

**投资评级：买入(维持评级)**

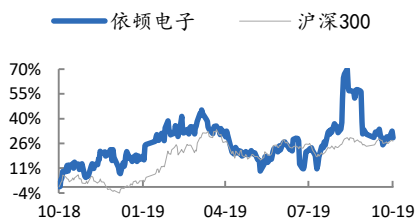
 当前价格(元): 10.20  
合理价格区间(元): 12.35~15.44

**证券分析师**
**雷涛**

 资格编号: S0120518060001  
电话: 021-68761616-6307  
邮箱: leitao@tebon.com.cn

**联系人**
**奚嘉**

 电话: 021-68761616  
邮箱: xijia@tebon.com.cn

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.7	-4.9	5.9
相对涨幅 (%)	-5.2	-8.1	4.5

资料来源: 德邦研究所

**相关研究**

- 《依顿电子-603328: 调结构稳健发展, 高分红价值凸显》2019.04.03
- 《依顿电子-603328.SZ: 2018 年报业绩略超预期, 继续高分红》2019.04.24
- 《依顿电子-603328.SZ: 一季报符合预期, 汇兑损益影响减小》2019.05.06
- 《依顿电子-603328.SZ: 半年报符合预期, 高股息凸显价值》2019.08.25

## 三季报略低于预期, 结构调整经营稳健

### 依顿电子(603328)

**投资要点:**

- **公司发布 2019 年三季度报告。**公司发布 2019 年三季度报告, 实现营业收入 22.63 亿元, 同比下降 6.27%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.41 亿元, 同比下降 7.75%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.22 亿元, 同比下降 9.36%; 基本每股收益为 0.44 元。
- **产品结构有所调整, 维持高附加值业务。**公司近年来在“质量至上、成本领先、技术领先”的战略指引下, 紧跟市场需求及技术前沿, 优化产品结构工作, 扩大汽车、医疗及工业等高附加值 PCB 的份额占比, 提高盈利能力。公司产品单层板和四层板占比较大, 虽然层数较低, 但是由于客户质量较高, 公司毛利率水平在同行业中处于较高水平。公司三季度单季毛利率达 30.37%, 同比略有下滑, 环比提高 2.9 个百分点, 毛利率水平符合预期。
- **北美大客户业务仍具看点。**公司上市以前即为相关客户提供智能手机配套板产品, 与大客户保持了长期良好的合作关系。公司充电和键盘 PCB 的份额仍有提升空间, 尤其是键盘 PCB, 客户技术要求高, 公司的产品得到了客户的认可, 份额提升的预期较强。大客户新机均支持无线充电功能, 预计未来无线充电市场能够保持快速的发展, 带动相关产品销售的大幅提升。无线充电发射端 PCB 价值量相比有线充电器提高较多, 大客户新机销售情况良好, 公司充电 PCB 产品仍有较大的增长空间。
- **5G 建设加速, 公司将受益。**5G 建设已经启动, 基站建设以及 5G 后续应用场景将为 PCB 行业带来巨大的增量。目前公司优质订单持续增加, 5G 板订单导入顺利。公司还开展了包括“5G 天线通信线路板的研发”等项目, 为后续订单获取打下良好的基础。公司与华为保持了多年的合作关系, 技术实力和管理水平受到了下游客户的认可, 我们认为公司将持续受益于 5G 建设的推进。
- **投资建议:** 考虑到电子行业景气度不及预期, 我们下调对公司的盈利预测, 将 2019-2020 年 EPS 从 0.69、0.81、0.91 元调整至 0.62、0.66 和 0.71 元, 对应 PE 为 16.4、17.0 和 15.9 倍。考虑到公司高股息率, 我们认为公司合理估值水平对应 2019 年 PE 为 20-25 倍, 对应目标价 12.35-15.44, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 人民币汇率波动带来汇兑损失; 客户拓展不及预期。

**股票数据**

总股本(百万)	998.23
流通 A 股(百万)	998.23
52 周内股价区间(元)	14.32-8.44
总市值(百万)	10,860.74
总资产(百万)	4,280.90
每股净资产(元)	3.50

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3286	3329	3115	3456	3851
(+/-) YoY (%)	12.0	1.3	-6.4	10.9	11.4
净利润(百万元)	553	654	619	657	704
(+/-) YoY (%)	-6.0	18.3	-5.3	6.2	7.1
全面摊薄 EPS (元)	0.55	0.66	0.62	0.66	0.71
毛利率 (%)	33.4	30.5	30.2	30.1	30.1
净资产收益率 (%)	11.9	14.6	14.5	16.3	18.3

