

合理区间:25-35元

明阳电路(300739)

发行上市资料

发行价(元)	22.30
发行市盈率	22.99
参考行业市盈率	41.97
发行新股数(万股)	2772
老股东转让数(万股)	0
发行后总股本(万股)	12320

行业指数最近12月走势



进取明阳业绩骄人，深耕海外未来可期

投资要点:

● 全球市场容量可观，国内产值持续攀升

根据电子信息行业专业咨询机构Prismark Partners LLC发布的报告,全球PCB市场产值从2009年的412亿美元增长到2015年的553亿美元,未来在全球电子信息产业持续发展的带动下,预计全球PCB市场的产值将由2016年的542亿美元增长到2021年的604亿美元,年复合增长率约为2.2%。世界电子电路理事会(WECC)发布的报告显示,2011-2015年中国PCB产值从1520.97亿元增长到1669.09亿元,年复合增长率为2.35%,高于全球平均增长水平。2015年中国大陆PCB产值占全球总产值的比例达到46.6%,成为全球最大的PCB生产基地。据Prismark预测,中国PCB行业产值将从2016年271亿美元增长到2021年的321亿美元,年复合增长率高达3.4%。

● 海外深度布局，主营PCB业绩增速迅猛

公司的主营业务为印制电路板(PCB)研发、生产和销售。2016年公司实现营收8.16亿元,同比增加29.0%;公司主营业务收入占营业收入的比重在95%以上,是最主要的收入来源。同期公司扣非归母净利润为1.2亿元,同比增加110.5%;主营业务毛利率为32.83%,同比增长5.65%,毛利率提升主要得益于九江明阳投产后的规模效应以及人民币贬值的影响,在PCB行业中保持在较高的水平,符合小批量PCB厂商的行业特点,说明公司具有较强的产品定价能力以及成本控制能力,公司盈利能力较强。

报告期内公司出口销售收入占比从14年的93.9%逐年上升至17年第三季度的96.3%。公司在行业内树立了良好的市场形象,是国内PCB行业较早进行海外布局的企业,与国外众多知名客户建立了长期、稳定的合作关系。近年来PCB产业向中国转移及市场份额进一步向优势企业集中的趋势、下游领域对小批量PCB的需求不断提高。公司顺势募投加产,我们预计公司PCB业务业绩将继续高速增长。

● 盈利预测

预计公司2017~2019年EPS分别1.01元、1.16元和1.41元,考虑到可比公司的PE水平及公司的盈利增长情况,给予公司2017年25~35倍PE,对应2017年的股价合理区间为25~35元。

风险提示:人民币升值引发汇率风险;同业竞争加剧;增长不及预期。

联系信息

赵成	分析师
SAC证书编号: S0160517070001	
zhaoc@ctsec.com	
邱凯	联系人
qiuk@ctsec.com	

财务指标

2017年

销售毛利率(%)	32.15
销售净利率(%)	11.74
ROE(%)	18.50
营业收入增幅(%)	37.80
营业利润增幅(%)	10.96
净利润增幅(%)	8.08
资产负债率(%)	48.07
流动比率	1.27
速动比率	0.99
每股经营性净现金流量	0.37

表1: 公司财务及预测数据摘要

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	633	816	1,069	1,344	1,698
增长率	12.4%	29.0%	31.0%	25.7%	26.3%
归属母公司股东净利润(百万)	60	123	124	143	174
增长率	32.0%	106.6%	0.8%	14.9%	22.0%
每股收益(元)	0.48	1.00	1.01	1.16	1.41
市盈率(倍)	92.0	44.5	34.2	33.5	31.5

数据来源: Wind, 财通证券研究所

证券研究报告

新股分析

公司研究

财通证券研究所

内容目录

1、 公司简介：小批量板市场优势企业，张佩珂实际控制	3
1.1 PCB 产品类型丰富，占据小批量板市场优势地位	3
1.2 张佩珂实际控制，润玺投资、深圳盛健居前两大股东	3
2、 市场前景：大陆是 PCB 生产基地，高技术产品是方向	4
2.1 全球 PCB 市场：需求稳定持续增长，中国晋升为最大的 PCB 生产基地	4
2.1.1 PCB 需求稳定增长，全球年产值超过 500 亿美元	4
2.1.2 PCB 产业中心转移至亚洲，中国晋升为全球最大 PCB 生产基地	5
2.1.3 技术难度高的 PCB 产品及多层板需求将持续增长	6
2.2 中国 PCB 市场：增长趋势明显，技术含量提高	7
2.2.1 中国 PCB 产值有望继续保持高增长	7
2.2.2 PCB 产业逐步向内地转移，中西部地区呈快速增长势头	7
2.2.3 高技术含量、高附加值的产品市场占比不断提高	7
3、 行业分析：PCB 产能继续向中国转移，国内企业逆势增长	8
3.1 四大壁垒构筑优势，技术和品质是立足点	8
3.2 海内外竞争者众多，公司拥有多重优势	9
3.2.1 PCB 领域均存在强劲竞争者	9
3.2.2 五大优势为公司保驾护航	10
4、 公司业绩：主营业务增速迅猛，海外客户资源丰富	12
4.1 PCB 板为主要业绩来源	12
4.2 产品出口比例占九成以上	13
5、 募投项目：加码主营业务，提升研发实力	14
6、 盈利预测	15
7、 风险提示	15

图表目录

图 1：公司股权结构	4
图 2：2009-2021 年全球 PCB 产值及预测产值	5
图 3：2015 年全球 PCB 产值分布	5
图 4：2016 年全球 PCB 产品构成图	6
图 5：2011-2021 年国内 PCB 产值变化情况	7
图 6：2016 年国内 PCB 产品结构图	8
图 7：公司营业收入、主营业务及其增速	12
图 8：公司归母净利润及增速	12
图 9：公司毛利率和净利率	13
图 10：公司期间费用率	13
图 11：公司产品出口和内销收入	13
图 12：公司主营收入按客户类型分类	13
表 1：公司财务及预测数据摘要	1
表 2：2016-2021 年全球不同国家/地区 PCB 发展情况（单位：百万美元）	6
表 3：竞争对手列示表	10
表 4：募投项目一览	14
表 5：可比公司估值指标	15

