



2019-02-26

公司点评报告

买入/维持

深南电路(002916)

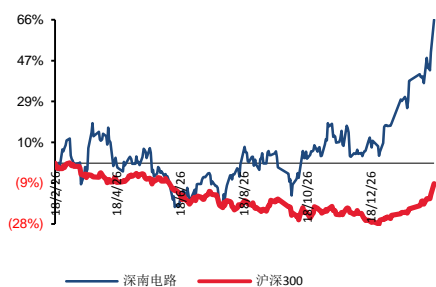
目标价: 148

昨收盘: 120.78

信息技术 技术硬件与设备

五年内总收入有望突破 200 亿大关，且利润弹性大于收入

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	280/82
总市值/流通(百万元)	33,818/9,924
12 个月最高/最低(元)	120.78/57.90

相关研究报告:

深南电路(002916)《太平洋证券-电子行业-深南电路(002916):上修 18 年业绩超市场预期,幸运而能干的高端制造国家队》--2019/01/08

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

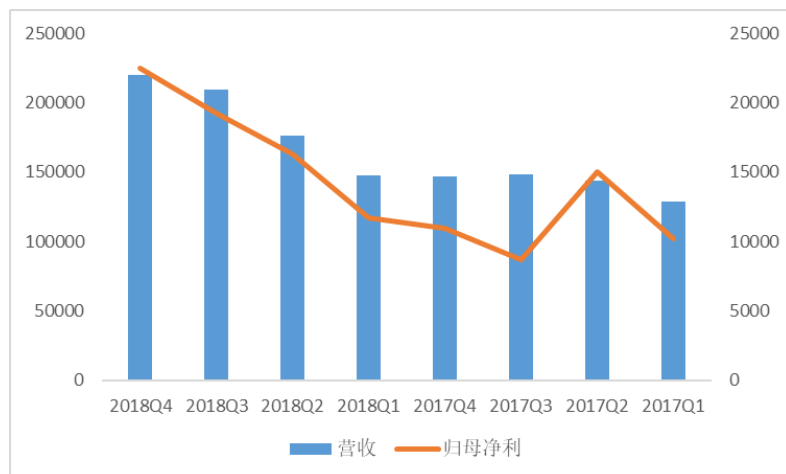
E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

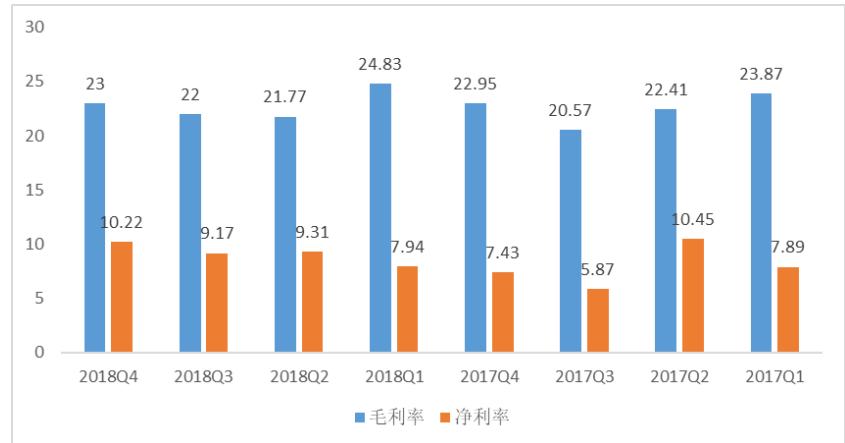
执业资格证书编码: S1190517060001

事件: 2018 年收入 76 亿元, 同比+33%, 归母净利 6.97 亿元, 同比+55%。Q4 单季度收入 22.06 亿元, 环比+8%, 同比+53%, 净利润 2.25 亿元, 同比+106%, 环比+17%。分析如下:

Q4 单季度再创新高, 数通 PCB 量价提升所致: 业绩上升的原因包括四个方面: PCB、IC 载板、电子装联三项业务获得稳定增长; 通信、工控医疗、服务器等下游产品销量走俏导致 PCB 需求提升; 南通智能制造工厂爬坡超预期, 稼动率逐步提升, 从前期的难度较低产品逐步切换至中高价值量产品, 自动化带来交期的缩短、良率的提升和用工的减少, 12 月份单月产值约 5000-6000 万元, 目前稼动率约 80%, 原来预期 4 季度盈亏平衡、前三季度亏损, 但实际上 Q4 盈利 1000 万以上; 2019 年预计会进一步投放产能; 报告期内推出长期股权激励计划, 整体经营效率提升, 团队上下一心树立了国有资产内部优化的典范。客户方面, 中兴、爱立信等客户的订单继续增长; 华为的订单结构优化; 载板业务逐步导入存储类产品客户; 工控医疗、服务器等客户全年增长明显。

