

公司调研点评

深南电路 (002916)

电子 | 元件

长期受益 5G 需求放量，产能扩张布局长远

2019 年 08 月 23 日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 132.30-141.12 元

交易数据

当前价格 (元)	130.38
52 周价格区间 (元)	61.20-134.79
总市值 (百万)	44245.76
流通市值 (百万)	12871.23
总股本 (万股)	33936.00
流通股 (万股)	9872.09

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
深南电路	21.84	61.28	124.53
元件	20.06	31.82	29.19

何晨

分析师

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

0731-84779574

司岩

研究助理

siyan@cfzq.com

0731-84779593

相关报告

- 《深南电路：深南电路 (002916.SZ) 2019 年中报点评：5G 建设进程加速，扩产保障业绩弹性》 2019-08-13
- 《深南电路：深南电路 (002916.SZ) 2018 年年报点评：盈利能力快速提升，迎接 5G 和 IC 载板发展机遇》 2019-03-15
- 《深南电路：深南电路 (002916) 调研点评：5G 风口下的数通 PCB 领跑者》 2019-01-25

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (亿元)	56.87	76.02	107.21	143.35	171.86
净利润 (亿元)	4.48	6.97	9.97	12.67	15.94
每股收益 (元)	1.32	2.05	2.94	3.73	4.70
每股净资产 (元)	9.33	10.97	13.03	15.54	18.69
P/E	98.74	63.46	44.36	34.92	27.76
P/B	13.97	11.89	10.01	8.39	6.98

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

- **5G 基站需求持续释放，业绩平稳快速增长。**2019 年上半年，公司实现营业收入 47.92 亿元，同比增长 47.90%，实现归母净利润 4.71 亿元，同比增长 68.02%；2019 年单二季度实现营业收入 26.29 亿元，同比增长 49.16%，环比增长 21.54%，实现归母净利润 2.84 亿元，同比增长 74.09%，环比增长 51.87%。公司 2019 年一季度 5G 产品占通信 PCB 比重为 10% 左右，二季度提升至 20%，受此带动，第二季度净利率 10.83%，环比提升 2.20pct。在 4G 基站持续增长，5G 基站加速放量的背景下，公司通信 PCB 对业绩的贡献有望保持较高增速增长，整体毛利率亦有继续提升空间。
- **产能储备充沛，新增产能布局 5G 数通领域。**公司目前 PCB 产能分布在深圳龙岗、无锡以及南通一期，现有产能规模为 190 万平米/年左右。从目前基站建设节奏来看，2020—2022 年为基站建设高峰期，公司针对基站无线侧无新增产能规划，主要依靠现有产能承接基站相关 PCB 需求。考虑到未来两年 4G 基站新建速度进一步放缓，现有产线将迎来产品结构的逐渐替代，叠加 PCB 行业产线具备的技改、调配能力能够实现自我挖潜，未来三年无线侧 PCB 产能仍然存在较大产能弹性。同时，基站建设会放大高中低端 PCB 需求，公司目标在毛利率较高的高端 PCB 订单，溢出需求将由行业内部分厂商承接。公司战略已瞄准 5G 建设中期的通信设备需求以及后期的工业、医疗、汽车等领域的需求，公司拟发行可转债用于南通二期产线建设，主要产品用于 5G 通信产品、服务器用高速高密度 PCB，预计 2020 年三季度投产。
- **封测产业向大陆转移，IC 载板带动长期成长。**2018 年我国芯片封装测试行业销售收入约 2193.9 亿元，同比增长 20.41%，增速呈持续提升态势。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约为 220 亿元。公司是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。在先进制程方面，FC-CSP 等产品已具备小批量量产能力，长期来看，无锡新厂的投产将为公司提供新的增长动能。

