



2019-03-25

公司点评报告

买入/维持

崇达技术(002815)

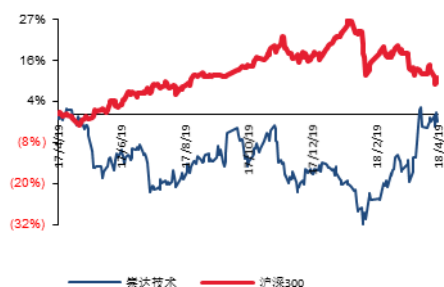
目标价: 21.5

昨收盘: 17.02

信息技术 技术硬件与设备

现金流、人均、ROE 等数据亮眼，研发转化加速

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	831/219
总市值/流通(百万元)	14,148/3,730
12 个月最高/最低(元)	37.69/12.92

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): ROE 企稳回升+人均指标创新高, 克制的崇达将迎来扩张期》--2019/02/27

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 年收入 36.5 亿元, 同比+17%, 归母净利 5.61 亿元, 同比+26%。Q4 单季度收入 8.85 亿元, 环比-8%, 同比+9%, 净利润 1.30 亿元, 同比+9%, 环比-14%。拟每 10 股派 3.4 元。分析如下

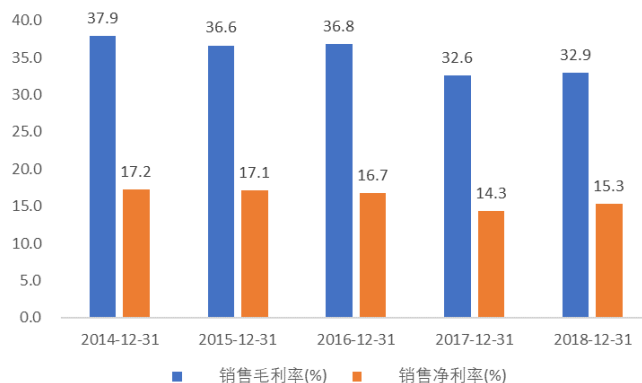
全年净利率同比提升约 1 个 pct, 企稳回升的获利能力表明已基本完成赛道转型, Q4 短期承压不改长期趋势:

1. 企稳回升的获利能力表明已完成转型, 进入更宽广的赛道

公司从 2016 年开始切入中大批量市场, 由于规模化产品毛利较低, 因此 2017 年毛利率净利率同比下降了约 4 个 pct (行业产品毛利随批量提升而降低), 2017-2018 两年间, 新增订单金额、总销售面积 70%以上来自中大批量订单, 2018 全年来看, 公司利润率在经历了 2017 年转型期的下降后, 净利率同比提升 1 个 pct (毛利率 0.3 个 pct), 从订单结构和获利能力看可认为公司已初步完成转型。

营业成本端, 总体平均销售成本下降 3.1%, 直接材料费用 17.8 亿元占总成本 72%, 同比+17%增速与营收相近; 直接人工 2.23 亿元占总成本 9%, 同比+19%增速略高于营收, 主要系江门二期尚未达产但人员已经配足; 制造费用 3.97 亿元占总成本 16%, 同比 11%增速低于营收。

三大成本总体增速略低于营收, 带来毛利率的提升, 产线的技改升级、人工的削减和订单结构的优化有起到一定作用。此外费用率也有所降低, 财务费用率同比下降了 0.63 个 pct (汇兑损失减少), 此外销售费用率也降低了 0.12 个 pct, 管理费用率提升 0.6 个 pct (股权激励费用增加、研发投入力度增大)。



