拟整合业务，聚焦存储半导体封测

华泰研究 公告点评

2021 年 2 月 25 日 | 中国内地 科技/电子

投资评级(维持)：买入

目标价(人民币)：25.75

研究员 胡剑
SAC No. S0570518080001 hujian@htsc.com
SFC No. BPX762 +86-21-28972072

研究员 刘叶
SAC No. S0570519060003 liuye@htsc.com
SFC No. BKS183 +86-21-38476703

联系人 李梓澎
SAC No. S0570120090023 lizipeng@htsc.com

整合通讯与消费电子业务，战略重点聚焦发展存储半导体封测

2 月 24 日深科技发布公告称，为深化已形成的聚焦发展半导体封测和智能制造业务模式的战略，拟对通讯与消费电子业务进行整合，并由公司、领益智造和桂林高新集团合作设立的参股公司全资收购其通讯与消费电子业务主要平台深科技桂林。若相关事宜落地，我们看好深科技在整合附加值不高的通讯与消费电子纯组装业务后，在存储半导体及高端制造市场需求旺盛的背景下，聚焦发展存储半导体封测和高端制造带来的业绩弹性，预计深科技 20/21/22 年 EPS 为 0.57/0.75/1.03 元，目标价 25.75 元，维持买入。

拟对外投资设立博晟科技全资收购深科技桂林，公司业务结构有望优化

根据公告，1）深科技、桂林高新集团、领益智造拟分别出资 3.06 亿、3.24 亿、2.70 亿共同投资设立博晟科技，分别持股 36%、34%、30%，在桂林开展以系统组装及精密结构部件为主的业务；2）拟对公司通讯与消费电子业务和相关资产进行整合，并由博晟科技在设立后全资收购该项业务的主要平台深科技桂林。博晟科技将致力于打造拥有“组装+精密结构件”垂直一体化生产制造能力的优质企业，参与方有望实现共赢。深科技将不合并博晟科技财务报表，我们认为，此次整合有助于公司弱化过去两年由于大客户手机业务下行对其组装业务的拖累，优化业务结构，提振公司整体盈利能力。

全球存储器强劲需求与国产替代共振，2020 年营收、营业利润实现增长

手机、服务器、数据中心等领域存储器用量增加带动全球配套封测需求提升。同时，中国在存储器自给化方面已有所突破：据各官网，合肥长鑫于 19 年已量产 DDR4，长江存储自 18-20 年连续突破 32/64/128 层 3D NAND 技术。20 年 10 月，深科技拟定增募资 17.1 亿与大基金二期共同投资新建先进存储封测厂，我们认为深科技在大基金二期协同下，有望在全球存储器需求提升以及国产替代加速之际持续受益。据公司业绩快报，得益于公司在保持现有高端制造核心业务基础上，聚焦发展存储半导体封测业务，20 年营收同比增长 12.99%至 149.42 亿元，营业利润同比增长 103.77%至 11.13 亿元。

目标价 25.75 元，维持买入评级

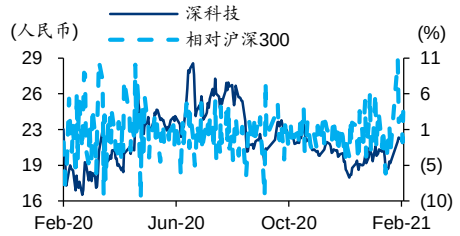
基于相关事项落地尚需时间，我们维持之前盈利预期，预计深科技 20/21/22 年归母净利润为 8.42/11.07/15.11 亿元，EPS 为 0.57/0.75/1.03 元，结合 Wind 一致预期下 21 年可比公司 PE 均值 33.03 倍，我们认为公司在业务整合后，存储半导体封测和高端制造业务聚焦深化，公司盈利能力有望提升，维持深科技 34.33 倍 21 年预期 PE，维持目标价 25.75 元，维持买入评级。

风险提示：疫情蔓延致行业景气下行；存储器国产替代进度不及预期。

基本数据

目标价 (人民币)	25.75
收盘价 (人民币 截至 2 月 24 日)	21.39
市值 (人民币百万)	31,470
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	519.73
52 周价格范围 (人民币)	16.57-28.51
BVPS (人民币)	4.92

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (人民币百万)	16,061	13,224	14,942	20,178	27,203
+/-%	13.03	(17.67)	12.99	35.04	34.82
归属母公司净利润 (人民币百万)	530.07	352.30	841.64	1,107	1,511
+/-%	(2.07)	(33.54)	138.90	31.48	36.58
EPS (人民币，最新摊薄)	0.36	0.24	0.57	0.75	1.03
ROE (%)	8.85	6.22	11.66	13.59	15.98
PE (倍)	59.37	89.33	37.39	28.44	20.82
PB (倍)	5.01	4.55	4.10	3.62	3.12
EV EBITDA (倍)	22.27	24.56	16.64	13.34	10.27

