

投资评级：买入(首次)

世运电路(603920)

目标价:20.0元

行稳致远

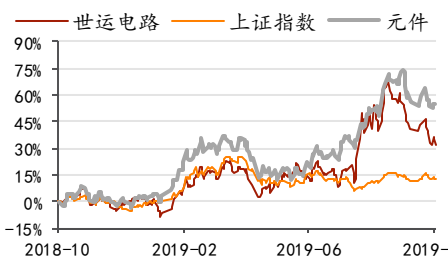
市场数据 2019-10-24

收盘价(元)	15.35
一年内最低/最高(元)	10.89/19.83
市盈率	27.4
市净率	2.96

基础数据

净资产收益率(%)	9.61
资产负债率(%)	24.7
总股本(亿股)	4.1

最近12月股价走势



联系信息

赵成	分析师
SAC 证书编号: S0160517070001	
zhaoc@ctsec.com	
鲍娴颖	联系人
baoxianying@ctsec.com	021-68592263

相关报告

● 专注且极稳健的经营风格。

公司专注 PCB 业务已 34 年，期间通过持续投入研发不断升级产品系列，已获众多国际巨头的认可，近 6 年收入复合增速高于行业增速 300%以上。

另公司经营风格极为稳健，在采购、生产、财务、投融资等环节进行严格风险管控，使得公司在成功规避全球重大危机的同时更能抓住机会，走得更远。

● 收入复合增速或在 20%以上。

上市以来公司在日韩市场加大拓展力度，已获得韩国现代 Mobis 品质认证，并有望切入日本汽车电子巨头供应链体系，另公司多层线路板产品延伸到通讯领域，为突破国内通讯巨头奠定了基础。

我们判断在日韩汽车电子巨头和国内通讯设备巨头供应链的可能突破是未来业绩主要增量，或将使得公司未来 3 年收入复合增速大概率保持 20%以上。

● 总体毛利率或将提升至 30%。

产能利用率、PCB 产品价格和覆铜板价格是影响 PCB 企业毛利率的三个关键变量，在后两者保持稳定情况下，2021 年募投 200 万平方米产能全部达产后毛利率会提升至 28.5%。

考虑到公司在韩日汽车电子巨头的突破，我们推断公司产品价格会出现小幅提升态势，在产能和覆铜板价格稳定情况下，PCB 价格上涨 5% 将推动毛利率提升 3.7 个百分点。

PCB 价格和产能利用率同时提升或推动毛利率提升至 30%以上。

● 投资建议

我们预计 2019-2021 年净利润分别为 3.20 亿、4.50 亿、6.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.78 元、1.10 元和 1.55 元，对应 PE 分别为 19.7、14.0 和 9.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 20 元。

风险提示:覆铜板涨价风险、PCB 行业竞争加剧导致价格战。

公司财务及预测数据摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1,957	2,167	2,535	3,046	3,744
增长率	19.7%	10.7%	16.9%	20.2%	22.9%
归属母公司股东净利润(百万)	181	226	320	450	632
增长率	-31.7%	25.0%	41.6%	40.7%	40.5%
每股收益(元)	0.44	0.55	0.78	1.10	1.54
市盈率(倍)	34.8	27.9	19.7	14.0	9.9

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

内容目录

1、高分红的 PCB 公司	4
1.1 专注 PCB 业务	4
1.2 业绩稳健增长	4
1.3 公司股权稳定	4
1.4 持续高分红	5
2、公司成长逻辑清晰	5
2.1 专注 PCB 行业 34 年	6
2.2 努力成为一站式 PCB 服务商	7
2.3 加大战略客户开拓力度	8
3、稳中求进的经营风格	10
3.1 全流程管控能力强	10
3.2 积极应对国际外汇风险	11
4、行业仍有 3-5 年红利	12
4.1 PCB 是电子产品之母	12
4.2 2022 年 PCB 总空间或达 688 亿美元	13
4.3 汽车领域是 PCB 长期增长点	14
4.4 格局将进一步集中	17
5、盈利预测和投资建议	20
5.1 收入保持 20% 的复合增速	20
5.2 整体毛利率将提升至 30%	20
5.3 收入和毛利率假设	23
5.4 估值处于偏低水平	24
5.5 给予“买入”评级	25
6、风险提示	25

图表目录

图表 1 公司历年收入和净利润情况	4
图表 2 公司毛利率和期间费用率	4
图表 3 公司股权架构	5
图表 4 A 股上市 PCB 公司 3 年累计分红率对比 (%)	5
图表 5 业务发展逻辑清晰	6
图表 6 业务发展 5 阶段	7
图表 7 公司历年研发支出及占比	7
图表 8 公司历年产品结构	7
图表 9 公司收入行业结构	8
图表 10 2018 年全球汽车领域 PCB 厂商排名	9
图表 11 Mobis 公司历年收入和盈利情况	9
图表 12 成本构成	10
图表 13 覆铜板成本构成	10
图表 14 公司海外收入占比	12
图表 15 美元汇率变动	12
图表 16 PCB 产业链构成	13
图表 17 全球 PCB 总产值持续增长	13
图表 18 PCB 产值区域分布	14
图表 19 PCB 产值的下游分布	14

图表 20 新能源汽车快速增长	16
图表 21 汽车电子渗透率不断提升	16
图表 22 汽车 PCB 用量有 5 倍空间 (单位: 万平方米)	16
图表 23 PCB 产业各环节集中度	17
图表 24 PCB 产业各环节集中度	17
图表 25 PCB 行业集中度提升趋势明显	17
图表 26 沪电股份 10 年来毛利率变动	22
图表 26 可比 PCB 公司毛利率历年变动	23
图表 27 沪电股份 PE-BAND	24
表格 1 公司近 3 年分红率	5
表格 2 公司在 PCB 领域布局	8
表格 3A 股 PCB 公司经营指标对比	11
表格 4 各国退出燃油车和汽车大厂的计划	15
表格 5A 股 PCB 公司产能扩充计划	19
表格 6 公司产能释放进度	20
表格 7 PCB 价格和覆铜板价格敏感度分析	21
表格 8 产能释放对毛利率影响	21
表格 9 收入和毛利率假设	24
表格 10 可比上市公司 Wind 一致预期	25

1、高分红的 PCB 公司

1.1 专注 PCB 业务

公司自 1985 年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，主导产品包括单面板、双面板、多层板等，目前每月总产量超过 250000 平方米。

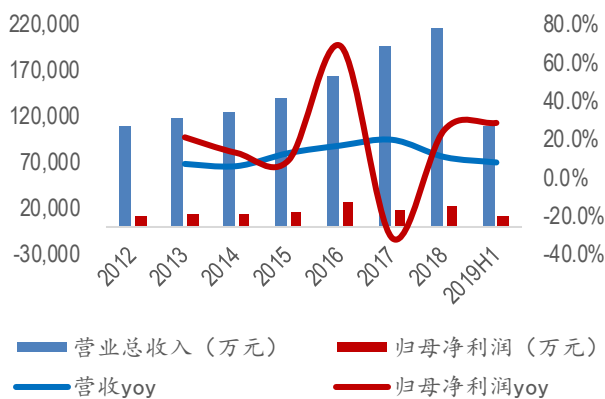
在第十八届（2018）中国印制电路行业排行榜中，公司居内资 PCB 企业第 12、综合 PCB 企业第 29，同时公司已成功跻身为 2018 年全球汽车用 PCB 供应商 TOP20 企业，排名第 20 位。

1.2 业绩稳健增长

上市以来公司业务保持稳健的增长，2019 年上半年收入规模增速接近 8%，净利润增长 28.5%，主要得益于公司在 2018 年募集投产项目在 2019 年逐步释放，毛利率出现小幅增长，同时公司管理费率、销售费率都保持稳定。

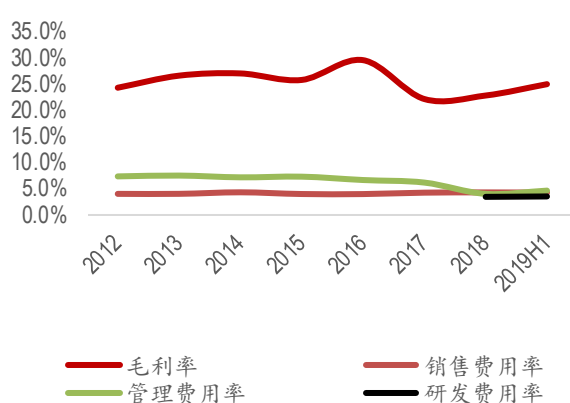
总体来看公司毛利率目前处于逐步恢复的态势，由于公司毛利率受上游原材料的影响较大，尤其是覆铜板。我们判断未来覆铜板出现大幅涨价的可能性不高，主要是铜价没有大幅波动的基础，我们倾向于认为公司毛利率将在一期和二期的达产、产品附加值提升等多种力量下保持平稳上升的态势。

图表 1 公司历年收入和净利润情况



数据来源：Wind资讯、财通证券研究所

图表 2 公司毛利率和期间费用率



数据来源：Wind资讯、财通证券研究所

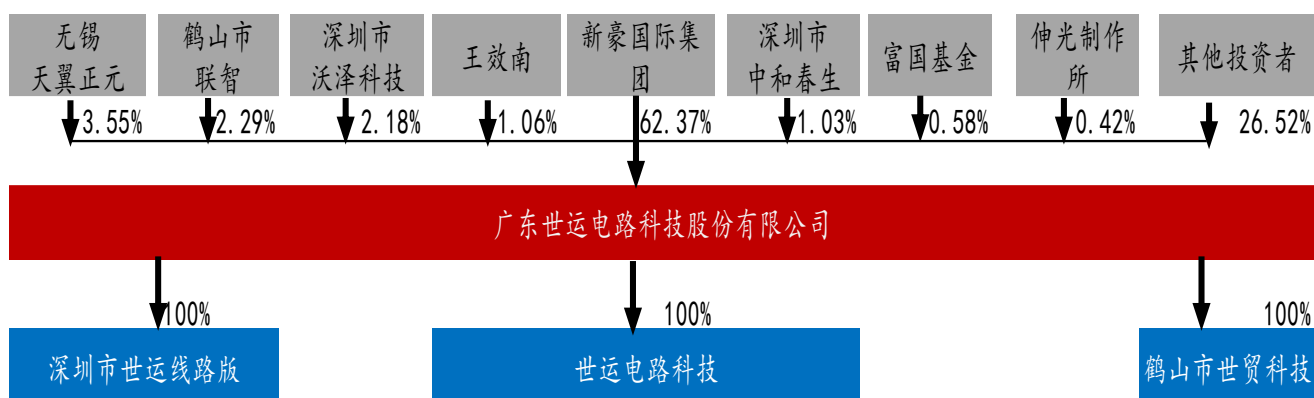
1.3 公司股权稳定

2017 年 4 月底公司登陆资本市场，截止目前股权较稳定。

截止到 2019 年 6 月 30 日，新豪国际集团持有公司 62.37% 的股权，余英杰先生 100% 控股新豪国际集团，是公司的实际控制人（实控人没有股权质押）。

