

投资评级 优于大市 首次覆盖

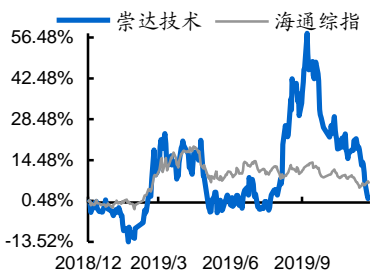
小批量板龙头，5G 通信 PCB 新星

股票数据

11月29日收盘价(元)	15.32
52周股价波动(元)	12.76-23.44
总股本/流通A股(百万股)	885/418
总市值/流通市值(百万元)	13553/6399

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.2	-18.9	-23.8
相对涨幅(%)	-9.2	-18.2	-24.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:张弋

Tel:01050949962

Email:zy12258@htsec.com

证书:S0850518070005

联系人:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@htsec.com

投资要点:

我们相信崇达技术多年的小批量精细化管理能力将助力公司进入大批量市场,未来有望逐步攻克国内外大客户取得更大的营业收入。伴随着5G通信板需求大幅增长,公司有望取得一定市场份额,从而优化公司的产品结构,较大幅度提升公司现有的盈利能力。此外三德冠以及普诺威将为公司拓展FPC以及IC载板新产品,为崇达技术带来增量利润贡献,同时在客户协同上有所帮助。

- **从小批量转向大批量,打开市场空间。**2016年崇达技术收入规模超过22亿元,由于小批量板市场规模较小,崇达技术逐步从“小批量”市场走向“中小批量”市场甚至是“大批量”市场。根据公司招股说明书援引Prismark的估计,小批量板的市场规模约为整个PCB行业市场规模的10-15%左右。我们认为崇达技术若能成功切入“大批量”市场,其潜在的收入空间有望打开。
- **攻克新客户,5G通信市场带来增量营业收入。**2019年,公司进入国内通信设备商中兴通讯供应体系,再添重要合作伙伴。我们预计2020年全球5G基站建设将带动PCB需求约124.8亿元,同比2019年有望增长220%。随着公司5G通信PCB板的出货,我们认为公司的收入和毛利率都有望获益。
- **投资三德冠及普诺威,FPC和IC载板打开新市场。**崇达技术分别于2018年和2019年收购了三德冠以及普诺威电子的股权,目前分别持有两家公司40%股权,正式拉开了公司在FPC和IC载板上的布局。崇达技术还于2019年5月28日设立南通崇达,其将承载公司“半导体元器件制造及技术研发中心”的使命,完成公司PCB全系列产品的覆盖,实现从IC载板跃迁至IC相关产业。若崇达技术能顺利完成对三德冠和普诺威股权的收购,实现对两家企业的控股,我们认为并表后有望带来公司营业收入较大幅度地扩张,同时在客户方面或将实现较好的协同。
- **首次覆盖,给予“优于大市”评级,合理价值区间20.81元-23.97元。**我们预计公司2019-2021年营业收入为38.39亿元(+5%),44.17亿元(+15.1%),59.77亿元(+35.3%);归母净利润分别为5.58亿元(-0.5%),7.97亿元(+42.8%)和10.53亿元(+32.1%);对应EPS分别为0.63元,0.90元和1.19元;按照11月29日收盘价对应2019-2021年PE估值分别为24.29倍,17.01倍和12.87倍;根据可比公司估值表,我们给予公司2019年33-38倍PE,对应合理价值区间为20.81元-23.97元,首次覆盖,给予“优于大市”评级。
- **风险提示:**市场竞争风险,外延并购整合风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3103	3656	3839	4417	5977
(+/-)YoY(%)	38.1%	17.8%	5.0%	15.1%	35.3%
净利润(百万元)	444	561	558	797	1053
(+/-)YoY(%)	18.1%	26.3%	-0.5%	42.8%	32.1%
全面摊薄EPS(元)	0.50	0.63	0.63	0.90	1.19
毛利率(%)	32.6%	32.9%	31.9%	33.6%	33.5%
净资产收益率(%)	17.6%	19.3%	17.1%	20.8%	22.7%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司简介：PCB 小批量板领军企业	5
1.1 三大基地五大工厂，客户数量稳步攀升	5
1.2 营收持续增长，ROE 保持高水平	6
1.3 毛利率及人均产值领先行业，研发持续投入	7
1.4 固定资产大幅增长，研发持续高投入	8
2. 从小批量走向大批量，拓宽市场空间	9
3. 布局核心设备商客户，5G 市场爆发有望拉动业绩增长	11
4. 新的业务：三德冠的 FPC 和普诺威的 IC 载板	13
5. 中标超算订单，迎接计算蓝海市场	15
6. 持续扩张的产能	15
7. 盈利预测及投资建议	16
8. 风险提示	18
财务报表分析和预测	20

图目录

图 1	崇达技术发展历程.....	5
图 2	崇达技术股权结构.....	5
图 3	崇达技术战略布局.....	6
图 4	公司收入和归母净利润走势.....	7
图 5	崇达技术 ROE 水平.....	7
图 6	PCB 行业主要上市公司毛利率水平.....	7
图 7	崇达技术人均产值变化.....	8
图 8	2018 年行业人均产值水平 (万元).....	8
图 9	崇达技术固定资产周转率.....	8
图 10	行业固定资产周转率对比 (次).....	9
图 11	崇达研发费用变化 (百万元).....	9
图 12	崇达技术研发费用率行业对比.....	9
图 13	小批量板所处的阶段.....	10
图 14	DDi corp/Viasystems/TTM 科技的收入及利润情况.....	11
图 15	崇达技术订单数量及均单面积.....	11
图 16	PCB 行业市场规模 (十亿美元).....	12
图 17	全球 PCB 收入分结构占比: FPC 以及 IC 载板.....	13
图 18	普诺威 2018 年客户结构.....	15
图 19	普诺威 2018 年分产品收入.....	15
图 20	崇达技术 PCB 产能情况 (万平方米).....	16

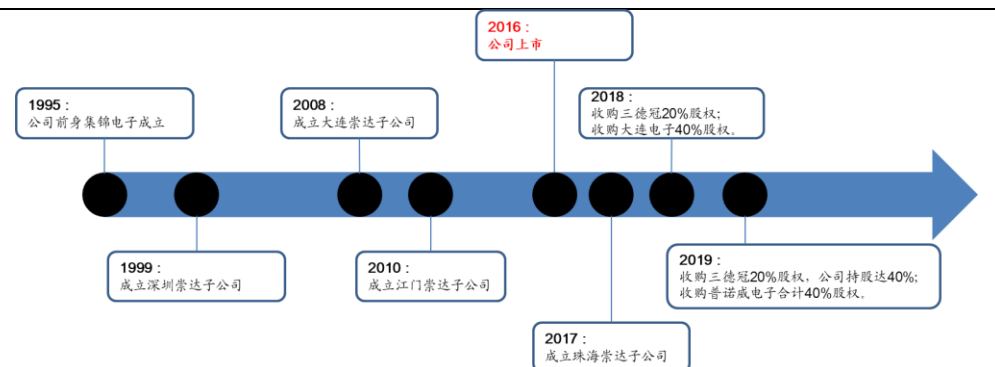
表目录

表 1	五大工厂情况.....	6
表 2	不同国家/地区 PCB 行业产值（百万美元）	10
表 3	崇达技术不同规模订单销售面积占比.....	11
表 4	5G 基站 PCB 市场空间测算.....	12
表 5	通信行业 PCB 主要厂家介绍	13
表 6	PCB 单价对比情况（元/平方米）	13
表 7	全球 FPC 产值（百万美元）	14
表 8	三德冠主要盈利数据	14
表 9	普诺威主要盈利数据	15
表 10	崇达技术近年来扩产计划.....	16
表 11	崇达技术盈利预测简表	17
表 12	可比公司估值表	19

