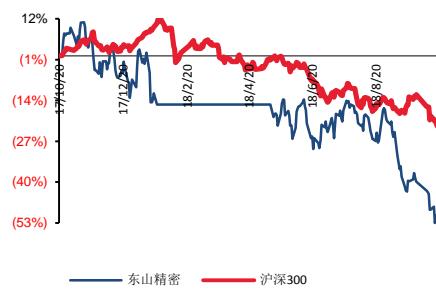




信息技术 技术硬件与设备

扣非净利好于表观，投资价值被低估

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,071/775
总市值/流通(百万元)	11,524/8,343
12 个月最高/最低(元)	34.08/9.55

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)：利润率全线提升，减法效应打造全品类大格局》--2018/08/01

证券分析师：刘翔

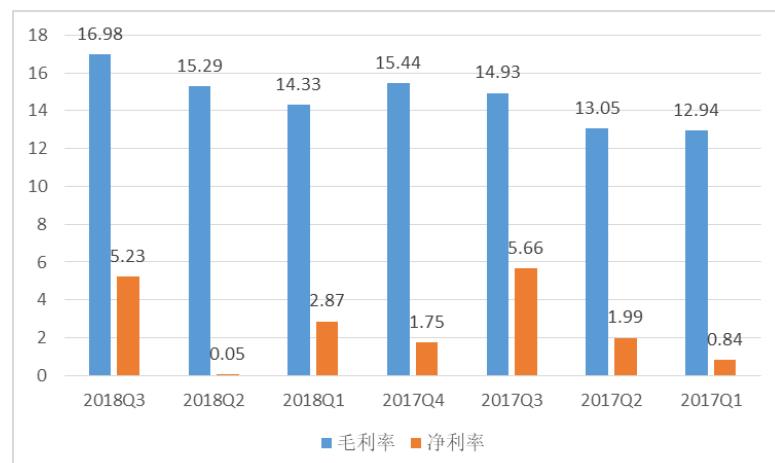
电话：021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517060001

事件：2018 年前三季度实现营业收入 134.06 亿元，同比+28.4%；归母净利 6.77 亿元，同比+82.7%，扣非归母净利 4.27 亿元（实际上，把投资收益、补贴这两项（约 2.5 亿）与资产减值损失、汇兑损失这两项（约 2.2 亿）抵算，利润仍超过 6.2 亿，同比+65%），同比+28.1%；预计 2018 年净利润 10.6-12.0 亿元，同比+101.4% 到+128.0%。分析如下：

前三季度毛利率逐季提升，各块业务展现盈利能力：Q3 实现营收 61.94 亿元，同比+43.6%，环比+69.3%；Q3 归母净利 4.17 亿元，同比+66.1%，环比 284.17%；Q3 扣非归母净利 3.23 亿元，同比+32.48%，环比+17588%。其中前三季度非经常性损益主要是合计约 2.5 亿元的政府补助和投资收益。公司业绩符合市场预期，利润率逐季提升。



2018 前三季度综合毛利率 15.82%，同比+2.02 个 pct，其中 Q3 毛利率 19.98%，同比+2.05 个 pct，环比+1.69%。盈利增长主要来自于 FPC 业务销售大幅增长、在总体业务中占比提升、盐城基地前期爬坡后进入生产旺季，multek 在供应链和管理等方面的协同效应逐渐体现，5G 滤波器业务增长较快。

2018 前三季度扣非净利率 3.19%，同比持平，其中 Q3 扣非净利率 5.23%，同比-0.43 个 pct，环比+5.18 个 pct。扣非净利率同比没有提升主要是公司并购借款财务费用同比提升约 100%。

