

公司调研点评

崇达技术 (002815)

电子 | 元件

切入 5G 赛道，结构转型迎接 PCB 黄金十年

2019 年 08 月 21 日

评级 推荐

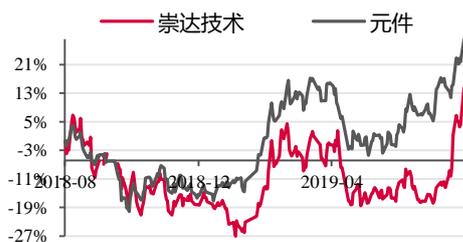
评级变动 维持

合理区间 21.44-22.78 元

交易数据

当前价格 (元)	19.29
52 周价格区间 (元)	12.76-21.70
总市值 (百万)	16098.09
流通市值 (百万)	4273.24
总股本 (万股)	83453.06
流通股 (万股)	22152.60

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
崇达技术	31.49	32.49	17.11
元件	18.85	26.96	28.08

何晨

分析师

执业证书编号: S0530513080001  
hechen@cfzq.com

0731-84779574

司岩

研究助理

siyan@cfzq.com

0731-84779593

相关报告

- 《崇达技术：崇达技术 (002815.SZ) 公司点评：收购普诺威 35% 股权，完善全品类 PCB 布局》 2019-06-03
- 《崇达技术：崇达技术 (002815.SZ) 调研点评：成本效率打造独特壁垒，迎接 PCB 黄金发展机遇》 2019-04-03

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	3102.64	3656.09	3838.90	4775.97	5766.98
净利润 (百万元)	443.90	560.57	560.40	729.96	892.87
每股收益 (元)	0.53	0.67	0.67	0.87	1.07
每股净资产 (元)	3.03	3.48	3.73	4.17	4.70
P/E	36.26	28.72	28.73	22.05	18.03
P/B	6.38	5.54	5.17	4.63	4.10

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

- **中美贸易战拖累境外中报表现，业绩增长短期承压。**2019 年上半年，公司实现营业收入 18.51 亿元，同比增长 2.02%，实现归母净利润 2.65 亿元，同比减少 5.56%。2019 年第二季度实现营业收入 9.46 亿元，同比增长 0.81%，实现归母净利润 1.41 亿元，同比减少 7.36%。自 2018 年四季度以来，归母净利润增速下行明显，2019 年一二季度连续实现负增长，主要原因是公司外销订单始终占比 7 成以上，受中美贸易摩擦升级和全球经济放缓影响，海外订单需求持续低迷，导致境外收入规模及毛利率同比下滑，2019 年上半年业绩增长乏力。
- **切入 5G 赛道，收入及客户结构积极优化。**上半年，公司顺利切入 5G 产业链，成为中兴通讯 5G 基站 PCB 的核心供应商之一；与某研究所合作的超级计算机项目完成交付；子公司三德冠积极导入国内一线面板厂商客户，大客户战略顺利推进。公司整体收入结构中，海内外收入贡献可能于近两年内呈现逐步均衡态势。
- **完善产品线布局，优秀管理能力保障业务整合。**公司先后参股三德冠和普诺威，布局 FPC 和 IC 载板技术和产线，丰富完善了高端 PCB 产品线布局。公司自转型中大批量 PCB 以来，延续了小批量 PCB 为主的经营阶段所秉持的高效制造和成本管控优势，在毛利率、ROE、均创利等指标为同行业一流水平，从已披露 2019 年中报的部分同业公司盈利表现来看，公司毛利率水平仍然领先于行业。公司在发展过程中积累了丰富的多品类产品生产管理经验，在整合三德冠的效率和效益上已得到充分体现，看好公司管理能力在业务整合和日后协同方面发挥关键作用。
- **PCB 行业“黄金十年”开启。**根据产业发展规律，行业经历一个数量级的增长一般需要十年时间，期间复合增长率为 26%。目前，PCB 产业由台湾向中国大陆的转移已走过半程，在普通硬板、低层板方面已实现国产替代和产业转移，中高端 PCB 产品话语权仍主要由日本和台湾厂商掌握。内资 PCB 厂商经过 20—30 年左右的发展，在技术和工艺上积累了丰富的经验，同时，在智能生产、精细管理方面进行了卓有成效的探索，生产效率不断提升。随着 5G 商用的进程加快，5G 无线端及数通端需求快速增长，同时 5G 在消费电子终端、VR/AR、

