

汽车领域重点布局，结构升级叠加产能扩张

世运电路(603920)

汽车业务重点布局，积极拓展新能源汽车市场

公司近年来一直在积极布局汽车板块业务。汽车 PCB 对可靠性的高要求，其准入门槛成为先进入者的一道壁垒，一旦通过认证，厂商一般不会轻易更换供应商，较长的认证周期对后进入者有一个时间的阻隔。通常一款汽车销售好几年，对应的 PCB 确定后也会供货好几年，某些经典车型销售十几年，汽车销售周期长造就车用 PCB 订单稳定，供应周期长，有利于成本控制和品质控制。2018 年全球汽车电子产值达 2260 亿美元，中国汽车电子产值 2019 年预计将 962 亿美元，占全球比重高达 40.9%。预计 2019-2023 年全球汽车电子产值的 CAGR 将达约 6%，成为增长最快的 PCB 产品下游领域。中国汽车电子市场有望成为全球汽车电子的主战场，车用 PCB、FPC 产品也将同步受益。公司为电装 (Denso)、万都 (Mando)、矢崎 (Yazaki)、现代摩比斯 (Hyundai mobis)、松下 (Panasonic)、三菱 (Mitsubishi)、捷普 (Jabil)、伟创力 (Flex)、安波福 (Aptiv)、博泽 (Brose) 等全球知名汽车配件供应商供货。公司的产品品质得到众多汽车 PCB 客户的认同，从侧面印证了公司优良的品质。公司继续抓住新能源汽车快速发展的机遇，积极开拓新能源汽车市场，紧紧追随终端汽车客户向新能源车转化的步伐增加市场份额。实现对特斯拉 (Tesla)、宝马 (BMW)、大众 (Volkswagen)、保时捷 (Porsche)、小鹏汽车等品牌新能源汽车的供货。

IPO 募投项目实现满产，推动新产能落地未来可期

公司 IPO 募投项目“年产 200 万平方米/年高密度互连积层板、精密多层线路板项目”一期已于 2018 年末投产，2019 年及 2020 年上半年产能稳步爬坡，至 2020 年 6 月，募投项目一期已经满产；募投项目二期于 2020 年 5 月投产，受疫情影响，募投项目二期产能释放稍慢于预期，至 2020 年末年度产能释放约为 50%。得益于订单饱满，至 2021 年 5 月募投项目二期已实现满产。为了满足客户需求，进一步解决公司产能不足的问题，公司 2020 年筹划了“鹤山世茂电子科技有限公司年产 300 万平方米线路板新建项目”。项目分两期开发，其中项目一期为公司发行可转换公司债券的募投项目，目前土建工程已基本完成，正在进行内部装修及设备采购调试，预计 2022 年开始逐步投产。我们认为，新产能未来落地将为公司业绩增长持续提供新动能。

投资建议

考虑到公司汽车业务高景气度，上游涨价对于毛利率的压力边际趋缓，后续新增产能释放将带来业绩增长新动能，我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 36.06 亿元、47.06 亿元、58.19 亿元，归母净利润分别为 2.43 亿元、4.58 亿

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	20.50
股票代码:	603920
52 周最高价/最低价:	34.32/11.41
总市值(亿)	109
自由流通市值(亿)	109
自由流通股数(百万)	529.45



分析师: 孙远峰

邮箱: sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

分析师: 王臣复

邮箱: wangcf1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110004

元、6.92 亿元，对应的 EPS 分别为 0.46 元、0.86 元、1.30 元，对应的 2021 年 11 月 18 日 20.50 元的收盘价，PE 分别为 43.90 倍、23.30 倍、15.40 倍。考虑到公司目前汽车业务重点布局，且经过多年发展积累了大量优质终端客户，面对新能源汽车领域的高景气度，我们认为公司汽车业务订单有望持续增加，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

下游需求不及预期；扩建产能不及预期；原材料涨价。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,439	2,536	3,606	4,706	5,819
YoY (%)	12.5%	4.0%	42.2%	30.5%	23.6%
归母净利润(百万元)	329	304	243	458	692
YoY (%)	45.6%	-7.6%	-20.0%	88.4%	51.3%
毛利率 (%)	25.8%	25.9%	14.9%	19.0%	20.9%
每股收益 (元)	0.62	0.57	0.46	0.86	1.30
ROE	12.7%	11.3%	8.1%	13.0%	16.2%
市盈率	32.43	35.10	43.90	23.30	15.40

