

东山精密 (002384.SZ)

轻装上阵, 5G 高景气周期带来快速成长

核心观点:

- **Mflex:** 大客户 ASP+份额持续提升, 产品系列进一步扩张。天线&传输线数量+渗透率+ASP 三重提升带来终端 FPC 价值量提升, 2019 年公司新增的天线新材料方案带来 ASP 提升 3-5 美金, 且份额提升逻辑确认, 展望 2020 年, 公司有望凭借其竞争力进一步拿下更多核心大价值量软板料号, 对应 iPhone 中 ASP 持续提升, 同时公司在 Pad、Watch、Mac 等 A 客户非智能机产品中增量同样显著。同时, Mflex 在汽车电子领域布局多年, 有望充分受益于新能源汽车的起量以及 FPC 在电动汽车中的应用持续拓展。
- **Multek:** 手机主板升级势在必行, Multek 积极扩产迎接行业景气周期。5G 手机中器件用量大幅增加, 集成度提升带来主板升级, 安卓手机主板有望从一阶、二阶 HDI 升级至 Anylayer HDI, 部分旗舰机有望从 Anylayer HDI 升级至更高阶数或采用 SLP, 主板价值量有望大幅提升, Multek 作为内陆最大 HDI 制造企业, 在国产替代进程下, 与小米、OPPO、华为等国内优质手机厂商开展深度合作, 有望带来业绩弹性。同时, 公司拟非公开发行募集资金 28.9 亿元, 其中 13.88 亿用于 Multek 生产线技术改造项目, 为迎接 5G 建设高峰做好充分准备。
- **盈利预测与评级。** 我们持续看好东山精密业务的全面布局和未来整合发展的利润弹性。因资产减值影响, 我们下调公司 19 年归母净利润预测至 7.09 亿元, 考虑到布局落地加速和经营质量的持续改善, 预计公司 19~21 年 EPS 分别为 0.44/1.12/1.52 元/股, 对应 PE 为 64/25/19 倍。对比当前同行业公司估值水平, 我们给予公司 2020 年 30X 的 PE 估值, 对应合理价值为 33.6 元/股, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示。** 5G 商用不及预期的风险; 智能手机销量不及预期的风险; 收购整合不及预期的风险; 产品价格下滑的风险; 新技术渗透不及预期的风险; 产品市场接受度不及预期的风险。

盈利预测:

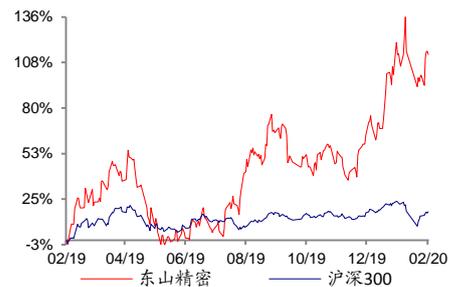
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,390	19,825	23,700	28,020	33,185
增长率(%)	83.1	28.8	19.5	18.2	18.4
EBITDA(百万元)	1,465	2,570	3,574	4,716	5,873
归母净利润(百万元)	526	811	712	1,800	2,440
增长率(%)	264.9	54.1	-12.2	152.6	35.5
EPS(元/股)	0.49	0.50	0.44	1.12	1.52
市盈率(P/E)	57.93	22.36	64.13	25.39	18.73
市净率(P/B)	3.92	2.16	4.98	4.21	3.48
EV/EBITDA	23.66	10.84	15.95	12.29	10.03

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	28.44 元
合理价值	33.6 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-15

相对市场表现



分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-60750632

分析师:

彭雾



SAC 执证号: S0260519030001



021-60750604



pengwu@gf.com.cn

请注意, 许兴军, 彭雾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 东山精密(002384.SZ): 转让 2019-10-10 股权, 进一步降低质押率
- 东山精密(002384.SZ): 上半 2019-08-11 年保持快速成长, Q3 业绩指引积极
- 东山精密 2019-04-21 (002384.SZ): MFLX 盈利能力显著提升, Multek 并表贡献利润

