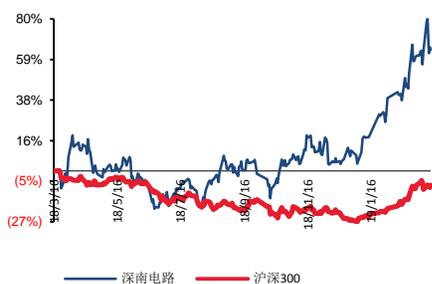


信息技术 技术硬件与设备

## 业绩符合预期，扛起 5G PCB 龙头和半导体材料国产化大旗

### ■ 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)	33,270/9,763
12个月最高/最低(元)	130.61/57.90

### 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) : 五年内总收入有望突破 200 亿大关, 且利润弹性大于收入》--2019/02/27

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%。每 10 股送 7.5 元, 转增 2 股。预计 Q1 净利润中值 1.7 亿元, 同比+50%。分析如下:

### 人均指标跨越式提升, 行业幸运自身更加能干:

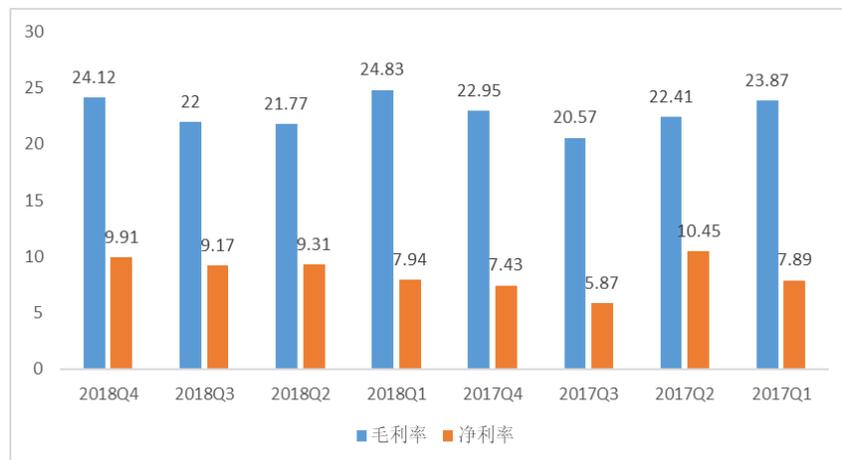
报告期内, 公司人均收入 76 万元, 同比+28%; 人均净利 7 万元, 同比 48%, 效率提升幅度很大, 公司正在成为国企改革的典范。

而且目前距离崇达技术 90 万元、14 万元的水平还有很大提升空间, 假设公司人数 (9959 人) 不扩张, 提升到崇达技术的水平后可以支撑 89 亿收入、14 亿利润, 内部挖潜空间很大。

**Q4 单季度毛利率环比提升 2 个 pct, 净利率环比约提升 0.8 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) 和制造费用 (能源费用降低) 两大成本的压缩。

同时未来国产覆铜板供应商在高频高速领域的份额逐步做大也将降低公司成本。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。



**成本端**，直接材料费用同比提升 34%，快于营收增速，主要系高端产品比例提升，所需相应高端材料采购提升；

直接人工费用同比提升 26%慢于营收，扩产用工量在边际减少；

制造费用同比提升 26%慢于营收，折旧量提升，能耗降低；

外协费用同比提升 43%，部分制程产能紧缺做外协处理，后续扩产后会降低。

**客户端**，前五大客户占比收入分别为 24%、6%、3%、3%、2%，合计约 40%，同比提升 2 个 pct。前五大供应商合计占比 27%，同比下降 1 个 pct。2018 年华为订单结构和总量均有提升，中兴总量并未受停摆影响，爱立信同比高增长。

