

日期: 2019年03月14日

行业: 电子元器件



分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 证书编号: S0870118010021

基本数据 (2018)

| | |
|-------------------|--------------|
| 报告日股价 (元) | 117.55 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 55.52-132.38 |
| 总股本 (亿股) | 2.83 |
| 无限售 A 股/总股本 (%) | 28.98% |
| 流通市值 (亿元) | 96.59 |
| 每股净资产 (元) | 13.29 |
| PBR (X) | 8.85 |

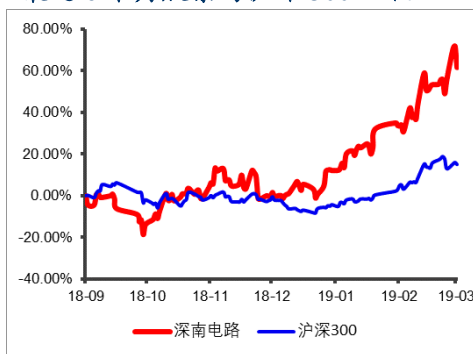
主要股东 (2018)

| | |
|--------------|--------|
| 中航国际控股股份有限公司 | 69.74% |
|--------------|--------|

收入结构 (2018)

| | |
|-------|--------|
| 印制电路板 | 70.76% |
| 电子装联 | 12.19% |
| 封装基板 | 12.45% |

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

三大业务齐增长 未来空间仍宽阔

■ 公司动态事项

公司发布年报显示, 2018年实现营业收入76.02亿元, 同比增长33.68%, 实现扣非归母净利润6.47亿元, 同比增长69.67%。公司利润分配预案为每10股派发现金红利7.5元(含税), 每10股转赠2股, 公司本次派发现金红利总额占2018年归母净利润30.42%。另外, 公司预期2019年1-3月归母净利润1.64-1.87亿元, 同比增长40%-60%。

■ 事项点评

三大业务齐增长 未来市场仍广阔

根据2018年年报, 公司印制电路板、封装基板、电子装联营收占比分别为70.76%、12.45%以及12.19%, 三大业务板块营收增速分别为38.15%、25.52%以及27.09%, 业绩表明公司三大主业均呈现良好增长。公司印制电路板以通信设备为核心, 重点布局航空航天和工控领域。PCB业务增长主要受益于南通厂房技改以及产能爬坡, 同时龙岗和无锡工厂产品结构调整优化带动盈利能力提升。公司PCB业务深度绑定通讯设备龙头厂商, 从年报来看, 公司前三大客户营收占比分别达到24.76%、6.87%和3.24%。随着5G商用临近, 我们认为国内三大运营商基站建设将显著拉动无线基站、承载网和核心网的PCB需求, 公司通信用PCB板块业绩将在未来两年维持快速增长。总体来看, 公司已成为全球领先的无线基站射频功放PCB供应商, 同时也是亚太地区主要的航空航天用PCB供应商。

公司封装基板业务目前以声学类微机电系统封装基板产品为主, 产品应用于苹果、三星等产品, 该细分领域保持市场领先, 市占率超过30%。目前全球封装基板市场空间在80-100亿美元的量级, 主要供应商包括欣兴、揖斐电、三星电机、景硕等企业。从市占率来看, 该领域集中度较高, 前十企业市占率在83.51%。公司目前全球市占率在2%以内, 客户涵盖安靠、日月光、长电科技等全球主流封装企业。我们认为, 国内封测行业在全球已具备较大市场份额, 公司封装基板业务具备较好的客户基础, 同时随着国内存储芯片领域国产化的加速, 公司该业务国产替代前景广阔。公司电子装联业务服务于“3-In-One”战略, 为PCB以及封装基板业务形成良好业务协同。公司报告期内, 该业务增速27%, 增长主要获益于通信领域产品需求增加。

公司盈利能力显著向好

公司盈利能力来看, 2018年毛利率和净利率分别为23.13%和9.19%, 同比分别提升0.73pct和1.29pct; 净资产收益率20.38%, 同比下降5.23pct, 主要系公司上市后股本扩充7000万股所致。将销售

费用、管理费用、研发费用和财务费用合计为期间费用，公司本期期间费用率为 7.10%，同比下降 6.48pct。综合来看，公司盈利能力显著向好。公司存货周转天数 73.14，同比略降；应收账款周转天数 57.17，同比上升；企业自由现金流为-7.84 亿，主要系公司购买理财产品支出 13.6 亿元，如果剔除此因素，公司企业自由现金流同比增加 121.38%。从公司资本结构与偿债能力来看，公司资产负债率 56.32%，同比下跌 1.12pct；公司流动比率与速动比率分别为 1.21 和 0.82，同比下降主要系公司应付账款增加 44.6%，数据说明公司相较于供应商更显强势地位。

公司 IPO 项目尚未产生收益 今年逐步放量

报告期内公司在建工程与固定资产同比增长分别为 30.15% 和 21.28%，在建工程增加主要系“半导体高端高密 IC 载板产品制造项目”建设导致，固定资产增加主要系“数通用高速高密度多层印制电路板（一期）投资项目”转固。我们认为，公司属于重资产属性企业，在建工程与固定资产的提升保障公司成长。从扩产项目来看，公司 IPO 募投项目“数通用高速高密度多层印制电路板（一期）投资项目”和“半导体高端高密 IC 载板产品制造项目”工程进度分别为 98% 和 31%，目前尚未产生收益。但从产能来看，募投项目中 PCB 和 IC 载板产能分别提升 25% 和 200%，预期 2019 年两项目产能将逐步释放。我们认为，公司产能瓶颈突破将保障未来业绩增长。

