

东山精密 (002384) 2019 年业绩快报点评

5G 产业布局全面开花，轻装上阵公司进入加速发展期

强推 (维持)

目标价: 37.76 元

当前价: 28.44 元

事项:

- 东山精密发布 2019 年业绩快报，实现营收 237.00 亿 (+19.55%)，在减值计提暴风等相关不良资产 5.81 亿后，实现归母净利润 7.13 亿 (YoY -12.15%)，实现经营性净现金流 21.72 亿 (YoY 54.49%)。

评论:

- **5G 产业布局全面开花，轻装上阵上市公司进入加速发展期:** 在过去两年消费电子周期向下叠加金融去杠杆的背景下，公司核心业务实现了逆势高增长，如不考虑一次性减值影响，2019 年实现净利润近 13 亿人民币。本次不良资产减值后，公司彻底摆脱了历史包袱，得以充分聚焦线路板和滤波器的 5G 核心产业布局，经营性现金流的大幅改善重塑了资产负债表，确保了其在 5G 大潮中的资产开支能力，上市公司业绩有望进入加速释放期。
- **FPC 业务奠定全球产业龙头地位，内生经营质量提升奠定韧性成长基石:** Mflex 管理层依托自身技术优势前瞻布局 MPI 产品，聚焦大客户手机以及其他创新硬件 (Airpods、Pad、Watch 等) 业务，拿下 3D 摄像头/MPI LCP 天线等诸多核心大价值量软板料号，在大客户 FPC 供应链洗牌格局中奠定主力地位；Mflex 自 17 年整合爬坡及 18 年新一轮资本开支后，行业地位大幅提升，产业卡位精准，内生经营质量的稳健提升为由智能机向新能源汽车 (特斯拉)/可穿戴等新方向的电子产业新趋势升级奠定基石，未来有望与鹏鼎形成“二龙戏珠”的产业格局。
- **PCB 业务整合初现成效，5G 时代高端线路板龙头业绩潜力有望逐步释放:** Multek 作为技术和客户储备全球一流的 PCB 大厂，其在 5G 通信/新一代服务器/5G 终端 ELIC HDI 均有丰富的产能和客户储备，2020 年有望上演三重奏。自 2018 年底被东山精密收购以来，Multek 进行了内部管理优化/产能调整/客户结构调整诸多改革措施，确定了“聚焦大客户”的战略发展方向，其在 amazon 服务器主板份额持续保持领先，并有望在华为/中兴等国内大客户取得突破性进展，随着贸易战的缓和和 5G 浪潮的演进，公司天时地利人和俱备，其业绩潜力有望逐步释放。
- **5G 驱动基站滤波器爆发，卡位介质滤波器优享建设周期红利:** 公司作为介质滤波器龙头卡位优势凸显，自 18 年 12 月份以来艾福开始批量供应华为、爱立信等大客户，受益材料壁垒优势，利润率显著高于传统滤波器；目前公司 2.6G/3.5G 介质滤波产能有序扩充，有望充分受益 5G 基站建设加速周期，最大程度分食产业红利；考虑介质滤波器供应商稀缺性以及未来有望匹配自身 Multek 通讯板业务集中供货，我们对公司滤波器业务在产业链竞争格局中的地位演变持乐观预期。
- **盈利预测、估值及投资评级。** 公司在 5G 设备/5G 终端皆有深入前瞻布局，作为国内领先的线路板厂商和 5G 龙头，我们坚定看好公司在 5G 浪潮中的产业战略布局。我们维持预测公司 20/21 年归母净利润 17.33/23.36 亿元。考虑到公司在 5G 设备/5G 终端的布局落地加速和经营质量的持续改善，多项核心业务均显著受益于 5G 产业趋势，行业龙头地位凸显，在板块整体估值大幅提高的背景下，我们给予公司 2020 年 35 倍 PE，维持目标价 37.76 元，维持“强推”评级。
- **风险提示:** 竞争趋于激烈，贸易战加剧，扩产速度不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	19,825	24,000	27,000	30,400
同比增速(%)	28.8%	21.1%	12.5%	12.6%
归母净利润(百万)	811	721	1,737	2,339
同比增速(%)	54.1%	11.1%	140.8%	34.7%
每股盈利(元)	0.50	0.45	1.08	1.46
市盈率(倍)	56	63.4	26.3	19.5
市净率(倍)	5.43	4.93	4.15	3.42

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 2 月 14 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 耿琛

电话: 0755-82755859

邮箱: gengchen@hcyjs.com

执业编号: S0360517100004

证券分析师: 蒋高振

电话: 021-20572550

邮箱: jianggaozhen@hcyjs.com

执业编号: S0360519080004

公司基本数据

总股本(万股)	160,657
已上市流通股(万股)	122,267
总市值(亿元)	456.91
流通市值(亿元)	347.73
资产负债率(%)	72.2
每股净资产(元)	5.7
12 个月内最高/最低价	31.48/12.61

