

强烈推荐-A (上调)

东山精密 002384.SZ

目标估值: 36.00 元

当前股价: 29.25 元

2020 年 06 月 09 日

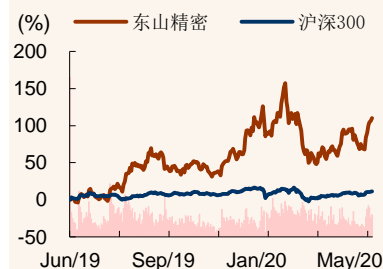
业绩逆势上修，投资逻辑深度再梳理

基础数据

上证综指	2938
总股本(万股)	160657
已上市流通股(万股)	122267
总市值(亿元)	470
流通市值(亿元)	358
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	8.1
资产负债率	72.2%
主要股东	袁永峰
主要股东持股比例	15.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	44	106
相对表现	10	41	94



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《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
- 2、《东山精密(002384)深度报告——布局 PCB 三大景气赛道，盈利能力有望逐步提升》2020-02-20

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

张益敏

zhangyimin1@cmschina.com.cn
S1090520040002

公司发布半年度业绩预告修正公告，预计 2020 年上半年归母净利润同比增长区间由此前 10-30%上修至 25-40%，对应扣非净利润同比增长 60-80%，我们详细剖析业绩上修的背景，并再次深度梳理公司的投资逻辑。

1、半年度业绩预告上修主因软板业务超预期。

公司本次半年度业绩上修主要来自软板业务的较好变现，FPC 利润占比公司总利润 85%以上，软板收入中 iPhone/iPad 各自占 55%/20%。iPhone 方面，因公司上半年同比有 MPI 等新增料号带来供货价值量增加，且供应链补单致 FPC 需求提升；iPad 方面，因其内含软板价值量较高，且东山在其内部 FPC 供应份额高于手机，其销量旺盛也拉动公司软板出货量增长。其他方面，硬板业务上半年有望实现小幅增长，TP&LCM 业务份额有所提升，LED 封装等略受疫情影响。

2、三季度需求能见度提高，苹果新品将驱动新一轮景气周期。

5 月下旬以来，iPhone 11 及 SE2 补单、以及苹果加强线上促销为 6 月提供支撑。Q3 来看，虽手机新品量产有所延后，但欧美在疫情后需求复苏，且公司份额提升、非手机需求景气延续等亦增加了 Q3 能见度，公司目前接单亦反馈 Q3 能见度提高。而我们较为看好苹果自今年秋季后的新品周期，包括 iPhone 5G 大改版、新一代 Watch 以及后续 Mini-LED 版 iPad 等，加上苹果整体促销和拉货力度增强，将驱动供应链新一轮成长，且公司在苹果链 FPC 份额长线仍有较大提升空间。硬板方面，公司在近期招标中初步拿到份额，且后续有望受益海外 5G 建设的推进，以及手机等终端主板 HDI 需求的改善。

3、卡位高端软+硬板增量市场，长线增长亦可期。

软板方面公司有望在苹果射频软板(MPI/LCP)、高精细线路软板(显触料号等)上实现品类扩张，且当前份额占比仍有提升空间，随着盐城新产能释放后软板收入有望进一步提高。硬板方面，Multek 在数通领域有较强技术和客户积累，后续有望受益 5G 通信/IDC 景气周期及国内通信客户导入，并受益 5G 终端主板升阶带来的 ASP 提升机会。总体上认为公司在软+硬板高端布局有望驱动长线业绩增长。

4、投资建议：上调盈利预测和评级至“强烈推荐-A”，目标价 36 元。

在公司上修半年度业绩指引且苹果链年内需求好于悲观预期以及 21 年大年可期背景下，公司业务趋势进一步强化，而当前 28.9 亿增发已获批文，如年内募集资金到位有利于进一步降低财务费用和改善负债率。我们再度深度梳理公司的投资逻辑，预测 20-22 年营收为 268/329/375 亿，上调归母净利润至 14.4/19.9/24.6 亿，对应 EPS 为 0.90/1.24/1.53 元，对应当前股价 PE 为 32.6/23.6/19.1 倍；上调评级为“强烈推荐-A”，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	26776	32927	37536
同比增长	29%	19%	14%	23%	14%
营业利润(百万元)	889	764	1601	2222	2753
同比增长	5%	-14%	110%	39%	24%
净利润(百万元)	811	703	1443	1991	2460
同比增长	3%	-13%	105%	38%	24%
每股收益(元)	0.50	0.44	0.90	1.24	1.53
PE	57.9	66.9	32.6	23.6	19.1
PB	5.6	5.4	5.1	4.3	3.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、东山投资逻辑深度再梳理	4
1、历史沿革与业务结构	4
2、股价复盘及近几年业绩不达预期原因梳理	6
3、为什么在这个时间点重新梳理东山精密的逻辑？	9
二、FPC：苹果景气周期驱动，品类和份额望逐步扩张	10
1、苹果引领创新，FPC 高端需求持续增长	10
2、FPC 赛道两级分化，苹果链格局边际优化	11
（1）苹果供应商是 PCB 主要玩家，FPC 行业集中度高于 PCB	11
（2）苹果 FPC 赛道有较大领先性，且格局进入收缩集中期	12
3、东山精密望受益 21 年 5G 驱动量价齐升+利润率优化	14
三、RPCB：卡位数通+HDI 赛道，盈利能力望逐步改善	16
1、Multek 是海外高端 PCB 资产，望复制 Mflex 整合成功先例	16
2、以沪电为例，高层 PCB 三大盈利要素为产品结构、周转率、良率	18
3、Multek 新进入通信 PCB 市场分食行业蛋糕，利润弹性值得期待	19
4、卡位中高端 HDI 市场，受益行业技术迭代升级	20
五、投资建议	21

图表目录

图 1：东山精密历史沿革	4
图 2：2015-2019 年东山精密营业收入（亿元）及同比	5
图 3：2015-2019 年东山精密归母净利润（亿元）及同比	5
图 4：东山精密 2015-2019 年自由现金流	6
图 5：东山精密 2015-2019 年资产负债率	6
图 6：东山精密历史股价复盘	8
图 7：全球 FPC 市场规模（亿美元）	10
图 8：FPC 下游市场结构	10
图 9：各种智能终端 FPC 条数对比	11
图 10：iPhone 历代使用 FPC 条数	11
图 11：2018 年全球 FPC 市场各公司股份	12
图 12：苹果软板市场各地区厂商（按属地）比例	13

图 13: 主要苹果 FPC 供应商份额展望及竞争策略	13
图 14: MFLX 收购以来, 经营情况持续好转	14
图 15: 手机创新对软板市场驱动	15
图 16: Apple watch 软板拆解图	16
图 17: 汽车 FPC 拆解图	16
图 18: Multek 历史沿革	16
图 19: Multek 目前的产品结构	18
图 20: PCB 净利率对比 (2019)	18
图 21: 不同层数 PCB 利润率	18
图 22: 沪电股份盈利水平的三个阶段复盘	19
图 23: 通信大类 PCB 市场主要客户及供应商	20
图 24: Multek 各工厂产品结构及客户产能情况	20
图 25: 年高端 HDI 需求	21
图 26: 高端 HDI 产能集中在华通、欣兴等行业龙头厂商	21
图 27: 东山精密历史 PE Band	23
图 28: 东山精密历史 PB Band	23
表 1: 东山精密营收结构 (亿元)	5
表 2: 东山精密各业务毛利率 (%)	6
表 3: 2019 年度计提资产减值准备明细	8
表 4: FPC 的特性及优点	11
表 5: 2018 年全球前二十 PCB 企业 (百万美元)	11
表 6: Multek 主要客户整理	17

一、东山投资逻辑深度再梳理

我们在 2 月《东山精密深度报告—布局 PCB 三大景气赛道，盈利能力望逐步提升》中对东山的业务逻辑进行过深度阐述。虽然疫情对需求端造成一定扰动，但公司凭借自身能力获得逆势成长上修业绩实属不易。**业务结构角度看**，Mflex+Multek 两大 PCB 主业助力 EPS 改善，市场对于公司质地认知也望逐步改善。从需求端来看，iPhone 产业链 5 月下旬以来 iPhone 11 及 SE2 补单、以及苹果加强线上促销为 6 月提供支撑，Q3 能见度有所提升，而我们较为看好苹果自今年秋季后的新品周期将驱动供应链新一轮成长，公司亦将受益且长线份额仍有提升空间。**从财务稳健性来看**，公司过去几年持续计提和剥离已卸下不少包袱，而高杠杆/高财务费用等压力亦随着经营改善和后续增发资金到位得到缓解。我们在正文再次深度梳理了公司的投资逻辑。

1、历史沿革与业务结构

苏州东山精密制造股份有限公司创建于 1998 年，2010 年在深交所上市，传统主业是从事精密钣金结构件工艺设计、制造服务。公司 2016 年收购全球前五 FPC 制造商、苹果供应商 MFLX，2018 年收购伟创力旗下 PCB 子公司 Multek，收购完成后，公司成为兼具高精密 FPC、HDI 和高多层 PCB 量产能力的全球领先电路板供应商。

