

深南电路 (002916.SZ) / 电子

5G 商用龙头地位显著, 封装基板国产替代进程加快

评级: 买入 (首次)

市场价格: 91.2

分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

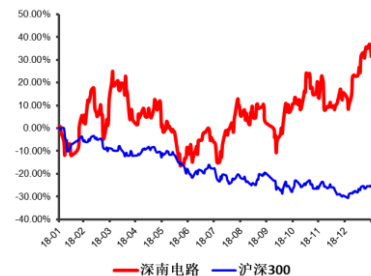
研究助理: 胡杨

Email: huyang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	283
流通股本(百万股)	82
市价(元)	91.2
市值(百万元)	26600
流通市值(百万元)	7721

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4598.50	5686.94	7279.28	9102.01	11555.92
增长率 yoy%	30.69%	23.67%	28.00%	25.04%	26.96%
净利润	274.16	448.08	705.06	909.94	1196.25
增长率 yoy%	69.56%	63.44%	57.35%	29.06%	31.46%
每股收益(元)	0.97	1.58	2.52	3.25	4.27
每股现金流量	3.82	3.20	5.29	3.45	5.12
净资产收益率	17.37%	14.14%	16.31%	18.52%	21.02%
P/E	96.72	59.18	37.24	28.85	21.95
PEG	1.97	1.54	0.58	0.59	0.57
P/B	16.80	8.37	6.07	5.34	4.61

备注:

投资要点

- 全球排名攀升至第十位, 优势业务、优质客户及优秀管理是关键。**公司 2007 年进入全球 PCB 厂商前百, 排名在十年内不断攀升, 于 2018 年上半年跻身全球 PCB 企业排名前十, 并连续多年蝉联内资 PCB 冠军, 行业龙头地位不断巩固。公司 PCB 产品应用定位中高端, 与国际化巨头形成差异化竞争。以独特的“3-In-One”业务布局加强优质客户黏性, 逐年提升的研发费用支出奠定了技术优势。产品定位高端、客户高度黏性、技术领先优势、资金实力雄厚等构筑了公司的宽广护城河。同时公司股权结构稳定、管理架构明晰、执行力强, 保障公司经营管理高效运转。
- 5G 商用时代即将到来, 公司有望率先获益。**5G 基站建设带动 PCB 产品量价齐升, 5G 单基站价值量及市场规模可能大幅超越 4G 时代。考虑公司与华为、三星等大客户的深度合作, 公司有望凭借核心客户、基站技术方面的领先优势, 率先抢占庞大的 5G 市场。同时公司通讯用板占据总营收 60% 以上, 能够较为充分的享受 5G 基站建设释放红利, 5G 东风助力公司行业龙头地位持续提升。
- 半导体材料国产替代进程加快, 把握封装基板优质赛道。**产业链位置、技术红利和客户需求等要素加快了封装基板产业向国内转移。相对常规 PCB 产品, 封装基板竞争格局相对集中。公司在封装基板业务上打破国外技术垄断, 在 MEMS 麦克风载板市场领域占据全球领先优势, 未来存储器更大市场值得期待, 且有望享受到半导体国产替代红利, 在产业东移进程中有较大承接空间。
- 募投项目爬坡顺利, 产能释放成长可期。**募投项目南通工厂产能爬坡较为顺利, 已于 2018 年中期成功投产, Q4 产能利用率 80%, 投产当年已单月盈利, 经济效益显著, 预计 5G 订单加持后预期效益将更加明显。同时无锡工厂 IPO 项目将填补内资企业在存储封装基板领域的空白, 60 万产能达产后也将为公司业绩释放新的增量, 已进行设备购置以及入场工作, 预计于 2019 年中期开始投产, 未来成长态势进一步向好。
- 投资建议:** PCB 全球产能整体向陆资转移的趋势明确, 叠加 5G 商用、封装基板国产化带来的业绩弹性, 公司有望凭借内资龙头、IC 载板、5G 通讯板和环保趋严等优势加码产品竞争力进一步扩大市场份额; 公司稳步规划产能扩张, 无锡、南通工厂顺利爬坡提供未来可靠产能保障。我们预计公司 2018/2019/2020 年实现归母净利润 7.05/9.1/12 亿元, 目前对应 P/E 37x/29x/22x。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 5G 业绩释放低于预期; 竞争加剧导致价格低于预期

内容目录

国内印制电路板龙头强者恒强	- 4 -
内资 PCB 龙头地位显著，股权结构稳定	- 4 -
业绩增长迅速，强大的技术研发实力与优质客户资源持续助力成长	- 6 -
5G 大基建首当其冲，通讯板成为明星业务	- 10 -
5G 时代来临，基站、传输网、IDC 业务全面受益	- 10 -
公司先发优势明显，正式商用后受益较大	- 12 -
IC 载板迎来进口替代机遇，半导体材料自主进程加速	- 13 -
募投项目助力公司未来成长	- 15 -
投资建议及盈利预测	- 17 -
风险提示	- 17 -

图表目录

图表 1 公司在全球 PCB 企业综合实力排名（名次）稳步提升	- 4 -
图表 2 “3-In-One” 业务布局	- 5 -
图表 3 公司业务覆盖 1 到 3 级封装产业链环节	- 5 -
图表 4 公司股权结构	- 6 -
图表 5 近年公司营收稳步增长（单位：百万元）	- 7 -
图表 6 公司扣非归母净利润增速迅猛（单位：百万元）	- 7 -
图表 7 2018H1 公司分产品营业收入构成	- 7 -
图表 8 2017H1 公司产品应用领域及营收占比	- 7 -
图表 9 公司近年毛利率与净利率变动趋势	- 8 -
图表 10 PCB 板毛利率变动趋势	- 8 -
图表 11 公司研发费用持续增长（单位：百万元）	- 8 -
图表 12 公司部分主要客户	- 9 -
图表 13 通信领域的 PCB 需求占比	- 10 -
图表 14 数据通信设备发展趋势及其对 PCB 的容量需求	- 11 -
图表 15 中国移动通信基站设备产量（单位：万信道）	- 11 -
图表 16 公司通信领域 PCB 板的应用	- 12 -
图表 17 中国 IC 载板产值（单位：百万元）	- 13 -
图表 18 公司封装基板业务毛利最高（单位：%）	- 13 -
图表 19 公司三大业务同比增速（单位：%）	- 13 -
图表 20 “半导体高端精密 IC 载板”项目自 2017 年 1 月项目预期实施进度 ..	- 15 -
图表 21 “数通用高速高密度多层印制电路板（一期）”项目自 2017 年 1 月项目预	

