太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-05-11

公司点评报告

增持/调低

博敏电子(603936)

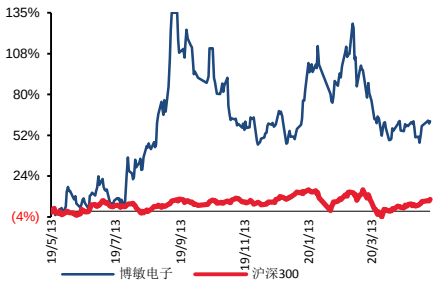
目标价：22.4

昨收盘：18.43

信息技术 技术硬件与设备

定增加码刚挠结合板，垂直整合成效渐显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	315/268
总市值/流通(百万元)	5,857/4,989
12 个月最高/最低(元)	27.10/11.57

相关研究报告：

证券分析师：王凌涛

电话：021-58502206

E-MAIL：wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519110001

证券分析师助理：沈钱

电话：021-58502206-8008

E-MAIL：shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190119110024

江苏博敏 HDI 项目进入稳定盈利阶段，定增加码刚挠结合板欲打开新成长空间。在突破了“任意层互连、50μm/50μm 最小线宽/线距、75μm 最小盲孔、小于 15μm 电镀填空 dimple 和±25μm 层间对准偏差”等高端高阶 HDI 制造关键技术指标之后，公司通过优化产品结构，顺利实现了 IPO 项目（江苏博敏 HDI 项目）的盈利，2019 年江苏博敏的净利润为 3144.83 万元，扭亏为盈。高端 HDI 类板卡对设备和技术的要求极高，研发、设备磨合、试生产，每一个过程都需要耗费较长的周期，目前国内 PCB 企业中，能够实现高阶 HDI 稳定批量生产和供货的企业寥寥数几，公司通过苦炼内功、技术突破所构建的盈利模式，是具备较强可持续性的，相信江苏博敏的 HDI 项目会在未来为公司贡献稳定的业绩弹性。

公司当前正筹划通过定增的方式募资建设“高精密多层刚挠结合印制电路板产业化项目”，计划投资的总金额为 5.89 亿元，实施单位为江苏博敏。公司在刚挠结合板领域具备充足的技术储备，已获得多项发明专利及市、省、国家级奖项。虽然刚挠结合板的技术和 HDI 存在一定差异，但产线建设、盈利模式构建等方面的经验却具备足够的可复制性，有理由相信此次刚挠结合板项目的推进进度将优于高阶 HDI 项目。定增项目的最终落地，有利于拓宽公司的产品线，丰富供货体系，进而将技术转化为稳定的收入及利润，进一步打开公司成长的天花板。

君天恒讯第二期业绩承诺超额完成，垂直一体化整合加深企业护城河。2019 年，子公司君天恒讯实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 11463.16 万元，超额完成承诺业绩。

过去两三年，在全球 PCB 产业往国内转移的时代背景下，内资主流 PCB 企业相继进行了产能的扩增，在此轮军备竞赛中，博敏在享受行业转移红利的同时，还选择了另一条成长的路径：产业链垂直一体化整合。收购君天恒讯便是核心举措之一，君天恒讯主营定制化电子器件解决方案，在累计服务 200 +家智能控制、电源管理等领域的客户之后，掌握了大量电子元器件应用经验及模组制备、器件联动、动态运行分析及失效解决等方面的能力。未来，公司将围绕君天恒讯进一步加强在 PCBA 领域的布局，构建解决方案事业群，进而拔高企业的竞争壁垒，从这一维度考量，收购君天恒讯并非是单纯追求报表业绩的增厚，而

是具备战略意义的。

特殊板材技术为导向，差异化竞争攫取卡位红利。公司以 HDI 板、刚挠结合板、金属基板和高频基板等高端特殊板材的技术为导向，实施差异化竞争策略，“强弱电一体化特种印制电路板”等用于新能源车三电系统的高功率板的研发生产，亦是这一竞争思路的体现，此类产品往往具备较高的壁垒，竞争对手较难在短期内实现技术突破、认证通过及供应替代，有助于公司充分享受卡位红利。经过多年积累，公司已经与通讯设备、汽车电子、医疗器械、军工高科技产品、检测系统、航空航天、家电等多个领域的优秀企业深入合作，未来会继续秉持差异化思路，持续拓展服务器、5G 基站、光模块、智能手机和物联模块等行业的优质客户。

