
| %销售收入               | 8.9%          | 5.7%          | 5.6%           | 5.5%           | 5.5%           | 5.5%           |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>78</b>     | <b>314</b>    | <b>978</b>     | <b>1,531</b>   | <b>2,149</b>   | <b>2,771</b>   |
| %销售收入               | 2.0%          | 3.7%          | 6.4%           | 8.3%           | 9.2%           | 8.9%           |
| <b>财务费用</b>         | <b>-87</b>    | <b>-205</b>   | <b>-361</b>    | <b>-362</b>    | <b>-294</b>    | <b>-318</b>    |
| %销售收入               | 2.2%          | 2.4%          | 2.3%           | 2.0%           | 1.3%           | 1.0%           |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>21</b>     | <b>-57</b>    | <b>-133</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>      | <b>11</b>     | <b>-11</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>投资收益</b>         | <b>10</b>     | <b>73</b>     | <b>47</b>      | <b>50</b>      | <b>50</b>      | <b>50</b>      |
| %税前利润               | 24.9%         | 45.2%         | 9.1%           | 4.0%           | 2.6%           | 2.0%           |
| <b>营业利润</b>         | <b>22</b>     | <b>136</b>    | <b>521</b>     | <b>1,219</b>   | <b>1,904</b>   | <b>2,503</b>   |
| <b>营业利润率</b>        | <b>0.6%</b>   | <b>1.6%</b>   | <b>3.4%</b>    | <b>6.6%</b>    | <b>8.1%</b>    | <b>8.0%</b>    |
| <b>营业外收支</b>        | <b>16</b>     | <b>25</b>     | <b>-1</b>      | <b>30</b>      | <b>30</b>      | <b>30</b>      |
| <b>税前利润</b>         | <b>38</b>     | <b>161</b>    | <b>520</b>     | <b>1,249</b>   | <b>1,934</b>   | <b>2,533</b>   |
| <b>利润率</b>          | <b>1.0%</b>   | <b>1.9%</b>   | <b>3.4%</b>    | <b>6.8%</b>    | <b>8.2%</b>    | <b>8.1%</b>    |
| <b>所得税</b>          | <b>1</b>      | <b>-12</b>    | <b>-50</b>     | <b>-119</b>    | <b>-184</b>    | <b>-241</b>    |
| <b>所得税率</b>         | <b>-2.6%</b>  | <b>7.5%</b>   | <b>9.6%</b>    | <b>9.5%</b>    | <b>9.5%</b>    | <b>9.5%</b>    |
| <b>净利润</b>          | <b>39</b>     | <b>149</b>    | <b>471</b>     | <b>1,130</b>   | <b>1,751</b>   | <b>2,292</b>   |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>8</b>      | <b>5</b>      | <b>4</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>32</b>     | <b>144</b>    | <b>467</b>     | <b>1,130</b>   | <b>1,751</b>   | <b>2,292</b>   |
| <b>净利率</b>          | <b>0.8%</b>   | <b>1.7%</b>   | <b>3.0%</b>    | <b>6.2%</b>    | <b>7.5%</b>    | <b>7.3%</b>    |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2015         | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>1,044</b> | <b>2,705</b>  | <b>2,941</b>  | <b>4,000</b>  | <b>5,000</b>  | <b>5,500</b>  |
| <b>应收账款</b>     | <b>1,871</b> | <b>3,531</b>  | <b>6,370</b>  | <b>6,694</b>  | <b>7,594</b>  | <b>9,245</b>  |