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、MFLEX: 大客户 ASP+份额持续提升, 产品系列进一步扩张	4
二、MULTEK: 手机主板升级势在必行, MULTEK 积极扩产迎接行业景气周期	5
三、投资建议与风险提示	6
四、风险提示	7

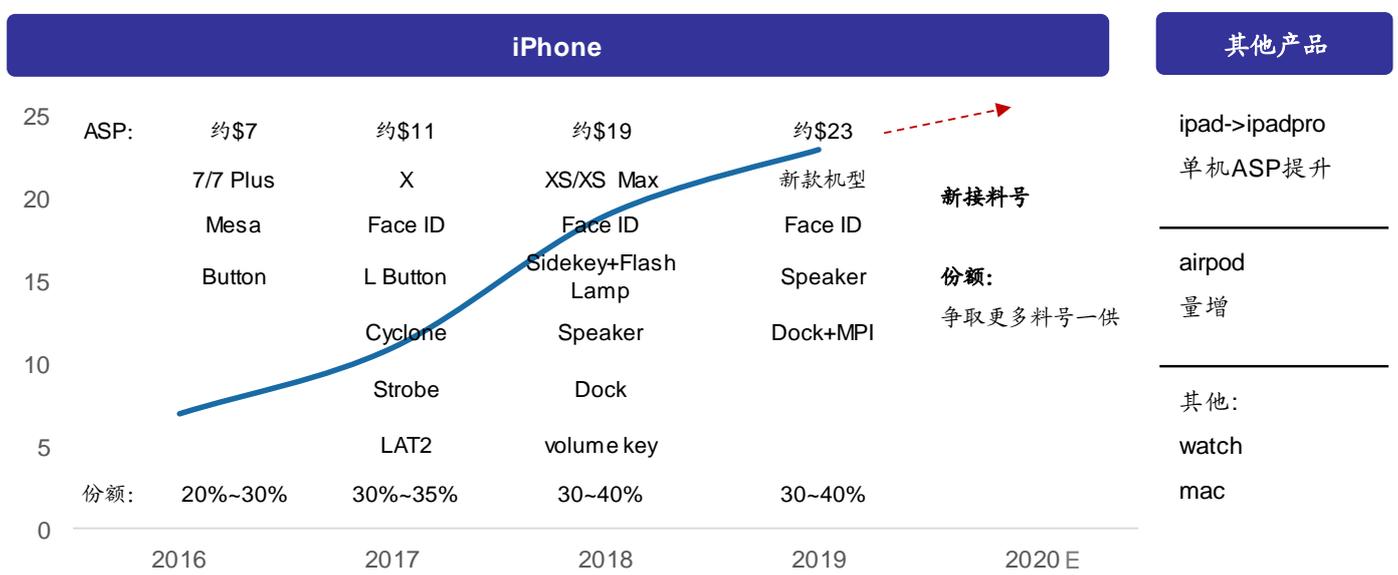
图表索引

图 1: Mflex 在大客户的成长路劲	4
图 2: 中国新能源汽车销量快速提升 (辆)	5
图 3: FPC 满足动力电池 PACK 集约化要求	5
图 4: 安卓手机主板规格	5
表 1: Multek 改造项目概况	6
表 2: 可比公司估值表	6

一、Mflex: 大客户 ASP+份额持续提升, 产品系列进一步扩张

终端FPC价值量提升, 大客户“ASP+份额”逻辑确定。行业层面, 天线&传输线数量+渗透率+ASP三重提升带来终端FPC价值量提升; 公司层面, 2019年公司新增的天线新材料方案带来ASP提升3-5美金, 且大客户软板供应商“3家变2家”带来的公司份额提升逻辑确认, 展望2020年, 公司有望凭借其竞争力进一步拿下更多核心大价值量软板料号, 对应iPhone中ASP持续提升, 同时公司在Pad、Watch、Mac等A客户非智能机产品中增量同样显著。