工业、医疗等领域的应用会带动大量的 PCB 需求。叠加环保力度逐步加强带来的行业集中度提升，国内主要 PCB 厂商凭借技术能力和成本优势将迎来业绩的快速成长期。

- **维持公司“推荐”评级。**受中美贸易战及全球经济下行影响，公司上半年海外业务收入规模及毛利率水平明显下滑，短期内海外业务经营压力将持续存在。公司凭借多年积累的高端 PCB 技术能力，上半年完成超算项目交付并成功切入中兴通讯 5G 基站供应链。新增项目在一定程度上弥补了传统业务的下滑，同时，为公司大客户战略的执行和收入结构的优化打下了坚实基础。公司先后通过参股三德冠和普诺威完善了高端 PCB 产品线，同时，公司成立以来保留并发扬了成本管控和效率管理模式为新产线的整合和扩张提供长期支持。我们看好公司能够把握 PCB 产业转移“黄金十年”的发展机遇，预计 2019—2021 年实现归母净利润 5.60、7.30、8.93 亿元，EPS 分别为 0.67 元、0.87 元、1.07 元，对应当前股价 PE 分别为 28.73、22.05、18.03X，给予“推荐”评级。考虑到中美贸易摩擦仍然存在一定不确定性导致海外业务承压明显，给予公司 2019 年底 32-34 倍 PE，对应估值区间为 21.44—22.78 元。
- **风险提示：运营商共建共享 5G 网络对 PCB 需求影响具有不确定性、5G 应用发展进度不及预期、产能释放不及预期、中美贸易摩擦走势存在不确定性风险、全球经济下行风险**

## 1 中美贸易战拖累境外中报表现，业绩增长短期承压

2019 年上半年，公司实现营业收入 18.51 亿元，同比增长 2.02%，实现归母净利润 2.65 亿元，同比减少 5.56%。2019 年第二季度实现营业收入 9.46 亿元，同比增长 0.81%，实现归母净利润 1.41 亿元，同比减少 7.36%。自 2018 年四季度以来，归母净利润增速下行明显，2019 年一二季度连续实现负增长，主要原因是公司外销订单始终占比 7 成以上，受中美贸易摩擦升级和全球经济放缓影响，海外订单需求持续低迷，导致境外收入规模及毛利率同比下滑，2019 年上半年业绩增长乏力。

图 1：过去三年单季度营收及归母净利润增速



资料来源：wind，财富证券

公司自 2016 年上市以来，营业收入与归母净利润规模稳步快速提升，过去三年营业收入复合增速为 27.67%，归母净利润复合增速为 22.07%，公司从小批量 PCB 制造起家，依靠“高品质、短交期”进入各行业全球知名厂商的供应链体系，2017 年开始凭借与全球知名客户的稳定供货关系切入中大批量 PCB 领域。公司供货比例在知名厂商中占比较低，直至转型中大批量 PCB 初期，公司的标签一直是客户及下游均衡、业务增长潜力巨大、业绩平稳快速增长。

图 2：2016—2019H1 营收规模及增速



资料来源：wind，财富证券

图 3：2016—2019H1 净利润规模及增速



资料来源：wind，财富证券

## 2 切入 5G 赛道，收入及客户结构积极优化

2019 年上半年，受中美贸易战及全球宏观经济下行影响，公司营收增速降至 0% 左右，归母净利润负增长，公司业绩进入短暂调整期。对比 2018 年和 2019 年上半年经营情况来看，境外业务毛利率从 2018 年底的 31.51% 下降至 2019 年中期的 28.85%，境内业务毛利率从 2018 年底的 25.55% 提升至 2019 年中期的 31.14%，公司整体毛利率相较于 2018 年底下降 1.16pct，境内业务的毛利率上升一定程度上弥补了境外业务盈利能力的下滑，截至 2019 年中期，境内业务收入占比 28.1%，同比增长 18.7%，较 2018 年底提升 5.59pct。公司国内市场客户结构的转变主要来自于三个方面：

**切入 5G 赛道。**上半年公司顺利切入 5G 产业链，截至 2019 年中期，公司 5G 客户包括中兴通讯、烽火通信、普天、康普、Calix 等战略客户，其中，公司成为中兴通讯 5G 基站 PCB 的核心供应商之一。现阶段公司为对中兴主要供应基站 AAU 背板，产品尺寸大，涉及多数量埋铜块及多组背钻等高阶技术，产品价值量较高。