1、公司简介：小批量板市场优势企业，张佩珂实际控制

1.1 PCB 产品类型丰富，占据小批量板市场优势地位

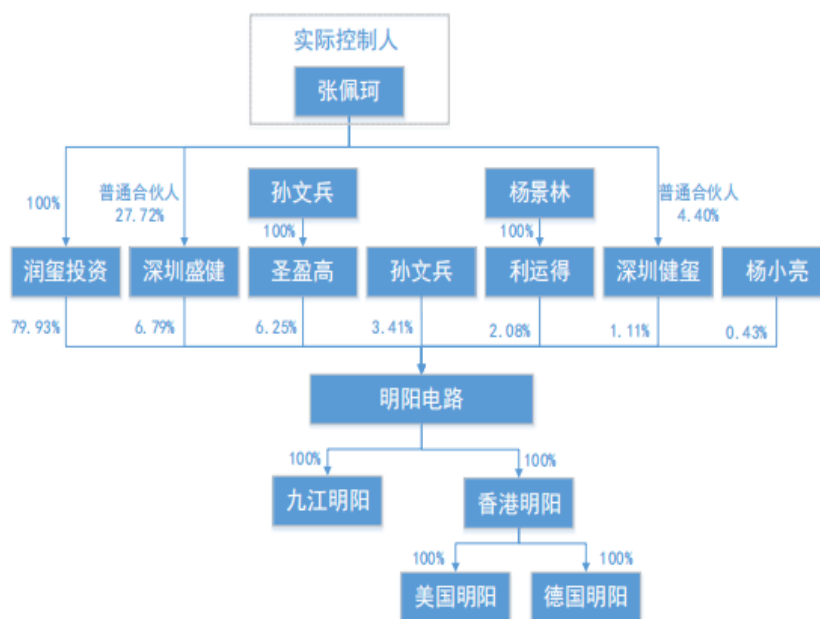
明阳电路科技股份有限公司是一家专注于印制电路板研发、生产和销售的公司，拥有 PCB 全制程的生产能力，类型覆盖 HDI 板、多层板、刚挠结合板、厚铜板、金属基板、高频板、挠性板等，产品类型丰富，可以一站式满足各种客户小批量多品种的需求，公司产品广泛应用在工业控制、医疗电子、汽车电子、通信设备、LED 照明等多个领域。

公司致力于技术创新，不断拓展产品应用领域，建立并巩固了公司在小批量板市场的优势地位。公司目前已与 Flex（伟创力）、Jabil（捷普）、ENICS（艾尼克斯）、Plexus（贝莱胜）、ICAPE（艾普佳）、Würth（伍尔特）、Adtran、Darktronics（达科）、BMK、JCI（江森自控）等全球知名企业建立良好的合作关系。公司是国内 PCB 行业较早进行海外布局的企业，为了近距离贴近客户并实现服务本地化，目前公司已在德国建立小批量快板生产基地，在美国、德国建立销售子公司，销售区域涵盖欧洲、美洲及东南亚的多个国家及地区。公司是国家高新技术企业，秉承“以最小的资源消耗，为电子科技的持续发展提供高技术和高可靠性的线路板和服务”的理念，长期致力于新产品研发和工艺技术的提升，实现了技术的持续创新和产品应用领域的不断拓展，建立并巩固了公司在小批量板市场的优势地位，并带动了大批量板的销售增长。

1.2 张佩珂实际控制，润玺投资、深圳盛健居前两大股东

本公司的实际控制人为张佩珂，合计间接持有发行人股权比例约 87.83%。至招股说明书签署日，润玺投资持有发行人约 79.93% 的股份，为发行人控股股东，张佩珂持有发行人控股股东润玺投资 100% 的股权，为润玺投资实际控制人。此外，发行人股东深圳盛健、深圳健玺分别持有发行人约 6.79%、1.11% 的股份，张佩珂为深圳盛健、深圳健玺地执行事务合伙人。鉴此，张佩珂通过润玺投资、深圳盛健、深圳健玺可实际控制的发行人股权比例合计为 87.82%，为公司的实际控制人。公司旗下控股子公司包括九江明阳、香港明阳和孙公司美国明阳、德国明阳。

