



2018-10-24

公司点评报告

买入/维持

崇达技术(002815)

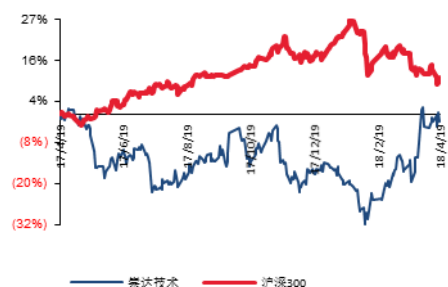
目标价: 21.6

昨收盘: 15.1

信息技术 技术硬件与设备

盈利能力稳步提升，现金流继续向好，资产负债表更加健康

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	831/218
总市值/流通(百万元)	12,552/3,288
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)中报点评:四大项目传递接力棒,向小目标奋进》--2018/08/16

证券分析师: 刘翔

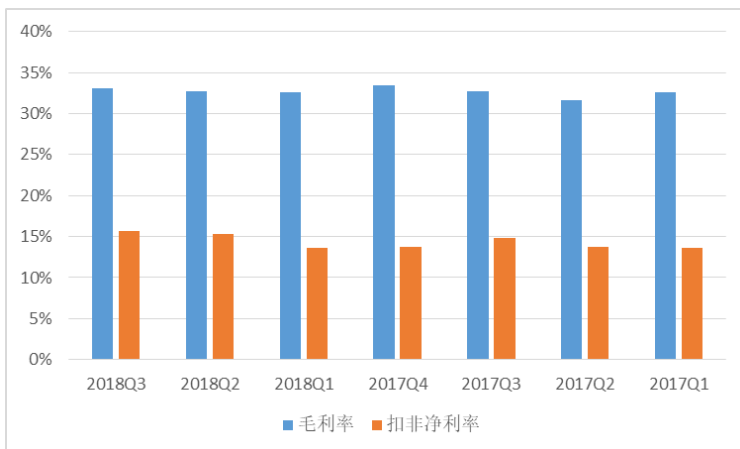
电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码:

事件: 2018 年前三季度实现营业收入 27.71 亿元, 同比+20.77%; 实现归母净利润 4.32 亿元, 同比+33.18%; 扣非净利润 4.12 亿元, 同比+27.19%。公司预计 2018 年净利润 5.32-6.21 亿元, 同比+20%到+40%。Q4 单季度净利润 1.00-1.89 亿元, 同比+0%到+60%, 分析如下:

内销收入增势喜人, 新领域开拓硕果累累: Q3 实现营收 9.57 亿元, 同比+17.49%, 环比+2.03%; 归母净利 1.52 亿元, 同比+24.93%, 环比持平; Q3 扣非后归母净利 1.49 亿元, 同比+23.52%, 环比 4.55%。



2018 前三季度综合毛利率 32.83%, 同比+0.5 个 pct, 其中 Q3 毛利率 33.12%, 同比+0.39 个 pct, 环比+0.38 个 pct。毛利率同比增长主要来自于成本端原材料价格的下降、人工的有限增长、产线空置率的降低, 总体效率在按计划升级。

2018 前三季度扣非净利率 14.86%, 同比+0.75 个 pct, 其中 Q3 扣非净利率 15.65%, 同比+0.76 个 pct, 环比+0.38 个 pct。费用率降低促使净利率提升。环比净利率变化与毛利率变化幅度基本符合, 环比毛利率提升不大, 主要是江门二期的爬坡影响, 订单价格环比变化也不大。

需要关注的财务指标, 前三季度:

利润表: 费用增长慢于营收, 非常性影响小, 汇兑损益约 1900 万

非经常性损益 2092 万元, 其中委托投资收益 1225 万元, 政府补助 1705 万元。Q3 单季度政府补助 121 万元。

销售费用 1.05 亿元, 同比+14%慢于营收增速;

管理费用 1.44 亿元，同比+19%与营收增速相符；

研发费用 1.19 亿元，同比+28%快于营收增速，系高多层技术、高密度精细线路等方向投入增加；

财务费用 2174 万元，同比-44%，汇兑收益约 1900 万元，利息净支出约 4122 万元；其中，上半年汇兑收益约-165 万元，利息净支出约 2529 万元；利息费用主要由可转债利息产生；

