

投资评级 优于大市 维持

产能稳健扩张，下游需求仍处景气周期

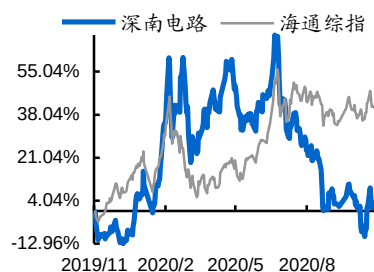
股票数据

11 月 18 日收盘价(元)	108.51
52 周股价波动(元)	99.99-272.73
总股本/流通 A 股(百万股)	489/153
总市值/流通市值(百万元)	53097/16630

相关研究

《通信 PCB 份额稳定，基板业务快速增长》
2020.08.21
《业绩维持高增长，转债募资再度扩张产能》
2020.01.12

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.3	-10.4	-25.9
相对涨幅(%)	-13.4	-13.7	-27.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

联系人:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@htsec.com

投资要点:

- **事件:** 深南电路 2020 年前三季度实现营业收入 89.83 亿元, 同比增长 17.29%; 实现归母净利润 10.98 亿元, 同比增长 26.60%。
- **毛利率稳步提升, 研发费用率单季度新高。** 深南电路 Q3 单季度实现营业收入 30.67 亿元 (同比+7.00%), 公司归母净利润为 3.74 亿元 (同比-5.69%), 毛利率连续 3 个季度环比提升, 达到 27.6% (环比+0.98pp)。销售费用率 1.77% (同比-0.28pp), 管理费用率 3.86% (同比-0.63pp), 财务费用率 1.56% (同比+1.33pp, 主要由于可转债计提利息增加)。公司继续加大研发投入, 研发费用率达到了 5.97% (同比+0.85pp), 创单季度新高。
- **PCB 行业下游需求长期稳健, 关注数据中心、汽车电子方向。** 从下游市场来看, 通信、服务器和数据存储、新能源和智能驾驶等市场将成为 PCB 行业重要增长点。我们认为, 服务器和数据存储将受益于数据中心、云计算建设需求释放, 同时随着汽车产业的电动化和智能化转型的推进, 汽车市场也逐步回暖。今年以来, 公司 PCB 业务在数据中心 (含服务器)、汽车电子等领域均取得了一定进展。据工信部, 截至 11 月 13 日, 我国已建成近 70 万个 5G 基站, 公司 5G 通信 PCB 紧跟客户需求变化, 在客户端保持稳定的市场份额。
- **封装基板业务快速增长, 无锡工厂进入爬坡量产阶段。** 据 Prismark 2020 年 Q2 报告, 尽管市场仍存在不确定性, 2020 年 PCB 行业将比 2019 年略微增长 0.3%, 而封装基板市场是 PCB 市场增长的主要动力。公司上半年封装基板业务收入同比增长 50.07%, 毛利率比上年同期也略微增长。无锡基板工厂主要面向存储领域, 在 2019 年 6 月连线试生产后, 部分客户已经进入量产阶段。我们认为随着无锡基板工厂逐渐步入批量交付, 封装基板有望成为今年的重要增长点。
- **投资建议:** 我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 124.56 亿元 (+18.4%), 154.86 亿元 (+24.3%) 和 192.74 亿元 (+24.5%); 归母净利润分别为 14.82 亿元 (+20.2%), 19.06 亿元 (+28.6%) 和 24.17 亿元 (+26.8%); EPS 分别为 3.03 元, 3.90 元和 4.94 元; 根据可比公司估值法, 考虑到深南电路封装基板业务占比提升, 以及封装基板的半导体属性, 我们给予公司 2020 年 45-50 倍 PE, 对应合理价值区间为 136.29 元-151.43 元 (合理价值区间中值对应 2021 年 PE 为 36.9 倍), 维持“优于大市”的评级。
- **风险提示。** 上游 CCL 等原材料价格上涨; 市场竞争加剧, 5G 建设进度不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7602	10524	12456	15486	19274
(+/-)YoY(%)	33.7%	38.4%	18.4%	24.3%	24.5%
净利润(百万元)	697	1233	1482	1906	2417
(+/-)YoY(%)	55.6%	76.8%	20.2%	28.6%	26.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.42	2.52	3.03	3.90	4.94
毛利率(%)	23.1%	26.5%	26.3%	26.3%	26.4%
净资产收益率(%)	18.7%	24.7%	18.5%	18.9%	19.2%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
002463	沪电股份	331	0.70	0.84	1.08	27	23	18	4.03	5.23
300322	硕贝德	58	0.23	0.25	0.41	62	57	35	2.78	7.82
300308	中际旭创	360	0.72	1.20	1.62	70	42	31	5.28	4.67
002281	光迅科技	218	0.51	0.74	0.90	61	43	35	3.55	4.40
			平均			53	41	28	4.03	5.91