目前无锡新项目处于机电安装阶段, 后续 6 月底计划投产, 客户体系认证也已开始着手, 载板项目是公司中长期主要增长来源之一。





Q4 单季度毛利率和净利率环比约提升 1 个 pct。

毛利率增长主要来自于产品结构和产线效率的提升，公司的 4G 产品跟随下游客户迭代升级，服务存储、工控医疗产品逐步导入新客户新技术，5G&pre5G 开始少量出货，拉动了公司产品附加值的整体提升；成本端，公司高多层 PCB 和载板良率稳定，个别系列产品有所提升，如钢挠结合板、载板的存储类、PCB 的 20 层以上板以及新世代通信产品，此外新工厂自动化产线带来了直接人工（减人增产、24 小时开工）和直接材料（报废率降低）两大成本的压缩。

同时覆铜板价格处在红利期，产能逐步开出后采购成本逐步下降，尤其是国产覆铜板供应商在高频高速领域的份额逐步做大。此外，Q4 公司无扩产项目，费用计提减少，稼动率提升摊薄成本。

通信大类 PCB 需求跨度长弹性大，高壁垒业务享受优良格局，即将进入行业爆发甜蜜期：2018 下半年中国大陆基站出货量同比增速超过 50%，全球范围内 4G 渗透率整体还不足一半，4G 的继续布设、升级、扩容是通信大类 PCB 需求的主要来源。此外 2019 年是中国及全球 5G 规模预商用的元年，设备已经开始下单，中国大陆物联网基站的建设规划也带来的新增需求。

受益于互联网流量的高增长、云计算的渗透，全球服务器出货量连续近 9 个季度高增长，全球互联网巨头资本开支 2018Q4 环比继续提升，我们认为 2019 年虽然服务器出货量增速会略有放缓，但是依然会维持正增长的态势。

通信大类 PCB 产品有四大壁垒：设备、技术、资金、客户，如背板生产的七大技术难点，有些解决方法涉及公司自身专利，至少是需要有经验的人员、经改造的设备、受磨合的产线，量产过程的稳定良率和符合盈利的产出要求并不是通过买设备试生产可以短期突破的，这在 16 层以上、3000 元/平米以上的产品中基本都适用。

此前高多层板市场的主要玩家都是国外企业，如新美亚、ISU、TTM 等，该企业由于股权分散、投资意愿下降等原因，竞争力处于止步不前或者下滑状态，深南沪电东山是内资稀缺玩家，短期内资民营企业难

以入局，在新世代通信设备渗透率逐渐提高的头两年，深南电路的行业地位和份额相对稳固，今年以来爱立信等客户订单有明显的同比增长，根据 prisma 的预测，到 2022 年通信大类 PCB 市场全球 137 亿美元市场空间，假设深南按目前的市占率翻倍，提升至 10%，对应收入约 95 亿 RMB。

	2017	2018	18/17	2022E	GAGR
服务存储	41.04	50.03	22%	59.24	7.60%
有线基础设施	38.22	43.14	13%	48.79	5.00%
无线基础设施	22.48	23.75	6%	29.44	5.50%
合计	101.74	116.92	15%	137.47	6.20%

以上是根据现有业务结构和第三方机构对市场增速 (6%) 的保守估计，实际上，载板业务会逐步释放收入，5G 建设期可能长达 8-15 年，且仅 5G 基站建设高峰期该部分单一年度的收入就有望超过 2017 年总收入 (56 亿 RMB) 的 50%。

IC 载板国家队逐步发力，国产化率提升带来 70 亿 RMB 增量营收空间：

IC 载板方面，公司是内资稀缺的同时通过技术能力考验和大客户认证资格的企业，产业调研了解到，30 万片/月的存储芯片产能，大概对应需要 3.8-4 万平/月的 IC 载板产能配套，且均价在 2600-3000 元/平米之间。

初步统计中国大陆现存和扩建的大型 IDM 存储芯片产线总产能大概约为 83 万片/月，其中现存 35 万片/月，在建 47 万片/月。该等产能对应的 IC 载板需求来看，根据产业调研结果进行估算，中国大陆在建和新建的存储产线对应的 IC 载板总产能需求约为 10.7 万平/月，即 128 万平/年，对应市场空间约为 36 亿元/年。

中国大陆 IC 载板需求初步估算			
存储芯片产能(万片/月)	IC 载板产能需求(万平/月)	IC 载板均价(元/平米)	市场空间(亿元)
83	10.79	2800	36.25
数据来源：产业调研，太平洋证券			

全球载板市场约 75 亿美金，龙头市占率约 15%，对应约 78 亿 RMB 收入，目前深南在 IC 载板整体市场的占有率不足 2%，还有约 60-70 亿 RMB 的增长空间。深南做载板业务相对于传统十强 (占载板市场的 80%) 的竞争优势，主要体现在成本价格、就近响应、资本、核心产业国产化必要性等方面。国产替代从无到有可一定程度上替代半导体下行周期。

国有资产内部效率优化之典范，长期看营收还有倍空间：公司相对优势主要在于技术研发积累、客户壁垒、人才团队、进一步完善的自动化生产能力等。此前推出长期股权激励计划、自动化工厂入选工信部项目等显示了公司管理效率的逐步提升，是国有资本中“行业幸运自身能干”的典范企业。