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 重点布局汽车领域，产品结构持续升级.....	4
2. 产能继续扩张，提供业绩增长动能.....	8
3. 盈利预测.....	8
4. 风险提示.....	10

图表目录

图 1 2020 年全球 PCB 百强排名.....	4
图 2 公司股权结构图（截至 2021 年三季度）.....	5
图 3 公司业务占比（按区域）.....	5
图 4 按层数区分不同品类营收占比（2016 年）.....	6
图 5 按层数区分不同品类营收占比（2020 年）.....	6
图 6 按终端应用划分的营收占比（2016 年）.....	6
图 7 全球汽车电子产值情况及预测.....	7
图 8 公司发行可转债的募投项目.....	8
表 1 世运电路盈利预测拆分（单位：百万元）.....	9
表 2 可比公司估值.....	10

1. 重点布局汽车领域，产品结构持续升级

广东世运电路科技股份有限公司始建于1985年，经过35年的发展，目前已经发展成为年产能超过400万平方米、年销售超过25亿元的大型电路板制造企业。公司目前正在建设“鹤山世茂电子科技有限公司年产300万平方米线路板新建项目”，预计在该项目达产后公司整体产能将增加至700万平方米。公司集研发、生产和销售为一体，专业生产双面板、多高层板、HDI、软板、软硬结合板、金属基板等线路板，产品广泛应用到不同的领域，包括汽车、工业、消费、电脑及周边产品、通讯和医疗类产品等。公司自成立以来一直从事印制电路板的研发、生产及销售，主营业务及产品未发生重大变化。

经过多年的发展，世运电路已经成为我国PCB行业的先进企业之一，在国内外市场均具有较强的竞争能力。根据N.T.Information于2021年7月底发布的全球PCB百强名单（根据2020年度的全球PCB企业产值排名），2020年127家企业的总产值为686.72亿美元，比2019年的630.44亿美元提升了8.9%，列入百强榜单的企业为产值超过1亿美元的PCB企业。世运电路百强中排名第52位，相对比2015年全球PCB百强排行中世运电路位居全球第64位来看，近几年世运电路在全球的竞争力在进一步增强。