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《东山精密 (002384) 2019 年中报点评: 经营指标改善明显, 公司业绩有望持续超预期》

2019-08-12

《东山精密 (002384) 2019 年三季度报点评: 经营利润超预期, 2020 年轻装上阵, 5G 产业布局共振进入全面收获》

2019-10-31

《东山精密 (002384) 深度研究报告: 轻装上阵, 5G 产业布局共振进入业绩加速释放期》

2020-01-21

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,150	2,761	2,435	3,064
应收票据	600	840	864	912
应收账款	6,228	5,820	5,578	5,455
预付账款	194	242	266	298
存货	3,990	3,637	3,547	3,473
其他流动资产	1,990	2,409	2,709	3,050
流动资产合计	16,152	15,709	15,399	16,252
其他长期投资	510	583	534	547
长期股权投资	125	125	125	125
固定资产	9,746	9,720	10,097	9,930
在建工程	1,532	1,532	2,012	2,512
无形资产	357	345	335	324
其他非流动资产	2,714	2,680	2,659	2,633
非流动资产合计	14,984	14,985	15,762	16,071
资产合计	31,136	30,694	31,161	32,323
短期借款	9,436	9,436	9,436	8,036
应付票据	1,388	1,677	1,840	2,059
应付账款	6,317	4,648	5,098	4,961
预收款项	59	48	54	61
其他应付款	52	52	52	52
一年内到期的非流动负债	652	652	652	652
其他流动负债	495	559	607	643
流动负债合计	18,399	17,072	17,739	16,464
长期借款	2,785.00	2,785.00	785.00	785.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,516	1,516	1,508	1,508
非流动负债合计	4,301	4,301	2,293	2,293
负债合计	22,700	21,373	20,032	18,757
归属母公司所有者权益	8,415	9,270	11,006	13,345
少数股东权益	21	51	123	221
所有者权益合计	8,436	9,321	11,129	13,566
负债和股东权益	31,136	30,694	31,161	32,323

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,796	1,349	4,009	3,852
现金收益	2,365	2,626	3,653	4,246
存货影响	-615	353	91	74
经营性应收影响	-767	-520	34	-76
经营性应付影响	1,700	-1,391	619	89
其他影响	-888	282	-388	-480
投资活动现金流	-5,924	-1,158	-1,930	-1,500
资本支出	-6,942	-1,137	-2,010	-1,527
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	1,018	-21	80	27
融资活动现金流	4,337	-580	-2,405	-1,723
借款增加	5,750	0	-2,000	-1,400
财务费用	-573	-545	-545	-425
股东融资	2	0	2,800	0
其他长期负债变化	-842	-35	-2,660	102

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,825	24,000	27,000	30,400
营业成本	16,662	20,208	22,167	24,806
税金及附加	68	72	81	91
销售费用	381	408	432	486
管理费用	594	720	810	882
财务费用	629	702	679	606
资产减值损失	473	640	160	120
公允价值变动收益	-1	-25	145	100
投资收益	104	41	100	157
其他收益	252	223	350	450
营业利润	889	905	2,051	2,748
营业外收入	9	9	15	31
营业外支出	4	9	10	10
利润总额	894	905	2,056	2,769
所得税	83	154	247	333
净利润	811	751	1,809	2,436
少数股东损益	0	30	72	97
归属母公司净利润	811	721	1,737	2,339
NOPLAT	1,382	1,334	2,407	2,969
EPS(摊薄) (元)	0.50	0.45	1.08	1.46

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	28.8%	21.1%	12.5%	12.6%
EBIT 增长率	61.7%	5.5%	70.2%	23.4%
归母净利润增长率	54.1%	11.1%	140.8%	34.7%
获利能力				
毛利率	16.0%	15.8%	17.9%	18.4%
净利率	4.1%	3.1%	6.7%	8.0%
ROE	9.6%	7.7%	15.6%	17.2%
ROIC	7.5%	7.6%	13.1%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	72.9%	69.6%	64.3%	58.0%
债务权益比	170.6%	154.4%	111.2%	81.0%
流动比率	87.8%	92.0%	86.8%	98.7%
速动比率	66.1%	70.7%	66.8%	77.6%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	112	90	76	65
应付账款周转天数	115	98	79	73
存货周转天数	80	68	58	51
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.45	1.08	1.46
每股经营现金流	1.12	0.84	2.50	2.40
每股净资产	5.24	5.77	6.85	8.31
估值比率				
P/E	56	63.4	26.3	19.5
P/B	5.43	4.93	4.15	3.42
EV/EBITDA	30	26	19	16

电子&海外科技组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大学计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

高级分析师：蒋高振

山东大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

研究员：葛星甫

上海财经大学经济学硕士。2 年 TMT 研究经验。2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：岳阳

上海交通大学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500