图1：公司股权结构



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

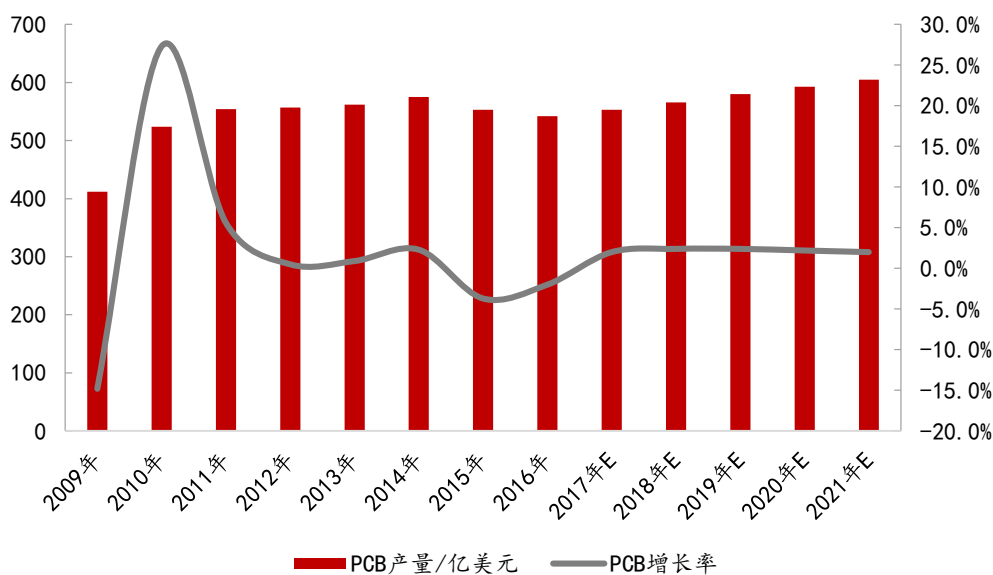
2、市场前景：大陆是 PCB 生产基地，高技术产品是方向

2.1 全球 PCB 市场：需求稳定持续增长，中国晋升为最大的 PCB 生产基地

2.1.1 PCB 需求稳定增长，全球年产值超过 500 亿美元

印制电路板的应用始于 1936 年，最初应用于收音机装置，在 20 世纪 50 年代开始得到大规模应用。历经 80 多年的发展，PCB 产品目前已广泛应用于电子产业的各终端领域，如消费电子、汽车电子、通信终端、医疗器械、工控设备、航空航天、军工等领域。PCB 作为电子产品中不可或缺的原件，随着科技水平的不断提升，其需求稳定且将持续增长。根据电子信息行业专业咨询机构 Prismark Partners LLC 发布的《THE PRINTED CIRCUIT REPORT》，全球 PCB 市场产值从 2009 年的 412 亿美元增长到 2016 年的 542 亿美元，未来在全球电子信息产业持续发展的带动下，预计全球 PCB 市场的产值在 2021 年将增长至 604 亿美元，年复合增长率约为 2.2%。

图2：2009-2021年全球PCB产值及预测产值

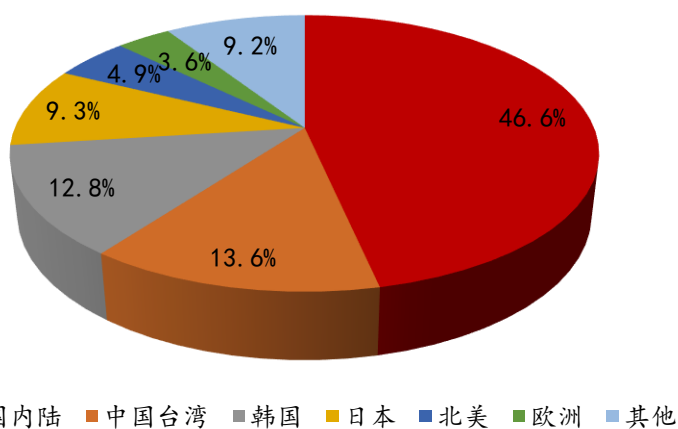


数据来源：Prismark 2016Q4，财通证券研究所

2.1.2 PCB 产业中心转移至亚洲，中国晋升为全球最大的 PCB 生产基地

PCB 产业主要集中在亚洲地区，亚洲地区总产值占世界产值比例超过 80%。2000 年以前，全球 PCB 生产基地大多分布在欧洲、美洲、日本等三个地区，最近二十年，PCB 产业中心则不断向亚洲地区转移，以亚洲为中心的新产业格局已形成。根据 WECC 发布的《WECC PCB Production Report 2015》显示，中国大陆、台湾地区、日本、韩国已成为全球 PCB 主要生产中心，2015 年中国大陆 PCB 产值全球总产值的比例为 46.6%，为全球最大的 PCB 生产基地。中国台湾地区、韩国和日本则分别以 13.6%、12.8%和 9.3%的市场占比分别位居第二、第三和第四。

图3：2015年全球PCB产值分布



数据来源：wind，财通证券研究所

未来全球不同国家/地区 PCB 行业将呈现不同的发展态势。根据 Prismark 预计，2016-2021 年，中国内地将保持持续增长，年复合增长率预计为 3.4%，中国将成为亚洲 PCB 主要生产国中增长最快的国家。而日本、北美和欧洲的 PCB 产业将面临产业衰退的局面，年复合增长率分别为-2.5%、0.2%和-1.9%。

表2：2016-2021年全球不同国家/地区PCB发展情况（单位：百万美元）

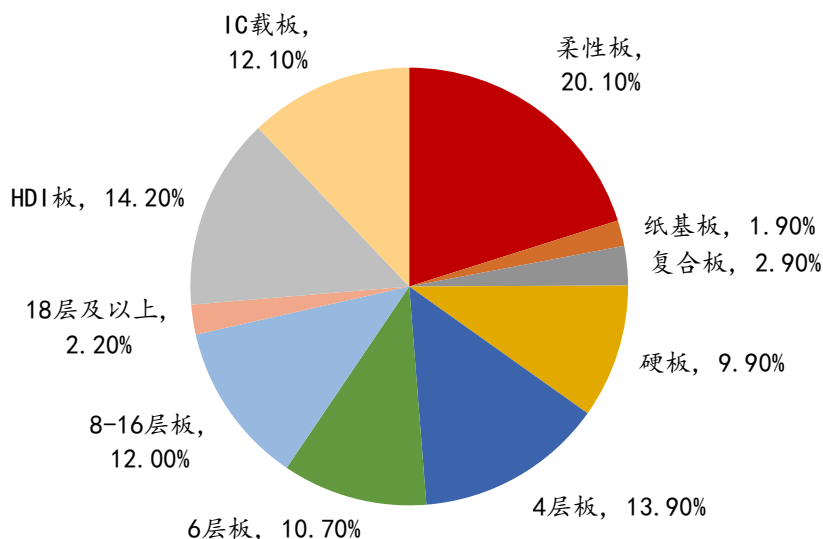
国家/地区	2016年	2021年	年复合增长率
中国大陆	27123	32042	3.4%
日本	5253	4628	-2.5%
北美	2725	2779	0.2%
欧洲	1910	1735	-1.9%
亚洲（不含日本、中国）	17169	19231	2.3%
合计	54207	60415	2.2%

数据来源：Prismark 2016Q4，财通证券研究所

2.1.3 技术难度高的 PCB 产品及多层板需求将持续增长

从 PCB 产品细分结构来看，多层板的需求占比最大，据 Prismark 统计，2016 年，全球 4 层及以上多层板市场容量约为 210.6 亿美元，占整个 PCB 市场容量的 38.9%。柔性板、HDI 板、IC 载板也占有较大的市场份额，2016 年的比例分别为 20.1%、14.2%、12.1%。

图4：2016年全球PCB产品构成图



数据来源：Prismark 2016Q4，财通证券研究所

随着下游电子信息技术的迅速发展，市场对高密度、高多层、高技术 PCB 产品的需求将变得更为突出，多层板、HDI 板、柔性板等技术难度较大的产品将保持持续增长。根据 Prismark 的预测数据，2016-2021 年，6 层板、8-16 层板、18 层