1. 公司简介: PCB 小批量板领军企业

崇达技术于 1995 年成立于深圳, 目前公司主营业务为印制电路板的研发、生产和销售。主要产品类型覆盖双面板、高多层板、HDI 板、厚铜板、背板、软硬结合板、埋容板、立体板、铝基板、高频板等, 产品广泛应用于通信设备、工业控制、医疗仪器、安防电子和航空航天等高科技工业领域, 2019 年上半年公司有 70% 左右的产品外销到美洲、欧洲、日本、亚太 (除中国) 等国家和地区。截止至 2019 年 6 月 30 日, 公司拥有有效知识产权数量 282 项, 其中有效发明专利 213 项。

图1 崇达技术发展历程

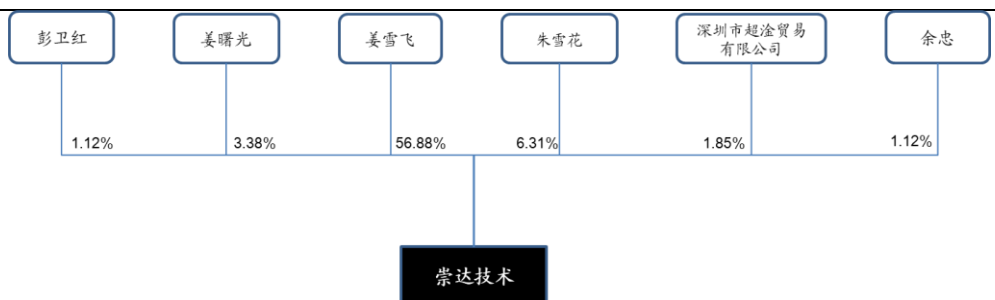


资料来源: 招股说明书, 20170906 公告, 2018 年报, 2019 半年报, 20190717 公告, Wind, 海通证券研究所

崇达技术分别在 1999 年、2008 年和 2010 年成立了三个主要的子公司: 深圳崇达、大连崇达和江门崇达。2016 年公司登陆中小板, 募集资金约 8.16 亿元。2017 年公司继续将业务拓展到珠海, 2018 年至 2019 年分别收购了三德冠 40% 股权, 大连电子 40% 股权以及普诺威 40% 股权。

截止至 2019 年三季报, 公司大股东姜雪飞持股比例为 56.88%, 朱雪花持股比例为 6.31%, 姜曙光持股比例为 3.38%, 深圳超淦贸易持股比例 1.85%, 余忠持股比例为 1.12%。姜雪飞先生与朱雪花女士为夫妻关系, 合计持股 63.19%, 为公司的控股股东、实际控制人; 姜曙光先生与姜雪飞先生为兄弟关系。姜雪飞任董事长兼总经理, 姜曙光为公司副总经理, 余忠为公司的董事、董事会秘书。

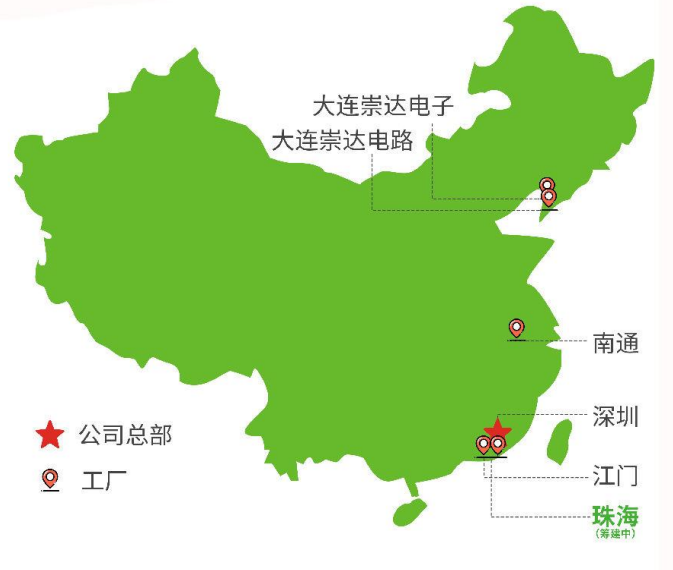
图2 崇达技术股权结构



资料来源: 2019 年三季报, 海通证券研究所

1.1 三大基地五大工厂, 客户数量稳步攀升

崇达技术在深圳、江门、大连拥有五座现代化工厂, 同时正在筹建珠海及南通生产基地。公司早期定位于小批量印制电路板市场, 秉持“成长为世界一流的线路板服务企业”的企业愿景, 不断提高公司的自主创新能力, 优化内部服务生产流程。经过了 20 多年的发展, 崇达技术完成了“三大基地、五大工厂”专业化生产的新布局, 实现了各厂区的分工合作, 一站式满足客户快速交货的需求, 以客户为中心, 以市场为导向。

图3 崇达技术战略布局


资料来源：公司官网，海通证券研究所

深圳工厂主要产品应用在通信设备和服务器存储上；大连电路主要从事工业控制和安防电子领域；大连电子主要从事单面板业务；江门一厂主要生产汽车电子产品；江门二厂主要生产通信设备板、HDI板等。

表1 五大工厂情况

项目	厂房面积 (平方米)	主要领域
深圳工厂	35000	通信设备, 服务器存储
大连电路	40000	工业控制、安防电子
大连电子	40000	单面板
江门一厂	48000	汽车电子
江门二厂	未公开披露	通信设备、工业 HDI、消费 HDI 等

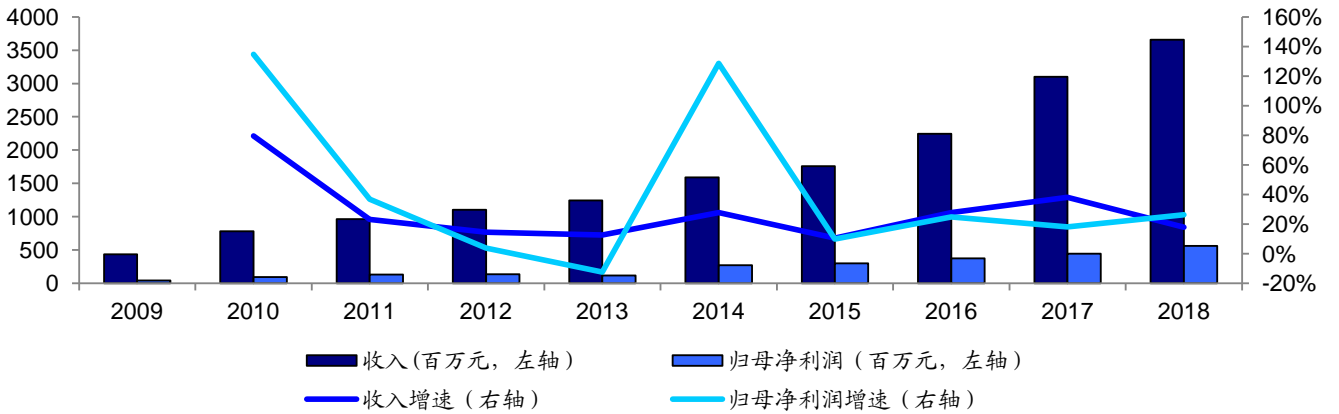
资料来源：公司官网，20190918 投资者关系活动记录表，海通证券研究所

在工厂扩张的同时，公司近年来持续积累客户数量，截至 2019 半年报，公司客户储备数量超过 1000 家，遍及全球 50 多个国家和地区，主要分布在通信设备、工业控制、汽车电子、医疗仪器、安防电子、航空航天等行业。

1.2 营收持续增长，ROE 保持高水平

自 2009 年以来崇达技术营业收入持续稳定增长，从 2009 年营业收入 4.36 亿元增长到了 2018 年的 36.56 亿元。同时公司的归母净利润也随着收入持续增长，除去 2013 年公司归母净利润略有下滑之外，其他年份都保持着正增长，而且大部分年份增速都超过了两位数。

