

三季度业绩短期下滑不影响长期成长，持续看好 5G 带来的业绩增量

买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,656	3,770	4,377	5,167
同比 (%)	17.8%	3.1%	16.1%	18.0%
归母净利润 (百万元)	561	540	686	883
同比 (%)	26.3%	-3.6%	26.9%	28.8%
每股收益 (元/股)	0.64	0.62	0.78	1.01
P/E (倍)	27.90	28.94	22.81	17.70

投资要点

- **事件：**2019 年前三季度崇达技术实现营业收入 27.77 亿元，同比增长 0.17%，实现归母净利润 3.90 亿元，同比下降 9.83%，其中，2019 第三季度实现营业收入 9.25 亿元，环比下降 2.22%，实现归母净利润 1.26 亿元，环比下降 10.64%。
- **三季度业绩暂时下滑，持续看好未来 5G 带来的业绩增量：**受到经济不景气以及贸易战等因素的影响，传统 PCB 业务出现暂时性下滑，但是我们认为短期业绩下滑不影响未来成长，随着 5G 基站的建设以及天线技术的演进，会直接拉动 PCB 板的数量与性能的提升，未来通信 PCB 板将会迎来量价齐升的利好局面，盈利能力日后呈现快速提升趋势。
- **研发支出稳定，驱动核心技术稳定迭代升级：**2019 年第三季度崇达技术销售费用为 0.37 亿元，同比增加 1.84%，费用管控良好，管理费用为 0.61 亿元，同比增长 7.56%，财务费用为 -0.08 亿元，同比下滑 155.31%，主要是汇兑收益增加及可转债利息减少所致。2019 年前三季度崇达技术研发支出为 1.63 亿元，同比增长 36.68%，公司研发投入持续增加，推动着关键技术路线稳步迭代。
- **转型中大批量市场，打通智能制造，推进高端板生产：**崇达技术之前以小批量的 PCB 起步，近年来，公司正式进入中大批量市场，产业链不断丰富，开阔了营收成长空间。同时，公司与 IBM、ORACLE 的合作，引入柔性生产线，打通智能制造，全面推动高端板生产。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计崇达技术 2019 年-2021 年的营业收入分别为 37.70 亿元、43.77 亿元以及 51.67 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.78 元及 1.01 元，对应的 PE 估值分别为 28.94/22.81/17.70X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**5G 产业进度不及预期，使得运营商资本开支不及预期，5G 基站建设进度拖后，通信 PCB 产品订单缩减。

2019 年 10 月 24 日

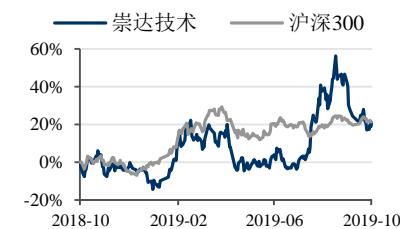
证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.87
一年最低/最高价	12.51/23.44
市净率(倍)	4.45
流通 A 股市值(百万元)	7303.22

基础数据

每股净资产(元)	4.02
资产负债率(%)	33.27
总股本(百万股)	875.20
流通 A 股(百万股)	408.69

相关研究

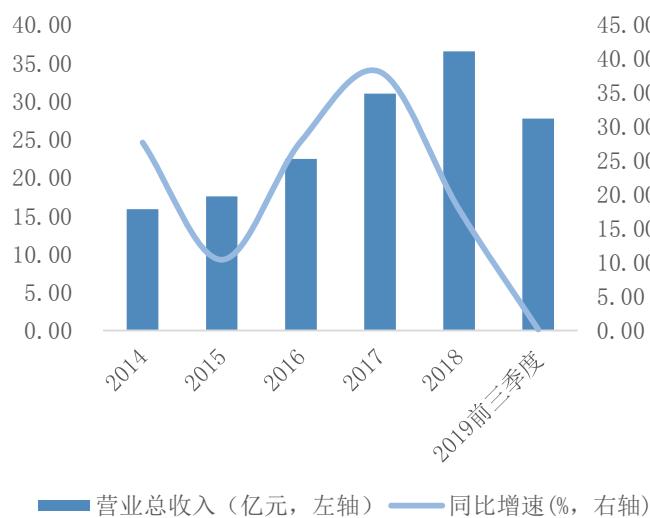
1、《崇达技术 (002815)：崇达技术：转型中大批量市场，受益 5G 产业推进，持续看好业绩稳健》2019-09-16

