

## 公司动态

中航国际控股 [0161.HK; 10.20港元; 未评级] - 深南电路 (002916.CH) 简介

分析员: 王志文, CFA (cmwong@chinastock.com.hk; 电话: 852 - 3698 6317)

**摘要:** 由中航国际控股 (0161.HK) 拥有 69.7% 权益的附属公司深南电路 (002916.CH) 昨日公布 IPO 网上申购中签结果, 预计该股份将于 12 月中旬挂牌。以上市价 19.3 元人民币计算, 深南电路的 2017 年市盈率约 11 倍。深南电路在中国 PCB 行业中拥有领先地位, 此外由于公司拥有不少电信行业客户, 因此 5G 发展将为公司带来巨大增长潜力。考虑到上述因素, 我们预计公司上市后的股价表现将十分强劲。基于同业估值, 我们预计深南电路的 2017 年市盈率将升至不低于 30 倍。对于中航国际控股而言, 如果假设可转换证券不会换股, 其每股资产净值将为 26.11 港元。若给予 40% 控股公司折让, 中航国际控股的合理值为每股 15.67 港元, 代表着股价上升空间为 54%。

**深南电路: 中国 PCB 行业的领导者。**深南电路的前身于 1984 年成立, 在中国 PCB 行业有着十分悠久的历史。公司是国内最大的本土 PCB 厂商, 2016 年的全球市场份额为 1.28%。在去年, 公司是中国第五大 PCB 厂商, 市场份额为 2.55% (前四名为台湾或日本公司)。深南电路 2016 年收入达 46 亿元人民币。

**发展一站式解决方案业务模式。**在今年上半年, 深南电路 70% 以上的收入来自 PCB 业务。公司近年也发展封装基板和电子装联业务, 务求为其客户提供一站式解决方案。

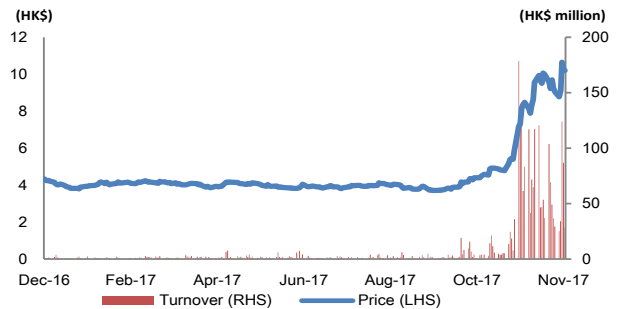
**向客户提供中高端产品, 来自电信行业的行业的收入超过一半。**在过去几年, 深南电路投放于研发的收入占总收入的 5% 以上。截至 2017 年 6 月 30 日, 研发人员占员工总数的 11.96%。公司能够批量生产的产品包括多达 68 层的多层 PCB。近几年来, 公司获得华为、诺基亚、中兴通讯、霍尼韦尔、通用电气医疗等多个客户有关质量的奖项。公司正在更专注于开发企业级产品, 此外公司 50% 以上收入来自电信行业 (其他主要应用包括医疗、消费电子和汽车)。企业级产品的进入门槛较高, 取得认证的时间通常较长。封装基板业务方面, 尽管目前仅占公司收入的 10-15%, 但该市场的技术门槛较高, 因此只有少数中国厂商 (包括深南电路) 能够进入该市场。据公司指出, 其硅麦克风微机电系统封装基板被广泛应用于智能手机, 公司在全球的市场份额超过 30%。

**拥有优良的客户组合。**在今年上半年, 华为是深南电路最大的客户, 占总收入的 24.55%。其他主要客户包括中兴通讯 (5.67%)、三星 (3.76%) 和诺基亚 (3.58%)。

**主要增长动力: 5G 和进口替代。**由于公司有 50% 以上收入来自电信业务, 加上公司与华为、中兴等电信设备龙头有紧密合作, 公司有望从中国加大 5G 投资之中受益。封装基板业务方面, 中国在全球市场的份额仅为 1.23%, 这意味着在利好政策背景下, 进口替代的空间巨大。

**受助产能扩张和利润率改善, 上半年利润实现高增长。**由于深南电路 2016 年扩张产能的成效今年完全浮现, 公司 2017 年上半年收入同比增长 28% 至 26 亿元人民币。随着公司完成产能扩张, 以及海外销售贡献增加, 公司的毛利率由 2016 年的 20.5% 扩大至 2017 年上半年的

