

2018年12月17日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(元) 85.0

公司基本资讯

产业别	电子
A 股价(2018/12/21)	76.85
深证成指(2018/12/21)	7337.60
股价 12 个月高/低	102.8/55.52
总发行股数(百万)	280.00
A 股数(百万)	84.72
A 市值(亿元)	65.11
主要股东	中航国际控股股份有限公司 (69.74%)
每股净值(元)	12.49
股价/账面净值	6.15
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.4 0.3 42.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

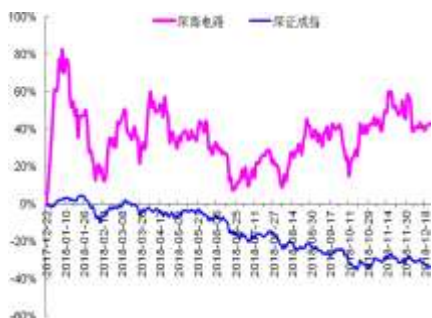
产品组合

PCB	74%
封装基板	12%
电子联装	13%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.0%
一般法人	40.2%

股价相对大盘走势



深南电路(002916.SZ)

买入 (BUY)

PCB龙头, 5G核心标的

结论与建议:

公司是国内最大的PCB本土企业, 公司通信相关PCB收入占比7成, 同时公司与华为、中兴等设备企业的核心供应商, 未来5G对于基站用PCB需求将有巨大的拉动作用, 公司作为通信PCB国内领军企业直接受益。

公司目前产能正在逐步扩充, 南通、无锡产能有望于2019年开始逐步释放, 将推动业绩的持续提升, 我们预计公司2018/2019年实现净利润5.6亿元和7.9, 同比分别增长25%和41%, EPS为2.01/2.82元, 目前A股股价对应的PE为38、27倍, 考虑到5G产业长期前景乐观, 给予“买入”评级。

- **本土最大通信PCB领军厂商, ROE好于同业:** 据Prismark数据, 2017年深南电路位列全球PCB企业第21名, 是前三十大厂商中唯一的中国内资企业。华为、中兴通讯是公司最大的客户, 占据公司收入近3成, 因此公司亦将是5G产业发展最为受益的标的。从经营情况来看, 相较于其他本土同业企业, 虽然公司毛利率水准并未明显好于行业, 但公司客户质地优良, 且对上游议价能力强, 应付帐款账期长, 资产周转率高, 带动其ROE水准亦处于行业前列。
- **5G带动PCB需求快速增长:** 中国是全球5G发展的第一梯队, 目前频谱分配已经完成, 预计2019年起5G投资将持续快速增长。相对于4G的投资建设, 5G基站中PCB的使用量将增加, 同时由于PCB层数的增加, 整体价格将有超过50%的增长, 结合5G基站略多于4G基站的保守估算, 我们预计大陆5G所拉动的PCB增量超过350亿元, 为4G的数倍。公司作为国内最大的本土企业, 积极布局5G产业, 目前印制电路板业务产能约为150多万平米/年, 在深圳、无锡、南通均有产能部署, 预计随着募投项目达产, 公司将新增34万平米数通高速PCB产能, 业绩增长动力充足。
- **全年业绩增长明确:** 前三季公司营收与净利润分别增长近3成和4成, 其中3Q18公司营收21亿元, YOY+41%, 实现净利润1.9亿元, YOY+122%, 业绩增速明显加快, 公司预计2018年净利润5.4-6.3亿元, YOY增长20%-增长40%, 业绩确定性较高。
- **盈利预测与投资建议:** 综合判断, 我们预计公司2018、2019年可实现净利润5.6、7.9亿元, YOY为25%和41%, EPS为2.01元和2.82元; 目前股价对应2018-19年PE分别为38倍、27倍, 考虑到5G产业提升行业估值且对公司业绩有长期拉动作用, 给予买入的投资建议。
- **风险提示:** 下游核心设备供应商受禁运制裁风险, 5G投资金额不及预期。