期实施进度..... - 16 -

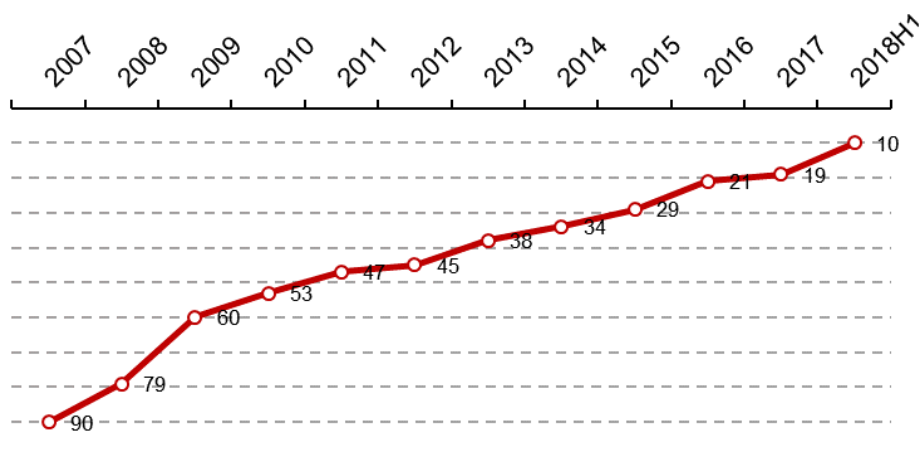
图表 22 公司财务数据..... - 18 -

国内印制电路板龙头强者恒强

内资 PCB 龙头地位显著，股权结构稳定

- 公司成立于 1984 年，总部坐落于中国广东省深圳市，始终专注于电子互联领域，拥有深圳、无锡、南通三大制造基地，在北美拥有技术支持与销售服务中心，在欧洲设有研发站点。公司系国家火炬计划重点高新技术企业、印制电路板行业首家国家技术创新示范企业及国家企业技术中心；同时，公司系中国电子电路行业协会(CPCA)的理事长单位及标准委员会会长单位，主导、参与了多项行业标准的制定。
- 经过多年发展，公司已成为中国印制电路板行业的龙头企业，中国封装基板领域的先行者，电子装联制造的先进企业。截至 2018 年 6 月 30 日，公司在全球 PCB 行业综合排名第 10 位，在内资 PCB 企业中已连续多年排名第一，公司的综合实力和行业地位逐年提高。2017 年 12 月 13 日公司首次公开发行股票并在深圳证券交易所上市，正式登陆资本市场。

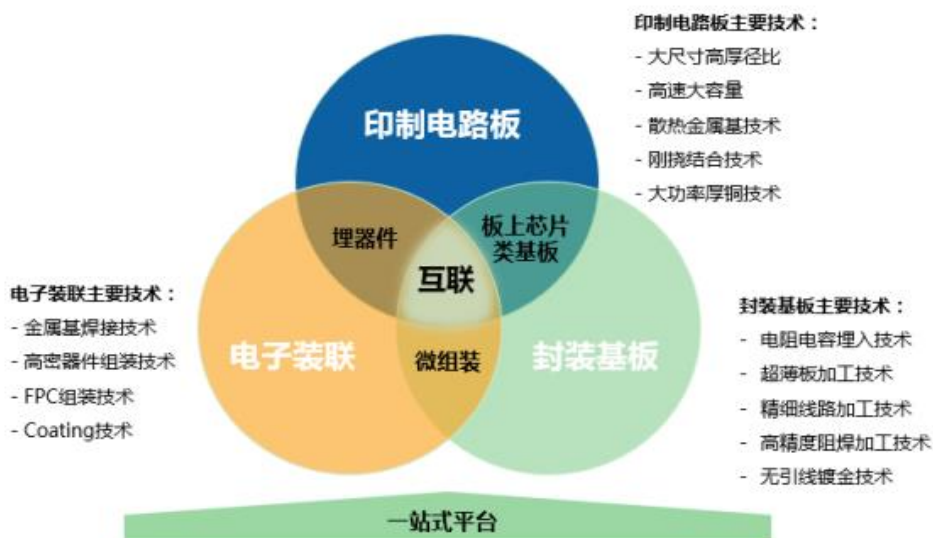
图表 1 公司在全球 PCB 企业综合实力排名(名次)稳步提升



来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- 形成“3-In-One”业务布局，为客户提供专业高效的一站式综合解决方案。始终致力于“打造世界级电子电路技术与解决方案的集成商”，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：即以互联为核心，在不断强化印制电路板业务领先地位的同时，大力发展与其“技术同根”的封装基板业务及“客户同源”的电子装联业务。

