

## 崇达技术(002815)

# Q2 业绩稳步向上，受益 5G 加速推进，看好未来业绩增量

## 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,727	4,579	5,957	7,245
同比(%)	2.0%	22.8%	30.1%	21.6%
归母净利润(百万元)	526	488	646	903
同比(%)	-6.2%	-7.3%	32.5%	39.8%
每股收益(元/股)	0.60	0.55	0.73	1.02
P/E(倍)	33.77	36.44	27.49	19.67

## 投资要点

- **事件：**8月14日，崇达科技公布中报业绩，2020年上半年，公司实现营业收入21.68亿元，同比增长17.08%；实现归母净利润2.70亿元，同比增长1.81%。
- **业绩增速回暖，持续看好未来5G业绩增量：**2020H1，在全球疫情、中美贸易摩擦背景下，公司积极调整发展策略，内销、中大批量、高端产品市场成效显著，业绩保持良好增长态势。从收入端角度来看，2020H1营业收入及归母净利润为21.68亿元(YOY+17.08%)、2.70亿元(YOY+1.81%)，其中Q2营业收入和归母净利润分别为12.35亿元和1.44亿元，同比增长30.62%、2.00%。
- **PCB全系列产品布局，夯实大客户布局：**产品布局方面，2019年公司相继收购三德冠20%、普诺威40%、大连电子20%的股权，将产品扩展至FPC、IC载板领域，实现PCB全系列产品的覆盖。2020H1公司大批量销售面积占比提升至54.08%，YOY+46.14%。营销布局方面，公司积极强化国内大客户战略，最大程度降低中美贸易摩擦影响。通信行业产品应用占比达到35%，已与多家国际大客户建立稳定业务关系，进入其超算、5G基站产品核心供应商。我们认为，随公司大客户战略及全系列产品布局稳步推进，业绩将充分受益PCB市场高景气度实现跃迁。
- **受益5G加速推进，高端PCB领跑未来增长：**5G产品方面，受益5G基建与大客户策略加速推进，2020H1中兴5G相关产品订单增长迅速；高频PCB产品YOY+4487.94%，取得突破性进展。高端PCB产品方面，HDI等高端产品布局成效显著：2020H1HDI产品销售面积YOY+40.23%。综上，我们看好未来公司持续受益高端PCB市场需求高增长趋势驱动业绩长效稳增。
- **研发投入继续加码，储备核心优势：**公司研发投入继续增加，2020年上半年发生研发支出1.38亿元，YOY+28.39%，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，为5G基站的高密度高速多层板相关产品的大批量生产做好技术和大客户储备。
- **盈利预测与投资评级：**我们持续看好崇达技术未来发展，预计2020-2022年营业收入分别为45.79亿元、59.57亿元、72.45亿元，实现归母净利润4.88亿元、6.46亿元、9.03亿元，对应EPS为0.55元、0.73元、1.02元，对应PE估值分36/27/20X，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。

2020年08月16日

证券分析师 候宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	20.13
一年最低/最高价	14.54/24.88
市净率(倍)	4.58
流通A股市值(百万元)	8533.07

## 基础数据

每股净资产(元)	4.39
资产负债率(%)	34.84
总股本(百万股)	882.55
流通A股(百万股)	423.90

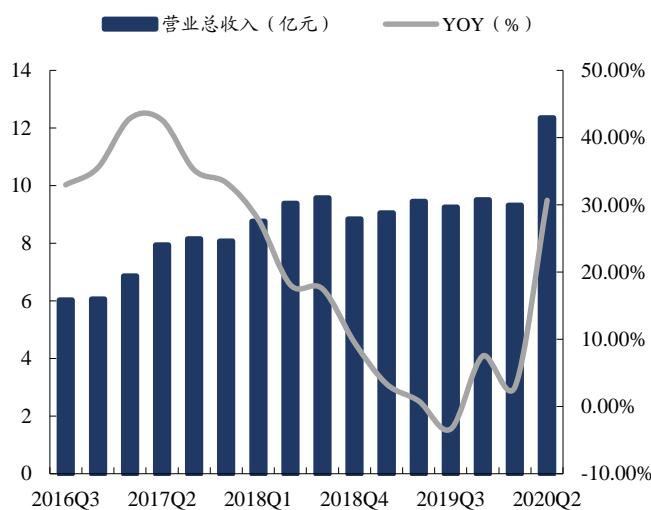
## 相关研究

- 1、《崇达技术(002815)：受益5G加速推进，高端产品迎更快增长》2020-05-06
- 2、《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
- 3、《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》2019-09-16