值得关注的是，从机构股东来看，2019 年中报显示富国基金合计持有公司 0.58% 的股权，为 2017 年上市以来持有最多的机构。

图表 3 公司股权架构



数据来源：公司2019年中报、财通证券研究所

1.4 持续高分红

自 2017 年上市以来公司持续高分红，2017 年净利润全部分红，2018 年分红率达 79.76%，我们判断 2019 年仍将延续大手笔分红。

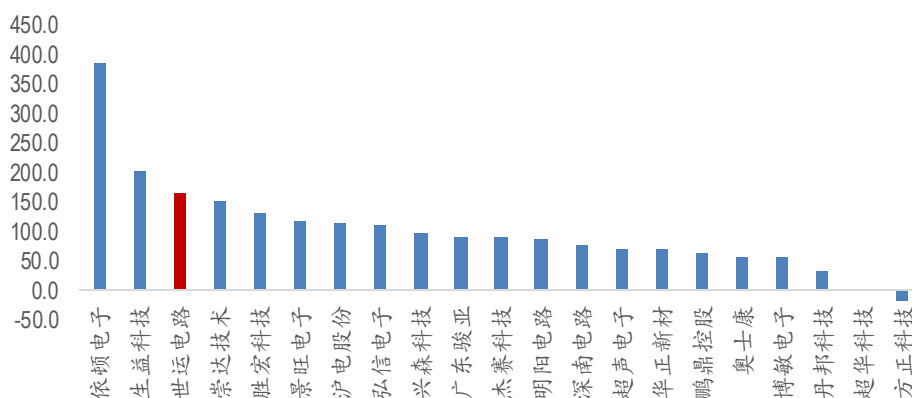
表格 1 公司近 3 年分红率

年度	归母净利润 (万元)	现金分红总额 (万元)	期末未分配利润 (万元)	股利支付率	收益留存率
2019/6/30	12,438.17	--	50,480.46	--	--
2018/12/31	22,578.80	18,009.29	56,051.58	79.76%	20.24%
2017/12/31	18,068.57	18,482.80	54,302.26	102.29%	--

数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

这种大比例的分红在 PCB 上市公司中排名第三，仅次于依顿电子和生益科技，说明公司极为重视回报股东。

图表 4 A 股上市 PCB 公司 3 年累计分红率对比 (%)



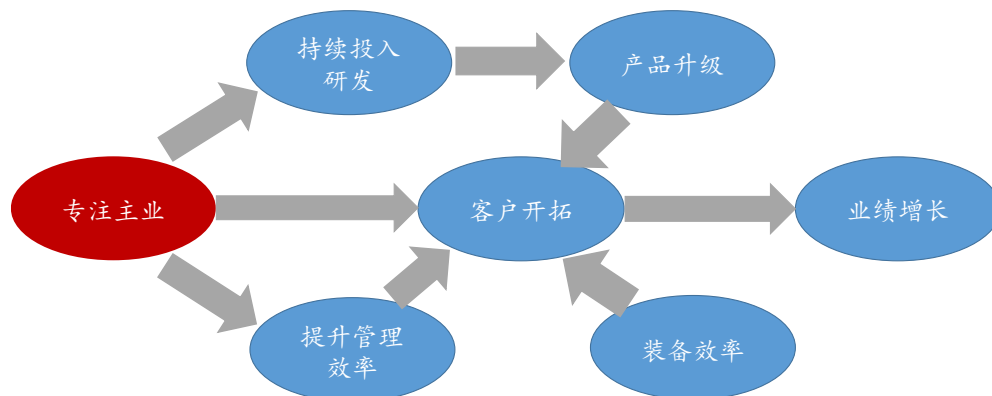
数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

2、公司成长逻辑清晰

我们判断：公司将继续专注 PCB 业务，持续投入研发新产品，研发的积累最终导

致产品升级、工艺改进、效率提升，极有利公司开拓新的客户，与此同时公司持续关注内部的管理效率提升、装备自动化产线的投入，提升了开拓国际大客户成功概率，最终公司的业绩会保持远高于行业的增速。

图表 5 业务发展逻辑清晰



数据来源：财通证券研究所

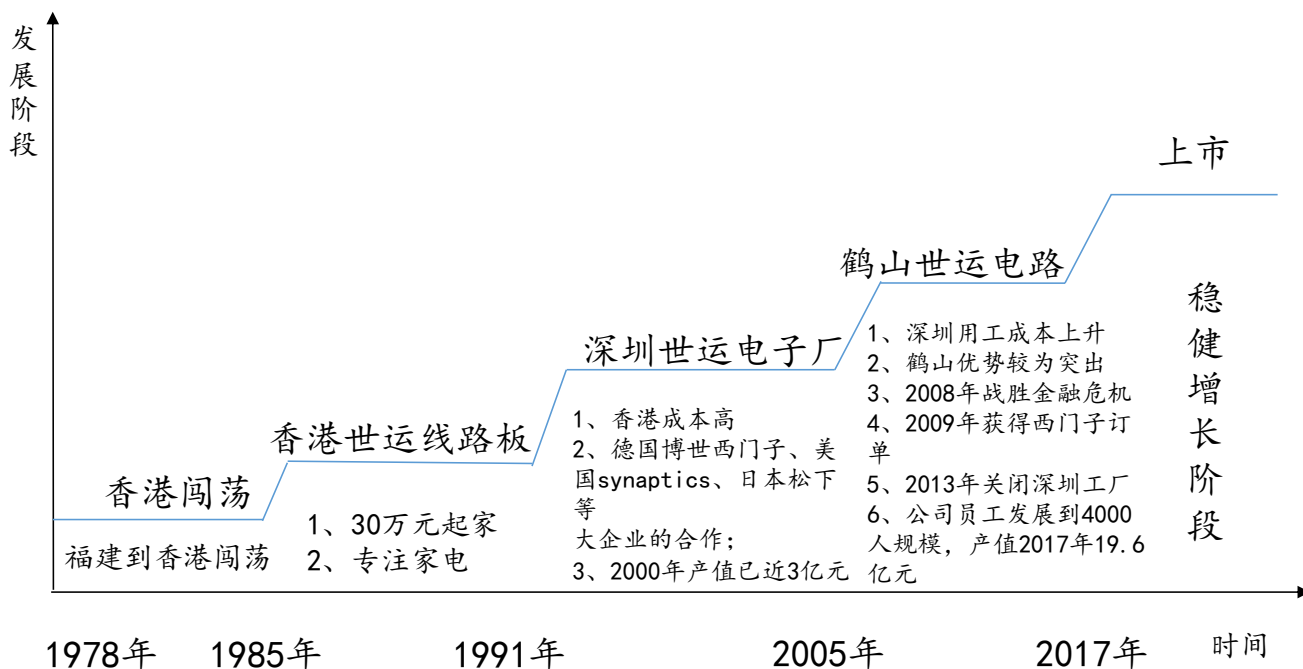
2.1 专注 PCB 行业 34 年

公司核心人物余英杰先生 34 年来始终专注于 PCB 行业的发展，把握了行业的发展大潮，回看公司经历的 5 个发展阶段，我们认为 1991 年、2005 年和 2017 年是三个关键时点。

世界电子产业在 1990 年前后向大陆转移，2005 年前后开始加速转移，公司紧紧抓住了这两次机会，在深圳和鹤山设立工厂，成功开拓了诸如博世西门子、日本松下等国际大客户。

2017 年公司成功登陆 A 股资本市场，彼时至今是 IT 行业的又一个关键节点，以 5G 为代表的通讯产业将推动通信设备用 PCB 行业快速增长，另汽车电子化趋势日趋明朗推动汽车用 PCB 市场稳步扩大，公司将凭借长期的客户、技术积累和资本力量进入到更稳健的发展阶段。

图表 6 业务发展5阶段



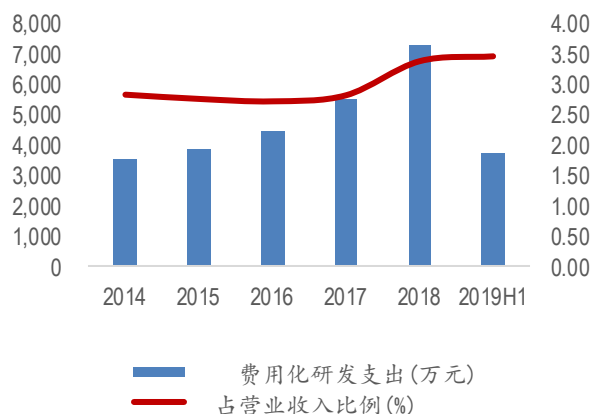
数据来源：财通证券研究所

2.2 努力成为一站式 PCB 服务商

2014 年以来公司的研发费用就处于持续上升的态势，超过了收入的增速，2017 年上市后研发投入力度显著提升，2019 年中报显示公司研发投入占比为 3.44%，较 2016 年提升了 1.7 个百分点。