**超算项目完成交付。**上半年与某研究所合作的超级计算机项目完成交付，公司凭借在高频高速 PCB 和高多层 PCB 领域的技术实力共获得该项目 70% 以上份额，产品主要为 22 层高频高速板，毛利率和良率均为行业较高水平，整个项目交付周期只有四个月。公司目前已布局超算项目的持续研发，为超算进一步升级需求做技术储备。

**FPC 客户导入有序推进。**公司参股 40% 的 FPC 子公司三德冠目前主要客户包括京东方、华星光电、深天马等优质客户，三德冠通过京东方间接为华为消费电子终端供货，同时三星部分订单也在积极导入中，同时也在拓展柔性屏客户柔宇科技、维信诺等。三德冠目前的客户导入一定程度上受限于产能规模，预计 2020 年迎来产能增量后，大客户结构将进一步优化。

考虑到公司海外客户受中美贸易战及全球经济下行压力影响近两年需求较为低迷，公司整体收入结构中，海内外收入贡献可能于近两年内呈现逐步均衡态势。由于公司海外客户较为分散且公司在其收入结构中占比较低，海外市场的发展仍然极具潜力。

## 3 完善产品线布局，优秀管理能力保障业务整合

公司先后参股三德冠和普诺威，布局 FPC 和 IC 载板技术和产线，丰富完善了高端 PCB 产品线布局。

公司目前持有三德冠股权比例为 40%，未来将继续收购直至控股三德冠 60% 股权。三德冠 2019 年上半年实现销售收入 5.82 亿元，比去年同期增长 18.39%，实现净利润 0.76 亿元，比去年同期增长 52.68%。三德冠上半年的业绩增长是在产能规模不变的情况下达成的，考虑到 FPC 自身的技术难度，公司能够在短期内完成对三德冠的产线整合并实现高成长性业绩贡献体现了公司成立以来积累的技术和管理能力。

公司于今年 3 月份收购普诺威 40% 股权，成为普诺威第二大股东，切入 IC 载板领域，并于近期在南通设立全资子公司，用于建设“半导体元器件制造及技术研发中心”。普诺

威产品主要面向 MEMS 麦克风封装基板市场，并于 2017 年逐步切入光传感器、加速度计等市场，主要客户为歌尔股份和瑞声科技，2018 年收入占比 60%。在 MEMS 封装基板领域，深南电路全球市占率超过 30%，客户与普诺威极为相似，深南电路通过“02 专项”以及与中科院微电子研究所的深度研发掌握了高密度封装基板的核心技术，普诺威有望复制深南电路的技术路径成为封装基板国产替代的新生力量，考虑到崇达南通的产线建设周期，预计普诺威 2021 年开始贡献业绩。

公司自转型中大批量 PCB 以来，延续了小批量 PCB 为主的经营阶段所秉持的高效制造和成本管控优势，在毛利率、ROE、均创利等指标为同行业一流水平，从已披露 2019 年中报的部分同业公司盈利表现来看，公司毛利率水平仍然领先于行业。公司在发展过程中积累了丰富的多品类产品生产管理经验，在整合三德冠的效率和效益上已得到充分体现，看好公司管理能力在业务整合和日后协同方面发挥关键作用。

表 1：PCB 行业主要上市公司盈利质量对比

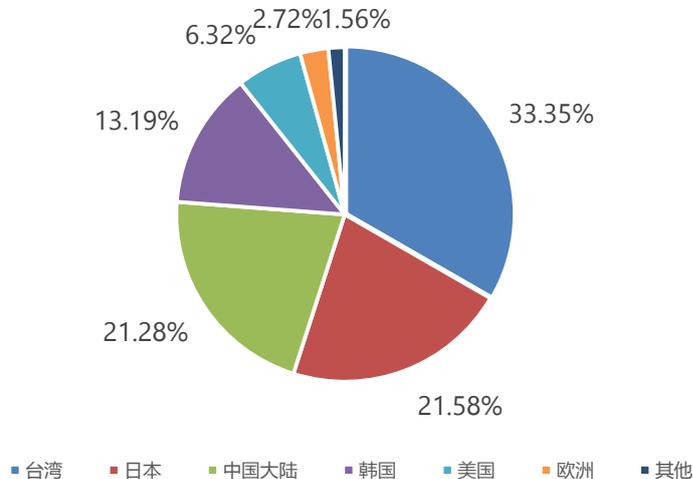
证券代码	证券简称	2018 年销售毛利率 (%)	2018 年销售净利率 (%)	2018 年加权 ROE (%)	2018 年人均创收 (万元)	2018 年人均创利 (万元)
002815.SZ	崇达技术	32.94	15.33	20.99	87.78	13.46
002916.SZ	深南电路	23.13	9.19	20.38	76.33	7.00
002463.SZ	沪电股份	23.41	10.38	15.34	76.76	7.97
002436.SZ	兴森科技	29.56	6.94	8.66	68.63	4.24
603228.SH	景旺电子	31.78	15.95	21.97	50.85	8.19
300476.SZ	胜宏科技	27.56	11.52	13.59	63.04	7.26
002938.SZ	鹏鼎控股	23.19	10.72	19.75	72.87	7.81

