

中京电子（002579.SZ）/电子 软硬板业务均衡布局，老牌 PCB 企业重拾成长动能

评级：增持（首次）

市场价格：12.58

分析师：胡杨

执业证书编号：S0740519090005

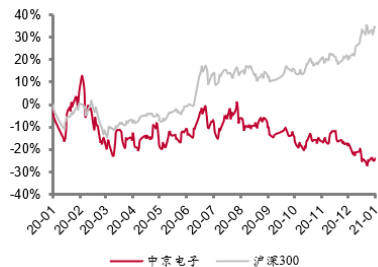
电话：

Email: huyang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	497.00
流通股本(百万股)	366.00
市价(元)	12.58
市值(百万元)	6300
流通市值(百万元)	4600

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1761.34	2098.77	2384.21	2808.11	3373.32
增长率 yoy%	63.61%	19.16%	13.60%	17.78%	20.13%
净利润	81.56	148.69	175.36	214.01	272.88
增长率 yoy%	243.49%	82.31%	17.94%	22.04%	27.51%
每股收益(元)	0.16	0.30	0.35	0.43	0.55
每股现金流量	-0.28	0.62	0.12	0.18	0.24
净资产收益率	8.07%	11.09%	12.09%	13.57%	15.93%
P/E	76.7	42.1	35.7	29.2	22.9
PEG	2.11	1.89	0.36	0.81	1.03
P/B	6.2	4.7	4.3	4.0	3.7

备注：股价取自 2021 年 2 月 22 日收盘价

投资要点

- 国内老牌 PCB 企业，业绩稳中有升。**公司专业从事印刷电路板的研发、生产、销售与服务，是目前少数兼具刚柔印制电路板批量生产与较强研发能力的 PCB 制造商；近年来，公司通过投资建设与产业并购方式，致力夯实 PCB 主营业务、扩大产销规模、强化成本控制意识和内部运营效率，公司行业竞争力不断增强，根据中国电子电路协会（CPCA）发布的 PCB 行业年度排名，公司近几年行业影响力及市占率均得到快速提升。
- 下游应用广泛+优质客户资源保障后续发展。**公司产品广泛应用于网络通信、消费电子、汽车电子、计算机、大数据与云计算、安防工控、医疗设备等众多行业。而近年来下游新兴领域快速增长的需求催生了刚性电路板、柔性电路板、软硬结合板等产品的成长动力。另一方面，公司积极开拓细分市场龙头客户，向大品牌、大应用靠拢，现已拥有 BOE、BYD Wistron、TCL、TP-LINK、Honeywell、LiteOn、小米科技、海康威视、大疆创新等大批知名客户。广泛的产品应用场景叠加优质的客户资源或将为公司日后发展提供保障。
- 下游起量打开行业上行空间+行业集中度提升，内资大厂有望宏图大展。**受通讯电子、计算机、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗器械、国防及航空航天等下游领域强劲需求增长的刺激，PCB 作为基础部件有望随着下游市场景气度回升迎来快速成长，行业上行空间打开；加之 PCB 产能逐渐向大陆转移与国内环保政策趋紧共同作用的影响，内资大厂有望受益于产业重心转移和市场集中度提升，进一步扩大市场占有率。
- 盈利预测和投资建议：**我们预计 20/21/22 年收入为 24/28/34 亿元，净利润预计 20/21/22 年达到 1.75/2.14/2.73 亿元，目前市值对应的 PE 分别为 36x/29x/23x，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示事件：**环保政策影响产能布局、5G 建设不及预期、原材料价格波动风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

内容目录

一、优秀内资老牌 PCB 企业，业绩稳步增长.....	- 3 -
1. 国内老牌 PCB 企业.....	- 3 -
2. PCB 产品覆盖全面，产品结构不断完善.....	- 3 -
3. 广泛下游应用打开成长空间，优质客户资源保障后续发展.....	- 4 -
4. 三费控制得当，业绩增长态势稳定.....	- 5 -
二、下游动能开启+行业集中度提升促进内资龙头成长.....	- 7 -
1. 下游新兴领域需求起量，PCB 行业规模稳步提升.....	- 7 -
2. 国家环保政策加速 PCB 行业整合趋势.....	- 8 -
3. 产业重心持续向大陆转移，内资厂份额提升.....	- 8 -
三、布局未来积极扩产，满足下游新增需求.....	- 10 -
1. 提前布局未来，积极储备 5G 产品技术与客户资源.....	- 10 -
2. FPC 产能扩充，积极响应下游面板客户需求.....	- 11 -
四、投资建议及盈利预测.....	- 11 -
五、风险提示.....	- 12 -

图表目录

图表 1 公司产品及应用.....	- 3 -
图表 2 2020H1 公司产品结构（百万元）.....	- 4 -
图表 3 2019 年全球 PCB 下游应用领域分布.....	- 4 -
图表 4 公司主要客户分布.....	- 5 -
图表 5 公司前五大客户销量占比.....	- 5 -
图表 6 公司历年营业收入与增速情况.....	- 6 -
图表 7 公司费用率变动情况（%）.....	- 6 -
图表 8 2007-2023 年全球 PCB 产值及增长率（单位：亿美元，%）.....	- 7 -
图表 9 2007-2023 年中国 PCB 产值及增长率（单位：亿美元，%）.....	- 8 -
图表 10 2008-2022 年全球 PCB 行业区域产值占比变化（单位：%）.....	- 9 -
图表 11 2019 年全球 PCB 厂商 20 强（百万美元）.....	- 9 -
图表 12 各品牌手机主板向高层高阶化方向升级带来价值量提升.....	- 11 -
图表 13 公司收入拆分及业绩预测.....	- 11 -
图表 14 可比公司估值（2021 年 2 月 22 日更新）.....	- 12 -
图表 15 公司财务数据.....	- 13 -