1. 三季度业绩及盈利能力短期下滑

在中美贸易摩擦的升级以及全球经济需求进一步放缓的背景下,2019 年前三季度崇达技术实现营业收入 27.77 亿元,同比增长 0.17%,其中,2019 实现营业收入 9.25 亿元,同比下降 3.33%。2019 年前三季度实现归母净利润 3.90 亿元,同比下降 9.83%,其中,2019 第三季度实现归母净利润 1.26 亿元,同比下降 17.70%。

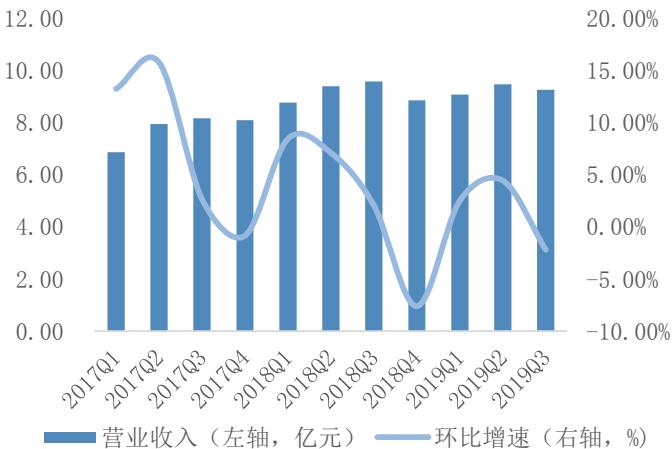
我们认为,随着 5G 基站的建设以及天线技术的演进,会直接拉动 PCB 板的数量与性能的提升,未来通信 PCB 板将会迎来量价齐升的利好局面,盈利能力日后将呈现快速提升趋势。

图 1: 崇达技术营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)



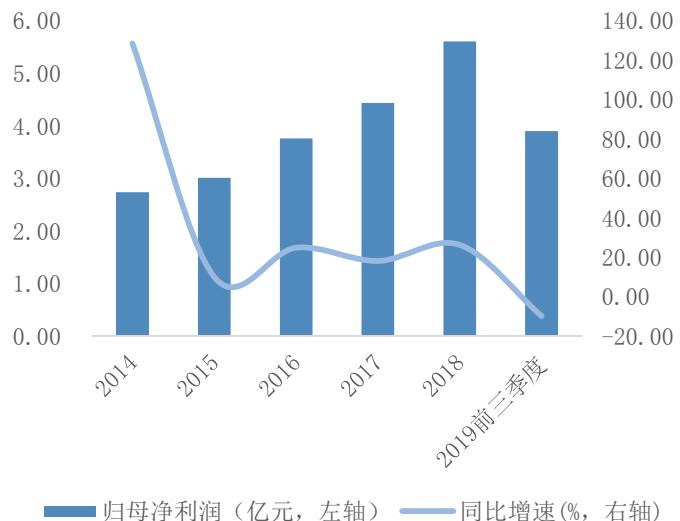
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 崇达技术单季度营业收入 (亿元) 及环比增速 (%)



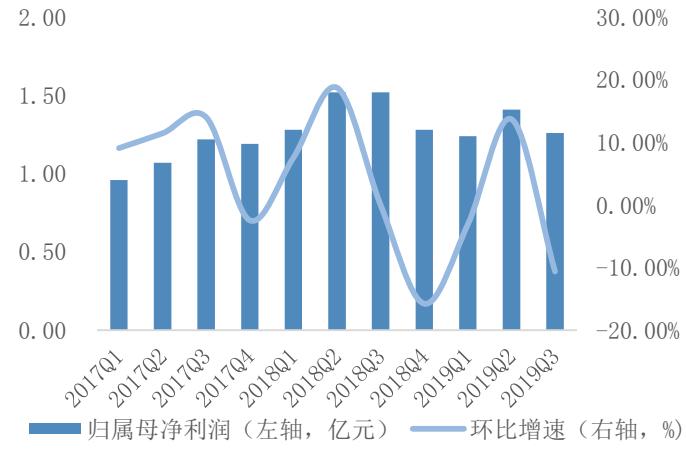
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 崇达技术归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