中航国际控股



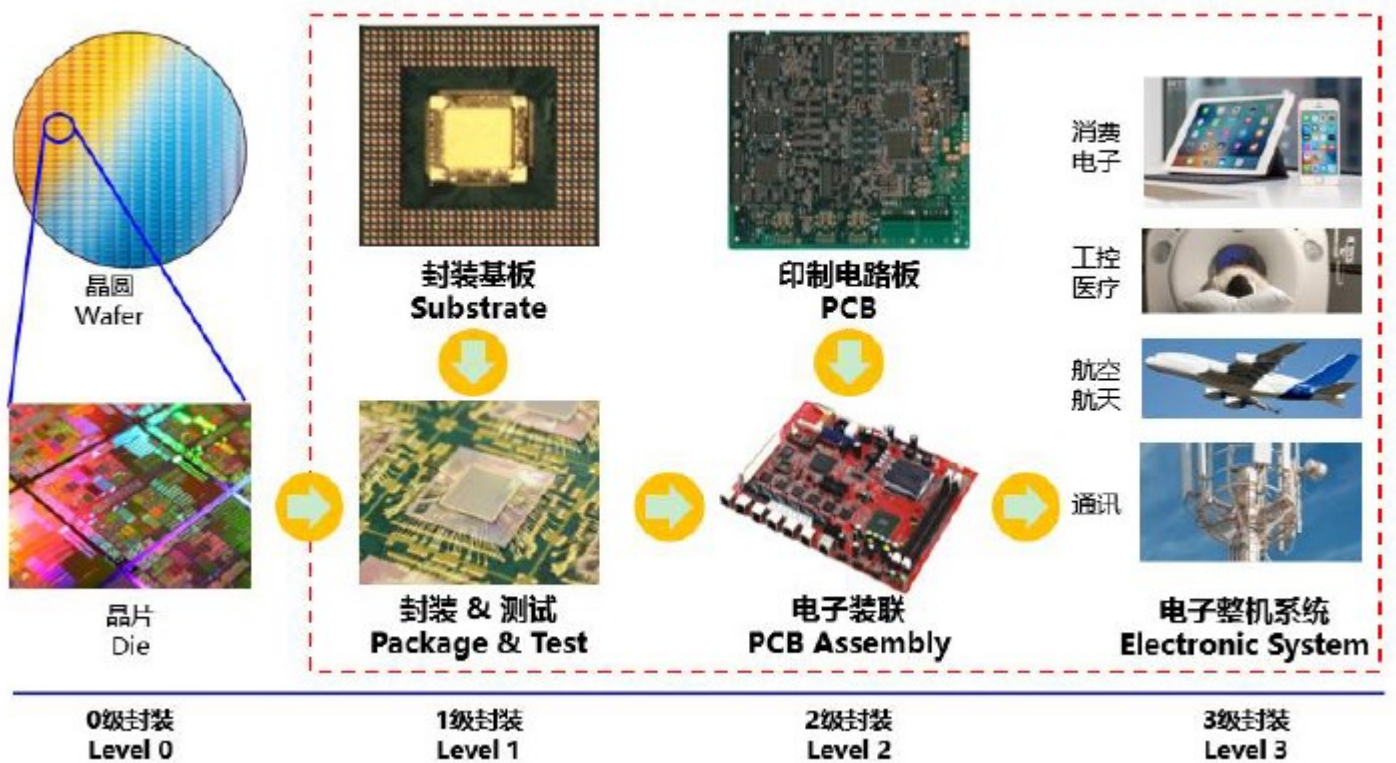
市值: 15.22 亿美元; 自由流通量: 28.6%

23.1%。这些因素导致公司 2017 年上半年净利润增长超过 100%, 达到 2.52 亿元人民币。

**产能进一步扩张, 有望带来更多盈利。**公司 IPO 所得款项净额为 12.7 亿元人民币, 将主要投放于一个高端和高密度的 IC 基板项目, 以及一个高速和高密度的多层 PCB 项目。这两个项目的总投资额为 17.4 亿元人民币。截至 2016 年底, 公司的 PCB 和基板产能分别为 134.4 万平方米/年和 20.6 万平方米/年。根据公司的扩张计划, 公司的 PCB 产能将增加 34 万平方米/年, 基板产能将增加 60 万平方米/年。公司预计, 这两个项目一旦达到满产, 将每年贡献净利润 3.01 亿元人民币。由于深南电路 2017 年预测净利润约为 5 亿元人民币, 上述两个项目将成为未来几年的重要增长动力。