| <b>存货</b>       | <b>1,230</b> | <b>2,455</b>  | <b>3,376</b>  | <b>4,220</b>  | <b>5,343</b>  | <b>5,712</b>  |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>443</b>   | <b>499</b>    | <b>831</b>    | <b>531</b>    | <b>587</b>    | <b>784</b>    |
| <b>流动资产</b>     | <b>4,588</b> | <b>9,190</b>  | <b>13,517</b> | <b>15,446</b> | <b>18,524</b> | <b>21,241</b> |
| %总资产            | 66.4%        | 60.7%         | 61.1%         | 61.2%         | 62.5%         | 64.0%         |
| <b>长期投资</b>     | <b>85</b>    | <b>182</b>    | <b>723</b>    | <b>724</b>    | <b>723</b>    | <b>723</b>    |
| <b>固定资产</b>     | <b>1,870</b> | <b>3,361</b>  | <b>5,331</b>  | <b>6,651</b>  | <b>8,012</b>  | <b>8,857</b>  |
| %总资产            | 27.1%        | 22.2%         | 24.1%         | 26.4%         | 27.0%         | 26.7%         |
| <b>无形资产</b>     | <b>312</b>   | <b>2,259</b>  | <b>2,441</b>  | <b>2,408</b>  | <b>2,383</b>  | <b>2,362</b>  |
| <b>非流动资产</b>    | <b>2,325</b> | <b>5,949</b>  | <b>8,596</b>  | <b>9,785</b>  | <b>11,119</b> | <b>11,943</b> |
| %总资产            | 33.6%        | 39.3%         | 38.9%         | 38.8%         | 37.5%         | 36.0%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>6,912</b> | <b>15,139</b> | <b>22,113</b> | <b>25,231</b> | <b>29,643</b> | <b>33,184</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>1,962</b> | <b>4,896</b>  | <b>7,053</b>  | <b>3,693</b>  | <b>4,644</b>  | <b>3,051</b>  |
| <b>应付账款</b>     | <b>2,142</b> | <b>4,828</b>  | <b>6,116</b>  | <b>6,281</b>  | <b>7,956</b>  | <b>10,628</b> |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>69</b>    | <b>284</b>    | <b>920</b>    | <b>313</b>    | <b>398</b>    | <b>609</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>4,173</b> | <b>10,008</b> | <b>14,089</b> | <b>10,287</b> | <b>12,998</b> | <b>14,289</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>     | <b>2,253</b>  | <b>70</b>     | <b>1,270</b>  | <b>1,270</b>  | <b>1,270</b>  |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>21</b>    | <b>131</b>    | <b>162</b>    | <b>55</b>     | <b>70</b>     | <b>94</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>4,194</b> | <b>12,392</b> | <b>14,321</b> | <b>11,612</b> | <b>14,338</b> | <b>15,653</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>2,686</b> | <b>2,732</b>  | <b>7,773</b>  | <b>13,599</b> | <b>15,285</b> | <b>17,512</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>32</b>    | <b>14</b>     | <b>19</b>     | <b>19</b>     | <b>19</b>     | <b>19</b>     |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>6,912</b> | <b>15,139</b> | <b>22,113</b> | <b>25,231</b> | <b>29,643</b> | <b>33,184</b> |