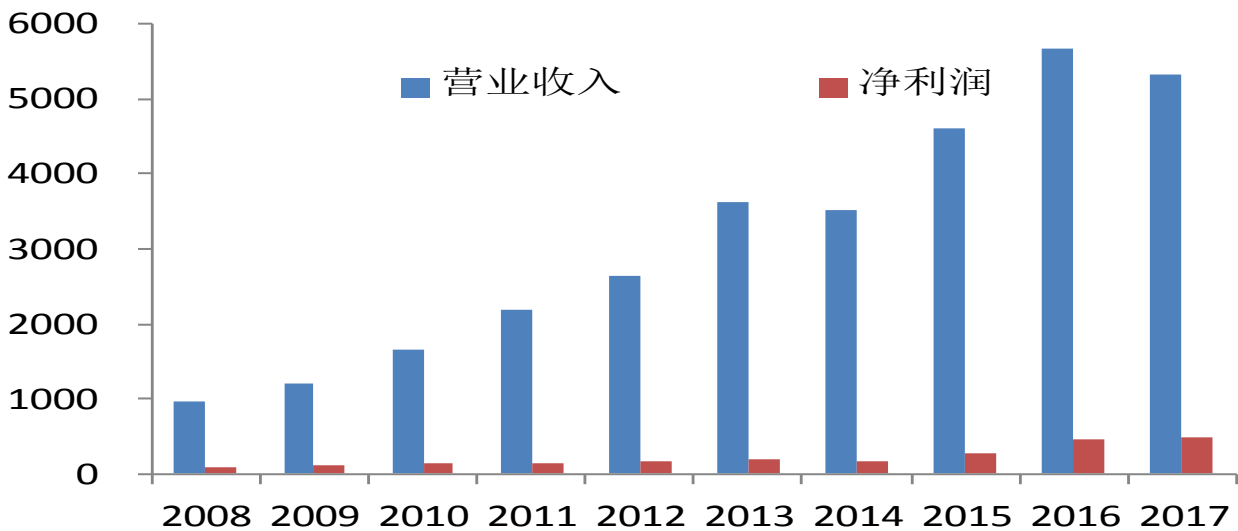
..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	162	274	448	561	789
同比增减	%	-15.22	69.56	63.44	25.30	40.60
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.58	0.98	1.60	2.01	2.82
同比增减	%	-15.22	69.56	63.44	25.30	40.60
市盈率(P/E)	X	131.12	77.33	47.32	37.76	26.86
股利 (DPS)	RMB 元	0.07	0.11	0.51	0.65	0.85
股息率 (Yield)	%	0.09	0.15	0.67	0.86	1.12

### 公司概况

深南电路股份有限公司成立于 1984 年, 是国内最大的 PCB 厂商。拥有印制电路板、封装基板及电子装联三项业务, 形成了业界独特的“3-In-One”业务布局。从公司经营规模来看(图 1), 过去 10 年, 公司充分受益于中国电子产业的高速发展, 营收增速 2008-2017 CAGR 为 22%, 2017 年营收规模达到 56.9 亿元。随之其净利润 2014-2017 CAGR 为 20%, 2017 年达到 4.5 亿元。

图1: 公司营收及净利润增长情况 单位: 百万元 %



资料来源: 公司年报, 群益证券上海研究部

按业务类型分, 目前公司主营由三大部分组成: 印刷电路板、封装基板和电子联装业务。1H18, 印刷电路板业务占据营收比例超过七成, 其产品主要应用于通讯、航空航天、工业控制等领域(表 1), 封装基板与电子联装业务分别占 12%和 13%。从营业利润的角度看, 利润分布基本也与营收状况类似, 惟电子联装业务毛利率略低(图 2/图 3)。

图 2、1H18 公司各项业务营收构成 单位: %

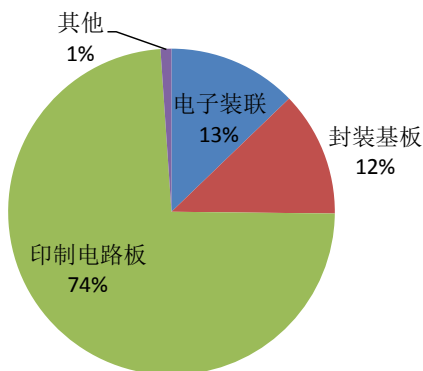
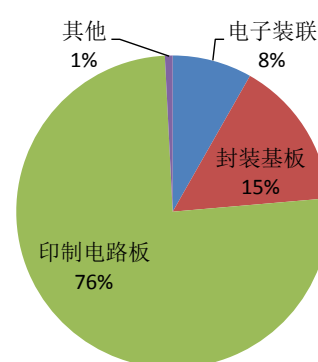