一、优秀内资老牌 PCB 企业，业绩稳步增长




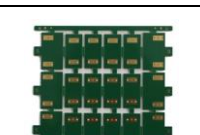
1. 国内老牌 PCB 企业

- 公司成立于2000年，专业从事印刷电路板的研发、生产、销售与服务，是目前国内少数兼具刚柔印制电路板批量生产与较强研发能力的PCB制造商，同时也是中国电子电路行业协会的副理事长单位。近年来，公司通过投资建设与产业并购方式，致力夯实PCB主营业务、扩大产销规模、强化成本控制意识和内部运营效率，公司行业竞争力不断增强，根据中国电子电路协会（CPCA）发布的PCB行业年度排名，公司排名由2017年的第45名提升至2019年的第33名，近两年行业影响力及市占率均得到快速提升。

2. PCB 产品覆盖全面，产品结构不断完善

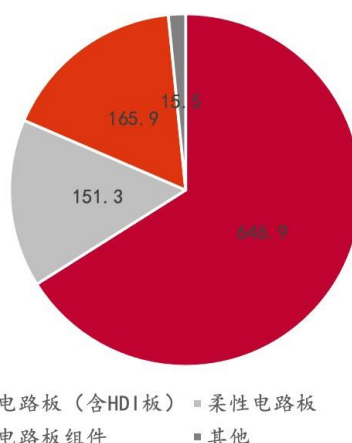
- 公司主要产品为刚性电路板（RPCB）、高密度互联板（HDI）、柔性电路板（FPC）、刚柔结合板（R-F）和柔性电路板组件（FPCA），产品结构类型丰富、应用领域广泛，能够满足客户不同产品组合需求、快速响应客户新产品开发，为客户提供产品与技术一体化解决方案。为更好地把握行业发展机遇、快速响应市场需求变化，公司集中资源在高多层电路板、高阶HDI及Any-layer HDI、刚柔结合板（R-F）、SLP（m-SAP）等产品的战略性布局与投入，并乘全球PCB产能向中国转移大趋势得以快速发展，成为全球印制电路行业百强企业、国家火炬计划高新技术企业。

图表 1 公司产品及应用

RPCB		刚性电路板，在电子产品中广泛应用，具有一定机械强度，装成的部件具有一定抗弯能力。
FPC		柔性电路板，以软层状塑料或其他软质绝缘材料为基材而制成，制成部件可弯曲和伸缩，可根据安装要求将其弯曲，在移动通讯、计算机外设、PDA、数码相机等都有广泛应用。
R-F		刚柔结合板，将挠性底层和刚性底层组合，既可提供刚性支撑作用，又具有弯曲特性，主要应用领域包括医疗设备、导航系统、数码相机、TWS 等消费电子产品。
HDI		高密度互联技术，可使终端产品设计更加小型化，同时满足电子性能和效率的更高标准，主要应用于手机、笔记本电脑、数码相机、汽车电子以及其他消费电子产品。

来源：招股说明书、公司官网，中泰证券研究所整理

图表 2 2020H1 公司产品结构 (百万元)

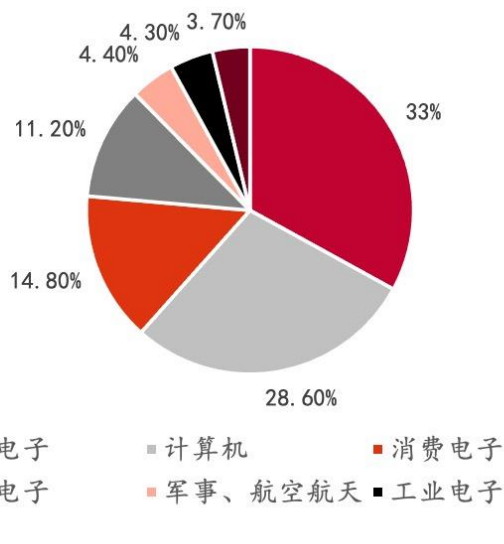


来源：公司半年报，中泰证券研究所整理

3. 广泛下游应用打开成长空间，优质客户资源保障后续发展

- 公司产品广泛应用于网络通信、消费电子、汽车电子、计算机、大数据与云计算、安防工控、医疗设备等众多行业。近年来，下游应用领域快速增长的需求催生了刚性电路板、柔性电路板、软硬结合板等产品的成长动力；公司刚性电路板（含HDI）等产品在网络通信、新型高清显示（LED/Mini LED）、智能终端、汽车电子、人工智能、数据中心与云计算、医疗防疫、安防工控等细分领域具有优势，而FPC及R-F等柔性电路板产品在有机发光显示模组（OLED）、液晶显示模组（LCM）、触摸屏模组（CTP）、摄像头模组（CCM）、生物识别模组、智能游戏机、激光读取头、高可靠性汽车电子、医疗设备等应用领域具备领先优势。

