

**公司调研点评**
**深南电路 (002916)**
**电子 | 元件**
**5G 风口下的数通 PCB 领跑者**

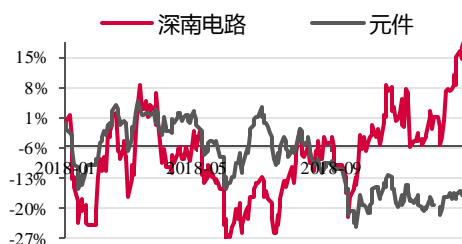
2019 年 01 月 25 日

**评级 推荐**

评级变动 首次

**合理区间 96.4-108.45 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	94.08
52 周价格区间 (元)	55.52-95.88
总市值 (百万)	26342.40
流通市值 (百万)	7767.60
总股本 (万股)	28000.00
流通股 (万股)	8256.38

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
深南电路	15.79	26.49	19.08
元件	2.21	4.78	-15.28

**何晨**

 执业证书编号: S0530513080001  
 hechen@cfzq.com

**司岩**

siyan@cfzq.com

**分析师**

0731-84779574

**研究助理**

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	4598.50	5686.94	7449.89	9126.12	11225.12
净利润 (百万元)	274.16	448.08	674.26	885.58	1120.50
每股收益 (元)	0.98	1.60	2.41	3.16	4.00
每股净资产 (元)	5.64	11.31	12.84	14.79	17.37
P/E	94.91	58.07	38.59	29.38	23.22
P/B	16.49	8.21	7.24	6.28	5.35

资料来源: 贝格数据, 财富证券

**投资要点:**

- 2018 年业绩超预期, 募投产能打开成长空间。** 根据公司发布的 2018 年业绩上修公告, 预计全年实现归母净利润 6.7—7.1 亿元, 同比增长 50%—60%, 大幅超出三季报预期的 20%—40% 增速。主要原因是南通工厂四季度产能爬坡顺利, 外部市场环境较为稳定, 大客户订单增长强劲, 此外前三季度在中美贸易摩擦等外部环境的扰动下, 公司部分重要客户业务存在一定的不确定性, 导致之前的业绩预期相对保守。
- 数通 PCB 领域领跑者, 相较沪电各有千秋。** 深南电路和沪电股份在无线基站 PCB 领域具备深厚的技术积累和工艺壁垒, 在细分领域的市场份额上互有优势; 产能储备方面, 深南电路高速 PCB 产线产能爬坡进展顺利, 2019 年上半年能够达到满产, 沪电股份黄石工厂一期产能利用率达到 80% 左右, 2019 年产能有望进一步提升, 同时黄石工厂三期将针对 5G 需求针对性扩产。总体来看, 深南电路在毛利率、产能规模、研发投入方面具有一定优势, 但沪电股份增长态势明显。
- 5G 驱动需求增长, IC 载板布局长远。** 在我国经济面临下行压力, 在中美贸易摩擦、房地产紧调控、消费内生动力不足的背景下, 以 5G 为代表的信息基础设施建设有望成为支撑经济增长的重要驱动力, 从相关政府部门的表态来看, 5G 建设已逐步被纳入“新基建”范畴。5G 基站数量较 4G 时代增长 330%, Massive MIMO 多天线技术和波束成型等技术的应用拉动高频高速 PCB 量价齐升。目前, 我国 IC 载板市场仍主要被国外厂商把控, 国产替代空间巨大, 公司掌握了 IC 载板核心技术, 在 MEMS 麦克风载板市场的份额全球领先, 无锡工厂 2019 年下半年投产后, 未来 2-3 年将为公司提供新的增长动能。
- 维持公司“推荐”评级。** 公司作为数通 PCB 领域领跑者, 在技术工艺、客户资源、产能储备上具备相对竞争优势, 其电子装联与 PCB 业务形成联动增强了客户粘性。数通 PCB 的行业逻辑在于通信设备厂掌握话语权且产品迭代快、定制化程度高, A 股上市标的中, 沪电股份在数通 PCB 领域是公司主要竞争对手, 在毛利率、产能规模、研发投入方面均处于快速追赶态势。IC 载板业务方面, 公司是少数具备技术能力和大客户资源的内资企业, 国产替代空间巨大, 无锡工厂未来两年的产能释放将为公司打开长期增长空间。在 5G 逐步纳入新基建范畴, 未