 资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3329</b>	<b>3115</b>	<b>3456</b>	<b>3851</b>
每股收益	0.66	0.62	0.66	0.71	营业成本	2312	2175	2417	2693
每股净资产	4.48	4.29	4.04	3.85	毛利率%	30.5	30.2	30.1	30.1
每股经营现金流	0.67	0.92	0.71	0.77	营业税金及附加	26	24	27	30
每股股利	0.55	0.80	0.90	0.90	营业税金率%	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	57	52	57	64
P/E	15.11	16.44	17.04	15.91	营业费用率%	1.7	1.7	1.7	1.7
P/B	2.21	2.38	2.77	2.92	管理费用	154	140	155	173
P/S	3.06	3.27	2.95	2.64	管理费用率%	4.6	4.5	4.5	4.5
EV/EBITDA	10.24	11.19	11.85	11.02	研发费用	109	99	110	122
股息率%	5.6	7.9	8.0	8.0	研发费用率%	3.3	3.2	3.2	3.2
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>671</b>	<b>624</b>	<b>689</b>	<b>768</b>
毛利率	30.5	30.2	30.1	30.1	财务费用	-90	-94	-68	-56
净利润率	19.6	19.9	19.0	18.3	财务费用率%	-2.7	-3.0	-2.0	-1.5
净资产收益率	14.6	14.5	16.3	18.3	资产减值损失	6	5	3	3
资产回报率	12.1	11.9	13.0	14.2	投资收益	7	9	10	11
投资回报率	21.9	22.2	24.0	26.2	<b>营业利润</b>	<b>776</b>	<b>736</b>	<b>782</b>	<b>838</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	-6	-7	-8	-8
营业收入增长率	1.3	-6.4	10.9	11.4	<b>利润总额</b>	<b>770</b>	<b>729</b>	<b>774</b>	<b>829</b>
EBIT 增长率	-11.6	-7.0	10.4	11.5	EBITDA	785	744	815	900
净利润增长率	18.3	-5.3	6.2	7.1	所得税	116	110	117	125
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	15.1	15.1	15.1	15.1
资产负债率%	17.4	17.7	20.1	22.6	少数股东损益	0	0	0	0
流动比率	4.7	4.7	4.1	3.6	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>654</b>	<b>619</b>	<b>657</b>	<b>704</b>
速动比率	4.5	4.4	3.8	3.3					
现金比率	2.0	2.1	1.6	1.2	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	1837	1856	1549	1283
应收帐款周转天数	126.6	122.2	122.5	123.1	应收款项	1267	1043	1160	1299
存货周转天数	41.6	42.2	42.2	42.1	存货	258	251	279	311
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	其它流动资产	1016	1068	1088	1112
固定资产周转率	3.7	3.4	3.9	4.4	流动资产合计	4378	4218	4077	4005
					长期股权投资	0	0	0	0
					固定资产	924	908	887	859
					在建工程	42	57	71	87
					无形资产	8	7	7	7
					非流动资产合计	1031	980	973	961
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5409</b>	<b>5198</b>	<b>5050</b>	<b>4966</b>
净利润	654	619	657	704	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付账款	683	675	744	826
非现金支出	120	125	128	134	预收账款	11	10	11	12
非经营收益	-4	8	-15	-3	其它流动负债	230	216	240	267
营运资金变动	-106	161	-62	-71	流动负债合计	924	901	995	1105
<b>经营活动现金流</b>	<b>665</b>	<b>914</b>	<b>708</b>	<b>764</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-155	-125	-126	-128	其它长期负债	16	17	18	19
投资	-440	-11	-13	-15	非流动负债合计	16	17	18	19
其他	31	47	23	11	<b>负债总计</b>	<b>940</b>	<b>918</b>	<b>1013</b>	<b>1124</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-564</b>	<b>-88</b>	<b>-116</b>	<b>-132</b>	实收资本	998	998	998	998
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	4468	4280	4037	3841
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-851	-807	-899	-899	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5409</b>	<b>5198</b>	<b>5050</b>	<b>4966</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-849</b>	<b>-807</b>	<b>-899</b>	<b>-899</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-748</b>	<b>19</b>	<b>-307</b>	<b>-266</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-10-30

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。