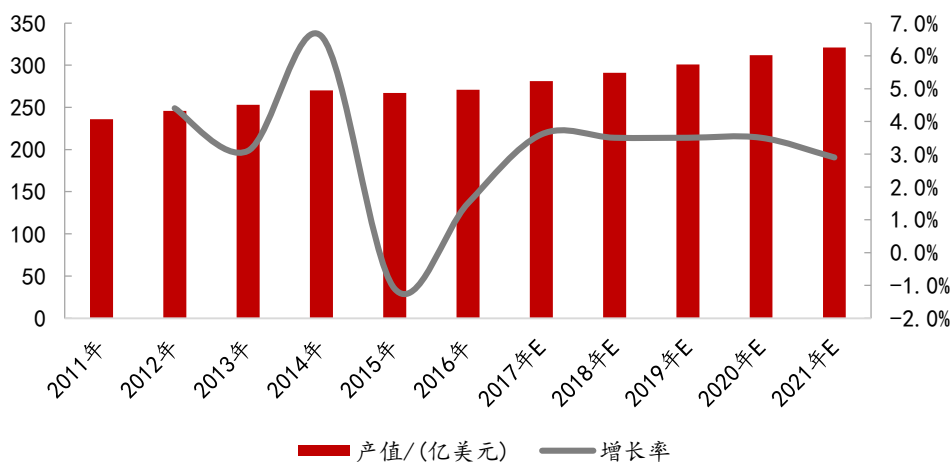
及以上 PCB 年复合增长率分别为 2.4%、2.6%、2.9%，HDI 板、柔性板的年复合增长率分别为 2.8%、3.0%，上述 PCB 产品的增长率均超过市场平均增长水平。

2.2 中国 PCB 市场：增长趋势明显，技术含量提高

2.2.1 中国 PCB 产值有望继续保持高增长

因中国巨大的内需市场、低廉劳动力成本以及完善的产业配套等优势，吸引全球 PCB 产能从 2000 年开始持续向中国转移，使中国大陆 PCB 产业在 2006 年超过日本成为全球最大的生产国。从 2006 年开始，中国 PCB 产业始终保持较高的增长速度，产值占全球的比重不断增加，从 2006 年的 26.56% 提高到 2015 年的 46.6%。根据世界电子电路理事会 (WECC) 发布的《WECC Global PCB Production Report For 2015》，2011-2015 年国内 PCB 产值从 1520.97 亿元增长到 1669.09 亿元，年复合增长率为 2.35%，高于全球平均增长水平。未来中国 PCB 产值有望继续保持增长，据 PrismaMark 预测，中国 PCB 行业产值将从 2016 年 271 亿美元增长到 2021 年的 321 亿美元，年复合增长率为 3.4%。

图5：2011-2021年国内PCB产值变化情况



数据来源：WECC、PrismaMark，财通证券研究所

2.2.2 PCB 产业逐步向内地转移，中西部地区呈快速增长势头

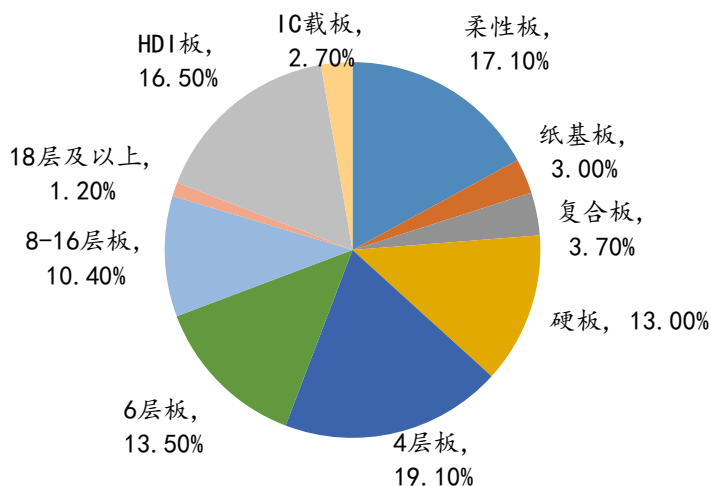
国内 PCB 产业主要分布在长三角、珠三角等电子科技发达地区。珠三角、长三角地区集聚较多的各类高级人才，且产业配套非常完善，预计未来仍将保持 PCB 产业的优势地位，且重点向高技术、高附加值的产品方向发展。近年来，由于沿海地区劳动力成本、环保要求不断提高等因素的影响，PCB 产业正逐步向内地产业条件较好的省市转移，尤其是湖南、湖北、江西、重庆等经济产业带，中西部地区 PCB 产能呈快速增长的发展势头。

2.2.3 高技术含量、高附加值的产品市场占比不断提高

国内 PCB 产品结构正在逐步发生优化，其中传统产品单/双面板及多层板的销售占比

正在逐步降低，高技术含量、高附加值的HDI板、封装基板、挠性板等产品销售占比则不断提高。根据Prismark数据，2016年，国内硬板、复合板的 market 占比分别为13.0%、3.7%，而4层板、6层板及8至16层板的 market 占比分别为19.1%、13.5%和10.4%，IC载板、18层及以上高层板销量占比较小，分别仅为2.7%和1.2%。HDI板和柔性板的 market 占比分别为16.5%、17.1%。

图6：2016年国内PCB产品结构图



数据来源：Prismark 2016Q4，财通证券研究所

3、行业分析：PCB 产能继续向中国转移，国内企业逆势增长

近年来，全球及中国的 PCB 产业增长速度趋于平稳，国内的 PCB 产业增速仍然高于全球平均水平，但也已进入到个位数增长的阶段。根据 WECC 数据显示，2011-2015 年，国内 PCB 产值从 1,520.97 亿元增长到 1,669.09 亿元，复合增长率仅为 2.35%。面临行业发展放缓的背景，国内 PCB 行业主要企业出现逆势增长的态势，销售收入出现较高的增长。

3.1 四大壁垒构筑优势，技术和品质是立足点

● 技术是竞争关键

从 PCB 制造工艺来看，PCB 的生产流程复杂，涵盖图形电镀、蚀刻、沉铜、钻孔、阻焊等多种工序，涉及到材料、电子、机械、光学、化工等多学科技术，需要 PCB 制造企业具备较强的工艺技术。