报表中需要关注的财务指标，前三季度：

资产负债表：因并购 multek、出售威斯东山和大尺寸面板业务有一定变动

应收账款 87.51 亿元，同比+87.6%，应收票据 2.83 亿元，同比+137.3%，增速快于营收，系销售增长及并购 Multek，相应的应收增加。

长期应收款 7858 万元，同比+39.5%，系本期增加的融资租赁保证金的增加。

预付账款 2.62 亿元，同比-65.5%，系本期设备完成验收，前期预付的设备款转入固定资产。

其他应收款 8771 万元，期末比期初增长 30.13%，上年同期 30 万元，系除合并 Multek 外增加的保证金。

存货 44.50 亿元，同比+10.1%，增幅小于营收，除合并 Multek 外，产销增加，相应的存货余额增加。

固定资产 82.65 亿元，比期初增长 105.21%，系除合并 Multek 外，本期在建工程转固定资产的增加。

在建工程 18.22 亿元，比期初增长 39.89%，系厂房和设备投入的增加。

短期借款 85.60 亿元，比期初增长 35.49%，系盐城所需营运资金增加。

应付账款 93.08 亿元，比期初增长 72.31%，系除合并 Multek 外，应付设备、工程款及营运资金需求增加。

其他应付款 2.66 亿元，比期初增长 47.58%，系除合并 Multek 外，本期计提的利息增加。

长期借款 27.83 亿元，比期初增长 3876.49%，系收购 Multek 增加的并购贷款及盐城项目贷款增加。

长期应付款 7.97 亿元，比期初增长 462.52%，系融资租赁款的增加。

利润表非经常损益金额较大、财务费用短期拖累净利率

非经常性损益 2.49 亿元，其中政府补助 1.44 亿元，其他符合非经常性损益定义的损益项目 1.14 亿元，主要是上半年出售给威斯东山的投资收益。

管理费用 3.83 亿元，同比+33.65% 增速与营收基本相符，系除合并 Multek 外，销售规模扩大，相应研发费用，管理成本的增加。（研发费用还未单独列示）

财务费用 5.03 亿元，同比+100.91% 增速快于营收，系收购 Multek 新增并购贷款及盐城项目贷款增加，导致借款规模及利息支出相应增加。其中，前三季度汇兑损益约-7500 万元，借款及票据利息支出约 4 亿元。

资产减值损失 1.45 亿元，同比+211.85%，系除合并 Multek 外，销售增加，计提的坏账准备及存货跌价准备增加。

投资收益 1.06 亿元，同比+3163.95%，系转让参股子公司收益。

现金流量表净现比 1.59，造血能力良好

经营性活动现金流净额 10.70 亿元，同比+1204.98%，系销售回款的增

加；

投资活动产生的现金流净额-53.78 亿元，同比+322.77%，系并购 Multek 和固定资产投入的增加；

筹资活动产生的现金流净额 38.02 亿元，同比+123.02%，系生产规模的扩大，借款的增加。

业务线聚焦效果初显，FPC 盈利强、滤波器增长快：公司前三季度扣非净利润 4.27 亿元，根据业绩拆分模型估算，前三季度 FPC 业务净利润约 4.5-4.7 亿元，LED 业务净利润约 0.9-1.1 亿元，通信及滤波器业务净利润约 0.9-1.1 亿元。其他业务亏损约 2.3 亿元，其中资产减值准备 1.45 亿元。

Q3 单季度扣非净利润约 3.2 亿元，FPC 业务净利润约 2.7-2.9 亿元，单季度净利率提升至约 11%；LED 约 0.5-0.7 亿元，净利率约 10%；通信及滤波器约 0.4-0.6 亿元，滤波器净利率约 40%，其他业务亏损约 0.7 亿元。

5G 业务部署长期成长，A 客户业务也是好生意：multek 过去十年都是全球领先的数通板供应商，目前 30%以上收入来自思科、爱立信、三星、诺基亚等核心设备商，产品资质足够进入国内设备商供应链，同时 multek 在工控医疗板、汽车板等领域也有较强的全球竞争力；艾福电子滤波器业务直接受益 5G 高频大容量低时延环境下射频前端器件的量价齐升。

A 客户软板业务竞争格局实际上很好，外资企业盈利性差、台湾臻鼎等巨头份额高增量有限，圈内仅台郡、东山、嘉联益等具备份额提升、盈利提升的空间和能力。实际上 A 客户软板的价值量、壁垒和盈利性都要强于安卓机供应链等其他领域。