投资收益 1524 万元，同比+141%，系三德冠投资收益和理财产品投资收益；其他收益 1705 万元，同比+136%，系政府补贴；

所得税费用 7748 万元，同比+42%快于利润增速，系所得税增长。

其中 Q3 单季度：

管理费用 5676 万元，同比+31.87%快于营收增速，系股权激励费用增长所致；

研发费用 4207 万元，同比+56%快于营收增速，系高多层、高精细互联线路等方向开发投入增加；

财务费用-331 万元，同比-119%，Q3 单季度汇兑损益约 2100 万元，利息净支出（支出减收入约 1591 万元）；

资产减值损失-170 万元，同比-280%，系坏账准备减少；

投资收益 672 万元，同比+384%，系理财收益并计提三德冠投资收益；

所得税费用 1020 万元，同比+57%快于利润增速，系计提所得税增加所致。

现金流量表：净现比 1.42，现金流同比改善，投资和还款增加

购买商品提供劳务收到现金 26.04 亿元，同比+21%与营收增速相符，系销售商品增加；

收到其他与经营活动有关的现金 8433 万元，同比+163%，系收购三德冠的定金返还；

购买商品、接受劳务支付的现金 14.61 亿元，同比 15%增速小于营收，系原材料、设备款支出减少；

支付各项税费 1.35 亿元，同比+33%，系支付的增值税和各项税费增加；

经营活动现金流净额 6.12 亿元，同比+33%快于营收增速，主要是采购减少、收入增加所致；

收回投资收到的现金 9.73 亿元，同比+186%，环比增加 2.7 亿，系理财产品到期赎回（总计 4.64 亿元）；

构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 4.31 亿元，同比-17%，比期初增加 1.3 亿，江门二期、大连基地等添置设备支出、扩产后期所需投入比上期减少；

投资支付的现金 18.41 亿元，购买三德冠股权、理财产品所致；

投资活动现金流净额-8.29 亿元，同比-381%，比期初减少 5 千万，系购买三德冠股权、理财产品增加；

取得借款收到的现金 3.20 亿元，同比-47%，减少银行借款；

收到其他筹资活动有关现金 8557 万元，同比+218%，股权激励款到位所致；

偿还债务支付的现金 8.13 亿元，同比+215%，归还银行借款所致；

筹资活动现金流净额-6.51 亿元，同比-456%，系偿还债务、分配股利所致；

资产负债表：上下游占款明显减少，负债下降，资产负债率环比下降 4 个 pct

货币资金 5.26 亿元，比期初减少-62%，系可转债闲置资金购买理财产品及收购三德冠及大连电子部分股权所致；

应收账款 7.61 亿元，同比+15%慢于营收增速，系销售规模增长；

应收票据 1926 万元，同比+74%快于营收增速，系销售增加致承兑汇票增加；

预付款项 103 万，同比-79%，系公司减少了预付货款；

存货 3.12 亿元，同比+10%小于营收增速，环比增加一千万；

其他流动资产 3.71 亿，比期初增加 566%，系理财产品增加；

长期股权投资 2.08 亿元，比期初增加 700%，系对三德冠投资；

固定资产 19.53 亿元，同比+10%，比期初增加 0.3 亿，主要系江门二期扩产转固；

在建工程 2.21 亿元，同比-5%，比期初减少 9000 万，主要系江门部分扩产项目转固。

预收款项 1059 万元，同比+181%，增加了贷款的预收比例；

应付账款和应付票据 9.13 亿元，同比+5%慢于营收增速，系材料款、设备款应付额减少；

应交税费 6891 万元，同比+138%，比期初增加 86%，系收购三德冠代扣代缴被收购方个税；

其他应付款 1.24 亿元，同比+210%，系收到股权激励资金；

短期借款 1.62 亿元，同比-60%，比上期减少 2.46 亿元，系归还银行贷款；长期借款 3533 万元变化不大；

应付债券 6.38 亿元，系发行可转债；

其他资产负债表项目变化不大。

模型估计各分工厂情况，前三季度：

深圳厂区产能利用率约 90%，产值约 8.6 亿；

江门一厂产能利用率约 95%，产值约 10.3 亿；

江门二厂产能利用率约 85%，产值约 6.5 亿；

大连厂区产能利用率约 90%，产值约 2.3 亿

维持高产满销状态，客户和订单结构更加合理，收购三德冠拓宽赛道：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。