■ 盈利预测与估值

由于公司 2018 年业绩优于预期，我们上调 2019-2020 业绩预测，具体为：2019-2021 年实现营业收入 95.05 亿元、120.90 亿元、155.34 亿元，同比增长分别为 25.03%、27.20% 和 28.49%；归属于母公司股东净利润为 9.96 亿元、13.06 亿元和 17.17 亿元，同比增长分别为 42.91%、31.11% 和 31.50%；EPS 分别为 3.52 元、4.62 元和 6.07 元，对应 PE 为 37.07、28.27 和 21.50。未来六个月内，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 7,602.14 | 9,504.82 | 12,090.40 | 15,534.46 |
| 年增长率 | 33.68% | 25.03% | 27.20% | 28.49% |
| 归属于母公司的净利润 | 697.25 | 996.44 | 1306.39 | 1717.85 |
| 年增长率 | 55.61% | 42.91% | 31.11% | 31.50% |
| 每股收益 (元) | 2.49 | 3.52 | 4.62 | 6.07 |
| PER (X) | 57.21 | 37.07 | 28.27 | 21.50 |

资料来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 650 | 1119 | 2018 | 3575 |
| 存货 | 1327 | 1630 | 2132 | 2702 |
| 应收账款及票据 | 1805 | 1630 | 2132 | 2702 |
| 其他 | 20 | 370 | 370 | 370 |
| 流动资产合计 | 4176 | 4523 | 7229 | 9223 |
| 长期股权投资 | 5 | 370 | 370 | 370 |
| 固定资产 | 3462 | 3417 | 3368 | 3615 |
| 在建工程 | 329 | 329 | 329 | 0 |
| 无形资产 | 285 | 285 | 285 | 285 |
| 其他 | 136 | 172 | 151 | 151 |
| 非流动资产合计 | 4349 | 4214 | 4144 | 4062 |
| 资产总计 | 8525 | 8737 | 11373 | 13285 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 2123 | 2530 | 3858 | 4050 |
| 其他 | 529 | 443 | 443 | 443 |
| 流动负债合计 | 3461 | 4015 | 5343 | 5534 |
| 长期借款和应付债券 | 1041 | 1041 | 1041 | 1041 |
| 其他 | 0 | 444 | 444 | 444 |
| 非流动负债合计 | 1341 | 1042 | 1042 | 1042 |
| 负债合计 | 4802 | 4015 | 5343 | 5534 |
| 少数股东权益 | 1 | 3 | 5 | 8 |
| 股东权益合计 | 3722 | 4722 | 6030 | 7751 |
| 负债和股东权益总计 | 8525 | 8737 | 11373 | 13285 |
| 现金流量表(单位: 百万元) | | | | |
| 指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 698 | 998 | 1309 | 1721 |
| 折旧和摊销 | 382 | 21 | 21 | 33 |
| 营运资本变动 | 7361 | | | |
| 经营活动现金流 | 879 | 1554 | 0 | 0 |
| 资本支出 | 1184 | | | |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -1344 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股息支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | -491 | -46 | -25 | 3 |
| 净现金流 | -943 | 1003 | 899 | 1557 |

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 7602 | 9505 | 12090 | 15534 |
| 营业成本 | 6895 | 7389 | 9400 | 12080 |
| 营业税金及附加 | 71 | 83 | 106 | 136 |
| 营业费用 | 157 | 196 | 250 | 321 |
| 管理费用 | 325 | 570 | 725 | 932 |
| 财务费用 | 57 | 43 | 20 | -8 |
| 资产减值损失 | 93 | 49 | 49 | 49 |
| 投资收益 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 784 | 998 | 1309 | 1721 |
| 营业外收支净额 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 778 | 1174 | 1539 | 2024 |
| 所得税 | 79 | 176 | 231 | 304 |
| 净利润 | 698 | 998 | 1309 | 1721 |
| 少数股东损益 | | 2 | 2 | 3 |
| 归属母公司股东净利润 | 697 | 996 | 1306 | 1718 |
| 财务比率分析 | | | | |
| 指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 总收入增长率 | 34% | 25% | 27% | 28% |
| EBITDA 增长率 | 36% | 7% | 28% | 30% |
| EBIT 增长率 | 51% | 58% | 28% | 29% |
| 净利润增长率 | 65% | 54% | 31% | 31% |
| 毛利率 | 23% | 22% | 22% | 22% |
| EBITDA/总收入 | 15% | 13% | 13% | 13% |
| EBIT/总收入 | 10% | 13% | 13% | 13% |
| 净利润率 | 9% | 11% | 11% | 11% |
| 资产负债率 | 53% | 46% | 47% | 42% |
| 流动比率 | 115% | 152% | 168% | 205% |
| 速动比率 | 62% | 85% | 110% | 137% |
| 总资产回报率 (ROA) | 10% | 14% | 14% | 15% |
| 净资产收益率 (ROE) | 17% | 21% | 22% | 22% |
| EV/营业收入 | 5 | 4 | 3 | 2 |
| EV/EBITDA | 33 | 29 | 23 | 17 |
| PE | 57 | 37 | 28 | 22 |
| PB | 10 | 8 | 6 | 5 |

分析师承诺

张涛 袁威津

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|---------------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20% 以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10% 以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10% 以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|-------------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。