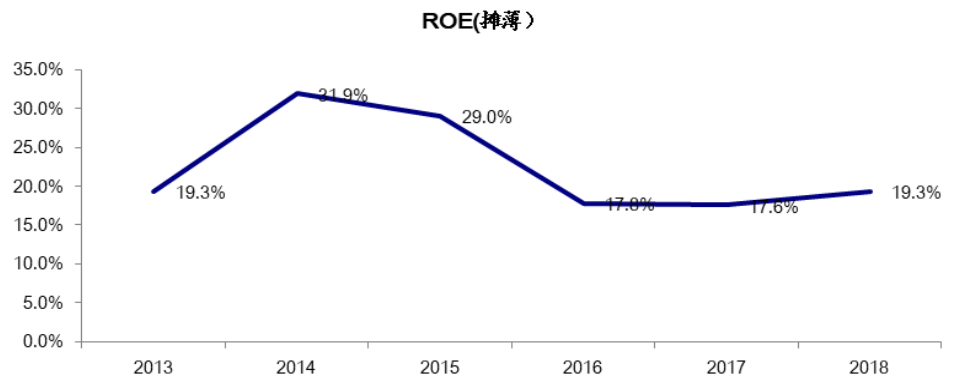
图4 公司收入和归母净利润走势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司 ROE 保持较高水平, 近年来均在 15% 以上。2016 年上市后由于募资带来所有者权益增加, ROE 有所下降, 2018 年公司的 ROE 逐渐恢复到 19.3%, 但离 2014 年的高点还有差距。

图5 崇达技术 ROE 水平

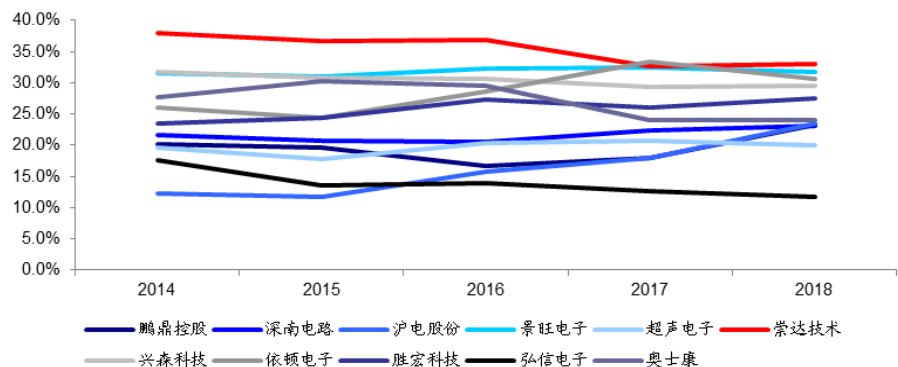


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.3 毛利率及人均产值领先行业, 研发持续投入

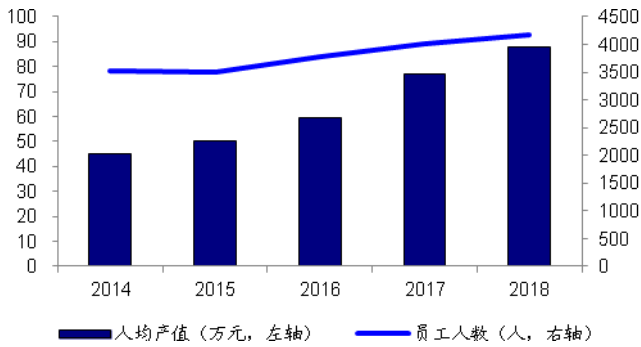
与同行业其他公司对比, 崇达技术多年以来毛利率均处于行业较高位置。从图 6 中可以看到, 2014 年-2018 年中, 崇达技术的毛利率仅 2017 年略低于依顿电子, 其余年份公司的毛利率都处于第一的水平。

图6 PCB 行业主要上市公司毛利率水平

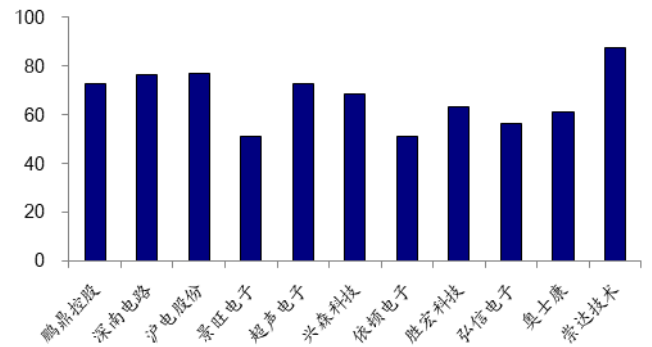


资料来源: Wind, 海通证券研究所

此外崇达技术在人均产值方面保持着领先地位。公司通过与 IBM、ORACLE 的合作，建立了行业领先的 ERP 系统和智能的柔性生产线，2014 年至 2018 年公司总员工数从 3518 人增加到了 4165 人，增幅仅 18%。

图7 崇达技术人均产值变化


资料来源: Wind, 海通证券研究所

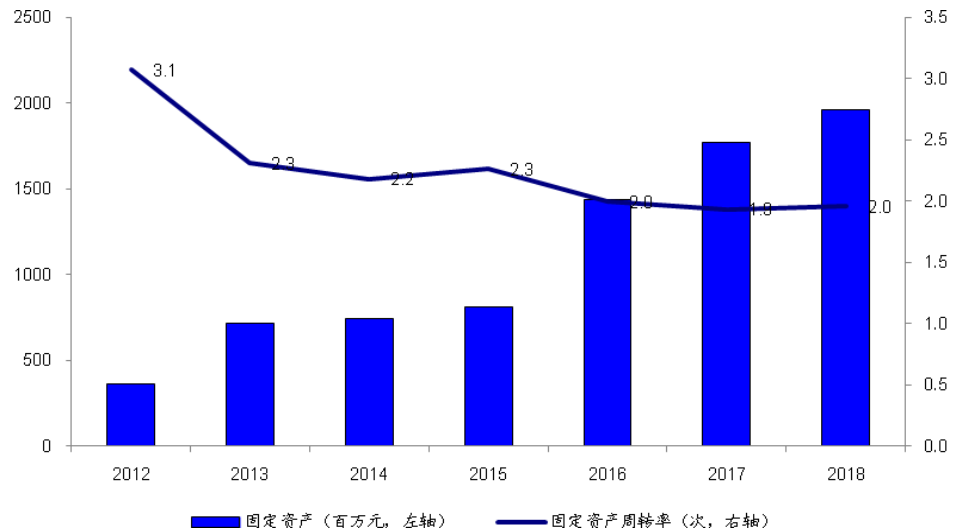
图8 2018年行业人均产值水平(万元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司在生产流程的优化与自动化改造助力公司在人均产值上持续稳步增长，2018年的人均产值达到 88 万元，在国内上市的主要 PCB 企业里排名第一。

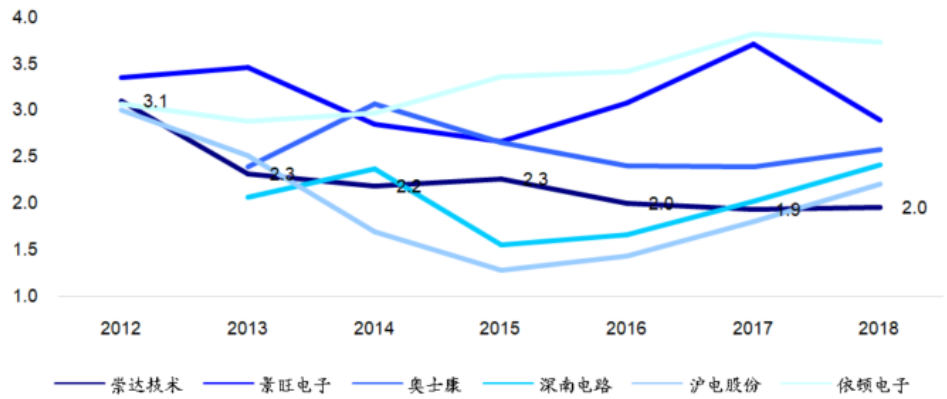
1.4 固定资产大幅增长，研发持续高投入

2013 年江门崇达子公司开始投产，2016 年崇达技术在江门、大连、深圳均有大额投资，因此公司的固定资产有大比例增长。同时 2017 年和 2018 年公司的固定资产还在持续提升。崇达技术的固定资产周转率于 2013 年起降至 2.0 次上下的水平，我们相信随着新设备及厂房利用率提升，以及公司介入高附加值的产品领域，公司的固定资产周转率有望逐渐回升。

