

强烈推荐-A (维持)

深南电路 002916.SZ

目标估值: 180.0 元  
当前股价: 150.0 元  
2019 年 10 月 10 日

三季度预告再超预期, Q4及明年高增长望延续

基础数据

上证综指	2948
总股本(万股)	33936
已上市流通股(万股)	9872
总市值(亿元)	509
流通市值(亿元)	148
每股净资产(MRQ)	11.8
ROE(TTM)	22.2
资产负债率	57.3%
主要股东	中航国际控股股份有
主要股东持股比例	69.05%

股价表现



相关报告

- 1、《深南电路(002916)深度报告—5G 通信和封装基板双引擎驱动高成长》2019-08-29
- 2、《深南电路(002916)新股分析—内资 PCB 领军企业, 封装基板和数通用 PCB 业务大有可为》2017-12-10

鄢凡

0755-83074419  
yanfan@cmschina.com.cn  
S1090511060002

研究助理

张益敏  
zhangyimin1@cmschina.com.cn

事件:

公司公告预告 Q3 归母净利润 3-4 亿元, 单季度同比 60%-109%; 前三季度归母净利润 7.8-8.7 亿元, 同比 65%-85%, 预告区间大超市场预期。

评论:

1、三季度大超预期, 通信需求、利润率提升和南通新产能释放是主因

三季度来自核心国内客户的 4/5G 通信设备 PCB 订单较为饱满, 且浪潮、惠普等客户的服务器订单加速导入, 是公司业绩增长需求端的两大动力, 需求的强劲也带来产品结构的继续优化, 使得公司毛利率环比提升。供给端, 除龙岗和无锡工厂满载之外, 南通一期预计单季度收入环比继续增长, 目前月产值超过 1 亿, 且均价环比亦有提升, 目前约是规划值的 1.5 倍, 且随着产出的超预期增长, 自动化效益开始进一步释放带来盈利能力的提升。PCB 业务需求驱动、利润率提升和产能进一步释放是公司三季度超预期的主要原因, 前 8 个月收到政府补贴约 7000 万, 上半年确认 4500 万, 对 Q3 业绩影响不大。

2、产品升级与业务布局收获进展, 为长期增长蓄力

多层通孔板赛道产品价格和业务壁垒随层数、尺寸和精密度的提升而提升, 海外客户通常具备较领先的技术和较高的要求。据我们产业调研了解, 公司近期在美国交换机龙头处的高级认证取得进展, 预计最快明年可开始商业合作。高级订单产品层数可超过 30 层, 具有较高技术壁垒(其高级供应商包括美国 TTM、沪电等少数几家)和产品毛利率(高阶订单毛利率不低于 5G), 该等高端客户的导入有利于公司即将释放的南通二期高端产能(平均层数 16 层高于现有厂区)消化。南通二期定位高阶订单, 是公司保持产品竞争力避免价格竞争的关键之一。

3、产能加速释放, 展望 Q4 及明年高成长望延续

目前看 Q4 PCB 下游需求稳中有升, 无锡载板进一步爬坡减亏, 预计 Q4 业绩有望继续环比提升。此外, 目前公司南通一期产出已经超出规划值 20%以上, 南通二期最快会在年底或明年初连线试产, 公司是业内高端产能扩张最快的公司之一, 后续有望为业绩增长提供持续动力。长线看公司卡位高多层 PCB 和封装基板两大赛道亦有较大成长空间和业务壁垒。

4、投资建议。

我们预测 PCB 业务在 5G 需求拉动下逐步放量, 中长期看产品升级叠加自动化提升效率, 封装基板业务逐步进入存储类产品扩张期, 且两大业务持续带动电子装联业务增长。预计 2019-2021 年营收 109/150/193 亿, 归母净利润 11.94/16.92/22.11 亿, 对应 EPS 为 3.52/4.99/6.52 元, 对应当前股价 PE 为 42.6/30.1/23.0 倍, 维持“强烈推荐-A”评级, 目标价 180 元。

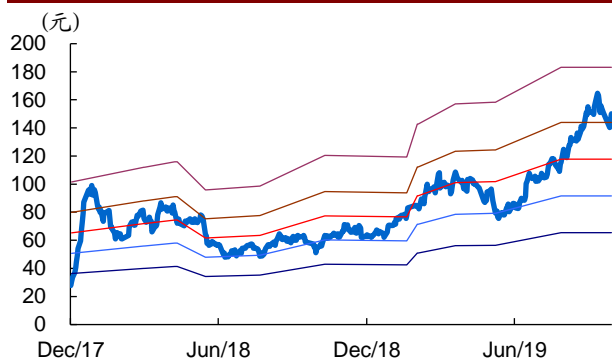
风险因素: 5G 进度不达预期, 行业竞争加剧, 宏观经济风险

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	5687	7602	10942	15066	19367
同比增长	24%	34%	44%	38%	29%
营业利润(百万元)	511	787	1344	1907	2493
同比增长	98%	54%	71%	42%	31%
净利润(百万元)	458	701	1194	1692	2211
同比增长	67%	53%	70%	42%	31%
每股收益(元)	1.64	2.50	3.52	4.99	6.52
PE	91.7	59.9	42.6	30.1	23.0
PB	13.3	11.3	10.7	8.3	6.5