从客户需求角度来看，PCB 属于定制化产品，而小批量 PCB 板下游应用领域涉及工业控制、医疗电子、通信设备、汽车电子、安防电子等众多领域，应用于不同领域或相同领域不同功能的 PCB 产品的技术要求差异较大，PCB 制造企业需要具备向客户提供多种解决方案的能力。

从行业发展趋势来看，随着全球电子产品向着小型化、多功能化、轻量化的趋势

发展，下游客户对印制电路板的要求更倾向于高精度、高密度等高技术要求。PCB 制造企业需具备较强的研发实力、工艺技术才能够及时满足客户日益增加的产品需求。

● 高品质打造良好口碑

印制电路板的品质直接影响终端产品的质量，为了保持产品稳定性，下游客户通常针对供应商制定严格的认证制度，对新供应商设置 1-2 年的考察周期，对其产能规模、技术水平、产品质量、产品交期、管理水平等因素全方位考核。这些认证具备过程复杂、周期长、标准严格、费用高的特征，在正常情况下客户不会轻易更换供应商，PCB 制造企业一旦进入客户的合格供应商目录，双方会保持长久合作关系。客户与供应商合作的周期越长，客户粘性越强，新 PCB 制造企业要打进客户原有的供货体系存在较大的难度。

● 资金助力研发脚步

PCB 生产工序复杂，其生产线涉及多达几十种不同类型的机器设备，设备购置成本高昂。PCB 产品包括单/双面板、多层板、HDI 板、刚挠结合板、厚铜板、特殊材料板等，不同产品的生产在设备配置上存在一定差异，技术难度越大、精度要求越高的产品，对设备要求越高，设备购置成本越大。例如生产线中的电镀铜自动化设备、激光钻孔机、真空压机等贵重设备，单位投入均在百万元以上，一条先进的生产线设备投入金额可高达数亿元。

PCB 行业目前正向着精细化、自动化及绿色制造的方向发展，要保证企业在行业竞争中保持优势地位，PCB 制造企业必须在自动化生产设备、智能化生产线、先进的环保处理设施等持续资金投入才能紧跟行业快速发展的步伐。

● 环保监管日趋严格

PCB 制造在电镀、蚀刻及印刷等生产环节会产生废水、固废及废气等污染物，存在一定的环保风险。近年来环保部门持续加大对行业环保治理力度，采取电子监控、现场检查等多种手段实时监控企业污染物排放情况，对环保不达标企业采取关停、限期责令整改等手段进行处罚。

同时，当前绿色制造在世界各国已成趋势。国内外政府相继发布相关政策法规，要求控制和减少电子信息产品废弃后对环境造成的污染，促进生产和销售低污染的电子信息产品。因此，随着环保要求的日益提高，一方面需要 PCB 企业具备较高的环保处理经验和技術，另一方面要加大对环保设备购置及运营投入，这对新进入的 PCB 企业构成较高的环保壁垒。

3.2 海内外竞争者众多，公司拥有多重优势

3.2.1 PCB 领域均存在强劲竞争者

全球 PCB 生产主要集中在中国大陆、日本、台湾、韩国，中国大陆目前是全球 PCB 产量最大的地区，但整体技术水平与美国、日本、韩国、台湾相比还存在一定的差距。日本则是全球最大的高端 PCB 生产国，其 PCB 生产技术先进，产品以高阶 HDI 板、封装基板、高多层挠性板为主。美国和欧洲的 PCB 产能则基本已向中国大陆、台湾、日本、韩国等亚洲地区转移，本地区保留的产能则主要以研发为主，产品以高技术的样板、快板为主。PCB 行业企业数量众多，市场竞争充分，行业集中度不高。

本公司的竞争对手主要有美国的 DDi、Fela、德国的 Würth（伍尔特）、中国大陆的兴森科技、崇达技术等。

表3：竞争对手列示表

公司名称	成立时间	简介
DDi	1978年	公司位于美国加利福尼亚阿纳海姆市，是北美小批量板细分行业的领导者。DDi在2012年被Viasystems Group, Inc.，（以下简称“Viasystems”）收购，成为其全资子公司，而Viasystems则于2014年被TTM（迅达）收购。
Fela	1969年	公司专业生产印制电路板及输入系统，为德国前五大印制线路板生产商之一。Fela是欧洲金属基板的主要供应商，为LED领域提供专业化的解决方案，在中、高能LED领域拥有多项专利。公司2014年营业收入达到2,600万欧元。
Würth	1945年	公司目前在全球80多个国家拥有超过400多家公司、逾6.9万名员工，伍尔特采取多元化战略，产品线较为丰富，涵盖紧固件、工业工具及耗材、建筑、印制电路板等产业，2015年集团全球销售额达到110.45亿欧元。伍尔特是德国线路板销售规模较大的生产企业之一。
崇达技术	1995年	公司成立于中国深圳，2016年于深交所正式挂牌上市，是全球领先的多品种、短交期的新技术线路板服务企业。崇达技术的产品广泛应用于通信设备、工业控制、电源电子、医疗仪器、安防电子、航空航天和国防军工等高科技领域，2016年销售额为22.47亿元。
兴森科技	1999年	公司成立于中国深圳，2010年于深交所正式挂牌上市，是中国规模最大的印制电路板样板、快件和小批量板的设计、制造服务商。产品主要应用于通信设备、工业及医疗电子、计算机、国防等多个领域，2016年营业收入额达到29.40亿元。

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

3.2.2 五大优势为公司保驾护航

优势一：客户资源优势

公司主要从事小批量 PCB 产品的研发、生产和销售，经过多年的国际市场拓展和品牌经营，公司与一批优质的海外客户建立良好的合作关系，并获得下游客户的认可，在小批量 PCB 市场树立起良好的品牌形象，这些客户销售规模大、经营稳定、业内领先，公司与这些知名客户长期合作有利于提高市场知名度，促使公司产品技术、销售服务始终保持在行业先进水平，有利于公司进一步的市场开拓。

基于“小批量、多品种、定制化”的经营特点，公司在快速发展中积累了数量众多的客户资源，且分布在多个不同的应用领域。目前，公司客户数量约 600 家，客户类型包括终端客户、EMS 公司、PCB 贸易商等，下游应用涵盖工业控制、医

