

日期: 2019年10月25日

行业: 电子元器件



分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 证书编号: S0870118010021

深蹲蓄势 静待花开

■ 公司动态事项

公司10月24日发布2019年三季报, 报告披露公司期间营业收入27.77亿元, 同比增长0.17%; 实现归母净利润3.90亿元, 同比下降9.83%; 扣非归母净利润3.67亿元, 同比下降10.84%。单三季度来看, 公司实现营收9.25亿元, 同比下降3.33%; 实现归母净利润1.26亿元, 同比下降17.70%; 实现扣非归母净利润1.11亿元, 同比下降25.94%。

■ 事项点评

财务指标稳健调整

从三季报来看, 公司前三季度毛利率 30.62%, 同比微跌 2.21pct; 净利率 14.06%, 同比下跌 1.56pct, 公司上半年研发费用与管理费用支出同比增长显著, 主要系高频高速 PCB 产品研发影响; 资产周转率 0.54, 上年同期为 0.57; 净资产收益率 12.09%, 同比下跌 4.26pct; 期间净利率以及资产周转率下降影响 ROE 指标; 公司存货周转天数 46.93, 上年同期为 46.04, 公司应收账款周转天数 70.86, 上年同期 68.84, 公司营运能力指标同比微降; 公司资产负债率 33.27%, 同比下降 9.29pct, 流动比率与速动比率分别为 1.37 和 1.15, 上年同期分别为 1.49 和 1.26。总体来看, 公司研发费用和管理费用提升以及出口端对短期财务指标产生一定影响, 未来有望通过产品规模效应逐步改善

短期看高频高速 长期盼产品升级

PCB 企业的固定资产周转率以及产品结构对业绩影响较大, 公司虽然仍处盈利能力调整的阶段, 但结合公司产品结构的边际变化以及公司在 FPC、HDI、IC 载板等国产替代赛道的布局, 我们始终认为公司成长值得期待。公司 2018 年 PCB 产品的应用领域分布来看, 通信、工控、汽车电子、医疗仪器和安防分别占比 30%、25%、12%、10% 和 10%, 虽然公司目前盈利能力受下游需求影响仍在调整之中, 但上半年公司产品结构已经出现显著边际变化, 包括超算高速板以及基站端高频高速板产品的交付。我们认为, 高频高速 PCB 的生产能力需要企业长期的工艺积累以保证产品良率, 公司在 5G 基站大规模放量的时间节点证明高频高速 PCB 产品的交付能力, 有望在明年抢占市场份额, 并带动产品结构优化与盈利能力提升, 业绩释放值得关注。从长期来看, 公司收购 FPC 资产三德冠(珠海)与 IC 载板资产诺普威(昆山), 产值规划分别为 40 亿元和 10 亿元, 未来成长有望受益于 FPC 与 IC 载板业务成长。

■ 盈利预测与估值

基本数据 (2019Q3)

报告日股价 (元)	17.87
12mth A 股价格区间 (元)	12.05-23.44
总股本 (亿股)	8.35
无限售 A 股/总股本 (%)	46.7%
流通市值 (亿元)	73.03
每股净资产 (元)	4.02
PBR (X)	4.45

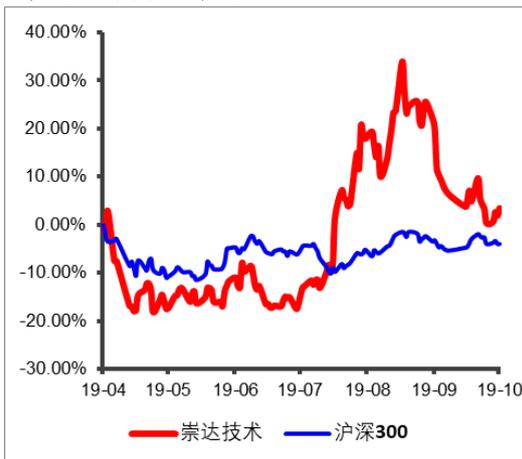
主要股东 (2019Q3)

姜雪飞	56.88%
朱雪花	6.31%
姜曙光	3.38%

收入结构 (2019H1)

PCB	95.87%
其他	4.13%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

我们预期公司 2019-2021 年实现营业收入 40.03 亿元、49.24 亿元、63.52 亿元，同比增长分别为 9.50%、23.00%和 29.00%；归属于母公司股东净利润为 6.51 亿元、8.54 亿元和 11.39 亿元，同比增长分别为 16.16%、31.14%和 33.36%；EPS 分别为 0.74 元、0.98 元和 1.30 元，对应 PE 为 24X、18X 和 14X。未来六个月内，维持“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,656.09	4,003.42	4,924.20	6,352.22
年增长率	17.84%	9.50%	23.00%	29.00%
归属于母公司的净利润	560.57	651.18	853.96	1138.82
年增长率	26.28%	16.16%	31.14%	33.36%
每股收益 (元)	0.6792	0.74	0.98	1.30
PER (X)	28.43	24.02	18.31	13.73

资料来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	523	1162	1831	2967
存货	355	367	517	617
应收账款及票据	729	367	517	617
其他	19	417	417	417
流动资产合计	2049	2784	3883	5406
长期股权投资	237	417	417	417
固定资产	1962	1693	1424	1409
在建工程	283	283	283	0
无形资产	274	240	206	173
其他	22	84	22	22
非流动资产合计	2911	2536	2171	1841
资产总计	4960	5320	6055	7247
短期借款	144	0	0	0
应付账款及票据	927	1318	1542	2054
其他	127	28	28	28
流动负债合计	1337	2025	2249	2760
长期借款和应付债券	679	679	679	679
其他	0	28	27	27
非流动负债合计	716	679	679	679
负债合计	2053	2025	2249	2760
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2906	3296	3806	4486
负债和股东权益总计	4960	5320	6055	7247
现金流量表(单位: 百万元)				
指标	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	561	651	854	1139
折旧和摊销	231	357	357	323
营运资本变动	3882			
经营活动现金流	896	1198	1018	1580
资本支出	530			
投资收益	1818	0	0	0
投资活动现金流	-1090	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	-672	-431	-349	-443
净现金流	-860	767	669	1137

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3656	4003	4924	6352
营业成本	3050	2674	3275	4199
营业税金及附加	41	40	49	64
营业费用	142	160	191	247
管理费用	203	240	273	352
财务费用	37	13	-10	-35
资产减值损失	6	8	8	8
投资收益	44	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	665	651	854	1139
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	664	868	1139	1518
所得税	104	217	285	380
净利润	561	651	854	1139
少数股东损益		0	0	0
归属母公司股东净利润	561	651	854	1139

财务比率分析

指标	2018	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	18%	9%	23%	29%
EBITDA 增长率	27%	35%	20%	22%
EBIT 增长率	31%	28%	28%	31%
净利润增长率	26%	18%	31%	33%
毛利率	33%	33%	33%	34%
EBITDA/总收入	25%	31%	30%	29%
EBIT/总收入	19%	22%	23%	24%
净利润率	15%	16%	17%	18%
资产负债率	40%	38%	37%	38%
流动比率	155%	207%	247%	260%
速动比率	93%	149%	188%	210%
总资产回报率 (ROA)	14%	17%	19%	21%
净资产收益率 (ROE)	19%	20%	22%	25%
EV/营业收入	4	4	3	2
EV/EBITDA	16	12	9	7
PE	28	24	18	14
PB	5	5	4	3

分析师承诺

张涛 袁威津

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。