图表 3 2019 年全球 PCB 下游应用领域分布



来源：Prismark，中泰证券研究所整理

- 公司致力打造优质客户群，为日后业绩增长提供依托。根据公司20年中报显示，公司通过多年的经营发展，打造了一支专业、稳定、高素质的营销队伍，形成了一套基于客户需求并适应于公司产品与技术特点的营销体系；公司

积极开拓通讯设备、计算机及网络设备、消费电子、汽车电子、工业控制及医疗等细分市场龙头客户，向大品牌、大应用靠拢，现已拥有BOE、BYD、Wistron、TCL、TP-LINK、Honeywell、LiteOn、LG、SONY、DELL、深天马、欧菲光、小米科技、丘钛微电子、海康威视、大疆创新等大批知名客户，并先后荣获Honeywell、艾比森、洲明科技、光祥科技、特锐德、龙旗电子等多家知名客户优秀供应商奖，并获得华为二级供应商资格。

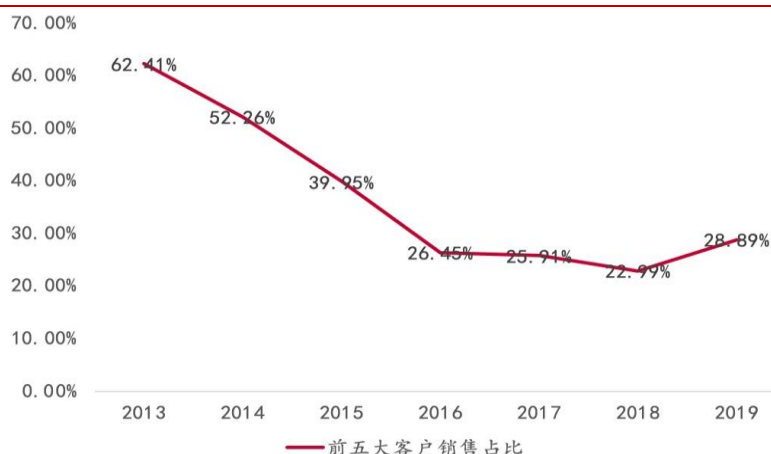
图表 4 公司主要客户分布



来源：公司年报，中泰证券研究所整理

- 公司前五大客户销量占比近年来虽有提升，但仍保持在合理区间。上升原因则主要由于下游客户与公司逐步形成战略合作关系，致使前五大客户销售占比有所提升。以2019年为例，公司前五大客户销售额为59751.43万元，占年度销售总额 28.89%，相较于2018年提升5.9%，增幅稍大，但仍然位于合理区间。公司现有的客户结构相对分散，使公司抗风险能力与议价能力增强；而公司与下游客户逐步形成的战略合作关系也可以保持公司销售渠道的稳定性，从而改善公司的管理效率。

图表 5 公司前五大客户销量占比



来源：公司年报，中泰证券研究所整理

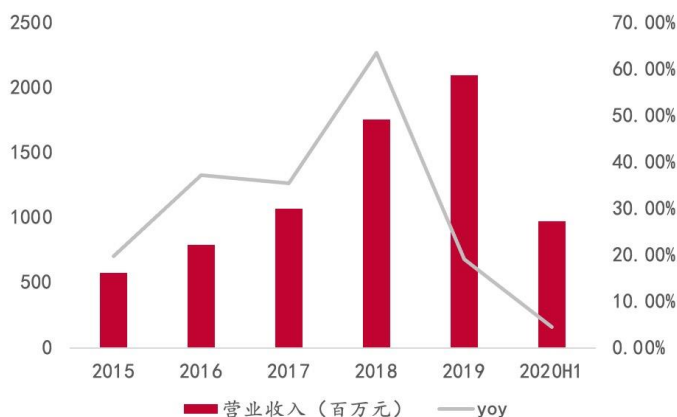
4. 三费控制得当，业绩增长态势稳定

- 公司营业收入保持稳定增长趋势，由2015年5.79亿元，增长至2019年21亿元

,年复合增长率为38.01%,其中2018、2019年营业收入同比增长分别达63.61%和19.16%,业绩增速显著。

- 随着下游新兴领域需求起量,客户合作的不断深入,客户单批次订单量不断上升,公司生产经营处于产销两旺格局。同时,子公司中京科技和元盛电子均启动技术改造与关键工序产能提升项目,公司产品结构不断优化,高多层PCB比例逐步上升,HDI产品阶层持续提升,产品单价较上年同期有较大幅度增长。2020年上半年,公司实现营业收入9.8亿元,同比增长4.55%,业绩增长稳定。