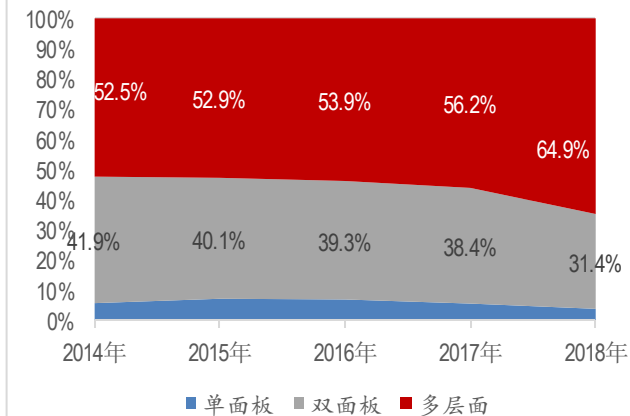
公司的收入结构显示多层板收入占比在 2018 年开始加速提升，2014 年到 2018 年总计提升 12.4 个百分点，2018 年即提升了 8.7 个百分点，这种趋势会在公司加大研发投入的情况持续并加剧。

图表 7 公司历年研发支出及占比



数据来源：Wind资讯、财通证券研究所

图表 8 公司历年产品结构



数据来源：Wind资讯、财通证券研究所

Prismark 数据显示，刚性 PCB 中 4 层、6 层、8-16 层在 IT 各领域广泛使用，以汽车电子为例，4 层和 6 层使用频率最高，都达到最高级别，单、双面板使用频率也较高，HDI 和挠性线路板使用频率较低。通讯领域中尤其是基础通信设备和服务器/存储器等使用 8 层以上的 PCB；智能手机对 HDI 板和挠性线路板需求极高。公司多层线路板多数在 18 层以下，极为适合在汽车领域大力拓展客户，同时公司也在往 18 层以上通信线路板迈进，初步具备 HDI 板、软硬结合板生产能力，公司努力成为 PCB 一站式服务商。

表格 2 公司在 PCB 领域布局

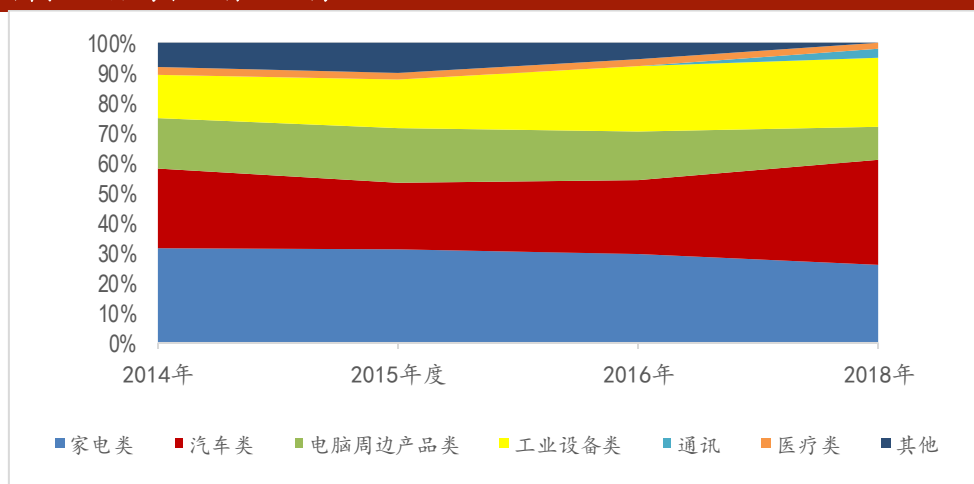
大领域	细分领域	单、双面	4 层	6 层	8-16 层	18 层以上	HDI	挠性
计算机及周边	个人电脑					不使用		
	服务器/储存器				使用极高			
	其他办公设备					不使用	不使用	
通讯	手机					不使用	使用极高	
	基础通信设备				使用极高	使用极高		
	其他通信设备					不使用		
消费电子（可穿戴、VR/AR）					不使用			
汽车电子			使用极高	使用极高	不使用	不使用		
工业/医疗								
军事/航空航天								

红色：使用极高；黄色：使用较高；蓝色表示使用率高；褐色表示使用率低；灰色使用率极低；白色表示不使用；

数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

2.3 加大战略客户开拓力度

公司汽车类客户收入占比逐年提升，2018 年已达 32.7%，为公司第一大客户群，家电行业、电脑周边产品占比在持续走低，通讯类产品 2016 年才开始发展。

图表 9 公司收入行业结构


数据来源：公司历年年报、财通证券研究所

据 N. T. Information Ltd 2019 年 5 月公布的数据，公司已成功跻身为 2018 年全球汽车用 PCB 供应商 TOP20 企业，排名第 20 位。中国内资企业有四家打入前 20 名：Kingboard Chem GRP（广东建滔基层电路）、Kinwong（深圳景旺电子）、CCTC（潮州三环集团）、本公司，公司与景旺电子、潮州三环集团在汽车 PCB 领域销

售收入相差不大，建滔基层电路公司体量为公司 3 倍多，是公司努力的方向。

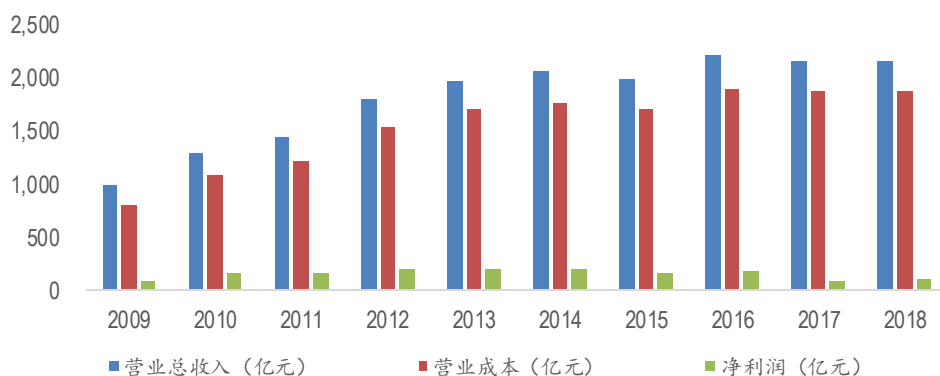
图表 10 2018 年全球汽车领域 PCB 厂商排名

序号	厂商	国别	总收入 (百万美元)	汽车 PCB 收入 (百万美元)	汽车业务占比
1	CMK Corporation	日本	820	628	76.6%
2	TTM Technologies	美国	2847	572	20.1%
3	Nippon Mektron	日本	2704	560	20.7%
4	Meiko electronic	日本	1081	508	47.0%
5	Chin Poon Industrial	台湾	670	470	70.1%
6	建滔积层板	中国大陆	1250	370	29.6%
7	Tripod Technology	台湾	1728	351	20.3%
8	KCE 电子	泰国	420	335	79.8%
9	AT&S	澳大利亚	1218	275	22.6%
10	PCA PCB Group	台湾	1435	220	15.3%
11	沪电股份	台湾	1016	200	19.7%
12	Unitech PCB	台湾	648	190	29.3%
13	Dynamic Electronics	台湾	432	180	41.7%
14	Unimicron	台湾	2513	170	6.8%
15	景旺电子	中国大陆	755	150	19.9%
16	Gul Technology	新加坡	338	118	34.9%
17	Kyoden	日本	401	116	28.9%
18	南亚电路	台湾	956	116	12.1%
19	三环集团	中国大陆	368	114	31.0%
20	世运电路	中国大陆	339	111	32.7%
	合计		21930	5754	26.2%

数据来源：N.T. Information Ltd, 财通证券研究所

2018 年公司成功获得 Mobis 对公司的品质认证，该公司在汽车电子领域世界排名第 7，年收入超过 2000 亿元，其公司官网显示其汽车电子业务覆盖十分全面：自动驾驶、电气化、IVI、制动、转向、照明、安全、悬架等，几乎涵盖汽车电子所有方面，我们初步估算现代 Mobis 年采购 PCB 量约为 60-100 亿元。

图表 11 Mobis 公司历年收入和盈利情况



数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

公司 2018 年获得日本松下汽车授予的最佳品质奖(该奖项第一次颁给海外厂商)，足以说明公司的产品质量和供应链体系达到业界优秀水平，我们判断通过此标杆

打入其他日本汽车电子巨头供应链也是大概率事件。

3、稳中求进的经营风格

在开拓业务的同时公司对内部流程和潜在的风险进行全面管理，更有助于开拓战略客户实现稳健增长。

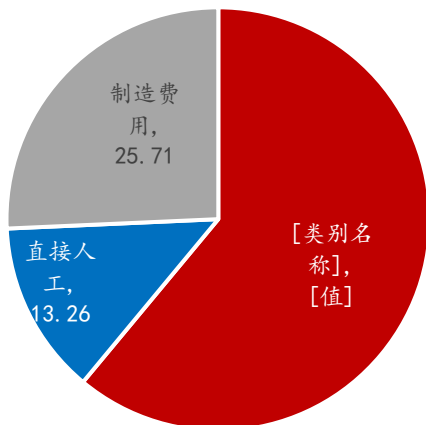
3.1 全流程管控能力强

公司全流程管控能力主要体现在对物料管控、应收账款、生产流程和生产装备的综合管控能力。

原材料的管控主要体现在对覆铜板的管控上，覆铜板约占总成本的 30%以上，我们测算覆铜板价格每上升 1%，毛利率下降 0.9%。覆铜板的主要原材料为铜箔、玻纤布和环氧树脂，其中铜箔占 80%的物料成本，上游铜的价格成为影响覆铜板价格最重要的因素。