公司是新增产能最为克制的企业之一, 后续将在珠海投放新的自

动化工厂，这种利润率的企稳趋势是可持续的。

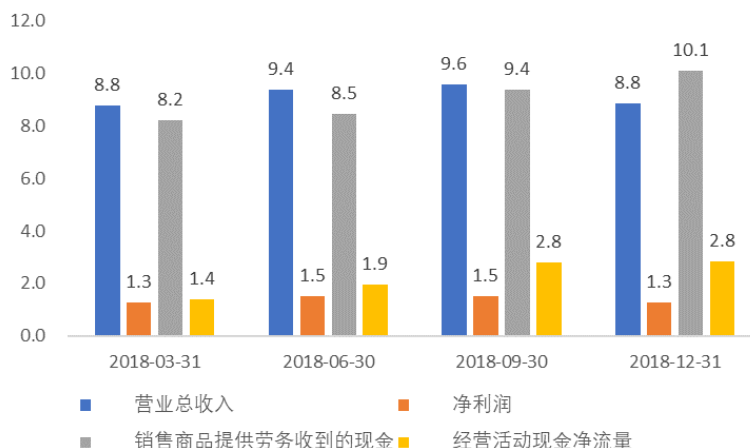
扩产项目进展方面，江门二期建设项目（总额 7.4 亿）进度已达 100%；超大规格线路板技术改造项目（总额 2 亿）进度 40%；高多层线路板技术改造项目（总额 2 亿）进度 50%。实际上无论是新扩产还是技改，都会对公司产能带来增量，具体增量要看订单需求逐步投放，且高多层和大规模均是符合行业发展的具有更高天花板和需求的方向。

赛道方面，公司除了已基本完成从营收天花板更低的小批量板到更高的中大批量板转型之外，还通过收购股权切入软板赛道，持股的三德冠 2018 年营收 13.3 亿元，净利润 1.55 亿元（同比+200%）。全球硬板市场约 550 亿美元，软板约 150 亿美元，切入软板赛道有利于提高公司营收天花板。三德冠后续增长点来自于面板客户结构的进一步优化、直供手机客户的增收、内部的效率优化等。

2. Q4 短期承压不改长期趋势

Q4 营收 8.8 亿元，净利润 1.3 亿元，环比下降。但销售商品提供劳务收到的现金 10.1 亿元，从 Q1 的 8.2 亿开始处于逐季提升的状态。

Q4 环比下降，主要是受到产业链整体去库存、贸易战影响，公司销售速度有一定放缓，导致收入和利润的环比下滑。同时江门二期 HDI 项目生产爬坡、客户订单导入、良率稳定尚需时间，因采取技术自主研发路径故进度稍慢，没有实现年底前爬坡至 6 万平/月的乐观计划，阶段性的良率和订单问题也一定程度影响了公司的利润率。目前该项目良率和订单（消费类、工业医疗类等客户）均已稳定，预计 2019H1 可爬坡至 6 万平/月，自主开发推进的模式有利于团队培养，为后期的珠海高端项目储备人才的经验。



3. 需要关注的财务指标:

前五大客户占比合计 25%，第一大占比 7.3%；前五大供应商占比 42%，第一大供应商占比 14%；

非经常性损益 2416 万元，其中政府补助 2040 万元；

2018 年颁布的股权激励, 2018-2021 年需摊销的费用为 2071 万元、2591 万元、1814 万元、1036 万元;

可转债已转股 2246 万元, 应付债券期末余额 6.51 亿元;

汇兑损益-1403 万元, 上年同期 2443 万元;

产品库存量 1.91 亿元, 同比+42%, 主要系收入规模提升和贸易关税政策影响;

经营性现金流净额 8.95 亿元创历史新高, 同比+27%增速快于营收;

ROE=20.9%, 稳定在行业头部位置, 同比提升 0.7 个 pct, 杠杆率和周转率同比均无明显变化, 净利率提升 0.7 个 pct。

投资收益 4408 万元, 主要系三德冠股权投资收益及募集资金理财收益;

货币资金 5.2 亿元, 去年同期 13.89 亿元, 购买理财产品、归还部分银行借款、收购三德冠及大连电子部分股权所致;

短期借款 1.43 亿, 去年同期 6.41 亿, 归还银行贷款所致;

在建工程 2.82 亿元, 期初余额 3.03 亿元, 其中江门一期报告期内待安装生产设备转固 5595 万元, 尚余 715 万元; 江门二期转固 2.24 亿元, 尚余 1.98 亿元; 深圳崇达待安装生产设备转固 1602 万元, 尚余 1607 万元; 大连小批量生产基地工程转固 3954 万元, 尚余 406 万元; 珠海崇达工业园期末账面在建工程 3049 万元, 尚未开始转固; 甲骨文 ERP 项目三期 559 万元。