## 1. 单季度业绩增速回暖，经营状况持续向好

8月14日，崇达科技公布中报业绩，2020年上半年，公司实现营业收入21.68亿元，同比增长17.08%；实现归母净利润2.70亿元，同比增长1.81%。受益2020年上半年国内大客户的批量订单将逐步释放，及高端PCB产品的需求旺盛，公司业绩保持良好增长态势。

图1：崇达技术季度营业收入



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图2：崇达技术季度归母净利润



数据来源: wind, 东吴证券研究所

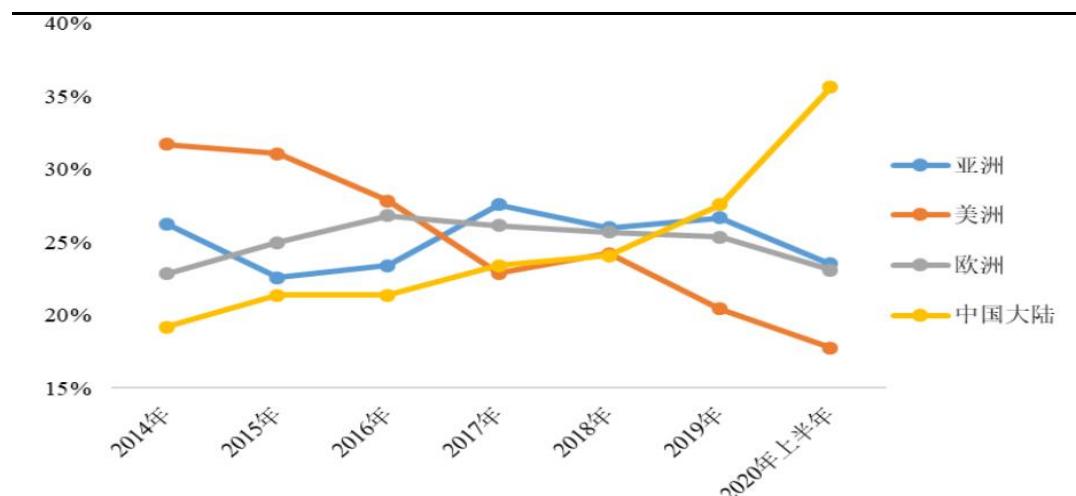
**深入推进大客户战略，市场结构不断优化，内销占比持续提升：**2020年上半年，国内市场收入继续保持了较快增长，内销收入YOY+43.19%，内销占比YOY+6.57%。公司积极加强与世界500强及各行业领头企业的合作，5G客户方面，合作客户又持续引入友电工、京东方等战略客户。

表1：崇达技术内销与外销情况

区域	2020H1	2019H1	同比增长 (%)
内销 (万元)	74,502.86	52,031.38	43.19%
出口 (万元)	134,710.39	127,103.97	5.98%
内销占比	35.61%	29.05%	6.57%