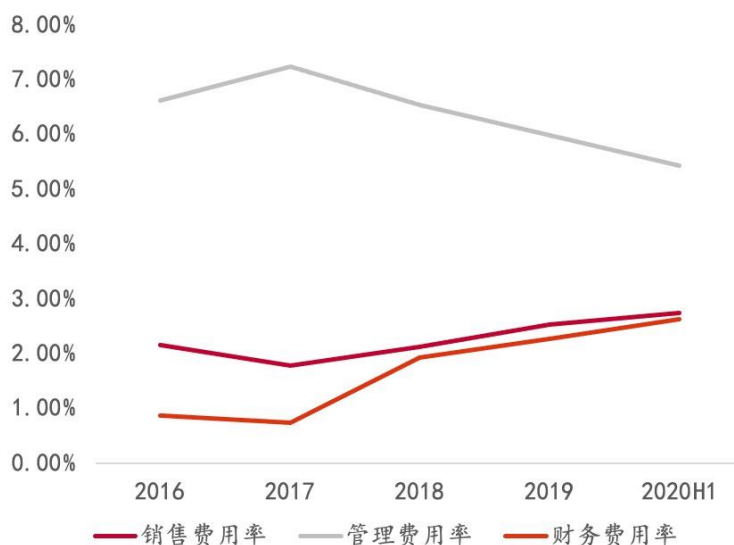
图表 6 公司历年营业收入与增速情况



来源: Wind, 中泰证券研究所整理

- 公司管理费用、销售费用和财务费用控制得当。随着公司业务规模的扩张,主要由员工工资福利费用和股权激励费用等构成的管理费用同步增长。2019年由于公司涨薪以及合并元盛电子产生的系列费用,公司管理费用同比增加9.01%,管理费用率达到5.99%。销售费用率由2018年的2.13%,增加至2019年的2.53%,主要系公司销售佣金、运输费增加及员工薪酬增加所致。财务费用率由2018年的1.94%增长至2019年的2.28%,主要系当期支付利息增加导致。整体来说,公司期间费用均维持在较低范围,成本控制得当。

图表 7 公司费用率变动情况 (%)



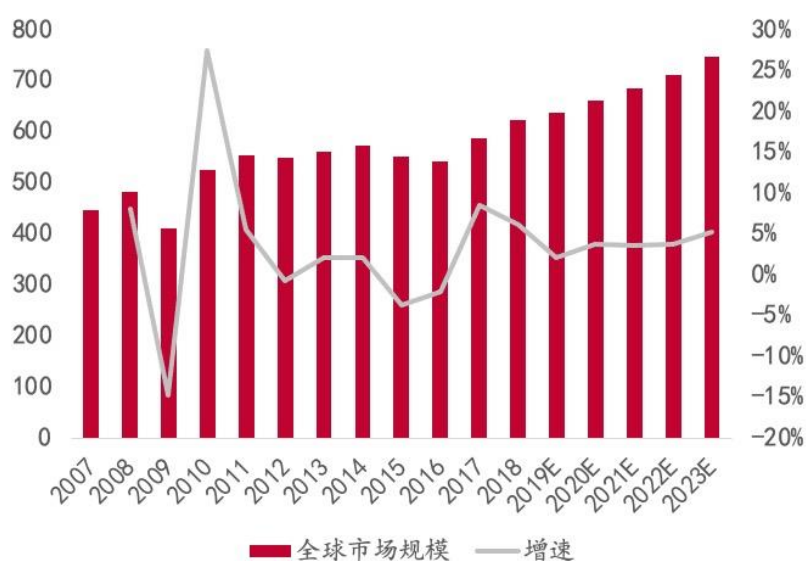
来源: Wind, 中泰证券研究所整理

二、下游动能开启+行业集中度提升促进内资龙头成长

1. 下游新兴领域需求起量，PCB 行业规模稳步提升

- PCB作为电子信息产业的核心基础组件，被誉为“电子工业之母”，并且也是全球电子元件细分产业中产值占比最大的产业，随着研发的深入和技术的不断升级，PCB产品逐步向高密度、小孔径、大容量、轻薄化的方向发展。根据Prismark统计，2018年全球PCB行业产值达到623.96亿美元，同比增长6%；预计未来五年全球PCB市场将保持稳定增长态势，物联网、汽车电子、工业4.0、云端服务器、存储设备等将成为驱动PCB需求增长的新方向。

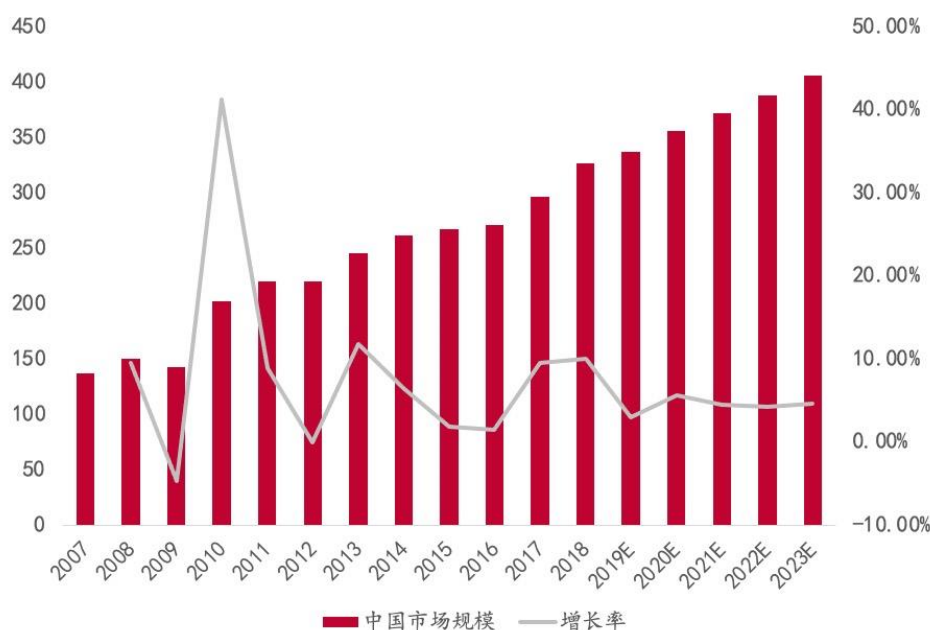
图表 8 2007-2023 年全球 PCB 产值及增长率（单位：亿美元，%）



来源：Prismark，中泰证券研究所整理

- 受益于全球PCB产能向中国转移以及下游蓬勃发展的电子终端产品制造的影响，中国PCB行业整体呈现较快的发展趋势，2006年中国PCB产值超过日本，中国成为全球第一大PCB制造基地，受通讯电子、计算机、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗器械、国防及航空航天等下游领域强劲需求增长的刺激，近年我国PCB行业增速明显高于全球PCB行业增速。2018年，我国PCB行业产值达到327.02亿美元，同比增长10%。