图 3、1H18 公司毛利润构成 单位: %



资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

表1: 公司产品及应用领域

领域		主要设备	相关 PCB 产品	特征描述
通讯	无线网	通信基站	背板、高速多层板、高频微波板、多功能金属基板	金属基、大尺寸、高多层、高频材料及混压
	传输网	OTN、微波传输设备	背板、高速多层板、高频微波板	高速材料、大尺寸、高多层、高密度、多种背钻、刚挠结合、高频材料及混压
	数据通讯	路由器、交换机、服务/存储设备	背板、高速多层板	高速材料、大尺寸、高多层、高密度、多种背钻、刚挠结合
	固网宽带	OLT、ONU 等光纤到户设备		多层板、刚挠结合
航空航天		航电、机电系统	高速多层板	高可靠性、多层板、刚挠结合
工控医疗		工控、医疗系统		高可靠性、多层板、刚挠结合

资料来源: 公司公告, 群益金鼎证券

### 行业与公司成长分析

PCB 行业属 电子信息产品制造的基础产业, 受宏观经济周期性波动影响较大, 全球增速基本与 GDP 增速相当, 2008-2017 复合增长率为 1.1%。根据 Prismark 数据, 2017 年中国 PCB 产值占据全球产值一半以上, 全球产能向中国转移的趋势明显。预计随着 5G、云计算产业的快速发展, 2017-2022 年全球 PCB 复合增长率为 3.2% (表 2), 增速将明显加快, 而中国则将以 3.7% 的复合增长率保持较快增长势头。从下游应用来看, 通信、计算机和消费电子等已成为 PCB 三大应用领域, 三大领域合计占 PCB 总需求的比重为近 7 成, 并且对于移动互联网终端产品发展及汽车电子的广泛应用, 通信和汽车电子领域的 PCB 需求占比持续提升, 成为 PCB 应用增长最为快速的领域。未来随着电子信息产业的持续发展, 未来 PCB 的应用将进一步深化和延伸。

表2: PCB行业产值及增速, 单位: 百万美元, %

类型	2016		2017 (估算)		2018 (预测)		2022 (预测)		2017-2022
	年份	产值	增长率	产值	增长率	产值	增长率	产值	
美洲		2752	-0.4%	2742	-0.4%	2731	2.0%	2902	1.2%
欧洲		1910	2.8%	1963	1.2%	1987	1.0%	2051	0.9%
日本		5253	0.1%	5256	1.1%	5317	1.2%	5539	1.1%
中国		27123	9.6%	29732	5.0%	31233	3.4%	35686	3.7%
亚洲 (中日除外)		17169	11.5%	19151	3.5%	19830	3.8%	22623	3.4%
合计		54207	8.6%	58843	3.8%	61099	3.2%	68808	3.2%

资料来源: Prismark, 群益金鼎证券

从全球范围来看，5G 正在成为未来行业发展的最大推动力，根据 ITU（国际通信联合会）时间流程目标（图 5），2017 年底完成 5G 技术方案征集, 2019 年底 ITU 第 32 次会议完成 5G 标准初步技术文档，至 2020 年 10 月 ITU 第 36 次会议确立 5G 最终技术规范. 目前，中国工信部已经完成 5G 中低频段频谱的分配，标志着中国目前处于全球 5G 发展的第一梯队，同时也意味着 5G 投资正式拉开大幕。