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 深南电路历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 深南电路历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《PCB 行业月度深度跟踪：通信高景气延续，把握三季报超预期主线》2019/10/19
- 2、《PCB 行业月度深度跟踪：景气度温和回暖，行情受 5G 扩散效应驱动》2019/09/09
- 3、《深南电路深度报告：5G 通信和封装基板双引擎驱动高成长》2019/08/29
- 4、《PCB 行业月度深度跟踪：行情围绕通信主线，高频高速 CCL 进口替代加速》2019/08/09
- 5、《PCB 行业月度深度跟踪：景气度回暖节奏仍待观察，5G 赋能 PCB 行业》2019/07/07

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3882	4176	5952	8538	11001
现金	1593	650	968	1693	2204
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	254	229	329	453	583
应收款项	838	1577	2241	3085	3966
其它应收款	28	20	29	39	50
存货	1047	1327	1848	2526	3244
其他	122	374	538	741	952
<b>非流动资产</b>	3561	4349	5019	5515	5956
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	2854	3462	4168	4697	5166
无形资产	288	285	256	231	208
其他	414	598	590	583	578
<b>资产总计</b>	<b>7443</b>	<b>8525</b>	<b>10971</b>	<b>14053</b>	<b>16956</b>
<b>流动负债</b>	2786	3461	4163	5028	6224
短期借款	160	0	264	0	0
应付账款	881	1274	1784	2439	3132
预收账款	40	66	92	126	162
其他	1705	2121	2022	2463	2930
<b>长期负债</b>	1489	1341	2041	2861	2861
长期借款	1096	1041	1041	1041	1041
其他	393	300	1000	1820	1820
<b>负债合计</b>	<b>4275</b>	<b>4802</b>	<b>6203</b>	<b>7888</b>	<b>9085</b>
股本	280	280	339	339	339
资本公积金	2123	2123	2123	2123	2123
留存收益	765	1319	2303	3697	5400
少数股东权益	0	1	3	6	9
归属于母公司所有者权益	3168	3722	4765	6159	7862
<b>负债及权益合计</b>	<b>7443</b>	<b>8525</b>	<b>10971</b>	<b>14053</b>	<b>16956</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	896	879	1056	1524	2077
净利润	458	701	1194	1692	2211
折旧摊销	338	382	426	502	557
财务费用	81	77	88	136	138
投资收益	0	-12	-80	-80	-80
营运资金变动	22	-253	-589	-746	-770
其它	-3	-16	17	20	21
<b>投资活动现金流</b>	-531	-1344	-1020	-920	-920
资本支出	-532	-1184	-1100	-1000	-1000
其他投资	1	-159	80	80	80
<b>筹资活动现金流</b>	1053	-491	282	121	-646
借款变动	-38	-197	-179	-264	0
普通股增加	70	0	59	0	0
资本公积增加	1197	0	0	0	0
股利分配	-105	-143	-210	-298	-508
其他	-72	-151	612	684	-138
<b>现金净增加额</b>	<b>1418</b>	<b>-955</b>	<b>318</b>	<b>725</b>	<b>512</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	5687	7602	10942	15066	19367
营业成本	4413	5844	8185	11189	14371
营业税金及附加	52	71	103	142	182
营业费用	113	157	208	286	368
管理费用	552	325	1039	1431	1840
财务费用	107	57	88	136	138
资产减值损失	20	93	55	55	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	82	80	80	80	80
<b>营业利润</b>	511	787	1344	1907	2493
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	0	8	8	8	8
<b>利润总额</b>	514	781	1337	1900	2486
所得税	56	79	142	206	272
<b>净利润</b>	459	702	1195	1695	2214
少数股东损益	1	1	2	3	3
<b>归属于母公司净利润</b>	458	701	1194	1692	2211
<b>EPS (元)</b>	1.64	2.50	3.52	4.99	6.52

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	24%	34%	44%	38%	29%
营业利润	98%	54%	71%	42%	31%
净利润	67%	53%	70%	42%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.4%	23.1%	25.2%	25.7%	25.8%
净利率	8.1%	9.2%	10.9%	11.2%	11.4%
ROE	14.5%	18.8%	25.0%	27.5%	28.1%
ROIC	11.1%	14.4%	20.9%	25.2%	26.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.4%	56.3%	56.5%	56.1%	53.6%
净负债比率	22.5%	17.4%	11.9%	7.4%	6.1%
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.7	1.8
速动比率	1.0	0.8	1.0	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	4.8	4.9	5.2	5.1	5.0
应收帐款周转率	7.3	6.3	5.7	5.7	5.5
应付帐款周转率	5.9	5.4	5.4	5.3	5.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.64	2.50	3.52	4.99	6.52
每股经营现金	3.20	3.14	3.11	4.50	6.13
每股净资产	11.31	13.29	14.06	18.17	23.19
每股股利	0.51	0.75	0.88	1.50	1.96
<b>估值比率</b>					
PE	91.7	59.9	42.6	30.1	23.0
PB	13.3	11.3	10.7	8.3	6.5
EV/EBITDA	26	22	17	14	11

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，11年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加盟招商证券，任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16/17年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4/3名，11/12/14/15/16/17/18年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2名，10/14/15/16/17/18年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3名，2018年最具价值金牛分析师。

方竞：西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。2017年在太平洋证券，2018年加入招商证券，任电子行业分析师。

王淑姬：北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，2017年4月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

张益敏：上海交通大学工学硕士。2018年在太平洋证券，2019年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。