数据来源: 崇达技术半年报, 东吴证券研究所

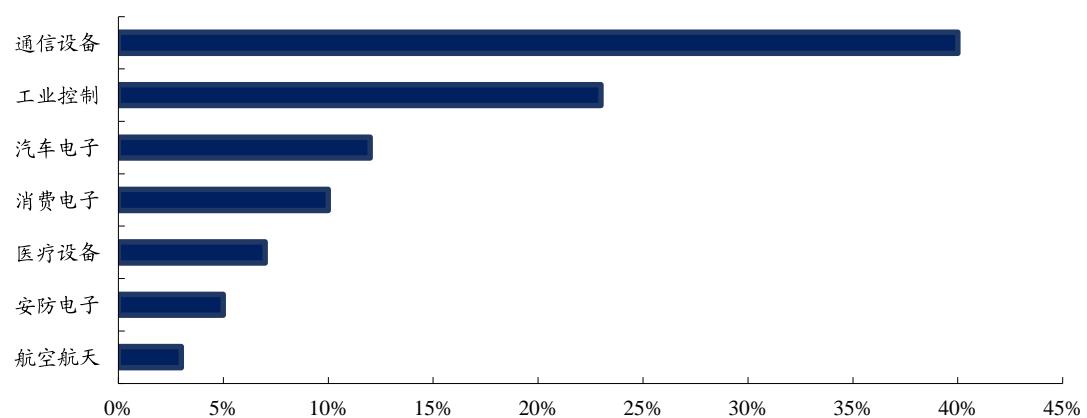
图3：崇达技术分区域销售收入占比



数据来源：崇达技术半年报，东吴证券研究所

**细化行业分类，聚焦核心市场：**公司对销售部的组织架构进行进一步细分，目前为八大行业组：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。

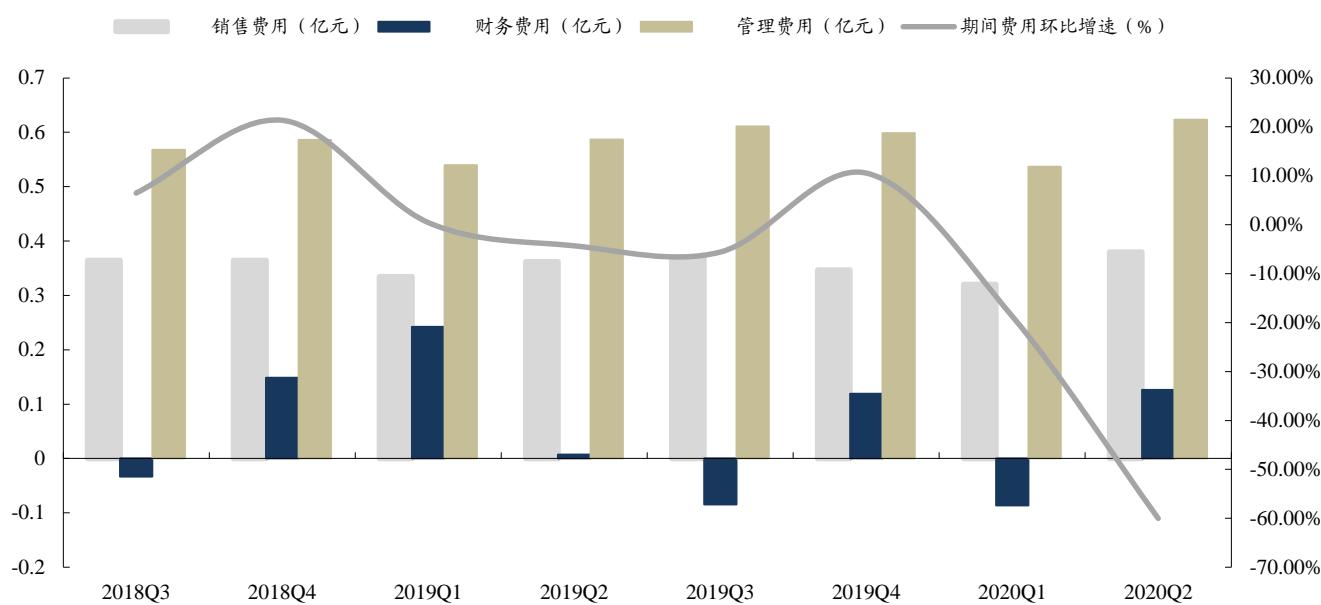
图 4：崇达技术 2020 年上半年产品应用领域占比



数据来源：崇达技术半年报，东吴证券研究所

2020H1，期间费用同比下滑 13.40%；其中发生销售费用 0.70 亿元，同比上升 1.09%；发生管理费用 1.16 亿元，同比上升 3.13%；财务费用同比下降 128.54%，主要由于 2019 年可转债已经转股，2020 年不再计提可转债利息。

