

电子制造
站稳优质赛道，内资 PCB 龙头地位稳固

2019 年 5 月 21 日

—— 深南电路（002916.SZ）深度研究报告

公司评级：增持（首次）
分析师：梁希民

执业证书号：S1030510120001

0755-83199599

liangxm@cscoco.com.cn

研究助理：魏大千

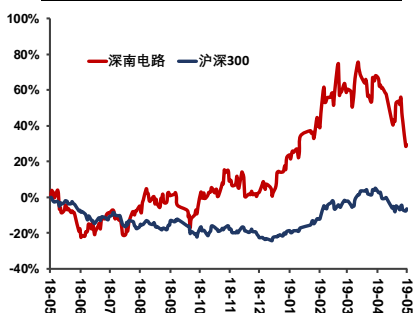
0755-83199535

weidq@cscoco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格
核心观点：

1. **三大业务驱动高增长，稳居国内 PCB 龙头地位。**公司背靠国资，专注于电子互联领域，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，公司 2018 上半年排名进入 PCB 全球前十，国内第一。营收规模 5 年翻倍，归母净利润增长 4 倍，边际效应显著。研发投入持续增长，人才储备与专利数量处于同行业一流水平。
2. **公司所处高成长优质赛道，向国内转移中龙头更为受益。**全球 PCB 行业随信息化产业的发展稳定增长，十年 CAGR 为 13.5%，远超全球水平 2.3%，目前中国年产值已占全球 50% 以上。未来 5G、汽车电子等产业将进一步拉伸行业空间，后续增长动力仍然强劲。受上下游影响，下游产品高端化需求与对上游的议价权将促使行业集中度持续提升，龙头公司将会享有更大的市场份额。
3. **募投产能释放，叠加单价提升业绩有望高增长。**公司业务布局完善，在同行业中覆盖下游客户领域最广。通过中高端产品定位，站稳核心厂商供应链，在 5G、服务存储等应用领域快速发展中最先受益。未来募投产能达产后预计每年能创造 3 亿以上净利润，叠加高频产品单价提升，持续高增长可期。
4. **盈利预测与投资评级。**预计深南电路 2019E-2021E 年 EPS 为 2.60/3.20/1.60 元，对应 PE 为 31/24/19 倍。深南电路是国内 PCB 制造龙头企业，未来业务领域潜在空间巨大，首次覆盖给予“增持”评级。
5. **风险提示。**扩产不及预期，5G 建设不及预期，原材料价格波动风险。

深南电路 002916.SZ 与沪深 300 对比表现


公司数据与预测

Wind 资讯

总市值 (亿)	271.59
流通市值 (亿)	79.01
总股本 (亿股)	3.39
流通股本 (亿股)	0.99
日均成交额 (亿)	3.66
近一个月换手 (%)	67.44
第一大股东	中航国际控股

请务必阅读文后重要声明及免责条款

预测指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	76.02	95.78	120.69	152.12
收入同比	33.68%	25.99%	26.01%	26.04%
净利润 (亿元)	6.47	8.85	11.15	14.28
净利润同比	64.63%	36.89%	25.97%	28.09%
毛利率	23.13%	23.62%	24.12%	24.62%
净利率	8.51%	9.24%	9.24%	9.39%
EPS (元)	1.902	2.604	3.281	4.202
PE (倍)	42	31	24	19

目 录

一、国内第一 PCB 公司，三大业务驱动高增长	3
1、深耕 PCB 三十年，稳居国内龙头地位.....	3
2、股权结构稳定集中，子公司协同效应显著.....	4
3、财务指标及经营性分析	5
4、未来看点	8
二、多领域为 PCB 行业提供增长动能，龙头受益显著	8
1、行业增速：PCB 行业景气度回暖，国内增速明显高于全球	8
2、增长动力：新兴领域为行业注入持续动能，未来前景广阔.....	9
3、未来趋势：产业向国内转移，行业集中度提升，国内龙头加速崛起.....	12
三、公司龙头优势凸显，募投产能打开后续成长空间	14
1、业务布局完整，中高端产品技术领先.....	14
2、稳占高端客户资源，受益于下游客户数据业务拓展.....	16
3、产能进一步释放，持续高增长可期.....	17
四、盈利预测与估值	18
1、盈利预测	18
2、估值与评级	19
六、风险提示	20
1、扩产速度不及预期	20
2、5G 发展落地不及预期.....	20
3、原材料价格波动风险	20
附表	21

图表目录

Figure 1 深南电路发展历程.....	3
Figure 2 公司“3-In-One”业务布局.....	4
Figure 3 公司研发计划.....	4
Figure 4 公司前十大股东.....	4
Figure 5 公司股权结构.....	5
Figure 6 公司营业收入及增长.....	6
Figure 7 公司归母净利润及增长.....	6
Figure 8 公司分项业务收入（亿元）.....	6
Figure 9 公司分项业务毛利率（%）.....	6
Figure 10 公司毛利率、净利率及 ROE 变化.....	7
Figure 11 公司三项费用率变化.....	7
Figure 12 可比公司研发费用（亿元）.....	7
Figure 13 可比公司专利及研发费用资本化情况.....	8
Figure 14 全球 PCB 产值及增长情况.....	9
Figure 15 国内 PCB 产值及增长情况.....	9
Figure 16 全球服务器出货量及增速.....	10
Figure 17 全球 PC 与平板出货量及增速.....	10
Figure 18 2019 年起 5G 基站将走向建设高峰.....	10
Figure 19 全球 5G 宏基站 PCB 市场规模.....	10
Figure 20 5G 基站的结构变化.....	11
Figure 21 Massive MIMO 在 5G 中将大量出现.....	11
Figure 22 汽车电子化两大方向.....	12
Figure 23 汽车电子占整车成本未来趋近 50%.....	12
Figure 24 新能源汽车是电子化的重要标志.....	12
Figure 25 PCB 产业链上下游.....	13
Figure 26 2017 全球前十大 PCB 厂商及中国 PCB 企业情况.....	13
Figure 27 PCB 需求高端化发展.....	14
Figure 28 公司一站式业务服务布局.....	15
Figure 29 存储设备 PCB 需求分布.....	15
Figure 30 通讯设备 PCB 需求分布.....	15
Figure 31 公司高频 PCB 解决方案.....	16
Figure 32 公司 100 层双面压接背板.....	16
Figure 33 2017 全球前十大 PCB 厂商及中国 PCB 企业情况.....	16
Figure 34 公司 IPO 募投项目情况.....	17
Figure 35 深南电路收入及毛利率预测（亿元）.....	18
Figure 36 深南电路历史估值走势.....	19
Figure 37 可比公司估值.....	20

一、国内第一 PCB 公司，三大业务驱动高增长

1、深耕 PCB 三十年，稳居国内龙头地位

三十年成长经历，业务扩展打开未来成长空间。公司成立于 1984 年，起步于游戏机板；1993 年起转向为通信行业双面、多层板，通信 PCB 业务逐渐成熟；2008 年起公司开展电子装联业务，次年公司进入半导体封装基板领域，打破国外垄断；2015 年期间，无锡深南半导体封装基板项目（一期）落成，并在内资 PCB 的排名中居于榜首；2017 年，由公司主导编制的首份 CPCA（中国电子电路行业协会）团体标准正式发布，同时公司成功登陆深交所中小板。随 5G 产业落地加速，汽车电子智能化占比不断提升，公司未来有望进一步拓展应用领域，保持高增长可期。

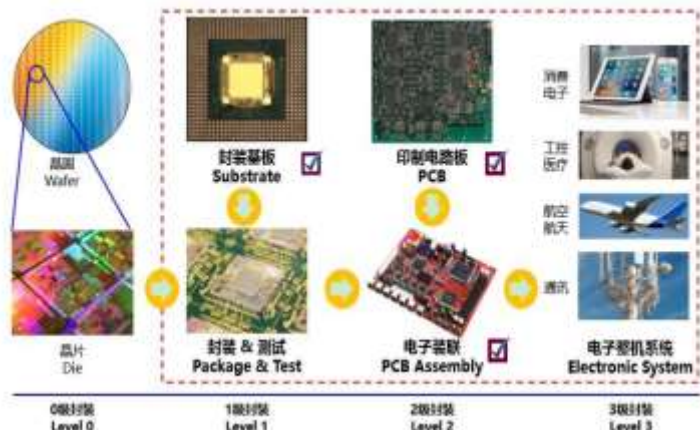
Figure 1 深南电路发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、世纪证券研究所