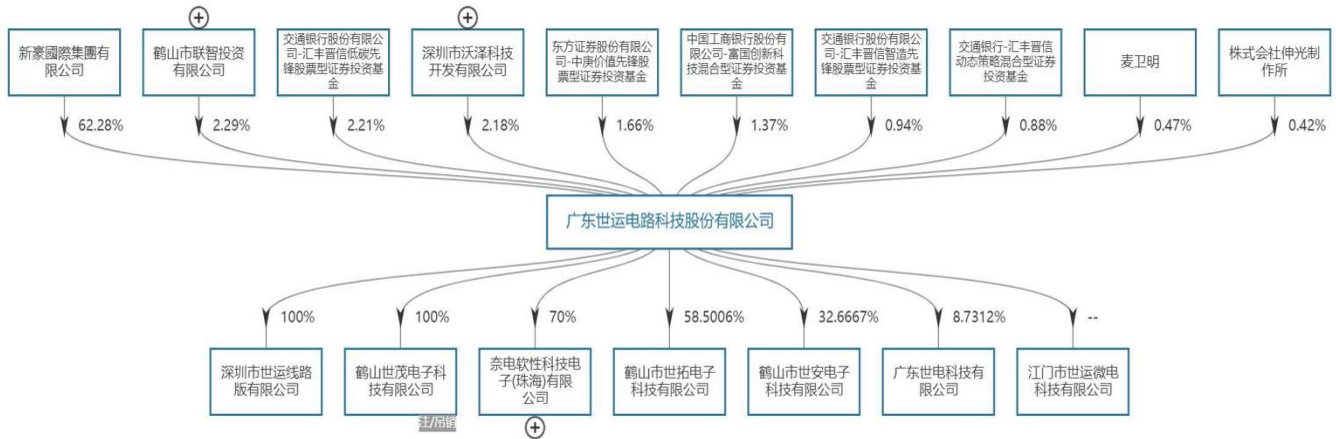
图1 2020年全球PCB百强排名

31	Suntak	崇达	中国大陆	5.40	6.33	17.2%
32	BH Flex*	比艾奇	韩国	5.69	6.11	7.4%
33	Shenzhen Fastprint	兴森快捷	中国大陆	5.51	5.85	6.2%
34	Career*	嘉联益	中国台湾	5.58	5.44	-2.5%
35	SYE	生益电子	中国大陆	4.48	5.26	17.4%
36	Chin Poon	敬鹏	中国台湾	6.07	5.20	-14.3%
37	Kyocera	京瓷	日本	5.00	5.15	3.0%
38	Unitech	展华	中国台湾	7.61	4.88	-35.9%
39	Sumitomo Denko*	住友电工	日本	5.74	4.73	-17.6%
40	Murata	村田	日本	4.50	4.50	0.0%
41	KCE		泰国	3.74	4.46	19.3%
42	Isu-Petasys		韩国	4.44	4.36	-1.8%
43	Wuzhou	五株	中国大陆	3.58	4.32	20.7%
44	Nitto Denko*	日东电工	日本	4.33	4.29	-0.9%
45	DYnamics	定颖	中国台湾	4.65	4.28	-8.0%
46	Founder PCB	方正	中国大陆	4.40	4.24	-3.6%
47	Aoshikang	奥士康	中国大陆	3.30	4.22	27.9%
48	Bomin	博敏	中国大陆	3.00	4.03	34.3%
49	APEX	泰鼎	中国台湾	3.56	4.02	12.9%
50	SI Flex*	世一	韩国	4.68	3.91	-16.5%
51	Xiamen Hon-Flex*	弘信	中国大陆	3.56	3.82	7.3%
52	Olympic	世运	中国香港	3.45	3.82	10.7%
53	CCTC	汕头超声	中国大陆	3.36	3.61	7.4%
54	Gul Tech	高德	新加坡	3.16	3.61	14.2%

资料来源：N.T.Information，华西证券研究所

公司发起人为新豪国际、无锡天翼、沃泽科技、中和春生、联智投资和仲光制作所，公司实际控制人为余英杰先生。余英杰先生，1957年9月出生，中国香港人士，余英杰先生通过控股新豪国际集团有限公司而实现对于世运电路的控制。