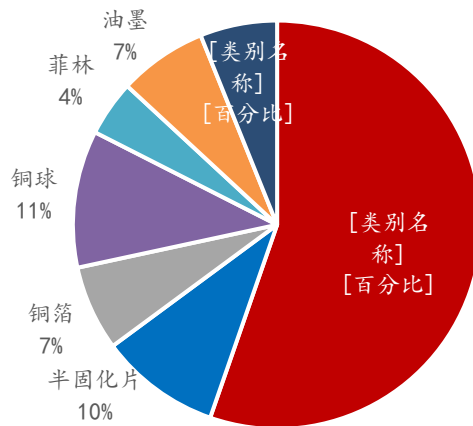
公司目前覆铜板已与生益科技、南亚塑胶、松下电子材料、华正新材等建立长期合作关系，公司库存策略较为谨慎，原材料一直维持 4000—6600 万元的区间。公司谨慎的库存策略在财务上反应很明显，2016-2018 年和 2019H1 公司存货周转天数分别为 37 天、40 天、45 和 49 天等，可比公司中排名第 4 位，虽在逐年上升但仍处于行业领先水平。

图表 12 成本构成



数据来源：公司2018年年报、财通证券研究所

图表 13 覆铜板成本构成



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

应收账款周转天数与公司客户质量强相关，单从 2019H1 来看公司排名第 8 位为 92 天，深南电路、沪电股份、鹏鼎控股等龙头公司 65-87 天区间，从 2016-2018 年 3 年维度观察我们发现公司与沪电股份的周转天数更为接近（公司 2016-2018 年周转天数为 77.8 天、82 天和 87.6 天，沪电股份 2016-2018 年为 77.6 天、80.3 天和 91.5 天），说明公司总体客户付款习惯与沪电股份客户的付款习惯类似。我们判断随着韩日汽车电子巨头突破，公司应收账款指标会持续优化。

表格 3A 股 PCB 公司经营指标对比

证券简称	2018 年 净资产 收益率%	2018 年 销售净 利率%	2018 年 销售毛 利率%	2018 年 营业收 入增长 率%	2019H1 固定资 产净额 亿元	2018 年 资产负 债率 %	2019H1 存货周 转天数	2019H1 应收账 款周转 天数
弘信电子	21.3	4.7	11.6	52.2	7.9	75.7	40	111
依顿电子	13.9	19.6	30.5	1.3	9	17.4	44	139
崇达技术	21	15.3	32.9	17.8	20.7	41.4	46	72
世运电路	9.6	10.4	22.7	10.7	10.1	24.7	49	92
奥士康	11.6	10.7	23.9	28.7	8.9	30.3	52	111
鹏鼎控股	19.8	10.7	23.2	8.1	74.9	34.6	53	87
兴森科技	8.7	6.9	29.6	5.8	14.6	43.9	54	103
华正新材	11.7	4.5	19.1	10.9	6.3	68.1	55	135
明阳电路	10.5	10.7	28.7	7.4	5.5	28.5	60	67
深南电路	20.4	9.2	23.1	33.7	38.2	56.3	64	65
景旺电子	22	15.9	31.8	18.9	25.3	42.5	65	108
超声电子	8.4	6.7	20	14	15.5	31.5	68	111
胜宏科技	13.6	11.5	27.6	35.3	19.3	44.9	69	135
博敏电子	8.9	6.4	18.8	10.7	11.5	40.6	71	91
生益科技	16.4	8.9	22.2	11.5	34.7	46.9	74	117
广东骏亚	10.9	6.2	20.4	13.3	7.5	56.5	83	77
沪电股份	15.3	10.4	23.4	18.8	24.6	39.2	98	85
杰赛科技	0.7	0.4	15.2	4.9	6.6	69.9	104	238
方正科技	1.8	1	16.7	11.8	37.1	70.6	186	135
超华科技	2	2.5	16.9	-3.1	6.6	43.8	201	97
丹邦科技	1.5	7.4	41.2	8.3	13.9	29.1	223	277

数据来源: Wind 资讯, 财通证券研究所

在针对制造环节和人工方面, 公司引进了具有丰富经验的管理咨询公司, 对公司所有流程进行梳理, 更科学合理的优化流程。在此基础上 2018 年公司引进了甲骨文 (Oracle) ERP 系统作为公司的信息管理平台, 并在 ERP 系统基础上开发导入了 APS 高级生产计划排程系统, 从投料到成品入库对生产全过程以系统自动排程, 将生产订单制造计划细化到每个工序、每台设备, 以适应现代制造业交工期短、变化多的要求, 合理安排优先顺序, 保障产出最大化、效率最大化, 有效提升产能、缩短交期、降低成本。

2018 年全自动仓建成投入使用, 叉车机器人结合 WMS 仓库管理系统, 实现存货入库、出库由叉车机器人自动操作完成, 通过系统管理自动实现存货先进先出、有效期和安全库存管理, 提升效率, 节省人力, 数据及时归集, 系统管理预防出错, 有效控制并跟踪仓储业务的物流和成本管理全过程, 降低库存。

3.2 积极应对国际外汇风险

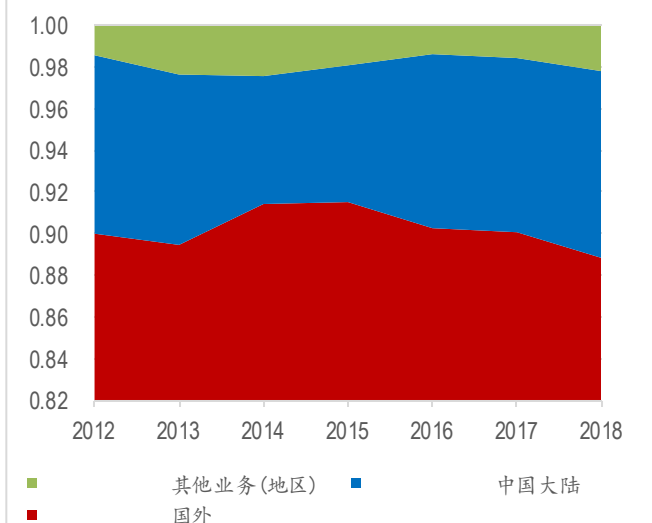
公司自成立以来就以日本、韩国和欧美巨头为主要服务对象, 国外收入占比一直在 90% 左右, 我们判断未来较长时间海外收入比重会成逐步提升的态势。

美元波动对公司的实际增长有较大的影响作用, 我们观察发现近 10 年来美元兑

人民币在 2013 年-2014 年间到达底部接近 6: 1 的水平, 之后呈现上升态势, 尤其是 2018 年在中美贸易战的扰动下美元持续走强。

当前中美贸易战期限难以判断, 但中长期看随着国内经济实力的增强, 美元兑人民币最终会走向平稳。为应对外汇风险, 公司积极进行风险对冲, 与东亚银行、渣打银行(香港)、澳新银行财团有限公司等开展融资租赁、远期外汇结算等活动。

图表 14 公司海外收入占比



数据来源: Wind资讯、财通证券研究所

图表 15 美元汇率变动



数据来源: Wind资讯、财通证券研究所

4、行业仍有 3-5 年红利

PCB 行业是 IT 行业中较为基础但较重要的部分, 一般被称之为 IT 之母, 由于下游通讯、消费电子、汽车等领域持续发展, 行业仍有 3-5 年红利。

4.1 PCB 是电子产品之母

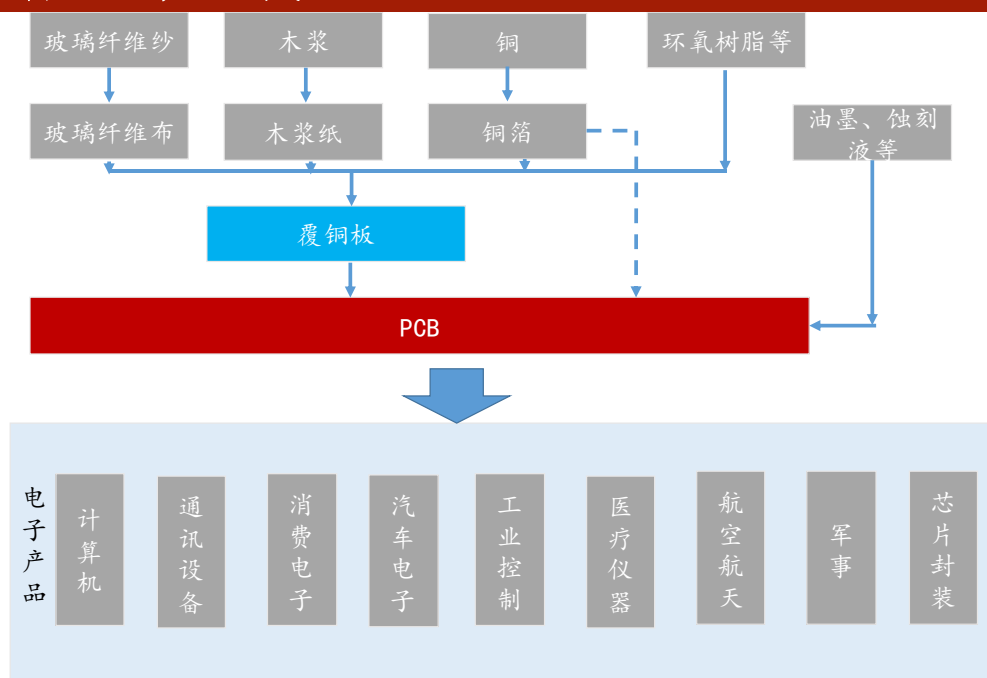
根据 Prismark 的研究, 刚性 PCB 板约占 70% 的市场份额, 我们以刚性 PCB 为例介绍产业链概况。

总体而言 PCB 产业链较长, 上游主要原材料是覆铜板、铜球、铜箔、油墨等, 其中覆铜板占 PCB 物料成本约 50% 的比重;

上游覆铜板行业的主要原材料为玻璃纤维布、木浆纸、铜箔、环氧树脂等材料, 其中铜箔占 80% 的物料比重。

PCB 是承载电子元器件并连接电路的桥梁, 作为“电子产品之母”, 被广泛应用于通讯、消费电子、计算机、汽车电子、工业控制、医疗器械、国防及航空航天等领域, 是现代电子信息产品中不可或缺电子元器件。