疗电子、通信设备、汽车电子、智能家居、LED 等多领域。

优势二：管理优势

公司拥有一支技术精湛、经验丰富、团结合作的先进管理团队。公司管理团队已形成良好的人才梯队，多名高层管理人员拥有 20 年以上的印制电路板行业的技术及管理经验，熟悉行业发展趋势，并拥有丰富的营运经验；中层以上的管理层成员大部分从本公司内部培养提拔，熟悉公司经营特点及管理模式，可以确保公司战略、研发方向、客户开发等事项在管理、执行上的一致性。

优势三：全球化布局优势

(1) 全球化销售区域。经过多年在国际市场的耕耘，公司已实现全球化的销售，产品主要销往欧洲、北美及东南亚等地区，包括美国、德国、法国、瑞士、意大利、马来西亚、新加坡等多个国家，在全球小批量板市场领域建立起良好的品牌知名度。

(2) 国际化的市场布局。近年来公司已在海外设立 2 家销售子公司：美国明阳和德国明阳，组建起本地化营销队伍，以便于为该区域下游客户提供便捷、专业的服务。为了加快公司在欧洲市场样品、快板产品的交付速度，公司于 2013 年在德国设立生产子公司 Rinde 公司，缩短了客户新品测试周期并提高了客户满意度。

(3) 国际化的人才队伍。公司人才队伍建设采取国际化策略，吸引国际化的专业人才加盟公司。海外销售子公司聘请当地销售人员，成功实现销售服务本地化，近距离服务下游客户；引进海外优秀的研发人才，提升和优化公司的技术研发能力，更有效的响应海外客户的需求。

(4) 国际化的视野。公司管理团队长期密切关注国外行业发展趋势、了解客户的需求变化和下游电子产品的技术发展动态，具备国际化的视野，为公司战略规划、市场拓展、技术研发提供了精准的方向性指导。

优势四：产品品种和质量优势

公司具备完整的产品结构，产品以小批量板为主，并涵盖快板、样板和大批量板。产品类型包括单/双面板、多层板、HDI 板、挠性电路板、刚挠结合板和其他特殊材质板（主要包括铝基板、高频板和厚铜板等）。产品以小批量板为主，在一定程度上避免了产品准入门槛低的价格战和激烈竞争。

公司高度重视产品品质管理，在采购、生产、销售各个环节都进行严格的质量控制，积累了丰富的产品质量控制经验。公司通过推行管理指标数字化、生产过程控制精细化及产品质量规范化等多项措施来提升公司产品品质。

优势五：技术研发优势

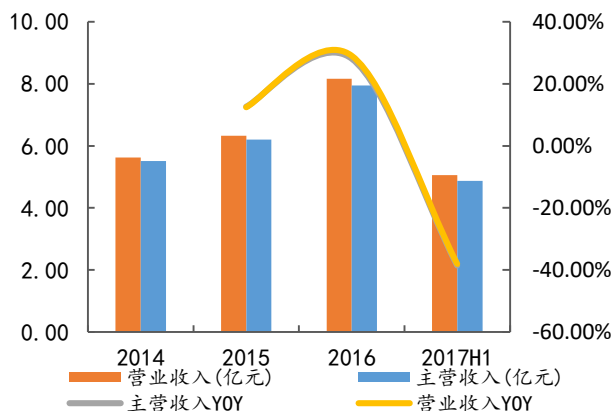
经过研发团队长期自主研发，公司已拥有多项自主研发的核心技术，这些技术主要用于生产高多层 PCB 板、HDI 板、刚挠结合板、挠性线路板、高频板、金属基板、厚铜板和许多设计制作特殊的线路板。

4、公司业绩：主营业务增速迅猛，客户资源较多来自海外

4.1 PCB 板为主要业绩来源

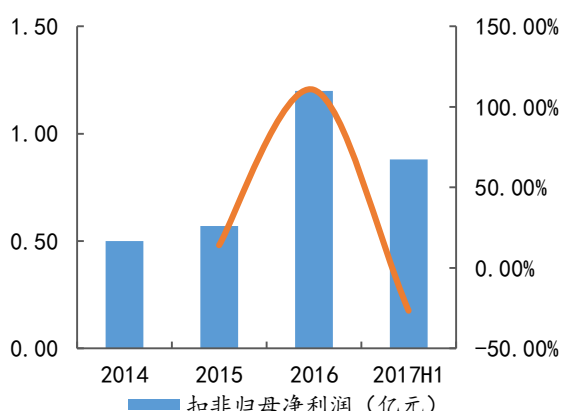
公司的主营业务为印制电路板（PCB）研发、生产和销售，拥有 PCB 全制程的生产能力，产品以小批量 PCB 为主。2014 年-2016 年，公司营业收入分别为 5.62 亿元、6.32 亿元（+12.4%）和 8.16 亿元（+29.0%）；同期公司的主营业务收入分别为 5.51 亿元、6.20 亿元（+12.59%）以及 7.94 亿元（+28.05%），复合增长率为 20.07%，规模增长较快。报告期内，公司主营业务收入占营业收入的比重在 95%以上，是最主要的收入来源。说明公司主营业务市场前景良好，公司主营业务的竞争能力较强。同期公司扣非归母净利润分别为 0.50 亿元、0.57 亿元（+13.3%）和 1.2 亿元（+110.5%）。近年来 PCB 产业向中国转移及市场份额进一步向优势企业集中的趋势、下游领域对小批量 PCB 的需求不断提高。