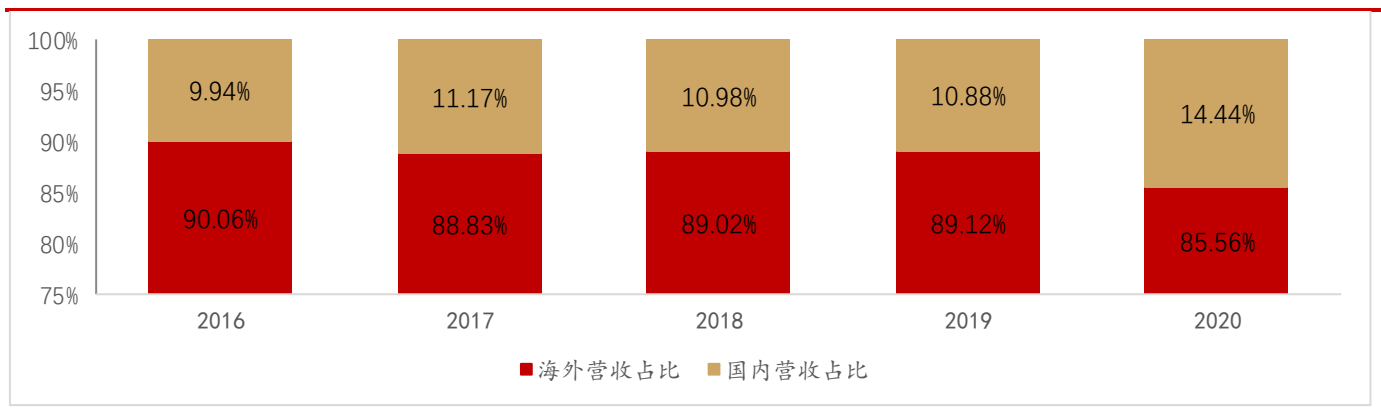
图2 公司股权结构图（截至2021年三季度报）



资料来源：Wind，华西证券研究所

世运电路产品在国际市场同类产品具备较强的竞争力，上市初期，公司90%以上的产品出口到国外，直接面向国际大型企业销售。公司已成功通过Shinko(仲光制作所)、Jabil(捷普)、Diehl(代傲)、Flextronics(伟创力)、WKK(王氏港建)等国际知名企业的认证，成为这些跨国集团的PCB重要供应商。通过与国际知名企业的稳定合作，公司在国际市场树立了良好的品牌形象、形成了较高的市场知名度，并实现了销售业绩和产品出口量的快速增长。随着近年国内产业链的崛起，整个PCB行业也在向中国大陆转移，公司也积极布局国内业务，近年来国内业务营收占比也逐步提升中。

图3 公司业务占比（按区域）



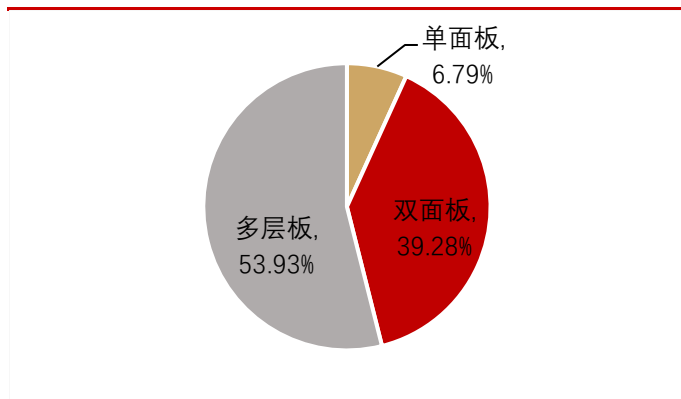
资料来源：Wind，华西证券研究所

公司主营业务收入主要来自双面板和多层板，2016年，公司多层板营收占比53.93%，双面板营收占比39.28%，经过几年的发展，公司产品结构持续升级，多层板的营收占比持续提升，而单面板和双面板的营收占比逐步下降。2020年，公司多层板营收占比达到了67.79%，单面板营收占比下降到1.82%，双面板营收占比下降到30.39%。公司长期专注于印制电路板的生产经营，持续跟进满足客户不断升级的产品

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

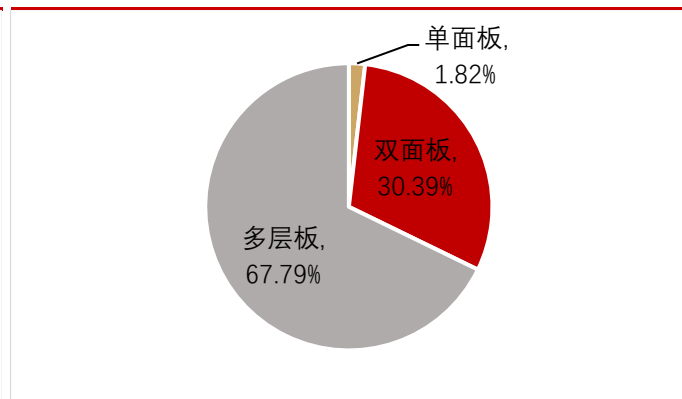
开发需求，尤其在公司上市以后，着力引进高端技术人才开发新产品，通过募投项目及技改项目丰富公司的产品线，截止 2020 年年报期末已发展为：硬板（通孔）、高密度互联（HDI）、软板/软硬结合板和金属基板等四大类，涵盖汽车、通信、消费类、工控医疗和计算机等领域。目前具备量产能力的产品包括双面板，高/多层板，任意层互联（Any layer），软板，软硬结合板，汽车用高散热铝基/铜基板等。公司未来不断向更高附加值的方向丰富产品类别，以满足不断变化的市场需求，同时有利于公司进入不同的市场应用领域及针对同一客户获得更多订单，增强了公司市场竞争力及抗风险能力。

