

强烈推荐-A (维持)

东山精密 002384.SZ

目标估值: 36.00 元

当前股价: 29.15 元

2020年08月26日

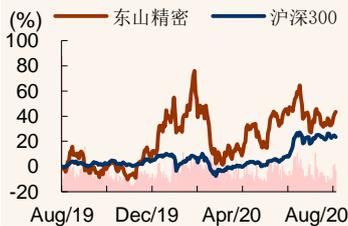
上半年利润同比+27%，主因软板业务逆势拉动

基础数据

上证综指	3330
总股本(万股)	170987
已上市流通股(万股)	126286
总市值(亿元)	498
流通市值(亿元)	368
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	72.0%
主要股东	袁永峰
主要股东持股比例	13.01%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-18	42
相对表现	-4	-33	17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东山精密(002384)深度报告: 业绩逆势上修, 投资逻辑深度再梳理》2020-06-09
- 2、《东山精密(002384)—Q1及上半年展望逆势增长, 软板提份额和硬板通信业务导入是主因》2020-04-27
- 3、《东山精密(002384)深度报告—布局PCB三大景气赛道, 盈利能力望逐步提升》2020-02-20

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

张益敏

zhangyimin1@cmschina.com.cn
S1090520040002

公司发布半年报, 上半年营收 113.4 亿元, 同比增长 13.6%, 归母净利润 5.1 亿元, 同比增长 27.1%。扣非净利润 4.4 亿元, 同比增长 60.7%。经营性现金流净额 11.0 亿元, 同比+38.6%。结合财报和产业调研信息, 点评如下:

1、上半年逆势增长, 主因软板业务拉动及管理增效。

经测算二季度单季度实现营收 62.1 亿元, 同比+13%环比+21%, 实现归母净利润 3.0 亿元, 同比+49.3%环比+42.9%。上半年毛利率 16.2%、同比+1.3 个 pcts, Q2 毛利率 16.9%, 同比+2.4 个 pcts 环比+1.3 个 pcts。上半年业绩快速增长的原因: 1) 积极开展疫后复工, 把握疫情下特殊市场方向, 印刷电路板、触控产品等业务逆势增长; 2) 各事业部实行管理增效措施、加强内控, 提升资产运行效率和盈利能力; 3) 大客户需求的好于预期, 且软板业务同比产品结构提升。

2、软板收入同比大增 40%, 硬板/LED 等业务表现欠佳。

分业务来看, 上半年 PCB 业务收入 70.3 亿元, 同比+28%, 毛利率 16.3%、同比提升 2.6 个 pcts, 其中软板收入约 55 亿元, 同比+40%, 疫情(远程办公等需求提升)导致除手机外软板价值量最高的 iPad 等需求景气, 东山在该产品线拥有较高份额; iPhone SE2/iPhone11 系列在免息分期等促销下销量好于悲观, 公司同比亦有新增 Dock+LAT 高价值量料号。PCB 业务中的 Multek (硬板业务) 上半年实现营收 14.9 元, 同比-2.6%, 净利润 0.31 亿元, 同比-37%, 主因海外客户占比高、Q1 受到疫情影响大, 我们亦了解 Q2 业务处于恢复状态; 触控显示业务收入 17.3 亿元, 同比-7.8%, 毛利率 15.5%, 同比+0.5 个 pcts, 疫情下 pad/NB 等销量走俏、对触控产品有一定拉动; LED 器件收入 8.6 亿元, 同比-26%, 疫情致景气度继续下行带来压力; 通信设备组件及其他收入 16.8 亿元, 同比+19.2%, 毛利率 20.7%、同比 1.8 个 pcts, 高端介质滤波器业务持续向好。

3、软板 Q3 虽不明朗但 Q4 需求望景气, 硬板盈利能力望环比回升。

三季度来看, iPhone 新机备货的延后导致 8 月份软板需求旺季不旺, 旧款机型料号也存在价格上的压力, 且公司 19 年 Q3 基数较高, 整体来看单季度表现仍不明朗, 但市场对此有一定预期, 且目前 iPhone 各机型订单量仍稳定, 苹果 Q2 存货周转天数处于 19 年以来低点、渠道库存亦低于 19 年同期, 从苹果给供应链的指引来看, 其年内零部件备货数据并不亚于去年同期, 因而我们认为 Q4 零部件和组装出货会更集中, 仍有可能超预期。此外, 苹果手表等新品将迎来较大创新, 其软板需求亦可期。而有线耳机、变压器不inbox 亦将驱动无线耳机和无线充电相关软板销售。

硬板方面, 需求端下半年占比较高的海外订单进一步恢复, HDI 产品国内消费类需求亦有所复苏, 公司正加大产品结构优化和成本压缩力度, multek 下半年利润率望环比回升。其他业务方面, 除通信组件望继续维持一定增长外, LED/TP&LCM 等仍有压力但影响可控。(接下页)