1998 年袁富根、包文杰等 7 名自然人共同出资组建吴县市东山钣金有限责任公司，注册资本 50 万元。后公司名称变更为“苏州市东山钣金有限责任公司”。

2007 年苏州市东山钣金有限责任公司整体变更为苏州东山精密制造股份有限公司，注册资本为人民币 12000 万元。

2010 年公司在深圳证券交易所成功上市，首次公开发行股份 4000 万股，募集企业发展资金 10.4 亿元。

2016 年公司完成了对全球前 5 FPC 供应商 MFLX 公司 100% 的股权收购。

2017 年公司还完成了对艾福电子 70% 股权的收购事宜，布局陶瓷介质滤波器。

2018 年收购伟创力旗下全品类 PCB 供应商 Multek，自此完成高端软硬板的全面布局。此外，公司还对显示业务及触控面板业务相关资产进行了优化。

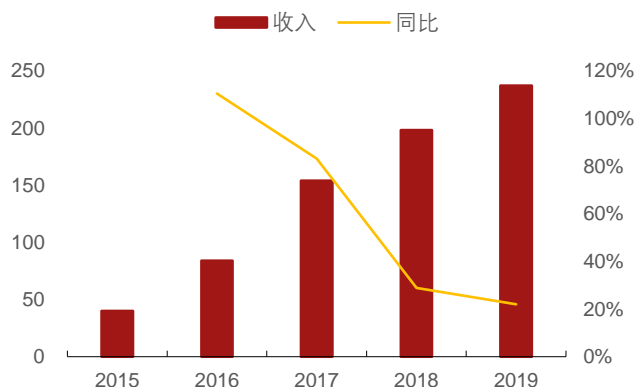
图 1：东山精密历史沿革



资料来源：公司公告，招商证券

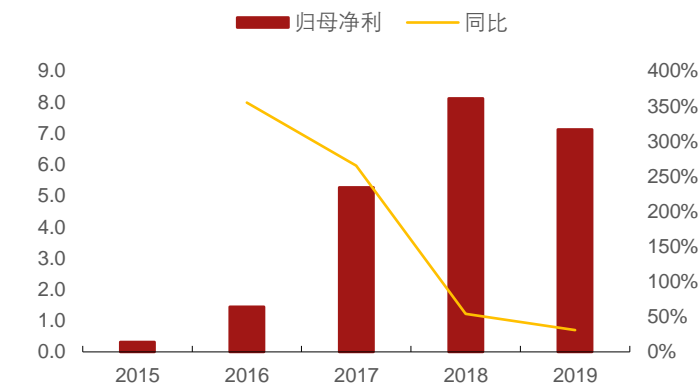
公司依靠内生和外延并购实现快速成长。2015-2018 年，公司营收和归母净利润复合增速幅度较大，主要来自于 2016 年并表 MFLX；2019 年公司实现营收 237 亿，同比增长 19%，实现归母净利润 7.12 亿，同比-12%。

图 2：2015-2019 年东山精密营业收入（亿元）及同比



资料来源：wind，招商证券

图 3：2015-2019 年东山精密归母净利润（亿元）及同比



资料来源：wind，招商证券

公司主营业务分为五大类：FPC、RPCB（HDI）、LED 封装、LCM&触控模组和通信结构件等。其中：

PCB：iPhone、iPad、AirPods、特斯拉、国产手机等终端应用；2019 年约占公司总收入的 49%。

RPCB：Multek 为生产主体，包括手机、服务器、交换机、路由器、基站等终端应用；2018 年仅并表 3 个月，2019 年 Multek 收入约 32 亿人民币，同比略微下滑，2019 年占总收入约 13%。

LED 封装：包括各类小间距以及 LED 封装，2019 年该业务占总收入约 10%。

LCM&触控模组：2019 年已剥离部分，保留部分主要为 FPC 业务做研发和销售配套，2019 年该业务占总收入约 16%。

通信结构件：包括 4G 传统天线、滤波器、陶瓷介质滤波器（艾福）等，2019 年占总收入约 11%。

表 1：东山精密营收结构（亿元）

	2016	2017	2018	2019
FPC	19.7	63.9	88.0	115.0
RPCB			14.3	31.0
触控面板及 LCM 模组	15.5	34.3	47.0	38.2
LED 及其模组	25.9	32.8	25.9	24.3
通信设备组件及其他	22.4	22.2	22.0	25.7
其他业务	0.6	0.6	0.9	0.7

资料来源：wind，招商证券

毛利率方面，2019 年开始 PCB 业务毛利率包括软板和硬板，自 2017 年收购 MFLEX 以来，公司 FPC 业务利润率持续改善，体现了公司对于外延资产的整合能力。当前公司 FPC 业务毛利率相比鹏鼎仍有小幅追赶空间，硬板业务 2018 年收购 Multek 以来持续处于整合期，随着订单导入稼动率的提升，Multek 毛利率也有望恢复到行业平均水

平、对整体 PCB 业务毛利率带来贡献。公司 2019 年 PCB 业务毛利率同比下降是因为收购 multek 全年并表、处于资产整合期的影响。

非 PCB 业务毛利率方面，随着资产的剥离、优化，以及行业的整体回暖复苏，该等业务毛利率也有望企稳。

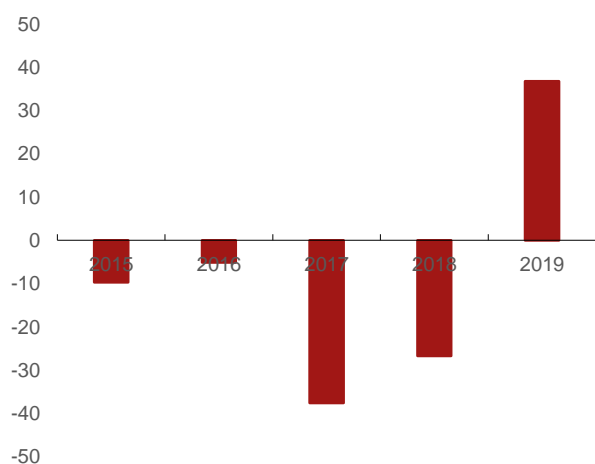
表 2: 东山精密各业务毛利率 (%)

	2016	2017	2018	2019
综合毛利率	12.1	14.3	16.0	16.2
PCB	13.3	13.5	18.4	17.4
触控面板及 LCM 模组	4.9	12.2	10.6	11.3
LED 及其模组	8.7	13.9	14.2	14.4
通信设备组件及其他	18.5	18.6	17.5	18.3

资料来源: wind, 招商证券

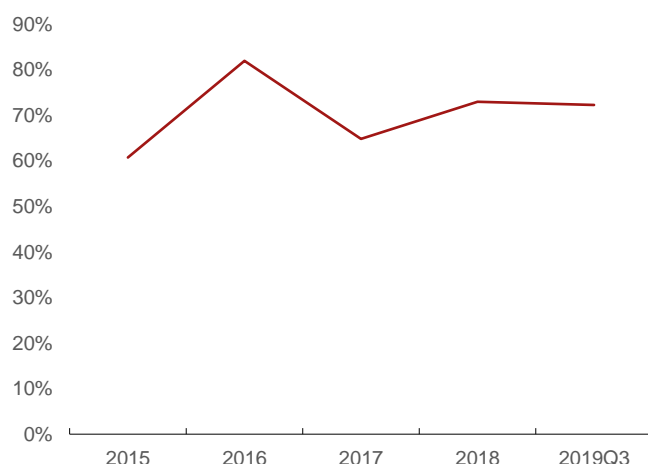
因为收购产生的财务费用、以及相应业务维护的资本开支等原因，公司 2017-2018 年自由现金流有一定压力，随着收购的逐步完成、业务线客户的导入、资本开支针对性和回报率的提升，以及核心 PCB 业务造血能力的加强，公司 2019 年自由现金流大幅改善；杠杆率方面，为了达成收购和维护公司的日常经营扩张，公司资产负债率也略高于行业平均水平，随着战略股东的引入以及后续增发融资落地，公司负债率也会逐步下降到相对正常的水平。

图 4: 东山精密 2015-2019 年自由现金流



资料来源: wind, 招商证券

图 5: 东山精密 2015-2019 年资产负债率



资料来源: wind, 招商证券

2、股价复盘及近几年业绩不达预期原因梳理

公司股价经历了三波大幅上涨区间：2013-2015 相对收益；2016-2017 相对收益；2019 至今）均来自于拓展到前景更好或市场认可度更高的新产品线后的内生增长。当前时点主要是 Mflex 与 Multek 作为核心业务（占当年利润 90%+）驱动公司实现 2020-2021 年新一轮上行周期。

阶段一（上市-2012 年底）：绝对收益与相对收益为负

公司上市初期这一阶段，扩张较为激进。虽然营收相比上市前仍然在增长，但是由于通讯市场竞争加剧与一系列经营问题，导致盈利能力持续下滑，2012 年多家公司计提亏损，达到了业绩低点。

阶段二（2013 年初-2015 年中）：绝对收益与相对收益为正

2012 年业绩较低之后，2013 年公司新产业基地建成并实现扭亏，市场对公司未来在 LED 产业链的前景变得乐观。2014 年当时有较好前景的 LCM 业务开始贡献利润，并收购了触控模组企业牧东光电，内生+外延增长模式符合当时市场的偏好，在 14-15 大牛市过程中体现了较大的股价弹性。

阶段三（2015 年中-2017 年底）：绝对收益与相对收益为正

股灾中期停牌筹划杠杆收购 MFLX，复牌后由于收购 MFLX 体量较大，使得公司顺利成为市场较为稀缺的苹果产业链核心标的，跌幅较小。东山对于 MFLX 的经营改造顺利，并且投资了盐城基地进行扩产，体现了较好的前景，2017 年的电子股估值上行过程中取得了大幅增长，股价超过了 2015 年牛市顶点。

阶段四（2018 年初-2019 年初）：绝对收益与相对收益为负

2018 年以来，由于市场对消费电子（特别是手机产业链）增长前景停滞的担忧以及贸易摩擦的影响，风险偏好降低。整个电子板块估值下滑严重，东山精密作为前期弹性较大的标的，目前跌幅达到 60%以上。这一过程中公司完成了以下几个动作：1）收购美国技术顶尖的 PCB 生产商 Multek，2）完成剥离 TP 及 LCM 模组，LED 产品等盈利性较差的业务，3）盐城基地投产。