图 4 按层数区分不同品类营收占比（2016 年）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

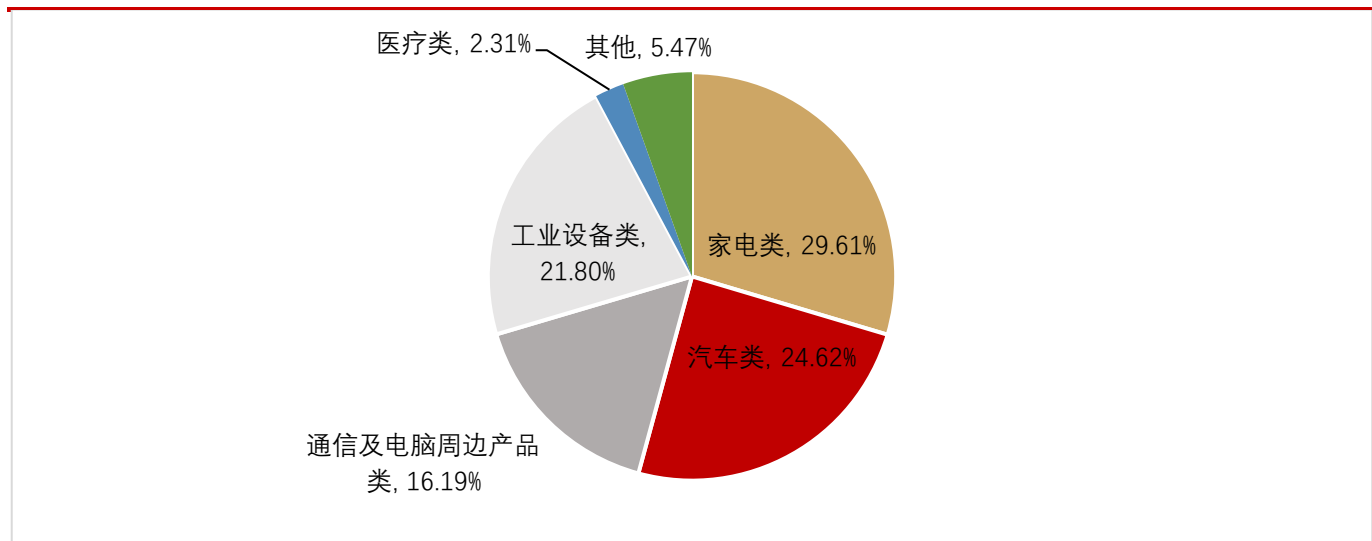
图 5 按层数区分不同品类营收占比（2020 年）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

按终端应用来看，上市初期，公司产品主要运用于家电、汽车、通信及电脑周边产品、医疗和工业设备等领域，终端应用相对分散。

图 6 按终端应用划分的营收占比（2016 年）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司近年来一直在积极布局汽车板块业务。汽车 PCB 对可靠性的高要求，其准入门槛成为先进者的一道壁垒，一旦通过认证，厂商一般不会轻易更换供应商，较长的认证周期对后进入者有一个时间的阻隔。通常一款汽车销售好几年，对应的 PCB 确定后也会供货好几年，某些经典车型销售十几年，汽车销售周期长造就车用 PCB 订单稳定，供应周期长，有利于成本控制和品质控制。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司多年前就已经将汽车 PCB 作为重点发展领域来布局，经过多年的积累公司已经在技术、品质、产能等方面具备了服务全球一流汽车终端客户的能力并已取得不少优质汽车终端客户的认可。目前汽车 PCB 板块已经成为公司重要的业务支撑，公司已成为全球汽车用 PCB 的重要供应商，据 N.T. Information 的数据 2019 年全球汽车用 PCB 供应商排行榜，公司排名 17 名，比 2018 年提升 3 名。公司在汽车 PCB 领域积累的经验与资源为后续在此领域的发展打下良好基础，有助于公司顺利获得世界一流汽车客户的认可，2019、2020 年公司分别通过了全球前十大汽车零部件供应商之二的现代摩比斯（Hyundai Mobis）和电装（Denso）的认证并实现批量供货。2021 年公司成功取得小鹏汽车认证并实现批量供货。

新能源汽车方面，公司早年布局的新能源汽车终端客户特斯拉已经成为公司最大的汽车终端客户，为后续公司切入新能源汽车市场走出了良好开局。今年成功开发国内“造车新势力”之一的小鹏汽车，是公司在国内汽车板块上取得的突破。随着新能源汽车市场的蓬勃发展，越来越多的传统汽车制造商正在或即将投身于这片蓝海，得益于公司多年积累的汽车客户集群，并长年保持与他们的研发合作，可望在这一趋势中取得先发优势。

