

## 受益 5G 加速推进，高端产品迎更快增长 买入（维持）

2020 年 05 月 06 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,727	4,510	5,322	6,227
同比（%）	2.0%	21.0%	18.0%	17.0%
归母净利润（百万元）	526	706	922	1,177
同比（%）	-6.2%	34.3%	30.5%	27.6%
每股收益（元/股）	0.60	0.80	1.04	1.33
P/E（倍）	29.80	22.19	17.00	13.32

### 投资要点

- **事件：**4 月 29 日，崇达技术公布 2019 年年报与 2020 年 Q1 业绩，2019 年全年实现营业收入 37.27 亿元，同比增长 1.95%，实现归母净利润 5.26 亿元，同比下滑 6.16%；2020 年 Q1 实现营业收入 9.32 亿元，同比增长 2.94%，实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长 1.61%。
- **短期业绩承压，收入增速放缓：**受到中美贸易摩擦的影响，以外销为主的销售结构已无法为公司带来充足的业绩动力，业绩增速放缓，净利润出现短暂下滑。2019 年实现毛利率 30.62%，与 2018 年全年相比下降 2.32pp，实现销售净利率 14.11%，较 2018 年下降 1.22pp。但是 2020 年随着国内业绩动能的释放，Q1 实现净利润正向增加。
- **调整产品布局，积极拓展国内客户：**2019 年，公司相继收购三德冠 20% 股权、普诺威 40% 股权、大连电子 20% 股权，将产品扩展至 FPC、IC 载板等领域，实现 PCB 全系列产品的覆盖。中大批量布局效果持续显现，2019 年中大批量订单的销售面积占比达 69.96%，同时加强 HDI 等高端产品布局；强化国内大客户战略，积极建设国内销售团队和营销服务网络，最大程度降低中美贸易摩擦影响。
- **加码研发支出，储备核心竞争优势：**公司研发投入大幅增加，2019 年发生研发支出 2.18 亿元，同比增长 28.20%，并且成功实现了应用于超级计算机和 5G 基站的高密度高速多层板的大批量生产。未来将继续加大 5G 相关产品的研发投入，尤其在通信传输网、核心网、数据中心等方面的应用领域，进一步提高公司整体的研发实力，从而提升公司的产品竞争力。
- **受益 5G 加速推进，蓄力业绩发展新动能：**崇达技术通信行业产品应用占比达到 35%，并且已与全球多家重点大客户建立了稳定的业务关系，并进入超算、5G 基站产品的核心供应商，标志着公司的发展迈上了新的台阶，未来将是公司业绩提升的重要发力点。
- **盈利预测与投资评级：**我们持续看好崇达技术未来业绩发展，预计 2020-2022 年营业收入分别为 45.10 亿元、53.22 亿元以及 62.27 亿元，实现归母净利润 7.06 亿元、9.22 亿元以及 11.77 亿元，EPS 分别为 0.80 元、1.04 元以及 1.33 元，对应的估值分别为 22/17/13X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**5G 订单不及预期；产能释放不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.73
一年最低/最高价	13.71/23.44
市净率(倍)	3.92
流通 A 股市值(百万元)	7402.22

### 基础数据

每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	26.84
总股本(百万股)	884.03
流通 A 股(百万股)	417.50

### 相关研究

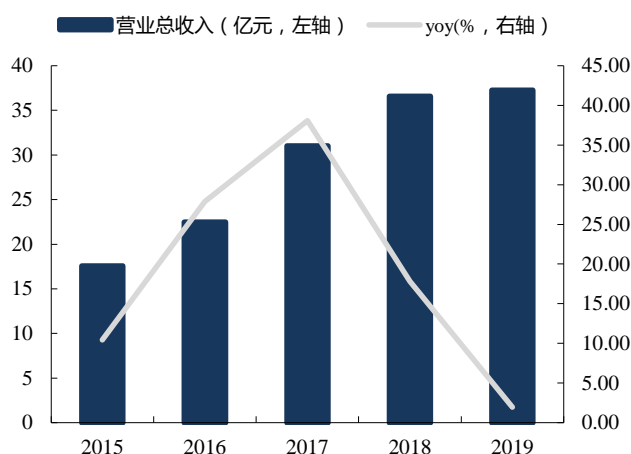
- 1、《崇达技术 (002815)：三季度业绩短期下滑不影响长期成长，持续看好 5G 带来的业绩增量》2019-10-25
- 2、《崇达技术 (002815)：崇达技术：转型中大批量市场，受益 5G 产业推进，持续看好业绩稳增长》2019-09-16