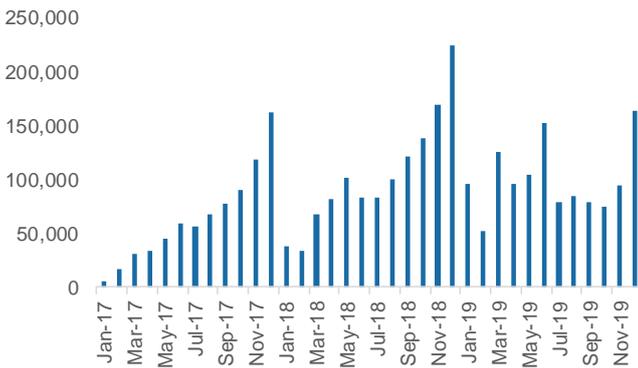
图 1: Mflex在大客户的成长路劲



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

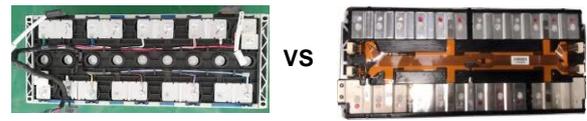
动力电池依托新能源汽车带动FPC快速起量, Mflex在动力电池等领域布局完善。在动力电池规模化生产及轻量化势在必行的情况下, 替代传统线束的新产品FPC柔性线路板应运而生。目前宁德时代、比亚迪均在自身动力电池模组产品中普遍应用, FPC已成为电动汽车低压控制单元以及电池管理单元中的应用将成为提升体积比能量的常见方式。Mflex在汽车电子领域布局多年, 有望充分受益于新能源汽车的起量以及FPC在电动汽车中的应用持续拓展。

图 2: 中国新能源汽车销量快速提升 (辆)



数据来源: 中国汽车工业协会, 广发证券发展研究中心

图 3: FPC满足动力电池PACK集约化要求



传统电路板

FPC

缺点:

- 采样线束长、接插点多
- 占用面积大, 重量大
- 电路线耐热性差
- 无熔断保护机制
- 人工组装布线

优点:

- 降低复杂度, 减重节约成本
- 面积小, 可放置温度传感器
- FPC耐热性高
- 具备熔断保护机制
- 自动化布局布线

数据来源: 《动力电池技术》, 广发证券发展研究中心

二、Multek: 手机主板升级势在必行, Multek 积极扩产迎接行业景气周期

5G手机集成度提升带来手机主板升级, Multek已经初步进入HW旗舰机主板供应链。5G手机中器件用量大幅增加, 集成度提升带来主板升级, 促使普通HDI向Anylayer HDI和SLP (Substrate-Like PCB) 的升级, 苹果手机从2017年开始导入SLP, 且2020年的新机型有望进一步缩小至25um/30um, 安卓手机主板有望从一阶、二阶HDI升级至Anylayer HDI, 部分旗舰机有望从Anylayer HDI升级至更高阶数或采用SLP, 5G时代安卓手机主板价值量有望大幅提升。Multek作为内陆最大HDI制造企业, 在国产替代进程下, 与小米、OPPO、华为等国内优质手机厂商开展深度合作, 有望带来业绩弹性。

图 4: 安卓手机主板规格

	华为旗舰机	华为中端机	三星旗舰机	三星中端机	Vivo、oppo、小米
原规格	 anylayer HDI	 一阶、二阶HDI	 anylayer HDI	 一阶、二阶HDI	 一阶、二阶HDI
5G升级	Mate X导入 SLP, anylayer HDI阶数继续升级	全系列导入 anylayer HDI	部分旗舰机导入 SLP, anylayer HDI阶数继续升级	全系列导入 anylayer HDI	升级为anylayer HDI
原规格价格	\$5~7	\$2~3	\$5~7	\$2~3	\$1~2
5G升级价格	\$>7	\$5~7	\$>7	\$5~7	\$3~5