公司专注于电子互联领域，致力于“打造世界级电子电路技术与解决方案的集成商”。公司拥有印制电路板（PCB, Printed Circuit Board）、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。公司通过开展方案设计、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。产品下游应用领域极其广泛，包括消费电子、通信设备、汽车电子等。2018 上半年年深南电路位列全球 PCB 企业第 10 名，目前公司已与全球顶级厂商建立的长期稳定的战略合作关系，主要客户包括：华为、中兴、诺基亚、通用电气等。

Figure 2 公司“3-In-One”业务布局



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 3 公司研发计划



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

2、股权结构稳定集中，子公司协同效应显著

公司为国资控股，股东实力强，股权结构稳定。截止公司 2019 年一季度披露，公司拥有总资产 88.63 亿元，资产负债率为 55.75%，年化净资产收益率（ROE）为 20.24%。第一大股东与实际控制人均为中国航空工业集团有限公司（69.05%），前十大控股股东持股共计 74.82%，股权集中度高，有利于公司在经营方面的一致性决策。其中，陆股通资金与社保基金持股比例分别位列第二第三，除去第一大股东与陆股通，其余前十股东均为机构持股，表明市场对公司经营情况的认可与对未来的信心。

Figure 4 公司前十大股东

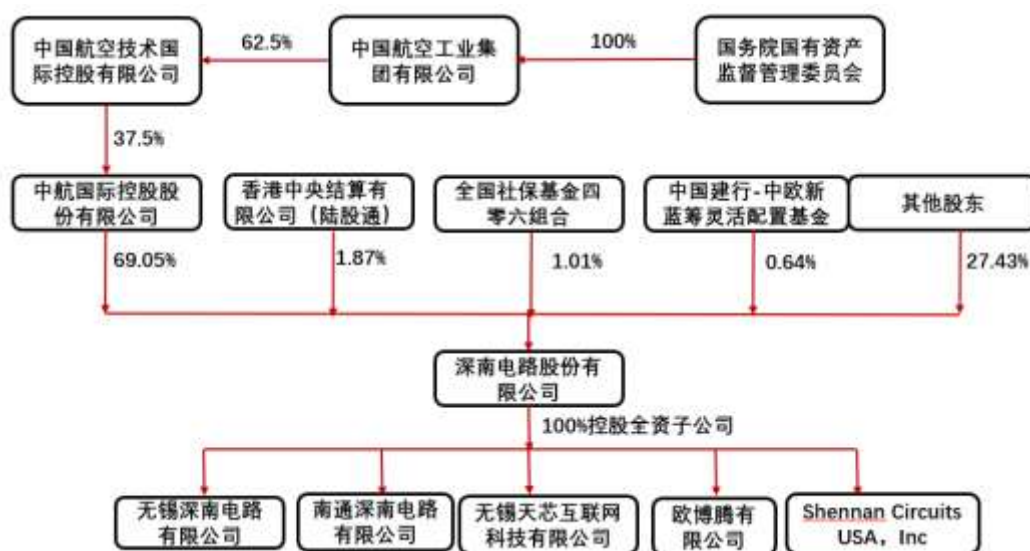
股东名称	方向	期末参考值 (亿元)	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
中航国际控股股份有限公司	不变	242.95	19527.90	69.05
香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	6.59	529.61	1.87
全国社保基金四零六组合	新进	3.57	286.57	1.01
中国建设银行股份有限公司-中欧新蓝筹灵活配置混合型证券投资基金	减少	2.26	181.90	0.64
交通银行股份有限公司-工银瑞信互联网加股票型证券投资基金	增加	1.45	116.65	0.41
招商银行股份有限公司-博时中证央企结构调整交易型开放式指数证券投资基金	增加	1.41	113.27	0.40
中国工商银行股份有限公司-汇添富价值精选混合型证券投资基金	新进	1.37	110.00	0.39
中国工商银行股份有限公司-国泰估值优势混合型证券投资基金(LOF)	新进	1.22	98.44	0.35
中国建设银行股份有限公司-华夏优势增	新进	1.22	98.41	0.35

长混合型证券投资基金			
中国建设银行股份有限公司-国泰互联网+股票型证券投资基金	新进	1.22	97.92
合计		263.26	21160.67

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

子公司方面，目前公司主要有 5 家子公司，均为 100% 控股，包括无锡深南、南通深南等，其中无锡深南、南通深南均有生产基地，涵盖 PCB、PCBA、封装基板等业务，各子公司之间发挥着协同作用。

Figure 5 公司股权结构

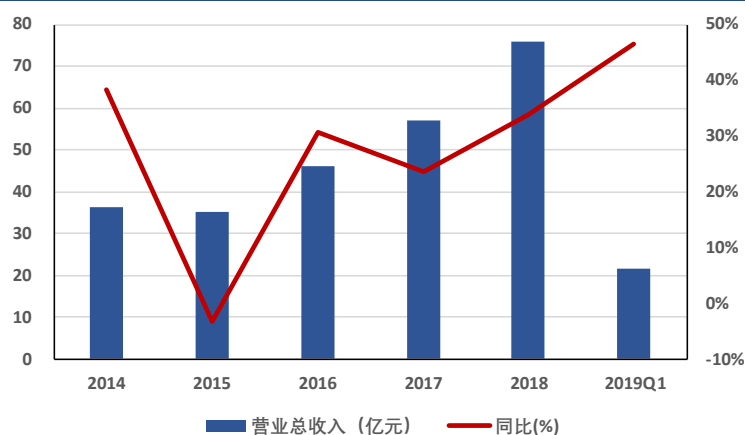


资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

3、财务指标及经营性分析

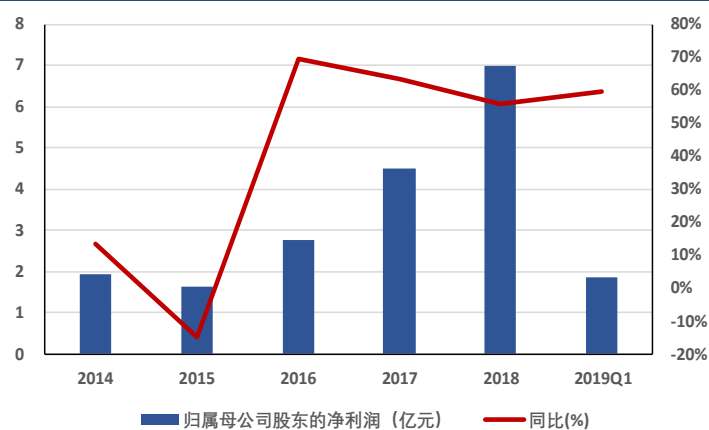
营收规模 5 年翻倍，利润增速高于营收增速，边际效应明显。2014-2018 年公司营收由 36.38 亿元增长至 76.02 亿元，归母公司净利润由 1.91 亿元增长至 6.98 亿元，GAGR 分别达 20.23%/38.26%，5 年内营收规模翻倍，归母净利润增长近 4 倍。出现上述情况的主要原因是三大业务协同作用开始显现，拉动公司业营收上涨；公司规模不断扩大的同时，边际效应凸显，加之公司在经营方面进行成本管控，是的净利润增速远高于营收增速。