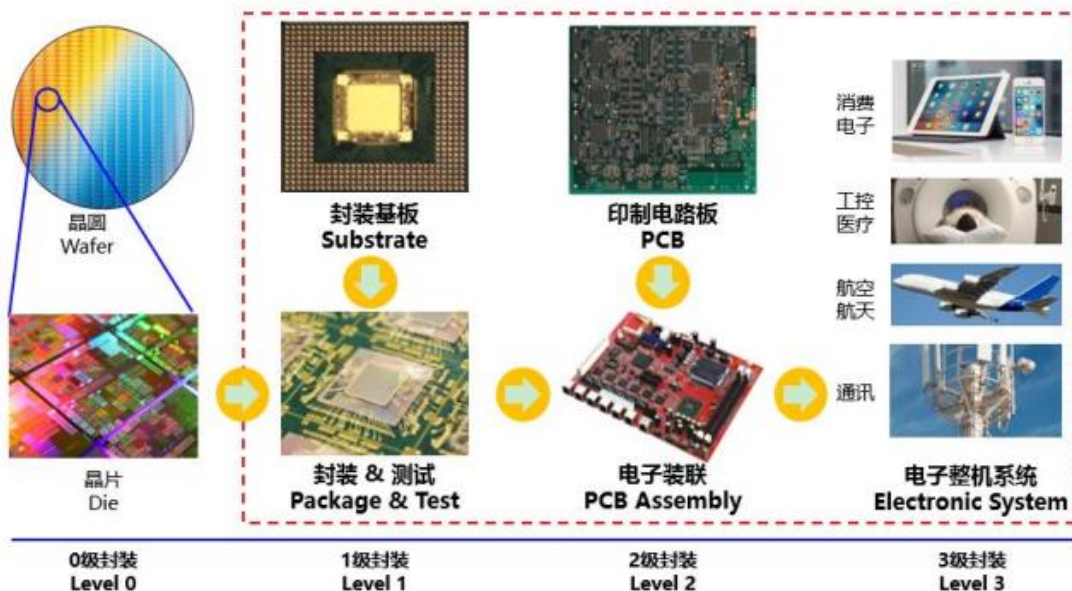
图表 2 “3-In-One” 业务布局



来源：公司官网，中泰证券研究所整理

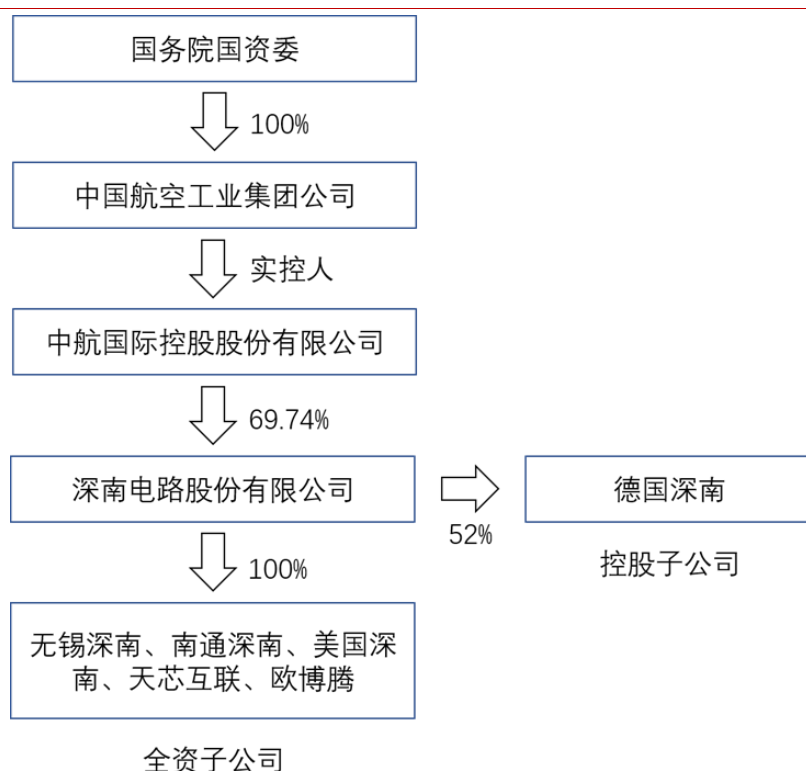
- 公司业务覆盖 1 级到 3 级封装产业链环节，充分发挥产业协同效应，产品广泛运用于通讯、航空航天、工控医疗、消费电子等领域。公司具备提供“样品→中小批量→大批量”的综合制造能力，通过开展方案设计、制造、电子装联、微组装和测试等全价值链服务，为客户提供专业高效的一站式综合解决方案。

图表 3 公司业务覆盖 1 到 3 级封装产业链环节



来源：招股说明书，中泰证券研究所整理

- **股权结构稳定，实际控制人掌握话语权。**截止 2018 年 9 月 30 号，公司控股股东为中航国际控股股份有限公司，持股达 69.74%，其实际控制人系国务院国资委全资持有的中国航空工业集团公司。公司共有 5 家全资子公司无锡深南、无锡天芯互联、南通深南、美国深南和欧博腾，以及一家控股子公司德国深南控股 52%。股权结构尤为稳定，决策效率较高，奠定优秀经营管理基础。

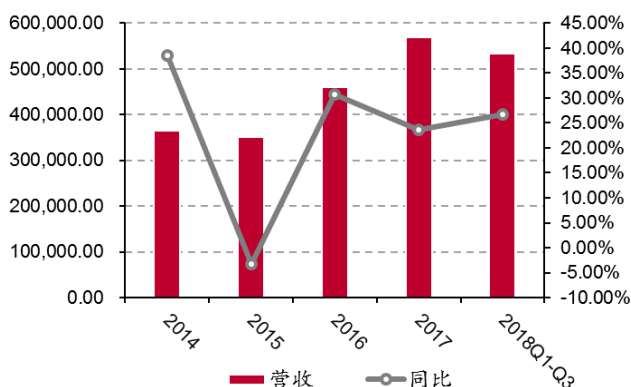
图表 4 公司股权结构


来源：Wind，中泰证券研究所整理

业绩增长迅速，强大的技术研发实力与优质客户资源持续助力成长

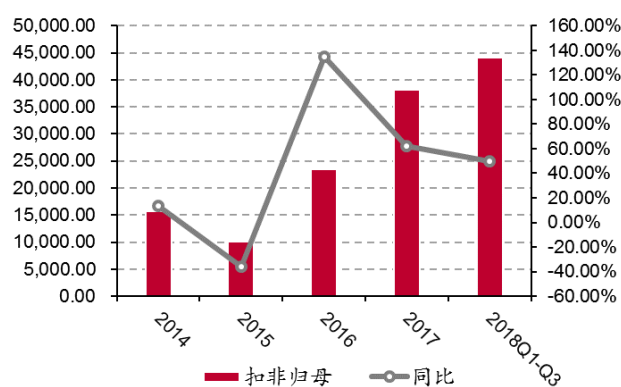
- **公司近年营收、归母净利润加速增长。**公司 2018Q1-Q3 主营业务收入 53.37 亿元，同比增长 26.64%；扣非归母净利润 4.41 亿元，同比增长 49.91%。同时根据 2018 年业绩预告修正公告，2018 年归母净利润较上年增加 50%-60%，归母净利润变动区间为 6.72-7.17 亿元。公司海外客户开发取得突破，拉动海外销售收入大幅增长；募投产能爬坡顺利；股权激励推动管理能力持续提升，公司未来业绩将有望加速增长。

图表 5 近年公司营收稳步增长 (单位: 百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

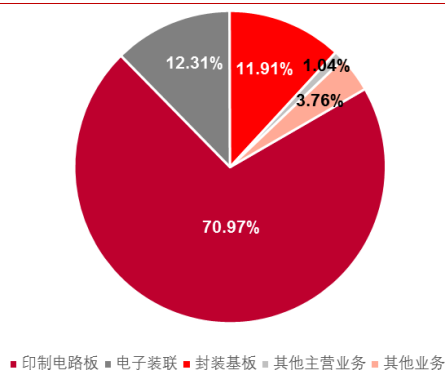
图表 6 公司扣非归母净利润增速迅猛 (单位: 百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