去年开始，公司着力开拓国内客户订单，目前国内客户占比以每个季度 1%-2%左右的进度提升；2015 年开始公司逐步放大中批量订单占比（均单面积 20 平米以上），目前新增订单 60%以上为中大批量订单，在利润率稳定的前提下，转型有利于提高收入天花板。

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，在未上市软板企业中盈利能力领先。随着三德冠达到协议条款，审计完成后，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、高层、研发中心、珠海四大项目传递接力棒：公司此前募投的江门二期小批量项目已经完成 95%以上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 2019 年底建成投产。公司转型中大批量板市场后，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 6.00/8.06/11.02 亿，EPS 0.72/0.97/1.33 元，当前股价对应 PE 分别为 20.9/15.5/11.4X，给与 2018 年 30X 估值，目标价 21.6 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	3,800	4,663	5,829
(+/-%)	38.1%	22.5%	22.7%	25.0%
净利润(百万元)	444	600.13	806.73	1102.31
(+/-%)	18.1%	35.2%	34.4%	36.6%
摊薄每股收益(元)	1.08	0.72	0.97	1.33
市盈率(PE)	13.9	20.9	15.5	11.4

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	1390	1300	1300	1300	营业收入	3103	3800	4663	5829
应收款项	675	823	1009	1262	营业成本	2091	2512	3018	3722
存货净额	322	384	460	569	营业税金及附加	26	32	40	50
其他流动资产	61	76	93	117	销售费用	125	163	201	221
流动资产合计	2449	2583	2862	3248	管理费用	297	369	435	524
固定资产	2076	2618	3109	3552	财务费用	51	24	31	31
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	5608	6368	7186	营业利润	518	693	932	1274
短期借款及交易性金融负债	669	816	923	834	营业外净收支	(4)	3	3	3
应付款项	898	1068	1279	1584	利润总额	514	695	935	1277
其他流动负债	154	200	239	294	所得税费用	70	95	128	175
流动负债合计	1720	2084	2441	2712	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	673	673	673	673	归属于母公司净利润	444	600	807	1102
其他长期负债	25	32	40	47	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	698	705	713	720	净利润	444	600	807	1102
负债合计	2418	2790	3154	3432	资产减值准备	2	4	2	2
少数股东权益	0	0	0	0	折旧摊销	174	219	273	320
股东权益	2525	2819	3214	3754	公允价值变动损失	10	8	8	8
负债和股东权益总计	4943	5608	6368	7186	财务费用	51	24	31	31
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	473	4	(20)	(16)
每股收益	1.08	0.72	0.97	1.33	其它	(2)	(4)	(2)	(2)
每股红利	0.56	0.37	0.50	0.68	经营活动现金流	1100	832	1067	1414
每股净资产	6.16	3.40	3.87	4.52	资本开支	(561)	(763)	(763)	(763)
ROIC	16%	15%	19%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	21%	25%	29%	投资活动现金流	(561)	(763)	(763)	(763)
毛利率	33%	34%	35%	36%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	19%	21%	23%	负债净变化	(184)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	25%	27%	28%	支付股利、利息	(231)	(306)	(411)	(562)
收入增长	38%	22%	23%	25%	其它融资现金流	1514	147	107	(89)
净利润增长率	18%	35%	34%	37%	融资活动现金流	685	(159)	(304)	(651)
资产负债率	49%	50%	50%	48%	现金净变动	1224	(90)	0	0
息率	3.7%	4.9%	6.6%	9.1%	货币资金的期初余额	166	1390	1300	1300
P/E	13.9	20.9	15.5	11.4	货币资金的期末余额	1390	1300	1300	1300
P/B	2.5	4.4	3.9	3.3	企业自由现金流	572	85	327	673
EV/EBITDA	11.7	16.2	12.6	9.8	权益自由现金流	1902	212	407	558

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	zhaf@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。