## 1. 短期承压，业绩增速放缓

4月29日，崇达技术公布2019年年报与2020年Q1业绩，2019年全年实现营业收入37.27亿元，同比增长1.95%，实现归母净利润5.26亿元，同比下滑6.16%；2020年Q1实现营业收入9.32亿元，同比增长2.94%，实现归母净利润1.26亿元，同比增长1.61%。

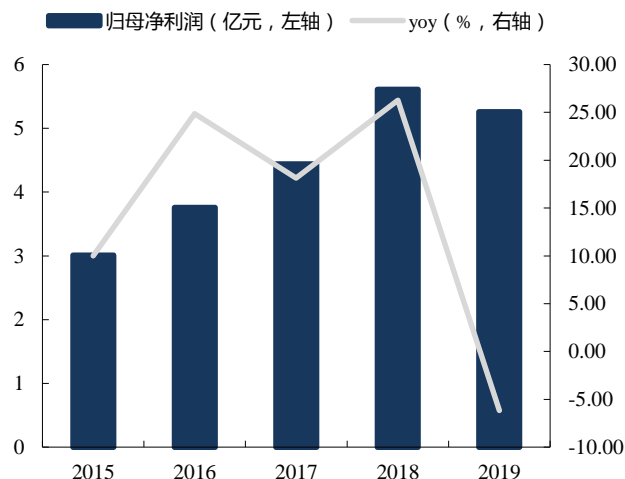
业绩放缓的主要原因为：受到中美贸易摩擦的影响，以外销为主的销售结构已无法为公司带来充足的业绩动力，业绩增速放缓，净利润出现短暂下滑。但是2020年随着国内业绩动能的释放，Q1实现净利润正向增加。

图1：崇达技术营业收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：崇达技术归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

图3：崇达技术季度营业收入

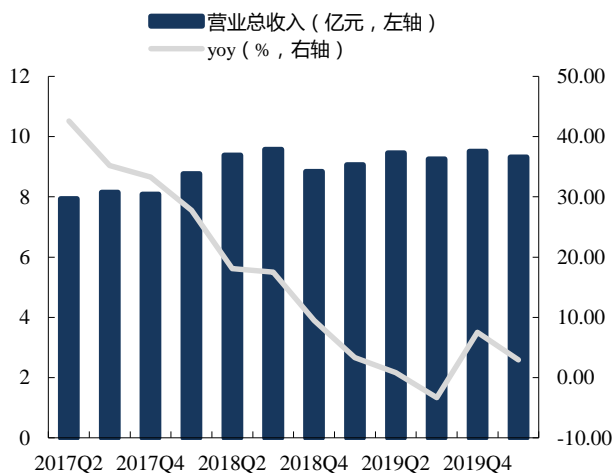
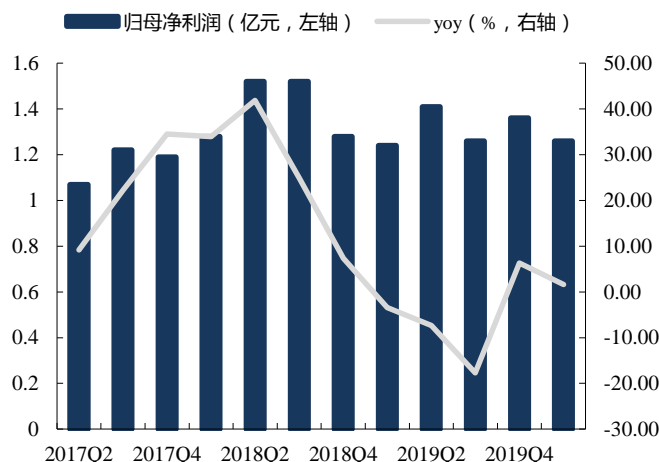


图4：崇达技术季度归母净利润



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

**强化国内大客户战略, 内销占比持续提升:** 2019 年国内大客户的批量订单将逐步释放, 内销收入同比增长 16.61%, 内销占比同比增加 3.50pp。

表 1: 崇达技术内销与外销情况

区域	2019 年	2018 年	增长率
内销 (万元)	98,371.86	84,356.77	16.61%
出口 (万元)	258,422.59	266,161.96	-2.91%
内销占比	27.57%	24.07%	增加 3.50pp