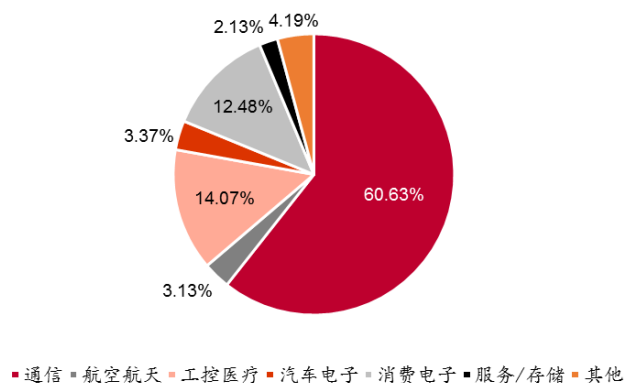
- 公司营业收入构成中, 主营业务收入占比达 95% 以上。其中, PCB 业务为公司最主要来源, 2018H1 占营收比达 70.97%; 电子装联、封装基板业务各占 12.31%、11.91%。下游产品应用领域则以通讯用板占据主要, 2017H1 占营收比达 60.63%, 同时工控医疗和消费电子等应用领域近些年来稳步发展, 公司产品结构得到优化。

图表 7 2018H1 公司分产品营业收入构成



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

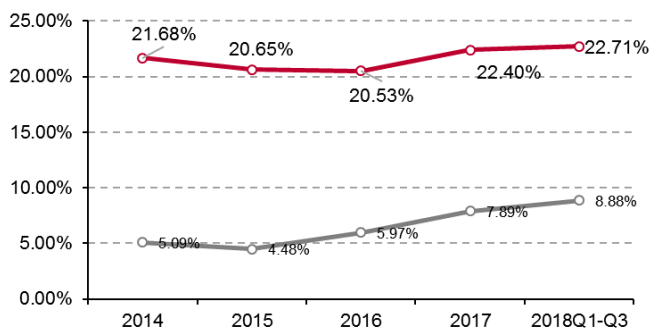
图表 8 2017H1 公司产品应用领域及营收占比



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

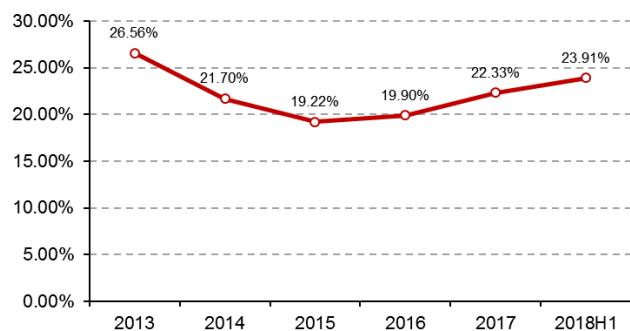
- 南通工厂产能爬坡顺利, 公司产能利用率得到提升, 带动销售毛利率提升。2018 年 Q1-Q3 公司销售毛利率达到 22.71%, 较近几年有所提升, 其主要原因在于: 一方面, 公司各生产基地产出稳定, 产能利用率较高, 规模效应显现且产品结构有所优化, 高毛利的封装基板业务以及消费电子等下游应用带动了销售收入提升; 另一方面, 公司积极开拓境外客户取得阶段性成果, 来源于境外核心客户的销售收入显著增加, 提升了整体毛利率水平。

图表 9 公司近年毛利率与净利率变动趋势



来源: Wind, 中泰证券研究所

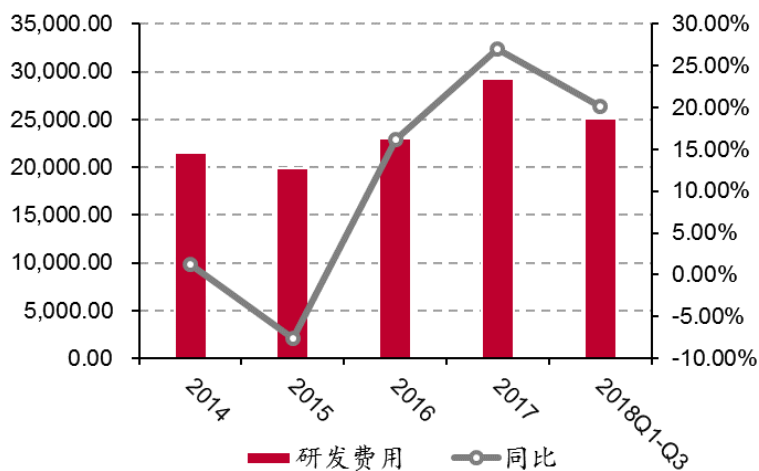
图表 10 PCB 板毛利率变动趋势



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 持续加强研发投入占据行业前沿高地，产学研创新结果卓著。**近年公司研发费用不断提升，2018Q1-Q3 年公司研发投入 2.50 亿元，占营业收入比例近 5%，主要投向面向下一代通信印制电路埋入器件、高速、高频、超大容量等重点领域。截止 2017 年末，公司已获授权专利 268 项，其中发明专利 244 项，专利授权数量位居行业前列。作为国家重大科技专项《极大规模集成电路制造装备及成套工艺》（以下简称“02 专项”）中基板项目的主承担单位，公司顺利完成“三维高密度基板及高性能 CPU 封装技术研发与产业化”项目课题任务并高分通过专家组验收。公司自主研发的“通信大容量高速率核心背板”获中国电子信息行业优秀创新成果奖（盘古奖）、创新技术奖，功放类金属基印制电路板获工业和信息化部认定单项冠军产品。另外，公司建立了企业科协、并获批准建立了博士后创新实践基地，引进高端人才。