数据来源: EE World, 广发证券发展研究中心

定增方案落地，Multek为迎接5G建设高峰做好充分准备。根据东山精密2019年定增方案披露，公司拟非公开发行募集资金28.9亿元，其中7.28亿用于Multek印刷电路板生产线技术改造项目，6.60亿元用于Multek 5G 高速高频高密度印刷电路板技术改造项目，预计新增软硬结合板产能 9 万平方米/年、多层电路板产能 7 万平方米/年、HDI 产品产能 5 万平方米/年、电子产品整机装配 75 万台/年，新增高速高频高密度印刷电路板产能 20 万平方米/年，为迎接5G建设高峰做好充分准备。

表1: Multek改造项目概况

改造项目	项目概况
Multek印刷电路板生产线技术改造项目	新增软硬结合板产能9万平方米/年、多层电路板产能7万平方米/年、HDI产品产能5万平方米/年、电子产品整机装配75万台/年。
Multek 5G 高速高频高密度印刷电路板技术改造项目	新增高速高频高密度印刷电路板产能20万平方米/年

数据来源：公司定增说明书，广发证券发展研究中心

三、投资建议与风险提示

东山精密与1月20日晚发布2019年业绩修正公告，将19年业绩区间由此前的同比+30~50%，对应10.5~12.1亿归母净利润，修正为同比-10~13%，对应业绩为7.1~7.3亿归母净利润，2019年度公司对应收账款、其他应收款、存货、长期股权投资等计提的资产减值准备合计为5.8亿元。暴风集团相关资产和债务一直是压制上市公司股价的重要因素，此次业绩修正主要系针对公司2018年度及以前与暴风集团合作、投资相关的资产，本次计提后，公司与暴风集团相关的应收帐款、权益投资等资产的账面价值均减记为零。

我们持续看好东山精密业务的全面布局和未来整合发展的利润弹性。因资产减值影响，我们下调公司 19 年归母净利润预测至 7.09亿元，考虑到布局落地加速和经营质量的持续改善，预计公司19~21年EPS分别为0.44/1.12/1.51元/股，对应PE为64/25/19倍。对比当前同行业公司估值水平，我们给予公司2020年30X的PE估值，对应合理价值为33.6元/股，维持公司“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
景旺电子	603228.	276.7	9.2	11.8	14.7	29.9	23.5	18.8
深南电路	002916.	640.9	12.0	16.2	20.5	53.6	39.5	31.3
鹏鼎控股	002938.	1086.8	29.9	36.8	44.4	36.3	29.6	24.5
立讯精密	002475.	2358.9	40.8	55.9	71.6	57.8	42.2	33.0
平均						44.4	33.7	26.9
东山精密	002384.	461.1	7.1	17.9	24.3	65.0	25.8	19.0

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心注：东山精密采用广发证券盈利预测，其他公司采用Wind一致盈利预测，更新至2020.2.14

四、风险提示

5G商用不及预期的风险；智能手机销量不及预期的风险；收购整合不及预期的风险；产品价格下滑的风险；新技术渗透不及预期的风险；产品市场接受度不及预期的风险。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	13,517	16,152	17,231	19,736	22,972
货币资金	2,941	3,150	3,081	3,643	4,314
应收及预付	6,729	7,022	8,096	9,567	11,328
存货	3,376	3,990	4,413	5,129	6,015
其他流动资产	472	1,989	1,640	1,398	1,315
非流动资产	8,596	14,984	16,787	18,963	21,409
长期股权投资	175	125	125	125	125
固定资产	4,028	9,746	11,071	12,673	14,497
在建工程	1,303	1,532	1,832	2,232	2,682
无形资产	215	357	373	387	398
其他长期资产	2,875	3,224	3,385	3,546	3,707
资产总计	22,113	31,136	34,017	38,700	44,381
流动负债	14,089	18,399	19,722	22,723	26,112
短期借款	6,318	9,436	10,145	11,694	13,286
应付及预收	5,983	7,764	8,276	9,619	11,282
其他流动负债	1,787	1,198	1,302	1,410	1,543
非流动负债	232	4,301	5,101	5,101	5,101
长期借款	70	2,785	3,585	3,585	3,585
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	162	1,516	1,516	1,516	1,516
负债合计	14,321	22,700	24,823	27,824	31,213
股本	1,071	1,607	1,607	1,607	1,607
资本公积	5,868	5,332	5,332	5,332	5,332
留存收益	852	1,610	2,234	3,914	6,203
归属母公司股东权益	7,773	8,415	9,173	10,852	13,142
少数股东权益	19	21	22	23	26
负债和股东权益	22,113	31,136	34,017	38,700	44,381