数据来源: wind, 东吴证券研究所

**中大批量订单继续提升, 高端产品增速较快:** 2019 年中大批量订单(20 平米以上)的销售面积占比达 69.96%。同时 HDI 产品增长显著, 2019 年与去年相比, 销售额增长了 50.13%。

**加大国内市场的开拓力度, 积极建设国内销售团队和营销服务网络, 最大程度降低中美贸易摩擦影响:** 2019 年中国大陆销售占比为 27.57%, 成为最大的销售区域; 美洲区域从占比最大的销售区域变成占比最小的。

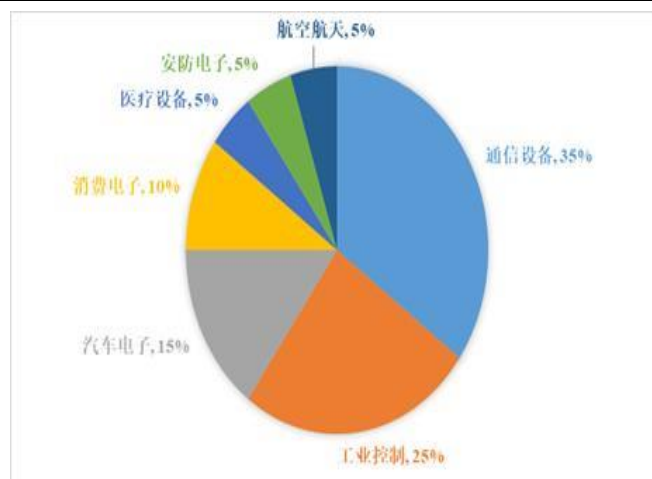
**细化行业分类, 聚焦核心市场:** 目前销售部划分为八大行业组: 通讯电子组、工控电子组、汽车电子组、医疗&航空军工&军工组、服务器&光模块组、安防电子组、手机组、贸易组。其中通信设备行业应用占比达到 35%。

图 5: 崇达技术分区域销售收入占比



数据来源: 崇达技术年报, 东吴证券研究所

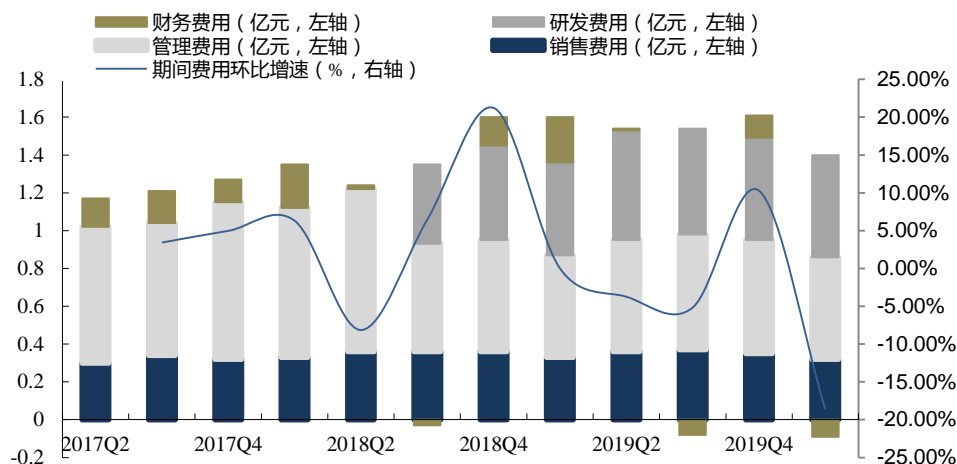
图 6: 崇达技术应用行业占比



数据来源: 崇达技术年报, 东吴证券研究所

2020 年 Q1, 期间费用环比下滑 18.63%, 其中发生销售费用 0.32 亿元, 同比下滑 4.28%, 环比下滑 7.75%; 发生管理费用 0.54 亿元, 同比下滑 0.56%; 财务费用同比下滑 135.53%, 主要是 2019 年可转债已经转股, 2020 年不再计提可转债利息。