图表 9 2007-2023 年中国 PCB 产值及增长率 (单位: 亿美元, %)



来源: Prisma, 中泰证券研究所整理

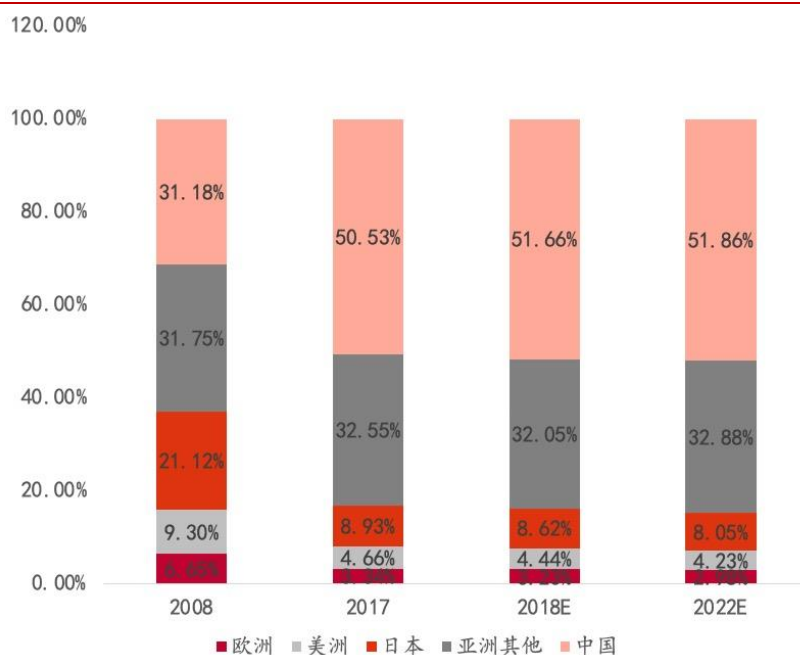
- 5G建设带动PCB量价齐升。目前通信领域是PCB最大的下游, 根据Prisma数据显示, 2017年全球通讯电子领域PCB产值达178亿美元, 占全球PCB产业总产值的30.3%, 占比多年来持续提升。2017年PCB下游通讯电子市场电子产品产值为5670亿美元, 预计未来5年保持2.9%复合增长率。通信设备的PCB需求主要以高多层板为主(8-16层板占比约为35.18%), 并具有8.95%的封装基板需求。而5G的到来也有望带来PCB量价齐升; 5G基站结构由4G的BBU+RRU升级至DU+CU+AAU。为满足基站更高的数据处理能力要求, BBU拆分为DU+CU, 面积有较大的提升; AAU中Massive MIMO技术的使得天线用量大幅增加。同时随着5G商用积极推广, 以高速、高频、高密度、大容量PCB为核心元器件的市场需求也有望快速增长。

2. 国家环保政策加速 PCB 行业整合趋势

- 我国政府发布了《电子信息产品污染控制管理办法》、《中华人民共和国清洁生产促进法》、《清洁生产标准——印制电路板制造业》等一系列法律法规。2017年底, 第十二届人大常委会通过征收“环境保护税”决议, 自2018年1月起开征环境保护税, 征税对象包括大气污染物、水污染物、固体废物和噪声等4类。2019年, 工信部发布《印制电路板行业规范条件》, 将绿色环保原则纳入企业量化标准体系。政府通过高额税收倒逼企业产业升级, 加强污染治理和环境维护。随着环保政策趋紧, PCB厂商运营成本增加, 中小企业由于缺乏有效的污染处理技术, 产能效率显著低于龙头企业, 中小企业退出加剧。在中小厂商逐步退出的同时, 日本和中国台湾PCB企业扩产意愿有限的情况下, 大陆龙头PCB企业有望利用资金优势积极建厂, 承接日本和中国台湾产能。

3. 产业重心持续向大陆转移, 内资厂份额提升

- 随着全球电子信息产业从发达国家向新兴经济体和新兴国家转移，中国已逐渐成为全球最为重要的电子信息产品生产基地。据工信部统计，2018年，规模以上电子信息制造业增加值同比增长13.1%，快于全部规模以上工业增速6.9个百分点。伴随着电子信息产业链迁移，作为其基础产业的PCB行业也随之向中国大陆、东南亚等亚洲地区集中。在2000年以前，全球PCB产值70%以上分布在美洲、欧洲及日本等地区。进入21世纪以来，PCB产业中心不断向亚洲地区转移。目前亚洲地区PCB产值已接近全球的90%，尤以中国和东南亚地区增长最快。

图表 10 2008-2022 年全球 PCB 行业区域产值占比变化 (单位: %)


