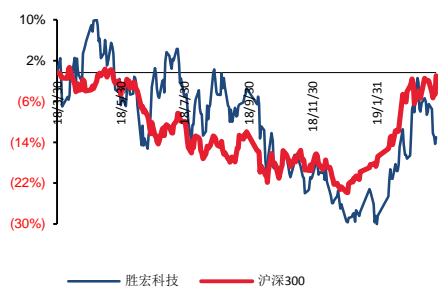


信息技术 技术硬件与设备

扣非净利同比+60%增长, 现金流造血能力强

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	770/759
总市值/流通(百万元)	10,630/10,481
12个月最高/最低(元)	17.52/11.08

■ 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)点评:扣非净利同比+60%,增速、研发投入、迭代速度均领先行业》--2019/03/01

■ 证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

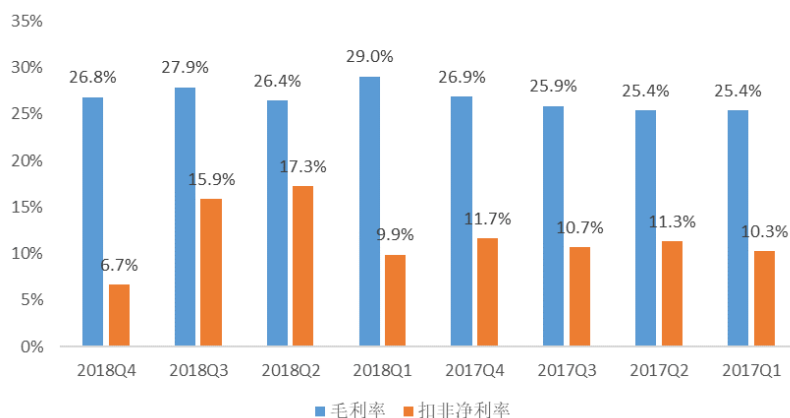
E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

事件: 2018年收入33.3亿元,同比+35%,扣非净利4.4亿元,同比+63%。Q4单季度收入8.99亿元,环比+3.3%,同比+26%,扣非净利润0.9亿元,同比+18%,环比-28%。每10股派1.7元。预计Q1利润增速同比0%-20%。分析如下

扣非净利同比+60%增长,现金流造血能力强: 2018年收入&扣非净利高增长,净利润受到非经常损益影响(-6000万),其中债务重组损失约6000万,套期保值损失和投资理财、政府补贴收益基本持平。利润率方面,2018年全年毛利率27.5%,同比+1.59个pct;净利率11.52%,同比持平。均价提升和产线信息流建设正反馈于毛利。

公司Q4受到产业链去库存(我们提出的CP值出现近5年的极小值点)影响,接单有一定放缓,导致毛利率单季度环比下滑1个pct,同时由于债务重组影响净利率环比也有所下降。



双面板收入6.1亿元,同比+18%,多层板收入25.2亿元,同比+35%;多层板收入快于双面板,公司产品结构持续优化。

成本端,双面板方面,直接材料成本同比+15%;直接人工成本同比+32%;制造费用同比+15%,三大成本增速总体低于营收增速;

多层板方面,直接材料成本同比+34%;直接人工成本同比+33%;制造费用同比+33%,三大成本增速略低于营收增速。

产销量方面,2018年销量422万平米,同比+26%;产量428万平米,同比+25%,基本处于满产满销状态。2018年均价744元/平米,同比+6%。

	2018	2017
销售量, 万平方米	422	334
同比	26%	16%
生产量, 万平方米	428	341
同比	25%	17%
单价, 元/平米	744	704
同比	6%	15%

人均指标方面, 人均收入 63 万元, 同比+19%; 人均利润 7.2 万元, 同比+18%; 人均薪酬 9 万元, 同比+16%。

财务指标方面:

固定资产 19.7 亿元, 较期初增长 46.58%, 主要为新建厂房设备入帐固定资产所致;

在建工程 3.72 亿元, 较期初增长 806.86%, 主要为新建了二期厂房工程所致;

应收票据及应收账款 14.15 亿元, 较期初增长 33.11%, 与营收相符, 主要为销售收入增大;

短期借款 2.99 亿元, 较期初增长 100.00%, 主要为短期借款增加所致;

应付票据及应付账款 19.69 亿元, 较期初增长 57.73%, 主要为付原材料与设备款增加所致;

关于新计提资产减值准备, 主要为个别客户应收款(万元):

项目	期初余额	本年计提	本年转出	期末余额
应收账款坏账准备	4,764.90	2,012.61	229.70	6,547.82
其他应收款坏账准备	201.64	16.89	-	218.53
应收票据坏账准备	-	85.24	-	85.24
合计	4,966.54	2,114.74	229.70	6,851.59