Figure 6 公司营业收入及增长



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

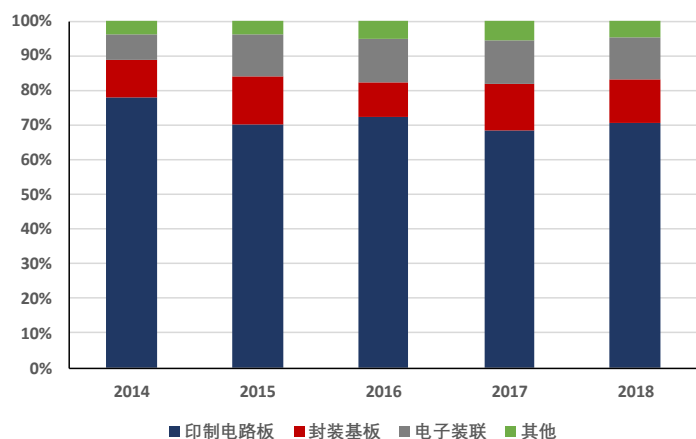
Figure 7 公司归母净利润及增长



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

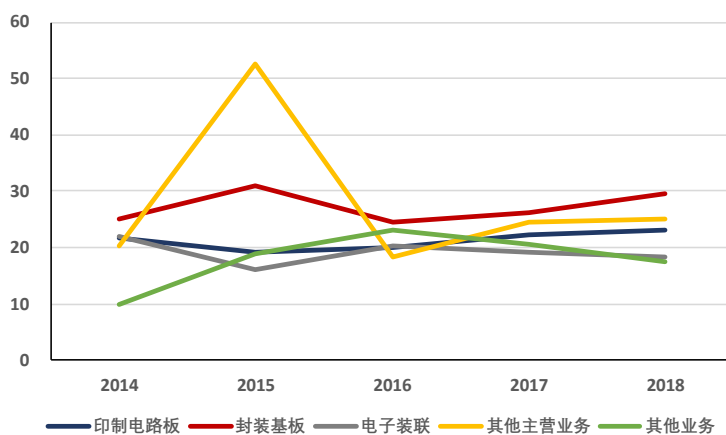
收入结构相对稳定，印制电路及封装基板业务毛利率稳步提升。公司主营为印制电路板、封装基板及电子装联三项业务。从营收拆分来看，2015年之前电子装联及封装基板营收大幅增长，收入占比提升幅度分别为6.4pct及6.5pct。2015-2018年公司三大业务收入占比较为稳定，以印刷电路板业务占比最高，收入占比约在68%-72%，未来公司营业收入仍以印刷电路板为主。从毛利率上看，公司封装基板毛利率最高，2018年毛利率为29.69%，较上年+3.6pct；印刷电路板毛利率次之，2018年毛利率为23.04%，较上年+0.7pct。2016年至2018年，公司印刷电路板及封装基板业务毛利率稳步提升，印刷电路板业务受产品结构升级及工厂运营效率提升所致；封装基板受产能利用率与产销量显著提升，边际效益显现影响。

Figure 8 公司分项业务收入 (亿元)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 公司分项业务毛利率 (%)

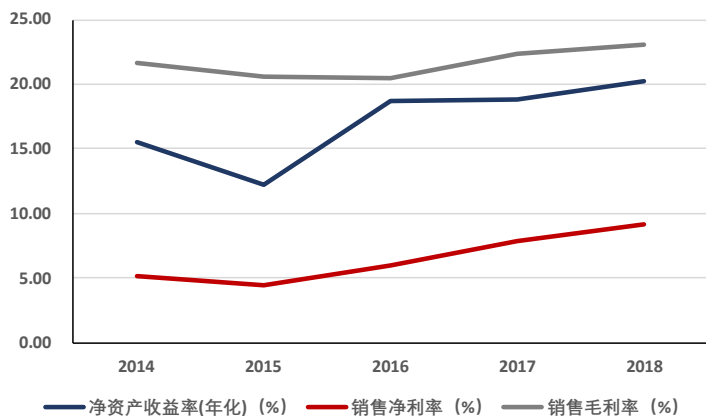


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

费用率逐年降低，公司盈利能力显著改善。公司近年在利润率方面提升显著，我们认为有以下几方面原因：1) 公司规模快速提升，边际效应明显；2) 公司在原材料成本方面通过长期订单签约，有效的规避了原材料价格上涨的影响。

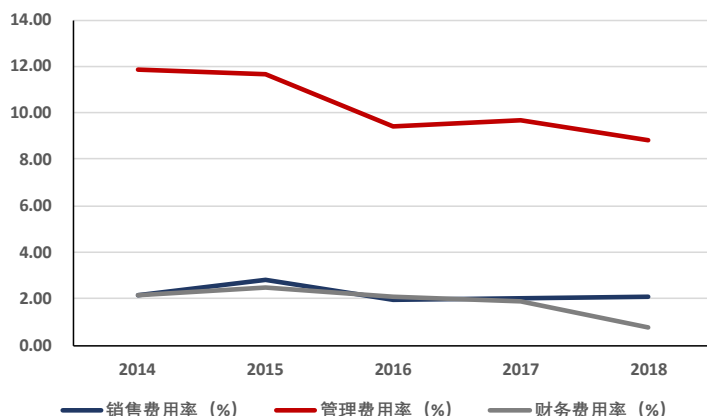
响；3) 公司在内部进行严格的费率管控，三项费用率逐年降低是经营效率提升的明显信号。目前公司在国内并未占据榜首，未来随降本增效，高端产品升级等因素，利润率有望进一步提升。

Figure 10 公司毛利率、净利率及 ROE 变化



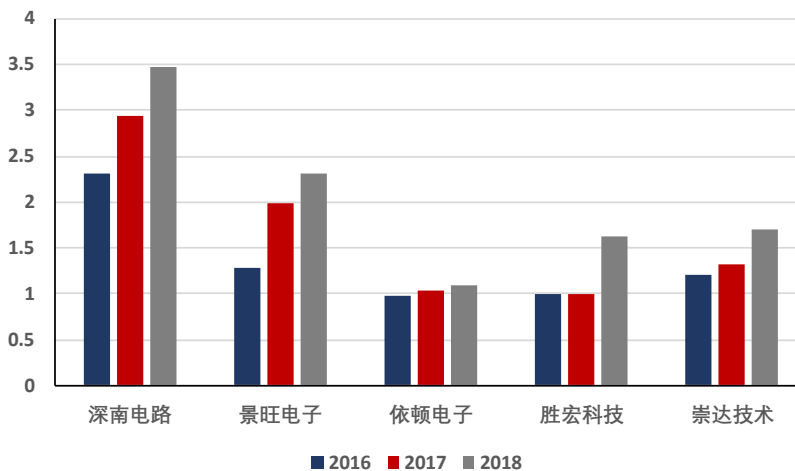
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 11 公司三项费用率变化



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 可比公司研发费用 (亿元)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

研发费用高于同行业，人才储备优势明显。通信领域 PCB 产品平均难度较高，尤其未来 5G 时代的高频 PCB，产品从研发到实际应用需要较长的周期，公司长期重视研发投入，提前布局未来产业链，在投入绝对值方面元高于同行业竞争对手，从而保证龙头地位稳固。目前公司具备研发人员 1386 人，直接占据了所有员工的 15%左右，且拥有大量自主专利，科技成果，并且多项产品技术处于国际领跑位置。

Figure 13 可比公司专利及研发费用资本化情况

公司	PCB 产品方向	专利情况 (2017 年底)	研发费用资本化情况
深南电路	通信用高层数板, IC 封装基板	已获授权专利 268 项, 其中发明专利 244 项。	不存在资本化情况
景旺电子	多层刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板	共有发明专利合计 58 项, 实用新型专利合计 143 项。	不存在资本化情况
依顿电子	覆铜板、液晶显示器、汽车 PCB	共有商标权 2 项、专利 46 项 (其中发明专利 9 项, 实用新型 37 项), 非专利技术 74 项。	不存在资本化情况
胜宏科技	新能源汽车及物联网用线路板项目	共有发明专利 49 项、实用新型专利 192 项、外观设计专利 6 项。	不存在资本化情况
崇达技术	覆盖双面板、高多层板、HDI 板、厚铜板、背板、软硬结合板、埋容板、立体板、铝基板、高频板等	共有发明专利 49 项、实用新型专利 192 项、外观设计专利 6 项。(披露为申请数量)	不存在资本化情况

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

4、未来看点

公司在 PCB 行业中深耕 30 年, 背靠国资股东, 专注于电子互联领域, 致力于“打造世界级电子电路技术与解决方案的集成商”, 并形成了业界独特的“3-In-One”业务布局。我们认为公司在高端 PCB 方面打下了坚实的基础, 在切入多领域龙头企业的供应链过程中, 后续有强劲的增长动力:

1) 行业趋势: 公司所处优质赛道, 行业整体随信息化产业稳定增长, 龙头更享行业集中度提升红利。

2) 公司核心竞争力: 公司通过多年的研发与运营, 业务布局完善, 人才储备与专利数量居一流水平, 未来随 5G 建设期到来, 相关产品有望实现量价齐升。

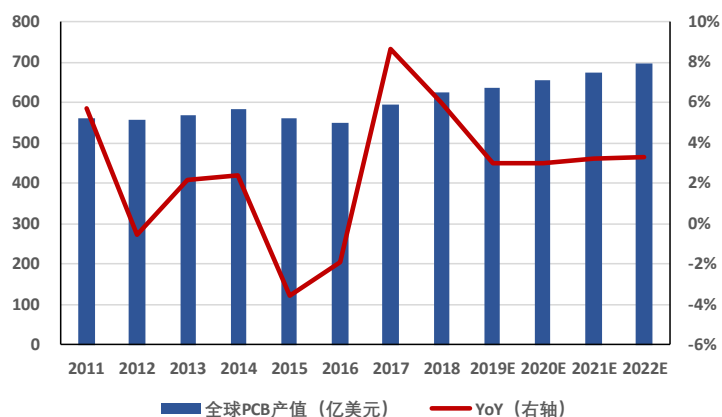
二、多领域为 PCB 行业提供增长动能, 龙头受益显著

1、行业增速: PCB 行业景气度回暖, 国内增速明显高于全球

全球 PCB 产业在 2015-2016 年出现短暂调整, 2017 年开始行业景气度回暖。根据 PrismarkQ4 统计, 2018 年全球 PCB 总产值达 623.96 亿美元, 较 2017