来源: Prismaark, 中泰证券研究所整理

- 根据N. T. Information统计，全球2800家PCB厂商中，产值超1亿美元的共有116家，中国大陆46家，占比39.66%。根据Prismaark统计数据，2019年全球PCB前十大供应商中，中国大陆厂商13家，占比26%。其中20强内中国大陆厂商分别为山东精密(5)、深南电路(8)和景旺电子(20)，2019年营业额同比增速分别为19.6%、32.9%、19%，远高于中国大陆以外的其他地区厂商。内资厂商有望受益于产业向大陆的转移，市场份额进一步提升。

图表 11 2019 年全球 PCB 厂商 20 强 (百万美元)

排名	企业名称	总部	营业额	同比增速	排名	企业名称	总部	营业额	同比增速
1	臻鼎科技	中国台湾	3889	-0.5%	11	永丰集团	韩国	1302	7.0%
2	欣兴电子	中国台湾	2781	6.1%	12	建涛集团	中国香港	1235	-0.8%
3	迅达科技	美国	2689	-5.5%	13	沪士电子	中国台湾	1195	18.1%
4	旗胜电子	日本	2555	-10.5%	14	揖斐电	日本	1156	6.8%
5	山东精密	中国大陆	2140	19.6%	15	奥特斯	奥地利	1110	-7.7%
6	华通电脑	中国台湾	1820	8.2%	16	名幸电子	日本	1075	0.1%
7	健鼎科技	中国台湾	1763	2.1%	17	南亚电路	中国台湾	1007	5.4%
8	深南电路	中国大陆	1521	32.9%	18	藤仓电子	日本	938	-18.8%
9	瀚宇博德	中国台湾	1396	-5.6%	19	大德集团	韩国	922	-0.5%
10	三星电机	韩国	1336	-0.7%	20	景旺电子	中国大陆	895	19.0%

来源: Prisma, 中泰证券研究所整理

三、布局未来积极扩产，满足下游新增需求

1. 提前布局未来，积极储备 5G 产品技术与客户资源

- 公司募集12亿元设立珠海富山高密度印制电路板建设项目，匹配5G通信等应用领域的高端PCB市场需求。该扩产项目主要生产高多层板、高密度互联板（HDI）产品、刚柔结合板（R-F）、类载板（SLP）等产品；珠海富山工厂采用高精密度生产设备、智能化系统，能够满足5G通信、新型高清显示、汽车电子、人工智能、物联网以及大数据、云计算等新兴应用领域对PCB产品的高层阶和高工艺标准。针对珠海富山工厂产品定位，公司积极储备5G产品技术及客户资源；根据公司2020年半年报披露，在5G光模块、服务器、基站用LCP高频传输线领域，公司已完成样品生产，正在进行材料可制造性、可靠性、电阻性能等方面测试，即将进入小批量生产阶段；在交换机、WIFI、路由器、5Gwifi等网络通讯设备领域，公司已实现小批量供货；在智能终端领域，公司与闻泰、龙旗、华勤等国内主要知名ODM厂商保持长期稳定合作关系，可快速实现产品导入，同时，在智能手机天线、新型显示、摄像头模组等领域，公司积极深化与相关细分市场龙头客户合作，可快速响应客户需求；在新型高清显示领域，公司在小点间距LED应用等细分领域具有较强的竞争优势和客户认可度，在Mini LED应用领域也已实现批量供货；在汽车电子领域，由于汽车电子系公司长期及拟重点发展的细分市场之一，公司已与比亚迪、华阳通用、康明斯等在流媒体、新能源电池管理模块、机电管理系统等应用领域保持良好的业务合作。
- 追加投资生产高阶HDI、Any layer HDI和SLP，有望享受产能扩张叠加提高HDI产品阶层带来的量价齐升红利。从需求端来看，随着5G产品高频、高速传输及功能的大幅提升下，HDI在传统应用领域（如手机）的使用量会越来越大，目前安卓手机中华为和三星的旗舰机选用Any layer HDI；而随着5G换机潮的到来，主板升级已势在必行，华为和三星的旗舰机有望导入SLP，且Any layer HDI的阶数持续升级，oppo、vivo、小米的二阶HDI也有望升级至Any layer HDI；价格上，传统一阶、二阶HDI的单机价格不到2美金，而Any layer HDI单机价格有望提升至3~7美金，价值量有望得到大幅提升。从供给端来看，HDI因为投资大、技术门槛高，除了已经投入的HDI工厂，新增的HDI工厂不多，产能释放需要时间，在HDI需求景气期持续提高的情况下，短期内行业供需不匹配。目前公司HDI产能主要来自于2012年投建的项目，根据投资者关系活动纪要显示，截至2020年2月，公司HDI产能约3~4万平方米/月，已实现HDI产品二阶、三阶大批量生产，并已具备更高阶及Any layer HDI的批量生产能力；公司自2020年下半年以来订单饱满，其中HDI产品订单排期更为紧张，而珠海富山高密度印制电路板建设项目（第一期）有望于2021年3月末试产，达产后年产值约21亿元，将有助于公司更好地满足下游客户批量订单的新增需求，缓解目前的产能瓶颈，未来有望成为业绩增长点。