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1： 可比公司 Wind 一致预期估值表（截至 2021 年 2 月 24 日）

				EPS（元）					PE（倍）			
代码	公司	收盘价（元）	总市值（亿元）	2019A	2020E	2021E	2022E	20-22CAGR	2019A	2020E	2021E	2022E
002156 CH	通富微电	25.30	336.25	0.01	0.31	0.53	0.72	268.04%	1756.64	80.91	47.58	35.24
603005 CH	晶方科技	69.30	235.17	0.32	1.10	1.71	2.30	93.28%	217.13	62.87	40.65	30.07
600584 CH	长电科技	40.95	656.38	0.06	0.74	1.00	1.33	188.46%	740.30	55.67	40.98	30.84
002185 CH	华天科技	13.28	363.87	0.10	0.25	0.36	0.44	61.01%	126.88	52.87	36.85	30.40
601138 CH	工业富联	14.05	2791.83	0.94	0.92	1.11	1.25	10.09%	15.00	15.23	12.68	11.25
601231 CH	环旭电子	19.76	436.57	0.57	0.80	1.02	1.21	28.41%	34.59	24.70	19.42	16.33
平均				0.33	0.69	0.95	1.21	108.22%	481.76	48.71	33.03	25.69

注：环旭电子（601231 CH）2020 年预期 EPS 来源于公司 2021 年 2 月 5 日发布的业绩快报
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

风险提示

新冠疫情持续蔓延致行业景气度下行。由于半导体行业景气度、终端电子应用市场需求及升级节奏与宏观经济情况息息相关，尽管我们看好 5G 新周期启动之际半导体产业的全新发展周期，但考虑到美国、印度等地区新冠疫情仍在持续蔓延，宏观经济持续下行或导致终端电子产品需求持续疲弱、技术创新步伐不及预期，继而导致半导体行业景气度下行，公司主营的封测业务、电子制造业业务需求可能下降，这将给公司业绩带来不利影响。

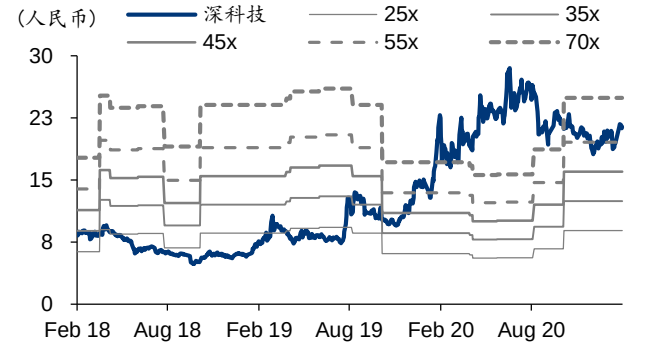
存储器国产替代进度不及预期。根据公司调研，目前国内存储企业已经成为公司存储封测核心客户，目前扩产以及拟新建的封测厂很大程度是为国内存储企业量产能力提升做配套，如果国内企业存储器研发进度或产能提升不及预期，则深科技或面临相应国产存储封测需求增长疲软，从而导致业绩增长不及预期的风险。

图表2： 报告提及公司概览

公司名称	代码	公司名称	代码	未上市
领益智造	002600 CH	华天科技	002185 CH	长江存储
通富微电	002156 CH	工业富联	601138 CH	桂林高新集团
晶方科技	603005 CH	环旭电子	601231 CH	深科技桂林
长电科技	600584 CH			合肥长鑫

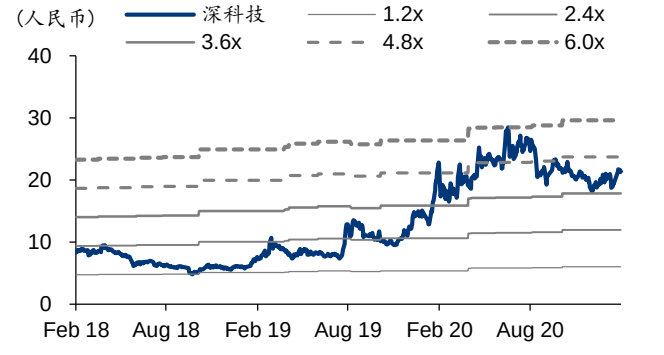
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表3： 深科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4： 深科技 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,086	12,004	11,677	13,229	15,252
现金	5,803	4,804	6,428	7,062	7,617
应收账款	1,542	1,833	1,980	2,504	3,223
其他应收账款	148.59	432.81	224.14	352.37	424.85
预付账款	59.07	2,358	72.09	89.34	92.02
存货	2,195	2,263	2,621	2,890	3,508
其他流动资产	338.35	312.17	350.73	331.23	386.75
非流动资产	5,453	6,450	6,999	7,626	8,298
长期投资	999.83	916.11	844.80	771.45	690.36
固定投资	2,567	2,719	3,329	3,939	4,504
无形资产	572.89	565.50	634.24	717.66	818.96
其他非流动资产	1,313	2,249	2,190	2,199	2,285
资产总计	15,539	18,453	18,675	20,856	23,550
流动负债	9,010	11,138	10,522	11,564	12,652
短期借款	6,714	8,254	7,602	8,125	8,007
应付账款	1,709	2,120	2,078	2,552	3,634
其他流动负债	586.42	764.71	842.39	887.95	1,012
非流动负债	143.04	213.27	213.27	213.27	213.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	143.04	213.27	213.27	213.27	213.27
负债合计	9,153	11,351	10,736	11,778	12,866
少数股东权益	100.71	179.46	263.60	390.95	586.96
股本	1,471	1,471	1,471	1,471	1,471
资本公积	774.98	774.98	774.98	774.98	774.98
留存公积	3,803	4,392	5,084	6,036	7,313
归属母公司股东权益	6,286	6,923	7,676	8,687	10,097
负债和股东权益	15,539	18,453	18,675	20,856	23,550

