

盈利能力持续提升，三季度业绩超预期

——深南电路(002916.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

买入(维持)

当前价: 149.94元

分析师

刘凯(执业证书编号: S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsec.com

联系人

王经纬

0755-23945524

wangjingwei@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股): 3.39

总市值(亿元): 508.84

一年最低/最高(元): 58.35/167.88

近3月换手率: 87.57%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	15.72	53.83	70.38
绝对	28.48	72.27	61.36

资料来源: Wind

相关研报

业绩快报符合预期, 各项业务稳定向好

——深南电路(002916.SZ) 2018年业绩快报点评

.....2019-02-26

事件:

公司发布2019年三季度报, 公司前三季度实现营收约76.58亿元, 同比增长43.50%, 实现归母净利润约8.67亿元, 同比增长83.30%。

点评:

◆盈利能力持续提升, 三季度业绩超预期

公司2019年前三季度归母净利润同比增长83.30%, 位于此前预告的65%-85%区间上限, 超出预期。从单三季度来看, Q3实现营收28.67亿元, 同比增长36.69%, 实现归母净利润3.96亿元, 同比增长105.81%。

从收入端来看, Q3公司来自5G的通信设备订单比较饱满, 且来自服务器的订单持续导入, 带来Q3营收的大幅增长。同时5G和服务器产品的难度更大, 利润率较高, 且公司内部产线布置的专业化程度提升, 带动公司Q3毛利率达到28.77%, 环比提升4.76pct, 同比提升6.77pct。

公司前三季度费用率基本保持稳定。前三季度销售费用率约为2.02%, 同比下降0.09pct, 略有下降; 管理与研发费用率合计约为9.24%, 同比提升0.32pct, 主要由于研发费用增速快于营收增速; 财务费用率约为0.64%, 同比持平。

◆受益5G数通浪潮, 盈利能力有望持续提升

5G通信板具有层数高、线宽线距小、布线密度高等特点, 具有较高的技术难度, 壁垒较高。公司深耕通信板领域, 通信营收占比超过60%, 技术实力十分出众, 与华为、中兴、爱立信等顶级设备厂商建立了紧密合作关系。

随着5G将从2019年开始大规模建设, 对于通信板的需求量也会有较大幅度的增长。5G需要Massive MIMO阵列天线, 信道大幅增加, 承载天线阵子的PCB在面积和层数方面均有大幅增长; 另外5G通信板需要使用高频高速材料, 制造难度增加, 产品价值量和利润率都会有提升。

在数通方面, 公司南通一期专门定位数通产品, 目前实际产能超过设计产能的40%左右, 客户导入顺利; 南通二期定位更高端的数通板, 目前产能建设顺利, 投产后有望带动产品结构的进一步提升。

◆积极扩产 IC 载板，引领国内 IC 载板进口替代浪潮

IC 载板为芯片提供支撑、散热和保护等功能，同时为芯片与 PCB 之间提供供电和机械连接，具有薄型化、高密度、高精度等技术特点，是 PCB 细分产品中技术难度最高的领域。

公司是国内封装基板领域的领军企业，受益于国家政策大力支持和国内庞大的市场需求，国内半导体产业进入发展快轨，封装基板作为半导体封装产业链的关键材料国产替代需求强劲。公司在硅麦克风微机电封装基板领域，技术全球领先，全球市占率达到 30% 以上。公司在无锡新增年产 60 万平的存储封装基板产能，目前进展顺利，已经在 2019 年年中实现连线试产，届时将填补内资企业在存储封装基板领域的空白。

◆盈利预测、估值与评级

公司作为国内外各大通信设备制造商通信用板的主要供应商，提前两年投入 5G 相关产品的研发，技术实力领先，随着南通一期的满产和南通二期的即将建设，未来有望深度受益 5G 大发展。与此同时，公司无锡 IC 载板项目进展顺利，已于 2019 年年中连线试产，为公司今后两年贡献业绩增量。由于毛利率提升超预期，且毛利率提升是由于 5G 和服务器带动高端产品放量，具有长期性，我们上调公司 2019—2021 年归母净利润分别至 12.73 亿/17.01 亿/22.01 亿元（前值分别为 10.17 亿/13.24 亿/16.48 亿元），维持“买入”评级。

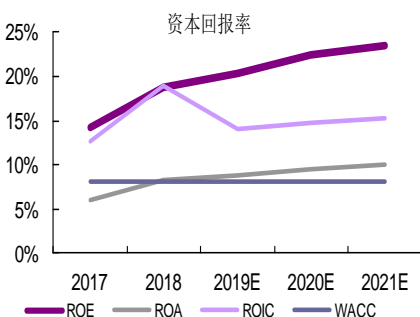
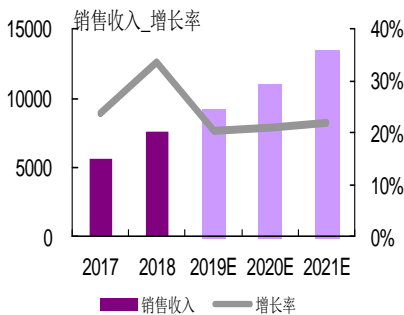
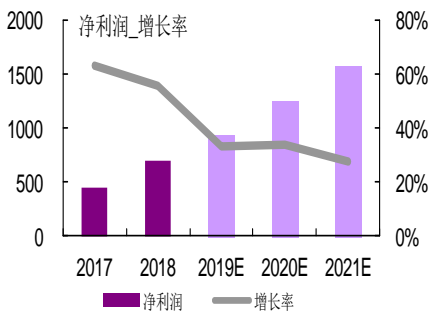
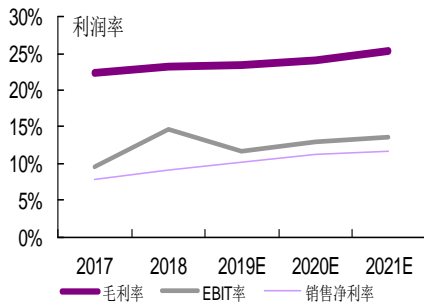
◆风险提示：