来发挥带动经济增长和产业升级作用的背景下，我们看好公司在逆周期中的业绩增长潜力，预计 2018-2020 年实现归母净利润 6.7、8.9、11.2 亿元，EPS 分别为 2.41、3.14、4.00，对应当前股价 PE 分别为 38.6、29.4、23.2X，维持“推荐”评级。考虑到中美贸易摩擦仍然存在一定的不确定性，给予公司 2019 年 1-6 月 40-45 倍 PE，对应估值区间为 96.4—108.45 元。

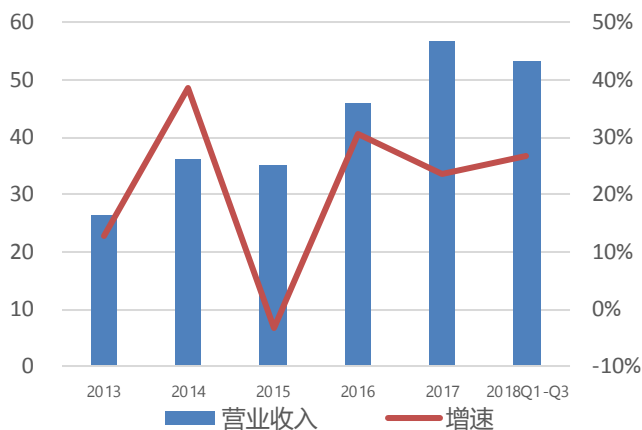
- 风险提示：中美贸易摩擦走势存在不确定性、5G 商用进展不及预期、IC 载板产能建设不及预期、原材料价格及汇率波动风险

## 1 2018 年业绩超预期，募投产能打开成长空间

公司是全球领先的无线基站射频功放 PCB 供应商，产品应用以通信设备为核心，覆盖航空航天和工控医疗领域。公司通信领域 PCB 产品占比超过 6 成，主要应用在通信基站、OTN 传输设备、交换机、服务器等领域。

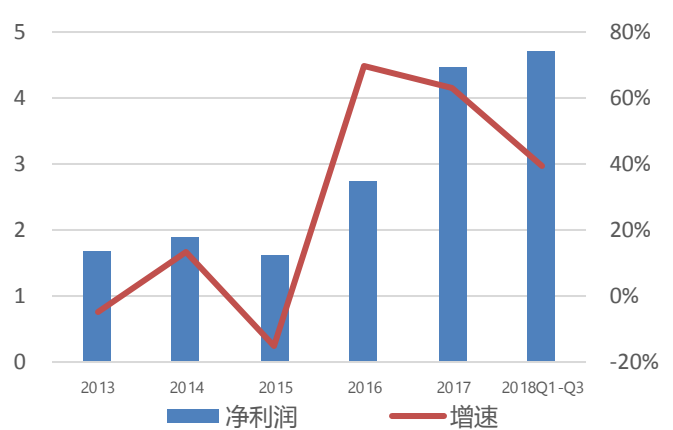
2014-2017 年，公司营业收入年均复合增速为 21.29%，净利润复合增速为 28.66%，业绩增长快速稳健。2018 年前三季度实现营业收入 53.36 亿元，同比增长 26.64%，归母净利润 4.72 亿元，同比增长 39.59%，扣非归母净利润 4.41 亿元，同比增长 49.91%。

图 1：深南电路营业收入及增速



资料来源：wind，财富证券

图 2：深南电路净利润及增速



资料来源：wind，财富证券

根据公司发布的 2018 年业绩上修公告，预计全年实现归母净利润 6.7—7.1 亿元，同比增长 50%—60%，大幅超出三季报预期的 20%-40% 增速。主要原因有三点，一是公司南通工厂四季度产能爬坡顺利，目前产能利用率约 80%，同时外部市场环境较为稳定，大客户订单增长强劲；二是产品结构调整和智慧工厂建成带动毛利率环比改善；三是前三季度在中美贸易摩擦等外部环境的扰动下，公司部分重要客户业务存在一定的不确定性，导致之前的业绩预期相对保守。