截至 2020 年末，公司继续抓住新能源汽车快速发展的机遇，积极开拓新能源汽车市场，紧紧追随终端汽车客户向新能源车转化的步伐增加市场份额。实现对特斯拉（Tesla）、宝马（BMW）、大众（Volkswagen）、保时捷（Porsche）、小鹏汽车等品牌新能源汽车的供货。

汽车应用市场是公司目前最大的销售业务板块。由于汽车复杂的工作环境，车用 PCB 对可靠性的要求极高，导致车用 PCB 准入门槛高，必须要经过客户一系列的验证测试，认证周期长，所以市场开拓工作必须提前谋划、提前布局。自 2012 年起公司开始开发特斯拉作为公司汽车终端客户，历时 2 年通过特斯拉的审验成为其合格 PCB 供应商，2015 年开始小批量供货，2017 年开始批量供货，销量稳步增加。目前公司通过多家汽车配件供应商对特斯拉供货，2019 年公司对特斯拉的间接供货额同比增长约 50%，至此特斯拉已成为公司最大的汽车终端客户。公司提供给特斯拉的产品主要应用于其主力车型，2019 年顺利为其最新车型供货。2020 年，公司成功取得特斯拉重要料号的认证，成为其核心供应商，并成功中标特斯拉 SuperCharger（充电站）及 Magapack（大规模能源存储）项目，并实现量产，这标志着公司产品已经得到客户的充分信赖，产品应用已经延伸至客户的核心领域。

图 7 全球汽车电子产值情况及预测



资料来源：Prismark，华西证券研究所

2018 年全球汽车电子产值达 2260 亿美元，中国汽车电子产值 2019 年预计将达 962 亿美元，占全球比重高达 40.9%。预计 2019-2023 年全球汽车电子产值的 CAGR 将达约 6%，成为增长最快的 PCB 产品下游领域。中国汽车电子市场有望成为全球汽车电子的主战场，车用 PCB、FPC 产品也将同步受益。

2. 产能继续扩张，提供业绩增长动能

截至 2021 年上半年，国外疫情反复，而国内疫情相对缓和，导致国外客商为了维持供应稳定而倾向于寻求国内供应商进行合作，加上公司一直以来的业务核心市场在国外，使得报告期内公司订单同比大幅上升。另一方面，公司 IPO 募投项目二期于今年实现满产，产量的提升使得公司可以更好地满足客户订单增长的需求。

公司 IPO 募投项目“年产 200 万平方米/年高密度互连积层板、精密多层线路板项目”一期已于 2018 年末投产，2019 年及 2020 年上半年产能稳步爬坡，至 2020 年 6 月，募投项目一期已经满产；募投项目二期于 2020 年 5 月投产，受疫情影响，募投项目二期产能释放稍慢于预期，至 2020 年末年度产能释放约为 50%。得益于订单饱满，至 2021 年 5 月募投项目二期已实现满产。

为了满足客户需求，进一步解决公司产能不足的问题，公司 2020 年筹划了“鹤山世茂电子科技有限公司年产 300 万平方米线路板新建项目”。项目分两期开发，其中项目一期为公司发行可转换公司债券的募投项目，目前土建工程已基本完成，正在进行内部装修及设备采购调试，预计 2022 年开始逐步投产。

图 8 公司发行可转债的募投项目

序号	募集资金投资项目	投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	鹤山世茂电子科技有限公司年产300万平方米线路板新建项目 (一期)	109,337.95	100,000.00
合计		109,337.95	100,000.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所

近年来，为顺应市场发展趋势，公司产品不断向高附加值方向发展，多层板占销售收入比重逐年增加。但由于场地和设备的产能限制，公司现有的高层数多层板产能已不能满足日益增长的市场需求，为保持良好的市场竞争力，公司产品结构调整迫在眉睫。本项目产品包括 4 层以上的多层板以及 HDI 板。项目的实施有助于丰富公司产品系列、优化产品结构。此外，由于下游应用领域对多层电路板在设计、制造等方面的需求差异性较大，因此本项目将通过定制化生产，以满足不同行业客户的多元化需求。