5G 建设规模不及预期；产能和良率爬坡不及预期；原材料价格上涨侵蚀公司盈利能力。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,687	7,602	10,600	13,455	15,505
营业收入增长率	23.67%	33.68%	39.43%	26.93%	15.24%
净利润（百万元）	448	697	1,273	1,701	2,201
净利润增长率	63.44%	55.61%	82.60%	33.58%	29.41%
EPS（元）	1.32	2.49	3.75	5.01	6.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.14%	18.73%	25.90%	27.28%	27.77%
P/E	114	60	40	30	23
P/B	16.1	13.7	10.4	8.2	6.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 29 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,687	7,602	10,600	13,455	15,505
营业成本	4,413	5,844	7,856	9,926	11,190
折旧和摊销	338	382	480	593	725
营业税费	52	71	106	135	155
销售费用	113	157	201	256	295
管理费用	552	325	954	1,211	1,395
财务费用	107	57	22	27	15
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	12	0	0	0
营业利润	501	784	1,413	1,889	2,446
利润总额	504	778	1,418	1,894	2,451
少数股东损益	1	1	0	0	0
归属母公司净利润	448	697	1,273	1,701	2,201

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	7,443	8,525	10,811	13,398	15,609
流动资产	3,882	4,176	5,376	6,753	7,687
货币资金	1,593	650	1,060	1,346	1,551
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	838	1,577	1,542	1,958	2,256
应收票据	254	229	319	405	467
其他应收款	28	20	53	67	78
存货	1,047	1,327	1,964	2,481	2,798
可供出售投资	15	15	15	15	15
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	5
固定资产	2,854	3,462	4,278	5,256	6,300
无形资产	288	285	270	257	244
总负债	4,275	4,802	5,894	7,163	7,683
无息负债	2,600	3,317	4,105	5,050	5,667
有息负债	1,676	1,484	1,789	2,113	2,015
股东权益	3,168	3,724	4,917	6,236	7,926
股本	280	280	339	339	339
公积金	2,220	2,276	2,363	2,363	2,363
未分配利润	668	1,166	2,213	3,532	5,222
少数股东权益	0	1	1	1	1

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	896	879	1,696	2,085	2,766
净利润	448	697	1,273	1,701	2,201
折旧摊销	338	382	480	593	725
净营运资金增加	207	617	392	518	378
其他	-96	-818	-449	-726	-538
投资活动产生现金流	-531	-1,344	-1,579	-1,800	-2,000
净资本支出	-531	-1,181	-1,500	-1,800	-2,000
长期投资变化	5	5	0	0	0
其他资产变化	-5	-168	-79	0	0
融资活动现金流	1,053	-491	293	0	-561
股本变化	70	0	59	0	0
债务净变化	130	-192	305	323	-97
无息负债变化	583	718	787	946	617
净现金流	1,408	-943	410	286	205

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.67%	33.68%	39.43%	26.93%	15.24%
净利润增长率	63.44%	55.61%	82.60%	33.58%	29.41%
EBITDA 增长率	32.90%	70.87%	28.20%	30.98%	27.00%
EBIT 增长率	52.28%	107.18%	29.08%	33.48%	28.47%
估值指标					
PE	114	60	40	30	23
PB	16	14	10	8	6
EV/EBITDA	49	29	27	21	17
EV/EBIT	79	39	37	28	21
EV/NOPLAT	89	44	41	31	24
EV/Sales	7	6	5	4	3
EV/IC	11	8	8	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	22.40%	23.13%	25.89%	26.23%	27.83%
EBITDA 率	15.37%	19.65%	18.07%	18.64%	20.55%
EBIT 率	9.43%	14.62%	13.54%	14.24%	15.87%
税前净利润率	8.87%	10.23%	13.37%	14.07%	15.81%
税后净利润率 (归属母公司)	7.88%	9.17%	12.01%	12.64%	14.19%
ROA	6.03%	8.19%	11.78%	12.69%	14.10%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.14%	18.73%	25.90%	27.28%	27.77%
经营性 ROIC	12.59%	18.88%	19.27%	20.66%	22.27%
偿债能力					
流动比率	1.39	1.21	1.29	1.34	1.48
速动比率	1.02	0.82	0.82	0.85	0.94
归属母公司权益/有息债务	1.89	2.51	2.75	2.95	3.93
有形资产/有息债务	4.22	5.48	5.84	6.17	7.57
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.32	2.49	3.75	5.01	6.49
每股红利	0.42	0.62	1.13	1.50	1.95
每股经营现金流	2.64	2.59	5.00	6.14	8.15
每股自由现金流(FCFF)	0.29	-1.02	-0.22	0.02	1.67
每股净资产	9.33	10.97	14.48	18.37	23.35
每股销售收入	16.76	22.40	31.24	39.65	45.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