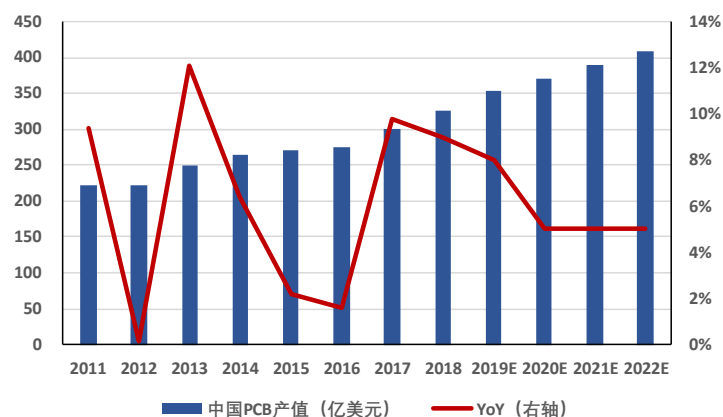
年同比增长6%；预计2019年全球PCB总产值达637.27亿美元，同比增长2.1%；预计到2023年全球PCB总产值达747.56亿美元，2018-2023年全球PCB总产值年复合增长率（CAGR）将达3.7%。物联网、汽车电子、工业4.0、云端服务器、存储设备等是PCB行业增长的驱动力。

Figure 14 全球PCB产值及增长情况



资料来源：Prismark、世纪证券研究所

Figure 15 国内PCB产值及增长情况



资料来源：Prismark、世纪证券研究所

中国大陆市场成长性远超全球水平，产业链持续向国内转移趋势明显。2018年中国大陆PCB产值达327.02亿美元，较2017年同比增长10%，占全球PCB总产值的比例为52.4%，2018-2023年中国大陆PCB总产值年复合增长率（CAGR）将达4.4%。2000年-2018年全球PCB总产值年复合增长率（CAGR）为2.3%，中国大陆PCB总产值年复合增长率（CAGR）13.5%，成长速度远超全球平均水平，是全球PCB最大的生产基地，预计到2023年中国大陆占全球PCB总产值的比例为54.3%，全球PCB产能继续向中国大陆转移。

2、增长动力：新兴领域为行业注入持续动能，未来前景广阔

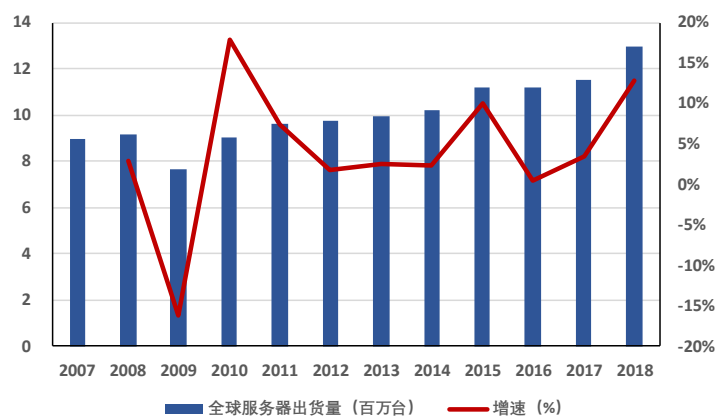
（1）云计算+5G商用，下游通讯电子产品打开新的成长空间。

PCB行业随通信技术更新换代，有较为清晰的增长周期。随云计算的渗透率进一步提升、5G落地加速，对PCB行业的影响主要集中在两个方面：1) 下游通讯电子行业的持续增长与更新换代；2) 5G建设期，基站天线等射频段对于PCB的需求呈爆发式增长，对于高频设备的需求占比提升，PCB有望实现量价齐升。

服务器出货量稳步上升，PC与平板相对饱和。计算机及网络设备是主要的PCB下游应用之一，主要包括PC与服务器，随着云计算、边缘计算的快速发展，服务器出货量有望实现快速增长。Prismark统计数据 displays, 2018年计算

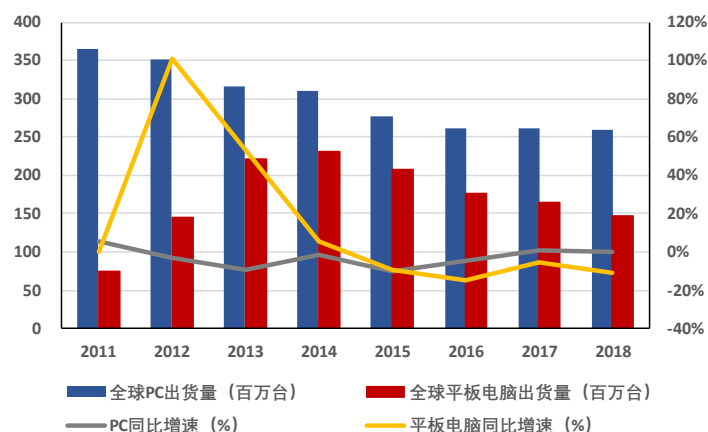
机及网络设备领域 PCB 产值占全球 PCB 产业总产值约 27%，2018 年全球 PC 出货量为 2.6 亿台，同比小幅下滑。目前全球 PC 市场已经相对饱和，未来 PC 出货量或将在现有水平基础上小幅下滑；与此同时，全球服务器 2018 年出货达 12.95 百万台，同比增加 3.14%，未来有望继续保持稳定增长。

Figure 16 全球服务器出货量及增速



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

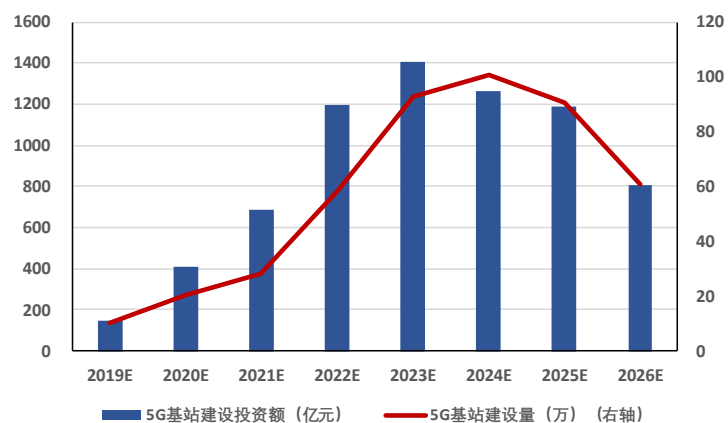
Figure 17 全球 PC 与平板出货量及增速



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

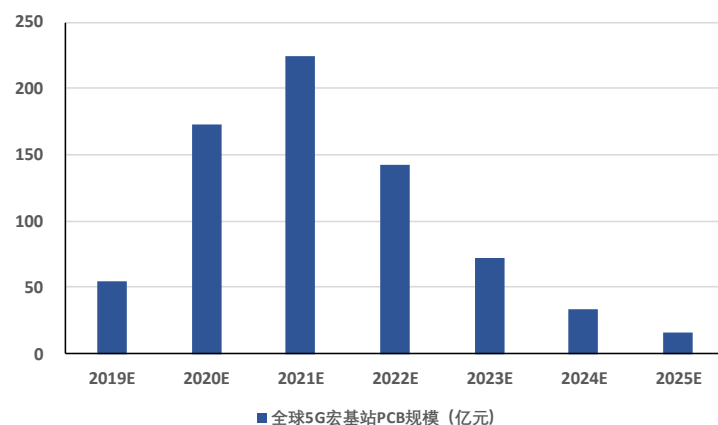
5G 基站数量将远超 4G 时代，高频 PCB 有望实现量价齐升。按照工信部要求，预计早期 5G 部署将采用 3.5GHz 中频段（4G 在 2000MHz 左右）。由于频段越高，单站覆盖范围越小，因此在基站组合上，5G 时代将以小基站、家庭基站的方式代替过去的大基站，组建多层次的超密组网，基站数量至少是 4G 的 1.5-2 倍。