截止四月底，三大运营商相继完成了 5G 基站集采招标工作，国内设备厂商斩获了较好的份额，在此情况下，今年国内 5G 基站的建设将为本土 PCB 企业带来旺盛的需求，订单有望从一线的通讯板卡企业外溢至其余具备优异技术积累的供应商，这为博敏获取华为、中兴等设备商以及相关天线、基站代工厂商的订单提供了良好的契机。

盈利预测和投资评级：给予增持评级。江苏博敏的扭亏以及君天恒讯的并表在增厚公司报表业绩的同时赋予公司稳健的未来成长驱动力，车载高功率板业务正全力有序推进，新的应用领域亦有望有所斩获，预计公司 2020-2022 年业绩分别为 2.45 亿、3.06 亿和 3.84 亿元，当前股价对应 PE 23.66、18.98 和 15.11 倍，给予增持评级。

风险提示： （1）下游市场受疫情影响出现一定程度订单损失；（2）江苏博敏产能稼动率成长不及预期；（3）国内汽车电子化率和车载 PCB 推进进度不及预期；（4）新客户拓展不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2669	3080	3820	4756
(+/-%)	36.94	15.40	24.03	24.50
净利润(百万元)	202	245	306	384
(+/-%)	61.58	21.74	24.65	25.60
摊薄每股收益(元)	0.64	0.78	0.97	1.22
市盈率(PE)	28.81	23.66	18.98	15.11

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	308	504	770	955	1,189
应收和预付款项	725	1,024	1,151	1,470	1,880
存货	344	385	368	458	502
其他流动资产	58	36	44	59	74
流动资产合计	1,436	1,949	2,333	2,942	3,645
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,084	1,200	1,283	1,366	1,433
在建工程	89	89	97	99	92
无形资产	1,070	1,067	1,067	1,067	1,067
长期待摊费用	19	26	13	0	0
其他非流动资产	130	152	166	179	183
资产总计	3,827	4,482	4,959	5,653	6,421
短期借款	398	520	238	419	246
应付和预收款项	1,044	1,133	1,618	1,820	2,365
长期借款	50	191	191	191	191
其他负债	63	173	201	206	218
负债合计	1,554	2,016	2,247	2,635	3,019
股本	225	315	315	315	315
资本公积	1,456	1,377	1,377	1,377	1,377
留存收益	592	774	1,020	1,325	1,710
归母公司股东权益	2,274	2,466	2,711	3,017	3,401
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,274	2,466	2,711	3,017	3,401
负债和股东权益	3,827	4,482	4,959	5,653	6,421

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	177	239	657	121	498
投资性现金流	(136)	(334)	(102)	(105)	(92)
融资性现金流	99	265	(289)	169	(172)
现金增加额	140	175	266	185	234

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,949	2,669	3,080	3,820	4,756
营业成本	1,583	2,132	2,458	3,037	3,765
营业税金及附加	11	13	17	23	28
销售费用	40	61	72	91	114
管理费用	90	100	235	292	365
财务费用	26	34	23	29	36
资产减值损失	(14)	(10)	(3)	(4)	3
投资收益	4	(1)	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	135	230	289	357	449
其他非经营损益	(1)	1	(0)	2	3
利润总额	134	231	289	360	452
所得税	9	29	43	54	68
净利润	125	202	245	306	384
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	125	202	245	306	384

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.78%	20.15%	20.21%	20.50%	20.84%
销售净利率	6.40%	7.55%	7.97%	8.01%	8.08%
销售收入增长率	10.75%	36.95%	15.40%	24.02%	24.50%
EBIT 增长率	70.16%	67.50%	16.08%	20.75%	23.75%
净利润增长率	91.20%	61.58%	21.74%	24.65%	25.60%
ROE	0.05	0.08	0.09	0.10	0.11
ROA	0.04	0.06	0.06	0.07	0.07
ROIC	0.11	0.09	0.08	0.10	0.11
EPS(X)	0.40	0.64	0.78	0.97	1.22
PE(X)	46.55	28.81	23.66	18.98	15.11
PB(X)	2.55	2.35	2.14	1.92	1.71
PS(X)	2.98	2.18	1.88	1.52	1.22
EV/EBITDA(X)	15.92	15.74	19.06	16.03	12.87

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：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；
看淡：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。

2、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；
持有：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；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。