图9 崇达技术固定资产周转率


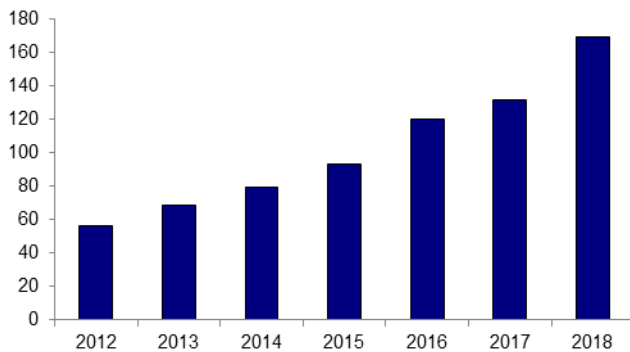
资料来源: Wind, 海通证券研究所

崇达技术的固定资产周转率相对行业来说也处于较低水平。公司在 2013 年和 2016 年固定资产周转率下降幅度较大。对比 2012 年固定资产 3.60 亿元，2013 年固定资产为 7.19 亿元，增长率为 99.71%，主要系 2013 年江门崇达一期项目新增投入 9567.75 万元，并于下半年由在建工程转入固定资产 2.79 亿元。公司在 2016 年建设性投资达到 7.21 亿元，同比增长 68.9%，固定资产增长率为 77.28%。

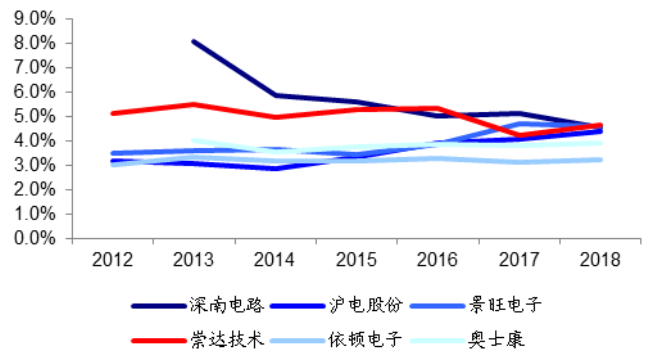
图10 行业固定资产周转率对比 (次)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

未来随着公司整体产能利用率的提升,以及高附加值产品占比逐渐增加,我们认为崇达技术的固定资产周转率有望逐渐向行业水平靠拢。

图11 崇达研发费用变化 (百万元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 崇达技术研发费用率行业对比


资料来源: Wind, 海通证券研究所

崇达技术自成立以来,一贯重视研发投入。公司的研发费用逐年均稳步增长。在研发费用率上,崇达技术与深南电路在大部分年份均处于行业领先地位。

2. 从小批量走向大批量, 拓宽市场空间

印制电路板作为电子设备的基础组件,被誉为“电子产品之母”。PCB行业属于电子信息产品制造的基础产业,与宏观经济周期相关性较高。根据依顿电子2018年半年报数据显示经过几十年的发展,PCB行业已成为全球性大行业,PCB产业产值占电子元件产业总产值10%以上,是电子元件细分产业中比重最大的产业。目前全球印制电路板制造企业主要分布在中国大陆、中国台湾地区、日本、韩国、东南亚、美国 and 欧洲等区域。

根据公司2018年报援引Prismark统计,2018年全球PCB产值达到624亿美元,同比增长6%。其中,中国大陆PCB产值受益于PCB产能持续转移,同比增长10%,达到327亿美元。印刷线路板行业的景气程度与宏观经济及电子信息产业的整体发展状况存在较为紧密的联系,根据依顿电子2019半年报显示,在宏观经济向好的年度,印刷线路板行业的景气程度亦较高。我国已成为全球印刷线路板的主要生产基地,国内印刷线路板行业受全球经济环境变化的影响日趋明显。

表 2 不同国家/地区 PCB 行业产值 (百万美元)

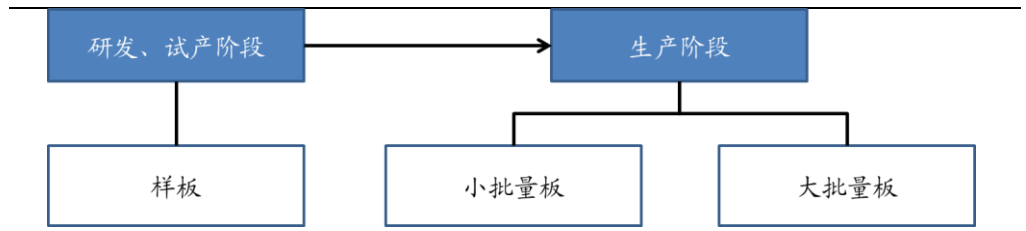
	2018 产值	2019E		2018-2023 (预测) CAGR
		增长率	产值	
美国	2817	-0.1%	2814	1.0%
欧洲	2016	-0.6%	2004	1.2%
日本	5439	0.1%	5446	1.4%
中国	32702	-1.3%	32266	4.4%
亚洲 (日本、中国除外)	19424	-3.1%	18812	3.7%
合计	62396	-1.7%	61342	3.7%

资料来源: 深南电路 2019 年半年报, Prismark 2019Q1, 海通证券研究所

印制电路板行业的下游应用领域较为广泛, 尤其随着近年来下游行业更趋多元化, 印刷电路板受单一行业影响较小, 因此印制电路板行业的周期性主要体现为随着宏观经济的波动而波动。2019 年宏观经济景气度下降, 同时叠加中美贸易摩擦的不确定性, 2019 年 PCB 产业增速存在一定波动性, 但中长期增长趋势不变。根据奥士康 2019 年半年报援引 Prismark 预测, 2018 年-2023 年全球 PCB 产值年复合增长率约 3.7%, 中国大陆复合增长速度将达到 4.4%, 中国大陆 PCB 仍将保持较快增长。崇达技术上市时主营业务为小批量板的生产与销售, 国际上将小批量板行业定义为多品种、小批量、短交期。行业特点包括:

- 应用领域广;
- 订单数量多;
- 交货期限短;
- 议价能力强;
- 品质要求高。

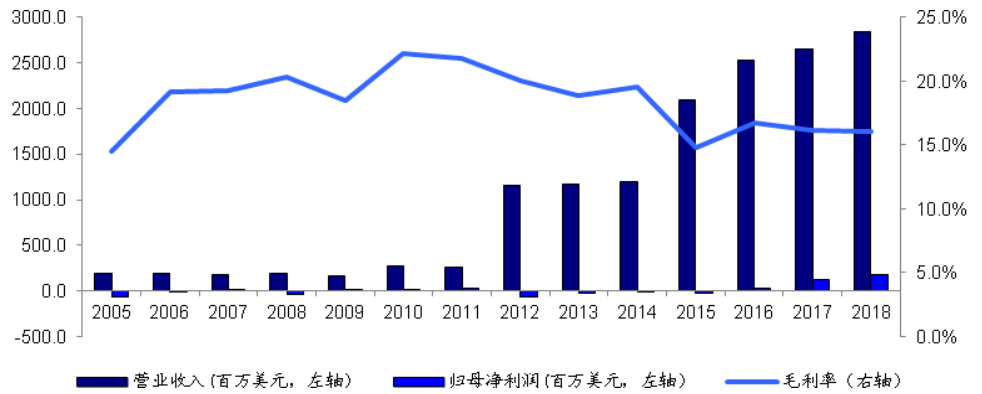
图 13 小批量板所处的阶段



资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

小批量板的订单面积一般在 50 平方米以下, 平均订单面积在 10 平方米左右, 根据公司招股说明书援引 Prismark 的估计, 小批量板的市场规模约为整个 PCB 行业市场规模的 10-15% 左右。