Figure 18 2019 年起 5G 基站将走向建设高峰



资料来源：工信部、前瞻产业研究院、世纪证券研究所

Figure 19 全球 5G 宏基站 PCB 市场规模

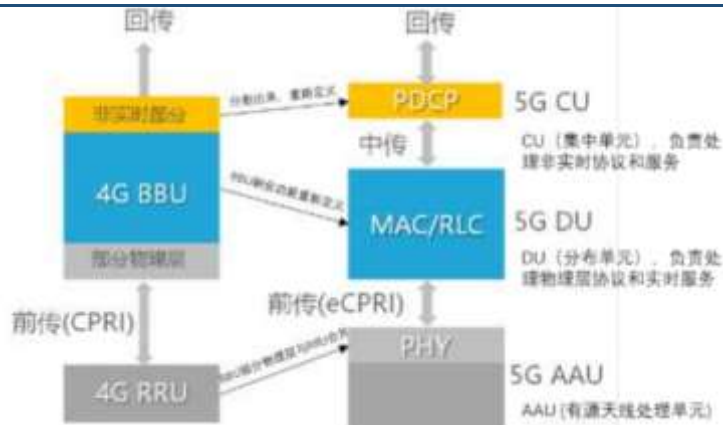


资料来源：C114 通信网、世纪证券研究所

5G 时代信息量和传输速率都将远超 4G，天线的技术变革成为主导 5G 应用的最重要零部件。Massive MIMO（大规模天线技术）在大幅增加基站的基础上，

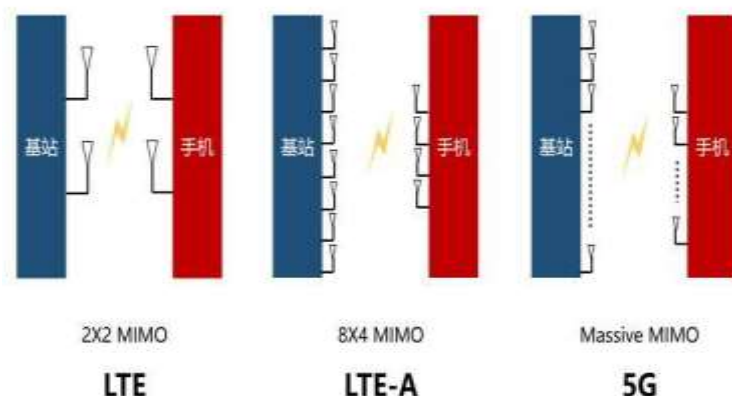
提供天线的数量大幅增加来提高频谱效率、降低延时，因此单站 PCB 数量较 4G 大幅提升。在 PCB 类型上，大量的基站与终端天线数量将推动高频、多层 PCB 和基材需求激增。高频 PCB 是行业内技术壁垒较高的细分产品，必须满足介电常数和介质损耗非常小的要求。单个宏基站 PCB 价值量在 2-4 万元，其产品利润率也远高于传统 PCB。从基站数量，单基站用 PCB 以及 PCB 单价提升三方面，我们认为，在 5G 建设期，PCB 量价提升确定性较高。

Figure 20 5G 基站的结构变化



资料来源：CNKI、世纪证券研究所

Figure 21 Massive MIMO 在 5G 中将大量出现



资料来源：CSDN、世纪证券研究所

(2) 汽车智能化将迎来汽车电子的爆发式增长，PCB 首当其冲。

汽车电子化程度不断上升，在 PCB 下游占比将逐步提高，进一步扩大市场空间。汽车电子主要有两个方向发展，车体汽车电子控制装置和车载汽车电子控制装置。其中控制装置包括动力总成控制、底盘和车身电子控制等；车载电子装置包括汽车信息系统导航系统、车载通信系统、车载网络等。汽车电子化不断提升主要受益于以下两个方面：1) 新一代通讯技术催生汽车技术向电子化转型；2) 新能源汽车技术不断成熟，动力系统的改变加速汽车电子化的提升。

从传统燃油动力车型转向电池动力的过程中，汽车电子化程度将呈现大幅提升，其中两类需求增长最为迅速：1) 以智能驾驶为长期驱动力的安全系统 ADAS、电池管理系统 BMS 等，是未来实现无人驾驶的重要保障；2) 以智能座舱位代表的车载电子、车载通信，是建设车联网及物联网的基础需求。

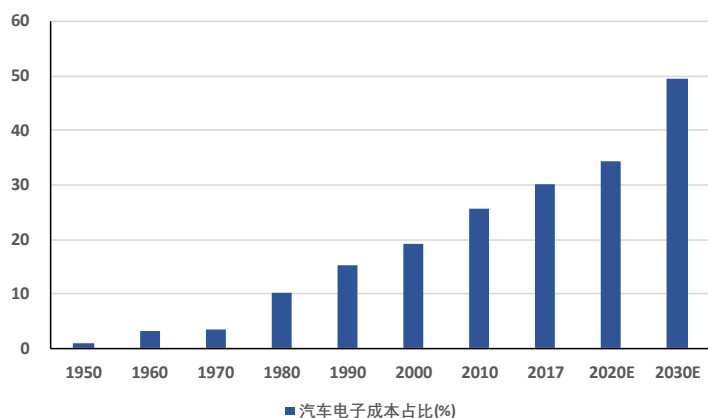
Figure 22 汽车电子化两大方向



资料来源: 产业信息网、世纪证券研究所

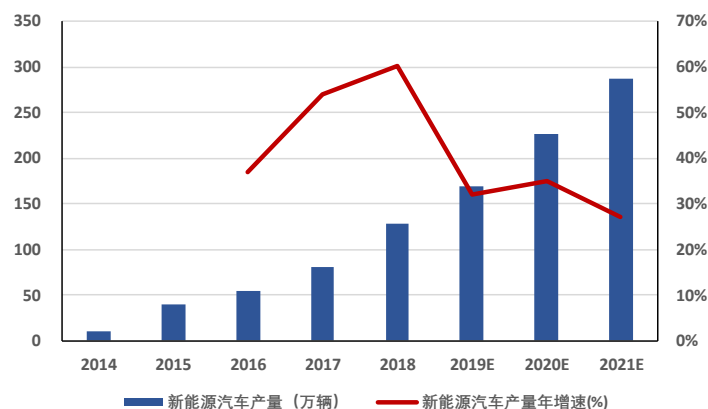
车用 PCB 产值将保持较快增长，源于汽车电子化程度提高与单车 PCB 价值提升。车用 PCB 在整车汽车电子产品中占比约为 2%，占 PCB 下游约 10% 的市场份额，而目前汽车电子占整车成本比例约为 30%，在随信息化电子化程度提升，以及新能源汽车的普及，未来汽车电子占整车成本将趋近与 50%。在汽车数量不变得情况下，单个整车中 PCB 的价值至少仍有一倍以上提升空间。新能源汽车电子装置的成本占比约为可以达到 45%—65%，混动汽车与纯电动汽车都可以不同程度的带来增量。

Figure 23 汽车电子占整车成本未来趋近 50%



资料来源: 中国汽车网、世纪证券研究所

Figure 24 新能源汽车是电子化的重要标志



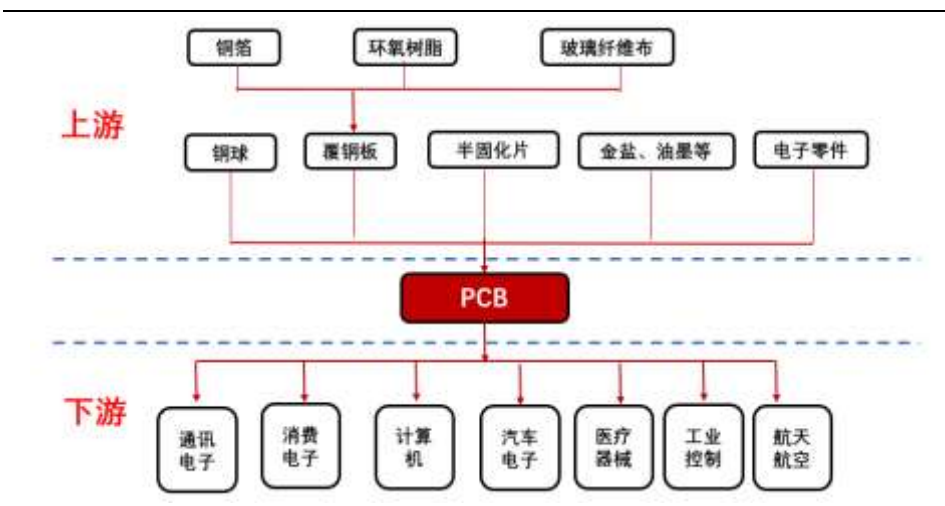
资料来源: 工信部、世纪证券研究所

3、未来趋势：产业向国内转移，行业集中度提升，国内龙头加速崛起

上游集中，下游分散，产品主要成本来源于上游原材料。PCB 产业链上游包括铜箔、铜球、覆铜板、半固化片、金盐及油墨等，整体材料成本占比超过

60%，其中覆铜板直接影响 PCB 的性能，是关键的原材料之一。覆铜板行业集中度较高，CR10 企业市占率在 70%以上，定价权较高，产品价格波动对下游的影响较大。下游市场由于所涉及行业较多，且所有 PCB 产品没有高度同质化，整体竞争格局更为分散。