**比率分析**

|                   | 2015           | 2016           | 2017           | 2018E          | 2019E         | 2020E         |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |               |               |
| <b>每股收益</b>       | <b>0.037</b>   | <b>0.170</b>   | <b>0.436</b>   | <b>1.049</b>   | <b>1.625</b>  | <b>2.128</b>  |
| <b>每股净资产</b>      | <b>3.170</b>   | <b>3.225</b>   | <b>7.258</b>   | <b>10.453</b>  | <b>11.748</b> | <b>13.460</b> |
| <b>每股经营现金净流</b>   | <b>-0.187</b>  | <b>0.055</b>   | <b>0.107</b>   | <b>0.650</b>   | <b>1.886</b>  | <b>3.157</b>  |
| <b>每股股利</b>       | <b>4.374</b>   | <b>4.374</b>   | <b>6.171</b>   | <b>0.050</b>   | <b>0.050</b>  | <b>0.050</b>  |
| <b>回报率</b>        |                |                |                |                |               |               |
| <b>净资产收益率</b>     | <b>1.18%</b>   | <b>5.28%</b>   | <b>6.00%</b>   | <b>8.31%</b>   | <b>11.45%</b> | <b>13.09%</b> |
| <b>总资产收益率</b>     | <b>0.46%</b>   | <b>0.95%</b>   | <b>2.11%</b>   | <b>4.48%</b>   | <b>5.91%</b>  | <b>6.91%</b>  |
| <b>投入资本收益率</b>    | <b>1.72%</b>   | <b>2.93%</b>   | <b>5.93%</b>   | <b>7.46%</b>   | <b>9.16%</b>  | <b>11.48%</b> |
| <b>增长率</b>        |                |                |                |                |               |               |
| <b>主营业务收入增长率</b>  | <b>13.31%</b>  | <b>110.46%</b> | <b>83.14%</b>  | <b>19.31%</b>  | <b>27.85%</b> | <b>33.02%</b> |
| <b>EBIT增长率</b>    | <b>-46.13%</b> | <b>299.90%</b> | <b>211.72%</b> | <b>56.44%</b>  | <b>40.36%</b> | <b>28.97%</b> |
| <b>净利润增长率</b>     | <b>-27.32%</b> | <b>354.73%</b> | <b>223.49%</b> | <b>142.28%</b> | <b>54.89%</b> | <b>30.94%</b> |
| <b>总资产增长率</b>     | <b>35.16%</b>  | <b>119.01%</b> | <b>46.07%</b>  | <b>14.10%</b>  | <b>17.49%</b> | <b>11.95%</b> |
| <b>资产管理能力</b>     |                |                |                |                |               |               |
| <b>应收账款周转天数</b>   | <b>131.8</b>   | <b>109.3</b>   | <b>111.5</b>   | <b>125.0</b>   | <b>110.0</b>  | <b>100.0</b>  |
| <b>存货周转天数</b>     | <b>112.5</b>   | <b>91.0</b>    | <b>80.7</b>    | <b>100.0</b>   | <b>100.0</b>  | <b>80.0</b>   |
| <b>应付账款周转天数</b>   | <b>141.3</b>   | <b>105.7</b>   | <b>100.9</b>   | <b>100.0</b>   | <b>100.0</b>  | <b>100.0</b>  |
| <b>固定资产周转天数</b>   | <b>154.9</b>   | <b>122.8</b>   | <b>95.5</b>    | <b>90.4</b>    | <b>78.0</b>   | <b>60.2</b>   |
| <b>偿债能力</b>       |                |                |                |                |               |               |
| <b>净负债/股东权益</b>   | <b>33.76%</b>  | <b>161.41%</b> | <b>53.67%</b>  | <b>7.07%</b>   | <b>5.97%</b>  | <b>-6.72%</b> |
| <b>EBIT利息保障倍数</b> | <b>0.9</b>     | <b>1.5</b>     | <b>2.7</b>     | <b>4.2</b>     | <b>7.3</b>    | <b>8.7</b>    |
| <b>资产负债率</b>      | <b>60.68%</b>  | <b>81.86%</b>  | <b>64.76%</b>  | <b>46.02%</b>  | <b>48.37%</b> | <b>47.17%</b> |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 增持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 中性 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价       |
|----|------------|----|-------|-----------|
| 1  | 2016-10-12 | 买入 | 20.70 | 26.8~26.8 |
| 2  | 2016-10-27 | 买入 | 20.44 | 26.8~26.8 |
| 3  | 2017-04-28 | 买入 | 20.70 | 26.8~26.8 |
| 4  | 2017-08-21 | 买入 | 27.26 | 38.6~38.6 |
| 5  | 2017-09-22 | 买入 | 26.00 | 38.6~38.6 |
| 6  | 2017-10-25 | 买入 | 33.00 | 38.6~38.6 |
| 7  | 2018-05-13 | 买入 | 25.99 | 38.6~38.6 |
| 8  | 2018-05-13 | 买入 | 25.29 | 32.5~32.5 |

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

单击此处输入文字。

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道4001号  
时代金融中心7GH