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	420.77	(1,000)	3,392	1,644	2,388
净利润	565.37	441.86	925.78	1,234	1,707
折旧摊销	529.55	529.21	513.32	667.94	776.13
财务费用	(169.66)	(174.15)	542.66	294.96	323.63
投资损失	(128.42)	55.12	(77.14)	(87.66)	(59.53)
营运资金变动	(319.68)	(2,236)	1,990	(394.11)	(254.13)
其他经营现金	(56.39)	383.45	(503.18)	(71.53)	(105.74)
投资活动现金	(1,208)	(1,124)	(485.03)	(1,142)	(1,291)
资本支出	776.01	1,041	1,133	1,369	1,529
长期投资	0.46	5.22	71.31	73.35	81.09
其他投资现金	(432.05)	(88.09)	577.14	154.03	156.92
筹资活动现金	885.90	1,608	(1,283)	(469.42)	(154.99)
短期借款	(1,125)	1,540	(651.70)	522.79	(117.85)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	96.75	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,914	67.97	(630.94)	(992.21)	(37.14)
现金净增加额	197.32	(390.71)	1,624	32.40	942.20

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,061	13,224	14,942	20,178	27,203
营业成本	15,306	11,964	13,115	17,361	23,196
营业税金及附加	65.02	60.90	58.95	90.34	127.69
营业费用	58.87	61.30	74.71	70.14	99.27
管理费用	413.53	439.04	477.60	639.52	833.80
财务费用	(169.66)	(174.15)	542.66	294.96	323.63
资产减值损失	(36.68)	(14.31)	(27.16)	(34.87)	(41.96)
公允价值变动收益	(28.68)	(130.29)	264.00	66.37	97.39
投资净收益	128.42	(55.12)	77.14	87.66	59.53
营业利润	699.36	546.40	1,159	1,532	2,123
营业外收入	4.42	1.45	2.58	2.82	2.28
营业外支出	4.86	1.25	5.30	3.89	3.83
利润总额	698.92	546.59	1,156	1,531	2,121
所得税	133.55	104.74	230.66	297.10	413.71
净利润	565.37	441.86	925.78	1,234	1,707
少数股东损益	35.30	89.56	84.14	127.34	196.02
归属母公司净利润	530.07	352.30	841.64	1,107	1,511
EBITDA	1,461	1,432	1,982	2,474	3,166
EPS (人民币，基本)	0.36	0.24	0.57	0.75	1.03

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	13.03	(17.67)	12.99	35.04	34.82
营业利润	(4.72)	(21.87)	112.15	32.18	38.54
归属母公司净利润	(2.07)	(33.54)	138.90	31.48	36.58
获利能力 (%)					
毛利率	4.70	9.53	12.23	13.96	14.73
净利率	3.52	3.34	6.20	6.12	6.28
ROE	8.85	6.22	11.66	13.59	15.98
ROIC	12.87	8.25	15.91	17.40	20.95
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.90	61.51	57.49	56.47	54.63
净负债比率 (%)	15.22	49.56	15.67	12.48	4.31
流动比率	1.12	1.08	1.11	1.14	1.21
流动比率	0.86	0.65	0.84	0.87	0.91
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.78	0.80	1.02	1.23
应收账款周转率	10.14	7.84	7.84	9.00	9.50
应付账款周转率	9.60	6.25	6.25	7.50	7.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.24	0.57	0.75	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	(0.68)	2.31	1.12	1.62
每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.71	5.22	5.90	6.86
估值比率					
PE (倍)	59.37	89.33	37.39	28.44	20.82
PB (倍)	5.01	4.55	4.10	3.62	3.12
EV EBITDA (倍)	22.27	24.56	16.64	13.34	10.27

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，胡剑、刘叶，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：深科技（000021 CH）

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师胡剑、刘叶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司