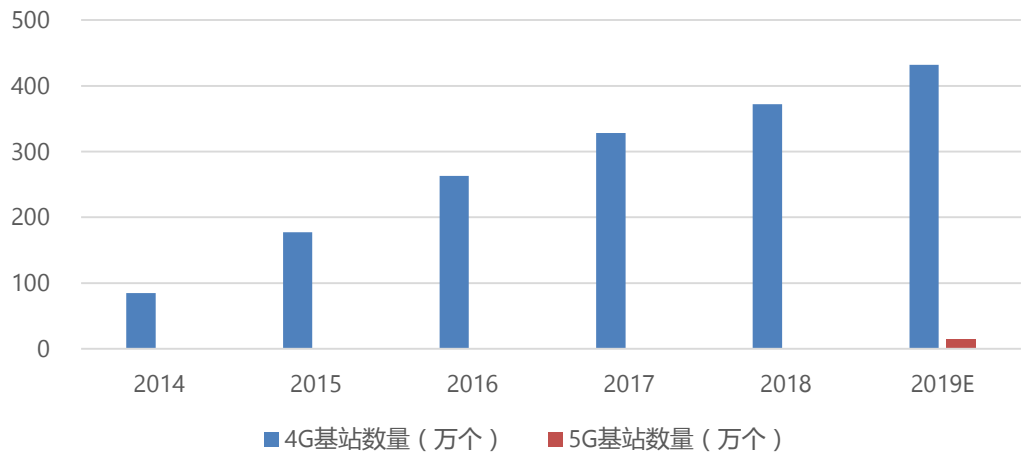
- **维持公司“推荐”评级。**公司是数通和无线 PCB 领域龙头，技术能力和生产效率获得通信设备厂商长期认可，在该领域享有较高的行业壁垒。公司过去五年经营业绩稳步增长，受 IDC 数据中心和 4G/5G 基站建设拉动，上市以来业绩呈现加速增长趋势。随着 5G 建设进程加快，产能在一定程度上决定成长天花板，公司产能布局和产能释放节奏平稳有序，近几年来始终保持较高的产能弹性，为承接 5G 建设的前期基站需求和后期的通信、服务器需求提供长期产能支撑。在 IC 载板领域，公司是少数具备技术能力和大客户资源的内资企业，国产替代空间巨大，IC 载板产能和客户认证的推进将为公司提供额外的估值提升动力。预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 9.97、12.67、15.94 亿元，EPS 分别为 2.94 元、3.73 元、4.70 元，对应当前股价 PE 分别为 44.36、34.92、27.76X，考虑到公司作为数通 PCB 龙头享受 5G 建设的估值红利，仍然维持“推荐”评级，给予公司 2019 年底 45-48 倍 PE，对应估值区间为 132.30—141.12 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. 5G 基站需求持续释放，业绩平稳快速增长

2019 年上半年，公司实现营业收入 47.92 亿元，同比增长 47.90%，实现归母净利润 4.71 亿元，同比增长 68.02%；2019 年单二季度实现营业收入 26.29 亿元，同比增长 49.16%，环比增长 21.54%，实现归母净利润 2.84 亿元，同比增长 74.09%，环比增长 51.87%。公司 2019 年一季度 5G 产品占通信 PCB 比重为 10% 左右，二季度提升至 20%，受此带动，第二季度净利率 10.83%，环比提升 2.20pct。

随着近两年进入 4G 时代末期，4G 基站建设速度有所放缓，但仍保持 15% 左右增速。同时，工信部于 6 月 5 日出台《关于 2019 年推进电信基础设施共建共享的实施意见》，提出以提高存量资源共享率为出发点建设 5G 基站，利用路灯杆和监控杆等公用设施开展 5G 基站（特别是微基站）建设，以期在短时间能够在重点区域实现覆盖。在相关政策推动下，5G 建设有望加速，预计 2019 年 5G 基站建设数量有望达到 10—15 万座。