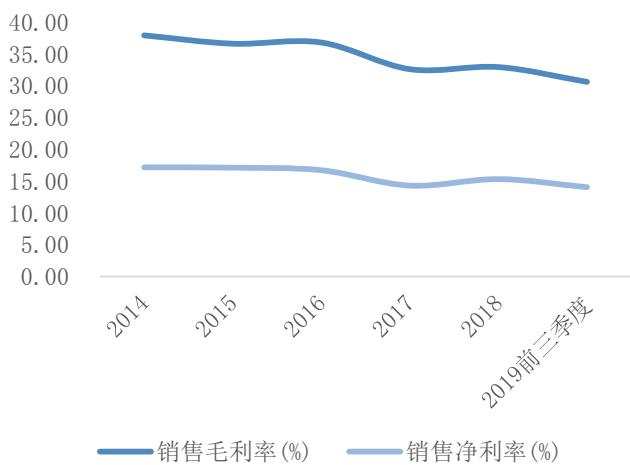
图 4: 崇达技术单季度归母净利润 (亿元) 及环比增速 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

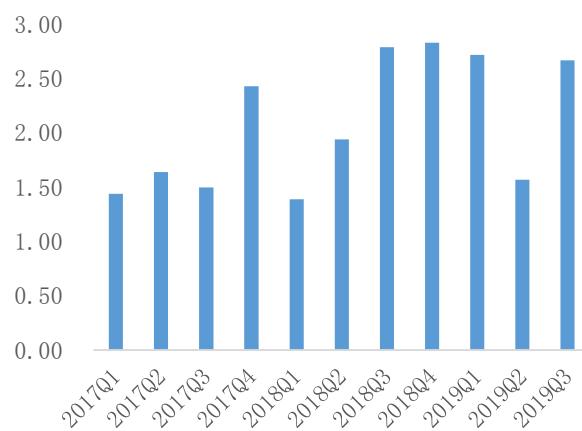
2019 年前三季度崇达技术销售毛利率为 30.62%，销售净利率为 14.06%，盈利能力出现小幅下滑。2019 年第三季度崇达技术经营活动现金净流量为 2.67 亿元，较上一季度有明显提升。

图 5：崇达技术销售毛利率、净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：崇达技术单季经营性活动现金净流量（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 研发支出稳定，驱动核心技术稳定迭代升级

2019 年第三季度崇达技术销售费用为 0.37 亿元，同比增加 1.84%，费用管控良好，管理费用（含研发费用）为 1.17 亿元，同比增长 18.18%，财务费用为 -0.08 亿元，同比下滑 155.31%，主要是汇兑收益增加及可转债利息减少所致。2019 年前三季度崇达技术研发支出为 1.63 亿元，同比增长 36.68%，公司研发投入持续增加，推动着关键技术路线稳步迭代。