图表 12 各品牌手机主板向高层高阶化方向升级带来价值量提升

	华为旗舰机	华为中端机	三星旗舰机	三星中端机	Vivo、oppo、小米
					
原规格	Any layer HDI	一阶、二阶HDI	Any layer HDI	一阶、二阶HDI	一阶、二阶HDI
5G升级	Mate x导入SLP, any layer HDI 阶数持续升级	全系列导入 any layer HDI	部分旗舰机导入SLP, any layer HDI 阶数持续升级	全系列导入 any layer HDI	升级为any layer HDI
原规格价格	\$5~7	\$2~3	\$5~7	\$2~3	\$1~2
5G升级价格	\$>7	\$5~7	\$>7	\$5~7	\$3~5

来源：EE World，中泰证券研究所整理

2. FPC 产能扩充，积极响应下游面板客户需求

- 公司积极进行FPC产能扩充，顺应下游面板客户需求。公司全资子公司元盛电子系国内最早从事FPC开发的企业之一，经过多年的发展，已在行业内形成了良好的品牌，目前，元盛电子已配套京东方的用于华为P30 Pro的OLED屏幕用FPC、配套天马的用于传音手机的OLED屏幕用FPC、配套香港下田的用于任天堂Switch掌上游戏机的智能终端用FPC、配套香港精电的用于路虎/宝马电路系统的汽车电子用FPC、配套新加坡元盛的用于美敦力/豪洛捷的医疗设备用FPC。为进一步巩固现有产品的细分市场及响应下游客户批量订单的新增需求，公司积极进行FPC产能扩充，根据公司公告，公司通过珠海元盛拟在成都高新区设立子公司运营新型显示用柔性印制电路板组件项目，计划投资总额达2亿元，并已于2021年1月开始试产；珠海富山FPC扩产项目（第一期）也将于2021年4月试产。新增FPC产能有望大幅改善公司供货能力，及时响应客户需求，从而强化公司的客户粘性，提升在客户中的份额。

四、投资建议及盈利预测

- 合理假设：（1）5G 基站、IDC 等下游新兴领域陆续起量，带动上游 PCB 需求走强，公司印刷电路板业绩也有望提升；（2）环保要求逐渐严格叠加中低端 PCB 市场格局变化，产能陆续向大厂集中，利好内资 PCB 大厂；（3）随着公司扩产产能的逐步释放，规模效应也将愈加明显，加之折旧减少，公司毛利率有望稳中有升。

图表 13 公司收入拆分及业绩预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
刚性电路板					
营收（亿元）	13.59	14.28	16.36	19.18	22.88
同比	26.20%	5.08%	14.54%	17.24%	19.29%
柔性电路板组件					
营收（亿元）	1.89	3.49	3.85	4.36	5.08
同比	100.00%	84.48%	10.33%	13.33%	16.33%
柔性电路板					
营收（亿元）	1.94	2.92	3.33	4.24	5.47

同比	100.00%	50.15%	14.15%	27.10%	29.10%
总营收 (亿元)	17.61	20.99	23.84	28.08	33.73
同比	63.61%	19.16%	13.60%	17.78%	20.13%

数据来源: Wind, 中泰证券研究所整理

- **投资建议:** 我们预计 20/21/22 年收入为 24/28/34 亿元, 净利润预计 20/21/22 年达到 1.75/2.14/2.73 亿元, 目前市值对应的 PE 分别为 36x/29x/23x。
- **估值依据:** 对比可比公司目前的估值水平, 目前公司估值水平处于合理范围 / 由于公司目前竞争格局优良, 客户供应稳定, 此外考虑到 PCB 行业头部公司集中度不断提高, 同时受益于公司产品布局加速, 因此我们首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

图表 14 可比公司估值 (2021 年 2 月 22 日更新)

公司	2020E	2021E	2022E
生益科技	38.78	22.14	18.35
深南电路	33.37	25.44	20.38
鹏鼎控股	29.33	23.12	19.45
平均	33.83	23.57	19.39

来源: Wind, 中泰证券研究所整理

五、风险提示

- **风险提示:** 环保政策影响产能布局、5G 建设不及预期、原材料价格波动风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **环保政策影响产能布局:** PCB 属于电子产品制造中污染较重的环节, 其生产过程中会产生废水、废气及固体废弃物。随着国家对环境保护的日益重视, 政府未来可能制定更加严格的环境保护措施及提高环保标准, 从而影响公司的新增产能布局, 并增加公司的环境保护支出, 对公司的盈利能力造成消极影响。
- **5G 建设不及预期:** 通讯板市场的主要增量需求来自于 5G 基建, 若 5G 建设进程缓慢, 有可能影响公司通讯板的下游需求。
- **原材料价格波动风险:** 覆铜板、铜箔、铜球和树脂片等为公司生产所需重要原材料, 原材料价格的波动会对公司的经营业绩产生一定影响。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 15 公司财务数据