公司拥有龙岗、无锡及南通三大生产基地，其中南通和无锡工厂为募投新增产能，募投产能瞄准 4G、5G 无线基站建设和 IC 载板国产化替代机遇。根据募投项目计划，南通募投项目达产后，新增年产 34 万平方米数通用高速高密度多层印制电路板，总体 PCB 产能预计超过 160 万平方米/年。封装基板业务方面，目前已有的龙岗基板厂年产能在 20 万平方米左右，无锡工厂建成达产后预计可新增 60 万平方米年产能，预计 2019 年投产。

## 2 数通 PCB 领域领跑者，深南沪电各有千秋

数通 PCB 行业的壁垒主要集中在技术工艺和客户方面：技术工艺视客户需求、基材特性等因素而不同，定制化程度高；下游通信设备选择供应商需要通过严格的认证程序，更换成本高且周期长。公司凭借在数通 PCB 领域的长期技术和工艺积累形成了相对竞争优势，与华为、中兴、诺基亚、爱立信等一线通信设备厂商保持长期稳定的合作关系。

根据 2018 年上半年全球 PCB 厂商四十强榜单，深南电路和沪电股份纷纷入选前五名，分列第十和第十三位。从近两年的营收增速情况来看，深南产能爬坡更为顺利，主要原因是沪电股份 2018 年昆山地区低端产能逐渐转移至黄石沪士，叠加大客户 2018 年上半年订单延迟到下半年释放，导致营收增速慢于深南电路。

表 1：2018 年上半年深南电路与沪电股份营收及增速对比

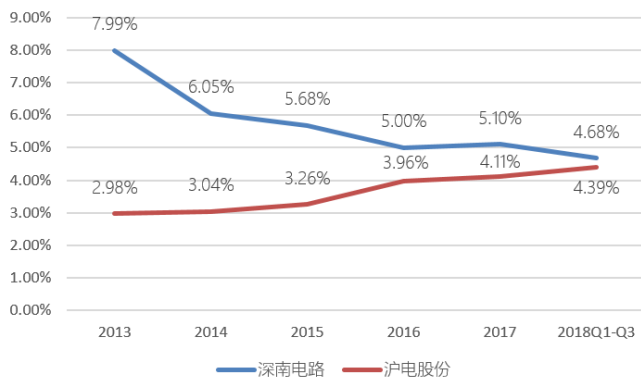
排名	公司名称	2017 年 营收	2017 年 营收增速	2017Q1	2017Q2	2018Q1	2018Q2	2018Q2 环比	2018Q2 同比	2018H1 同比
10	深南电路	842	21.60%	187	210	232	276	19.00%	31.50%	28.10%
13	沪电股份	847	17.00%	201	201	224	239	6.80%	19.20%	15.30%

资料来源：电子发烧友网，财富证券

两家公司数通领域 PCB 业绩占比均为 60% 左右，除通信领域外，深南电路收入主要来自 IC 载板和电子装联业务，沪电股份则来自汽车 PCB 板。两者客户均为华为、爱立信等一线通信设备厂商，2017 年前五名客户营收占比分别为 38% 和 69%。此外，两者多年来持续注重研发投入，过去三年，研发投入费用比基本处于同一水平。