阶段五（2019 年初-至今）：绝对收益与相对收益为正

2019 年 2 月份流动性驱动电子板块整体估值触底反弹，同时公司年初计提部分暴风统帅坏账，业绩低预期后市场解读为利空落地；19Q3 季度市场对电子板块情绪较高，主要源于对部分核心标的 19Q3 业绩以及 20 年消费电子大年的乐观展望；期间受台湾产业界关于 Dock 料号的传闻影响，股价短期波动。19Q4 公告暴风统帅剩余坏账和股权投资计提，市场解读为利空落地；20Q1 在新冠疫情影响回调后跟随电子板块上涨，并受益苹果链 20 年受损程度好于悲观预期、上修半年度业绩，及后续 5G 景气周期驱动下的增长潜力。

图 6: 东山精密历史股价复盘



资料来源: Wind, 招商证券

公司 18-19 年业绩不达预期, 主要是因为前期历史遗留坏账的计提和投资损失的确认。如 2019 年度计提资产减值准备的范围包括应收账款、其他应收款、存货、长期股权投资等, 合计计提资产减值准备 5.8 亿元。

其中, 应收账款方面, 账面价值一共 5.18 亿元, 按规则共计提 4.35 亿减值准备; 其他应收款 9.92 亿元, 按规则共计提 -531 万减值准备; 存货共 45.5 亿元, 按规则共计提存货跌价准备 1.13 亿元; 长期股权投资 8360 万元, 按规则共计提存货跌价准备 3806 万元。该次计提减少公司 2019 年度营业利润约 58147.98 万元。2019 年公司 PCB/FPC 业务净利润约 12-13 亿元, 计提减值后利润仅剩约 7 亿元。

表 3: 2019 年度计提资产减值准备明细

项目	总额	本期计提金额
应收账款	518424	43506
其他应收款	99201	-531
存货	455038	11367
长期股权投资	8630	3806
合计	-	58148

资料来源: 公司公告, 招商证券

此外 2019 年公司还对持有的暴风智能 11.02% 股权的公允价值进行了确认, 将其公允价值确认为 0, 公允价值变动金额为 -35000 万元。事件回顾如下:

2017 年 12 月，公司对暴风智能增资 4 亿元，持有暴风智能 11.02% 股权，并确认为可供出售金融资产，截至 2018 年 12 月 31 日，公司对暴风智能的股权投资账面价值 3.5 亿元。

2019 年 1 月 1 日起，公司执行新金融工具准则，公司对暴风智能的投资并非为了短期交易、不存在短期获利模式、并非衍生工具，对于暴风智能而言是权益工具而非负债，因此，公司对暴风智能的投资属于“非交易性”和“权益工具投资”。公司根据准则规定将该投资指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，报表列示科目由“可供出售金融资产”重分类至“其他权益工具投资”。

截至 2019 年末，由于暴风智能处于停产状态，并进行了人员清算，且未有改善迹象，经审慎评估，公司将暴风智能 11.02% 股权公允价值确认为 0 万元。暴风智能 11.02% 股权的公允价值与账面价值的差额 -3.50 亿元计入其他综合收益。本次其他权益工具投资公允价值变动将减少公司 2019 年度其他综合收益 3.50 亿元，减少公司 2019 年末所有者权益 3.50 亿元。

3、为什么在这个时间点重新梳理东山精密的逻辑？

业务结构角度看：公司业绩成长来源于自有+收购优质资产的改善能力，这种增长模式的市场印象欠佳，但是从 MFLEX 历史表现和管理层能力来看是超悲观预期的；19 年开始公司绝对重心基本在 Mflex+Multek 两块质地较好的 PCB 主业上，LED/通讯结构件等老业务基本没有新增投入，随 EPS 改善市场对于公司质地认知有望逐步改善。

基本面角度看：iPhone 产业链历经新冠疫情扩散导致的需求预期下行后，市场对于苹果悲观预期一致，但 4 月份供应链补库存、5 月下旬以来 iPhone 11 及 SE2 补单、以及苹果加强线上促销为 6 月提供支撑。Q3 来看，虽手机新品量产有所延后，但欧美疫情后需求复苏，且公司份额提升、非手机需求景气延续等亦增加了 Q3 能见度，公司目前接单亦反应 Q3 能见度提高。而我们较为看好苹果自今年秋季后的新品周期，包括 iPhone 5G 大改版、新一代 Watch 以及后续 Mini-OLED 版 iPad 等，加上苹果整体促销和拉货力度增强，将驱动供应链新一轮成长，考虑公司在苹果链 FPC 份额相对龙头还有一倍空间，其软板业务具备一定增量弹性。硬板方面，公司在近期招标中初步拿到份额，且后续有望受益海外 5G 建设的推进，以及手机等终端主板 HDI 需求的改善；其次 Multek 业务历经 19 年调整优化，20 年利润率有望一定程度上得到恢复。

财务角度看：公司过去 1 年一直在努力解决高杠杆/质押/高财务费用及暴风统帅坏账问题，坏账计提利空已经落地，高杠杆/高财务费用等问题有望于 20 年增发等落地后进一步缓解，考虑 21 年苹果链趋势向上，市场对此类“质地+EPS 改善”标的有望给与更高关注度。

二、FPC：苹果景气周期驱动，品类和份额望逐步扩张

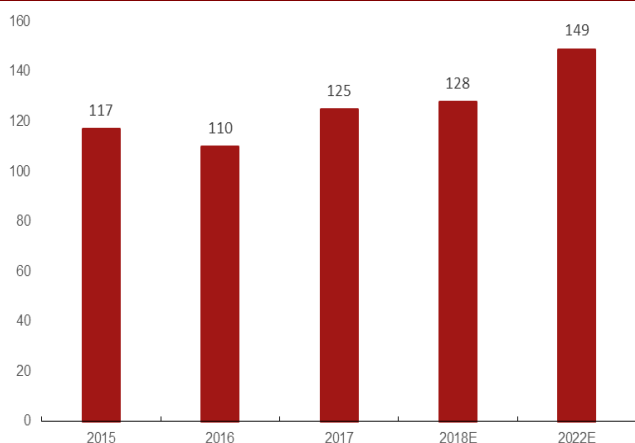
1、苹果引领创新，FPC 高端需求持续增长

据 Prismark，2018 年全球 FPC 市场规模 128 亿美元，预计到 2022 年达到 149 亿美元，CAGR=3.5%。如果算上 SMT 价值量，全球 FPC 市场可能接近 200 亿美元。

需求来源来看，客户角度，全球 FPC 市场其中约一半为苹果采购，四分之一为三星采购，其余为 HOVM+其他电子领域。终端层面，全球约 70%-80%以上的 FPC 需求来自手机，平板、汽车、可穿戴等组成剩余部分。

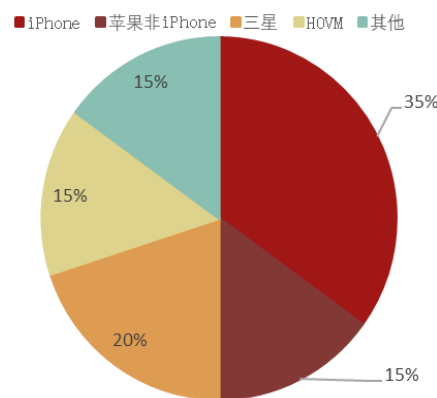
其中，苹果的 FPC 用量远大于安卓的原因主要是单机 ASP 和旗舰机销量的差异。从单机 FPC 总价值量来看，考虑苹果单机搭载的 FPC 数量是国产机的 2 倍以上，且其 FPC 单位面积价格是国产机的 2-3 倍或以上，那么其单机 FPC 价值量就是国产机的 4-6 倍。产业调研了解，iPhone 手机 FPC 单机价值总量约为 35-45 美元，而国产手机约为 7-8 美元。此外，两个阵营旗舰机的单型号销量也有很大差异。

图 7：全球 FPC 市场规模（亿美元）



资料来源：Prismark，招商证券

图 8：FPC 下游市场结构



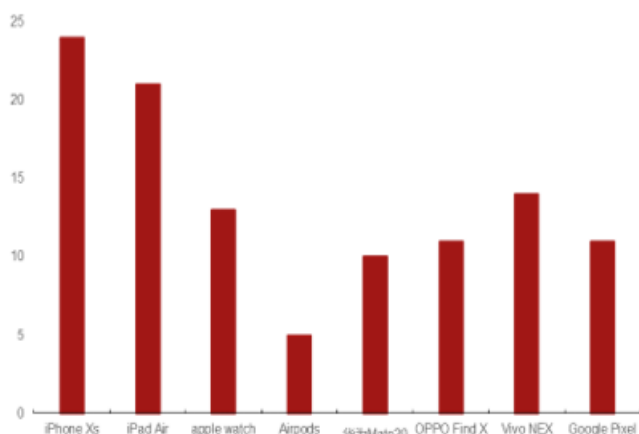
资料来源：产业调研，招商证券

智能机普及后，苹果对 FPC 行业有绝对的话语权，引领行业创新发展，因此全球龙头 FPC 厂商基本都是苹果 iPhone 供应商（日-韩-台）。苹果作为 FPC 最坚定的导入者，从初代 iPhone 就应用了 FPC 天线，此后历代革新——指纹识别、双摄、OLED、无线充电、类载板、LCP 天线都通过 FPC 来实现，不断提高 FPC 的市场空间。FPC 是消费电子中少有的持续稳定或提升 ASP 的行业，且格局不断优化，是消费电子的优质赛道之一。

