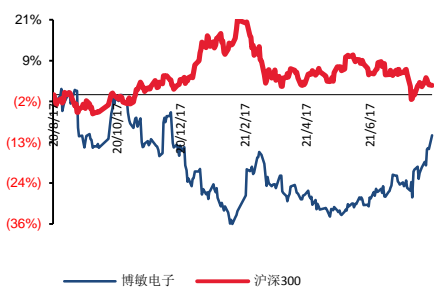


信息技术 技术硬件与设备

原材料涨价影响有望边际减弱，双轮驱动成长态势已成

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	511/505
总市值/流通(百万元)	7,185/7,100
12个月最高/最低(元)	16.18/10.26

相关研究报告:

博敏电子(603936)《卡位 HDI 享 5G 渗透红利, 车载 PCB 布局领先蓄势待发》--2021/04/27

博敏电子(603936)《博敏电子: 江苏博敏成长稳步向好, 君天恒讯整合成效明确》--2020/08/12

博敏电子(603936)《定增加码刚挠结合板, 垂直整合成效渐显》--2020/05/11

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

事件:2021年上半年,公司实现营业收入16.46亿元,同比增长26.32%,归母净利润1.53亿元,同比增长22.12%,扣非归母净利润1.41亿元,同比增长27.25%。

毛利率稳中有升难能可贵,下半年原材料涨价影响边际减弱。上半年,公司整体毛利率20.55%,与2020年同期相比提升0.2pct.,在上半年铜箔、树脂、玻纤布等原材料价格持续上行(包括CCL价格最近半年上涨了30%左右),但大部分下游终端一般并不接受价格转嫁的情况下,毛利率稳中有升相当难能可贵,体现了:(1)Cost Down和六西格玛项目对降本增效的助益;(2)PCB产品结构优化,HDI和车载PCB收入占比提升;(3)一站式服务模式对公司产品附加值的正向促进,2018-2020年,公司解决方案业务的收入占比持续提升,该业务的毛利率比PCB的毛利率高出10pct.以上。当前,各种原材料价格上涨趋势开始放缓,公司下半年整体盈利能力有望迎来明确的提升。

HDI及车载PCB持续放量,增资扩产提升核心竞争力。二阶及以上HDI和车载PCB是公司近两年在PCB领域着重布局的方向,报告期内,两方面均逐渐进入收获期:

(1)HDI方面,随着2017年突破二阶技术,江苏博敏HDI产线的良率及稼动率持续爬升,5G渗透前周期,国内经济型5G手机的加速渗透,提升了二阶、三阶HDI的需求,受益于此,江苏博敏上半年订单充足,实现净利润6065.36万元,同比增长108.27%,环比基本持平,随着新产能的投产,公司HDI贡献的利润有望持续提升。值得关注的是,二阶、三阶HDI是目前mini LED COB方案的背板选择,公司作为内资位数不多已经突破二阶技术的企业,有望成为重要参与者。

(2)公司在车载电子电气系统和汽车电子控制系统领域均有布局,尤其是在新能源车三电智能系统连接方面,公司已解决汽车电子用高密度智能控制印路和可靠性两大技术难题,可助力客户实现三电系统的高集成化、结构化和模块化,报告期内,公司汽车电子收入占比已提升至25%,随着国内新能源车行业快速健康的发展,公司汽车电子收入有望持续增长。

整体而言,在PCB方面,公司具备完善的产品结构体系,下游结构不断优化,当前正在江苏博敏建设“高精密多层刚挠结合印制电路板产业化项目”,随着新增产能的释放,公司的核心竞争力将得到进一

执业资格证书编码：S1190119110024

步增强。

“PCB+元器件+解决方案”一站式服务商雏形已现。近几年，公司以 PCB 为基础，不断通过内生和外延并举的方式，往产业链上下游延伸，当前，君天恒讯、博思敏、裕立诚、艺感和微芯事业部已正式纳入集团管理体系进行统筹管理，可为客户提供元器件采购及生产、解决方案、PCB 贴片及测试等服务，与 PCB 事业群之间已形成良好的协同效应，过去几年解决方案业务贡献的收入增长相当明确，未来将在家电、航天、新能源车等领域继续重点布局，强化竞争优势。