Figure 25 PCB 产业链上下游



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

产业加速向国内转移，集中度有望进一步提升。从过去产能分布及增长来看，发达国家限于环保压力及劳动力成本，产业总体增速较慢，在全球占比也不断下滑；与之对应的是中国凭借产能优势及通讯电子消费大国，年复合增速明显高于全球平均水平，产量占比也提升至 50%以上，目前，中国已经是全球 PCB 产能中心。另一方面，行业整体集中度仍处于相对松散水平。PCB 行业集中度较低，全球第一 PCB 企业市占率仅 6%，全球 CR10 企业市占率仅有 33.49%，国内 CR10 企业市占率只有 40.10%。当前国内 PCB 企业大约有 1500 家，仅有不到 150 家营收过亿，增速较快，但整体体量较小。深南电路在 2017 年营收达到 57 亿元，占据全球市场份额的 1.28%，排在全球第 21 位，在 2018 年上半年进入全球 PCB 第十名，在中国内资企业中排名前列。

Figure 26 2017 全球前十大 PCB 厂商及中国 PCB 企业情况

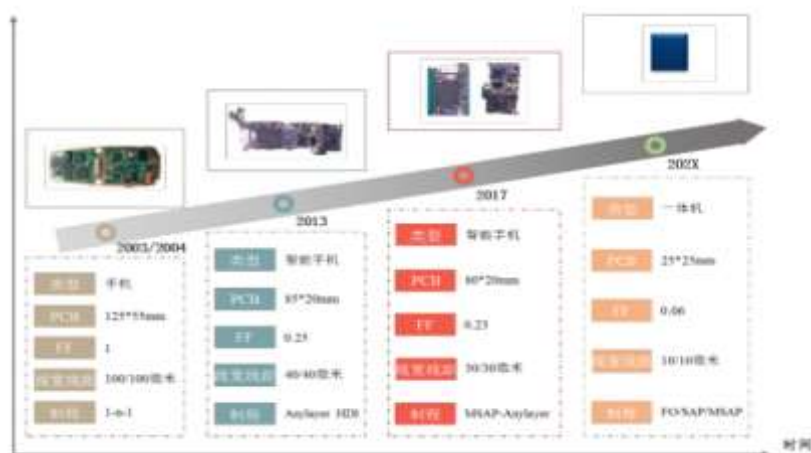
排名	公司名称	地区	2017 年营收 (亿美元)	毛利率	主要产品
1	臻鼎科技	台湾	35.88	16.33%	柔性板、封装基板
2	旗胜	日本	33.23	16.87%	柔性板 (含装配)
3	迅达科技	美国	26.58	16.16%	多层板
4	欣兴集团	台湾	22.4	8.90%	封装基板、HDI 板
5	华通	台湾	17.78	14.99%	HDI 板
6	健鼎科技	台湾	15.1	18.23%	HDI 板、多层板

7	三星电机	韩国	12.84	20.60%	封装基板、HDI板
8	住友电气	日本	11.34	18.65%	PCB柔性板
9	藤仓	日本	10.99	18.04%	挠性印刷电路板等
10	奥特斯	奥地利	10.98	16.4%	封装基板等
21	深南电路	中国	8.43	22.40%	高多层PCB、封装基板及电子装联

资料来源：Prismark、Wind 资讯、世纪证券研究所

产品高端化成未来产品要求，加速国内龙头崛起。下游需求端设备持续朝轻薄智能化方向发展，因此对 PCB 的高端产品要求不断提高。堆叠层数更多、线宽线距更小、可以承载更多功能模组的高阶 HDI 板等产品需求占比越来越高。拥有资金、技术等优势的国内 PCB 龙头有望实现高端产品进口替代。根据 Prismark 预测，未来中国高技术含量 PCB 将高速发展，以封装基板为例，2016-2021 年中国封装基板产值复合增速预计为 3.55%，远超全球增速 0.14%，有望实现中高端 PCB 的国产化进口替代，利好 PCB 龙头进一步扩大领先优势。

Figure 27 PCB 需求高端化发展



资料来源：鹏鼎控股招股说明书、世纪证券研究所

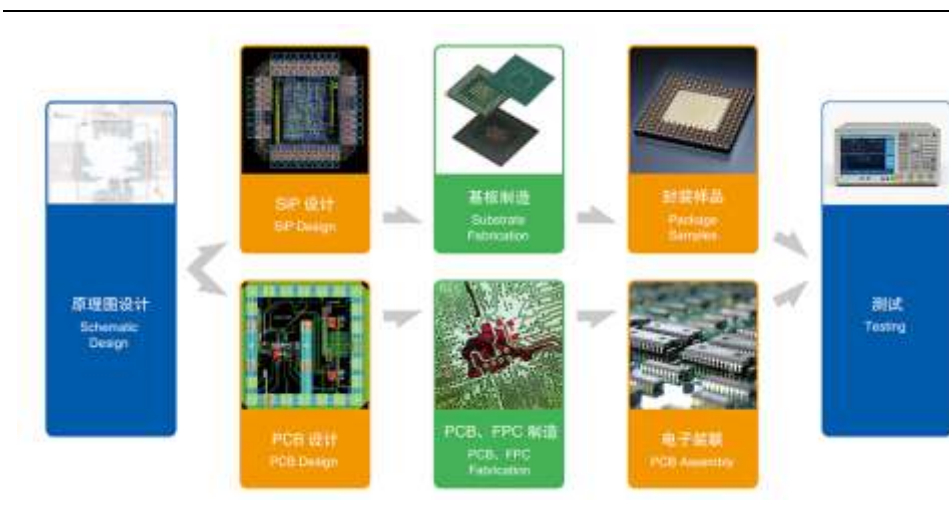
三、公司龙头优势凸显，募投产能打开后续成长空间

1、业务布局完整，中高端产品技术领先

公司结合各业务能力和产业链上下游，为客户提供从电路设计、PCB/基板生产、物料代购、焊接加工、封装测试等一站式服务。深南电路目前拥有印制电路板、封装基板及电子装联（含电子整机/系统总装）三项业务。公司具备从样品到中小批量再到大批量生产的综合制造能力，通过开展方案设计、制

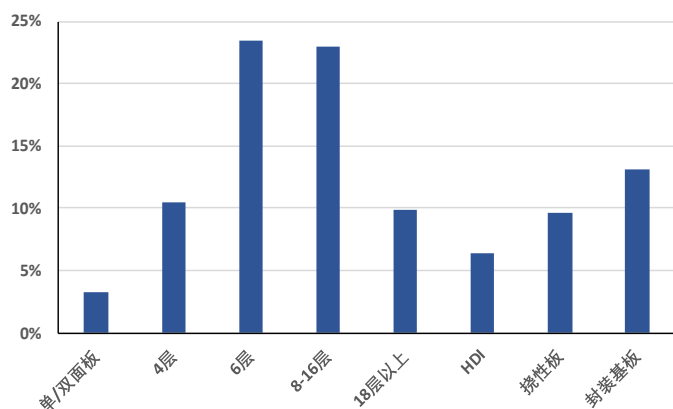
造、电子装联、微组装和测试等全价值链服务，为客户提供专业高效的一站式综合解决方案。公司业务覆盖 1 级到 3 级封装产业链环节，产品覆盖包括通信、航空航天、工控医疗、消费电子、汽车电子、服务/存储等领域，在国内 PCB 厂商中，公司的下游客户是覆盖面最广最丰富的。