过去几年的发展趋势来看，苹果手机/平板/笔记本和可穿戴产品对 FPC 使用量持续增加。从单机使用条数来看，iPhone 的用量是国产手机的 2-3 倍。产业调研了解，iPhone XS (Max) 约搭载了 23-25 条 FPC，而对应的华为 Mate20 (pro) 系列只有约 10-12 条，OPPO、vivo、Google 的旗舰机产品的单机使用数也不超过 15 条。

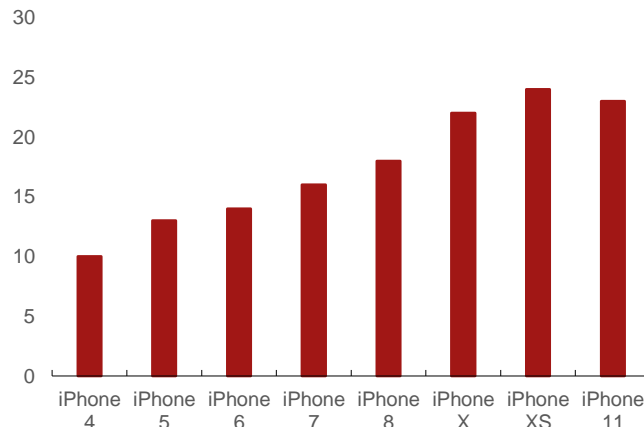
此外，苹果的平板、耳机、手表产品也搭载了一定数量的 FPC，其中 iPad Air 约 21 条，iWatch 约 13 条，AirPods5 条，这些都是年销量千万级以上的单品，且耳机和手表销量还有较大提升空间。

图 9: 各种智能终端 FPC 条数对比



资料来源: Prismark, 招商证券

图 10: iPhone 历代使用 FPC 条数



资料来源: 产业调研, 招商证券

在数量上, 软板在终端空间有限的情况下, 作为连接器的优势显著, 不存在被替代的风险。5G 未来驱动的硬件创新周期, 折叠屏、AR/VR、可穿戴、车联网, 大型需求增多有望提升 FPC 的市场天花板。

在结构上, 终端功能创新的背景下, 集成度显著提高, FPC 层数+精度提高→驱动壁垒提高+ASP 提升。5G 高频高速需求下, 材料+精度提高→驱动壁垒提高+ASP 提升

表 4: FPC 的特性及优点

FPC 特性	具体优点
可挠性、体积小、重量轻	相同载流量下, 与刚性 PCB 相比, 重量减轻约 90%, 可节省空间 60-90%
可弯曲	实现三维组装
低成本	端口连接、更换方便、设计简化、减少线夹和固定件
热量散发路径短	可有效提升散热性能
电气参数设计可控性	可控制电容、电感、特性阻抗、延迟和衰减等

资料来源: 招商电子整理

2、FPC 赛道两级分化, 苹果链格局边际优化

(1) 苹果供应商是 PCB 主要玩家, FPC 行业集中度高于 PCB

因为苹果赛道良好的赚钱效应, 全球前 20 PCB 企业中苹果供应商超过一半, 前三全是苹果核心供应商。某种程度上来说, 成为苹果供应商是成为全球头部 PCB 企业的主要路径, 苹果是该等企业扩张的主要推动力之一。

表 5: 2018 年全球前二十 PCB 企业 (百万美元)

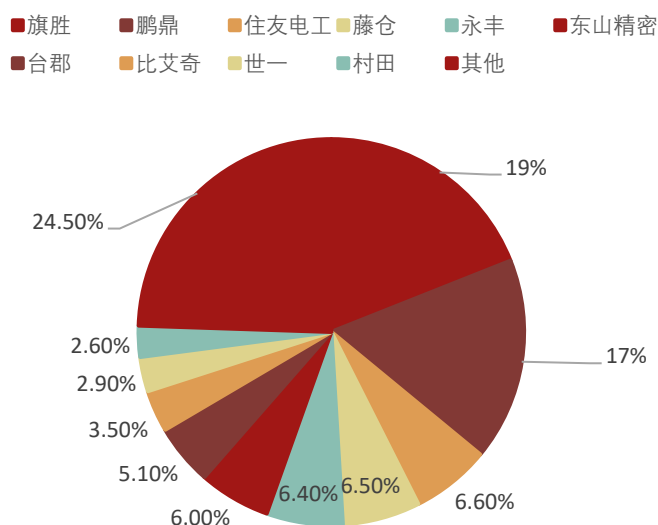
排名	公司	英文名称	地区	2018	2017	2016	2015	2014
1	鹏鼎	ZDT	台湾	3911	3590	2554	2701	2506
2	旗胜	Nippon Mektron	日本	2856	3323	3212	3591	3154
3	迅达	TTM	美国	2847	2658	2533	2525	2376
4	欣兴	UMTC	台湾	2620	2240	2036	2113	2144
5	健鼎	Tripod	台湾	1727	1510	1351	1368	1400
6	华通	Compeq	台湾	1681	1778	1415	1395	1116
7	三星电机	SEMCO	韩国	1346	1284	1140	1344	1551
8	东山精密	M-Flex	大陆	1308	967	495	637	632

排名	公司	英文名称	地区	2018	2017	2016	2015	2014
9	奥特斯	AT&S	奥地利	1202	1093	876	844	829
10	瀚宇博德	PSAPCB	台湾	1186	1094	983	825	958
11	藤仓	Fujikura	日本	1155	1099	824	819	563
12	深南电路	Shennan Circuit	大陆	1145	842	693	566	528
13	揖斐电	Ibiden	日本	1083	973	951	1297	1455
14	名幸	Meiko	日本	1074	947	869	788	828
15	沪士电子	WUS Group	台湾	999	847	723	737	750
16	南亚电路板	Nan Ya PCB	台湾	955	876	905	944	1154
17	住友电工	Sumitomo	日本	945	1134	1099	1616	1279
18	信泰	Simmtech	韩国	917	832	772	663	632
19	大德集团	Daeduck	韩国	900	882	828	923	1215
20	台郡	FLEXium	台湾	884	853	595	570	430

资料来源：Prismark，招商证券

就 FPC 单一细分市场来看，市占率超过 10%的目前仅日本的旗胜和中国台湾的鹏鼎，日本住友、藤仓，韩国永丰，中国东山精密，中国台湾台郡等市占率均是 5%-7%之间。其他像村田等仅是涉足细分料号的企业，扩张能力和意愿不强。FPC 行业 CR3=43%，显著高于 PCB 行业整体水平（15%）。此外，该企业几乎全部都是苹果供应商。

图 11：2018 年全球 FPC 市场各公司份额



资料来源：Prismark，招商证券

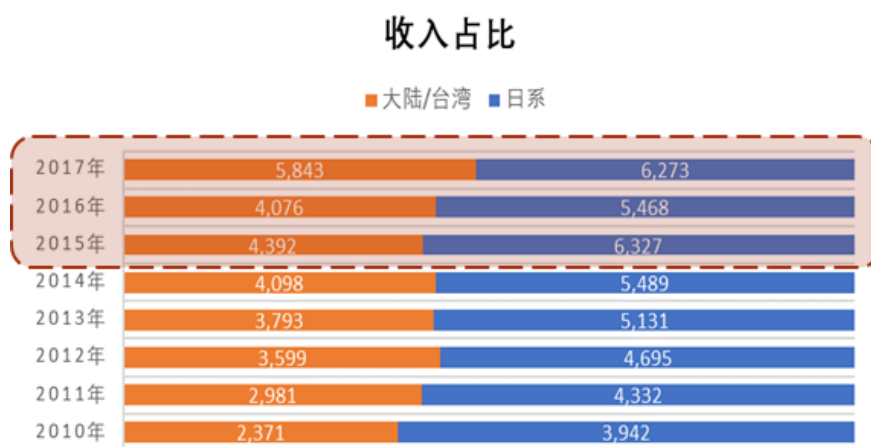
(2) 苹果 FPC 赛道有较大领先性，且格局进入收缩集中期

苹果 FPC 赛道背后隐含着生产加工技术难度高、投资门槛高、产能配套要求高、SMT 打件要求高等核心壁垒。非苹果供应商目前跟苹果体系内企业还有很大差距。我们认为苹果对于 PCB 供应商来说是首选赛道，上游的 PCB 供应商只有切入到苹果供应链才能从技术上长期保持在行业前沿、从业绩上依靠苹果的创新驱动和单品销量驱动持续突破前期营收和利润天花板，而 FPC 方面现有的苹果供应商在技术、产能规模、投资能力、SMT 打件能力上都对非苹果供应商有较大优势，短期苹果 FPC 供应链不会有明显新进入者，且格局正呈现收缩集中趋势。

高端 PCB 的行业属性是注重研发和投资的，具体参与的时点和节奏很重要，在行业下行期扩张会有较大的业绩压力，最好的情况是在行业仍有上行动力，同时又现有竞争者又逐步淡出的时候扩张。当前的苹果 FPC 赛道正处于日企经营不善逐渐转换方向的节点，对于东山来说既能享受行业增长红利，又能享受格局优化红利。

2016 年为苹果软板赛道的一个分水岭：因苹果自身手机创新幅度小、销量不佳，该年大部分软板供应商均盈利性下降，软板企业的盈利能力和投资决策等开始出现显著分化。日系逐步掉队，其苹果业务盈利性降至冰点后续几年持续未能复苏，且开始谋求业务转型，布局车载等市场，同时缩减投资，如果没有持续投资，就会跟不上苹果的技术迭代和产能配套要求，份额的下降成为必然。据产业调研了解，住友等日企已经在加速退出苹果体系。