与上年同期相比, 应收、存货、固定资产、在建工程、长期借款相对于总资产变动的比例均不大。

4. 各厂区经营情况

深圳崇达: 营收 16.97 亿元, 同比-2.5%, 净利润 1.66 亿元, 同比 15%; 利润端提升较为明显。

江门崇达: 营收 19.88 亿元, 同比+26%; 净利润 3.85 亿元, 同比+30%; 主要来自二期的逐步爬坡。

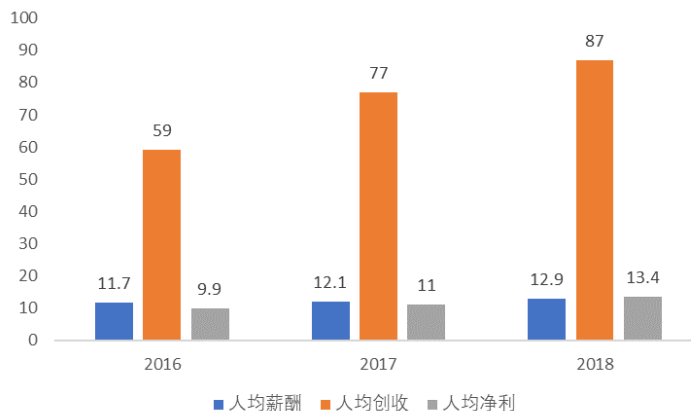
大连崇达: 营收 6.76 亿元, 同比+31%; 净利润 0.99 亿元, 同比+70%; 扩产和订单结构的提升。

三德冠: 营收 13.29 亿元, 净利润 1.55 亿元。

全年加权平均净资产收益率 20.8%, 同比提升 0.5 个 pct, 人均营收/净利同比提升 18%/26%: ROE 和人均指标是崇达两大核心优势指标。ROE 方面, 公司从转型切入中大批量赛道以来, 因利润率下降导致 ROE 下降, 但降势在 2017 年企稳, 2018 年同比提升了 0.5 个 pct, 说明公司的内部运转及产品价格体系已经适应新的赛道, 逐步开始实现新的效率优化平衡。

人均指标方面, 公司用四年时间将人均收入和利润两个指标翻倍提升(2018 年人均净利 13.4 万排名板块第一), 年复合增速接近 20%,

考虑到公司过去 4 年的业绩增速也接近（稍高于）这个数值，因此可以认为实际上公司在规模扩张的情况下，员工人数扩张非常有限，这还是在公司还没有投放高度自动化产线的基础上做到的（自动化产线有更高的人均指标），可以说，崇达是板块人均指标含金量最高的企业。后续随着自动化产线投放，公司将进一步巩固这一优势，多层线路板制作是靠生产效率致胜的行业，这一优势将始终让崇达保持在头部企业的行列。



实际上公司正在推进高多层技改项目，2 年前就具备大尺寸高多层层压专利技术、三阶 HDI 专利技术，可以量产 20-30 层背板，覆盖 3 家以上大型通信设备商及其他特殊资质的高端客户。公司是内资中端 PCB 龙头企业，工艺技术水平、产品品质和管控能力是核心专长，新世代通信投资驱动大前提下，公司也将获得收益。

研发大举投入，巩固技术第一民企地位，客户开拓取得持续进展：

公司研发投入 1.69 亿元，同比提升 29%；占营收 4.65%，同比提升 0.4 个 pct。研发人员数量 505 人，占总人员比例 12%。截止 2018 年，累计专利申请量 1058 项，发明专利累计申请 644 项，处于行业领先水平。

目前公司实现的量产技术包括高多层（14 层-32 层）PCB 产品（背钻、高频高速等）、HDI 产品（2mil 线宽线距技术、任意层盲孔互联技术）、高多层超长背板产品等。

在研项目包括高多层超长背板产品（长度 1 米以上）、高频高速板新产品开发、新能源之埋铜块技术开发、芯片封装产品、高阶 HDI 产品（5 次及以上激光盲孔的叠加）等。

如果从技术指标总体的达成度、产品总体难度、客户总体档次、下游应用产品总体档次、产品均价等几个维度来评价，崇达的技术能力和产品力应该是内资民营企业中的第一位。我们认为随着研发的进一步投入，依托于目前已经掌握的通信高端 PCB 量产技术，公司有望率先进入 5G 高端 PCB 产品供应链，并且逐步扩大市场份额。