图 5：崇达技术费用情况

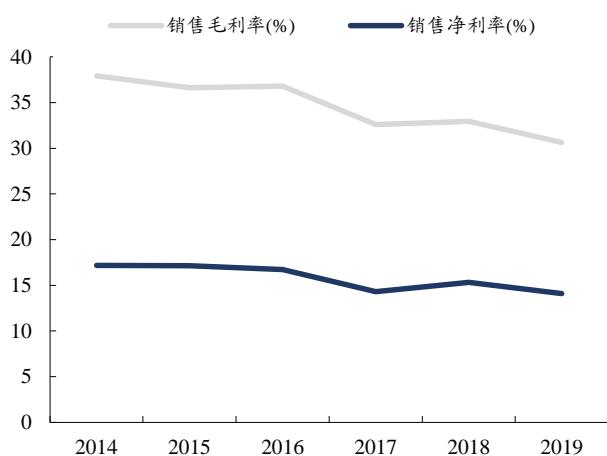


数据来源: wind, 东吴证券研究所

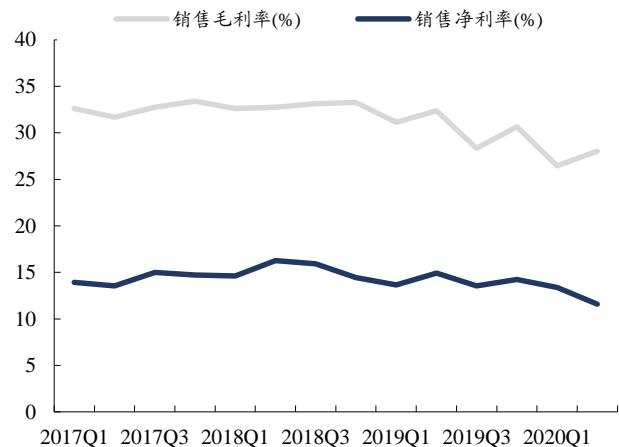
2020年初由于疫情扰动，使得整体毛利率、销售净利率均有所下滑，但是从单季度变化来看，Q2毛利率逐步改善。2020Q2实现毛利率28.03%，较2019年Q2下降4.34pp，较2020年Q1增加1.58pp。实现销售净利率11.58%，较2020年Q1下降1.8pp。

图6: 崇达技术销售毛利率及销售净利率

图7: 崇达技术季度销售毛利率及净利率



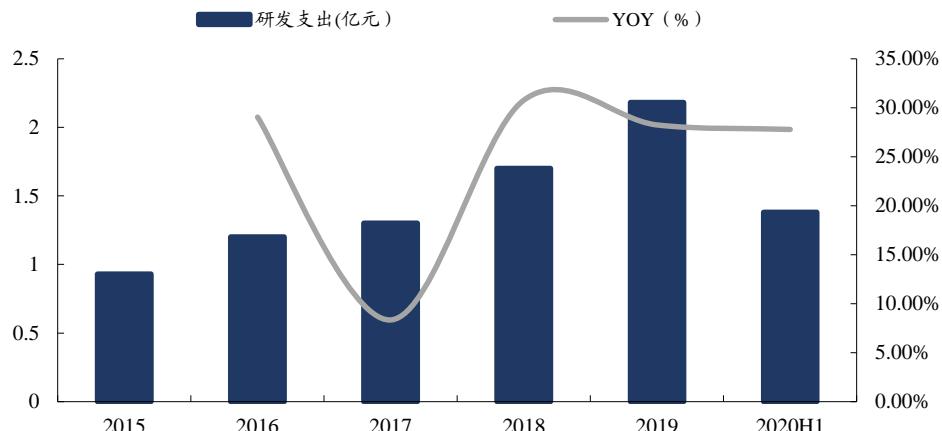
数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

**技术研发取得突破性进展:** 报告期内公司新增专利申请35项，其中PCT国际专利累计申请12项；主导制定国家标准4项、地方标准1项、行业标准4项，参与开发IPC中文标准3项；截至2020年6月30日，累计专利申请1171项。公司继续加大研发投入，报告期内研发费用同比增长28.39%。

图8: 崇达技术研发支出



数据来源：wind, 东吴证券研究所

表 2：崇达技术研发人员数量变动情况

	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：崇达技术 2019 年报，东吴证券研究所

## 2. 投资扩产稳步推进，高端 PCB 成增长重要驱动力

**工厂产销情况良好：**2020年上半年，公司生产和销售PCB的面积分别为172.56万平方米、172.68万平米，产销率达到100.07%，产能利用率达到92.88%。

**投资扩产稳步推进：**公司目前持有三德冠40%股权、普诺威40%股权、大连电子60%股权，其中继续收购普诺威15%股权的交割工作正在进行中。公司将产品扩展至FPC、IC载板等领域，实现PCB全系列产品覆盖。

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 的生产和销售	收购	180	20%	楼宇星、楼帅、吕亚	FPC	已完成交割
南通崇达	半导体的研发、生产和销售	新增	210	100%	无	PCB	设立登记已完成
普诺维	IC 载板的生产 和销售	收购	94	40%	马洪伟、朱小红	PCB	已完成交割
深圳崇达	PCB 研发、生产 和销售	增资	550	100%	无	PCB	工商变更登记已 完成
大连电子	PCB 生产和销售	收购	13	20%	孙利刚	PCB	已完成交割
合计			1048				

数据来源：崇达技术半年报，东吴证券研究所

**未来高端 PCB 成为行业增长的核心驱动力。**随着世界电子电路行业技术迅速发展，电子产品对 PCB 板的高密度化要求更加突出。Prismark 预计在接下来的五年内，HDI 板、封装基板的增速将明显超过其它 PCB 产品，预计在 2019-2024 年分别实现 5.85%、6.49% 的复合增长率。