4、21 年行业大年可期，长期看高端软板+硬板布局望逐步兑现。

5G+AIOT 大势所趋，疫情在 20 年只是短暂延缓这一节奏，反而给 21 年带来更大弹性。从苹果来看，5G 手机在 20 年四季度发布后，将在 21 年迎来全年放量且 21 年创新依然较大，而耳机和手表在 21 年亦将持续大改，因而苹果链在 21 年的确定性更高弹性更大。PCB 方面，即使考虑苹果 FPC 市场价格和手机等单品销量的不确定性，其市场份额的转移对东山来说也是中长期增量，目前日本韩国供应商总计份额仍超过 40%，考虑苹果 FPC 赛道重资本开支/重研发投入/重服务配套的属性，该等供应商自 2016 年开始配合意愿和能力逐步降低，苹果也在有意缩编 FPC 供应链、将份额调整至配合能力和意愿更强的厂商，中长期看东山份额有望进入前三。品类扩张来看，射频软板是东山持续投资方向，包括 LCP 天线和 MPI 天线等。此外，苹果系高价值量料号也有望从日韩转出，公司有望逐步承接。

硬板方面，前期收购的 Multek 具备 3 阶以上 HDI 和高多层 PCB 加工实力，在管理整合下利润率有望恢复到行业正常水平，且 HDI&通信板双赛道亦有望受益后续 4/5G 主板迭代，和海外通信建设需求的复苏。

5、投资建议。考虑苹果链景气上行趋势，以及公司软板业务份额的长期提升潜力以及硬板业务在管理提效下盈利能力的恢复，我们预计 20-22 年营收为 258/304/350 亿，归母净利润为 14.4/19.8/25.6 亿，对应 EPS 为 0.84/1.16/1.50 元，对应当前股价 PE 为 34.6/25.2/19.5 倍，维持“强烈推荐-A”评级，对应 2021 年 EPS 给予 31 倍 PE、目标价 36 元。

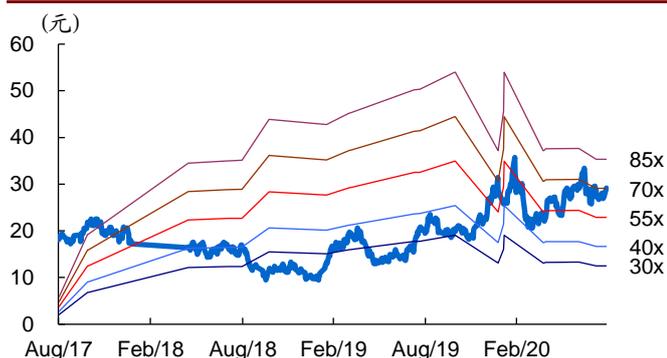
风险提示：大客户创新低于预期、5G 进展低于预期、管理整合低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	19825	23553	25789	30371	34995
同比增长	29%	19%	9%	18%	15%
营业利润(百万元)	889	764	1705	2340	3030
同比增长	5%	-14%	123%	37%	29%
净利润(百万元)	811	703	1441	1979	2562
同比增长	3%	-13%	105%	37%	29%
每股收益(元)	0.50	0.44	0.84	1.16	1.50
PE	57.7	66.6	34.6	25.2	19.5
PB	5.6	5.4	4.9	4.3	3.7

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 东山精密历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 东山精密历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《PCB 行业月度深度跟踪报告—苹果/通信 Q2 需求景气，关注中报及备货节奏》2020/07/11
- 2、《东山精密 (002384)：业绩逆势上修，投资逻辑深度再梳理》2020/06/09
- 3、《PCB 行业月度深度跟踪报告—通信 PCB 旺季再临&苹果链大者恒大，详解板块年报和一季报》2020/05/08
- 4、《东山精密 (002384) —Q1 及上半年展望逆势增长，软板提份额和硬板通信业务导入是主因》2020/04/27
- 5、《PCB 行业月度跟踪报告：通信高景气&苹果链回温，关注载板基材国产化》2020/04/10
- 6、《PCB 行业月度深度跟踪报告：受益 5G 通信云计算新基建大势，详解 IDC 赛道 Multilayer 供需特点》2020/03/08
- 7、《东山精密 (002384)：布局 PCB 三大景气赛道，盈利能力望逐步提升》2020/02/20
- 8、《PCB 行业月度跟踪报告：疫情牵动行业供需，详解 TTM 出售移动业务资产背景及影响》2020/02/08
- 9、《PCB 行业月度跟踪报告：5G 设备链条望再迎放量，关注海外 HDI 龙头和特斯拉国产化》2020/01/06