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,761.3	2,098.8	2,384.2	2,808.1	3,373.3	成长性					
减:营业成本	1,400.6	1,611.2	1,854.9	2,165.1	2,580.6	营业收入增长率	63.6%	19.2%	13.6%	17.8%	20.1%
营业税金及附加	10.5	13.7	15.4	18.1	21.7	营业利润增长率	209.5%	69.7%	13.0%	25.5%	26.3%
销售费用	37.5	53.1	60.3	71.0	85.3	净利润增长率	243.5%	82.3%	17.9%	22.0%	27.5%
管理费用	115.3	125.7	262.3	308.9	371.1	EBITDA增长率	202.2%	60.0%	-30.8%	23.9%	22.1%
财务费用	34.2	47.8	1.0	1.0	1.0	EBIT增长率	446.3%	72.7%	-43.8%	28.8%	29.0%
资产减值损失	10.4	-10.1	10.0	10.0	10.0	NOPLAT增长率	292.0%	66.9%	-10.0%	25.4%	26.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.2%	28.8%	0.5%	15.4%	10.6%
投资和汇兑收益	4.9	26.2	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	21.9%	12.0%	9.2%	10.3%	10.0%
营业利润	109.7	186.1	210.3	264.0	333.6	利润率					
加:营业外净收支	-2.1	-3.3	2.1	2.2	2.0	毛利率	20.5%	23.2%	22.2%	22.9%	23.5%
利润总额	107.5	182.9	212.5	266.3	335.6	营业利润率	6.2%	8.9%	8.8%	9.4%	9.9%
减:所得税	14.0	19.5	23.4	29.3	36.9	净利润率	4.6%	7.1%	7.4%	7.6%	8.1%
净利润	81.6	148.7	175.4	214.0	272.9	EBITDA/营业收入	15.6%	20.9%	12.7%	13.4%	13.6%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	10.9%	15.8%	7.8%	8.5%	9.2%
货币资金	216.3	449.0	510.0	600.7	721.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	171	182	170	151	130
应收账款	579.9	678.3	646.2	913.8	960.2	流动资产周转天数	22	33	22	16	19
应收票据	94.9	2.3	103.6	21.2	128.8	流动资产周转率	206	254	263	252	251
预付账款	4.4	10.8	5.2	6.9	7.5	应收账款周转天数	90	108	100	100	100
存货	329.7	387.4	437.0	525.2	621.7	存货周转天数	55	62	62	62	61
其他流动资产	20.8	183.0	68.1	90.6	113.9	总资产周转天数	455	526	522	496	473
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	222	251	250	229	215
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	151.9	95.7	105.6	92.4	72.6	ROE	8.1%	11.1%	12.1%	13.6%	15.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.4%	4.9%	5.3%	5.7%	6.4%
固定资产	1,018.7	1,108.1	1,145.1	1,216.6	1,219.9	ROIC	14.1%	16.3%	11.4%	14.2%	15.6%
在建工程	3.2	50.4	200.4	350.4	500.4	费用率					
无形资产	158.6	185.7	178.0	170.2	162.4	销售费用率	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	211.5	194.6	175.3	179.1	185.7	管理费用率	6.5%	6.0%	11.0%	11.0%	11.0%
资产总额	2,790.0	3,345.3	3,574.6	4,167.1	4,694.7	财务费用率	1.9%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	282.0	212.7	542.4	632.9	727.6	三费/营业收入	10.6%	10.8%	13.6%	13.6%	13.6%
应付账款	471.1	580.3	667.6	789.0	918.5	偿债能力					
应付票据	372.9	416.0	492.2	567.9	695.7	资产负债率	57.1%	59.9%	59.0%	61.3%	62.2%
其他流动负债	124.0	283.9	145.4	185.9	205.9	资产负债比	133.1%	149.6%	144.1%	158.1%	164.4%
长期借款	-	154.2	24.0	63.7	67.9	流动比率	1.00	1.15	0.96	0.99	1.00
其他非流动负债	343.0	357.7	238.7	313.1	303.2	速动比率	0.73	0.89	0.72	0.75	0.76
负债总额	1,593.0	2,004.9	2,110.3	2,552.5	2,918.8	利息保障倍数	5.61	6.94	186.35	240.02	309.58
少数股东权益	186.5	-	13.7	36.7	62.5	分红指标					
股本	372.8	396.2	497.3	497.3	497.3	DPS(元)	0.07	0.08	0.27	0.21	0.28
留存收益	674.0	912.8	953.2	1,080.6	1,216.0	分红比率	45.7%	26.7%	76.9%	49.8%	51.1%
股东权益	1,196.9	1,340.4	1,464.3	1,614.6	1,775.8	股息收益率	0.6%	0.6%	2.2%	1.7%	2.2%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	93.6	163.3	175.4	214.0	272.9	EPS(元)	0.16	0.30	0.35	0.43	0.55
加:折旧和摊销	90.2	120.1	117.4	136.2	149.9	BVPS(元)	2.03	2.69	2.92	3.17	3.45
资产减值准备	10.4	13.4	-	-	-	PB(X)	76.7	42.1	35.7	29.2	22.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.2	4.7	4.3	4.0	3.7
财务费用	36.5	47.2	1.0	1.0	1.0	P/FCF	-57.4	28.3	60.6	43.2	28.5
投资收益	-4.9	-28.6	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	3.6	3.0	2.6	2.2	1.9
少数股东损益	12.0	14.6	13.7	23.0	25.8	EV/EBITDA	12.7	13.3	21.3	17.5	14.5
营运资金的变动	182.4	-403.2	180.4	-32.9	-43.7	CAGR(%)	36.3%	22.3%	99.7%	36.3%	22.3%
经营活动产生现金流	133.5	245.6	482.9	336.2	400.9	PEG	2.1	1.9	0.4	0.8	1.0
投资活动产生现金流	-500.4	-127.1	-291.6	-344.9	-290.3	ROIC/WACC	1.3	1.5	1.1	1.3	1.4
融资活动产生现金流	263.2	126.0	-130.2	99.4	10.4	REP	2.1	2.3	3.7	2.6	2.2

来源: Wind, 中泰证券研究所整理

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。