

2019年09月02日

半年报盘点：通信 PCB 龙头公司发生了什么？

证券分析师： 欧阳仕华 0755-81981821

ouyangsh1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080002

证券分析师： 唐泓翼 021-60875135

tanghy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080001

事项：

行业通信 PCB 公司都已经披露了半年报，我们对三家核心 PCB 公司沪电股份、深南电路和生益科技的报表进行了详细分析。

国信电子观点：整体来看，三家公司都受益于下游 5G 基站端建设需求的高增长。无线基站端客户正处于建设景气周期，2020 年预计需求将更旺。通过产业链调研发现，通信产品对高端 PCB 产品以及上游覆铜板材料要求的大幅提升，加工难度增大。高要求导致企业生产效率下降，单位产品的价格出现不同幅度的提升，从而带动企业收入实现增长。

通过分析员工成本、企业折旧等企业的固定成本，发现企业固定成本的增加幅度远低于收入的增加幅度，意味着产品价格的提升幅度高于单位产品成本的提升。企业规模效应提升明显，带动毛利率和净利润率的提升。行业景气度高企，企业经营效率在提升，我们预计未来核心企业利润端超预期增长的概率较大。我们维持核心公司**生益科技、沪电股份和深南电路**的推荐。同时建议关注正在布局通信 PCB 领域的企业如：**景旺电子、崇达技术以及东山精密**等公司。

评论：

■ 核心通信 PCB 公司上半年业绩表现靓丽

2019 年上半年核心通信 PCB 公司沪电股份、深南电路和生益科技的收入分别为 31.22 亿元、47.92 亿元和 59.73 亿元，同比增速分别为 27%、48%和 3%；净利润分别为 4.78 亿元、4.71 亿元和 6.29 亿元，同比增速分别为 143%、68%和 18%。可以发现，三家公司的净利润增速都超过收入增速，显示公司盈利能力在提升。

表 1：过去 6 年及 2019 年上半年公司收入变化趋势(单位：亿元)

| 公司名称 | 2013-12-31 | 2014-12-31 | 2015-12-31 | 2016-12-31 | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-6-30 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 沪电股份 | 30.17 | 32.92 | 33.77 | 37.90 | 46.27 | 54.97 | 31.22 |
| 同比增速 | | 9% | 3% | 12% | 22% | 19% | 27% |
| 深南电路 | 26.28 | 36.38 | 35.19 | 45.99 | 56.87 | 76.02 | 47.92 |
| 同比增速 | | 38% | -3% | 31% | 24% | 34% | 48% |
| 生益科技 | 65.70 | 74.18 | 76.10 | 85.38 | 107.52 | 119.81 | 59.73 |
| 同比增速 | | 13% | 3% | 12% | 26% | 11% | 3% |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 过去 6 年及 2019 年上半年公司净利润变化趋势(单位: 亿元)

| 公司名称 | 2013-12-31 | 2014-12-31 | 2015-12-31 | 2016-12-31 | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-6-30 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 沪电股份 | 1.80 | -0.12 | 0.06 | 1.31 | 2.04 | 5.70 | 4.78 |
| 同比增速 | | -107% | -146% | 2257% | 56% | 180% | 143% |
| 深南电路 | 1.68 | 1.91 | 1.62 | 2.74 | 4.48 | 6.97 | 4.71 |
| 同比增速 | | 13% | -15% | 70% | 63% | 56% | 68% |
| 生益科技 | 5.58 | 5.15 | 5.44 | 7.48 | 10.75 | 10.00 | 6.29 |
| 同比增速 | | -8% | 6% | 37% | 44% | -7% | 18% |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

净利润率、ROE 等指标显示公司盈利能力快速提升。下表可以发现从 2017 年以来, 三家的净利润率和 ROE 指标明显提升。分析发现公司的资产周转率和权益乘数(资产负债率)提升相对较小, ROE 的提升主要来自于净利润率的提升。