小非减持无需过度解读，公司股权结构有望得到优化。股东共青城浩翔所持有的公司股份系 2019 年收购君天恒讯时获得，截止 2021 年 8 月 13 日，共青城浩翔及一致行动人合计持有公司股份已下降至 5%，共青城浩翔的减持，与公司基本面情况、君天恒讯业绩情况并无直接联系，君天恒讯已兑现收购时的业绩承诺，当下已顺利融入集团体系，与其他业务之间形成较好的协同效应，管理和技术团队稳定，未来有望持续为公司创造收益。此外，共青城浩翔持股比例的下降，对公司改善股权结构而言并非坏事，因此，无需过度解读共青城浩翔的退出。

盈利预测和投资评级：维持买入评级。HDI 和车载 PCB 领域不断斩获，是公司成长的核心推动力，解决方案事业群逐渐步入正轨，则有望为公司提供全新的成长驱动力，在双轮驱动的情况下，我们预计公司 2020-2022 年业绩分别为 3.45 亿、4.60 亿和 5.84 亿，当前股价对应 PE 20.81、15.61 和 12.31 倍，维持买入评级。

风险提示：（1）江苏博敏产能稼动率成长不及预期；（2）国内汽车电子化率和车载 PCB 推进进度不及预期；（3）新客户拓展不及预期；（4）君天恒讯整合效果不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2786	3609	5263	6635
(+/-%)	4.38	29.54	45.83	26.07
净利润(百万元)	247	345	460	584
(+/-%)	22.40	39.96	33.28	26.84
摊薄每股收益(元)	0.48	0.68	0.90	1.14
市盈率(PE)	29.12	20.81	15.61	12.31

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

资产负债表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	504	503	1,423	1,405	2,369
应收和预付款项	1,024	1,225	1,323	2,288	2,386
存货	385	374	505	628	709
其他流动资产	36	470	556	594	686
流动资产合计	1,949	2,573	3,807	4,914	6,149
长期股权投资	0	141	141	141	141
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,200	1,254	1,298	1,155	997
在建工程	89	276	97	99	92
无形资产	1,067	1,128	1,116	1,103	1,091
长期待摊费用	26	14	7	0	0
其他非流动资产	152	178	185	198	202
资产总计	4,482	5,564	6,651	7,611	8,673
短期借款	520	379	394	382	380
应付和预收款项	1,133	1,103	1,951	2,499	3,019
长期借款	191	289	289	289	289
其他负债	173	291	201	206	218
负债合计	2,016	2,062	2,835	3,376	3,906
股本	315	511	511	511	511
资本公积	1,377	2,008	2,008	2,008	2,008
留存收益	774	982	1,297	1,716	2,247
归母公司股东权益	2,466	3,502	3,816	4,235	4,767
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,466	3,502	3,816	4,235	4,767
负债和股东权益	4,482	5,564	6,651	7,611	8,673

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	239	79	1,137	170	1,175
投资性现金流	-334	-851	-214	-127	-168
融资性现金流	265	807	-3	-62	-43
现金增加额	175	12	920	-18	964

利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,669	2,786	3,609	5,263	6,635
营业成本	2,132	2,191	2,869	4,166	5,244
营业税金及附加	13	11	14	29	39
销售费用	61	59	74	110	159
管理费用	208	209	236	395	472
财务费用	34	43	22	33	38
资产减值损失	-10	-10	-3	-4	3
投资收益	-1	6	0	0	0
公允价值变动	0	1	1	1	1
营业利润	230	287	406	539	684
其他非经营损益	1	-3	0	2	3
利润总额	231	283	406	541	687
所得税	29	36	61	81	103
净利润	202	247	345	460	584
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	202	247	345	460	584

预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	20.15%	21.35%	20.50%	20.84%	20.96%
销售净利率	7.55%	8.86%	9.57%	8.74%	8.80%
销售收入增长率	36.95%	4.35%	29.57%	45.82%	26.07%
EBIT 增长率	67.50%	21.13%	32.29%	29.68%	24.56%
净利润增长率	61.58%	22.40%	39.96%	33.28%	26.84%
ROE	0.08	0.07	0.09	0.11	0.12
ROA	0.06	0.06	0.06	0.07	0.08
ROIC	0.09	0.10	0.11	0.17	0.18
EPS(X)	0.39	0.48	0.68	0.90	1.14
PE(X)	35.65	29.12	20.81	15.61	12.31
PB(X)	2.91	2.05	1.88	1.70	1.51
PS(X)	2.69	2.58	1.99	1.37	1.08
EV/EBITDA(X)	11.46	14.66	8.99	7.56	5.42

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



13728975701

liyw@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。