**预料上市后的股价表现强劲。**与惯常 A 股 IPO 一样, 深南电路的 IPO 以 22.99 倍历史市盈率定价, 市值约 54 亿元人民币。考虑到公司 2017 年上半年净利润为 2.52 亿元人民币, 若假设全年净利润约 5 亿元人民币, 公司目前的 2017 年预测市盈率仅为 11 倍, 远低于行业平均的 32 倍 (根据公司招股书中列出的同业)。即使撇除超华科技 (002288.CH) 极端地高的市盈率, 行业平均水平仍达到 29 倍。因此, 具市场领导地位的深南电路有望在上市后录得强劲股价表现。我们预计, 该股的 2017 年预测市盈率将至少升至 30 倍, 这对中航国际控股来说应属于正面催化剂。如果假设可转换证券不会换股, 其每股资产净值将为 26.11 港元。若给予 40% 控股公司折让, 中航国际控股的合理值为每股 15.67 港元, 代表着股价上升空间为 54%。

**深南电路的风险因素:** (1) 中国的 5G 投资低于预期; (ii) 产能扩张速度低于预期; (3) 客户集中度风险, 当中华为占总收入约 25%; (4) 技术风险: 未能保持相对中国同业的技术优势, 以及未能收窄与海外同业的差距。

**图1: 深南电路提供的产品及服务**


来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

**图2: 中航国际控股净资产计算**

中航国际控股 (161. HK) 的主要上市资产			
公司	股票代码	股权	应占市值(百万港元)
深天马 A	000050 CH Equity	20.81%	7,507
飞亚达	000026 CH Equity	37.15%	1,875
中航地产	000043 CH Equity	22.35%	1,829
中航国际船舶	AMC SP Equity	73.87%	178
深南电路	待上市	69.7% (上市後)	12,285
			<b>23,673</b>
中航万科的47.12%权益的公平值(根据公开招标的底价)			<b>2,129</b>
非上市资产的账面值估算(撇除中航万科)			<b>4,641</b>
总资产净值			<b>30,443</b>
完全摊薄情况下的每股资产净值			<b>15.48</b>
假设可换股证券没有产生摊薄的每股资产净值			<b>26.11</b>
给予40%控股公司折让情况下的合理值(没有股份摊薄)			<b>15.67</b>
上升空间			<b>54%</b>

来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

**图3: 深南电路的财务摘要**

人民币 (截至12月底止年度)	2014	2015	2016	1H17
总收入	3,638.03	3,518.67	4,598.50	2,729.34
PCB	2,834.98	2,476.48	3,321.86	1,922.36
PCB组装	272.09	422.94	567.71	341.90
基板	398.98	484.49	470.34	323.43
其他	120.64	113.97	193.16	113.44
其他收入	11.34	20.79	45.44	28.21
销货成本	2,867.05	2,815.15	3,690.42	2,122.25
<b>毛利润</b>	<b>770.98</b>	<b>703.52</b>	<b>908.08</b>	<b>607.09</b>
经营开支	-601.57	-606.80	-650.31	-356.60
经营利润	167.35	96.62	257.56	250.39
其他收入及开支	39.58	76.29	47.10	34.53
税前利润	206.94	172.91	304.66	284.91
所得税	-21.63	-15.37	-30.19	-32.64
非控制性权益	5.42	4.15	-0.30	-0.40
<b>净利润</b>	<b>190.72</b>	<b>161.69</b>	<b>274.16</b>	<b>251.87</b>
毛利润	21.68%	20.65%	20.53%	23.10%
PCB	21.70%	19.22%	19.90%	23.27%
PCB组装	21.83%	16.10%	20.15%	15.50%
基板	25.04%	30.95%	24.56%	30.85%

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

图4：中航国际控股的组织结构



## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

## 评级指标

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入” 讯息或再度降级为立刻卖出

## 版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888