表 3: 主要公司净利润率变化趋势

| 公司名称 | 2013-12-31 | 2014-12-31 | 2015-12-31 | 2016-12-31 | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-6-30 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 沪电股份 | 6.0% | -0.4% | 0.2% | 3.4% | 4.4% | 10.4% | 15.3% |
| 深南电路 | 6.4% | 5.2% | 4.6% | 6.0% | 7.9% | 9.2% | 9.8% |
| 生益科技 | 8.5% | 6.9% | 7.2% | 8.8% | 10.0% | 8.4% | 10.5% |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 4: 主要公司 ROE(全面摊薄)变化趋势

| 公司名称 | 2013-12-31 | 2014-12-31 | 2015-12-31 | 2016-12-31 | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-6-30 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 沪电股份 | 5.3% | -0.4% | 0.2% | 3.9% | 5.8% | 14.2% | 10.9% |
| 深南电路 | 13.9% | 12.2% | 11.9% | 17.4% | 14.1% | 18.7% | 11.8% |
| 生益科技 | 12.3% | 11.4% | 11.3% | 14.1% | 16.7% | 14.6% | 8.6% |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 盈利能力的提升主要来自于什么驱动因素?

我们产业链调研发现, 通信 PCB 产品以及上游覆铜板材料由于要求的大幅提升, 加工难度加大导致生产效率下降, 单位产品的价格出现不同幅度的提升。

通过分析三组数据, 固定资产、折旧金额和员工整体薪酬的变化, 来判断在需求提升过程中企业固定成本的变化趋势。我们发现企业固定成本的增加幅度低于收入的增加幅度, 意味着产品价格的提升幅度高于单位产品成本的提升, 企业规模效应提升明显。产品价格的提升幅度高于单位产品成本的提升, 从而带动毛利率和净利润率的提升。

表 5: 主要公司 2013 年以来固定资产的变化趋势(单位: 亿元)

| 公司名称 | 2013-12-31 | 2014-12-31 | 2015-12-31 | 2016-12-31 | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-6-30 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 沪电股份 | 13.76 | 25.25 | 27.40 | 25.71 | 25.66 | 24.25 | 24.62 |
| 同比增速 | | 83% | 9% | -6% | 0% | -5% | -1% |
| 深南电路 | 12.72 | 17.96 | 27.45 | 27.86 | 28.54 | 34.62 | 38.23 |
| 同比增速 | | 41% | 53% | 1% | 2% | 21% | 17% |
| 生益科技 | 20.71 | 26.97 | 30.87 | 36.55 | 35.16 | 34.56 | 34.69 |
| 同比增速 | | 30% | 14% | 18% | -4% | -2% | 1% |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2014 年以来, 沪电股份的固定资产总额基本维持在 25 亿左右, 考虑到折旧因素, 公司总体产能变化不大。深南电路 2017 年底上市以后南通和无锡工厂相继投产, 固定资产从 28 亿的水平增加至目前的 38 亿, 带动产能提升幅度在 30%-50% 之间的水平。生益科技固定资产 2016 年以来固定资产基本维持在 35 亿左右的水平, 公司总体产能变化幅度不大。其主要投资产能为南通工厂的高频高速覆铜板产能, 不过相对公司整体产能而言, 其新增产能也相对较小。

表 6: 主要公司 2013 年以来公司折旧金额的变化趋势(单位: 亿元)

| 公司名称 | 2013-12-31 | 2014-12-31 | 2015-12-31 | 2016-12-31 | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-6-30 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 沪电股份 | 1.28 | 1.90 | 2.61 | 2.84 | 2.87 | 3.02 | 1.56 |
| 同比增速 | | 48% | 37% | 9% | 1% | 5% | 4% |
| 深南电路 | 0.00 | 1.69 | 2.25 | 2.88 | 3.15 | 3.56 | 1.89 |
| 同比增速 | | | 33% | 28% | 10% | 13% | 13% |
| 生益科技 | 1.99 | 2.33 | 2.79 | 3.18 | 3.52 | 3.53 | 1.86 |
| 同比增速 | | 17% | 20% | 14% | 11% | 0% | 6% |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从整体折旧金额而言, 沪电股份和生益科技的变化幅度较小, 深南电路的折旧金额增速在 13% 的水平。根据表 5 和表 6 的数据来看, 沪电股份整体固定资产的年限在 8 年左右, 深南电路和生益科技的折旧年限在 10 年左右的水平。