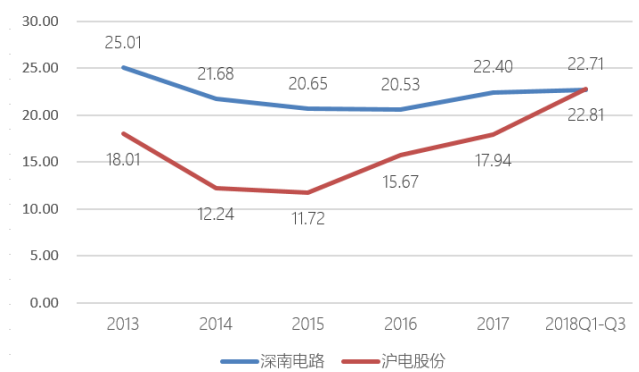
从近五年毛利率走势来看，深南电路毛利率走势平稳，始终维持在 20% 以上，近三年毛利率稳步上升，随着 2019 年陆续开展老厂的技术改造，生产效率有望进一步提升；沪电股份于 2016 年完成昆山老厂的搬迁工作后，产能和产值持续扩充，通信和汽车领域收入占比持续提升，毛利率增长态势明显，后续黄石沪电将继续导入客户订单，汽车板产线持续满产，公司盈利能力有望持续提升。

图 3：研发投入费用比



资料来源：wind，财富证券

图 4：毛利率对比



资料来源：wind，财富证券

通过产业链调研，通信设备厂商筛选供应商的条件主要是技术工艺过关和产能节奏能够跟上，深南电路和沪电股份在无线基站 PCB 领域具备深厚的技术积累和工艺壁垒，在细分领域的市场份额上互有优势，深南电路在无线基站射频功放 PCB 领域的市场份额更为领先，沪电股份在基站天线 PCB 领域的市场份额更高；产能储备方面，深南电路高速 PCB 产线产能爬坡进展顺利，2019 年上半年能够达到满产，沪电股份黄石工厂一期产能利用率达到 80% 左右，2019 年产能有望进一步提升，同时黄石工厂三期将针对 5G 需求针对性扩产。总体来看，无线基站领域下游通信设备厂商掌握话语权，同时绑定多个供应商交叉采购，因此深南电路和沪电股份与下游客户的粘性成为数通 PCB 行业的主要竞争要素。

## 3 5G 驱动需求增长，IC 载板布局长远

### 3.1 政策层面加速 5G 推进，下游需求增长空间巨大

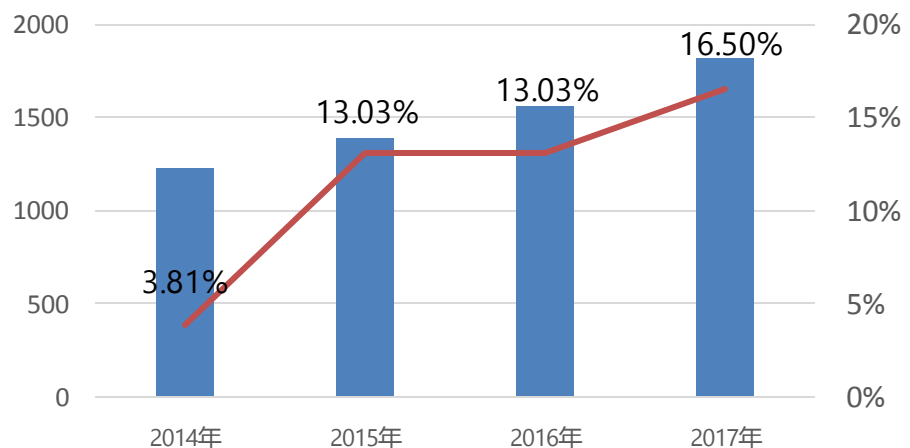
近日，工信部部长苗圩表示，2019 年我国将进行 5G 商业推广，将在若干个城市发放 5G 临时牌照，使大规模的组网能够在部分城市和热点地区率先实现，同时加快推进终端的产业化进程和网络建设，同时，5G 手机、5G iPad 等商业产品也将于 2019 年下半年相继面世。在我国经济面临下行压力，在中美贸易摩擦、房地产紧调控、消费内生动力不足背景下，以 5G 为代表的信息基础设施建设有望成为支撑经济增长的重要驱动力，从相关政府部门的表态来看，5G 建设已逐步被纳入“新基建”范畴。因此，5G 基站建设作为现阶段国家战略层面的重要支撑，推进进程有望加快。