图表 16 PCB 产业链构成



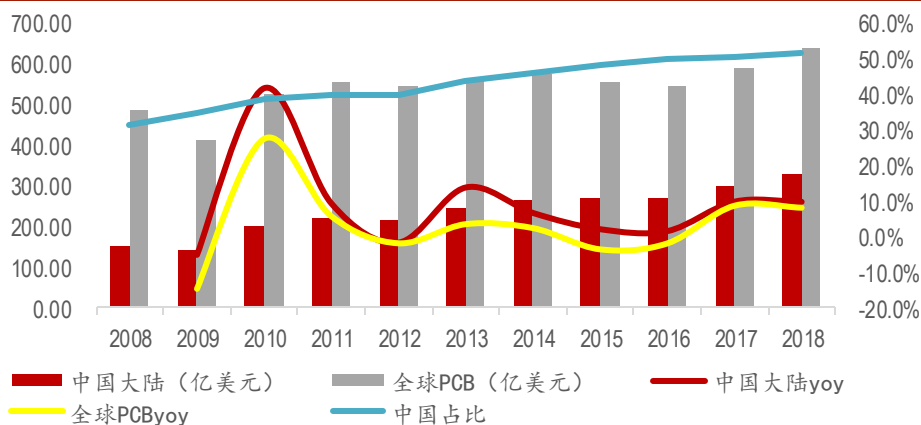
数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

4.2 2022 年 PCB 总空间或达 688 亿美元

根据 Prismark 的数据，PCB 行业发展已经历若干个周期，经历了 1980-1990 年快速起步期（CAGR=15.9%）、1991-2000 年持续增长期（CAGR=7.1%）、2001-2010 年间经历大波动期（CAGR=2.1%），自 2011 年起开始步入平稳增长期，Prismark 预计 2017-2022 年全球 PCB 将维持 3.2% 的复合增速。

根据 Prismark 预测，在 5G、物联网、汽车智能化等推动下未来几年全球 PCB 行业产值将到 2022 年全球 PCB 行业产值将达到 688.1 亿美元。

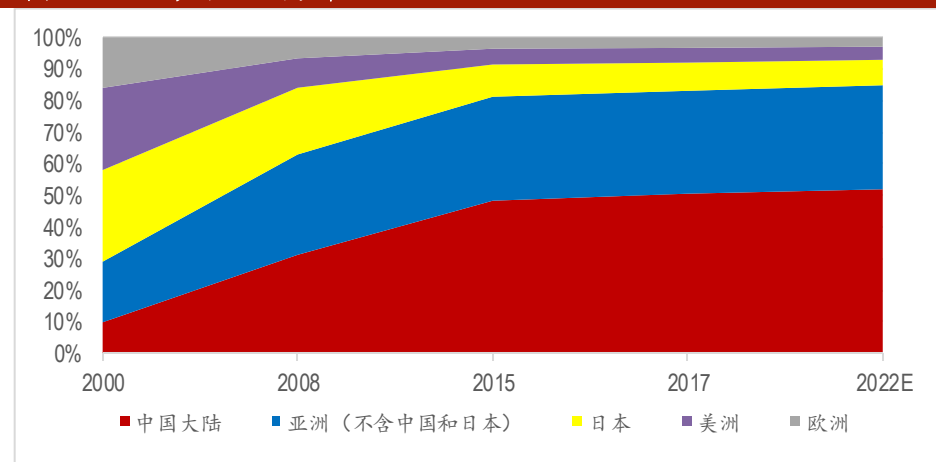
图表 17 全球 PCB 总产值持续增长



数据来源：Prismark、财通证券研究所

区域结构方面，Prismark 预计未来 5 年，亚洲将继续主导全球 PCB 市场的发展，而中国位居亚洲市场不可动摇的中心地位，中国大陆 PCB 行业将保持 3.7% 的复合增长率，预计 2022 年行业总产值将达到 356.86 亿美元，市占率将提升至 52%。

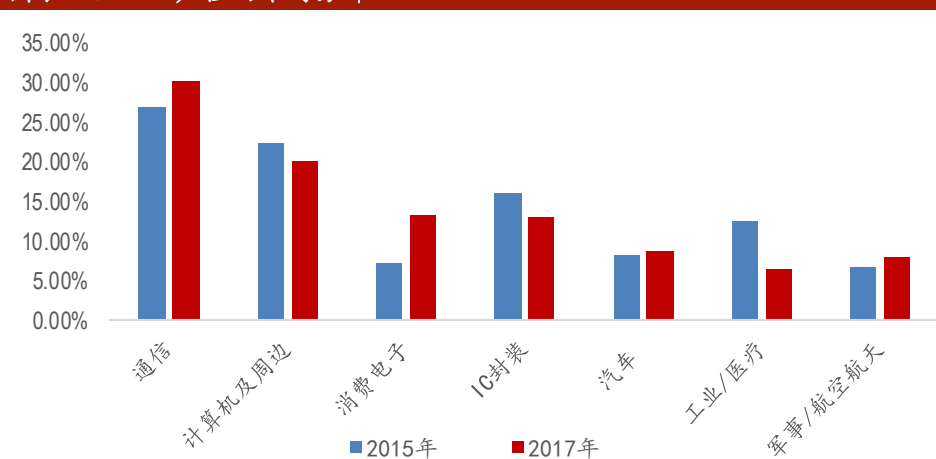
图表 18 PCB 产值区域分布



数据来源: PrismaK、财通证券研究所

在下游应用领域方面, 通讯电子、消费电子和计算机领域已成为 PCB 三大应用领域。个人计算机的普及带动了计算机领域 PCB 产品的发展, 而自 2008 年以来, 智能手机逐渐成为印制电路板行业发展的主要驱动力, 通讯电子领域 PCB 产值占比已由 2009 年的 22.18% 提升至 2017 年的 30.3%, 成为 PCB 应用增长最为快速的领域。

图表 19 PCB 产值的下游分布



数据来源: PrismaK、财通证券研究所

4.3 汽车领域是 PCB 长期增长点

我们认为汽车领域或是未来 10-20 年 PCB 最大的增长领域。

➢ 主流经济体从政策上制定燃油车禁售时间。

长期看我国和世界主要的经济体已经提出明确时间表退出燃油车销售, 根据 2019 年 5 月能源与交通创新中心发布的《中国传统燃油汽车退出时间表研究》, 我国传统燃油车将于 2050 年退出市场。目前虽然各国的步伐不尽相同, 但从厂商的行动来看, 全球主流汽车品牌如大众、宝马、奔驰、丰田、FCA 集团等都定在 2030 年之前, 我国长安、北汽、海马等品牌将时间定为 2025 年。

表格 4 各国退出燃油车和汽车大厂的计划

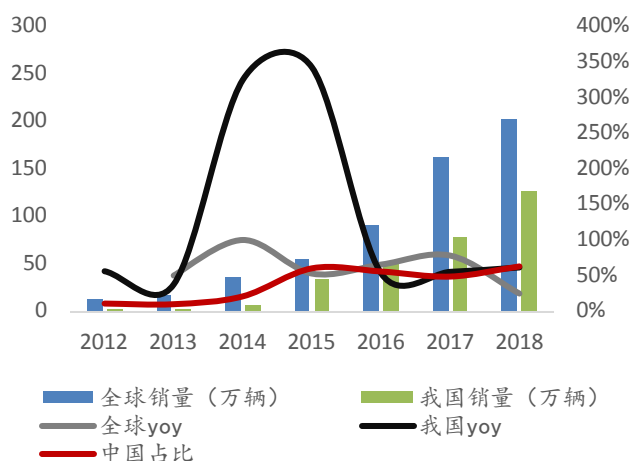
序号	国家	退出时间	提出时间	厂商
1	中国	传统燃油车将于 2050 年退出市场	2019 年 5 月	长安、北汽、海马 2025 年停售燃油车
2	美国	加州政府 2030 年禁止销售燃油车	2015 年 8 月	FCA 集团将在 5 年内提出电动化解 决方案
3	德国	2030 年禁售燃油汽车(未形成法律)	2016 年 10 月	大众将在 2030 年前实现所有车型 电动化, 停售传统 燃油车 宝马将在 2025 年前一半车型电动 化
4	法国	2040 年前终止销售汽油车和柴油车	2017 年 7 月	
5	英国	2040 年禁售燃油车, 包括油电混合动力车	2017 年 7 月 26 日	
6	印度	2030 年在全国范围内不再出售纯汽油车和柴油车	2017 年 4 月	
7	挪威	在 2025 年全面禁止非电动汽车。		
8	日本	通过法律规定电动车的政府采购比例, 以及其他购买补助措施等制度以实现新能源汽车的替代方案		丰田将在 2025 年将旗下燃油车种类 削减为 0

数据来源: 公开信息、财通证券研究所

➤ 全球新能源汽车仍有 40 倍空间。

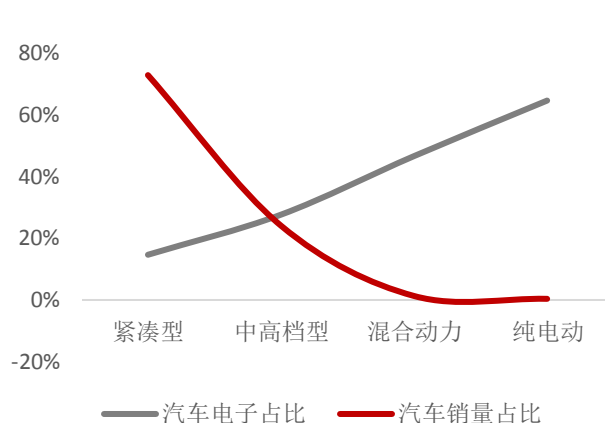
2018 年全球新能源汽车总销量超过 200 万辆, 按销量计算渗透率为 2.3%, 如在 2050 年全球停售燃油车, 则仍有 40 倍的发展空间。根据智研智能的数据 2019 年全球上半年增速仍超过 50%, 我国是新能源车绝对主力, 目前全球份额超过 50%。我国已将新能源汽车发展作为重要战略方向, 先后多个规划文件提出新能源汽车发展目标: 到 2020 年纯电动汽车和插电式混动汽车的生产能力达到 200 万辆, 占比 6%-7%; 到 2025 年新能源汽车总销量达 500-700 万辆, 占比 15%-20%; 到 2030 年新能源汽车总销量 1500 万辆, 占比达 40%。