图表 11 公司研发费用持续增长（单位：百万元）



来源: Wind, 中泰证券研究所整理

- 客户方面，公司是诸多全球领先企业主力供应商。公司定位为中高端 PCB 相关产品制造商，凭借一站式的解决方案、中高端的产品结构、专业的产品开发及制造技术、稳定的质量表现与完善的管理体系，公司已与全球领先的通信设备制造商、航空航天电子及医疗设备厂商建立了长期稳定的战略合作关系，如华为、中兴、诺基亚、霍尼韦尔、通用电气、GE 医疗、博世、比亚迪、联想、日月光等。公司的产品和服务深受国内外优质客户的认可，近年来获得过多个客户授予的奖项和荣誉，如公司已连续五年获得华为授予的“核心金牌供应商”、中兴“2017 年度全球最佳合作伙伴”、诺基亚上海贝尔 2017 年质量大奖“Quality Excellence Award”、歌尔声学 2017 年“最具竞争力奖”，公司产品美誉度较高。

图表 12 公司部分主要客户

通信	 	 
航空航天		
工控医疗	  	 
汽车电子		
服务/存储		
半导体/消费电子	 	 

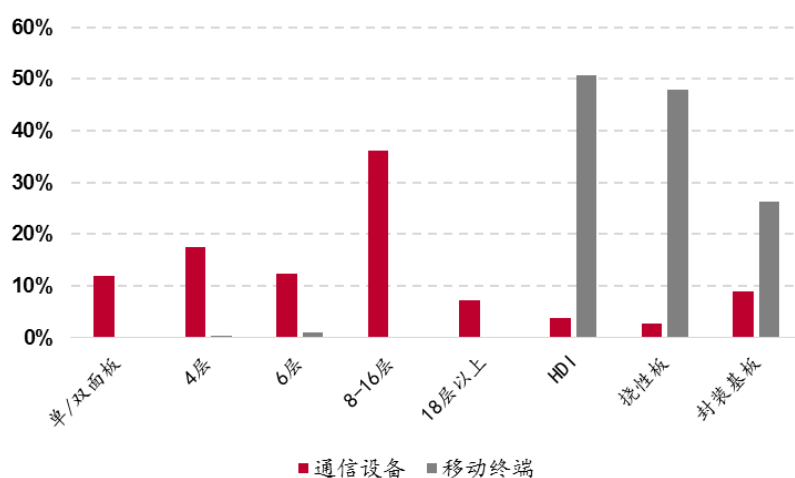
来源：公司官网，中泰证券研究所整理

5G 大基建首当其冲，通讯板成为明星业务

5G 时代来临，基站、传输网、IDC 业务全面受益

- 通信领域的 PCB 需求可分为通信设备和移动终端等细分领域，其中，通信设备主要指用于有线或无线网络传输的通信基础设施，包括通信基站、路由器、交换机、骨干网传输设备、微波传输设备、光纤到户设备等。在通信领域，公司主要生产通信设备用 PCB，需求主要以高多层板为主（8-16 层板占比约为 35.18%），用以供应华为、诺基亚、中兴等全球通信行业领先制造商。

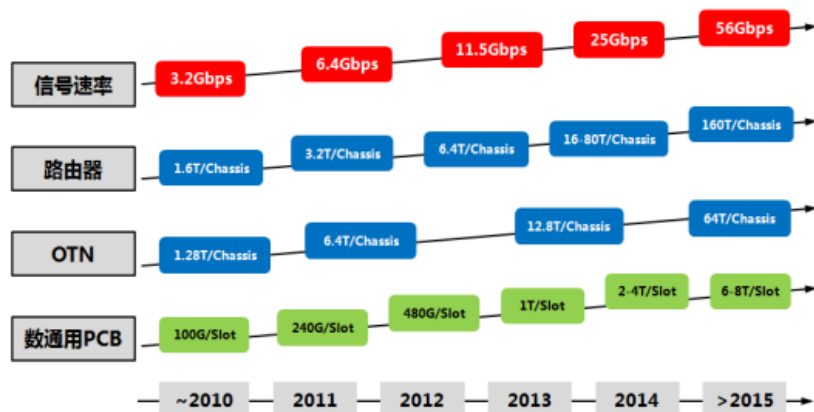
图表 13 通信领域的 PCB 需求占比



来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- 5G 时代来临，三大运营商目前均已明确 5G 时间表，在 2018 年进行系统组网验证（2018 年 12 月 21 日中央经济工作会议提出加快 5G 商用）。2019 年形成预商用产品和预商用网络（2019 年 1 月工信部苗部长提出将发放 5G 临时牌照），2020 年实现万站规模化商用。据市场研究公司 Jefferies equity 预测，中国三大电信运营商对于 5G 网络建设的投资总额将高达 1,800 亿美元，较 4G 网络建设投入（约 1,170 亿美元）大幅增长约 53.85%。
- 5G 对应的通信基站和接入移动终端等网络设备必须具备大容量、高带宽接入的特性。日益增长的容量需求，使得通信产品的频率和速率也越来越高，光电互联的复杂度快速提升，支撑通信技术发展的 PCB 也将向高速大容量的方向发展，在频率速率、层数、尺寸以及光电集成上提出更新的要求，从目前领先的 25Gbps 总线速度向更高的 56Gbps 发展，核心设备高速 PCB 层数达到 40 层以上，行业技术将进一步分化和细化。