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16152	16496	15823	18629	21067
现金	3150	4078	2345	2814	2892
交易性投资	0	10	10	10	10
应收票据	600	91	100	118	136
应收款项	6228	5525	6028	7099	8180
其它应收款	1129	783	857	1010	1164
存货	3990	4556	4896	5711	6536
其他	1055	1452	1587	1867	2150
非流动资产	14984	15175	14342	13612	12972
长期股权投资	125	86	86	86	86
固定资产	9746	10330	9820	9375	8986
无形资产	2577	2599	2339	2105	1895
其他	2535	2160	2096	2045	2005
资产总计	31136	31670	30164	32241	34038
流动负债	18399	18380	15405	15926	15744
短期借款	9436	8831	6368	5455	3823
应付账款	7705	7970	8578	10008	11452
预收账款	59	25	27	31	36
其他	1198	1554	431	432	433
长期负债	4301	4593	4593	4593	4593
长期借款	2785	2772	2772	2772	2772
其他	1516	1821	1821	1821	1821
负债合计	22700	22973	19998	20519	20337
股本	1607	1607	1710	1710	1710
资本公积金	5332	5357	5357	5357	5357
留存收益	1476	1683	3043	4589	6558
少数股东权益	21	51	57	66	77
归属于母公司所有者权益	8415	8646	10109	11656	13624
负债及权益合计	31136	31670	30164	32241	34038

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1406	2651	3083	2938	3348
净利润	811	703	1441	1979	2562
折旧摊销	925	1434	1634	1531	1441
财务费用	571	732	624	495	416
投资收益	(104)	(12)	(171)	(171)	(171)
营运资金变动	(698)	(192)	(452)	(908)	(915)
其它	(101)	(13)	8	13	16
投资活动现金流	(5924)	(206)	(629)	(629)	(629)
资本支出	(3967)	(1095)	(800)	(800)	(800)
其他投资	(1958)	890	171	171	171
筹资活动现金流	4337	(1702)	(4187)	(1841)	(2641)
借款变动	3708	(1145)	(3586)	(913)	(1632)
普通股增加	536	0	103	0	0
资本公积增加	(536)	25	0	0	0
股利分配	(64)	(88)	(80)	(432)	(594)
其他	693	(493)	(624)	(495)	(416)
现金净增加额	(182)	744	(1733)	469	78

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	19825	23553	25789	30371	34995
营业成本	16662	19708	21214	24749	28321
营业税金及附加	68	81	88	104	120
营业费用	381	433	516	607	700
管理费用	594	715	825	1033	1190
研发费用	475	775	928	1154	1330
财务费用	629	695	624	495	416
资产减值损失	(473)	(642)	(60)	(60)	(60)
公允价值变动	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收益	252	269	180	180	180
投资收益	95	(6)	(6)	(6)	(6)
营业利润	889	764	1705	2340	3030
营业外收入	9	3	3	3	3
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	894	762	1703	2339	3028
所得税	83	56	256	352	455
少数股东损益	(0)	3	6	8	11
归属于母公司净利润	811	703	1441	1979	2562

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	29%	19%	9%	18%	15%
营业利润	5%	-14%	123%	37%	29%
净利润	3%	-13%	105%	37%	29%
获利能力					
毛利率	16.0%	16.3%	17.7%	18.5%	19.1%
净利率	4.1%	3.0%	5.6%	6.5%	7.3%
ROE	9.6%	8.1%	14.2%	17.0%	18.8%
ROIC	6.4%	6.3%	10.3%	12.1%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	72.9%	72.5%	66.3%	63.6%	59.7%
净负债比率	41.3%	40.2%	30.3%	25.5%	19.4%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.9	0.9	1.0
存货周转率	4.5	4.6	4.5	4.7	4.6
应收帐款周转率	3.0	3.8	4.4	4.6	4.5
应付帐款周转率	2.5	2.5	2.6	2.7	2.6
每股资料 (元)					
EPS	0.50	0.44	0.84	1.16	1.50
每股经营现金	0.87	1.65	1.80	1.72	1.96
每股净资产	5.24	5.38	5.91	6.82	7.97
每股股利	0.06	0.05	0.25	0.35	0.45
估值比率					
PE	57.7	66.6	34.6	25.2	19.5
PB	5.6	5.4	4.9	4.3	3.7
EV/EBITDA	28.7	24.7	17.0	15.5	13.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，12年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加盟招商证券，任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16/17/19年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3名，11/12/14/15/16/17/18/19年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3名，10/14/15/16/17/18/19年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3/2名，2018-2019年最具价值金牛分析师。

王淑姬：北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，2017年4月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

张益敏：上海交通大学工学硕士，覆盖PCB，设备，汽车电子，电子周期品等领域。2018年在太平洋证券，2019年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。