



东山精密 (002384)

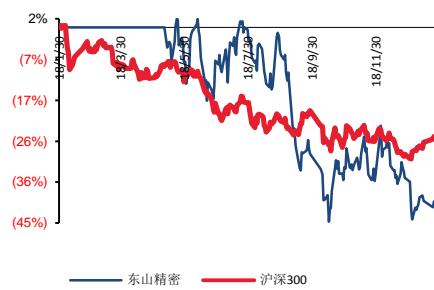
目标价: 18.2

昨收盘: 9.5

信息技术 技术硬件与设备

深蹲起跳，继续看好高端 PCB 制造全品类大格局

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)	10,175/7,366
12 个月最高/最低(元)	26.50/9.50

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) 三季报：扣非净利好于表现，投资价值被低估》 --2018/10/20

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：预计 2018 年实现营业收入 203.12 亿元，同比+31%；归母净利 8.25 亿元，同比+56%。分析如下：

资产减值影响利润，新一年将深蹲起跳：Q4 实现营收 69.06 亿元，同比+39.4%，环比+11.5%；Q4 归母净利 1.47 亿元，同比环比增速较低，主要原因是资产减值计提；公司公告显示本次计提资产减值及核销资产总计 4.87 亿元，其中 Q4 新计提 3.42 亿元。对暴风科技的应收账款进行单独核算，总计计提约 2.73 元，其他应收款计提约 0.7 亿元，应收款这两项计提总计约 3.4 亿元，假设这部分加回后公司全年利润约 11.5 亿元，符合此前三季报的预期。

公司对该项应收账款的专项计提，还剩余约 1 个亿左右，有可能会在 2019 年计提，但是 2019 年仅盐城工厂补贴就有 2-3 亿元，可覆盖这部分潜在的减值损失，实际上公司也有一定可能收回该部分欠款。

软板 ASP 提升，multek 逐渐发力，高端 PCB 制造全品类大格局：

预计 2018 年 PCB 业务总收入 100 亿人民币，其中软板约 90 亿，同比+40%，净利润约 8.5 亿，同比 119%；硬板收入约 10 亿元，并表四个月贡献净利润约 1 亿，净利率从 3-4% 提升到约 9%。

立足于 2019 年，公司软板业务目标：

手机端 ASP 提升（预计约 5 美元），新增至少 2 个料号，假设终端销量下降 10%，则公司收入仍可同比增加 10%。

PAD 端将导入更多软板，还有 AirPods 等，一定程度上可熨平公司的当旺季波动，并且降低对手机的依赖。

公司目标 2019 年软板收入提升 10%，净利率提升 1%。

硬板业务：

2018 年总体收入约 4.7 亿美元，并表四个月经过有效整合净利润贡献约 1 个亿（扣除财务支出后）。

目前数通 PCB 占比约 45%，除华为之外的通信设备商订单增长比较明显，技术能力要高于大陆内资企业同行，目标 2019 年 6 亿美金收入，净利率做到 10% 以上。2018 年公司对珠海硬板厂做了技改，后续将继续实行厂区整合、设备自动化升级，将折旧回收款用于扩产，该厂区在不大规模投入前提下，营收还有至少 30% 提升空间。

滤波器业务快速发展，LED 业务巩固龙头地位：公司预计 2018 年通信大类业务和 LED 业务净利润各自约 1 个亿左右，滤波器方面，华为等将逐步提高介质滤波器在低频率基站中的应用，诺基亚三星等客户预计 will 全面采用介质滤波器，公司已经达到相关订单，目前 2019 年 1 月份已经完成 2018 年全年利润，目标 2019 年艾福电子贡献 1 亿利润；LED 业务方面，公司 2018 年一亿左右净利润大部分是在 Q4 完成，目前公司在显示领域已经是龙头，上游原材料价格下降，公司整体利润率稳定。