图7：公司营业收入、主营业务及其增速



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

图8：公司归母净利润及增速



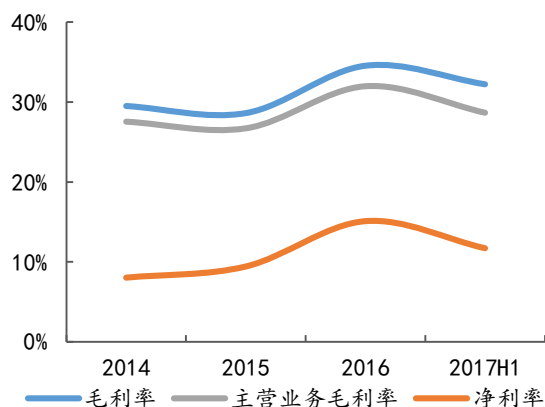
数据来源：招股说明书，财通证券研究所

2014-2016 年，公司综合毛利率分别为 29.05%、28.61%以及 34.55%，2016 年综合毛利率较 2015 年增长了 5.94%，净利润率分别为 8.03%、9.42%、15.09%，毛利率水平良好，净利润率略呈下降趋势。影响公司利润的主要因素是主营业务收入规模、毛利率水平以及人民币汇率的波动。同期公司主营业务毛利率分别为 28.08%、27.18%以及 32.83%，2016 年毛利率较 2015 年增长了 5.65%。报告期内，公司主营业务毛利率的提升主要得益于九江明阳投产后的规模效应以及人民币贬值的影响，在 PCB 行业中保持在较高的水平，符合小批量 PCB 厂商的行业特点，说明公司具有较强的产品定价能力以及成本控制能力，公司盈利能力较强。

报告期内，2014 年、2015 年管理费用率保持稳定，2016 年管理费用率较 2015

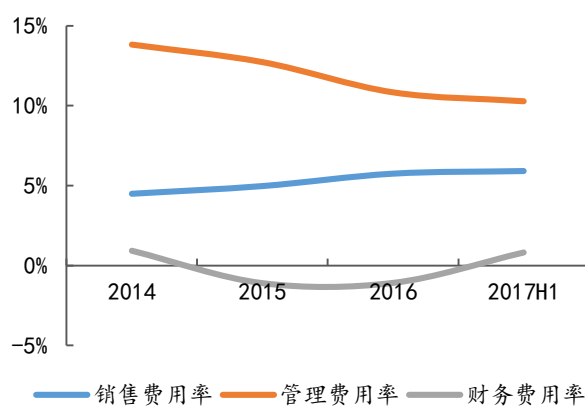
年有所下降，2017年1-6月管理费用率与2016年相近，总体上在稳定中呈下降趋势，主要受占比较大的职工薪酬及研发费用影响。公司2015年及以后的负财务费用归因于人民币汇率贬值，2015年及2016年汇兑收益分别为1,100.99万元以及1,341.04万元。

图9：公司毛利率和净利率



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

图10：公司期间费用率

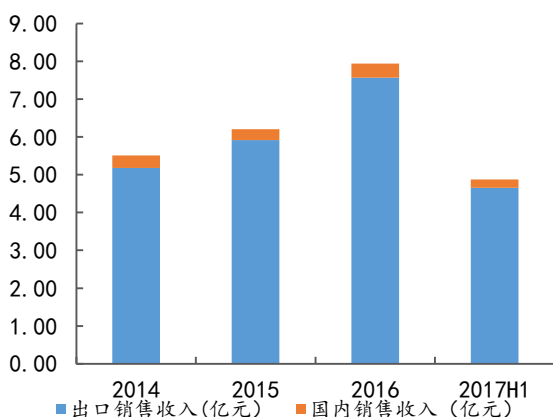


数据来源：招股说明书，财通证券研究所

4.2 产品出口比例占九成以上

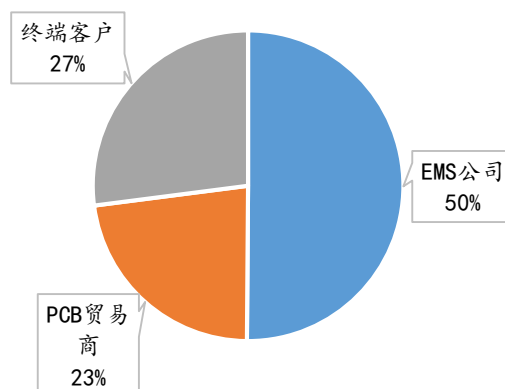
报告期内，公司出口销售收入占公司主营业务收入总额的90%以上，而主营业务收入占营业收入的比重达95%以上，外销占比从14年的93.9%逐年上升至17年第三季度的96.3%。报告期内，公司前五名客户Flex（伟创力）、ICAPE（艾佳普）、Jabil（捷普）以及Enics（艾尼克斯）等对公司采购金额增长较快，销售产品均为PCB板。

图11：公司产品出口和内销收入



数据来源：Wind，财通证券研究所

图12：公司主营收入按客户类型分类



数据来源：Wind，财通证券研究所

5、募投项目：加码主营业务，提升研发实力

根据公司 2017 年第二次临时股东大会通过的有关募集资金投资项目的决议，公司本次拟发行不超过 3,080 万股人民币普通股（A 股）股票，所募集资金扣除发行费用后全部用于公司主营业务相关的投资项目及补充流动资金。

● 九江印制电路板生产基地扩产建设项目

本项目的建设旨在扩大高附加值产品的产能，优化产品结构，以顺应小批量 PCB 市场的发展趋势，进一步提升公司的核心竞争力。项目建成后将形成年产能 60 万平方米的印制电路板，其中，高多层板年产能 30 万平方米、HDI 板年产能 24 万平方米、刚挠结合板年产能 6 万平方米。本项目的实施主体为公司全资子公司九江明阳，募集资金到位后公司将以增资或借款的方式实施。

本项目的财务评价计算期为 10 年，达产后平均每年可实现销售收入 107,819 万元，实现净利润 12,720.10 万元。项目税后内部收益率为 23.84%，投资利润率为 20.60%，税后投资回收期（静态）为 5.81 年。由此可见，本项目实施后能为公司创造较高利润，能够及时回收投资，并具有较强的经济效益。

● 九江明阳研发中心项目

本项目完成后，公司将具备行业先进的研发、测试能力，能有效提升公司产品设计与工艺技术水平，满足客户日益增长的产品与工艺需求；同时紧跟 PCB 行业及下游领域的发展趋势，进行前瞻性的产品研发，提升公司未来市场竞争力。该项目主要建设内容为：（1）建设面积约 9,486 平方米的研发中心，创设良好的研究环境；（2）培养和引进高素质专业人才，组建一支优秀、高效的科研团队；（3）购置研发相关的软硬件设备。本项目的实施主体为公司全资子公司九江明阳，募集资金到位后公司将以增资或借款的方式实施。