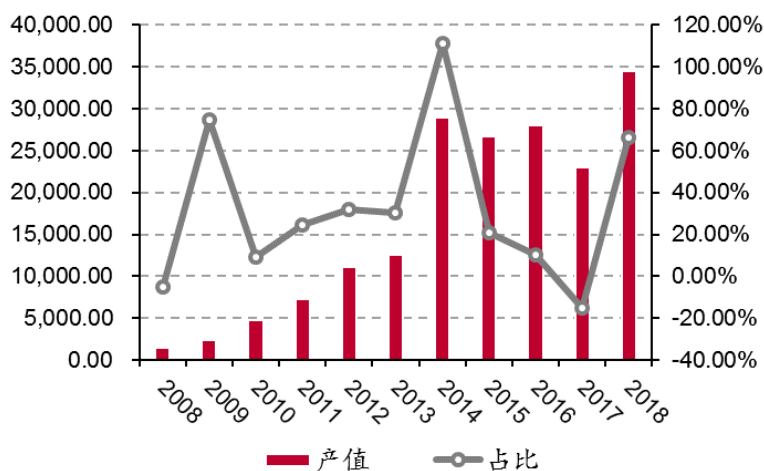
图表 14 数据通信设备发展趋势及其对 PCB 的容量需求



来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- **基站方面:** 据中国产业信息网预测, 5G 宏基站数量是 4G 宏基站数量的 1.25 倍, 达到 450 万个。而 5G 由于应用 Massive MIMO 技术、射频模块和光器件模块数量增加, 宏基站的单站成本将明显提升。小基站方面, 5G 时代将需要大量的小基站来完成更深更广、室内外无死角的覆盖, 支撑大容量高速率的需求。据 Prismark 估计, 5G 小基站将达百万规模, 投资额在百亿级左右。
- **传输网方面:** 相对于 4G 接入网的 RRU 和 BBU(分布式基站 BBU+RRU) 两级构架, 5G 将演进为 AAU、DU 和 CU 三级架构, 对应数据分为前传、中传和后传三个部分。
- **天线&AAU 方面:** 高频段信号传播损耗大, 需要大规模多天线技术 (Massive MIMO) 来实现空间分集, 抑制传播损耗。这意味着需要更多的天线。根据产业调研, 4G 基站每根天线需要 80 片 PCB 板, 而 5G 时代 AAU 需要 60-200 根。
- **材料方面:** 5G 将从高频材料更多转为高速材料, 伴随 PCB 板的层数、价格也将增加。另外通信板的每平米单价也会提升。

图表 15 中国移动通信基站设备产量 (单位: 万信道)



来源：工业和信息化部，中泰证券研究所整理

公司先发优势明显，正式商用后受益较大

- 公司在 5G 赛道中有明显先发优势。公司较早布局通讯设备的线路板，硬板中通信应用占 60%。公司积极开发下一代 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。公司目前在研发超高频(60G 以上)微波技术、核心交换机超大尺寸网板技术、OTN 大容量背板技术等，积极为 5G 趋势布局。

图表 16 公司通信领域 PCB 板的应用

应用领域	主要设备	相关PCB产品	特征描述
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传输设备、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
数据通信	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

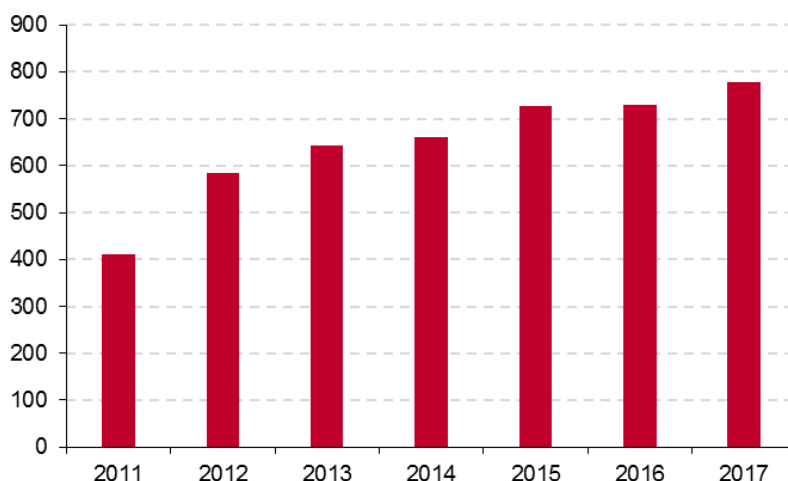
来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- 公司拥有大批稳定通信领域战略合作伙伴。公司已成为全球领先的无线基站 PCB 供应商，公司主要下游客户也均为华为、中兴、诺基亚、三星等全球领先通信设备制造商，公司深度参与关键客户 5G 产品的研发，可以预见公司将在全球 5G 基站的布网高峰中大幅受益。此外，随着网络数据量的激增，对于企业网通信设备的存储能力及传输能力的要求日益提高。基于华为将企业网作为其未来业务发展的重点之一，作为华为的主力供应商，公司将加大与其在路由器、服务器、交换机、光传输等企业网通信设备领域的合作力度。

IC 载板迎来进口替代机遇，半导体材料自主进程加速

- **集成电路产业进口替代空间大，国产封装基板迎来最佳发展机遇。**目前我国封测产业链上游的封装基板等关键材料主要以进口为主，国内替代需求强劲，2015 年度中国大陆封装基板的产值仅占全球产值的 1.23%。受益于国家政策的强力支持和内需市场的快速拉动，内资封测厂商在国家集成电路产业投资基金的助推下，开始步入规模扩张阶段。此外，据 Prismark 预测，2016 年至 2020 年我国封装基板产值的年复合增长率约为 5.5%，增速大幅高于其他地区，亦高于其他 PCB 产品，全球封装基板产业正朝着中国大陆不断转移。
- 在此背景下，公司作为国内封装基板领域的先行者以及 02 专项基板项目的主承担单位，相较于韩国、日本和台湾等地的封装基板厂商，具备天然的地域优势和成本优势；相较于其他内资封装基板厂商，又具有相当的技术和先发优势。同时，公司是国家科技重大专项第一个产业技术创新联盟——中国集成电路封测产业链技术创新联盟的副理事长单位、中国半导体行业协会会员，承担着集成电路产业国产化的使命。公司有望抓住封装基板国产化的重大发展机遇，实现技术水平的提升和业务规模的快速增长。

图表 17 中国 IC 载板产值 (单位: 百万元)

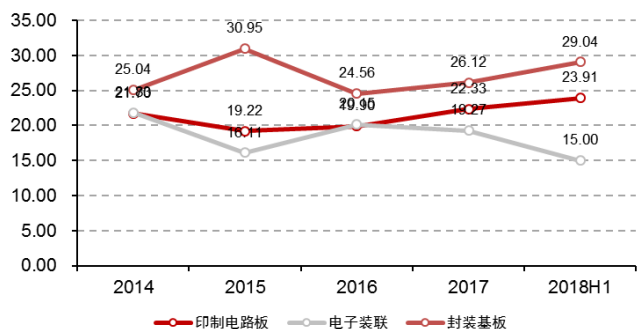


来源：公司公告，中泰证券研究所整理

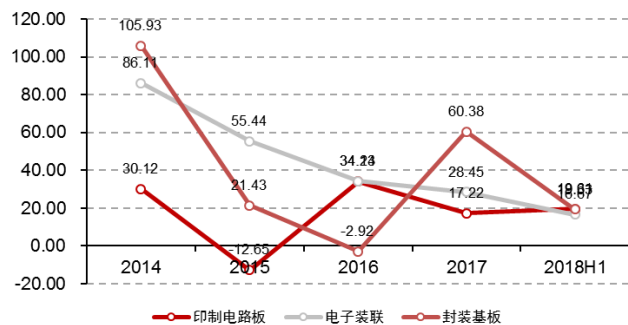
- **公司封装基板业务增长快，技术难度决定其毛利较高。**公司封装基板业务是公司三大业务中毛利最高的，长期保持 25% 以上，2017 年封装基板业务毛利水平为 29.04%，销售收入由 2009 年的不足 500 万元大幅增加至 2018H1 年的 3.86 亿元，业务增长由于声学类微机电系统封装基板产品 (MEMS-MIC，即硅麦克风) 需求增长拉动。面对 MEMS-MIC 封装基板产品升级、技术难度大幅提升，公司继续在该类产品的技术和产量保持领先优势。同时公司紧抓电子产品轻薄化趋势，在深耕移动终端领域及高速通信的同时，不断拓展物联网与可穿戴设备等领域，致力于成为国际一流企业封装基板产品和服务的提供商。