图 7：崇达技术单季度费用情况（万元）

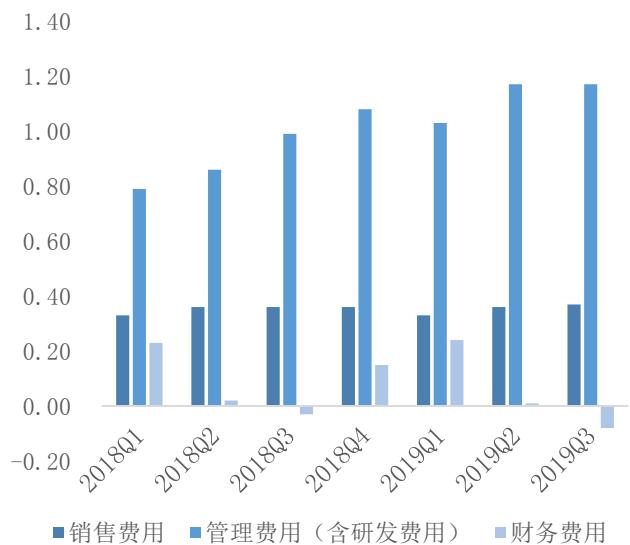
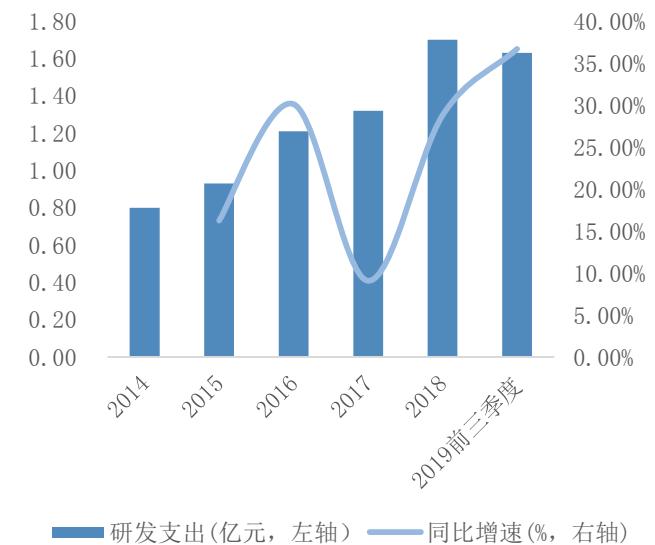


图 8：崇达技术研发支出（万元）及其同比增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 5G 需求稳步提升，持续看好长期成长空间，

基站建设高峰期，加大 PCB 需求：回顾 3G 及 4G 时期三大运营商资本开支变化情况，运营商资本开支占收比稳定保持在 20%-35%之间，而且在牌照发放之后，运营商资本开支逐步增加，主要用于基站建设，预计在未来 2-3 年里将进入网络建设的高峰期。

图 9：三大运营商资本开支及资本开支占收比

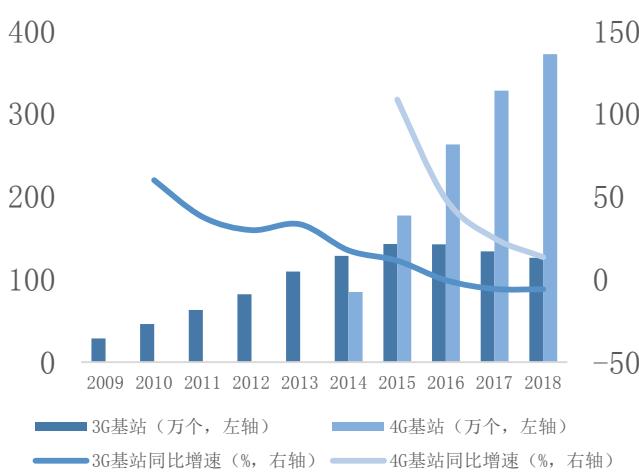


数据来源：wind，东吴证券研究所

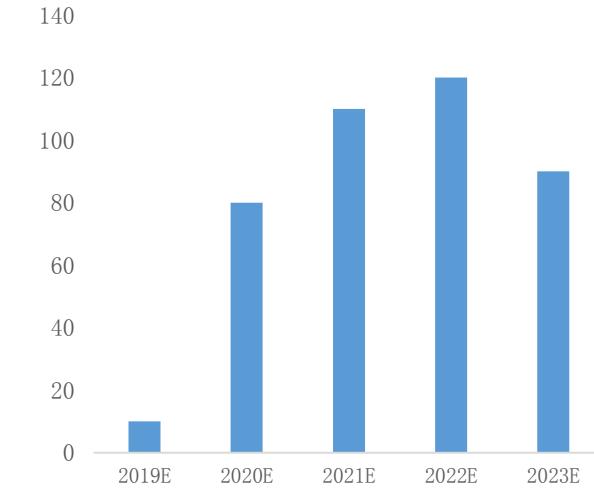
5G 基站因为传输频率高、覆盖范围小等因素，未来 5G 基站数量将是 4G 基站的 1.5 倍-2 倍左右。同时，建设 5G 基站的速度将远远高于 3G/4G 时期基站建设速度，预计未来 2-3 年的基站建设高峰期将极大的开拓通信 PCB 市场。