本项目作为公司实现长期可持续发展的重要举措，对新产品、新技术及新领域进行研究开发，其产生的经济效应难以直接测算，主要体现在未来对公司长期持续经营中作出的利润贡献。九江明阳研发中心项目与公司现有业务密切结合，通过研发进行产品技术升级，未来新技术产业化应用后有显著的间接经济效益，能够有效提升公司的可持续盈利能力。

表4：募投项目一览

序号	项目	投资总额	拟投入募集资金
1	九江印制电路板生产基地扩产建设项目	61,907.26	52,205.52
2	九江明阳研发中心项目	4,880.66	4,115.79
3	补充流动资金项目	9,000.00	7,589.58
	合计	75,787.92	63,910.89

数据来源：财通证券研究所

6、盈利预测

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.01 元、1.16 元和 1.41 元，考虑到可比公司的 PE 水平及公司的盈利增长情况，给予公司 2017 年 25~35 倍 PE，对应 2017 年的股价合理区间为 25-35 元。

表5：可比公司估值指标

公司名称	EPS (元)			PE (倍)			市值(亿元)
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
景旺电子	1.62	2.19	2.88	34.05	22.72	17.31	203.10
生益科技	0.73	0.91	1.20	23.82	17.73	13.40	234.55
崇达技术	1.08	1.43	1.85	31.30	25.01	19.43	147.11

数据来源：财通证券研究所

7、风险提示

人民币升值引发汇率风险；同业竞争加剧；增长不及预期。

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	633	816	1,069	1,344	1,698	成长性					
减:营业成本	452	534	740	933	1,172	营业收入增长率	12.4%	29.0%	31.0%	25.7%	26.3%
营业税费	5	7	8	10	13	营业利润增长率	30.3%	115.7%	0.7%	15.7%	23.1%
销售费用	31	47	41	51	68	净利润增长率	32.0%	106.6%	0.8%	14.9%	22.0%
管理费用	81	88	109	140	180	EBITDA 增长率	15.3%	90.8%	25.9%	31.5%	29.3%
财务费用	-7	-9	6	20	34	EBIT 增长率	5.7%	126.3%	12.0%	24.6%	27.6%
资产减值损失	5	6	21	22	26	NOPLAT 增长率	8.8%	123.3%	11.2%	24.5%	27.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.1%	44.8%	77.3%	69.3%	17.9%
投资和汇兑收益	-	0	1	0	0	净资产增长率	19.2%	46.7%	25.1%	18.8%	19.2%
营业利润	66	143	144	167	205	利润率					
加:营业外净收支	4	4	5	5	4	毛利率	28.5%	34.6%	30.8%	30.6%	31.0%
利润总额	70	147	149	171	209	营业利润率	10.5%	17.5%	13.5%	12.4%	12.1%
减:所得税	11	24	25	29	35	净利率	9.4%	15.1%	11.6%	10.6%	10.2%
净利润	60	123	124	143	174	EBITDA/营业收入	13.8%	20.4%	19.6%	20.5%	21.0%
						EBIT/营业收入	9.4%	16.4%	14.1%	13.9%	14.1%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	运营效率					
货币资金	102	119	86	108	136	固定资产周转天数	135	125	124	129	121
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-14	6	7	16	14
应收账款	139	191	285	314	442	流动资产周转天数	155	168	163	150	149
应收票据	0	2	2	5	5	应收账款周转天数	71	73	80	80	80
预付账款	1	2	4	3	5	存货周转天数	33	32	34	35	34
存货	64	81	124	134	190	总资产周转天数	326	321	347	388	407
其他流动资产	14	48	25	29	34	投资资本周转天数	123	131	164	224	243
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	19.8%	27.8%	22.4%	21.7%	22.2%
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROA	9.2%	15.2%	9.9%	8.7%	7.9%
投资性房地产	1	1	31	61	91	ROIC	26.4%	46.5%	35.7%	25.1%	18.9%
固定资产	264	304	430	534	611	费用率					
在建工程	25	28	84	151	234	销售费用率	5.0%	5.7%	3.8%	3.8%	4.0%
无形资产	18	17	159	295	424	管理费用率	12.7%	10.8%	10.2%	10.4%	10.6%
其他非流动资产	18	18	-54	-142	-236	财务费用率	-1.1%	-1.1%	0.6%	1.5%	2.0%
资产总额	645	811	1,249	1,647	2,188	三费/营业收入	16.6%	15.5%	14.6%	15.8%	16.6%
短期债务	62	46	135	194	275	偿债能力					
应付账款	178	221	354	278	501	资产负债率	53.2%	45.4%	55.7%	60.0%	64.2%
应付票据	28	24	58	46	118	负债权益比	113.7%	83.3%	125.7%	150.3%	179.0%
其他流动负债	29	34	31	40	44	流动比率	1.07	1.36	0.91	1.06	0.87
长期借款	-	-	69	384	424	速动比率	0.86	1.11	0.69	0.82	0.66
其他非流动负债	46	43	48	46	42	利息保障倍数	-8.42	-14.99	24.59	9.16	7.11
负债总额	343	369	696	989	1,404	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.12	-	0.33	0.31	0.39
股本	73	92	123	123	123	分红比率	25.2%	22.5%	32.8%	26.8%	27.4%
留存收益	226	347	430	535	661	股息收益率					
股东权益	302	443	554	658	784	业绩和估值指标					
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.48	1.00	1.01	1.16	1.41
净利润	60	123	124	143	174	BVPS(元)	2.45	3.59	4.49	5.34	6.37
加:折旧和摊销	30	36	60	89	118	PE(X)	92.0	44.5	34.2	33.5	31.5
资产减值准备	5	6	21	22	26	PB(X)	18.2	12.4	9.9	8.3	7.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
财务费用	-4	-7	6	20	34	P/S	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-1	-0	-0	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	33.7%	12.2%	40.1%	33.7%	12.2%
营运资金的变动	7	-65	52	-120	100	PEG	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	85	129	262	154	451	ROIC/WACC	2.6	4.5	3.5	2.4	1.8
投资活动产生现金流量	-76	-132	-435	-447	-463	REP	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	37	8	139	315	40						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的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。在任何情况下，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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。