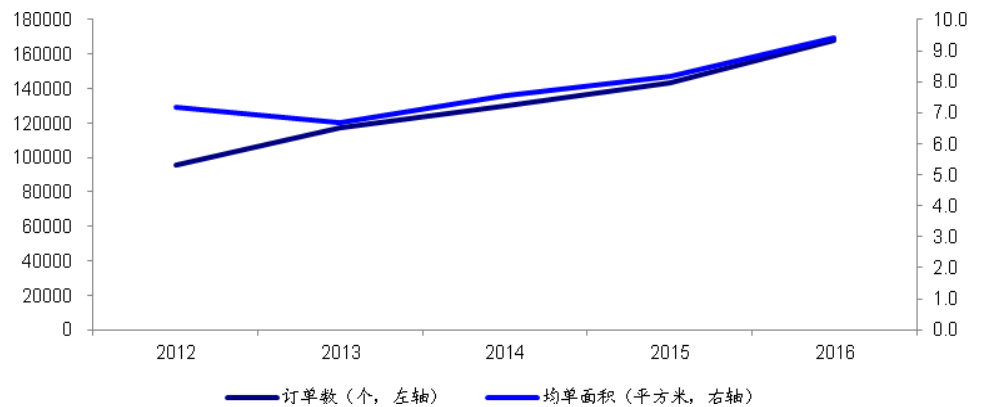
崇达技术自 2016 年成长为全球领先的小批量 PCB 企业, 其主要竞争对手 DDi Corp 被 Viasystems 收购, 后 Viasystems 又被 TTM 科技收购。DDi Corp 以及 Viasystems 的毛利率主要维持在 20% 左右, 而 TTM 科技的毛利率则降到了 15% 左右, 均较大幅度低于崇达技术的毛利率情况, 同时海外 PCB 公司的盈利能力也较差, 在 TTM 科技收购之前, DDi Corp 和 Viasystems 归母净利润多年都为负数。

图14 DDi corp/Viasystems/TTM 科技的收入及利润情况


资料来源：DDi corp/Viasystem/TTM 2005-2018 年报，海通证券研究所；

注：2005-2011 为 DDi corp 数据，2012-2014 为 Viasystems 数据，2015-2018 为 TTM 科技数据

2016 年崇达技术收入规模超过 22 亿元，由于小批量板市场规模较小，出于公司发展需要，崇达技术也逐步从“小批量”市场走向“中小批量”市场甚至是“大批量”市场。2016 年公司均单面积达到 9.4 平方米/单，较 2015 年增长 20%。

图15 崇达技术订单数量及均单面积


资料来源：招股说明书、2016 年报，海通证券研究所

从销售面积上看，公司的大批量板/中大批量板的订单面积占比也在不断攀升。2012 年-2015 年，公司披露的 50 平方米以上大批量板订单销售面积占比从 39.3%提升到了 42.1%。2017 年-2019 年，公司披露了 20 平方米以上中大批量板的销售面积占比，该指标从 67.3%提升到了 2018 年的 70%，2019 年上半年中大批量订单面积占比略微下滑到了 68.8%。我们注意到 2019 年上半年，在中美贸易摩擦以及全球经济增长放缓背景下，公司出口收入同比去年下滑了 2.13%；然而内销部分收入增长 18.7%。我们相信随着贸易摩擦的边际影响逐渐减弱，公司中大批量订单销售面积占比还有望继续提升。

表 3 崇达技术不同规模订单销售面积占比

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 上半年
20 平米以下						32.7%	30.0%	31.2%
20 平米以上						67.3%	70.0%	68.8%
50 平米以下	60.7%	61.2%	57.6%	57.9%	61.5%			
50 平米以上	39.3%	38.8%	42.4%	42.1%	38.5%			

资料来源：招股说明书，2017-2018 年报，2019 年半年报，海通证券研究所

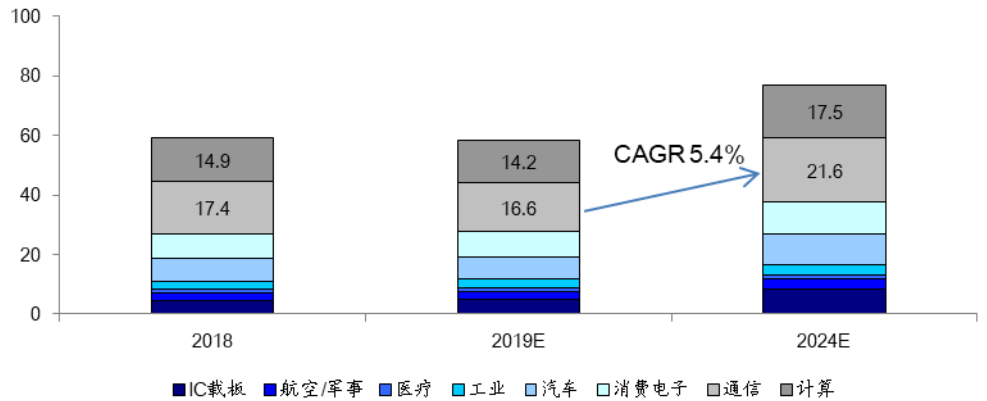
3. 布局核心设备商客户，5G 市场爆发有望拉动业绩增长

崇达技术于 2018 年开始披露公司 5G 方面的合作客户，其中 2018 年年报中披露的主要合作客户有烽火通信、普天、康普、Calix、SIAE 等，2019 年，公司进入国内通信

设备商中兴通讯供应体系，再添重要合作伙伴。目前公司量产供应的是 5G 基站主板，当前深圳工厂基本能满足 5G 产能需求，此外公司也在江门二期预留了部分产能，根据实际订单情况，公司也计划在珠海工厂做相应产能规划。

根据 AT&S 在 Prismark 和 Yole 的基础上做出的预测，2019 年到 2024 年，通信行业作为 PCB 最大的一个应用场景，其 PCB 需求量将从 166 亿美元增长到 216 亿美元，年复合增速达到 5.4%，通信行业将持续成为 PCB 用量最大的领域。

图16 PCB 行业市场规模 (十亿美元)



资料来源：AT&S 2019 IR Presentation, Prismark 201906, Yole 201905, 海通证券研究所

2019 年是 5G 建设的元年，我们判断 2020 年有望迎来 5G 基站的大规模建设。基站数量大幅增加，将成倍增加基站设备商对 PCB 板的需求量。根据我们在《2019 年度策略：迎接 5G 新时代、步入景气新周期》里的假设，2019 年-2021 年我们预计国内将分别建设 15 万站、60 万站和 100 万站的 5G 基站。根据前述内容，PCB 占电子元器件行业 10% 左右的市场，由于基站还包含非电子元器件部分，假设 PCB 占基站成本比重在 6.5% 左右，我们预计 5G 基站建设将带动 2020 年 PCB 需求约 62.4 亿元，同比 2019 年有望增长 220%。同时 2021 年有望成为 5G 基站需求的高峰期，5G 基站 PCB 市场空间或将达到 88.4 亿元。若假设全球市场是国内的 2 倍，那么全球 5G 基站 PCB 市场在高峰期 2021 年有望达到超过 170 亿元。

表 4 5G 基站 PCB 市场空间测算

	2019E	2020E	2021E	2022E
当年新建 5G 基站 (站)	150000	600000	1000000	1000000
基站设备价格 (元)	200000	160000	136000	129200
单基站 PCB 价值 (元)	13000	10400	8840	8398
5G 需求量 (亿元)	19.5	62.4	88.4	84.0
增速		220%	42%	-5%
全球 5G 需求量 (亿元)	39	124.8	176.8	168