图表 20 新能源汽车快速增长



数据来源: GGI、智研咨询、财通证券研究所

图表 21 汽车电子渗透率不断提升



数据来源: 盖世汽车、财通证券研究所

➤ 汽车智能化趋势明显。

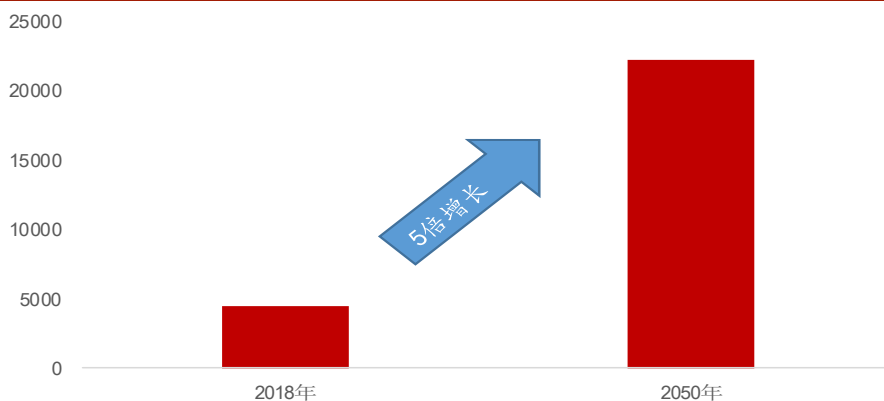
随着汽车发展成为智能化、信息化、机电一体化的高科技产品, 电子技术在汽车上已十分广泛, 无论是发动机系统、还是底盘系统、操纵系统、安全系统、信息系统、车内环境系统等都无一例外地采用了电子技术产品, 且越高阶的车款比例越高, 目前中高档轿车中汽车电子成本占比达到 28%, 新能源汽车则高达 47%。

➤ 汽车 PCB 市场仍有 4 倍以上空间。

根据《中国车用 PCB 市场调研与投资战略报告 (2019 版)》显示: 中端车型 PCB 用量 0.5-0.7 平方米, 豪华车用量高达 2-3 平方米, 新能源汽车 BMS 系统单体管理单元需求在 2~3 平方米, 可见新能源汽车对 PCB 板的需求至少与现有豪车相当, 是中端车型的 4 倍左右。

根据 PrismaMark 的数据, 2018 年全球汽车用 PCB 市场空间约为 63.55 亿美元, 如按 1000 元/平方米的均价估算, 全球单车平均 PCB 用量约为 0.52 平方米, 因此从长期 20-30 年角度看, 新能源车和汽车电子化将推升 PCB 用量增长 4-5 倍左右, 或将超越现有的通讯板块。

图表 22 汽车 PCB 用量有 5 倍空间 (单位: 万平方米)



数据来源: PrismaMark、财通证券研究所

4.4 格局将进一步集中

PCB 行业在整个产业链条中处于偏后的位置，上游主要是玻纤布、铜箔、覆铜板等行业，下游是消费电子、通讯设备等厂商，从 2018 年集中度来看全球 TOP10PCB 集中度为 33%，在 2018 年全球 PCB 排名中 TOP10 中没有大陆 PCB 厂商的身影，台湾厂商占据 TOP10 的半壁江山。

图表 23 PCB 产业各环节集中度

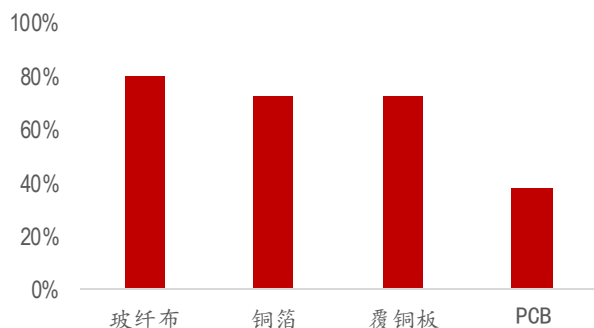
排名	公司名称	地区	营业收入 (百万美金)
1	鹏鼎	中国台湾	3911
2	旗胜	日本	2856
3	迅达	美国	2847
4	欣兴	中国台湾	2620
5	健鼎	中国台湾	1727
6	华通	中国台湾	1681
7	三星电机	韩国	1346
8	维信	奥地利	1202
9	奥特斯	奥地利	1202
10	瀚宇博德	中国台湾	1186

数据来源：Prismark、财通证券研究所

从整个产业链角度看，PCB 集中度并不高，其上游各原材料领域和下游各应用领域 TOP10 集中度普遍高于 70%，这主要由环保限制、下游产业配套集中、本身技术壁垒不高等因素共同决定。

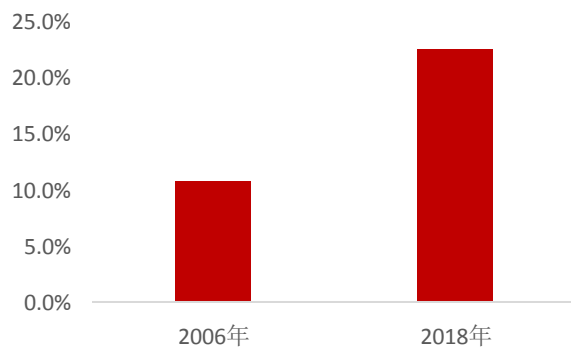
据 Prismark 统计，全球 TOP5 的 PCB 厂商市场份额从 2006 年的 10.80% 已增长到 2017 年的 23.09%；全球前 20 大 PCB 厂商的市场占有率从 2011 年的 45.6% 增至 2017 年的 48.6%，说明全球范围内 PCB 格局集中已是大势所趋。

图表 24 PCB 产业各环节集中度



数据来源：GGII、智研咨询、财通证券研究所

图表 25 PCB 行业集中度提升趋势明显 (TOP5)



数据来源：盖世汽车、财通证券研究所

我国 PCB 格局仍处于较低水平, 现有 A 股 PCB 上市公司 2018 年收入规模约为 607.7 亿元(含少量其他主营), 国内市占率不到 30%, 可理解为 TOP20 集中度约为 30%。

最近 3 年是 PCB 公司上市高峰, 鹏鼎控股、深南电路、景旺电子、弘信电子、依顿电子、明阳电路等一批优质公司登陆 A 股, 17 家 PCB 公司拟投入 181.6 亿元进行扩产, 多数产能翻倍, 部分产能拟扩充数倍。

从投资方向看, 我们发现龙头公司技术在升级, 多数面向 5G 高速高频板、物联网、汽车电子等新兴方向, 根据 Prismark 的预测 5G、物联网和汽车电子等领域未来 3 年复合增长率均在 5% 以上, 尤其是 5G 领域将推动通信 PCB 板取得远高于行业的增速, 因此我们判断上市公司的动作并非是原有产能的简单重复。

综上我们认为中小型 PCB 企业在新兴市场和传统市场都将受到极大冲击, 格局在未来 3-5 年迅速提升。

表格 5A 股 PCB 公司产能扩充计划

序号	公司名称	项目	投资额(亿元)	新增年产能 (万平方米)	投前产能	主要领域
1	鹏鼎控股	庆鼎精密电子(淮安)有限公司柔性多层印制电路板扩产项目	36	庆鼎精密电子新建 FPC 生产线年产能 133.8	2017 年产能 543.76	以 FPC 为主, 苹果贡献收入再 50% 以上
2	沪电股份	黄石二期	7	面向汽车板产能 75	未公布, 推算超过 1000	主要为通信用板, 基站类居多, 为华为核心供应商
3	景旺电子	高密度、多层、柔性及金属基电路板一期项目、二期刚性板和 FPC	30.8	一期形成 120 RPCB、18 HDI 板; 二期形成 120 RPCB、18 HDI 板	1、刚性 266.47 2、柔性 54.19 3、金属基板 27.30	刚性线路板为主, FPC 为辅, 主要是通信设备及终端
4	深南电路	高端高密 IC 载板产品制造项目 南通深南数通用高速高密度多层 PCB (一期) 项目	17.5	IC 载板 60 高速多层板 30	1、刚性 134 2、封装基板 20.6	通信设备和终端为主要客户
5	生益科技	江苏南通高频高速项目	5	150 高频通信基板及 50 万米商品粘结片	高频板无产能	主要是覆铜板, PCB 客户为华为等通信类
6	胜宏科技	新能源汽车及物联网用线路板厂房二期	10.8	约 140	2016 年产 291	双面板和多层板为主, 消费类电子为主
7	依顿电子	多层印刷线路板项目 HDI 印刷线路板项目	13.1	多层板 110HDI 线路板 45	2016 年产能 325	汽车电子占比较大, 硬板为主
8	崇达技术	小批量 PCB 生产基地(二期)建设项目	7.8	HDI 24、高层板(8 层以上) 24	2015 年产能为 131	小批量板为主
9	明阳电路	九江印刷电路板生产基地扩产建设项目	6.2	60	2016 年为 59.01	产品种类多, 下游应用领域广泛
10	超声电子	高频板、高速板、高端汽车电子板等新型特种 PCB	8	30	2016 年为 91.59	通信设备和终端为主要客户
11	奥士康	高精密印制电路板建设项目、汽车电子印制电路板建设项目	12.6	200	2016 年年产 240	消费类电子和通信设备、计算机为主
12	广东骏亚	高精度多层印刷电路板项目(一期)	3.6	240	2016 年为 196	消费电子、计算机及网络设备、工业控制
13	博敏电子	高端印制电路板产业化建设项目	6	68	2016 年为 173.62	主要为计算机、移动终端为主
14	世运电路	高密度互连积层板、精密多层线路板项目	10.8	200	2016 年产 244	汽车客户为主, 其次是家电, 多层板为主
15	弘信电子	挠性印刷电路板建设项目	6.4	54.72	2016 年 49.54	主要为 FPC
16	兴森科技	无	0	0	2016 年年产 60	小批量板为主, 下游客户广泛
17	超华科技	无	0	0	2016 年年产 218.09	主要业务为铜箔