图 7：崇达技术费用情况

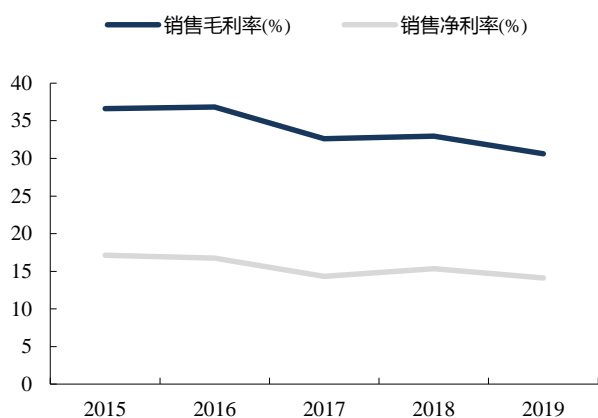


数据来源：wind，东吴证券研究所

注：2018Q3 之前的管理费用包含研发费用，2018Q3 之后的管理费用不包含研发费用。

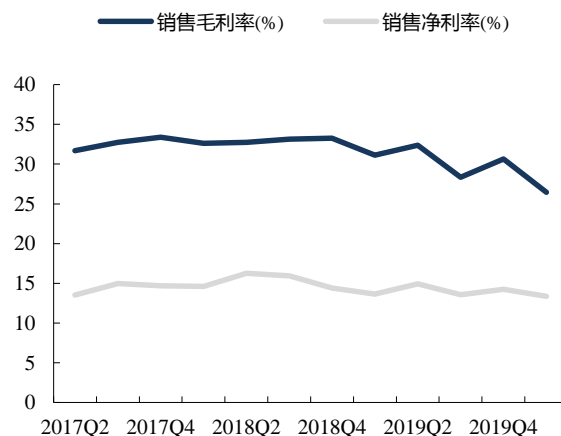
19 年受到贸易战以及需求等因素的影响，部分产能利用率下滑，2020 年初由于疫情扰动，使得整体毛利率有所下滑，2019 年实现毛利率 30.62%，与 2018 年全年相比下降 2.32pp，实现销售净利率 14.11%，较 2018 年下降 1.22pp。2020 年 Q1 实现毛利率 26.45%，较 2019 年 Q4 下降 4.19pp。

图 8：崇达技术销售毛利率及销售净利率



数据来源：崇达技术年报，东吴证券研究所

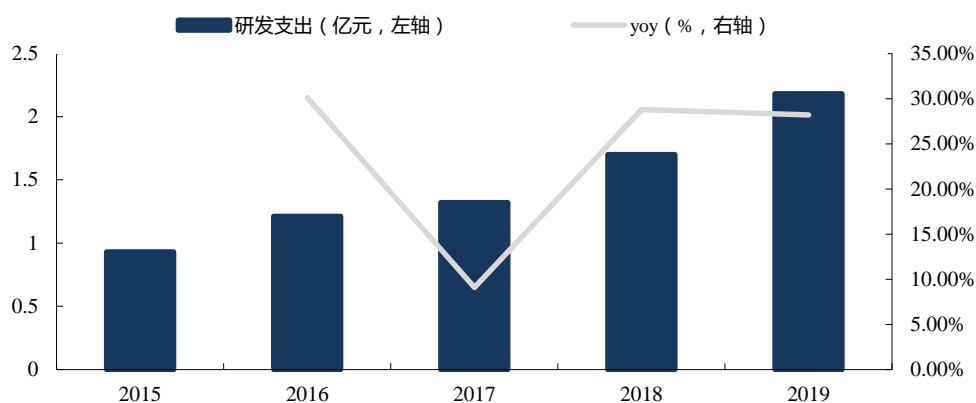
图 9：崇达技术季度销售毛利率及净利率



数据来源：崇达技术年报，东吴证券研究所

公司研发投入大幅增加，2019 年发生研发支出 2.18 亿元，同比增长 28.20%，并且成功实现了应用于超级计算机和 5G 基站的高密度高速多层板的大批量生产。

图 10：崇达技术研发支出



数据来源：wind，东吴证券研究所

表 2：崇达技术研发人员情况

	2019 年	2018 年	变动比例
研发人员数量 (人)	587	505	16.24%
研发人员数量占比 (%)	13.15%	12.12%	1.03%

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 加快拓展产品线，持续推荐大客户战略

深入推进大客户战略：深入推动行业大客户销售策略，加强与世界 500 强及各行业龙头企业的合作，其中 5G 客户方面，合作的主要客户有中兴、烽火通信、普天、康普、高意、Calix、博通、旭创科技等，又持续引入了英特尔、三星电子、住友电工、立讯精密等战略客户。

2019 年，公司相继收购三德冠 20% 股权、普诺威 40% 股权、大连电子 20% 股权，将产品扩展至 FPC、IC 载板等领域，实现 PCB 全系列产品的覆盖。

表 3：崇达技术控股子公司情况一览

被投资公司名称	主要业务	投资方式	投资金额 (百万元)	持股比例	合作方	产品类型	截至资产负债表日的进展情况
三德冠	FPC 生产和销售	收购	180.00	20%	楼宇星、楼宇、吕亚	FPC	已完成交割
南通崇达	半导体研发、生产和销售	新设	210.00	100%	无	PCB	设立登记已完成
普诺威	IC 载板的生产和销售	收购	94.76	40%	马洪伟、朱小红	PCB	已完成交割
深圳崇达	PCB 的研发、生产和销售	增资	550.00	100%	无	PCB	工商变更登记已完成
大连电子	PCB 的生产和销售	收购	13.00	20%	孙利刚	PCB	已完成交割

