



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2018-10-29

公司点评报告

买入/维持

胜宏科技(300476)

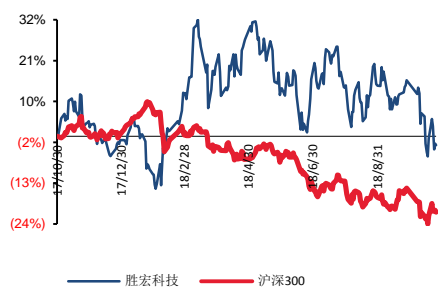
目标价: 18.6

昨收盘: 12.99

信息技术 技术硬件与设备

## 产能释放+结构优化带来业绩高增长，研发投入领先行业

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	770/664
总市值/流通(百万元)	9,999/8,619
12个月最高/最低(元)	31.95/12.57

### 相关研究报告:

胜宏科技(300476)《太平洋证券-电子行业-胜宏科技(300476)中报点评:净利润和现金流表现优异,Q2为下半年整合蓄力》--2018/08/21

### 证券分析师: 刘翔

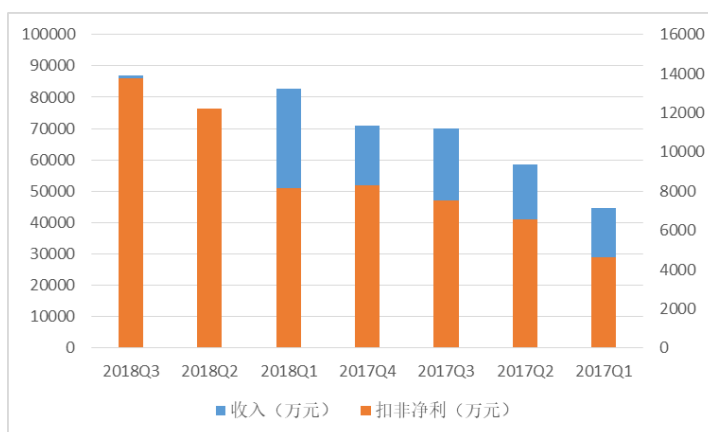
电话: 021-61376547

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24.04亿元,同比+38.85%;实现归母净利润3.20亿元,同比+65.49%;扣非净利润3.41亿元,同比+82.91%。

**稼动率环比提升,利润率持续提高:** Q3实现营收8.69亿元,同比+24.24%,环比+23.16%;归母净利1.20亿元,同比+52.56%,环比+7.30%;Q3扣非后归母净利1.37亿元,同比+83.45%,环比+12.29%。



公司营收环比快速增长,增速快于大部分同行,主要原因是Q3单季度四厂爬坡顺利,目前已经接近满产,五厂正在安装设备,客户显卡订单回补效应已经开始显现,且笔电、服务器等新增客户在Q3贡献较多。

**2018前三季度综合毛利率27.84%,同比+2.26pct,其中Q3毛利率27.86%,同比+2.00个pct,环比+1.43个pct。毛利率同比、环比增长主要来自于:**

订单和客户结构的优化,报告期均价同比提升了约10%;

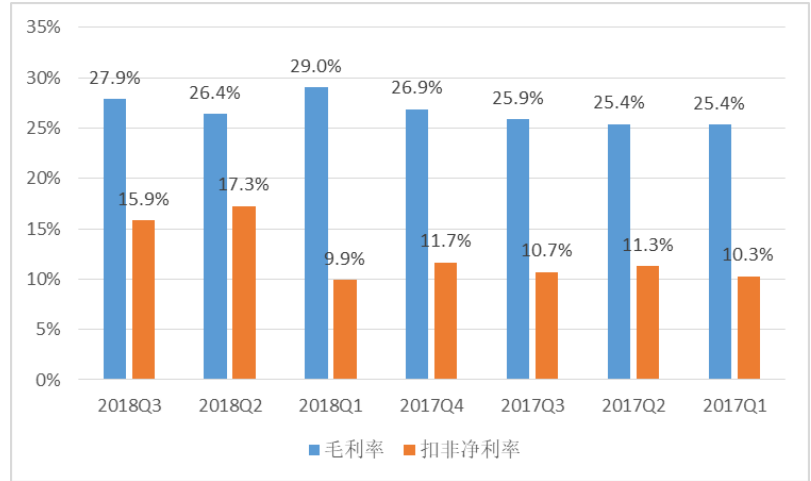
智慧工厂优质产能将报告期总体良率比上年同期提高了约2个pct;

成本端原材料价格的下降,采购规模扩大后议价权的提升和账期的优惠;

4-6层厂房人工的有限增长、相比于Q2产线空置率的进一步降低。

**2018前三季度扣非净利率14.21%,同比+3.42个pct,其中Q3扣非净利率15.85%,同比+5.11个pct,环比-1.46个pct。其中,销售费用率提升0.69个pct,管理费用率提升0.77个pct,研发费用率提升2.77个pct,财务费用率下降1.83个pct,总体费用率是上升的,**

