



2018-08-16

公司点评报告

买入/维持

崇达技术(002815)

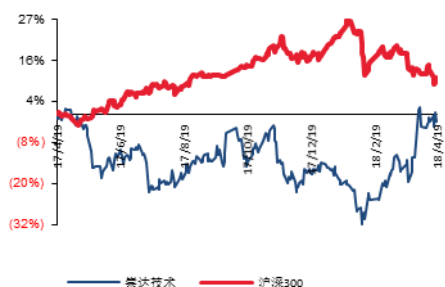
目标价: 26.9

昨收盘: 17.05

信息技术 技术硬件与设备

四大项目传递接力棒，向小目标奋进

■ 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)	14,147/3,689
12 个月最高/最低(元)	37.69/13.61

相关研究报告:

崇达技术(002815)《太平洋证券-电子行业-崇达技术(002815)半年报业绩预告点评:盈利上行,拓宽赛道,百亿只是小目标 20180724》--2018/07/24

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%; 实现归母净利润 2.80 亿元, 同比+38.62%; 扣非净利润 2.62 亿元, 同比+29.39%。预计 2018 年前三季度归母净利 3.90 亿元-4.50 亿元, 同比+20%-40%, 其中 Q3 归母净利 1.10 亿元-1.70 亿元。分析如下:

内销收入增势喜人, 新领域开拓硕果累累: 2018 年上半年, 公司继续提高生产规模, 拉长产品纵深, 20%平米以上的中大批量订单占总销售面积的约 69%, 新增订单金额中, 70%是中大批量订单。

此外, 报告期公司内销收入 4.4 亿元, 同比+43%, 国内市场开拓顺利, 国内市场 (26%) 虽然毛利率比国外 (31%) 低 5 个 pct, 但更加活跃、需求增长更加快, 有利于公司继续扩大订单规模。

业务开拓方面, 报告期内与华为、三星等新达成了合作意向。与新松机器人、臻迪机器人、零度智控等机器人、V/AR 等新兴领域客户进入了稳定合作阶段。

产销两旺, 各厂区高负荷运转: Q2 实现营收 9.38 亿元, 同比+18%, 环比+7%; 归母净利润 1.52 亿元, 同比+42%, 环比+19%。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, 江门二期新产能预计年底也可以达产且已累计实现约 5057 万元净利润。珠海项目 2018 年 Q3 动工, 保守估计建设期两年, 我们判断可能提前投放。

2018 年上半年公司产能利用率约 90%, 产销率 98%以上, 考虑到公司的订单 (面积小单价高) 数量相对同行多, 订单切换更频繁, 产能利用率能做到 90%以上说明公司具备较强的柔性自动化生产能力。

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
产能	98	122	131	196	281	353
产量	80	100	117	166	244	328
产能利用率	82%	82%	89%	85%	87%	93%
销量	78	98	112	158	239	315

扩大生产规模, 净利率不降反升, 产品结构不断优化: 利润率方面, Q2 毛利率 32.74%, 同比提升 1.1 个 pct, 环比提升 0.12 个 pct; 上半年毛利率 32.68%, 同比提升 0.57 个 pct。

Q2 净利率 16.25%, 同比提升 2.7 个 pct, 环比提升 1.7 个 pct; 上半年净利率 15.46%, 同比提升 1.7 个 pct。

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
毛利率	32.60	31.68	32.73	33.39	32.62	32.74
净利率	13.93	13.53	14.98	14.71	14.60	16.25

从 2017 年 Q1 开始的利润率变化可以看出，公司在逐步扩大订单的面积承接中大批量订单的过程中，毛利率维持稳定、净利率稳步提升。

其中 2018 年 Q2 净利率大幅提升约 1.6 个 pct，主要系产品结构优化、原材料成本下降、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。

需要关注的财务指标：

货币资金较年初减少 59.39%，主要系可转债募集资金及自有资金购买理财产品所致。

其他流动资产较年初增长了 838.98%，主要系可转债募集资金及自有资金购买理财产品所致。

经营活动产生的现金流量净额 3.33 亿元，同比+8%，正常变化。

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。

大规模、高多层、研发中心、珠海四大项目传递接力棒，百亿只是小目标：公司此前募投的江门二期小批量项目已经完成 90% 的投资进度并处于产能爬坡阶段，后续将逐步投入江门二期高多层技改项目来对应 5G 需求，目前投资进度 30%；大连基地的大规模 PCB 技改项目目前投资进度 25%，将主要针对大规模订单；崇达技术深圳总部研发中心也将加速投入，提升研发实力和员工办公环境。

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 6.39/8.31/11.13 亿，EPS 0.77/1.00/1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 22.1/17.0/12.7X，给与 2018 年 35X 估值，目标价 26.9 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。

■ 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	639.14	831.80	1113.40
(+/-%)	18.1%	44.0%	30.1%	33.9%
摊薄每股收益(元)	1.08	0.77	1.00	1.34
市盈率(PE)	15.7	22.1	17.0	12.7

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)	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	1	8	8
无形资产及其他	265	254	244	233	投资收益	7	1	1	1
投资性房地产	153	153	153	153	资产减值及公允价值变动	(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	738	961	1287
短期借款及交易性金融负债	669	798	892	806	营业外净收支	(4)	3	3	3
应付款项	898	1073	1273	1564	利润总额	514	740	964	1290
其他流动负债	154	199	238	293	所得税费用	70	101	132	176
流动负债合计	1720	2070	2404	2662	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	39	39	39	39	归属于母公司净利润	444	639	832	1113
其他长期负债	659	666	673	681					
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	2776	3116	3382	净利润	444	639	832	1113
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	2838	3246	3791	折旧摊销	174	219	273	320
负债和股东权益总计	4943	5614	6362	7173	公允价值变动损失	10	8	8	8
					财务费用	51	1	8	8
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	3842	3	(20)	(24)
每股收益	1.08	0.77	1.00	1.34	其它	(2)	(4)	(2)	(2)
每股红利	0.56	0.39	0.51	0.68	经营活动现金流	4470	870	1092	1417
每股净资产	6.16	3.42	3.91	4.57	资本开支	(2000)	(763)	(763)	(763)
ROIC	14%	19%	22%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	23%	26%	29%	投资活动现金流	(2000)	(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)	(326)	(424)	(568)

收入增长	38%	23%	22%	25%	其它融资现金流	(416)	129	95	(87)
净利润增长	18%	44%	30%	34%	融资活动现金流	(1246)	(197)	(329)	(654)
率					现金净变动	1224	(90)	0	0
资产负债率	49%	49%	49%	47%	货币资金的期初余额	166	1390	1300	1300
息率	3.3%	4.7%	6.1%	8.1%	货币资金的期末余额	1390	1300	1300	1300
P/E	15.7	22.1	17.0	12.7	企业自由现金流	2502	104	332	657
P/B	2.8	5.0	4.4	3.7	权益自由现金流	1902	232	420	563
EV/EBITDA	12.8	17.5	13.8	10.8					

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。