图 12：苹果软板市场各地区厂商（按属地）比例



资料来源：招商证券整理

日企的退出也伴随着强势企业的扩张，如龙头之一鹏鼎开始追求自身经营的改进，大力投入自动化产线，提升规模效应，经过几年努力成为全球第一，且苹果内份额仍有提升空间。而东山精密也在盐城投入全球最大的单体 FPC 工厂，大力推进自动化，份额提升速度不低于鹏鼎。我们认为后续苹果体系内 FPC 的日企退出份额、创新增量份额大部分将归为鹏鼎、东山所有，因为目前鹏鼎是 iPhone 软板厂商中扩张意愿与能力最强的厂商，而苹果的软板目前 8 家供应商，是最分散的零部件环节之一，苹果后续的意愿可能是份额逐步集中在配合意愿强的厂商。

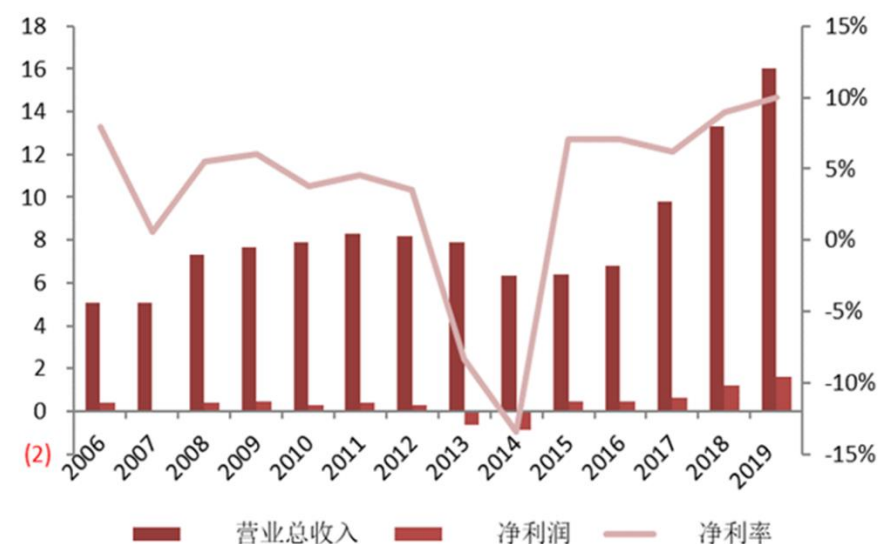
图 13：主要苹果 FPC 供应商份额展望及竞争策略

	厂商	份额展望	2018年FPC营收	2018年以后资本开支	竞争策略	备注
日系	旗胜	↓	同比下滑17.6%	集中在汽车市场	转向高毛利汽车市场	公司预计19年同比下滑3%
	Fujikura	↓	同比持平（含其他下游）		提升盈利水准	
	SUMITOMO	↓	同比下滑10%	7亿RMB包含其他下游	提升盈利水准	
韩系	Interflex	→				主要客户是韩系手机厂
	三星电机	→				主要配套三星手机及其他消费电子产品
台系	台郡	↓	持平		提升产品结构与非手机	商务关系与先进制程、自动化弱于鹏鼎和东山
	鹏鼎（ZDT）	↑	同比增长8%	每年30-40亿	继续扩张份额	
大陆	东山精密（MFLX）	↑	同比增长47%	FPC与PCB持续资本开支	继续扩张份额	

资料来源：招商证券整理

Mifex(东山)的竞争力方面,公司是美资厂商家底,技术底蕴依然在,16年被收购后,引入珠海紫翔总经理及管理团队,17年拿到 FaceID 料号,18年拿到 Dock 料号,19年主力参与 Dock+Lat(MPI)料号,且目前正在参与测试打样20年 TOF、LCP 等新产品,已经实际稳居苹果 FPC 供应商第一梯队。

图 14: MFLX 收购以来,经营情况持续好转



资料来源:公司公告,招商证券

3、东山精密望受益 21 年 5G 驱动量价齐升+利润率优化

复盘 2016 和 2019 年苹果 FPC 价格策略与公司经营情况可以看出: 1) 2016 年: 新款 iPhone 创新乏力, 苹果公司自身业绩下滑, 供应链经历历史最大程度 Cost Down。2) 2019 年, 与 2016 年不同, 虽苹果对新老料号定价依然偏小年策略, 但苹果公司财报对 iPhone 单品依赖性逐步降低。19H1 苹果手机组装设备出货量同比下滑-23%, 但供应链公司如鹏鼎、东山依靠 iPhone 端 ASP 及份额、Airpods、Watch 等可穿戴市场同比实现高增速, 有效平滑 FPC 市场需求季度性差异。

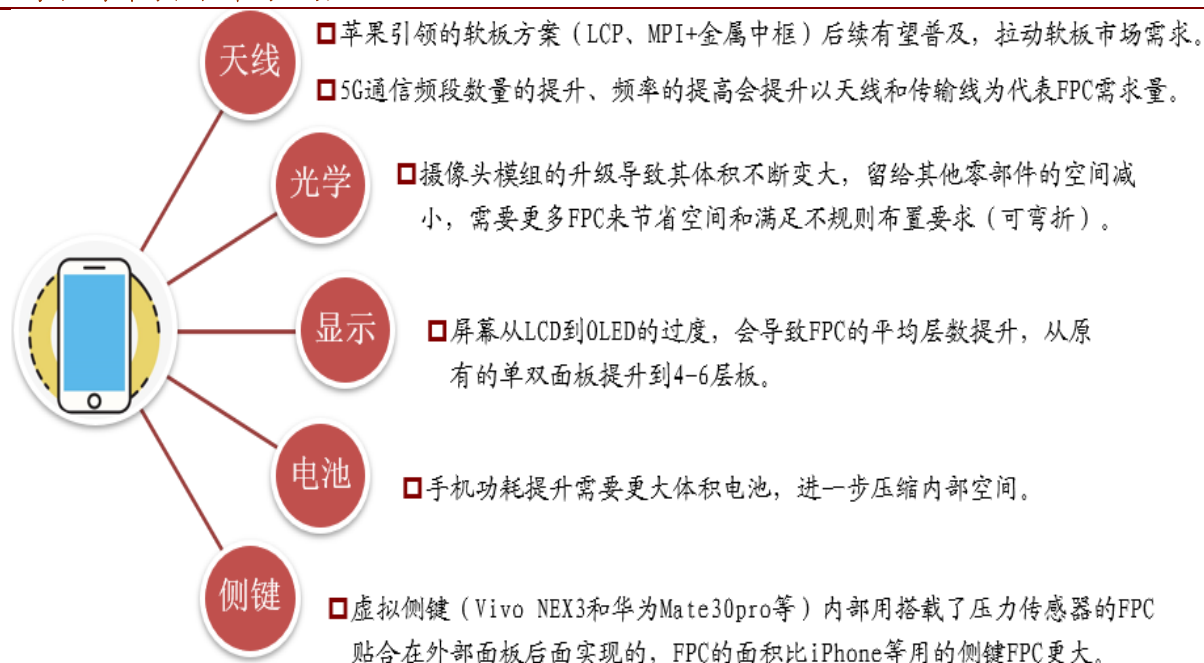
展望 2020-2021 年, 我们认为: **1) 供给端**, 暂不会出现新供应商, 新增产能主要来自于东山盐城厂区, 以及鹏鼎淮安 FPC 扩产; 行业竞争格局一直在优化中, 旗胜逐步收缩, 鹏鼎和东山双寡头几成定局。**2) 需求端**, 2020 年虽有疫情, 但 iPad/可穿戴等逆势高增长, 新款 5G iPhone 对应功能创新, ASP 继续提升, 为 20Q4 开始 FPC 市场需求提供支撑。**3) 竞争力来看**, Dock+Lat 是近几年圈内生产难度最大的核心料号, 根据在该料号上的表现, 证明东山与鹏鼎技术工艺在同一水平 (或仅次于鹏鼎), 东山还跟鹏鼎两家主力拿下 iPhone5G LCP 连接线份额, 但东山整体份额提升空间更大。

从成长驱动力来看, 产品出货量与 ASP 为核心指标, 行业依赖苹果, 三星+华为, 高端产品的创新和销量拉动。

FPC 是成长性行业, 依赖高端消费电子市场。FPC 是十年来线路板增长最快的品类, 主要是受到 A 客户产品驱动, 以智能机为代表的消费电子市场高销量和“轻薄短小”创新趋势带动 ASP 提升。

市场需求主力依然在苹果（iPhone 为绝对主力），延伸来看，主要在于 A 客户产品线（iPhone、Airpods、Watch、Pad 等）+华为三星（P、Mate、S、Note）等高端消费电子市场，回顾过去 3 年，产业链公司成长驱动力可拆解为：A 客户 iPhone 端 ASP 提升（出货量 2 亿上下波动）+非 Phone（安卓及可穿戴）量提升、ASP 增长。

图 15：手机创新对软板市场驱动



资料来源：招商证券整理

历史表现来看，苹果链及东山自身上下半年季度稼动率，利润率波动较大。iPhone 产品贡献营收大部分、iPhone 在下半年发布，因此 FPC 厂商通常上下半年净利率差距非常明显。但公司成功进入 iPad、Airpods、Watch 等可穿戴产品供应体系，受益于产品爆量，19H1/20H1 公司季度稼动率同比平滑，在 iPhone 备货没有显著增长情况下，东山于小年淡季实现稼动率提升。

Airpods、iPad、Watch、汽车等新品于公司正向影响更重要在于平滑季度周期，提高资产周转效率。展望 2021 年及以后，苹果 iPad、可穿戴产品、汽车 FPC 等产品，对于 FPC 厂商的贡献并非仅限于销量提升带动订单量提升，而是对于重资产公司全年稼动率节奏的平滑性，从而使得公司整体利润率及 ROE 提升至更高水平。