图表 18 公司封装基板业务毛利最高 (单位: %)

图表 19 公司三大业务同比增速 (单位: %)



来源：公司年报，中泰证券研究所



来源：公司年报，中泰证券研究所

- 封装基板产品质量可靠，技术革新以维持领先优势。**公司生产的封装基板产品主要分为五类，分别为存储芯片封装基板、微机电系统封装基板、射频模块封装基板、处理器芯片封装基板和高速通信封装基板等，主要应用于移动智能终端、服务/存储等。未来，公司封装基板业务仍将重点开发微机电系统等优势领域，并逐步进入存储、AP/BB 等封装基板主流市场。公司已形成具有自主知识产权的封装基板生产技术和工艺，建立了适应集成电路领域的运营体系，自主开发的处理器芯片封装基板大量应用于国内外芯片设计厂商的芯片产品封装；在先进制程能力方面，公司的高密度封装基板已实现量产，部分领先产品（如 FC-CSP）已具备小批量生产能力。
- 客户可靠稳定，细分市场产品抢占市场。**经过多年的技术研发及市场拓展，公司封装基板产品以优异的品质、快速的响应及具有竞争力的价格赢得客户的广泛认可，成为日月光、安靠科技、长电科技等全球领先封测厂商的合格供应商，并在部分细分市场上拥有领先的竞争优势，如公司制造的硅麦克风微机电系统封装基板大量应用于三星等智能手机中，全球市场占有率超过 30%。目前，公司已与日月光、安靠科技、长电科技等全球领先封测企业建立了密切的合作关系，并成为其中部分厂商的主力供应商；与多家全球优质的 IDM 和 Fabless 厂商建立合作，并已进行批量生产。此外，公司积极储备新客户，已向部分客户提供样品并获得先期认证。

募投项目助力公司未来成长

- **公司锐意进取，加速扩产。** IPO 募集资金净额为 12.68 亿元，占 2017 年 6 月 30 日公司资产总额 55.20 亿元的 22.97%，新增投资规模中等。2016 年度，公司印制电路板业务和封装基板业务的产能分别达 134.40 万平方米/年和 20.60 万平方米/年。本次募集资金投资项目达产后，将新增印制电路板 34 万平方米/年和封装基板 60 万平方米/年的生产能力，符合公司自身产能结构均衡发展的需要，与公司当前的经营规模相匹配。募集资金投资项目建成后，公司将进一步突破现有产能瓶颈，优化产品结构，提高生产效率。
- **高端高密封装基板项目顺利进行，年中有望投产。** 无锡深南“半导体高端高密 IC 载板产品制造项目”总投资为 101,533 万元，项目建成后所产封装基板主要应用于存储、移动终端及通信等领域。作为我国封装基板领域的先行者，公司已熟练掌握引线键合封装基板生产工艺，并实现了倒装封装基板技术的突破。本项目预计于 2019 年中期开始投产，将有助于提升公司高端高密封装基板产品的工艺技术水平，形成稳定的批量生产能力，提升产品良率；有助于打破 Ibiden、SEMCO、Unimicon 等日本、韩国和台湾地区 PCB 企业对高端高密封装基板的技术和市场垄断，提高国产产品的市场占有率。打破现有市场垄断的格局。

图表 20 “半导体高端精密 IC 载板”项目自 2017 年 1 月项目预期实施进度

序号	工作内容	月进度											
		2	4	6	8	10	12	14	16	18	20	22	24
1	项目前期工作	△											
2	初步设计、施工设计、非标设备设计		△	△									
3	土建工程				△	△	△						
4	设备购置			△	△	△	△						
5	设备到货检验							△	△	△			
6	设备安装、调试								△	△	△	△	
7	职工培训								△	△	△	△	
8	试运行												△

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- 数通板项目已显卓越成效，5G 订单加持后预期效益将更加明显。为打造形成完整的 5G 通信产业链，国产标准需要一系列同步配套支持，包括设备提供商、网络运营商、电子元器件供应商等，而公司募投的“数通用高速高密度多层印制电路板”项目正是其中关键的一环。
- 南通深南募投项目开发的“数通用高速高密度多层印制电路板”项目总投资为 73,074 万元，主要应用于高性能运算和通信类设备，如服务器、数据存储、核心路由和交换设备等。本项目是对公司原有 PCB 业务的增强，已于 2018 年中期成功投产，经济效益较为显著，预计 5G 订单加持后预期效益将更加明显。本次募投项目建设，将进一步完善公司的产品结构，提升大容量高密度系统板的制造技术能力并扩大产能，使“数通用高速高密度多层印制电路板”快速进入产业化阶段，保持并扩大公司在通信领域的领先优势。

图表 21 “数通用高速高密度多层印制电路板（一期）”项目自 2017 年 1 月项目预期实施进度

序号	工作内容	月进度											
		2	4	6	8	10	12	14	16	18	20	22	24
1	项目前期工作	△											
2	初步设计、施工设计、非标设备设计		△	△									
3	土建工程				△	△	△	△	△	△			
4	设备购置			△	△	△	△						
5	设备到货检验							△	△	△			
6	设备安装、调试								△	△	△	△	
7	职工培训								△	△	△	△	
8	试运行												△