图 10：我国 3G、4G 基站建设数量(万站)及同比增速(%)

图 11：我国 5G 基站数预测(万站)



数据来源：工信部，东吴证券研究所



数据来源：运营商推介资料等，东吴证券研究所

4. 盈利预测

我们预计崇达技术 2019 年-2021 年的营业收入分别为 37.70 亿元、43.77 亿元以及 51.67 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.78 元及 1.01 元，对应的 PE 估值分别为 28.94/22.81/17.70X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1、5G 产业进度不及预期，使得运营商资本开支不及预期，5G 基站建设进度拖后，通信 PCB 产品订单缩减。
- 2、中美贸易战加剧的风险，使得海外业务承压。
- 3、宏观经济整体下行，影响传统 PCB 产品的出货量。
- 4、核心技术及核心产品的研发进度不及预期。

崇达技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,049	2,243	2,180	2,209	营业收入	3,656	3,770	4,377	5,167
现金	523	726	318	260	减: 营业成本	2,452	2,572	2,940	3,396
应收账款	716	694	943	990	营业税金及附加	41	34	41	49
存货	355	355	456	482	营业费用	142	153	177	207
其他流动资产	455	467	463	478	管理费用	203	390	437	492
非流动资产	2,911	3,089	3,571	4,144	财务费用	37	1	-9	1
长期股权投资	237	481	727	975	资产减值损失	6	0	0	0
固定资产	1,962	1,933	2,160	2,471	加: 投资净收益	44	13	16	20
在建工程	283	251	264	282	其他收益	0	0	0	0
无形资产	274	295	319	349	营业利润	665	633	808	1,041
其他非流动资产	156	130	101	67	加: 营业外收支	-1	2	0	-0
资产总计	4,960	5,333	5,752	6,353	利润总额	664	636	808	1,040
流动负债	1,337	1,554	1,737	1,927	减: 所得税费用	104	95	123	157
短期借款	144	144	144	144	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	747	846	975	1,128	归属母公司净利润	561	540	686	883
其他流动负债	446	565	618	655	EBIT	702	645	817	1,053
非流动负债	716	570	468	375	EBITDA	933	864	1,066	1,347
长期借款	679	533	431	337					
其他非流动负债	37	37	37	37	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,053	2,124	2,205	2,302	每股收益(元)	0.64	0.62	0.78	1.01
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.15	3.49	3.88	4.45
归属母公司股东权益	2,906	3,208	3,546	4,052	发行在外股份(百万股)	831	875	875	875
负债和股东权益	4,960	5,333	5,752	6,353	ROIC(%)	15.6%	13.5%	16.1%	18.9%
					ROE(%)	19.3%	16.8%	19.3%	21.8%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	32.9%	31.8%	32.8%	34.3%
经营活动现金流	896	865	738	1,250	销售净利率(%)	15.3%	14.3%	15.7%	17.1%
投资活动现金流	-1,090	-385	-714	-847	资产负债率(%)	41.4%	39.8%	38.3%	36.2%
筹资活动现金流	-672	-277	-432	-460	收入增长率(%)	17.8%	3.1%	16.1%	18.0%
现金净增加额	-860	203	-408	-57	净利润增长率(%)	26.3%	-3.6%	26.9%	28.8%
折旧和摊销	231	219	248	294	P/E	27.90	28.94	22.81	17.70
资本开支	530	-65	236	324	P/B	5.68	5.12	4.61	4.01
营运资本变动	88	118	-170	91	EV/EBITDA	17.15	18.24	15.09	11.92

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>