随着 5G 技术日趋成熟，应用领域的不断拓宽将为高端 PCB 板带来新的增长点，云端服务器、存储设备、物联网等成为驱动 PCB 需求增长的新方向。基于技术的综合性与复杂性，上述应用所用电子材料和电子元器件等需具有高频、高速和大容量存储及传输信号的功能，对印制电路板的层数及精密度要求不断提升，PCB 产业带来新一轮迭代升级的需求。本项目的建设将提高公司多层板的生产和供应能力，为进一步提升高端 PCB 板的市场占有率奠定基础。

3. 盈利预测

我们认为，公司业绩增长主要来自于三个方面：一方面是产品结构，更高端的产品结构将带来更高的毛利率；第二方面是上游原材料的价格，前期由于上游原材料的

涨价，给 PCB 厂商的毛利率均带来了较大压力，我们判断由于近期 PCB 厂商原材料库存水位较高以及上游大宗商品涨价见顶趋势明显，后续 PCB 厂商毛利率有望企稳回升；第三方面是新产能的释放节奏。考虑到公司产品结构持续在走向高端，因此我们预计后续公司单面板、双面板的业务营收占比还将持续降低。考虑到公司至 2021 年 5 月募投项目二期已实现满产，后续重点关注“鹤山世茂电子科技有限公司年产 300 万平方米线路板新建项目”产能释放节奏。

(1) 考虑到公司产品结构持续升级，我们预计公司单面板业务营收将会进一步缩小，预计 2021-2023 年公司单面板业务营收增长率分别为-10%、-10%、-10%，毛利率分别为 8%、9%、10%；

(2) 预计 2021-2023 年公司双面板业务营收增长率分别为 10%、5%、0，毛利率分别为 12%、15%、18%；

(3) 由于募投项目二期于 2020 年 5 月投产，受疫情影响，募投项目二期产能释放稍慢于预期，至 2020 年末年度产能释放约为 50%。得益于订单饱满，至 2021 年 5 月募投项目二期已实现满产。“鹤山世茂电子科技有限公司年产 300 万平方米线路板新建项目”预计 2022 年开始逐步投产。因此未来几年公司多层板业务预计将实现快速增长。预计 2021-2023 年公司多层板业务营收增长率分别为 60%、40%、30%，毛利率分别为 13%、18%、20%。

表 1 世运电路盈利预测拆分（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
单面板	78.30	61.20	44.59	40.13	36.12	32.51
YOY	-24.61%	-21.84%	-27.15%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	12.61%	9.56%	10.35%	8.00%	9.00%	10.00%
双面板	667.68	716.85	744.47	818.92	859.86	859.86
YOY	-9.06%	7.37%	3.85%	10.00%	5.00%	0.00%
毛利率	17.02%	20.19%	17.35%	12.00%	15.00%	18.00%
多层板	1,377.71	1,600.99	1,660.82	2,657.31	3,720.24	4,836.31
YOY	28.03%	16.21%	3.74%	60.00%	40.00%	30.00%
毛利率	23.63%	26.20%	26.32%	13.00%	18.00%	20.00%
其他业务	43.6	59.91	86.11	90.00	90.00	90.00
YOY	1.26%	37.40%	43.74%	4.52%	0.00%	0.00%
合计	2,167.29	2,438.96	2,535.99	3,606.36	4,706.22	5,818.68
YOY	10.73%	12.53%	3.98%	42.21%	30.50%	23.64%
毛利率	22.73%	25.83%	25.91%	14.89%	18.95%	20.89%

资料来源：Wind，华西证券研究所

考虑到公司汽车业务高景气度，上游涨价对于毛利率的压力边际趋缓，后续新增产能释放将带来业绩增长新动能，我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 36.06 亿元、47.06 亿元、58.19 亿元，归母净利润分别为 2.43 亿元、4.58 亿元、6.92 亿元，对应的 EPS 分别为 0.46 元、0.86 元、1.30 元，对应的 2021 年 11 月 18 日 20.50 元的收盘价，PE 分别为 43.90 倍、23.30 倍、15.40 倍。考虑到公司目前汽车业务重点布局，且经过多年发展积累了大量优质终端客户，面对新能源汽车领域的高景气度，我们认为公司汽车业务订单有望持续增加，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 可比公司估值