未来公司会继续提高非软板业务占比、A 客户非手机业务占比来降低 PCB 业务的季节波动性，对智能手机的依赖会控制在合理范围内。公司将逐渐发展成一家业务更加平衡、市场份额逐步扩大的企业。

公司主营业务受益于 5G 的逆势投资和下游终端持续创新，且领先的设备资质、技术层次都享有时间差，在同行公司中稀缺性最强。

投资建议：预计 18-20 年净利润分别为 11.5/16.1/22.0 亿，EPS 0.71/1.00/1.36 元，当前股价对应 PE 分别为 15.04/10.74/7.86X，给予 2018 年 25X 估值，目标价 17.7 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)	15,390	19,980	24,215	31,648
(+/-%)	83.1%	29.8%	21.2%	30.7%
净利润(百万元)	526	1155.38	1748.29	2383.37
(+/-%)	264.9%	119.6%	51.3%	36.3%
摊薄每股收益(元)	0.49	1.08	1.63	2.23
市盈率(PE)	21.9	15.0	9.9	7.3

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	2941	2705	1000	1000	营业收入	15390	19980	24215	31648
应收款项	6370	8211	9951	13006	营业成本	13185	16877	20087	26249
存货净额	3376	5677	6757	8877	营业税金及附加	42	56	68	89
其他流动资产	797	1139	1380	1804	销售费用	316	410	496	649
流动资产合计	13517	17766	19123	24722	管理费用	868	1107	1340	1749
固定资产	5331	5993	5954	5880	财务费用	361	400	440	430
无形资产及其他	215	207	198	190	投资收益	47	73	73	73
投资性房地产	2875	2875	2875	2875	资产减值及公允价值变动	(143)	46	46	46
长期股权投资	175	247	319	390	其他收入	60	0	0	0
资产总计	22113	27088	28469	34057	营业利润	581	1248	1902	2602
短期借款及交易性金融负债	7053	6901	5543	6099	营业外净收支	(1)	26	26	26
应付款项	5750	8696	10351	13598	利润总额	580	1274	1928	2628
其他流动负债	1286	3106	3703	4862	所得税费用	50	109	165	225
流动负债合计	14089	18703	19597	24559	少数股东损益	4	9	14	19
长期借款及应付债券	70	70	70	70	归属于母公司净利润	526	1155	1748	2383
其他长期负债	162	272	382	493					
长期负债合计	232	342	452	563	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	14321	19045	20049	25122	净利润	526	1155	1748	2383
少数股东权益	19	15	8	(1)	资产减值准备	76	54	4	(1)
股东权益	7773	8027	8412	8936	折旧摊销	441	495	589	629
负债和股东权益总计	22113	27088	28469	34057	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)	446	(696)	(1082)
每股收益	0.49	0.72	1.09	1.48	其它	(75)	(58)	(11)	(8)
每股红利	0.39	0.56	0.85	1.16	经营活动现金流	(1563)	2046	1588	1875
每股净资产	7.26	5.00	5.24	5.56	资本开支	(2325)	(1156)	(500)	(500)
ROIC	7%	10%	14%	19%	其它投资现金流	(11)	0	0	0
ROE	7%	14%	21%	27%	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%	10%	12%	11%	支付股利、利息	(415)	(901)	(1364)	(1859)
收入增长	83%	30%	21%	31%	其它融资现金流	4872	(153)	(1357)	555
净利润增长率	265%	120%	51%	36%	融资活动现金流	4184	(1054)	(2721)	(1304)
资产负债率	65%	70%	70%	74%	现金净变动	237	(236)	(1705)	0
息率	3.6%	7.8%	11.8%	16.1%	货币资金的期初余额	2705	2941	2705	1000
P/E	21.9	15.0	9.9	7.3	货币资金的期末余额	2941	2705	1000	1000
P/B	1.5	2.2	2.1	1.9	企业自由现金流	(3664)	1183	1425	1711
EV/EBITDA	18.2	17.9	13.3	12.0	权益自由现金流	(975)	804	(150)	2046

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq. com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq. com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。