长期看，公司 IC 载板还有 70 亿人民币增量收入空间，参考欣兴、景硕等载板龙头，从投入到成长为全球头部企业，大约用了 8-12 年，考虑深南依托的更好的资本、人才和基建环境，我们假设深南 8 年完成这一目标，公司从 2015 年搬厂结束开始批量开展载板业务，那就是 2023 年完成这一目标，营收达到约 85 亿元。

2023 年我们按照此前第三方机构的市场空间数据，保守假设深南市占率达到 10%，即 95 亿元人民币。

这两块业务合计收入约 180 亿元。

汽车板、工控医疗、航天三大块，到 2023 年全球市场空间约 170 亿美金 (prismark)，假设深南在这三块领域的市占率保持目前 2018 年在全球 PCB 整体市场的市占率约 1.5%，即这块大概 18 亿 RMB 收入。

电子装联按照 2018 年 9 亿收入，年复合增速 10% 计算，及到 2023 年约 14 亿收入。

如此计算，到 2023 年，公司总收入约 95+85+18+14=212 亿元，2018-2023 复合增速 23%，按 11% 的净利率（产品升级、自动化扩大管理半径提升效率）计算，利润 23 亿元，2018-2023 复合增速 28%。

投资建议：预计 18-20 年净利润分别为 6.9/9.3/12.5 亿，EPS 2.4/3.3/4.4 元，当前股价对应 PE 分别为 49.0/36.2/27.0X，给与 2019 年 45X 估值，目标价 148 元，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求低于预期；新产能拓展低于预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,687	7,480	9,392	11,716
(+/-%)	23.7%	31.5%	25.6%	24.7%
净利润(百万元)	448	689.72	933.16	1254.68
(+/-%)	63.4%	53.9%	35.3%	34.5%
摊薄每股收益(元)	1.60	2.46	3.33	4.48
市盈率(PE)	75.5	49.0	36.2	27.0

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1593	705	572	1048	营业收入	5687	7480	9392	11716
应收款项	1120	955	1199	1496	营业成本	4413	5693	7091	8779
存货净额	1047	1102	1375	1709	营业税金及附加	52	64	81	101
其他流动资产	122	165	207	258	销售费用	113	159	197	246
流动资产合计	3882	2926	3352	4511	管理费用	552	678	857	1066
固定资产	3107	3717	4360	4547	财务费用	107	50	57	53
无形资产及其他	288	276	265	253	投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)
投资性房地产	161	161	161	161	资产减值及公允价值变动	(20)	(62)	(62)	(62)
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	72	0	0	0
资产总计	7443	7085	8143	9477	营业利润	501	773	1047	1409
短期借款及交易性金融负债	580	330	330	330	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	1577	849	1059	1317	利润总额	504	776	1050	1412
其他流动负债	629	820	1025	1275	所得税费用	56	85	116	155
流动负债合计	2786	1999	2414	2922	少数股东损益	1	1	2	2
长期借款及应付债券	1096	1096	1096	1096	归属于母公司净利润	448	690	933	1255
其他长期负债	393	428	539	649	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
长期负债合计	1489	1524	1635	1745	净利润	448	690	933	1255
负债合计	4275	3523	4048	4666	资产减值准备	(14)	5	3	2
少数股东权益	0	1	2	3	折旧摊销	325	335	403	460
股东权益	3168	3561	4093	4808	公允价值变动损失	20	62	62	62
负债和股东权益总计	7443	7085	8143	9477	财务费用	107	50	57	53
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	(120)	(430)	(30)	(63)
每股收益	1.60	2.46	3.33	4.48	其它	14	(4)	(3)	(1)
每股红利	0.70	1.06	1.43	1.93	经营活动现金流	674	658	1368	1715
每股净资产	11.31	12.72	14.62	17.17	资本开支	(493)	(1000)	(1100)	(700)
ROIC	13%	17%	21%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	19%	23%	26%	投资活动现金流	(493)	(1000)	(1100)	(700)
毛利率	22%	24%	24%	25%	权益性融资	1285	0	0	0
EBIT Margin	10%	12%	12%	13%	负债净变化	(189)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	17%	17%	支付股利、利息	(195)	(297)	(401)	(540)
收入增长	24%	32%	26%	25%	其它融资现金流	711	(250)	0	0
净利润增长率	63%	54%	35%	34%	融资活动现金流	1227	(546)	(401)	(540)
资产负债率	57%	50%	50%	49%	现金净变动	1408	(888)	(133)	476
息率	0.6%	0.9%	1.2%	1.6%	货币资金的期初余额	185	1593	705	572
P/E	75.5	49.0	36.2	27.0	货币资金的期末余额	1593	705	572	1048
P/B	10.7	9.5	8.3	7.0	企业自由现金流	207	(307)	310	1054
EV/EBITDA	43.2	30.6	24.1	19.4	权益自由现金流	729	(601)	259	1007

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。