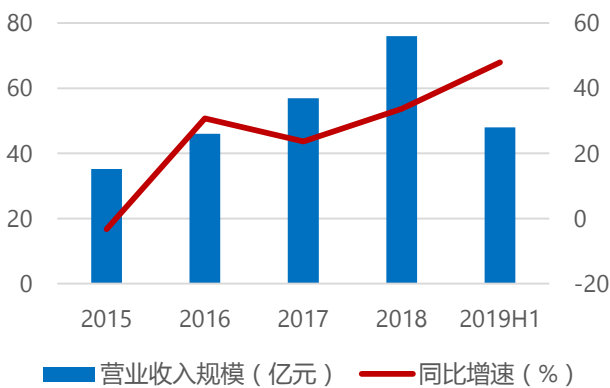
图 1：2014-2019 年 4G/5G 基站数量预测



资料来源：工信部，36Kr，财富证券

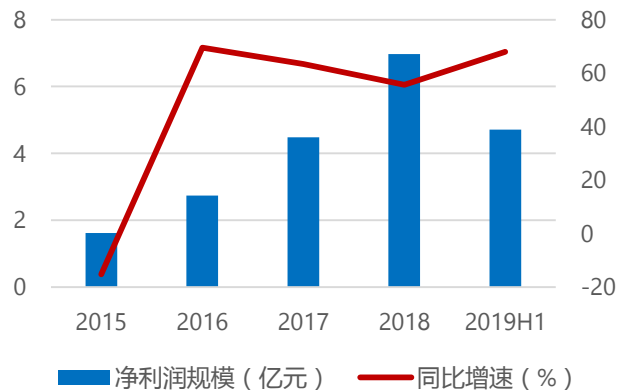
在 4G 基站持续增长，5G 基站加速放量的背景下，公司通信 PCB 对业绩的贡献有望保持较高增速增长，整体毛利率亦有继续提升空间。

图 2：近五年营业收入规模及增速



资料来源：wind，财富证券

图 3：近五年归母净利润规模及增速



资料来源：wind，财富证券

2. 产能储备充沛，新增产能布局 5G 数通领域

公司拥有龙岗、无锡及南通三大生产基地，其中南通一期和无锡工厂为 IPO 募投新增产能，分别瞄准 4G、5G 无线基站建设和 IC 载板国产化替代机遇。南通数通一期工厂于 2018 年下半年投产，目前产能爬坡已基本结束，产能利用率处于较高水平，南通一期工厂产能规模达到 45 万平米/年左右；无锡工厂于 2019 年 6 月开始试生产，目前已进入产能爬坡期，NAND Flash 客户认证顺利，技术和产品导入也在推进过程中。分产品线来看，公司目前 PCB 产能分布在深圳龙岗、无锡以及南通一期，现有产能规模为 190 万平米/年左右。封装基板业务方面，目前已有的龙岗基板厂年产能在 20 万平米左右，无锡工厂达产后预计可新增 60 万平米年产能。

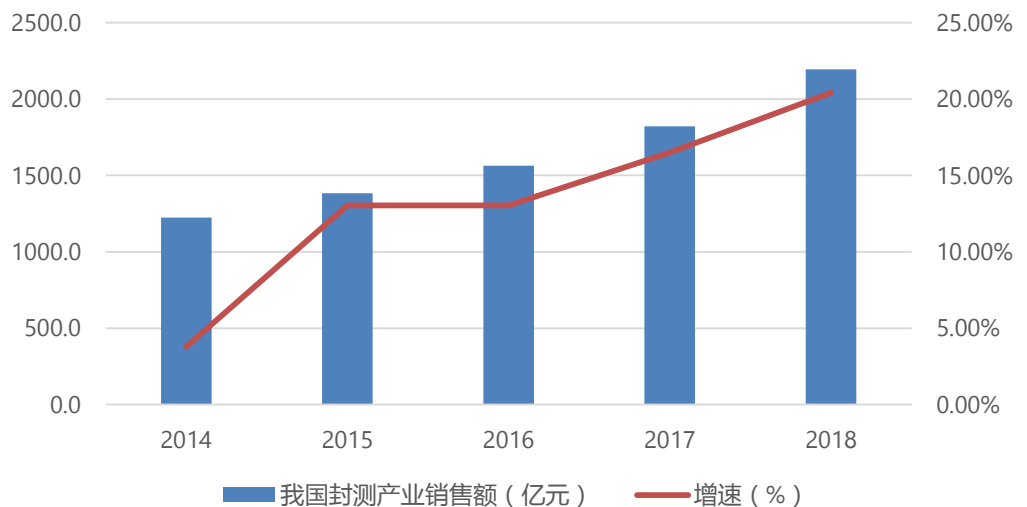
从目前基站建设节奏来看，2020—2022 年为基站建设高峰期，公司针对基站无线侧无新增产能规划，主要依靠现有产能承接基站相关 PCB 需求。考虑到未来两年 4G 基站新建速度进一步放缓，现有产线将迎来产品结构的逐渐替代，叠加 PCB 行业产线具备的技改、调配能力能够实现自我挖潜，未来三年无线侧 PCB 产能仍然存在较大产能弹性。同时，基站建设会放大高中低端 PCB 需求，公司目标在毛利率较高的高端 PCB 订单，溢出需求将由行业内部分厂商承接。