从需求层面上看，5G 在人与人互联互通领域的应用占比约为 20%，在物联网、工控领域的应用占比约为 80%。5G 采用低频频带和高频频带结合的模式，以实现广域覆盖、热点高容量、低功耗大连接、低时延高可靠四大技术场景的应用要求，进而要求 PCB 具备高频、高速的特性。此外，5G 基站将采用“宏基站+小基站”建设模式，基站数量较 4G 时代增长 330%，Massive MIMO 多天线技术和波束成型等技术的应用使得天线单元需要通过高频高速 PCB 进行集成，对高频高速 PCB 的需求增加，基站架构的改变也将提高基站射频侧 AAU 所用 PCB 板的工艺要求，总体拉动高频高速 PCB 量价齐升。此外，2019 年 CES 展会上，5G 通讯、柔性屏幕、8K 画质、人工智能、无人驾驶、虚拟现实、智能家居等相关产品悉数亮相，展示了多个 5G 应用场景。

### 3.2 封测产业向大陆转移，IC 载板带动长期成长

封测行业位于半导体产业链末端，其附加价值较低，劳动密集度高，相较于半导体 IC 设计、设备和制造行业技术壁垒较低，往往是各国半导体产业发展过程中最先发展的产业。近三年来，海外芯片公司封测业务纷纷向大陆转移，2017 年我国芯片封装测试行业销售收入约 1822 亿元，增速达 16.5%。

图 5：2014-2017 年中国芯片封装产业销售额及增速



资料来源：中国产业信息网、财富证券

目前，封测厂在高端封装技术及先进封装的产能持续增长，国内封测龙头厂商长电科技、通富微电、华天科技的先进封装已经处于行业平均水准之上。

受益于中国大陆地区政策和资金的持续落地，中国大陆半导体有望保持高景气度，国内封测龙头厂商持续加速整合，借此强化营运效果和提高技术密集度，维持快速成长。按照 2025 年我国 IC 自给率达到 70%，封装占集成电路产业产值比重 20%，IC 载板占封装材料比重 40% 计算，未来 5 年国内封装基板市场空间均为 220 亿元。

公司通过承担“02 专项”掌握了 IC 载板技术，成为国内少数拥有批量生产能力的厂商，与日月光、长电科技、华天科技等封装厂商建立了长期合作关系。公司在 MEMS 麦克风封装载板领域的全球市场份额约为 30%，在先进制程方面，FC-CSP 等产品已具备小批量量产能力。公司龙岗老厂的 IC 载板产线具备年产 20 万平米的产能，募投项目无锡新厂预计 2019 年下半年投产，达产后将新增年产 60 万平方米的产能。目前，我国 IC 载板市场仍主要被国外厂商把控，国产替代空间巨大。预计公司无锡工厂 2019 年下半年投产后，初期产能爬坡进程可能较为缓慢，长期来看，未来 2-3 年将为公司提供新的增长动能。

## 4 投资策略

公司作为数通 PCB 领域领跑者，在技术工艺、客户资源、产能储备上具备相对竞争优势，其电子装联与 PCB 业务形成联动增强了客户粘性。数通 PCB 的行业逻辑在于通信设备厂掌握话语权且产品迭代快、定制化程度高，A 股上市标的中，沪电股份在数通 PCB 领域是公司主要竞争对手，在毛利率、产能规模、研发投入方面均处于快速追赶态势。IC 载板业务方面，公司是少数具备技术能力和大客户资源的内资企业，国产替代空间巨大，无锡工厂未来两年的产能释放将为公司打开长期增长空间。在 5G 逐步纳入新基建范畴，未来发挥带动经济增长和产业升级作用的背景下，我们看好公司在逆周期中的业绩增长潜力，预计 2018-2020 年实现归母净利润 6.7、8.9、11.2 亿元，EPS 分别为 2.41、3.14、4.00，对应当前股价 PE 分别为 38.6、29.4、23.2X，维持“推荐”评级。考虑到中美贸易摩擦仍然存在一定的不确定性，给予公司 2019 年 1-6 月 40-45 倍 PE，对应估值区间为 96.4—108.45 元。

## 5 风险提示

中美贸易摩擦走势存在不确定性、5G 商用进展不及预期、IC 载板产能建设不及预期、原材料价格及汇率波动风险

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438