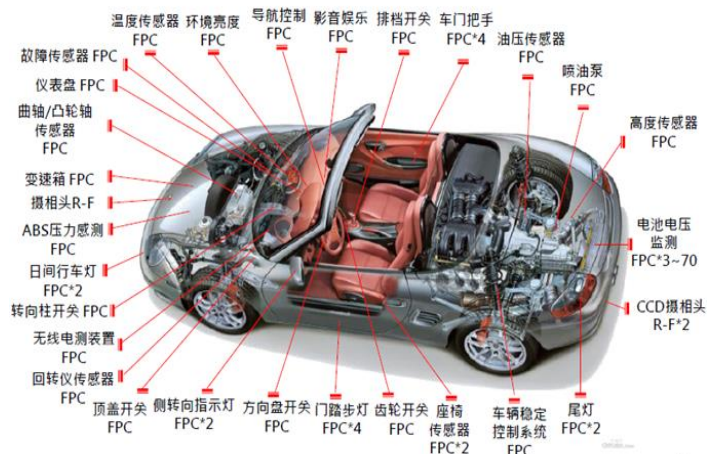
图 16: Apple watch 软板拆解图

Apple watch series 4 –SLP*1 FPC*13



资料来源：鹏鼎，招商证券

图 17: 汽车 FPC 拆解图



资料来源：鹏鼎，招商证券

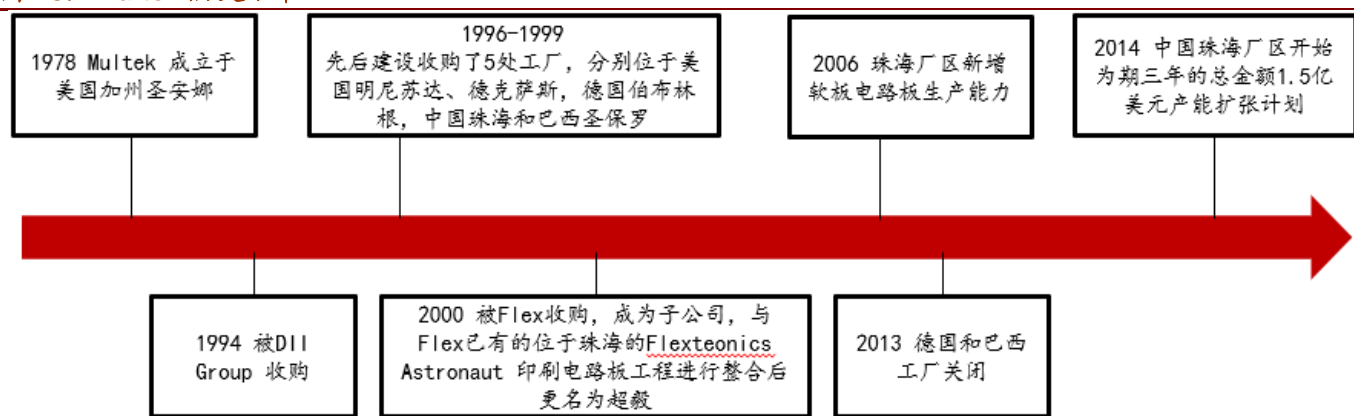
此外，公司 2021 年有望切入日韩企业把控的显触料号等，盐城新一期厂房也有望在今年投放，将公司软板产值带上新的台阶。总体上公司软板业务的收入驱动力来自三个方面：新老机型料号 ASP 和份额的提升、21 年开始 iPhone 手机量的复苏、非 A 业务的增长。在产品结构优化和淡旺季稼动率平滑的背景下 MFLX 利润率有望进一步上行。

三、RPCB：卡位数通+HDI 赛道，盈利能力望逐步改善

1、Multek 是海外高端 PCB 资产，望复制 Mflex 整合成功先例

Multek 是海外相对优质的线路板资产，收购前为美国仅剩 2 大高端硬板厂商之一（另一家为 TTM），其优势在于复杂工艺技术储备及海内外客户资源。技术路径与沪电、深南类似（通信类高多层板），定位 PCB 中企业级利基市场，技术壁垒高。

图 18: Multek 历史沿革



资料来源：招商证券整理

公司电信设备客户包括思科（高级别认证）、诺基亚、阿尔卡特、IBM、爱立信、华为（19Q4 招标通过，预计 20Q2 起量供货）；消费电子客户包括摩托罗拉、三星、小米、联想、谷歌、魅族；可穿戴设备客户有 Fitbit 等。

表 6: Multek 主要客户整理

客户	行业
诺基亚	电信设备
爱立信	电信设备
小米	消费电子
三星	消费电子
思科	电信设备
福特	可信解决方案
谷歌	消费电子
摩托罗拉	消费电子
安捷伦	工业
微星科技	消费电子

资料来源：产业调研，招商证券整理

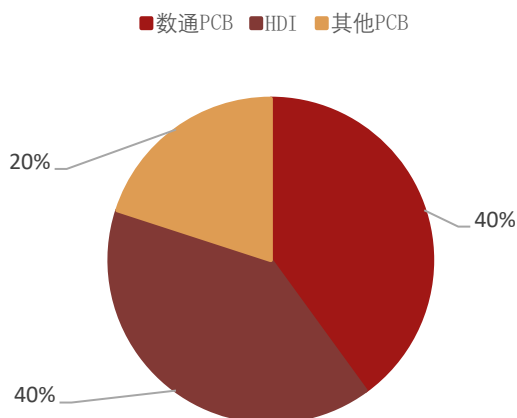
我们认为 Multek 产能高端，但历史盈利性较差原因包括：1）母公司（FLEX）费用分摊：2016、2017 年分摊总部费用 483、434 万美元；2）管理服务费用，每年承担约 1000 万美元的 FLEX 管理服务费；3）低稼动率运营，Multek 资产对应总产值达 8 亿美金，并购前 3 年收入基本维持 4.5~5 亿美金，6 成稼动率，且瓶颈工序、冗余工序较多。4）管理经营不善，海外管理层运营大陆工厂，资源内耗严重，接单混乱，中低端产品与高端混合，经营效率低下。

据我们产业调研了解，Multek 的出售背景是 Flex 的“去制造化”，PCB 占其业务体量较小，公司从 2010 年开始关闭海外 PCB 工厂。东山此前是在低点并购 Multek，因对方具备优质客户资源及技术储备，但差在管理，而东山具备成功整合海外资产的经验，并购期间连续 2~3 年产值下滑，盈利性较差，带来良好收购价格。

回顾 Mflex 成功整合先例，主要是整改提升后业务盈利性和收入的回生，并树立了较好业界口碑，也积累收购整合外资工厂成功经验。Mflex 的成功基础是：1）人才，原旗胜紫翔管理团队入驻。2）技术积淀深厚，美资厂商技术底子仍处第一梯队。3）行业，Mflex 赶上苹果 FPC 2017 年新一轮大创新 ASP 升级，得以表现证明自身能力。

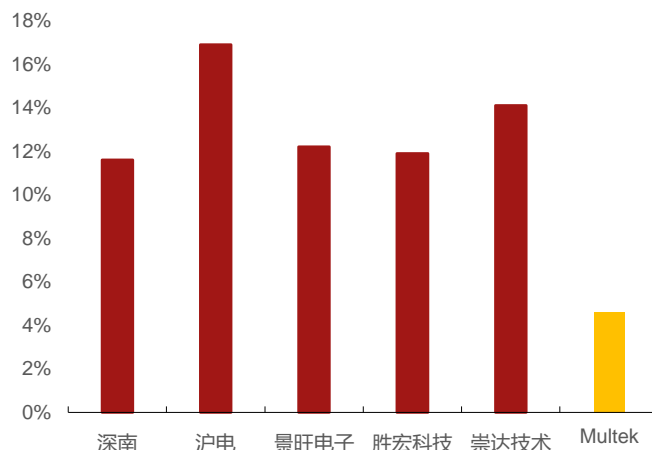
而反观 Multek，1）人才方面，紫翔团队，日企风格，稳扎稳打，精细管理。2）技术积淀深厚，美资优质 PCB 企业。3）行业，5G 设备（高多层）及终端（HDI）爆发前期，通过华为认证切入，且海外客户基础好，成长潜力大。综合以上几个关键点来看，公司实际上具备成功整合 Multek 并发挥更多效用的基本条件。

图 19: Multek 目前的产品结构



资料来源：公司公告，招商证券

图 20: PCB 净利率对比（2019）



资料来源：公司公告，招商证券

2、以沪电为例，高层 PCB 三大盈利要素为产品结构、周转率、良率

经过历史复盘我们认为影响高层板 PCB 工厂利润率的三大要素为产品结构、固定资产周转、良率。产品结构方面，主要是工厂产线与订单的匹配度，高端订单如果跟产线得到高效匹配那么产品可有一定利润弹性，如沪电的青淞工厂；固定资产周转方面，当行业景气周期上行、稼动率提升后，产线的固定成本的摊薄效应将变得显著；良率方面，长期跟随客户进行产品升级的企业在 knowhow 上有一定优势。

图 21: 不同层数 PCB 利润率

产品层数	营业收入	占营业收入比重	毛利率
单双面板	37,286.32	13.14%	17.03%
18 层以下多层板	180,273.99	63.53%	21.32%
18 层以上超高层板	66,201.67	23.33%	34.85%
合计	28,3761.98	100.00%	23.92%