数据来源: Wind 资讯、财通证券研究所

5、盈利预测和投资建议

5.1 收入保持 20%的复合增速

一般而言从产线投产到完全达产需要较长时间，我们判断公司新增的 200 万平方米产能将在 2021 年完全达产，或在 2018 年底的基础上新增约 60%的产能，不考虑 PCB 单价提高的情况下，我们认为 2020-2021 年收入保持 20%的增速是大概率事件。

表格 6 公司产能释放进度

	主要方向	产品类型	规划产能	投产时间	目前达产情况	信息来源	备注
一期产能	汽车	多层及高密度	100 万平方米	2019 年初	40%	2019 年中报	
二期产能	汽车	多层及高密度	100 万平方米	2020 年 5 月	0%	2019 年中报	目前设备选型顺利
远期产能	汽车/通信	多层及高密度	不详	不详	0%	2019 年中报	收购世茂电子取得与公司相邻的土地为公司未来发展提供空间

数据来源：公司 2019 年中报、财通证券研究所

5.2 整体毛利率将提升至 30%

PCB 企业的毛利率受到 PCB 价格、上游原材料尤其是覆铜板价格和自身产能达产率、自动化情况等多方面的影响。

PCB 价格和覆铜板价格在产能不变的情况下对毛利率影响非常显著，在 PCB 价格和覆铜板价格不变的情况，达产率和自动化程度对毛利率影响显著。

➤ PCB 和覆铜板价格较为关键。

我们进行敏感性测算发现在覆铜板价格保持不变的情况下，PCB 单价上涨 1%毛利率提升 0.8 个百分点，上涨 10%的情况下毛利率提升 7.1 个百分点，其影响程度 3.4 倍于覆铜板价格波动对毛利率的影响。

表格 7 PCB 价格和覆铜板价格敏感度分析

PCB 价格 覆铜板 价格	-10%	-5%	-1%	0%	1%	5%	10%
-10.0%	16.7%	21.1%	24.3%	25.0%	25.8%	28.6%	31.9%
-5.0%	15.4%	19.9%	23.1%	23.9%	24.6%	27.5%	30.8%
-1.0%	14.4%	18.9%	22.2%	23.0%	23.7%	26.6%	30.0%
0.0%	14.1%	18.7%	21.9%	22.7%	23.5%	26.4%	29.8%
1.0%	13.9%	18.4%	21.7%	22.5%	23.3%	26.2%	29.5%
5.0%	12.9%	17.4%	20.8%	21.6%	22.3%	25.3%	28.7%
10.0%	11.6%	16.2%	19.6%	20.4%	21.2%	24.2%	27.6%

数据来源：财通证券研究所

➤ 产能释放对毛利率影响非常显著。

在假设上游原材料和 PCB 本身价格不动的前提下，我们以 2018 年公司产能为基础，分为一期达产 50%、一期全部 100%、二期达产 50%和二期达产 100%，得出结论：毛利率在全部达产后提升 3.3 个百分点至 28.5%。

直接材料会随着产能增长，是强相关关系；

由于公司在 2017 新招聘近 1000 人技术工人，后续随着自动化产线的全面推进，人数不会线性增长，直接人工费用增速会远低于收入增速；

制造费用中有约 25%的比重为固定资产折旧，公司在 2018 年度新增 4.55 亿元的设备，折旧费用会稳定，但其他变动费用比如水电等是强相关，因此总体我们判断其变动幅度会大于直接人工的幅度，但小于直接材料的变动幅度。

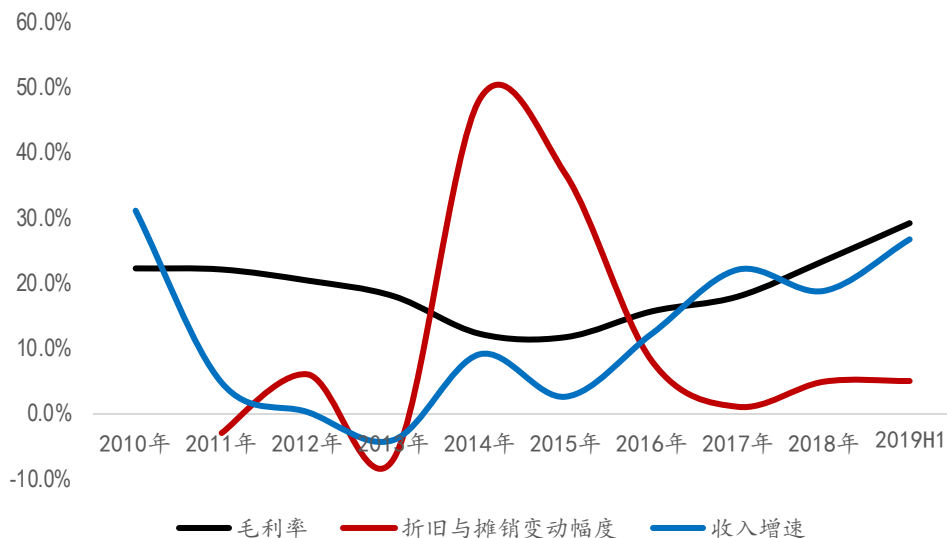
表格 8 产能释放对毛利率影响

	一期达产 50%	一期达产 100%	二期达产 50%	二期达产 100%
收入规模	1.17	1.33	1.50	1.66
收入 yoy	17%	13.7%	12.8%	10.7%
直接材料	0.55	0.63	0.71	0.78
直接人工	0.10	0.11	0.12	0.12
制造费用	0.22	0.24	0.27	0.29
毛利率	25.2%	26.4%	27.5%	28.5%

数据来源：财通证券研究所

沪电股份的毛利率在 9 年时间内经历了较大的波动，从 2013 年 18%跌至 2015 年的 11.7%，主要原因在于其在 2013 年进行了大量的投资，使得固定资产折旧翻倍，由于产能释放需要 5-6 年时间，2016-2019H1 区间随着产能逐步释放，毛利率较低点提升了 17.5 个百分点，沪电股份毛利率的变动历程是对我们上表的可有利佐证。

图表 26 沪电股份 10 年来毛利率变动



数据来源: Wind 资讯、财通证券研究所

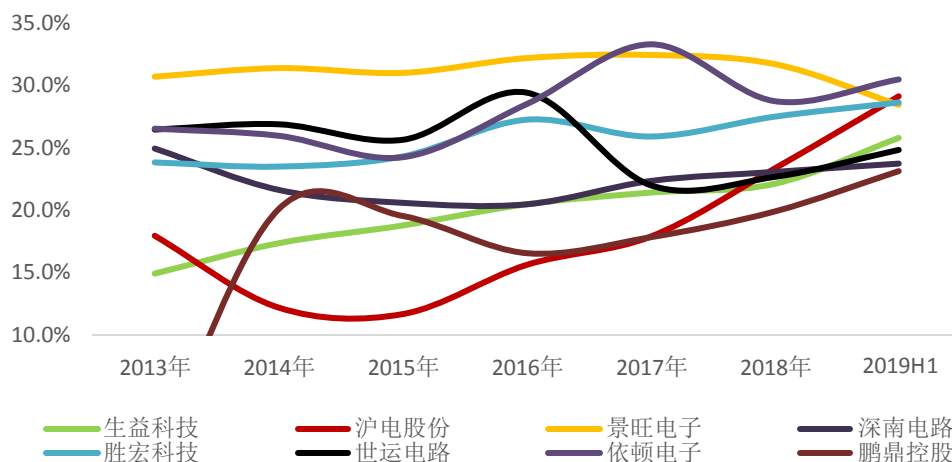
同行毛利率对比

我们再看同行业公司历年的毛利率情况, 扣除生益科技和沪电股份历史极端情况, PCB 企业毛利率大体都在 20-30% 的区间, 其中景旺电子和依顿电子的毛利率维持在 30% 的高位。

我们判断毛利率的高低与其客户结构、自身投资幅度有关, 其中依顿电子汽车客户收入占比较高 (约为 50%), 客户需求变动小导致对研发和投资的需求不大, 鹏鼎控股主要客户是消费电子类巨头, 产品迭代会比较快, 且苹果等巨头对产业链话语权很强势。

世运电路的毛利率在可比公司中属于中间水平偏低的水平, 且在 2017 和 2018 年下降到 22% 的水平, 主要是因为其在 2018 年进行了大量投入且受到上游原材料的上涨所致, 2019 年上半年提升了 3 个百分点。

图表 27 可比 PCB 公司毛利率历年变动



数据来源: Wind 资讯、财通证券研究所

➤ 毛利率大概率会提升到 30%以上

公司在日韩汽车大客户逐步突破, 产品在不断升级, 对应 PCB 价格会呈现向上的趋势; 另公司产能未来 2-3 年处于逐步释放过程, 现有情况下我们仍看不到覆铜板拐头向上的情况。

综上所述我们认为公司毛利率有望在逐步提升, 预计 2021 年总体毛利率会到 30%是大概率是事件。

5.3 收入和毛利率假设

综合 5.1 和 5.2, 结合公司历年产品收入结构和未来布局, 我们认为公司单面和双面板的占比将由 2018 年的 35.1% 迅速衰减到 2021 年的 15.1%, 高密度板和多层线路板产能逐步放量使得 2019、2020 和 2021 年总体收入增速分别为 16.9%、20.2% 和 22.9%。

大客户突破和公司产能逐步释放两个因素使得多层板和高密度板毛利率出现快速提升, 推动总体毛利率快速提升, 我们预计 2019-2021 年总体毛利率分别为 25.8%、28.3% 和 30.8%。