净利率的同比大幅提升，主要来自毛利率的大幅提升。环比扣非净利率下降主要是因为 Q2 汇兑收益约 3000 万，而 Q3 只有约 1300 万。



**前三季度需要关注的财务指标：研发投入&固定资产投入增加、上下游占款符合营收增长趋势、现金流总体平衡**

**利润表：非经常因素拉低净利润，研发费用大增**

非经常损益-2156 万元，政府补助 444 万元，委托理财收益 618 万元，汇率套期保值损失 2417 万元。

营收 24.04 亿元，同比 38%，系新厂 1-3 楼投产。

销售费用 5824 万元，同比+39%与营收增速相符，系销售人员工资增加；

管理费用 9336 万元，同比+24%慢于营收增速；

研发费用 1.24 亿元，同比+72%显著快于营收增速，系 HDI 等项目前期投入加速；

财务费用-1832 万元，上年同期 2571 万元。今年前三季度利息收入（收入-支出）25 万元，汇兑损益约 1800 万元。

资产减值损失 1687 万元，同比+115%，系应收账款增加按会计准则计提；

公允价值变动损益-2417 万元，同比+100%，系远期结汇理财产品损失；

所得税费用 4018 万元，同比+74%，系应交税费增加；

**资产负债表：上下游占款与营收增速相符、设备等固定资产投入力度大**

货币资金 4.76 亿元，比期初增加 0.59 亿元；

应收票据及应收账款 13.68 亿元，比期初增加 3.05 亿元，其中应收账款 12.06 亿元，比期初增加 3.05 亿元，同比+36%与营收增速相符；应收票据 1.62 亿元，比期初增加 91 万，同比+31%慢于营收增速；

预付款项 173 万元，比期初减少-72%，预付原材料款减少；

其他应收款 3978，比期初增加+30%，系出口退税款增加；

存货 4.24 亿元，同比+69%快于营收增速，比期初增加 0.81 亿元，系按部分客户要求延后到 10 月份发货；

其他流动资产 7106 万元，比期初减少-90%，系理财产品到期；

固定资产 16.69 亿元，比期初增加 3.19 亿元，系新工厂四楼转固；

在建工程 2.19 亿元，比期初增加+432%，系新工厂 5 楼、HDI、研发大楼等项目在建；

递延所得税资产 1479 万元，比期初增加 76%，系计提未到期的远期结汇损失、应收账款坏账准备；

其他非流动资产 3.67 亿元，比期初增加 1260%，系新车间设备定金款增加所致；

短期借款 3571 万元，系银行借款增加；

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 2417 万元，系计提未到期远期结汇损失；

应付票据及应付账款 15.79 亿元，比期初增加 26%与营收环比增速相符，系应付的原材料、设备款增加；

应交税费 5505 万元，比期初增加+38%，系所得税增加；

递延收益 2408 万元，比期初增加+59%，系需验收的政府补贴款增加。

现金流量表：总体现金流维持平衡状态，净现比大幅提升

销售商品、提供劳务收到的现金 19.46 亿元，同比增加+58%快于营收增速，说明现金流向好；

收到的税费返还 1.57 亿元，同比+72%，系出口退税增加；

购买商品、接受劳务支付的现金 11.92 亿元，同比+49%略快于营收增速，系采购原材料金额增加；

支付给职工以及为职工支付的现金 3.38 亿元，同比+35%和营收增速相符，系 1-3 层新厂房扩产带来的员工工资增加（该厂房后续基本不需要再招人）；

支付其他与经营活动有关的现金 1.78 亿元，同比增加+56%快于营收增速，系支付的各项费用增加；

**经营活动产生的现金流量净额** 3.47 亿元，同比+196%，净现比 1.08，同比提升 0.4，经营现金流继续向好；

取得其他与投资活动有关的现金 20.6 亿元，同比+6766%，系理财产品到期；

购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 9.06，同比+118%，系建新厂房、购入新设备（定金）支出增加；

支付其他与投资活动有关的现金 13.68 亿元，同比+71%，系购买理财产品；

**投资活动产生的现金流量净额**-1.93 亿元，上年同期-11.81 亿元；

取得借款收到的现金 3571 万元，系银行借款增加；

收到其他与筹资活动有关的现金 1.8 万元，同比-99%，系上期银

行保证金收回；

偿还债务支付的现金 3625 万元，同比-44%，系偿还到期借款减少；  
筹资活动产生的现金流量净额-1.61 亿元，上年同期 9.57 亿元；  
公司总体现现金流 3.47-1.93-1.61=0.07 亿元，基本维持平衡状态。

**研发的大力投入显示长远发展格局，结构的优化将继续提升盈利能力：**2018 年前三季度研发费用 1.24 亿元，该数值排名内资 PCB 全产业链第七（包括设备、上下游）；研发费用率 5.16%，该数值排名内资 PCB 全产业链第 4，在营收同比增速超过 15%的企业中排名第一位。