资料来源：wind，财富证券

## 4 PCB 行业“黄金十年”开启

2000 年之前，全球 PCB 产值的 70% 分布在欧美及日本等三个地区，2000 年之后，全球电子制造产业链加速向亚太地区转移，中国及东南亚地区增长最快。

图 4：2017 年全球各地区 PCB 行业产值占比



资料来源：中国产业信息网，财富证券

2000年至2006年中国PCB市场年均增长率达20%，远超过全球平均水平。但其主要是产地的转移，截至2017年，营收前十的公司主要是日本、台湾地区的厂商，内资企业深南电路进入前二十，因此大陆的产能主要是海外企业在大陆的产能，内资企业依然处于追赶状态，截至2017年，内资企业在全全球PCB百强企业中的产值占比为21.28%。

根据产业发展规律，行业经历一个数量级的增长一般需要十年时间，期间复合增长率为26%。目前，PCB产业由台湾向中国大陆的转移已走过半程，在普通硬板、低层板方面已实现国产替代和产业转移，从事低端制造的企业数量多，产品同质化，价格竞争激烈，但是，在柔性板、HDI板、IC载板、高频板等中高端PCB产品方面，话语权仍主要由日本和台湾厂商掌握，中国大陆厂商市场份额较低。未来十年，PCB产业将进入产业转移的后半程，内资厂商将凭借成本、效率等优势逐步抢占高端PCB的市场份额。

内资PCB厂商经过20—30年左右的发展，在技术和工艺上积累了丰富的经验，同时，在智能生产、精细管理方面进行了卓有成效的探索，生产效率不断提升。随着5G商用的进程加快，5G无线端及数通端需求快速增长，深南电路和沪电股份近两年针对5G扩产规模有限，无法完全消化国内5G建设需求，目前无线侧中低端订单向其他厂商扩展的趋势已较为明显，5G在消费电子终端、VR/AR、工业、医疗等领域的应用会带动大量的PCB需求。叠加环保力度逐步加强带来的行业集中度提升，国内主要PCB厂商凭借技术能力和成本优势将迎来业绩的快速成长期。同时，台资厂商在经过上一轮产业转移后，目前处于利润持续收窄困境，投资扩产意愿显著降低，内资厂商在中高端PCB领域将进入加速国产替代过程。

## 5 盈利预测与评级

受中美贸易战及全球经济下行影响，公司上半年海外业务收入规模及毛利率水平明显下滑，短期内海外业务经营压力将持续存在。公司凭借多年积累的高端PCB技术能力，上半年完成超算项目交付并成功切入中兴通讯5G基站供应链。新增项目在一定程度上弥补了传统业务的下滑，同时，为公司大客户战略的执行和收入结构的优化打下了坚实基础。公司先后通过参股三德冠和普诺威完善了高端PCB产品线，同时，公司成立以来保留并发扬了成本管控和效率管理模式为新产线的整合和扩张提供长期支持。

我们看好公司能够把握PCB产业转移“黄金十年”的发展机遇，预计2019—2021年实现归母净利润5.60、7.30、8.93亿元，EPS分别为0.67元、0.87元、1.07元，对应当前股价PE分别为28.73、22.05、18.03X，给予“推荐”评级。考虑到中美贸易摩擦仍然存在一定不确定性导致海外业务承压明显，给予公司2019年底32-34倍PE，对应估值区间为21.44—22.78元。

## 6 风险提示

运营商共建共享5G网络对PCB需求影响具有不确定性、5G应用发展进度不及预期、产能释放不及预期、中美贸易摩擦走势存在不确定性风险、全球经济下行风险

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438