客户和产品方面，5G 客户有烽火、普天、康普、罗森伯格、高通、博通等，全年高频高速高层板、刚挠结合板营收增速超过 50%，背板也已量产。

传统 PCB 制造升级是电子板块中稳健成长型主线：以从中低端到高端的结构性国产替代为动力，叠加需求波动外部环保监管压力等因素下行业集中度的提升，内资民营企业通过精细化管理、产线自动化升级逐步做大市场份额并提高盈利能力。最新学术界结论全球 700 亿美金市场空间，这个板块将诞生 200 亿收入、20-30 亿利润、400-600 亿市值的企业。随着公司通过外延方式补全软板等其他细分赛道业务、新项目放量（公司在江门、深圳、大连、珠海均有厂区，是土地和排放指标储备最充足的企业之一），天花板逐步提高后，对应业绩增速我们认为公司价值被低估，公司有潜力成长为全球性的行业头部厂商。

投资建议：预计 19-21 年净利润分别为 7.1/9.2/11.9 亿，EPS 0.86/1.11/1.44 元，当前股价对应 PE 分别为 19.8/15.1/11.7X，给与 2019 年 25X 估值，目标价 21.5 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：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,656	4,310	5,331	6,675
(+/-%)	17.8%	17.9%	23.7%	25.2%
净利润(百万元)	561	711.81	922.35	1193.98
(+/-%)	26.3%	27.0%	29.6%	29.5%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.86	1.11	1.44
市盈率(PE)	24.9	19.8	15.1	11.7

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)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	523	943	1012	1268	营业收入	3656	4310	5331	6675
应收款项	748	798	987	1236	营业成本	2452	2844	3488	4328
存货净额	355	357	438	546	营业税金及附加	41	37	45	57
其他流动资产	422	86	107	134	销售费用	142	164	203	254
流动资产合计	2049	2186	2545	3185	管理费用	203	425	512	638
固定资产	2244	2670	3089	3464	财务费用	37	14	8	4
无形资产及其他	274	263	252	241	投资收益	44	15	15	15
投资性房地产	156	156	156	156	资产减值及公允价值变动	(6)	(9)	(9)	(9)
长期股权投资	237	237	237	237	其他收入	(155)	1	1	1
资产总计	4960	5511	6278	7283	营业利润	665	835	1082	1402
短期借款及交易性金融负债	171	178	178	178	营业外净收支	(1)	3	3	3
应付款项	927	1128	1385	1728	利润总额	664	837	1085	1405
其他流动负债	238	226	278	347	所得税费用	104	126	163	211
流动负债合计	1337	1532	1841	2253	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	679	679	679	679	归属于母公司净利润	561	712	922	1194
其他长期负债	37	45	52	59					
长期负债合计	716	723	731	738	现金流量表 (百万				
负债合计	2053	2256	2571	2991	元)	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	561	712	922	1194
股东权益	2906	3255	3707	4292	资产减值准备	(4)	2	1	1
负债和股东权益总计	4960	5511	6278	7283	折旧摊销	193	235	283	326
					公允价值变动损失	6	9	9	9
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	财务费用	37	14	8	4
每股收益	0.67	0.86	1.11	1.44	营运资本变动	(346)	481	26	36
每股红利	0.29	0.44	0.57	0.73	其它	4	(2)	(1)	(1)
每股净资产	3.50	3.92	4.46	5.17	经营活动现金流	414	1437	1239	1565
ROIC	19%	21%	26%	30%	资本开支	(337)	(660)	(700)	(700)
ROE	19%	22%	25%	28%	其它投资现金流	(1)	0	0	0
毛利率	33%	34%	35%	35%	投资活动现金流	(575)	(660)	(700)	(700)
EBIT Margin	22%	20%	20%	21%	权益性融资	76	0	0	0
EBITDA Margin	28%	25%	26%	26%	负债净变化	(12)	0	0	0
收入增长	18%	18%	24%	25%	支付股利、利息	(245)	(363)	(470)	(609)
净利润增长率	26%	27%	30%	29%	其它融资现金流	(269)	7	0	0
资产负债率	41%	41%	41%	41%	融资活动现金流	(706)	(356)	(470)	(609)
息率	1.8%	2.6%	3.4%	4.4%	现金净变动	(867)	420	69	256
P/E	24.9	19.6	15.1	11.7	货币资金的期初余额	1390	523	943	1012
P/B	4.8	4.3	3.8	3.2	货币资金的期末余额	523	943	1012	1268
					企业自由现金流	201	771	529	851

EV/EBITDA	15.8	15.0	12.1	9.8	权益自由现金流	(79)	766	522	847
-----------	------	------	------	-----	---------	------	-----	-----	-----

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	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
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。