表格 9 收入和毛利率假设

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
单面板 (万元)	10386	7830	7439	7067	6713
yoy	-4.9%	-24.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	12.9%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
双面板 (万元)	73418	66768	60091	54082	48674
yoy	16.2%	-9.1%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	17.9%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
多层板及高密度板 (万元)	107610	137771	180824	237332	311498
yoy	24.0%	28.0%	31.3%	31.3%	31.3%
毛利率	22.7%	22.7%	29.3%	31.3%	33.4%
总收入 (万元)	191414	212369	248354	298481	366886
yoy	19.0%	10.9%	16.9%	20.20%	22.9%
总体毛利率	20.3%	20.5%	25.8%	28.3%	30.8%

数据来源: 财通证券研究所

5.4 估值处于偏低水平

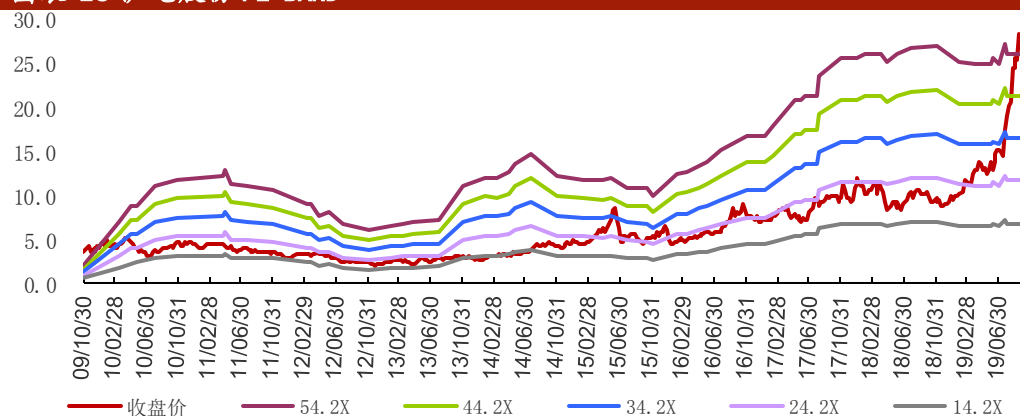
PCB 公司估值经历了较大的波动, 2019 年主要受到沪电股份和生益科技两家公司大幅变动而拉升了整体估值水平, 我们选取沪电股份的历史 PE 变动和未来 3 年 7 家可比公司的估值水平来进行分析。

➢ 沪电股份近 2 年的中枢为 24.2 倍

沪电股份在 2013 和 2014 年都进行了大量投资导致净利率下滑严重, 因此 2017 年之前的 PE 水平不具备参考意义, 关注到其自 2018 年以来动态市盈率中枢为 24.2 倍, 2019 年 4 月后出现了快速拉升目前已超过 44 倍, 我们认为是对其中报业绩的反应 (2019 年 Q2 单季度盈利能力达历史最高水平, 同比增长 155%)。

如按其 Q2 单季度盈利水平年化计算, 目前股价对应 PE 水平为 30 倍左右, 考虑到未来 2 年公司业绩处于较高水平, 根据 Wind 一致预期其业绩增速会下降到 30% 左右的水平, 因此 PEG 接近 1 的水平。

图表 28 沪电股份 PE-BAND



数据来源: Wind 资讯、财通证券研究所

➤ 公司 PE 水平处于行业偏低水平

我们选取可比的 7 家 PCB 上市公司，从 Wind 一致预期来看，10 月 22 日收盘价对应 2019 年 PE 水平在 15.84-48.97 倍之间，龙头公司 2019 年都在 30 倍以上，多数公司 2020、2021 年两年的预测增速在 25-30% 的区间，PEG 水平接近 1。

世运电路目前对应 2019 年估值水平为 20.29 倍，在行业中处于较低水平，考虑到未来 2 年公司或对应 40% 的复合增长率，公司 2019 年 PEG 水平约为 0.5，远低于可以公司。

表格 10 可比上市公司 Wind 一致预期

证券代码	证券简称	10 月 22 收盘价 (元)	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002916.SZ	深南电路	152.31	3.11	4.23	5.25	48.97	36.01	29.01
600183.SH	生益科技	24.9	0.58	0.73	0.89	42.93	34.11	27.98
002463.SZ	沪电股份	24.53	0.64	0.85	1.07	38.33	28.86	22.93
002938.SZ	鹏鼎控股	42.93	1.32	1.6	1.96	32.52	26.83	21.9
603228.SH	景旺电子	46.81	1.66	2.13	2.71	28.20	21.98	17.27
300476.SZ	胜宏科技	15.18	0.64	0.84	1.04	23.72	18.07	14.60
603920.SH	世运电路	15.83	0.78	1.10	1.55	20.29	14.39	10.21
603328.SH	依顿电子	10.93	0.69	0.81	0.91	15.84	13.49	12.01

数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

5.5 给予“买入”评级

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 3.20 亿、4.50 亿、6.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.78 元、1.10 元和 1.55 元，对应 PE 分别为 19.7、14.0 和 9.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 20 元。

6、风险提示

- 6.1 覆铜板行业涨价风险
- 6.2 PCB 行业竞争加剧导致价格战

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,957	2,167	2,535	3,046	3,744	成长性					
减: 营业成本	1,526	1,675	1,880	2,185	2,589	营业收入增长率	19.7%	10.7%	16.9%	20.2%	22.9%
营业税费	9	12	18	21	26	营业利润增长率	-33.2%	42.7%	24.5%	41.2%	40.8%
销售费用	81	91	104	122	150	净利润增长率	-31.7%	25.0%	41.6%	40.7%	40.5%
管理费用	119	85	175	210	258	EBITDA 增长率	-16.7%	35.0%	2.3%	35.2%	37.5%
财务费用	30	-38	-12	-16	-17	EBIT 增长率	-19.3%	34.6%	11.9%	41.6%	41.8%
资产减值损失	-1	5	5	5	5	NOPLAT 增长率	-18.9%	7.3%	40.6%	41.6%	41.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	145.7%	-0.1%	-6.3%	5.1%	2.1%
投资和汇兑收益	17	23	7	7	7	净资产增长率	155.6%	2.1%	7.2%	3.3%	6.3%
营业利润	209	299	372	525	740	利润率					
加: 营业外净收支	4	-29	4	4	4	毛利率	22.1%	22.7%	25.8%	28.3%	30.8%
利润总额	213	270	376	529	744	营业利润率	10.7%	13.8%	14.7%	17.2%	19.8%
减: 所得税	33	45	56	79	112	净利润率	9.2%	10.4%	12.6%	14.8%	16.9%
净利润	181	226	320	450	632	EBITDA/营业收入	16.1%	19.6%	17.1%	19.3%	21.6%
						EBIT/营业收入	12.2%	14.8%	14.2%	16.7%	19.3%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	650	842	988	968	1,123	固定资产周转天数	87	119	130	101	78
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	120	153	96	82	71
应收账款	503	568	629	725	835	流动资产周转天数	293	370	327	300	269
应收票据	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	84	89	85	80	75
预付账款	2	2	21	6	26	存货周转天数	31	35	36	35	34
存货	202	218	293	301	404	总资产周转天数	396	502	474	425	373
其他流动资产	921	543	494	653	563	投资资本周转天数	217	278	230	190	160
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.7%	9.4%	12.5%	17.0%	22.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	6.3%	7.1%	9.2%	12.1%	15.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	29.8%	13.0%	18.3%	27.6%	37.3%
固定资产	488	943	886	826	789	费用率					
在建工程	13	18	74	141	224	销售费用率	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%
无形资产	19	25	28	31	33	管理费用率	6.1%	3.9%	6.9%	6.9%	6.9%
其他非流动资产	64	19	78	54	50	财务费用率	1.5%	-1.8%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产总额	2,863	3,179	3,492	3,705	4,049	三费/营业收入	11.8%	6.4%	10.5%	10.4%	10.4%
短期债务	-	120	51	-	24	偿债能力					
应付账款	398	506	518	672	738	资产负债率	18.2%	24.7%	26.6%	28.5%	30.4%
应付票据	15	-	21	3	25	负债权益比	22.2%	32.9%	36.2%	39.8%	43.7%
其他流动负债	89	143	260	294	343	流动比率	4.54	2.83	2.86	2.74	2.61
长期借款	17	11	-	-	-	速动比率	4.14	2.54	2.51	2.43	2.26
其他非流动负债	1	7	78	85	102	利息保障倍数	7.97	-8.40	-29.47	-32.40	-41.56
负债总额	520	787	927	1,054	1,232	分红指标					
少数股东权益	0	0	0	0	0	DPS(元)	0.45	0.44	0.47	0.89	1.14
股本	402	409	410	410	410	分红比率	102.3%	79.8%	60.7%	80.9%	73.8%
留存收益	1,941	2,029	2,155	2,241	2,407	股息收益率	2.9%	2.8%	3.0%	5.7%	7.3%
股东权益	2,343	2,392	2,565	2,651	2,816	业绩和估值指标					
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.44	0.55	0.78	1.10	1.54
净利润	181	226	320	450	632	BVPS(元)	5.72	5.84	6.26	6.47	6.87
加: 折旧和摊销	76	103	75	78	86	PE(X)	35.5	28.4	20.1	14.2	10.1
资产减值准备	-1	5	5	5	5	PB(X)	2.7	2.7	2.5	2.4	2.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-7.3	19.9	18.2	20.1	10.4
财务费用	38	-27	-12	-16	-17	P/S	3.3	3.0	2.5	2.1	1.7
投资收益	-17	-23	-7	-7	-7	EV/EBITDA	17.9	13.4	12.5	9.2	6.5
少数股东损益	0	0	0	0	0	CAGR(%)	35.5%	41.0%	6.5%	35.5%	41.0%
营运资金的变动	-1,111	442	47	-46	17	PEG	1.0	0.7	3.1	0.4	0.2
经营活动产生现金流量	139	257	427	465	716	ROIC/WACC	2.9	1.2	1.8	2.7	3.6
投资活动产生现金流量	-1,001	-46	-74	-86	-132	REP	1.2	2.7	2.0	1.2	0.9
融资活动产生现金流量	1,190	-29	-207	-399	-428						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

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；
中性：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；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：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；
减持：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。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。