资料来源：沪电股份，招商证券整理

以沪电为例，公司从起初的高盈利到回落再到恢复高盈利，期间经历了产品结构、固定资产周转率、良率三大要素的循环周期。

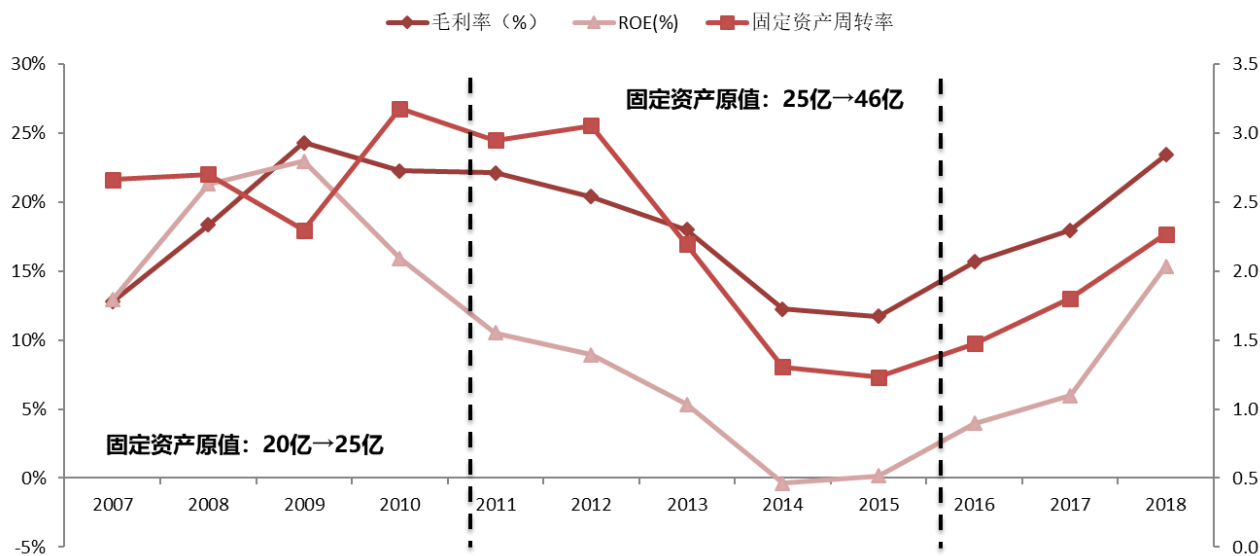
阶段一，2010 年沪电上市之前为上行通道：原因为 03-06 年投入固定资产、产线填充后稼动率提升、良效率提升的情况下，下游 advance 级订单又开始显著增加带来产品结构升级。

阶段二，2010 年后进入下行通道：搬厂期对于客户下单产生影响，无法再继续承接大规模订单来保持饱满稼动率，同时搬厂对于产线效率和良率、员工稳定性熟练性均产生影响。虽然和客户的研发配套始终延续，但搬厂也影响了公司产品结构升级的进度。在诸多因素影响下，沪电在搬迁过程中内部管理也出现了问题，产品良率下行。

2013 年开始随着新厂和青松厂在建工程逐步转固，固定资产和人力摊销的成本开始巨幅上升，公司的周转率下降幅度较大，导致企业盈利性较差。

阶段三，2016 年后重回上行通道：首先是市场认知度较低的内部管理方面，公司实际管理层在 2016 年发生变更，同时青淞厂经营策略转为类似“以产定销”的模式，根据产线特点去承接相匹配的高价订单，由于前期公司和客户的研发配套并没有延后，随着产线的稳定，人员熟练度的提升，公司的海内外客户订单开始逐步回笼，产品结构重回上行通道。此后伴随下游大客户景气度显著上升，产品结构与周转恢复幅度超预期。

图 22：沪电股份盈利水平的三个阶段复盘



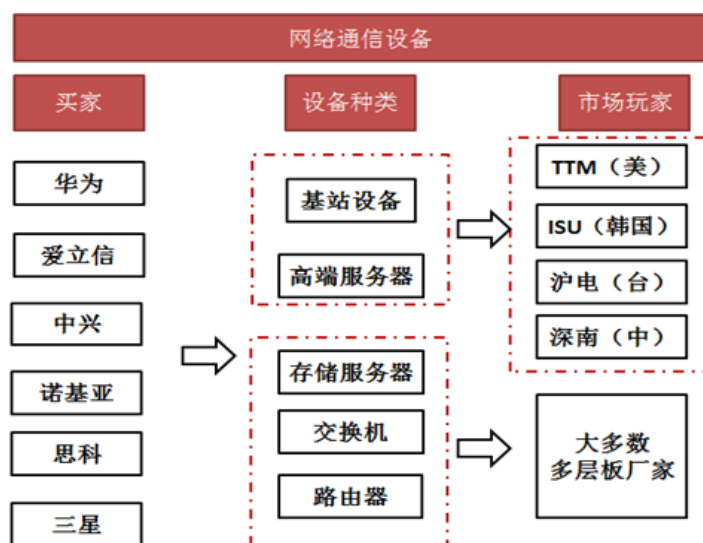
资料来源：公司公告，招商证券整理

通过复盘沪电股份盈利能力的三个历史阶段，我们认为东山精密（Multek）目前所处的阶段类似于沪电的搬厂后期，即 2015 年前后，公司去年采取了一系列产线优化、产品评估和客户整理工作，后续虽不一定能爆发出类似沪电的盈利弹性，但盈利能力改善值得期待。

3、Multek 新进入通信 PCB 市场分食行业蛋糕，利润弹性值得期待

过去 10 年通信高多层 PCB 市场几乎没有新进入者，我们认为其竞争格局稳定的原因有：1）企业级市场 vs 消费级市场：智能手机等领域的订单规模远大于通信设备类订单，在生产管理难度、营收规模上均具有较大优势，因此 21 世纪以来做到全球领先的 PCB 巨头基本都是跟随苹果、三星等消费级客户做大。2）数通类 PCB 有周期波动，需要很深入的技术储备投入，是单独的技术体系，消费类高端公司无切入的技术和客户储备。而且通信 PCB 市场规模没有那么大，该等高端玩家也不愿意进入。再考虑现有的低多层玩家基本缺乏高多层技术储备，升级需要客户的长期扶持、产品良效率磨练，以及高昂投入。

图 23: 通信大类 PCB 市场主要客户及供应商



资料来源：招商证券整理

回顾历史我们认为 PCB 公司的增长的逻辑总体可以概括为伴随着下游景气度提升的公司产能利用率提升，同时已经完成或进入扩产周期（1-2 年）、收入产生增长弹性，假如恰逢下游行业技术升级周期（如 4G/5G），公司产品也将同时迎来单价提升。

就 Multek 而言，公司目前产能利用率仍有提升空间。19 年产值约 4.5 亿美金，实际产能可达到 8 亿美金，19 年一整年进行产能理顺，后续逐步扩产（B1 通信厂是扩产主体）。增量订单方面，19Q4 华为最新招标中，公司拿到 4G BBU 批量订单，5G BBU 与 TRX 板也进入供应序列，预计 20 年仍有增量订单。

图 24: Multek 各工厂产品结构及客户产能情况

厂区分布	产品线	下游客户	大致产能
B1	通讯基站设备，埋铜块（耐热性高）	通讯设备	25万
B2	FPC和软硬结合版	工控医疗、VR等	25万
B3	HDI	手机、消费电子、汽车	60万
B4	小批量订单	医疗、汽车等	10万
B5	通讯设备多层板	通讯设备	50万

资料来源：招商证券整理

4、卡位中高端 HDI 市场，受益行业技术迭代升级

5G 终端驱动高端 HDI 主板需求量增长，据产业调研了解，安卓大部分 5G 手机都需要用到 3 阶以上 HDI，旗舰机需要用到 AnylayerHDI。从更具备普适性的芯片端来看，高通 5G 芯片的配套需求 HDI 在 3 阶以上，其中部分高端应用也要用 AnylayerHDI 来承载。

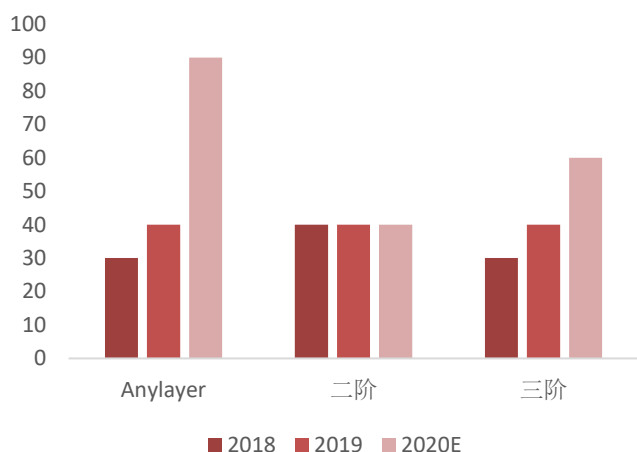
具体产品端，4/5G 移动终端主板 HDI 的升级主要包括三个方面：1）产品结构，从 4G 时代的 1-2 阶，升级到 5G 时代的 3 阶以上；2）主板 HDI 面积提升 20-30%；3）板

材线路、孔等更加高密度化，对镭射钻孔产能占用增长 100-200%，也一定程度上加剧高端产能的供应偏紧局面。

目前高端 HDI 产能集中在几家厂商手里，行业调研表示目前受到疫情影响，2020 年的高端 HDI 需求产能紧缺度下降，但疫情缓解后，5G 换机潮下高阶 HDI 需求仍有望景气。Multek19 年底进入华为手机供应链，是 AnylayerHDI 市场重要的未来潜在供应商，产品结构有望加速升级。