公司战略已瞄准 5G 建设中期的通信设备需求以及后期的工业、医疗、汽车等领域的需求。现阶段，公司拟发行可转债 15.20 亿元，其中 10.64 亿元计划用于南通二期产线建设，主要产品用于 5G 通信产品、服务器用高速高密度 PCB，投产后预计实现年销售收入 15 亿元左右，目前已使用自有资金启动建设，预计 2020 年三季度投产。

3. 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中最先发展的产业。

图 4：2014-2017 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

近三年来，海外芯片公司封测业务持续向大陆转移，2018 年我国芯片封装测试行业销售收入约 2193.9 亿元，同比增长 20.41%，增速呈持续提升态势。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约为 220 亿元。

从全球封装基板制造企业类型来看，主要分为三种技术路线：一是由原封装制造厂家投资建设 IC 封装基板生产厂，如日月宏材料、全懋精密等；二是 PCB 厂在原有业务基础上扩展封装基板业务，如华通电脑、欣兴电子、南亚电路、深南电路、兴森科技等；三是以封装基板技术起家专注于封装基板制造的厂商，包括景硕科技、信泰电子、珠海越亚等。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，长期来看，无锡新厂的投产将为公司提供新的增长动能。

表 1：全球主要封装基板厂商情况

公司名称	国家/地区	主要客户	发展路径
日月宏材料	中国台湾	日月光	封测
欣兴电子	中国台湾	高通、博通、英特尔、英伟达、超威	PCB
南亚电路	中国台湾	英特尔、超威、英伟达、博通、三星	PCB
深南电路	中国大陆	日月光、安靠科技、长电科技	PCB
三星机电	韩国	高通、三星、苹果	PCB
神钢	日本	英特尔	PCB
信泰电子	韩国	三星、Hitech、LG、闪迪、摩托罗拉	基板

资料来源：立鼎产业网，财富证券

4. 盈利预测与评级

公司是数通和无线 PCB 领域龙头，技术能力和生产效率获得通信设备厂商长期认可，在该领域享有较高的行业壁垒。公司过去五年经营业绩稳步增长，受 IDC 数据中心和 4G/5G 基站建设拉动，上市以来业绩呈现加速增长趋势。随着 5G 建设进程加快，产能在一定程度上决定成长天花板，公司产能布局和产能释放节奏平稳有序，近几年来始终保持较高的产能弹性，为承接 5G 建设的前期基站需求和后期的通信、服务器需求提供长期产能支撑。在 IC 载板领域，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，IC 载板产能和客户认证的推进将为公司提供额外的估值提升动力。

我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 9.97、12.67、15.94 亿元，EPS 分别为 2.94 元、3.73 元、4.70 元，对应当前股价 PE 分别为 44.36、34.92、27.76X，考虑到公司作为数通 PCB 龙头享受 5G 建设的估值红利，仍然维持“推荐”评级，给予公司 2019 年底 45-48 倍 PE，对应估值区间为 132.30—141.12 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