**表 4：2019 年-2024 年全球不同种类 PCB 产值及年增长率预测（单位：亿美元）**

种类	2018 年	2019 年	2019 年/2018 年增长率	2024 年	2024 年/2019 年 增长率
单/双面板	86.60	80.92	-6.56%	92.70	2.76%
多层板	245.65	238.77	-2.80%	290.74	4.02%
HDI 板	92.22	90.08	-2.32%	119.71	5.85%
挠性板	123.95	121.95	-1.61%	143.85	3.36%
封装基板	75.54	81.39	7.74%	111.46	6.49%
合计	623.96	613.11	-1.74%	758.46	4.35%

数据来源：Prismark，东吴证券研究所

**公司中大批量进一步拓展，高端产品增长较快：**2020H1 中大批量订单（20 平米以上）的销售面积占比提升至 74.55%，其中大批量（50 平米以上）的销售面积占比提升至 54.08%，YOY+46.14%。

HDI 产品增长显著，2020H1 销售面积 YOY+40.23%；公司高频高速产品需求旺盛，5G 应用领域 PCB 产品 YOY+4487.94%，取得突破性进展。我们持续看好下半年 5G 基建高景气度带动高频 PCB 市场快速增长，公司业绩助推动力依旧强劲。

### 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 45.79 亿元、59.57 亿元以及 72.45 亿元，实现归母净利润 4.88 亿元、6.46 亿元以及 9.03 亿元，EPS 分别为 0.55 元、0.73 元以及 1.02 元，对应的 PE 估值分别为 36/27/20X，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>2,434</b>	<b>2,618</b>	<b>3,224</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,727</b>	<b>4,579</b>	<b>5,957</b>	<b>7,245</b>
现金	215	218	22	240	减:营业成本	2,586	3,198	4,142	4,910
应收账款	761	1,054	1,307	1,564	营业税金及附加	24	39	52	63
存货	363	524	625	738	营业费用	141	175	227	277
其他流动资产	617	638	664	682	管理费用	234	634	831	1,008
<b>非流动资产</b>	<b>3,422</b>	<b>3,703</b>	<b>4,026</b>	<b>4,332</b>	<b>财务费用</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>33</b>
长期股权投资	553	746	964	1,205	资产减值损失	-5	-3	-10	-10
固定资产	2,149	2,280	2,382	2,454	加:投资净收益	79	36	42	50
在建工程	309	265	262	253	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>548</b>	<b>726</b>	<b>1,015</b>
其他非流动资产	132	111	86	54	加:营业外收支	-1	-1	-1	-1
<b>资产总计</b>	<b>5,378</b>	<b>6,137</b>	<b>6,643</b>	<b>7,556</b>	<b>利润总额</b>	<b>590</b>	<b>547</b>	<b>725</b>	<b>1,014</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,306</b>	<b>1,862</b>	<b>2,103</b>	<b>2,489</b>	减:所得税费用	64	60	79	111
短期借款	201	201	201	201	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
应付账款	693	1,088	1,219	1,516	<b>归属母公司净利润</b>	<b>526</b>	<b>488</b>	<b>646</b>	<b>903</b>
其他流动负债	412	573	684	772	EBIT	605	561	740	1,027
<b>非流动负债</b>	<b>181</b>	<b>162</b>	<b>140</b>	<b>115</b>	EBITDA	872	804	1,017	1,335
长期借款	136	117	95	70					
其他非流动负债	45	45	45	45	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,487</b>	<b>2,024</b>	<b>2,244</b>	<b>2,604</b>	每股收益(元)	0.60	0.55	0.73	1.02
少数股东权益	25	25	25	24	每股净资产(元)	4.38	4.63	4.96	5.58
归属母公司股东权益	3,866	4,088	4,375	4,928	发行在外股份(百万股)	884	883	883	883
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,378</b>	<b>6,137</b>	<b>6,643</b>	<b>7,556</b>	ROIC(%)	12.7%	11.1%	13.9%	17.3%
					ROE(%)	13.5%	11.8%	14.7%	18.2%
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	30.6%	30.2%	30.5%	32.2%
经营活动现金流	787	770	771	1,190	销售净利率(%)	14.1%	10.6%	10.8%	12.5%
投资活动现金流	-930	-488	-556	-564	资产负债率(%)	27.6%	33.0%	33.8%	34.5%
筹资活动现金流	-167	-279	-411	-407	收入增长率(%)	2.0%	22.8%	30.1%	21.6%
现金净增加额	-306	3	-196	219	净利润增长率(%)	-6.2%	-7.3%	32.5%	39.8%
折旧和摊销	267	243	276	308	P/E	33.77	36.44	27.49	19.67
资本开支	523	88	104	66	P/B	4.60	4.35	4.06	3.60
营运资本变动	28	52	-141	-3	EV/EBITDA	20.28	22.00	17.57	13.20

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、意见及推測不一致的报告。

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>