Figure 28 公司一站式业务服务布局



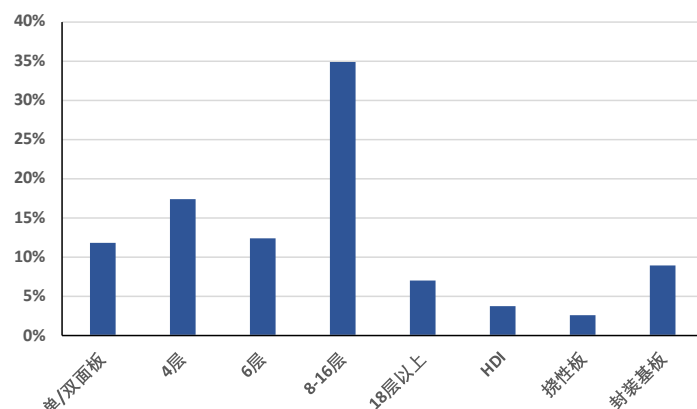
资料来源：公司官网、世纪证券研究所

Figure 29 存储设备 PCB 需求分布



资料来源：Prismark、世纪证券研究所

Figure 30 通讯设备 PCB 需求分布

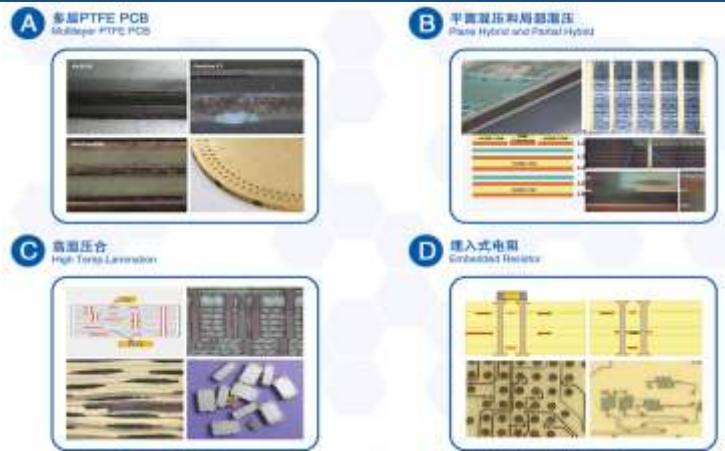


资料来源：Prismark、世纪证券研究所

通讯类产品需求集中在 8-16 层 PCB，公司样品最多可达 100 层。通讯和计算机产品在下游占比最高约有 60-70% 份额，目前主流需求以 8-16 层为主。高速电路随处理信息量加大，对于高密度走线、盲/埋孔等要求不断趋高，高速模块 PCB 板层数可达 40 层。公司通过长期的高研发投入，拥有成熟的高频/高速板加工工艺，目前双面压接背板最高可达 100 层，并已获得重要客户认可。2017 年自主研发的“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），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。可以看出公司在高端领域的产品走在下游需求之前，对于公

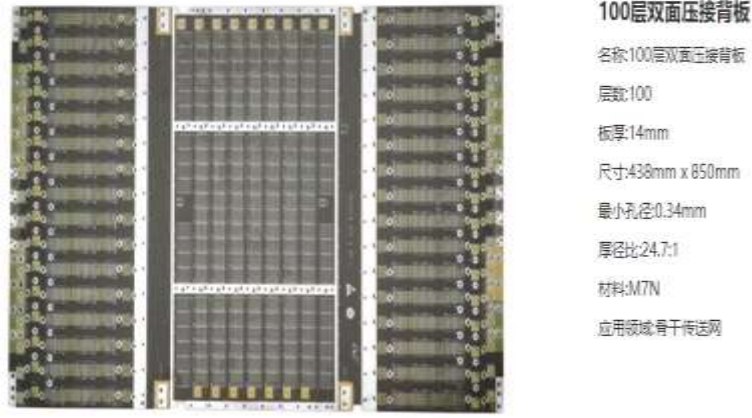
司长期保持技术壁垒具有重要作用。

Figure 31 公司高频 PCB 解决方案



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

Figure 32 公司 100 层双面压接背板



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

2、稳占高端客户资源，受益于下游客户数据业务拓展

公司通过中高端 PCB 产品，下游核心客户均为各行业龙头企业，此类客户带来的增长最为强劲。2015-2018 年，深南电路前五大客户为华为、中兴、三星、诺基亚、伟创力等全球性通讯客户，华为、中兴对稳居前二大客户。公司已成为大批全球领先企业的主力供应商，并与其建立了长期、稳定的合作关系，大大增强了公司的竞争力。公司产品、技术、服务均获得客户高度肯定，同时公司新客户的开发工作在顺利进行，为公司长期稳定发展提供了充足动能。

Figure 33 2017 全球前十大 PCB 厂商及中国 PCB 企业情况

应用领域	核心客户	客户行业地位
通信	华为	全球领先的信息与通信解决方案供应商世界
	诺基亚	全球领先的通信设备提供商
	中兴	全球领先的综合通信解决方案提供商
	三星	全球通信设备领先厂商；韩国最大企业集团
航空航天	霍尼韦尔	全球航空航天技术领先者
	罗克韦尔	全球领先的航空电子设备制造商
工控及医疗	通用电气	全球革新性医疗技术和服务提供商
	西门子医疗	全球医疗领域最大供应商之一
	迈瑞医疗	中国领先的高科技医疗设备研发制造厂商
	艾默生	技术与工程领域的全球领袖
汽车电子	博世	全球最大汽车技术供应商
	比亚迪	国内最大的新能源汽车制造商
	长城汽车	国内最大的 SUV 汽车制造商
服务存储	联想	全球电脑市场领导企业；服务器存储领域位居国内第一

	希捷	创新软件和硬件存储系统供应商
半导体	日月光	全球最大半导体封装与测试制造服务公司
	安靠科技	全球第二大半导体封装与测试制造服务公司
	长电科技	全球第三大半导体封装与测试企业

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3、产能进一步释放，持续高增长可期

募投产能逐渐释放，未来两年增厚业绩确定性强。目前公司共有深圳龙岗、无锡和南通三个生产基地，其中，无锡与南通属于募投项目。

(1) 深圳龙岗包含 PCB、封装基板、PCBA 业务，其中 PCB、封装基板业务各有 2 个工厂、PCBA 业务有 1 个工厂。

(2) 无锡深南包含 PCB、封装基板、PCBA 业务，其中 PCB、封装基板业务各有 1 个工厂；无锡封装基板工厂投资总额达到 10.15 亿元，建设周期为 2 年，达产后预计每年可新增 60 万平方米年产能，年均营收约 13.79 亿元，实现年均净利润约 1.93 亿元。无锡基板工厂未来主要面向存储市场，对大批量要求较高。

(3) 南通深南主要为 PCB 业务，投资总额达到 7.31 亿元，建设周期为 2 年，目前已完成第三方体系认证。该项目达产后，将新增 PCB 产能 34 万平方米/年，预计达产后可实现年均营收约 8.25 亿元、实现年均净利润约 1.08 亿元。

Figure 34 公司 IPO 募投项目情况

项目名称	实施主体	建设期	投资总额 (亿元)	产能(万平方米)	达产年均收入 (亿元)	达产年均净利润 (亿元)
半导体高端高密 IC 载板产品制造项目	无锡深南	2 年	10.15	60	13.79	1.93
数通用高速高密度多层印制电路板（一期）投资项目	南通深南	2 年	7.31	34	8.25	1.08

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

产能释放叠加高频产品单价提升，业绩增长有望超过产能增速。随着 5G 建设期到来，未来公司高频 PCB 产品的单价有较大提升空间，主要体现在以下两个方面：1) AAU 射频板需要在更小的尺寸内集成更多的组件。在这种情况下，为满足隔离的需求，需要采用更多层的印刷电路板技术。2) AAU 射频电路板相较于 4G 时期的尺寸也会更大，考虑到 5G 基站发射功率的提升，工作频段也更高，因此 5G 的射频电路板对于材料的高速性能以及高频性能也提出了更高的要求。因此综合来看，层数增加，尺寸增大，材料要求提升，单板

的价值量相较 4G 时期有大幅提升。

四、盈利预测与估值

1、盈利预测

1) 关键假设

印制电路板

PCB 业务仍为公司最核心业务，随募投产能逐渐释放，已经 5G 建设周期带来的基站高频 PCB 量价齐升，行业集中度提高的过程中，预计 2019-2020 年相关产品渗透率及市占率进一步提升。给予 2019E-2021E 三年增长率保持为 25%。考虑公司经营规模扩大带来的边际效应及成本控制能力，毛利率保持稳中有升，预计 2019E-2021E 三年毛利率为 23.5%、24%、24.5%。

封装基板

封装基板有部分产能源于新厂投产，加之公司原有产量通过技改以及自动化率提升等措施保证生产效率进一步提高。我们预计 2019E-2021E 三年该业务收入增长速度为 30%，毛利率小幅上升，预计 2019E-2021E 三年为 30%、31%、32%。

电子装联

电子装联业务增长来源于原有 PCB 客户，而随着公司 PCB 业务持续扩张，预计公司电子装联业务有望持续保持稳定增长。预计 2019E-2021E 该业务三年营业收入增长速度为 28%，2019E-2021E 该业务毛利率保持稳定为 19%。

其他业务

其他为器件模组，IC 测试板卡等占比相对较小。预计 2019E-2021E 该业务三年营业收入增长速度保持 25%，2019E-2021E 该业务毛利率保持为 20%。