资料来源：海通证券研究所

注：随着共建共享的推进，我们判断 2020 年 5G 建站数量有一定概率超预期。

目前国内主要从事通信行业 PCB 的厂家有深南电路、沪电股份、东山精密 (Multek)、方正科技、景旺电子、奥士康和崇达技术等。

表 5 通信行业 PCB 主要厂家介绍

	主要合作客户	业务介绍
深南电路	华为、中兴、三星、诺基亚等	2019 上半年, 5G PCB 逐步进入批量阶段。
沪电股份	华为、诺基亚等	2019 上半年, 5G 产品已向全球主要通讯设备产商批量供货。
东山精密	未披露	2017 年第一大客户为 Flex, 其他客户占比均小于 10%。
方正科技	华为、中兴	
景旺电子	未披露	2019 半年报: 已经向战略客户批量供应 5G 基础设施方面相关产品
奥士康	未披露	2018 年 10 月, 与华为已经开始商务洽谈; 2019 年 3 月, 尚未开始生产 5G 产品。公司投资的肇庆奥士康科技产业园项目, 其中包含高端通讯 5G 网络产品。
崇达技术	中兴通讯	已经成为 5G 大客户的供应商, 目前量产的是 5G 基站主板, 深圳工厂基本满足目前产能需求, 另外在江门二期也预留了产能

资料来源: 深南电路、沪电股份、方正科技、景旺电子 2019 年半年报, 深交所互动易平台, 奥士康 2019 年半年报, 崇达技术 20190820 投资者关系记录, 东山精密 201806 重大资产购买报告书 (草案), 海通证券研究所

崇达技术目前已经成为 5G 大客户的供应商, 量产供应的 5G 基站主板产品拥有多数量埋铜块, 多组背钻和超大尺寸等技术难点, 我们估计其单价有望高于公司现有产品。

表 6 PCB 单价对比情况 (元/平方米)

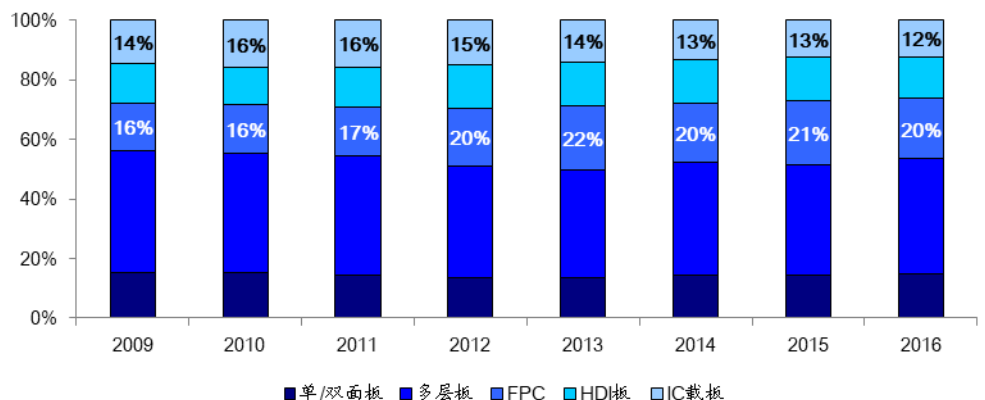
	2014	2015	2016	2017	2018
崇达技术	1574	1524	1387	1251	1207
: 中低端板	1126	1118	1018		
: 高端板	2183	2084	1977		
深南电路	3123	3084	2720	2842	

资料来源: 崇达技术招股说明书, 深南电路招股说明书, 崇达技术可转债 2019 年跟踪信用评级报告, 海通证券研究所
注: 2017 年深南电路单价为 2017 年上半年数据

我们将崇达技术产品的均价与深南电路做对比, 可以看到历史上崇达技术的高端板均价仍然低于深南电路。因此若崇达技术在通信客户上的收入能够达到一定规模, 我们判断公司的销售单价有望得到提升, 从而提升公司毛利率。因此我们认为随着公司 5G 通信 PCB 板的出货, 公司的收入和毛利率都有望获益。

4. 新的业务: 三德冠的 FPC 和普诺威的 IC 载板

崇达技术分别于 2018 年和 2019 年收购了三德冠以及普诺威电子的股权, 至今分别持有两家公司 40% 股权, 正式开启了公司在 FPC 和 IC 载板上的布局, 我们认为未来有望打开崇达技术的市场空间。

图17 全球 PCB 收入分结构占比: FPC 以及 IC 载板


资料来源: 深南电路招股说明书, Prismark, 海通证券研究所

参考图 17, 全球 PCB 市场的产品结构中, FPC 占比大约为 20%, IC 载板占比大

约为 12%，与此前崇达技术所在的小批量板市场相比，我们认为新产品有望大幅增加崇达技术的潜在市场空间。

表 7 全球 FPC 产值 (百万美元)

	2016	2017	2018E	2018 预计增速
日本	935	954	981	2.8%
韩国	1757	2253	2269	0.7%
中国大陆	4632	5057	5203	2.9%
中国台湾	1520	1793	1848	3.1%
其他	1655	2047	2114	3.3%
美洲	240	251	255	1.6%
欧洲	163	168	172	2.4%
合计	10901	12523	12842	2.5%

资料来源：嘉联益 201903 法说会，Prismark201803，海通证券研究所

根据嘉联益援引 Prismark 2018 年 3 月的数据，全球 FPC 产值于 2018 年预计达到 128.42 亿美元，同比 2017 年增长 2.5%。中国大陆地区 2018 年预计实现产值 52 亿美元，同比 2017 年增长 2.9%，高于行业增速，同时占全球市场份额将达到 40.5%。

崇达技术于 2018 年 7 月以 1.8 亿元价格收购三德冠 20% 股权，同时在补充协议中约定三德冠附带条件成就后继续收购其 40% 股权。其中收购价格锁定为 100% 股权估值对应 9 亿元人民币，并约定崇达技术可以提高收购比例，股权转让方需要无条件配合并积极配合。2019 年 4 月，崇达技术董事会审议通过议案，继续收购三德冠 20% 股权。截止至本报告日，崇达技术持有三德冠 40% 股权。三德冠成立于 2003 年，是国内领先的挠性电路板制造商和服务供应商，面向全球客户提供挠性电路板产品和服务，产品主要应用于手机、平板电脑、笔记本电脑和汽车等领域。三德冠主要客户有京东方、深天马、华星光电等优质客户，间接为华为消费终端供货，目前在导入三星的部分订单。同时三德冠已经向深圳柔宇科技、北京维信诺供应折叠手机 FPC 产品。我们认为崇达技术此次收购不仅实现了产品种类扩张，还有望在客户上获得协同。未来若实现对三德冠的实际控制，并表后有望较大幅度提升上市公司的营业收入水平和归母净利润水平。

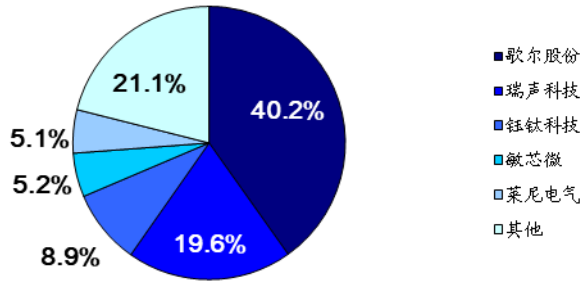
表 8 三德冠主要盈利数据

	2017	2018	2019H1
收入 (百万元)	746.5	1329.3	581.8
YoY		78.1%	18.4%
净利润 (百万元)	50.4	155.2	76.3
YoY		207.7%	52.7%

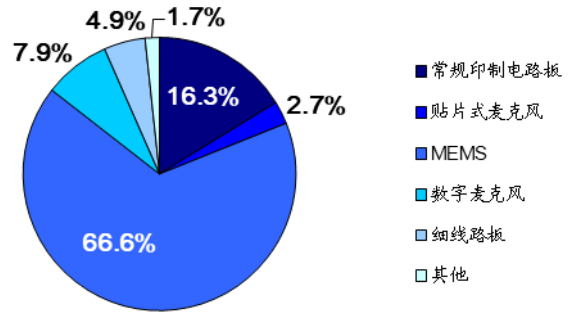
资料来源：崇达技术 20180703 公告，2018 年报，2019 半年报，Wind，海通证券研究所

2018 年三德冠收入达到约 13.3 亿元，同比增长 78.1%，净利润增速超过 200%。2019 年上半年三德冠订单需求旺盛，收入增长受限于产能不足，增速仅有 18.4%，净利润增长达到了 52.7%。