图 5: 中国移动数据流量及增速 单位: 10 亿 GB, %



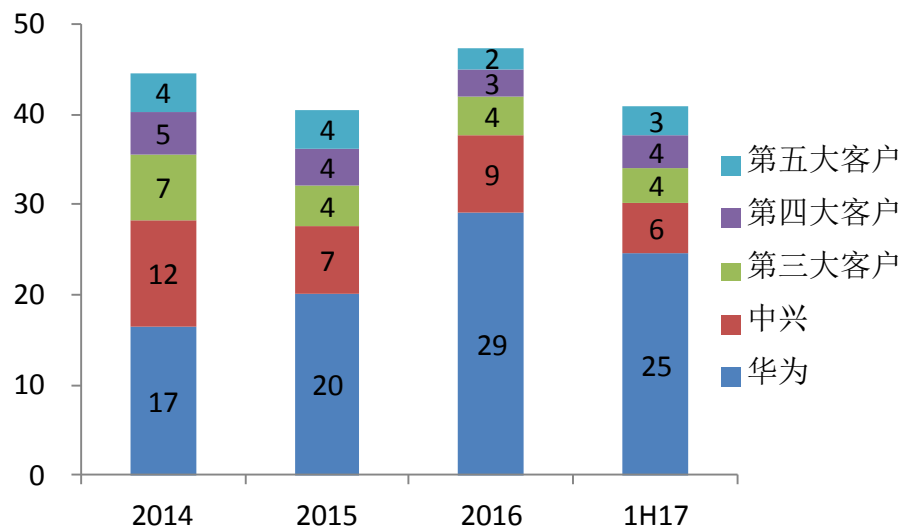
资料来源: ITU, 群益金鼎证券

相对于 4G 的投资建设，5G 由于数据量激增，在基站端，天线与射频器件都面临较大的融合与变化，印制电路板（PCB）将取代原来的馈线和功率分配网络，提升网络容量增益。同时由于 PCB 层数的增加，整体价格亦将上扬，预计 ASP 将有 50% 的提升。另外，从量上来看，由于频段更高，覆盖性降低，5G 基站将较 4G 基站数量增加，综合估算，我们预计大陆 5G 所拉动的 PCB 增量超过 350 亿元

公司是国内最大的本土 PCB 领军厂商，据 Prismark 数据，2017 年深南电路位列全球 PCB 企业第 21 名，是前三十大厂商中唯一的中国内资企业。从产业格局来看，大陆 PCB 厂商达 1500 余家，市场相对分散，公司市占率约 3%，未来有较大的提升空间。

从客户结构来看，华为、中兴通讯是公司最大的客户，占据公司收入近 3 成（图 6），因此公司亦将是 5G 产业发展最为受益的标的。

图 6: 公司前五大客户占比情况 单位: %



资料来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

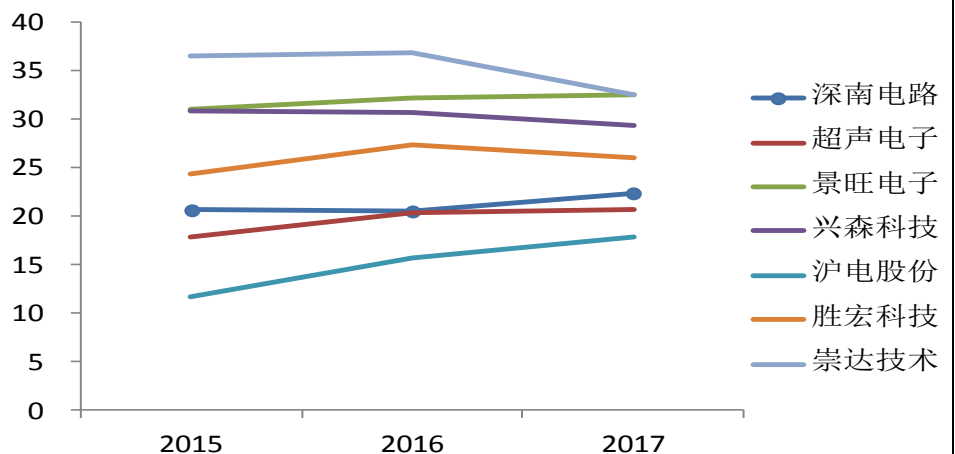
另外从产能状况来看，公司目前印制电路板业务产能约为 150 多万平米/年，在深

圳、无锡、南通均有产能部署，预计随着募投项目达产，公司将新增 34 万平方米数通高速 PCB 产能。同时，公司正积极配合客户开发下一代 5G 无线通信基站用 PCB 产品，为下一代通信网络及设备提供高速、大容量的解决方案。南通工厂已完成第三方体系认证，并已启动客户认证，预计年末可逐步释放产能。我们预计 2018-2019 公司 PCB 业务收入分别增长 21%和 26%，并且整体毛利率亦稳步的提升。

除 PCB 业务外，公司封装基板业务亦颇具潜力，公司目前封装基板产能约 20 万平米，募投项目完全达产后，无锡将新增 60 万平米的封装基板，为业绩的持续增长提供动力。