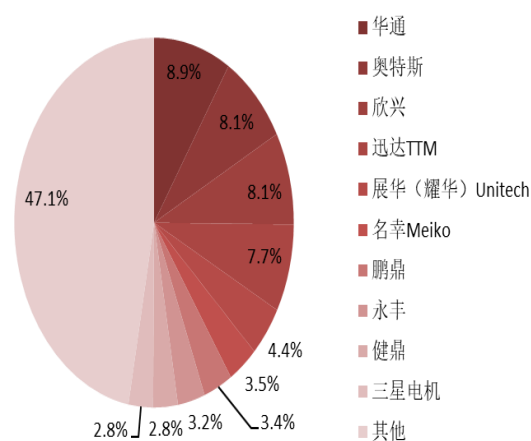
我们对于 HDI 行业的判断，总体继续维持相对景气的观点，虽然疫情影响下手机等消费电子产品销量面临一定程度下调，但 4/5G 芯片升级背景下，终端内部空间集约化趋势不改，高阶 HDI 依然是 5G 终端的必须配套产品，相对应的单价提升、供应商收敛带来利润率提升的逻辑是不会改变的。一定程度上类似于 18-19 年的通信 PCB，产品结构提升带来的供需不匹配会给高端企业带来机会。

图 25：年高端 HDI 需求



资料来源：TPCA，招商证券

图 26：高端 HDI 产能集中在华通、欣兴等行业龙头厂商



资料来源：TPCA，招商证券

五、投资建议

Mflex（FPC）方面，综合考虑手机供货软板 ASP 提升及非 iPhone 市场成长，考虑新料号增加及旧料号取消等综合影响，以及在苹果软板体系内份额提升（现有和新增料号 Mflex 作为主力二供），及 iPhone 在未来 1-2 年内 2~2.2 亿部手机备货量，Airpods/watch 在未来多年内良好成长性，及其他 pad、华为等方向上的增量营收。我们认为东山 FPC 业务每年增加收入 20-30%。

FPC 利润率方面，假设 19、20、21 年 FPC 业务净利率分别为 10%、10.5%、10.5%；并考虑 20 年盐城厂折旧仍较高，21 年开始折旧逐步下降，且 20 年所接新料号良率更稳定。

Multek（PCB）方面，测算 Multek 20、21 每年增加收入 1-1.5 亿美金，核心在于 20 年通讯板，21 年手机主板开始起量，21 年下游 PCB 需求逐步企稳回升。

PCB 利润率方面，假设 20-21 年净利率有所提升。一方面，公司产能/管理/员工层面历经 19 年调整优化，订单起量，利润率好转；另一方面，公司 16-18 年利润率过低主要

系稼动率不足（设备满产 8 亿美金，但由于厂区分部及产能瓶颈，实际仅 4.5~5 亿美金产值，60%稼动率），订单逐步景气后利润率弹性体现。

通信业务方面，考虑金属滤波器的维持出货，以及陶瓷介质滤波器的渗透率提升/价格下降以及产能扩张，中性假设 20-21 年收入增幅 20%。

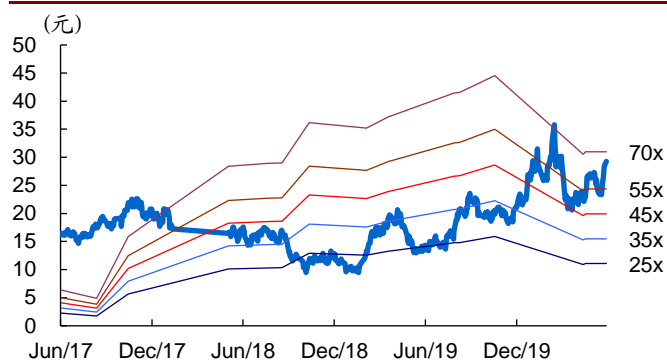
LED 业务方面，考虑行业周期性及公司自身已经较为领先的地位，假设维持稳定。

公司上修半年度业绩指引且苹果链年内需求好于悲观预期以及 21 年大年可期背景下，公司业务趋势进一步强化，而当前 28.9 亿增发已获批文，如年内募集资金到位有利于进一步降低财务费用和改善负债率。我们再度深度梳理公司的投资逻辑，预测 20-22 年营收为 268/329/375 亿，上调归母净利润至 14.4/19.9/24.6 亿，对应 EPS 为 0.90/1.24/1.53 元，对应当前股价 PE 为 32.6/23.6/19.1 倍，上调评级为“强烈推荐-A”，目标价 36 元。

风险因素：

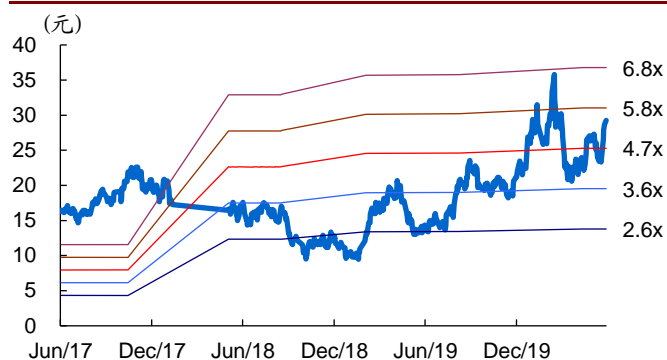
1. **大客户创新低于预期**：来自苹果收入占公司总收入约 70%，如果未来苹果产品创新力度不达预期，可能会对公司的业绩造成影响。
2. **5G 进展低于预期**：2020 年苹果将推出 5G 手机，以及各种可穿戴设备在 5G 技术逐步成熟的驱动下也将迎来爆发期，如果 5G 进展低于预期，则公司将受到影响。
3. **收购整合低于预期**：公司收购 Multek 尚处于整合期，后续效果可能会有一定的不确定性。

图 27: 东山精密历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 28: 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、《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
- 2、《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
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《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
- 6、《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
- 7、《PCB 行业月度深度跟踪报告—通信招标延续景气，高速 CCL&5G 手机主板趋势跟踪》2019/12/09
- 8、《PCB 行业月度深度跟踪报告—详解 PCB 三季报，关注通信和苹果链景气趋势》2019/11/09
- 9、《PCB 行业月度跟踪报告：通信高景气延续，把握三季报超预期主线》2019/10/08
- 10、《PCB 行业月度深度跟踪报告—景气度温和回暖，行情受 5G 扩散效应驱动》2019/09/08

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	16689	20406	22871
现金	3150	4078	2580	3097	3166
交易性投资	0	10	10	10	10
应收票据	600	91	104	128	145
应收款项	6228	5525	6259	7697	8774
其它应收款	1129	783	890	1095	1248
存货	3990	4556	5194	6351	7215
其他	1055	1452	1652	2030	2313
非流动资产	14984	15175	14242	13462	12797
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	1996	1895	1830
资产总计	31136	31670	30930	33868	35668
流动负债	18399	18380	16994	18365	18293
短期借款	9436	8831	7433	6769	5177
应付账款	7705	7970	9101	11129	12643
预收账款	59	25	29	35	40
其他	1198	1554	432	433	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	21587	22958	22886
股本	1607	1607	1607	1607	1607
资本公积金	5332	5357	5357	5357	5357
留存收益	1476	1683	2322	3880	5742
少数股东权益	21	51	57	66	76
归属于母公司所有者权益	8415	8646	9285	10843	12706
负债及权益合计	31136	31670	30930	33868	35668

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1406	2651	2928	2672	3273
净利润	811	703	1443	1991	2460
折旧摊销	925	1434	1634	1531	1441
财务费用	571	732	661	570	500
投资收益	(104)	(12)	(260)	(260)	(260)
营运资金变动	(698)	(192)	(559)	(1174)	(881)
其它	(101)	(13)	9	15	15
投资活动现金流	(5924)	(206)	(440)	(490)	(515)
资本支出	(3967)	(1095)	(700)	(750)	(775)
其他投资	(1958)	890	260	260	260
筹资活动现金流	4337	(1702)	(3986)	(1666)	(2690)
借款变动	4179	(430)	(2521)	(664)	(1593)
普通股增加	536	0	0	0	0
资本公积增加	(536)	25	0	0	0
股利分配	(536)	(803)	(803)	(433)	(597)
其他	693	(493)	(661)	(570)	(500)
现金净增加额	(182)	744	(1497)	516	69

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	19825	23553	26776	32927	37536
营业成本	16662	19708	22506	27520	31266
营业税金及附加	68	81	92	113	129
营业费用	381	433	492	626	713
管理费用	594	715	803	1054	1201
研发费用	475	775	881	1083	1235
财务费用	629	695	661	570	500
资产减值损失	(473)	(642)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收益	252	269	200	150	141
投资收益	347	263	263	263	263
营业利润	889	764	1601	2222	2753
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	1600	2221	2751
所得税	83	56	151	221	281
少数股东损益	(0)	3	6	8	10
归属于母公司净利润	811	703	1443	1991	2460

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	29%	19%	14%	23%	14%
营业利润	5%	-14%	110%	39%	24%
净利润	3%	-13%	105%	38%	24%
获利能力					
毛利率	16.0%	16.3%	15.9%	16.4%	16.7%
净利率	4.1%	3.0%	5.4%	6.0%	6.6%
ROE	9.6%	8.1%	15.5%	18.4%	19.4%
ROIC	6.0%	6.0%	10.3%	12.1%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	72.9%	72.5%	69.8%	67.8%	64.2%
净负债比率	41.3%	40.2%	33.0%	28.2%	22.3%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	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	1.0	1.1
存货周转率	4.5	4.6	4.6	4.8	4.6
应收帐款周转率	3.0	3.8	4.5	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	0.90	1.24	1.53
每股经营现金	0.87	1.65	1.82	1.66	2.04
每股净资产	5.24	5.38	5.78	6.75	7.91
每股股利	0.50	0.50	0.27	0.37	0.46
估值比率					
PE	57.9	66.9	32.6	23.6	19.1
PB	5.6	5.4	5.1	4.3	3.7
EV/EBITDA	28.1	24.2	16.9	15.3	14.1

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

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，11 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。