2019 年 5 月 29 日崇达技术与石河子市同威鑫泰签署了江苏普诺威电子的股权转让协议，崇达技术以自有资金约 8224 万元收购同威鑫泰持有的江苏普诺威电子 35% 股权。2019 年 6 月 25 日，崇达技术继续收购了普诺威 5% 股权。截止至本报告发布日，崇达技术共持有普诺威 40% 股权，同时公司表示将争取在今年年底前完成对普诺威的控股。普诺威成立于 2004 年，主要产品包括 IC 载板、内埋器件系列封装载板、贴片式麦克风印制电路板及其他印制电路板产品，拥有半蚀刻技术、平面埋电阻电容技术、立体器件埋入技术、电泳工艺应用技术等核心技术。普诺威的直接客户包括歌尔股份、瑞声科技、钰钛科技、敏芯微电子等国内知名电子元器件企业，间接客户包括苹果、华为、小米、OPPO、VIVO、三星、魅族、联想等消费类电子、终端企业。

图18 普诺威 2018 年客户结构


资料来源：普诺威 2018 年年报，海通证券研究所

图19 普诺威 2018 年分产品收入


资料来源：普诺威 2018 年年报，海通证券研究所

2018 年普诺威第一大客户为歌尔股份，其销售收入占比为 40.2%，瑞声科技为另一家超过 10% 收入占比的客户。普诺威主力产品线为 MEMS MIC 封装载板，2018 年占整体收入比例为 66.6%，该产品主要应用于智能手机、PAD 产品、智能音箱行业、TWS 无线蓝牙耳机等。

表 9 普诺威主要盈利数据

	2016	2017	2018
收入 (百万元)	147.8	193.7	204.2
YoY		31.1%	5.4%
净利润 (百万元)	-17.5	14.0	15.4
YoY		扭亏	10.2%

资料来源：Wind，海通证券研究所

2018 年普诺威实现营业收入超过 2 亿元，同比增长 5.4%。实现净利润超过 1500 万元，同比增长 10.2%。

崇达技术还于 2019 年 5 月 28 日设立南通崇达，其将承载公司“半导体元器件制造及技术研发中心”的使命，完成公司 PCB 全系列产品的覆盖，实现从 IC 载板跃迁至 IC 相关产业。后续若崇达技术能顺利完成对三德冠和普诺威股权的收购，实现对两家企业的控股，我们认为崇达技术将迅速完成对 FPC 以及 IC 载板的布局，并表后有望带来公司营业收入较大幅度地增长，同时在客户方面或将实现较好的协同。

5. 中标超算订单，迎接计算蓝海市场

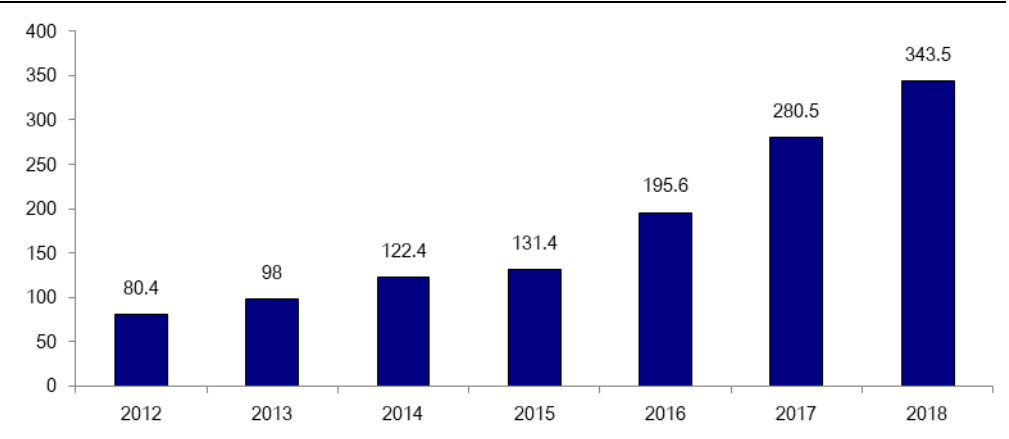
超级计算是指超级计算机及有效应用的总称，用计算机去研究、设计产品及支持复杂的决策。超算可以提供国家高科技领域和尖端技术研究需要的运算速度和存储容量。

2019 年华为全联接大会上，副董事长胡厚崑发表演讲，其表示未来五年计算产业将达到 2 万亿美元的市场规模，华为将坚定不移地投入计算产业。2019 年 7 月 28 日，华为首个鲲鹏生态基地及超算中心正式落户厦门，该超算中心依托华为自主研发的产品和服务能力，采用以华为鲲鹏 CPU 为核心的泰山服务器，项目预计总规模达到 15 亿元左右。我们认为未来随着 5G、AI 技术的推进，超算 PCB 的需求有望持续提升。

公司今年上半年已经完成超算产品的交付，产品的毛利率和良率皆处于同行较高水平。下半年将继续加大超算产品的研发投入，为未来的超算产品升级做技术储备。

6. 持续扩张的产能

崇达技术逐步打造公司三大基地五大工厂，带来了公司产能的不断扩张。公司 PCB 产能自 2012 年 80.4 万平方米增长到了 2018 年的 343.5 万平方米。

图20 崇达技术 PCB 产能情况 (万平方米)


资料来源：崇达技术招股说明书，崇达技术可转债 2019 年跟踪信用评级报告，海通证券研究所

为了顺应产业发展，公司实施募投项目，不断扩充产能。崇达技术通过 IPO 募投、发行可转债进一步提高成长天花板。公司通过改扩建及新建生产线等方式，产能规模持续扩大，2019 年上半年，公司生产和销售 PCB 的面积分别为 132.98 万平方米、138.50 万平米，产销率达到 104.15%。

表 10 崇达技术近年来扩产计划

项目	具体进程
IPO 项目	江门崇达二期：投入资金 75961 万元，2019 年产能已经释放。
可转债项目	江门崇达技改：2019 年上半年实现效益 1511.55 万元。
	大连崇达技改：2019 年上半年实现效益 615.63 万元。
其他	珠海崇达工业园：建设年产 640 万平米 PCB 项目的珠海崇达工业园，项目分三期建设，第一期投资 10 亿元，已于 2018 年三季度动工建设，建设周期约为两年。
	南通崇达：公司拟通过招拍挂程序获得相关土地使用权的形式建设“半导体元器件制造及技术研发中心”项目，目前南通崇达已经完成设立登记，注册资本为 2.1 亿元。

资料来源：2018 年年报，2019 年半年报，20190528 公告，20190618 公告，海通证券研究所

随着江门崇达二期项目产能利用率逐渐提升，同时江门崇达以及大连崇达的技改项目持续进行，我们判断崇达技术原本内生业务的销售收入也有望继续增长。同时公司的珠海崇达工业园第一期已经动工建设，南通崇达也已经设立，未来公司的产能有望持续大幅扩张。

7. 盈利预测及投资建议

崇达技术从小批量板逐渐向大批量板扩张自身业务，同时在 5G 通信、超算等领域拓展新的销售机会，此外外延扩张布局也有望助力崇达技术进一步打开自身的市场空间。凭借公司自身的高盈利能力，以及精细化管理能力，我们认为崇达技术非常有机会在新客户、新市场、新产品中取得不错的成绩。我们判断未来驱动公司业绩增长的主要因子有：1) 产能释放配合 5G 通信市场爆发；2) 外延并购。

公司产能持续提升，叠加 5G 市场放量。我们在前文中对 5G 通信板市场做了预测，2020 年国内 5G 通信板市场需求有望达到约 62.4 亿元，同比增长约 220%。江门崇达二期的产能于 2019 年达产，我们预计 2020 年崇达二期产能利用率有望同比提升，此外江门崇达、大连崇达的技改项目还在推进过程中，2020 年崇达技术的实际产能有望继续增长，叠加 5G 市场需求放量，5G 通信板往往单价较高，我们认为崇达技术的新产能释放有望推动公司的营业收入及归母净利润增长。