表 7: 主要公司 2013 年以来公司员工工资总金额变化趋势(单位: 亿元)

| 公司名称 | 2013-12-31 | 2014-12-31 | 2015-12-31 | 2016-12-31 | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-6-30 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 沪电股份 | 4.51 | 5.50 | 6.32 | 6.69 | 8.73 | 9.90 | 5.66 |
| 同比增速 | | 22% | 15% | 6% | 31% | 13% | 22% |
| 深南电路 | 5.79 | 6.67 | 7.64 | 8.74 | 10.72 | 12.99 | 7.50 |
| 同比增速 | | 15% | 15% | 14% | 23% | 21% | 30% |
| 生益科技 | 5.97 | 8.21 | 8.73 | 9.56 | 11.20 | 12.20 | 6.87 |
| 同比增速 | | 37% | 6% | 10% | 17% | 9% | 15% |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 8: 主要公司 2013 年以来期末员工人数变化趋势

| 公司名称 | 2013-12-31 | 2014-12-31 | 2015-12-31 | 2016-12-31 | 2017-12-31 | 2018-12-31 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 沪电股份 | 6,877 | 9,026 | 7,719 | 7,099 | 7,580 | 7,161 |
| 同比增速 | | 31% | -14% | -8% | 7% | -6% |
| 深南电路 | N.A. | 7,852 | 9,358 | 9,178 | 9,494 | 9,959 |
| 同比增速 | | | 19% | -2% | 3% | 5% |
| 生益科技 | 7,596 | 9,018 | 8,629 | 8,415 | 8,781 | 9,040 |
| 同比增速 | | 19% | -4% | -2% | 4% | 3% |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

三家企业属于典型的制造业, 过去三年公司员工人数有一定幅度的增加, 但其增长幅度远小于收入的增速。从员工整体薪酬总额来看, 三家公司都出现一定幅度增长, 单位员工的薪酬待遇有不同程度的提高, 侧面反应公司订单的饱满。

■ 投资建议: 行业正处于景气周期, 维持推荐

整体来看, 三家公司都受益于下游 5G 基站端建设需求的高增长。无限基站端客户正处于建设景气周期, 2020 年预计需求将更旺。产业链调研发现, 通信产品对高端 PCB 产品以及上游覆铜板材料要求的大幅提升, 加工难度增大。高要求产品导致企业生产效率下降, 单位产品的价格出现不同幅度的提升, 从而带动企业收入实现增长。

通过分析员工成本、企业折旧等企业的固定成本, 发现企业固定成本的增加幅度低于收入的增加幅度, 意味着产品价格的提升幅度高于单位产品成本的提升, 企业规模效应提升明显, 从而带动毛利率和净利润率的提升。行业景气度高企, 企业经营效率在提升, 未来预期企业利润端超预期增长的概率较大, 我们维持核心公司**生益科技、沪电股份和深南电路**的推荐。同时建议关注正在布局通信 PCB 领域的企业如: **景旺电子、崇达技术以及东山精密**等公司。

风险提示

行业需求受贸易战影响出现大幅波动; 2、行业竞争加剧导致产品价格下降幅度较大; 3、企业内部管理出现波动等风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 收盘价 | EPS | | | PE | | | PB |
|----------|----------|----------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 |
| 002463 | 沪电股份 | 买入 | 21.59 | 0.33 | 0.71 | 0.90 | 65.33 | 30.25 | 23.88 | 9.3 |
| 002916 | 深南电路 | 买入 | 131.88 | 2.05 | 2.99 | 4.03 | 64.21 | 44.14 | 32.74 | 12.0 |
| 600183 | 生益科技 | 买入 | 24.36 | 0.44 | 0.59 | 0.79 | 55.45 | 41.63 | 30.72 | 8.7 |
| 603228 | 景旺电子 | 买入 | 45.90 | 1.33 | 1.55 | 2.10 | 34.43 | 29.63 | 21.87 | 6.7 |
| 002815 | 崇达技术 | 买入 | 19.00 | 0.67 | 0.73 | 0.89 | 28.23 | 25.92 | 21.29 | 5.5 |
| 002384 | 东山精密 | 买入 | 19.49 | 0.50 | 0.92 | 1.26 | 38.61 | 21.11 | 15.42 | 3.6 |

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《半导体行业动态跟踪: 华为海思: 如何走出具有中国特色的高端芯片突围之路》 ——2019-06-24
- 《行业重大事件快评: 3G、4G 产业周期启动之后, 当时市场发生了什么?》 ——2018-12-24
- 《电子行业专题报告: “芯” 辰大海系列报告之二: 存储器之 NOR, FLASH》 ——2018-08-15
- 《行业重大事件快评: 关注铜箔-覆铜板-PCB 产业链新一轮涨价行情》 ——2017-07-14
- 《印刷线路板 PCB 行业专题研究: 新供需关系下 PCB 产业全解析》 ——2016-11-28

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|--------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032