Q4 收入环比增长, 现金流造血能力强, 研发先行和智慧工厂战略持续推行: 经营现金流净额 4.97 亿元, 同比上升了 38.83%, 是净利率的约 1.3 倍, 体现了公司较强的造血能力。研发端, 研发费用 1.63 亿, 同比+64%; 大量引进专业技术人才, 从 440 人增加到 580 人。5G 通讯基站用、埋阻高频、微小射频、光模块、金属基、4K 电视机等 17 个 PCB 技术研发项目逐步推行, 逐步实现打样量产。智能制造方面, 率先打造中国第一家工业 4.0PCB 智慧工厂, 产能产量大幅度提升, 领航中国 PCB 行业, 实现净利率 15% 以上, 人均年产值将达 200 万元。

产能爬坡循序渐进, 客户和产品结构不断升级: 公司多层板事业部 4 层厂房节后接单顺利, 预计将在今年逐步达产, 5 层厂房预计 19 年 5 月份投产。HDI 厂房预计将在 5-6 月份投放, 客户导入较为顺利。

多层板事业部6层厂房预计将在HDI厂房落地后见机投入，公司在高频高速产品的布局将在此落地。

公司2018年开始逐步开拓海内外客户，包括全球显示屏龙头、传统&新能源汽车、全球互联网龙头等，该等客户认证期长、技术要求高、订单是逐步放量的性质，公司为给其配足产能，短期内并不追求短线订单。此外，公司在尚未投产的6层厂房中计划为新世代通信产品做准备，目前已经开始给客户供货。

春节前产业库存处于低位，随着贸易战预期改善，产业链已经逐步开始补库存，公司新增产能在逐步消化中，后续也将逐步切入到HDI、新世代通信等领域，通过产品结构升级进一步扩大收入规模、提升盈利能力。

投资建议：预计19-21年净利润分别为5.0/6.6/9.0亿，EPS 0.65/0.86/1.17元，当前股价对应PE20/15/12X，给与2019年25X估值，目标价16.7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；汇兑损风

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,304	3,950	4,775	5,999
(+/-%)	35.3%	19.6%	20.9%	25.6%
净利润(百万元)	380	499.49	660.10	901.37
(+/-%)	35.0%	31.3%	32.2%	36.5%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.65	0.86	1.17
市盈率(PE)	27.9	21.3	16.1	11.8

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

险。

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	675	500	500	500	营业收入	3304	3950	4775	5999
应收款项	1447	1732	2093	2630	营业成本	2393	2818	3344	4136
存货净额	393	471	557	695	营业税金及附加	12	26	31	39
其他流动资产	69	119	143	180	销售费用	85	103	143	180
流动资产合计	2584	2821	3293	4005	管理费用	131	337	479	601
固定资产	2353	3087	3272	3423	财务费用	(11)	47	27	21
无形资产及其他	27	26	25	24	投资收益	(6)	(40)	10	10
投资性房地产	434	434	434	434	资产减值及公允价值变动	(34)	(16)	(16)	(16)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(158)	0	0	0
资产总计	5398	6368	7024	7886	营业利润	495	565	745	1016
短期借款及交易性金融负债	300	642	476	114	营业外净收支	(71)	(3)	(3)	(3)
应付款项	1970	2283	2699	3370	利润总额	423	561	742	1013
其他流动负债	128	158	192	240	所得税费用	43	62	82	111
流动负债合计	2397	3084	3368	3725	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	380	499	660	901
其他长期负债	25	34	43	52					
长期负债合计	25	34	43	52					
负债合计	2422	3118	3411	3777	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	380	499	660	901
股东权益	2976	3251	3614	4109	资产减值准备	12	10	2	2
负债和股东权益总计	5398	6368	7024	7886	折旧摊销	160	241	298	332
					公允价值变动损失	34	16	16	16
					财务费用	(11)	47	27	21
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	654	(49)	(10)	18
每股收益	0.49	0.65	0.86	1.17	其它	(12)	(10)	(2)	(2)
每股红利	0.17	0.29	0.39	0.53	经营活动现金流	1228	707	963	1268
每股净资产	3.87	4.22	4.69	5.34	资本开支	(1094)	(1000)	(500)	(500)
ROIC	21%	17%	17%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	13%	15%	18%	22%	投资活动现金流	(1094)	(1000)	(500)	(500)
毛利率	28%	29%	30%	31%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	17%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA	25%	23%	23%	23%	支付股利、利息	(128)	(225)	(297)	(406)

Margin									
收入增长	35%	20%	21%	26%	其它融资现金流	380	343	(166)	(362)
净利润增长	35%	31%	32%	37%	融资活动现金流	123	118	(463)	(768)
率					现金净变动	257	(175)	0	0
资产负债率	45%	49%	49%	48%	货币资金的期初余额	418	675	500	500
息率	1.2%	2.1%	2.8%	3.8%	货币资金的期末余额	675	500	500	500
P/E	27.9	21.3	16.1	11.8	企业自由现金流	332	(215)	479	778
P/B	3.6	3.3	2.9	2.6	权益自由现金流	712	122	302	416
EV/EBITDA	15.5	15.1	13.1	10.5					

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。