注：收盘价为 2020 年 11 月 18 日价格；其他为 wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 深南电路收入拆分预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10524	12456	15486	19274
YoY	38%	18%	24%	24%
分项收入：				
印制电路板（百万元）	7726	8885	11106	13883
YoY	43.63%	15%	25%	25%
电子装联（百万元）	1211	1272	1462	1682
YoY	30.68%	5%	15%	15%
封装基板（百万元）	1164	1746	2270	2951
YoY	22.94%	50%	30%	30%
其他产品	135	222	266	320
YoY	21%	65%	20%	20%
其他业务收入（百万元）	288	332	381	439
YoY	21%	15%	15%	15%

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）					营业总收入	10524	12456	15486	19274
每股收益	2.52	3.03	3.90	4.94	营业成本	7732	9180	11416	14184
每股净资产	10.22	16.41	20.65	25.71	毛利率%	26.5%	26.3%	26.3%	26.4%
每股经营现金流	2.58	3.65	4.71	5.96	营业税金及附加	62	69	84	104
每股股利	0.00	0.80	0.92	1.23	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
价值评估（倍）					营业费用	218	237	294	366
P/E	43.07	35.83	27.86	21.97	营业费用率%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%
P/B	10.62	6.61	5.25	4.22	管理费用	501	561	712	887
P/S	3.50	4.26	3.43	2.75	管理费用率%	4.8%	4.5%	4.6%	4.6%
EV/EBITDA	25.61	24.29	21.23	17.25	EBIT	1475	1794	2214	2779
股息率%	0.0%	0.7%	0.8%	1.1%	财务费用	73	111	60	53
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.7%	0.9%	0.4%	0.3%
毛利率	26.5%	26.3%	26.3%	26.4%	资产减值损失	-70	-94	-115	-130
净利率	11.7%	11.9%	12.3%	12.5%	投资收益	0	5	6	5
净资产收益率	24.7%	18.5%	18.9%	19.2%	营业利润	1417	1740	2233	2835
资产回报率	10.1%	9.9%	10.5%	11.0%	营业外收支	-14	-16	-16	-16
投资回报率	16.3%	15.4%	15.9%	16.5%	利润总额	1403	1724	2217	2819
盈利增长（%）					EBITDA	1942	2221	2530	3053
营业收入增长率	38.4%	18.4%	24.3%	24.5%	所得税	170	241	310	400
EBIT 增长率	71.9%	21.6%	23.4%	25.5%	有效所得税率%	12.1%	14.0%	14.0%	14.2%
净利润增长率	76.8%	20.2%	28.6%	26.8%	少数股东损益	1	1	1	1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1233	1482	1906	2417
资产负债率	59.1%	46.6%	44.4%	42.9%	资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	1.28	1.23	1.22	1.30	货币资金	1444	1169	1281	2340
速动比率	0.96	0.86	0.85	0.92	应收账款及应收票据	2192	2648	3398	4113
现金比率	0.31	0.21	0.20	0.30	存货	1504	2016	2440	2969
经营效率指标					其它流动资产	838	857	859	870
应收账款周转天数	72.54	67.34	71.86	70.58	流动资产合计	5977	6690	7979	10292
存货周转天数	71.01	80.17	78.03	76.41	长期股权投资	5	5	5	5
总资产周转率	0.86	0.83	0.85	0.87	固定资产	4310	6209	7728	9132
固定资产周转率	2.44	2.01	2.00	2.11	在建工程	1147	1247	1547	1647
					无形资产	297	396	432	481
现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	6242	8339	10194	11746
净利润	1233	1482	1906	2417	资产总计	12219	15029	18173	22038
少数股东损益	1	1	1	1	短期借款	158	200	100	100
非现金支出	560	521	431	403	应付票据及应付账款	2321	3124	3819	4609
非经营收益	84	121	90	93	预收账款	46	84	102	114
营运资金变动	-615	-339	-124	3	其它流动负债	2145	2047	2501	3087
经营活动现金流	1263	1786	2304	2918	流动负债合计	4670	5455	6522	7910
资产	-2170	-2056	-1579	-1198	长期借款	945	1245	1245	1245
投资	-3	0	0	0	其它长期负债	1602	297	297	297
其他	176	5	6	5	非流动负债合计	2547	1542	1542	1542
投资活动现金流	-1997	-2051	-1573	-1193	负债总计	7216	6997	8064	9452
债权募资	2558	342	-100	0	实收资本	339	489	489	489
股权募资	130	150	0	0	归属于母公司所有者权益	5001	8030	10105	12581
其他	-1172	-502	-519	-667	少数股东权益	2	3	4	5
融资活动现金流	1516	-10	-619	-667	负债和所有者权益合计	12219	15029	18173	22038
现金净流量	791	-274	112	1059					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 18 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 深南电路,光迅科技,中国联通,俊知集团,中新赛克,鹏博士,天孚通信,光环新网,亨通光电,迪普科技,烽火通信,海格通信,崇达技术,中兴通讯,锐科激光,星网锐捷,光库科技,亿联网络,移远通信,沙钢股份,山石网科,工业富联,武汉凡谷,紫光股份,移为通信,深信服,广和通,数据港,华工科技,中天科技

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。