#### **费用端：**

**研发费用 3.46 亿**，预计全板块排名第二，占营收比例 4.5%，同比+18%。截至 2018 年底，公司已获授权专利 361 项，其中发明专利 317 项，专利授权数量位居除鹏鼎外板块第一；

获评中国电子信息研发创新能力五十强企业、中国电子信息行业创新成果“盘古奖”、智能制造项目获评工信部优质项目等。

研发人员 1279 人，同比增长 7%，研发人员数量占比 12%

销售费用同比提升 38%快于营收，系工资、佣金、运费提升；

管理费用同比提升 25%慢于营收，系行政和产线减员增效，环保费用提升；

财务费用同比下降-46%，系利息支出减少、汇兑收益增加；

#### **现金流**

**经营活动现金流入、流出分别增 28.69%、36.36%**，主要为营收增长 33.68%导致销售商品收到的现金及采购材料、支付工资等现金支出相应增加；

**经营活动现金流净额 8.79 亿元**，同比-9%（系应收增加所致），净现比 1.26，与净利润差异 1.81 亿元。主要为：

1. 非付现费用影响 3.8 亿元，主要为 2018 年固定资产折旧、无形资产摊销、长期待摊费用摊销等影响；
2. 经营性应付项目增加 7.28 亿元，经营性应收项目增加影响-7.69 亿元，存货增加影响-2.9 亿元；
3. 资产减值准备影响 0.71 亿元；计入筹资活动的财务费用影响 0.77 亿元；递延所得税资产影响-0.18 亿元。

**投资活动产生的现金流量净额-13 亿元**，同比减少-153%，主要为募投项目固定资产付款及闲置募集资金理财投入较去年增加所致；2018 年

公司总投资额 10.97 亿元，同比提升 98%。无锡项目拟投资 6.4 亿，目前进度 68%。

筹资活动产生的现金流净额-4.9 亿，同比减少 149.9%，主要为去年同期 IPO 募集资金到账及本期银行贷款还款增加影响。

#### 资产端：

固定资产 34 亿，同比增长 21%，行业惯例上是 1:2 的投资回报率，增长 6 个亿的资产对应 12 亿的收入，事实上公司增收 20 亿，要远超行业水平。

在建工程 3.2 亿，17 年末 2.5 亿，无锡项目还未转固。

#### 各块业务均实现高增长，载板业务毛利率大幅提升 3.5 个 pct：

1. PCB 业务收入 53 亿元，占总营收 70%，同比+38%，毛利率 23.04%，同比+0.7 个 pct；是公司利润的主要来源。

行业端，需求增长主要来自电信客户订单（4G 的进一步建设，5G 的逐步出货，无线有线基础设施等）、服务存储类客户订单（数据中心、企业网络等）。2018 年 7 月开始中国大陆基站单月出货量同比增速均超过 90%，全球服务器季度出货量连续 9 个季度大于 10%。

公司端，南通智能化工厂进度超预期，年底稼动率提升到 80%以上，其中 2018H1 营收 1699 万元，利润-2289 万元；

2018 前三季度营收 1.06 亿元，利润-2125 万元（即 Q3 营收约 8300 万，微亏约 100 万元）；

2018 全年营收 2.48 亿元，利润-692 万元（Q4 营收 1.4 亿，盈利约 1500 万元）。

此外，南通项目 IPO 预计投资 4.5 亿元，实际已经投入 7.1 亿元，我们预期实际产能可能已经超过了 45-50 万平/年。

总体上，随着南通工厂投产，深圳、无锡各工厂进行产品结构调整与优化，公司自动化、专业化生产能力和盈利能力的提升取得阶段性进展。

2. 载板业务实现主营业务收入 9.47 亿元，同比增长 25.52%，占营业收入的 12.45%，毛利率 29.7%，同比大幅提升+3.57 个 pct。

MEMS-MIC 为基板业务主力产品，产品升级、技术难度大幅提升，公司在该类产品技术和产量上继续保持领先优势；指纹类及射频模块类封装基板实现较快增长；目前已经是日月光、长电、安靠等封测企业合格供应商，且正在导入存储类客户；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；公司的高密度封装基板已实现量产，部分领先产品（如 FC-CSP）已具备批量生产能力

无锡载板项目预计将于 2019 年 7 月份逐步释放 60 万平年产能，存储类关键客户开发进度符合预期，预计将于 2019 年投产。

3. 电子装联业务收入 9.27 亿元，同比增长 27.08%，占营业收入的 12.19%，毛利率 18.23%，同比下降-0.9 个 pct，毛利率下降主要系该业务主要为重点客户服务，产品结构微调所致。收入增长主要来自通信领域产品的需求增加。

**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。

**3-5 年内营收有望突破 200+亿元，利润 25+亿元：**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 2023 年在 137 亿美金通信大类 PCB 市占率达到 15%（参考载板龙头市占率），即 140 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  $140+85+18+14=257$  亿元，2018-2023 复合增速 27%，按 10% 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 25.7 亿元，2018-2023 复合增速 30%。