随着陆资企业在普通 2-4 层多层板市场的话语权和市占率逐步扩大，实际上我们已经占领了这个中低端市场，无论是生产模式的革新还是利润率的提升、规模的扩张，都是以胜宏等内资企业为历史标杆，但是内资企业在高多层、FPC、HDI 等领域还比较式微，胜宏是内资企业中第一家出台大规模 HDI 项目计划并付诸实践的企业，就像是此前作为第一家投资智慧工厂的企业，胜宏的迭代就是内资企业的风向标，代表着内资企业从低端到高端全面占领 600 亿美金市场的脚步。

随着公司柔性化产线的进一步释放，公司的订单结构和产品单价会进一步优化，明年的 HDI 项目将进一步提升公司的市占率和竞争力。

**投资建议：**预计 18-20 年净利润分别为 4.8/7.0/9.7 亿，EPS 0.62/0.91/1.26 元，当前股价对应 PE 分别为 20.6/13.9/9.4X，给与 2018 年 30X 估值，上调目标价至 18.6 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；汇兑损益风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2442	3971	5792	7332
(+/-%)	34.4%	62.6%	45.9%	26.6%
净利润(百万元)	281.82	479.96	709.59	1058.02
(+/-%)	21.4%	70.3%	47.8%	49.1%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.62	0.92	1.37
市盈率(PE)	19.7	20.8	14.1	9.5

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	418	986	1206	1697	营业收入	2442	3971	5792	7332
应收款项	1089	1719	2507	3174	营业成本	1808	2895	4153	5137
存货净额	343	441	640	795	营业税金及附加	16	26	38	48
其他流动资产	777	119	174	220	销售费用	59	119	203	242
<b>流动资产合计</b>	<b>2626</b>	<b>3265</b>	<b>4526</b>	<b>5885</b>	管理费用	205	346	580	683
固定资产	1392	1544	1676	1790	财务费用	33	24	(10)	(13)
无形资产及其他	24	23	23	22	投资收益	13	13	13	13
投资性房地产	48	48	48	48	资产减值及公允价值变动	(9)	(11)	(11)	(11)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4091</b>	<b>4881</b>	<b>6274</b>	<b>7745</b>	营业利润	329	563	831	1238
短期借款及交易性金融负债	0	66	66	66	营业外净收支	(3)	(3)	(3)	(3)
应付款项	1249	1566	2272	2822	<b>利润总额</b>	<b>326</b>	<b>560</b>	<b>828</b>	<b>1234</b>
其他流动负债	129	269	399	492	所得税费用	44	80	118	176
<b>流动负债合计</b>	<b>1378</b>	<b>1901</b>	<b>2737</b>	<b>3380</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>282</b>	<b>480</b>	<b>710</b>	<b>1058</b>
其他长期负债	16	19	22	25					
<b>长期负债合计</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>25</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1394</b>	<b>1919</b>	<b>2759</b>	<b>3404</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	282	480	710	1058
股东权益	2697	2961	3515	4340	资产减值准备	(4)	1	1	1
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4091</b>	<b>4881</b>	<b>6274</b>	<b>7745</b>	折旧摊销	90	147	167	186
					公允价值变动损失	9	11	11	11
					财务费用	33	24	(10)	(13)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营运资本变动	(623)	390	(202)	(221)
每股收益	0.66	0.62	0.92	1.37	其它	4	(1)	(1)	(1)
每股红利	0.30	0.28	0.20	0.30	<b>经营活动现金流</b>	<b>(241)</b>	<b>1029</b>	<b>685</b>	<b>1034</b>
每股净资产	6.31	3.85	4.56	5.64	资本开支	(659)	(310)	(310)	(310)
ROIC	15%	19%	26%	35%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	16%	20%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(659)</b>	<b>(310)</b>	<b>(310)</b>	<b>(310)</b>
毛利率	26%	27%	28%	30%	权益性融资	1072	0	0	0
EBIT Margin	14%	15%	14%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	17%	19%	支付股利、利息	(129)	(216)	(156)	(233)

收入增长	34%	63%	46%	27%	其它融资现金流	62	66	0	0
净利润增长	21%	70%	48%	49%	融资活动现金流	877	(150)	(156)	(233)
率					现金净变动	(23)	569	219	491
资产负债率	34%	39%	44%	44%	货币资金的期初余额	441	418	986	1206
息率	2.3%	3.9%	2.8%	4.2%	货币资金的期末余额	418	986	1206	1697
P/E	19.7	20.8	14.1	9.5	企业自由现金流	(885)	729	356	702
P/B	2.1	3.4	2.8	2.3	权益自由现金流	(823)	809	377	731
EV/EBITDA	15.6	16.3	13.0	9.5					

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。