从盈利能力来看，公司大批量产品主要面对通信设备厂商及运营商，相对而言，较为优质的客户质量也使得客户议价能力较为突出，因此毛利率水平处于行业的中游位置（图 7）。

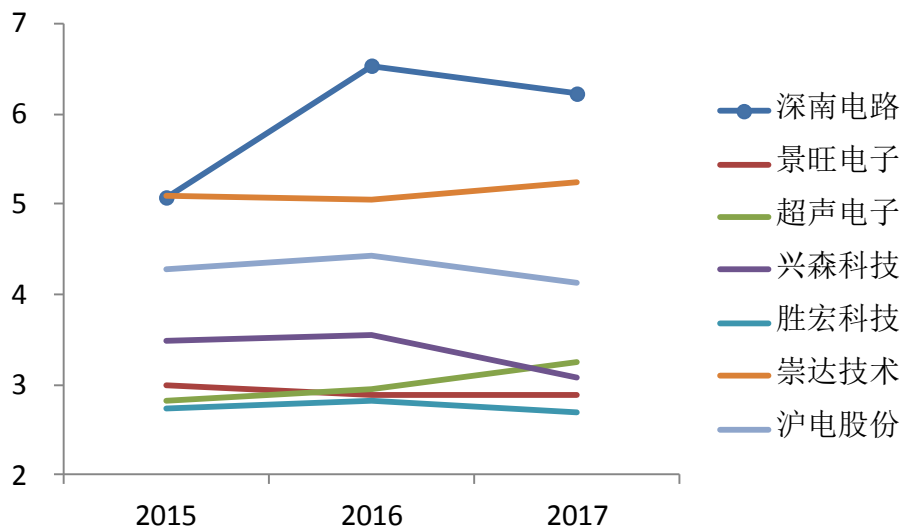
图 7：中国同业毛利率水平比较



资料来源：群益金鼎证券整理

但同时对于上游而言，公司的溢价能力较强的优势也非常明显。从应收账款周转率来看，公司应收账款周转率速度明显好于其他同业企业（图 8）。

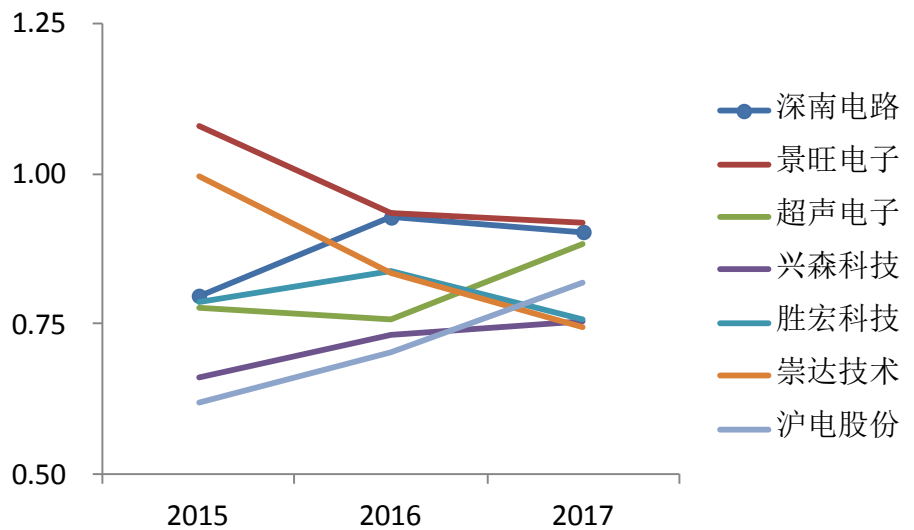
图 8：PCB 企业应收账款周转率 单位：次



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

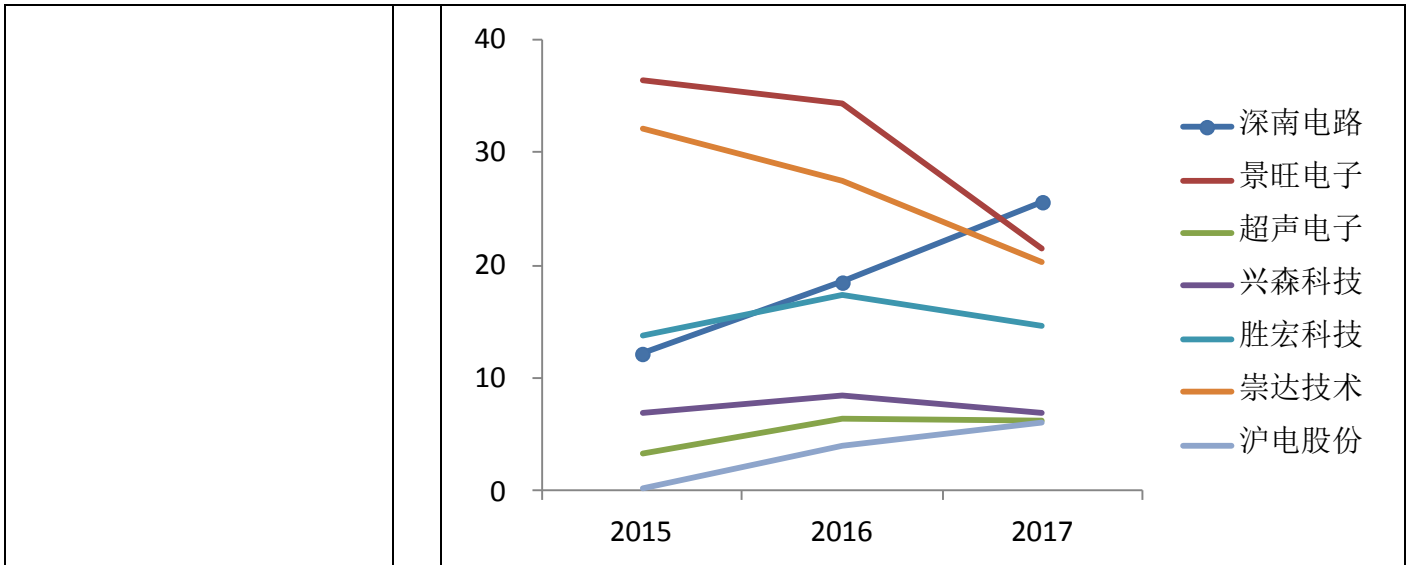
因此，虽然公司毛利率水准并未明显好于行业上市公司，但公司客户质地优良，且对上游议价能力强，整体资产周转率高，ROE 水准亦处于行业前列(图 9/图 10)。

图 9: 公司总资产周转率 单位：次



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图 10: 净资产收益率 (加权) 单位：%



### 盈利预测与估值分析

2018 年前三季度公司实现营业收入 53.4 亿元，YOY+26.6%；实现净利润 4.7 亿元，YOY+39.6%，扣非后净利润 4.4 亿元，YOY+49.9%。其中，随着中兴订单的逐步恢复，3Q18 公司实现营收 21 亿元，YOY+41%，实现净利润 1.9 亿元，YOY+122%，业绩增速显著加快。从毛利率来看，1-3Q18 综合毛利 22.7%，较上年同期上升 0.5 个百分点。

公司预计 2018 年净利润 5.4-6.3 亿元，YOY 增长 20%-增长 40%。相应的，Q418 净利润 0.7-1.6 亿元，YOY 持平-增长 0.42%。

综合判断，我们预计公司 2018、2019 年可实现净利润 5.6、7.9 亿元，YOY 为 25% 和 41%，EPS 为 2.01 元和 2.82 元；目前股价对应 2018-19 年 PE 分别为 38 倍、27 倍，考虑到 5G 产业提升行业估值且对公司业绩有长期拉动作用，给予买入的投资建议。

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)  
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)  
 卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
营业收入	3519	4599	5687	6472	8025
经营成本	2792	3654	4413	4961	6135
营业税金及附加	23	36	52	65	76
销售费用	99	89	113	141	60
管理费用	409	433	552	615	742
财务费用	87	95	107	46	92
资产减值损失	12	34	20	75	95
投资收益	-2	0	0	20	20
营业利润	97	258	501	258	844
营业外收入	77	54	4	45	45
营业外支出	1	7	0	1	1
利润总额	173	305	504	633	888
所得税	15	30	56	71	98
少数股东损益	-4	0	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	162	274	448	561	789

附二：合并资产负债表 6

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
货币资金	126	185	1593	1602	1648
应收账款	663	730	838	975	1185
存货	594	792	1047	1212	1409
流动资产合计	1490	1829	3882	4038	4274
长期股权投资	6	5	5	5	5
固定资产	2745	2786	2854	3311	3708
在建工程	115	109	253	200	240
非流动资产合计	3279	3311	3561	3996	4515
资产总计	4770	5140	7443	8033	8789
流动负债合计	2091	1919	2786	2988	3182
非流动负债合计	1322	1643	1489	1497	1504
负债合计	3414	3562	4275	4485	4687
少数股东权益	1	0	0	1	2
股东权益合计	1355	1578	3168	3548	4102
负债及股东权益合计	4770	5140	7443	8033	8789

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
经营活动产生的现金流量净额	573	802	896	724	824
投资活动产生的现金流量净额	-1146	-489	-531	-321	-426
筹资活动产生的现金流量净额	561	-254	1053	-394	-352
现金及现金等价物净增加额	-3	69	1408	9	46

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。