**投资建议：**预计 19-21 年净利润分别为 8.9/12.0/16.8 亿，当前股价对应 PE 分别为 37.5/28.0/20.0X，给与 2019 年 45X 估值，目标价 142 元，给予“买入”评级。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,602	9,609	12,459	16,349
(+/-%)	33.7%	26.4%	29.7%	31.2%
净利润(百万元)	697	895.58	1202.04	1681.79
(+/-%)	55.6%	28.4%	34.2%	39.9%
摊薄每股收益(元)	2.49	3.16	4.25	5.94
市盈率(PE)	47.7	37.5	28.0	20.0

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)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	650	1035	1901	2696	营业收入	7602	9609	12459	16349
应收款项	1825	2306	2990	3924	营业成本	5844	7292	9424	12307
存货净额	1327	1664	2162	2843	营业税金及附加	71	83	107	141
其他流动资产	374	471	610	801	销售费用	157	205	262	343
<b>流动资产合计</b>	<b>4176</b>	<b>5476</b>	<b>7663</b>	<b>10264</b>	管理费用	325	868	1133	1483
固定资产	3795	4284	4812	4887	财务费用	57	65	83	84
无形资产及其他	285	273	262	251	投资收益	12	10	10	10
投资性房地产	264	264	264	264	资产减值及公允价值变动	(93)	(102)	(102)	(102)
长期股权投资	5	5	5	4	其他收入	(282)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8525</b>	<b>10302</b>	<b>13005</b>	<b>15670</b>	营业利润	784	1005	1359	1899
短期借款及交易性金融负债	443	450	450	450	营业外净收支	(6)	(6)	(6)	(6)
应付款项	2123	2659	3454	4542	<b>利润总额</b>	<b>778</b>	<b>999</b>	<b>1353</b>	<b>1893</b>
其他流动负债	895	1190	1547	2034	所得税费用	79	102	149	208
<b>流动负债合计</b>	<b>3461</b>	<b>4300</b>	<b>5451</b>	<b>7026</b>	少数股东损益	1	1	2	3
长期借款及应付债券	1041	1441	2241	2241	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>697</b>	<b>896</b>	<b>1202</b>	<b>1682</b>
其他长期负债	300	210	120	30	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1341</b>	<b>1651</b>	<b>2361</b>	<b>2271</b>	<b>净利润</b>	697	896	1202	1682
<b>负债合计</b>	<b>4802</b>	<b>5950</b>	<b>7811</b>	<b>9297</b>	资产减值准备	51	13	8	3
少数股东权益	1	2	3	5	折旧摊销	366	403	474	531
股东权益	3722	4349	5191	6368	公允价值变动损失	93	102	102	102
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8525</b>	<b>10302</b>	<b>13005</b>	<b>15670</b>	财务费用	57	65	83	84
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营运资本变动	(576)	(155)	(252)	(317)
每股收益	2.49	3.16	4.25	5.94	其它	(50)	(13)	(7)	(2)
每股红利	0.74	0.95	1.27	1.78	<b>经营活动现金流</b>	<b>581</b>	<b>1246</b>	<b>1526</b>	<b>2000</b>
每股净资产	13.29	15.37	18.34	22.50	资本开支	(997)	(1000)	(1100)	(700)
ROIC	22%	19%	22%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	19%	21%	23%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(997)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1100)</b>	<b>(700)</b>
毛利率	23%	24%	24%	25%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	12%	12%	13%	负债净变化	(55)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(207)	(269)	(361)	(505)
收入增长	34%	26%	30%	31%	其它融资现金流	(4)	7	0	0
净利润增长率	56%	28%	34%	40%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(527)</b>	138	439	(505)
资产负债率	56%	58%	60%	59%	<b>现金净变动</b>	<b>(943)</b>	385	866	796
息率	0.6%	0.8%	1.1%	1.5%	货币资金的期初余额	1593	650	1035	1901
P/E	47.7	37.5	28.0	20.0	货币资金的期末余额	650	1035	1901	2696
P/B	8.9	7.7	6.5	5.3	企业自由现金流	(126)	291	486	1361
EV/EBITDA	24.2	25.3	20.6	16.5	权益自由现金流	(184)	240	412	1286

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
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。