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

投资建议及盈利预测

- **投资建议：**PCB 全球产能整体向陆资转移的趋势明确，叠加 5G 商用、封装基板国产化带来的业绩弹性，公司有望凭借产品竞争力进一步扩大市场份额；公司稳步规划产能扩张，无锡、南通工厂顺利爬坡提供未来可靠产能保障。我们预计公司 2018/2019/2020 年实现归母净利润 7.05/9.1/12 亿元，目前对应 PE 37x/29x/22x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- **风险提示：**5G 业绩释放低于预期；竞争加剧导致价格低于预期
5G 业绩释放低于预期：5G 基站建设投资巨大，尚存在全面商用延期的风险，公司通讯用板占比较高，容易受到 5G 建设进度延后影响。
竞争加剧导致价格低于预期：行业龙头厂商上市后募投产能集中释放，竞争更为突出，可能导致价格加速下降风险。

图表 22 公司财务数据

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	4,598.5	5,686.9	7,279.3	9,102.0	11,555.9	货币资金	185.3	1,593.3	1,847.2	2,415.0	3,353.5
增长率	30.69%	23.67%	28.00%	25.04%	26.96%	应收账款	743.4	865.7	1,560.7	1,473.3	2,378.7
营业成本	-3,654.4	-4,413.0	-5,633.4	-7,019.5	-8,855.3	存货	792.4	1,047.1	517.8	1,432.1	1,027.7
% 销售收入	79.5%	77.6%	77.4%	77.1%	76.6%	其他流动资产	108.14	376.23	215.01	454.44	354.30
毛利	944	1,274	1,646	2,083	2,701	流动资产	1,829	3,882	4,141	5,775	7,114
% 销售收入	20.5%	22.4%	22.6%	22.9%	23.4%	% 总资产	35.6%	52.2%	54.9%	65.0%	71.4%
营业税金及附加	-36.0	-51.8	-65.5	-81.9	-104.4	长期投资	5.4	5.2	5.2	5.2	5.2
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定投资	2,785.9	2,854.1	2,736.5	2,545.9	2,317.8
营业费用	-88.7	-113.2	-145.6	-191.1	-231.1	% 总资产	54.2%	38.3%	36.3%	28.6%	23.3%
% 销售收入	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.0%	无形资产	293.0	287.5	277.8	268.1	258.5
管理费用	-432.7	-552.1	-618.7	-791.9	-1,005.4	非流动资产	3,310.7	3,561.1	3,394.9	3,116.3	2,854.1
% 销售收入	9.4%	9.7%	8.5%	8.7%	8.7%	% 总资产	64.4%	47.8%	45.1%	35.0%	28.6%
息税前利润 (EBIT)	387	557	816	1,018	1,360	资产总计	5,140	7,443	7,536	8,891	9,968
% 销售收入	8.4%	9.8%	11.2%	11.2%	11.8%	短期借款	136.0	160.0	-	-	-
财务费用	-94.6	-107.0	-30.0	-	-	应付款项	605.9	880.8	997.0	1,342.8	1,609.0
% 销售收入	2.1%	1.9%	0.4%	0.0%	0.0%	其他流动负债	164.0	217.2	177.5	186.2	193.6
资产减值损失	-34.3	-20.3	-20.0	-20.0	-20.0	流动负债	1,919.1	2,786.0	2,853.1	3,611.9	3,909.8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	1,285.0	1,095.9	-	-	-
投资收益	-0.2	-0.2	-	-0.1	-0.1	其他长期负债	358.0	393.5	365.4	372.3	377.0
% 税前利润	-	-	0.0%	-	-	负债	3,562	4,275	3,218	3,984	4,287
营业利润	258	429	766	997	1,340	普通股股东权益	1,578	3,168	4,317	4,907	5,681
营业利润率	5.6%	7.5%	10.5%	11.0%	11.6%	少数股东权益	-0.4	0.3	-4.9	-6.5	-9.6
营业外收支	47.1	3.2	20.0	25.5	7.0	负债股东权益合计	5,140	7,443	7,536	8,891	9,968
税前利润	305	433	786	1,023	1,347						
利润率	6.6%	7.6%	10.8%	11.2%	11.7%						
所得税	-30.2	-55.5	-86.5	-114.6	-153.5						
所得税率	9.9%	12.8%	11.0%	11.2%	11.4%						
净利润	274	377	700	908	1,193						
少数股东损益	0.3	0.7	-5.5	-1.6	-3.2						
归属于母公司的净利润	274	448	705	910	1,196						
净利率	6.0%	7.9%	9.7%	10.0%	10.4%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	274	448	705	910	1,196	每股指标					
少数股东损益	0.3	0.7	-5.5	-1.6	-3.2	每股收益 (元)	0.97	1.58	2.52	3.25	4.27
非现金支出	339.9	358.1	345.4	363.6	379.4	每股净资产 (元)	7.51	11.31	15.42	17.53	20.29
非经营收益	107	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	3.82	3.20	5.29	3.45	5.12
营运资金变动	-225.1	-27.0	-405.3	306.7	137.8	每股股利 (元)	-	0.51	0.83	1.14	1.50
经营活动现金净流	802.2	896.0	1,480.2	965.4	1,434.8	回报率					
资本开支	-416.5	-496.3	-179.7	-113.1	-115.2	净资产收益率	17.4%	14.1%	16.3%	18.5%	21.0%
投资	-0.2	-0.2	-	-0.1	-0.1	总资产收益率	5.3%	6.0%	9.3%	10.2%	12.0%
其他	0.3	0.3	-29.0	-	-	投入资本收益率	12.7%	19.2%	22.9%	35.6%	45.8%
投资活动现金净流	-489.1	-530.9	-180.6	-120.1	-120.1	增长率					
股权募资	1	1,125	449	-318	-419	营业总收入增长率	30.7%	23.7%	28.0%	25.0%	27.0%
债权募资	-95	-107	-30	0	0	EBIT增长率	92.2%	52.3%	48.4%	25.3%	34.3%
其他	-283	24	-160	0	0	净利润增长率	69.6%	63.4%	57.4%	29.1%	31.5%
筹资活动现金净流	-253.7	1,053.3	-1,045.7	-277.4	-376.2	总资产增长率	7.8%	44.8%	1.2%	18.0%	12.1%
现金净流量	59	1,418	254	568	938	资产管理能力					
						应收账款周转天数	56	51	60	60	60
						存货周转天数	54	58	39	39	38
						应付账款周转天数	43	47	46	46	46
						固定资产周转天数	216	179	138	104	76
						偿债能力					
						净负债/股东权益	114.3%	57.8%	23.3%	23.7%	23.2%
						EBIT利息保障倍数	3.72	5.01	26.53	#DIV/0!	#DIV/0!
						资产负债率	69.3%	57.4%	42.7%	44.8%	43.0%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。