Figure 35 深南电路收入及毛利率预测（亿元）

项目	年份	2016A	2017A	2018A	2019E	2010E	2021E
		收入	33.22	38.94	53.79	67.24	84.05
印制电路板	YoY		17.22%	38.14%	25.00%	25.00%	25.00%
	占总营收比例	72.25%	68.48%	70.76%	70.20%	69.64%	69.06%

	毛利率	19.90%	22.33%	23.04%	23.50%	24.00%	24.50%
封装基板	收入	4.70	7.54	9.47	12.31	16.00	20.81
	YoY		60.43%	25.60%	30.00%	30.00%	30.00%
	占总营收比例	10.22%	13.26%	12.46%	12.85%	13.26%	13.68%
	毛利率	24.56%	26.12%	29.69%	30.00%	31.00%	32.00%
电子装联	收入	5.68	7.29	9.27	11.87	15.19	19.44
	YoY		28.35%	27.16%	28.00%	28.00%	28.00%
	占总营收比例	12.35%	12.82%	12.19%	12.39%	12.58%	12.78%
	毛利率	20.15%	19.27%	18.32%	19.00%	19.00%	19.00%
其他业务	收入	2.38	3.09	3.49	4.36	5.45	6.82
	YoY		29.83%	12.94%	25.00%	25.00%	25.00%
	占总营收比例	5.18%	5.43%	4.59%	4.55%	4.52%	4.48%
	毛利率	22.27%	21.56%	19.52%	20.00%	20.00%	20.00%
总营业收入		45.98	56.86	76.02	95.78	120.69	152.12
YoY			23.66%	33.70%	25.99%	26.01%	26.04%
综合毛利率		21.50%	20.00%	21.05%	23.62%	24.12%	24.62%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2) 盈利预测

依据假设条件，预测 2019E-2021E 公司实现的营业收入分别为 95.78 亿元、120.69 亿元、152.12 亿元，同比增长 25.99%、26.01%、26.04%；2019E-2021E 公司归属于母公司净利润分别为 8.84 亿元、11.13 亿元、14.26 亿元，同比增长 36.89%、25.97%、28.09%。

Figure 36 深南电路历史估值走势



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2、估值与评级

根据同行业上市公司，选取沪电股份、景旺电子、崇达技术作为可比公司。

预计深南电路 2019E-2021E 年 EPS 为 2.60/3.28/4.20 元，对应 PE 为 31/24/19

倍。深南电路是国内 PCB 制造龙头企业，在下游客户中覆盖领域最广，站稳核心客户供应链的情况下，可为公司带来较大的增长弹性；在 5G 初始建设周期，相关产品有望实现量价齐升。对比历史情况，当前估值处于合理位置，首次覆盖给予“增持”评级。

Figure 37 可比公司估值

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	PE(倍)				EPS (元/股)			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002463.SZ	沪电股份	158.37	29	22	17	13	0.12	0.41	0.53	0.70
603228.SH	景旺电子	222.28	27	21	17	13	1.97	1.74	2.21	2.75
002815.SZ	崇达技术	122.99	22	17	13	10	1.08	0.86	1.11	1.44
002916.SZ	深南电路	271.59	42	31	24	19	1.90	2.60	3.28	4.20

注：市值、股价按照 2019 年 5 月 21 日收盘价计算

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

六、风险提示

1、扩产速度不及预期

公司预计在 2020 年将建成新厂，但仍然有工程进度不及预期以及产能释放速度较慢的风险。

2、5G 发展落地不及预期

公司短期内的主要增长点来自于 5G 基站建设，随市场反馈程度及资本投入力度不同，发展进程有不及预期风险。

3、原材料价格波动风险

公司主营 PCB 的大部分成本来自于上游原材料，虽然公司已有签订长期供货协议，但仍存在原材料价格波动较大风险。

附表

附表1 利润表 (亿元)

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	45.99	56.87	76.02	95.78	120.69	152.12
减:营业成本	36.54	44.13	58.44	73.16	91.59	114.67
营业税金及附加	0.36	0.52	0.71	0.90	1.13	1.43
营业费用	0.89	1.13	1.57	1.98	2.49	3.14
管理费用	4.33	5.52	3.25	4.79	7.24	10.65
财务费用	0.95	1.07	0.57	2.76	3.34	3.65
资产减值损失	0.34	0.20	0.93	0.90	0.90	0.90
加:投资收益	0.00	0.00	0.12	0.10	0.10	0.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-3.47	-1.16	-1.16	-1.16
营业利润 (亿元)	2.58	4.29	7.19	10.24	12.94	16.63
加:其他非经营损益	0.47	0.03	-0.06	0.10	0.10	0.10
利润总额 (亿元)	3.05	4.33	7.13	10.34	13.04	16.73
减:所得税	0.30	0.40	0.66	1.49	1.89	2.45
净利润 (亿元)	2.74	3.93	6.47	8.85	11.15	14.28
减:少数股东损益	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
归属母公司股东净利润 (亿元)	2.74	3.92	6.46	8.84	11.13	14.26

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

附表2 财务比率分析

财务分析	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	20.53%	22.40%	23.13%	23.62%	24.12%	24.62%
三费/销售收入	13.39%	13.58%	7.10%	9.95%	10.83%	11.46%
EBIT/销售收入	8.89%	8.99%	10.17%	11.68%	11.58%	11.40%
EBITDA/销售收入	15.53%	14.93%	15.19%	18.08%	16.66%	15.29%
销售净利率	5.97%	6.91%	8.51%	9.24%	9.24%	9.39%
资产获利率						
ROE	17.37%	12.38%	17.34%	20.13%	21.28%	22.61%
ROA	8.71%	7.40%	9.75%	10.26%	11.76%	13.47%
ROIC	11.80%	15.31%	15.95%	19.97%	15.59%	18.25%
增长率						
销售收入增长率	30.69%	23.67%	33.68%	25.99%	26.01%	26.04%
EBIT 增长率	57.72%	25.03%	51.20%	44.72%	24.93%	24.09%
EBITDA 增长率	43.50%	18.84%	36.07%	49.93%	16.10%	15.70%
净利润增长率	74.22%	43.12%	64.63%	36.89%	25.97%	28.09%
总资产增长率	7.91%	47.19%	14.73%	37.54%	8.98%	8.32%
股东权益增长率	16.44%	100.71%	17.51%	17.93%	19.15%	20.59%

经营营运资本增长率	56.35%	12.95%	66.81%	54.49%	27.96%	31.27%
资本结构						
资产负债率	66.38%	54.14%	53.02%	59.71%	55.93%	50.93%
投资资本/总资产	63.58%	63.82%	59.93%	69.74%	67.86%	70.21%
带息债务/总负债	45.61%	33.58%	24.77%	49.54%	42.76%	41.73%
流动比率	0.81	1.32	1.15	1.35	1.62	1.95
速动比率	0.30	0.87	0.62	0.98	1.17	1.40
股利支付率	19.15%	32.14%	22.12%	24.47%	24.47%	24.47%
收益留存率	80.85%	67.86%	77.88%	75.53%	75.53%	75.53%
资产管理效率						
总资产周转率	0.98	0.82	0.96	0.88	1.02	1.18
固定资产周转率	1.65	1.99	2.19	3.04	4.82	8.20
应收账款周转率	6.26	5.21	4.21	3.99	4.31	5.07
存货周转率	4.61	4.21	4.40	4.58	4.44	4.55

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

附表 3 业绩和估值指标

业绩和估值指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EBIT (亿元)	4.09	5.11	7.73	11.18	13.97	17.34
EBITDA (亿元)	7.14	8.49	11.55	17.32	20.11	23.27
NOPLAT (亿元)	3.23	4.57	7.03	9.48	11.85	14.71
净利润 (亿元)	2.74	3.92	6.46	8.84	11.13	14.26
EPS (元/股)	0.808	1.155	1.902	2.604	3.281	4.202
BPS (元/股)	4.651	9.335	10.969	12.936	15.414	18.588
PE (倍)	99.06	69.27	42.07	30.73	24.40	19.05
PB (倍)	17.21	8.57	7.30	6.19	5.19	4.31
PS (倍)	5.91	4.78	3.57	2.84	2.25	1.79
PCF (倍)	34.26	29.38	30.99	33.93	18.20	18.66
EV/EBIT (倍)	44.55	46.27	30.33	22.91	18.07	14.50
EV/EBITDA (倍)	25.49	27.86	20.29	14.79	12.55	10.80
EV/NOPLAT (倍)	56.39	51.76	33.33	27.01	21.29	17.08
EV/IC (倍)	6.10	5.36	4.93	3.37	3.13	2.78
ROIC-WACC	11.80%	15.31%	15.95%	17.65%	13.66%	16.59%
股息率 (%)	0.002	0.005	0.005	0.008	0.010	0.013

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。