PCB 高端制造核心标的，风险逐步解除后将进入发展快车道：负债率和股权质押方面，公司主要业务布局已经完成，未来 2 年资本开支预计 will 较为合理，财务费用将显著下降，也有可能获得政府纾困资金，或者引入战略股东。公司 2018 年经营性现金流约 20 亿，整体造血能力较为稳定，随着非经营性风险逐步释放，公司的高端 PCB、通信滤波器、LED 三大块业务将逐步释放活力，随着 5G 建设的推进，公司业绩将逐步得到提升。

投资建议：预计 18-20 年净利润分别为 8.2/14.5/20.6 亿，EPS 0.51/0.91/1.28 元，当前股价对应 PE 分别为 18.5/10.5/7.4X，给予 2019 年 20X 估值，目标价 18.2 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	20,328	22,059	26,692
(+/-%)	83.1%	32.1%	8.5%	21.0%
净利润(百万元)	526	825.23	1456.58	2062.59
(+/-%)	264.9%	56.8%	76.5%	41.6%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.51	0.91	1.28
市盈率(PE)	19.3	18.5	10.5	7.4

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	2941	3398	3000	3000	营业收入	15390	20328	22059	26692
应收款项	6370	8354	9065	10969	营业成本	13185	17055	18085	21843
存货净额	3376	3400	3573	4335	营业税金及附加	42	57	62	75
其他流动资产	797	1159	1257	1521	销售费用	316	386	419	507
流动资产合计	13517	16325	16911	19840	管理费用	868	1017	1103	1333
固定资产	5331	8172	7639	7051	财务费用	361	698	580	456
无形资产及其他	215	207	198	190	投资收益	47	120	120	120
					资产减值及公允价值变动	(143)	(480)	(480)	(480)
投资性房地产	2875	2875	2875	2875	其他收入	60	130	130	130
长期股权投资	175	247	319	390	营业利润	581	884	1580	2249
资产总计	22113	27826	27941	30346					
短期借款及交易性金融负债	7053	12284	11597	11826	营业外净收支	(1)	26	26	26
应付款项	5750	4125	4336	5259	利润总额	580	910	1606	2274
其他流动负债	1286	3104	3270	3966	所得税费用	50	78	138	195
流动负债合计	14089	19513	19203	21052	少数股东损益	4	7	12	17
长期借款及应付债券	70	70	70	70	归属于母公司净利润	526	825	1457	2063
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	19855	19656	21615	净利润	526	825	1457	2063
少数股东权益	19	16	11	3	资产减值准备	76	111	(3)	(15)
股东权益	7773	7955	8275	8729	折旧摊销	441	576	765	831
负债和股东权益总计	22113	27826	27941	30346	公允价值变动损失	143	480	480	480
					财务费用	361	698	580	456
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	(2674)	(1956)	(499)	(1214)
每股收益	0.49	0.51	0.91	1.28	其它	(75)	(114)	(2)	7
每股红利	0.39	0.40	0.71	1.00	经营活动现金流	(1563)	(78)	2197	2152
每股净资产	7.26	4.95	5.15	5.44	资本开支	(2325)	(4000)	(700)	(700)
ROIC	7%	10%	11%	14%	其它投资现金流	(11)	19	0	0
ROE	7%	10%	18%	24%	投资活动现金流	(2385)	(4052)	(772)	(772)
毛利率	14%	16%	18%	18%	权益性融资	4507	0	0	0
EBIT Margin	6%	9%	11%	11%	负债净变化	(2183)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	12%	14%	14%	支付股利、利息	(415)	(644)	(1136)	(1609)
收入增长	83%	32%	9%	21%	其它融资现金流	4872	5231	(687)	229
净利润增长率	265%	57%	77%	42%	融资活动现金流	4184	4587	(1823)	(1380)
资产负债率	65%	71%	70%	71%	现金净变动	237	457	(398)	0
息率	4.1%	6.3%	11.2%	15.8%	货币资金的期初余额	2705	2941	3398	3000
P/E	19.3	18.5	10.5	7.4	货币资金的期末余额	2941	3398	3000	3000
P/B	1.3	1.9	1.8	1.7	企业自由现金流	(3664)	(3723)	1752	1600
EV/EBITDA	17.3	14.7	11.1	9.8	权益自由现金流	(975)	870	534	1412

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	wang jm@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。