公司	代码	总市值 (亿元, 人民币)	2021E		2022E		2023E	
			净利润 (亿元)	PE	净利润 (亿元)	PE	净利润 (亿元)	PE
世运电路	603920.SH	109	2.43	43.90	4.58	23.30	6.92	15.40
景旺电子	603228.SH	240	10.19	23.56	13.00	18.47	15.79	15.21
胜宏科技	300476.SZ	217	8.36	25.96	11.97	18.13	14.89	14.58
生益电子	688183.SH	114	3.75	30.46	5.50	20.74	7.84	14.57

资料来源：Wind 一致预期，华西证券研究所（其中，世运电路为华西电子团队盈利预测值）

4. 风险提示

下游需求不及预期：PCB 下游面对多个行业应用，公司可能面临下游需求不及预期导致公司业绩不及预期的风险；

扩建产能不及预期：公司扩建新产线可能面临产能爬坡不及预期的风险；

原材料涨价：公司可能面临上游原材料继续涨价进而影响到公司业绩的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,536	3,606	4,706	5,819	净利润	304	243	458	692
YoY (%)	4.0%	42.2%	30.5%	23.6%	折旧和摊销	157	143	153	153
营业成本	1,879	3,069	3,814	4,603	营运资金变动	-31	39	-91	-108
营业税金及附加	14	13	24	29	经营活动现金流	499	451	574	810
销售费用	77	43	59	70	资本开支	-547	-305	-414	-434
管理费用	101	97	141	145	投资	0	0	0	0
财务费用	43	6	19	15	投资活动现金流	-470	-301	-410	-428
资产减值损失	-2	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	7	4	5	6	债务募资	569	-346	0	0
营业利润	344	270	508	769	筹资活动现金流	-3	624	-50	-50
营业外收支	-4	0	0	0	现金净流量	-78	774	114	332
利润总额	340	270	508	769					
所得税	36	27	51	77	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	304	243	458	692	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	304	243	458	692	营业收入增长率	4.0%	42.2%	30.5%	23.6%
YoY (%)	-7.6%	-20.0%	88.4%	51.3%	净利润增长率	-7.6%	-20.0%	88.4%	51.3%
每股收益	0.57	0.46	0.86	1.30	盈利能力 (%)				
					毛利率	25.9%	14.9%	19.0%	20.9%
					净利率	12.0%	6.7%	9.7%	11.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	8.0%	4.6%	7.6%	9.7%
货币资金	1,250	2,024	2,138	2,470	净资产收益率 ROE	11.3%	8.1%	13.0%	16.2%
预付款项	4	6	8	9	偿债能力 (%)				
存货	218	378	439	530	流动比率	2.22	3.00	2.75	2.70
其他流动资产	867	1,141	1,458	1,778	速动比率	2.01	2.68	2.45	2.40
流动资产合计	2,339	3,550	4,042	4,786	现金比率	1.19	1.71	1.46	1.39
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	29.0%	42.6%	41.7%	39.7%
固定资产	1,279	1,502	1,814	2,127	经营效率 (%)				
无形资产	40	42	44	46	总资产周转率	0.67	0.69	0.78	0.82
非流动资产合计	1,465	1,689	2,004	2,319	每股指标 (元)				
资产合计	3,803	5,239	6,047	7,106	每股收益	0.57	0.46	0.86	1.30
短期借款	346	0	0	0	每股净资产	5.07	5.65	6.62	8.04
应付账款及票据	602	1,009	1,254	1,513	每股经营现金流	0.94	0.85	1.08	1.52
其他流动负债	104	173	215	259	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,052	1,182	1,469	1,773	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	35.10	43.90	23.30	15.40
其他长期负债	51	1,051	1,051	1,051	PB	5.16	3.55	3.02	2.49
非流动负债合计	51	1,051	1,051	1,051					
负债合计	1,103	2,233	2,520	2,824					
股本	409	409	409	409					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益合计	2,700	3,006	3,527	4,282					
负债和股东权益合计	3,803	5,239	6,047	7,106					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年新财富上榜分析师（第3名），2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师（第5名），2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员；多次获得保险资管IAMAC、水晶球、金牛等奖项最佳分析师；清华大学校友总会电子系分会理事会副秘书长；2019年6月加入华西证券研究所。

王臣复：华西证券研究所电子行业分析师，北京航空航天大学工学学士和管理学硕士，曾就职于欧菲光集团投资部、融通资本、平安基金、华西证券资产管理总部等，2019年9月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。