合计	--	--	1047.76	--	--	--	--
----	----	----	---------	----	----	----	----

数据来源：崇达技术年报，东吴证券研究所

2017 年 12 月发行的 8 亿元可转债，用于公司总部运营及研发中心、江门崇达的高多层线路板技术改造项目和大连崇达的超大规格印制线路板技术改造项目等。

### 3. 盈利预测与评级

我们持续看好崇达技术未来业绩发展，预计 2020-2022 年营业收入分别为 45.10 亿元、53.22 亿元以及 62.27 亿元，实现归母净利润 7.06 亿元、9.22 亿元以及 11.77 亿元，EPS 分别为 0.80 元、1.04 元以及 1.33 元，对应的估值分别为 22/17/13X，维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

5G 订单不及预期；产能释放不及预期。



崇达技术三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,956</b>	<b>2,727</b>	<b>2,835</b>	<b>3,463</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,727</b>	<b>4,510</b>	<b>5,322</b>	<b>6,227</b>
现金	215	521	615	720	减:营业成本	2,586	3,135	3,635	4,209
应收账款	761	1,026	1,083	1,385	营业税金及附加	24	39	46	54
存货	363	507	502	666	营业费用	141	172	203	238
其他流动资产	617	672	634	692	管理费用	234	347	357	342
<b>非流动资产</b>	<b>3,422</b>	<b>4,103</b>	<b>4,778</b>	<b>5,465</b>	财务费用	28	43	76	95
长期股权投资	553	893	1,240	1,594	资产减值损失	-5	-3	-3	-4
固定资产	2,149	2,481	2,804	3,127	加:投资净收益	79	36	42	50
在建工程	309	316	317	323	其他收益	0	0	0	0
无形资产	280	303	332	367	<b>营业利润</b>	<b>591</b>	<b>813</b>	<b>1,050</b>	<b>1,342</b>
其他非流动资产	132	111	86	54	加:营业外净收支	-1	-6	-3	-3
<b>资产总计</b>	<b>5,378</b>	<b>6,829</b>	<b>7,613</b>	<b>8,928</b>	<b>利润总额</b>	<b>590</b>	<b>807</b>	<b>1,047</b>	<b>1,339</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,306</b>	<b>2,301</b>	<b>2,516</b>	<b>3,007</b>	减:所得税费用	64	101	125	162
短期借款	201	1,862	1,184	2,341	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
应付账款	693	147	828	301	<b>归属母公司净利润</b>	<b>526</b>	<b>706</b>	<b>922</b>	<b>1,177</b>
其他流动负债	412	292	505	365	EBIT	605	863	1,127	1,431
<b>非流动负债</b>	<b>181</b>	<b>196</b>	<b>203</b>	<b>202</b>	EBITDA	872	1,100	1,411	1,764
长期借款	136	151	158	157	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他非流动负债	45	45	45	45		<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,487</b>	<b>2,497</b>	<b>2,719</b>	<b>3,209</b>	每股收益(元)	0.60	0.80	1.04	1.33
少数股东权益	25	25	25	24	每股净资产(元)	4.37	4.87	5.51	6.44
					发行在外股份(百万 股)	884	884	884	884
归属母公司股东权益	3,866	4,307	4,869	5,695	ROIC(%)	12.7%	11.8%	15.7%	15.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,378</b>	<b>6,829</b>	<b>7,613</b>	<b>8,928</b>	ROE(%)	13.5%	16.3%	18.8%	20.6%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>					毛利率(%)	30.6%	30.5%	31.7%	32.4%
	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	14.1%	15.7%	17.3%	18.9%
经营活动现金流	787	-219	2,108	353	资产负债率(%)	27.6%	36.6%	35.7%	35.9%
投资活动现金流	-930	-881	-917	-970	收入增长率(%)	2.0%	21.0%	18.0%	17.0%
筹资活动现金流	-167	1,407	-1,097	722	净利润增长率(%)	-6.2%	34.3%	30.5%	27.6%
现金净增加额	-306	307	94	105	P/E	29.80	22.19	17.00	13.32
折旧和摊销	267	237	284	333	P/B	4.05	3.64	3.22	2.75
资本开支	523	340	329	333	EV/EBITDA	17.88	15.45	11.51	9.81
营运资本变动	28	-1,169	869	-1,202					

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>