收购控股三德冠和普诺威有望带来合并报表营业收入和净利润增长。崇达技术原计划在条件达成后继续收购三德冠股权，以达到控股 60% 的水平。同时公司也表示将争取

年底前完成对普诺威的控股。2020 年从合并报表层面来看,公司的营业收入有望取得较大幅度的提升,同时归母净利润也将受益于公司对三德冠以及普诺威持股比例的提升。本报告中为避免合并报表的复杂过程,暂且将三德冠和普诺威的利润贡献均计入投资收益。

基于以上判断,我们对公司做出简要盈利预测如下:

表 11 崇达技术盈利预测简表

	2018	2019E	2020E	2021E
PCB 收入 (百万元)	3505	3680	4251	5803
YoY		5%	16%	37%
销售面积 (百万平方米)	2.9	2.9	3.19	4.15
YOY	22%	0%	10%	30%
单价 (元/平方米)	1207	1268	1331	1398
YOY	-3%	5%	5%	5%
毛利率	30.1%	29%	31%	31.5%
毛利(百万元)	1054	1067	1318	1828
其他收入 (百万元)	151	158	166	175
毛利率	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%
毛利 (百万元)	150	157	165	173
总收入 (百万元)	3656	3839	4417	5977
YOY		5%	15.1%	35.3%
总毛利 (百万元)	1204	1225	1483	2001
YOY		1.7%	21.1%	34.9%
三德冠收入(百万元)	1329	1568	1803	2164
YOY		18%	15%	20%
净利率	11.7%	13%	13%	13%
净利(百万元)	155.2	203.8	234.4	281.3
普诺威收入(百万元)	204	225	258	310
YOY		10%	15%	20%
净利率	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
净利(百万元)	15.4	16.8	19.4	23.2
投资收益(百万元)	44.1	72	152.3	182.7
归母净利润(百万元)	561	558	797	1053
YOY		-0.5%	42.8%	32.1%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

综上,我们相信崇达技术多年的小批量精细化管理能力将助力公司进入大批量市场,未来有望逐步攻克国内外大客户取得更高的营业收入。伴随着 5G 通信板需求大幅增长,公司有望成为通信板新供应商并取得一定市场份额,通信板的高频,高速,高多层板需求有望优化公司的产品结构,较大幅度提升公司现有盈利能力。此外三德冠以及普诺威将为公司拓展 FPC 以及 IC 载板新产品,为崇达技术带来增量利润贡献,同时在客户协同上有所帮助。

我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 38.39 亿元(+5%), 44.17 亿元(+15.1%), 59.77 亿元(+35.3%); 归母净利润分别为 5.58 亿元(-0.5%), 7.97 亿元(+42.8%) 和 10.53 亿元(+32.1%); 对应 EPS 分别为 0.63 元, 0.90 元和 1.19 元; 按照 11 月 29

日收盘价对应 2019-2021 年 PE 估值分别为 24.29 倍，17.01 倍和 12.87 倍；根据可比公司估值表，我们给予公司 2019 年 33-38 倍 PE，对应合理价值区间为 20.81 元-23.97 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

8. 风险提示

- 市场竞争风险。

根据前文分析，目前除现有的深南电路、沪电股份、生益科技、方正科技、东山精密等通信 PCB 供应商外，崇达技术、景旺电子以及奥士康正在进入该市场，若 2020 年全行业大幅扩产成功且均通过设备商验证，行业竞争或导致价格以及份额不及预期。

- 外延并购以及整合风险。

目前崇达技术仅分别持有三德冠以及普诺威 40% 股权，暂未实现控股。未来在谋求控股权过程中以及公司对未来两家潜在控股子公司的管理都可能存在一定风险。

表 12 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2019E
002463	沪电股份	388	0.33	0.64	0.86	68.15	34.91	26.30	5.47	7.76
002916	深南电路	496	2.49	3.36	4.57	58.67	43.46	31.99	4.77	10.48
600183	生益科技	521	0.47	0.60	0.77	48.74	38.16	29.78	3.91	7.11
均值			1.10	1.54	2.06	58.52	38.84	29.36	4.72	8.45
002815	崇达技术	136	0.63	0.63	0.90	24.18	24.29	17.01	3.33	4.15

注：收盘价为 2019 年 11 月 29 日价格，可比公司 EPS 均为 wind 一致预期
 资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	3656	3839	4417	5977
每股收益	0.63	0.63	0.90	1.19	营业成本	2452	2614	2934	3976
每股净资产	3.29	3.69	4.33	5.25	毛利率%	32.9%	31.9%	33.6%	33.5%
每股经营现金流	1.01	0.94	1.05	1.42	营业税金及附加	41	38	45	61
每股股利	0.31	0.30	0.30	0.30	营业税金率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	142	149	155	209
P/E	24.18	24.29	17.01	12.87	营业费用率%	3.9%	3.9%	3.5%	3.5%
P/B	4.45	4.15	3.54	2.92	管理费用	203	223	243	329
P/S	3.48	3.33	2.89	2.14	管理费用率%	5.5%	5.8%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	14.18	16.23	12.64	9.35	EBIT	648	604	798	1074
股息率%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	财务费用	37	35	30	35
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%
毛利率	32.9%	31.9%	33.6%	33.5%	资产减值损失	6	0	0	0
净利润率	15.3%	14.5%	18.0%	17.6%	投资收益	44	72	152	183
净资产收益率	19.3%	17.1%	20.8%	22.7%	营业利润	665	657	939	1240
资产回报率	11.3%	10.1%	12.7%	14.9%	营业外收支	-1	-1	-1	-1
投资回报率	16.9%	13.7%	15.7%	19.7%	利润总额	664	656	938	1239
盈利增长 (%)					EBITDA	880	816	1049	1365
营业收入增长率	17.8%	5.0%	15.1%	35.3%	所得税	104	98	141	186
EBIT 增长率	15.0%	-6.8%	32.1%	34.5%	有效所得税率%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	26.3%	-0.5%	42.8%	32.1%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	561	558	797	1053
资产负债率	41.4%	41.0%	38.8%	34.3%					
流动比率	1.5	1.3	0.9	1.1	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.3	1.1	0.8	0.9	货币资金	523	500	500	500
现金比率	0.4	0.3	0.2	0.2	应收账款及应收票据	729	732	842	1140
经营效率指标					存货	355	358	403	546
应收帐款周转天数	69.5	69.6	69.6	69.6	其它流动资产	442	438	442	450
存货周转天数	50.4	50.0	50.1	50.1	流动资产合计	2049	2029	2187	2636
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.9	长期股权投资	237	692	912	912
固定资产周转率	2.0	1.9	2.0	2.4	固定资产	1962	2116	2380	2704
					在建工程	283	257	337	367
					无形资产	274	283	291	298
					非流动资产合计	2911	3503	4075	4436
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	4960	5531	6261	7072
净利润	561	558	797	1053	短期借款	144	268	933	426
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	927	993	1107	1504
非现金支出	237	212	251	292	预收账款	10	8	10	14
非经营收益	10	-23	-111	-136	其它流动负债	256	275	305	404
营运资金变动	88	80	-13	50	流动负债合计	1337	1545	2355	2347
经营活动现金流	896	828	925	1259	长期借款	28	33	38	42
资产	-529	-355	-607	-657	其它长期负债	689	689	37	37
投资	-574	-455	-220	0	非流动负债合计	716	721	75	80
其他	13	72	152	183	负债总计	2053	2266	2430	2427
投资活动现金流	-1090	-738	-675	-475	实收资本	831	834	834	834
债权募资	-509	125	14	-503	普通股股东权益	2906	3266	3831	4645
股权募资	76	52	18	10	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-238	-288	-282	-292	负债和所有者权益合计	4960	5531	6261	7072
融资活动现金流	-672	-112	-250	-784					
现金净流量	-866	-23	0	0					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业
张弋 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国联通,光迅科技,通宇通讯,深南电路,世嘉科技,高新兴,中新赛克,烽火通信,海能达,光环新网,亨通光电,博创科技,迪普科技,硕贝德,中国铁塔,锐科激光,星网锐捷,中兴通讯,日海智能,亿联网络,紫光股份,深信服,麦捷科技,网宿科技,数据港,华工科技,中际旭创,中天科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wj11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyx11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com
--	---	--

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com