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,390	19,825	23,700	28,020	33,185
营业成本	13,185	16,662	19,965	23,201	27,212
营业税金及附加	42	68	76	92	108
销售费用	316	381	466	547	649
管理费用	452	594	758	827	962
研发费用	415	475	569	672	796
财务费用	361	629	792	824	906
资产减值损失	133	473	520	95	98
公允价值变动收益	-11	-1	0	0	0
投资净收益	47	104	20	20	20
营业利润	581	889	824	2,083	2,823
营业外收支	-1	5	0	0	0
利润总额	580	894	824	2,083	2,823
所得税	50	83	111	281	381
净利润	530	811	713	1,802	2,442
少数股东损益	4	0	1	2	2
归属母公司净利润	526	811	712	1,800	2,440
EBITDA	1,465	2,570	3,574	4,716	5,873
EPS (元)	0.49	0.50	0.44	1.12	1.52

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	166	1,406	2,581	4,121	4,955
净利润	530	811	713	1,802	2,442
折旧摊销	487	925	1,708	2,035	2,416
营运资金变动	-1,338	-1,182	-1,053	-588	-865
其它	487	851	1,213	872	962
投资活动现金流	-3,609	-5,924	-3,491	-4,191	-4,841
资本支出	-2,902	-3,823	-3,511	-4,211	-4,861
投资变动	-656	-1,563	0	0	0
其他	-50	-539	20	20	20
筹资活动现金流	3,657	4,337	840	632	558
银行借款	-708	3,245	1,508	1,549	1,592
股权融资	4,507	2	0	0	0
其他	-142	1,090	-668	-918	-1,034
现金净增加额	214	-182	-69	562	671
期初现金余额	1,207	1,464	3,150	3,081	3,643
期末现金余额	1,464	1,246	3,081	3,643	4,314

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	83.1%	28.8%	19.5%	18.2%	18.4%
营业利润增长	309.5%	53.0%	-7.2%	152.6%	35.5%
归母净利润增长	264.9%	54.1%	-12.2%	152.6%	35.5%
获利能力					
毛利率	14.3%	16.0%	15.8%	17.2%	18.0%
净利率	3.4%	4.1%	3.0%	6.4%	7.4%
ROE	6.8%	9.6%	7.8%	16.6%	18.6%
ROIC	7.8%	8.4%	8.0%	10.2%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	64.8%	72.9%	73.0%	71.9%	70.3%
净负债比率	32.2%	41.4%	42.3%	41.2%	39.5%
流动比率	0.96	0.88	0.87	0.87	0.88
速动比率	0.69	0.65	0.64	0.63	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.74	0.73	0.77	0.80
应收账款周转率	3.14	3.02	3.02	3.02	3.02
存货周转率	4.52	4.52	4.52	4.52	4.52
每股指标 (元)					
每股收益	0.49	0.50	0.44	1.12	1.52
每股经营现金流	0.15	0.87	1.61	2.56	3.08
每股净资产	7.26	5.24	5.71	6.76	8.18
估值比率					
P/E	57.93	22.36	64.13	25.39	18.73
P/B	3.92	2.16	4.98	4.21	3.48
EV/EBITDA	23.66	10.84	15.95	12.29	10.03

广发证券电子元器件和半导体研究小组

- 许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富电子行业第一名。
- 王亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心
- 王璐：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 余高：资深分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。