

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**信息技术**
**深南电路 (002916)**
**买入**
**IT 硬件与设备**
**重大事件快评**

(维持评级)

2018 年 11 月 15 日

# 通信 PCB 板龙头，实施激励推动企业与员工共同发展

**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：

### 公司公告限制性股票激励计划：

本次限制性股票激励计划拟向激励对象授予 280 万股限制性股票，占本激励计划签署时公司股本总额的 2.8 亿股的 1%，激励对象包括公司两位副总在内的公司高级管理人员、中层管理人员及核心骨干合计 150 人。

限制性股票的授予价格为每股 46.37 元，满足授予条件后，激励对象可以每股 46.37 元的价格购买依据本激励计划向激励对象增发的深南电路限制性股票。

**本次限制性股票分三期解锁，具体解锁时间安排及解锁条件如下表：**

**表 1：限制性股票激励方案解锁安排**

解锁安排	解锁时间	解锁条件	可解锁数量比例
第一次解锁	自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	可解锁日前一会计年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益加权平均净资产收益率不低于 12.00%；以 2017 年为基础，可解锁日前一会计年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润复合增长率不低于 11.00%；可解锁日前一会计年度 $\Delta EVA > 0$ ；且前两项指标均不低于行业 75 分位值	33.30%
第二次解锁	自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	可解锁日前一会计年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益加权平均净资产收益率不低于 12.40%；以 2017 年为基础，可解锁日前一会计年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润复合增长率不低于 11.00%；可解锁日前一会计年度 $\Delta EVA > 0$ ；且前两项指标均不低于行业 75 分位值	33.30%
第三次解锁	自首次授予日起 48 个月后的首个交易日起至首次授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	可解锁日前一会计年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益加权平均净资产收益率不低于 12.80%；以 2017 年为基础，可解锁日前一会计年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润复合增长率不低于 11.00%；可解锁日前一会计年度 $\Delta EVA > 0$ ；且前两项指标均不低于 75 分位值。	33.40%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 评论：

一、从指标来看，解锁条件涵盖净资产收益率，利润增速等指标。指标初步看不高，但深入分析后，实则要求不低。主要体现在解锁条件需达到行业分位值不低于 75。

**解锁条件一说明：未来 3 年，可解锁日前一会计年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益加权平均净资产收益率不低于 12.00%/12.40%/12.80%**

即未来 3 年，公司归母扣非加权平均净资产收益率不低于 12.00%/12.40%/12.80%。根据 wind 显示公司 2017 年扣非平均 ROE 为 16%，且根据 wind 一直预期公司未来 3 年 ROE 在 18%~24%，由于公司非经常损益较少，测算公司扣非 ROE 能较有信心高于目标值，因此业绩目标应能够顺利达成。

**解锁条件二说明：**以 2017 年为基础，可解锁日前一会计年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润复合增长率不低于 11.00%

未来 3 年，公司均需以 2017 年为基础，归母扣非净利润复合增长率不低于 11.00%，即 2018 年增长率 11%，2019 年为  $(1+11\%)^2-1=23\%$ ，同理 2020 年为 37%。则考虑公司 2017 年扣非净利润为 3.83 亿，在 2018~2020 年公司扣非净利润为 4.25/4.72/5.24 亿元。

根据我们测算，公司未来随着 5G 产品拓展及 IC 载板产能扩大，未来公司净利润 6.27/8.26/10.97 亿元，其中假设考虑公司有约 0.6~1 亿/年的政府补贴，公司此业绩目标应该能顺利达成。

**解锁条件三说明：**会计年度  $\Delta EVA > 0$ 。

EVA(Economic Value Added 经济增加值)  $EVA = \text{税后净利润} - \text{资本成本} = \text{税后净利润} - \text{资本占用} * WACC$ ，即税后净利润减去投入资本的机会成本后的所得。即管理人员在运用资本时，必须为考虑资本机会成本。由于考虑到了包括权益资本在内的所有资本的成本，EVA 体现了企业在某个时期创造或损坏了的财富价值量，真正成为了股东所定义的利润。

“EVA 考核”为央企考核指标，根据 2016 年 12 月 8 日，国务院国有资产监督管理委员会令第 33 号发布《中央企业负责人经营业绩考核办法》定义，公式即为  $EVA = \text{税后净利润} - \text{资本成本} = \text{税后净利润} - \text{资本占用} * WACC$ ，其中  $WACC = 5.5\%$  (国资委在计算央企 EVA 时的统一核定值)。

根据资本占用测算，公司 2017 年所有者权益为 31.68 亿元，非流动负债合计 14.89 亿元，短期借款 1.60 亿，一年到期负债 4.2 亿，在建工程余额 2.53 亿，则公司资本占用约为 **=49.84 亿元**，则公司资本成本为 **=2.74 亿元**。

而公司未来 3 年扣非净利润目标均高于此资本成本，预计能顺利达成目标。

**解锁条件四说明：**前两项(扣非 ROE、扣非净利润)指标均不低于 75 分位值，此项要求实则非常高。

公司按照申银万国行业分类标准，在电子-元件-印制电路板行业上市公司中选取与公司主营业务和产品相关的 22 家上市公司作为同行业样本(剔除 ST 公司)，公司不低于 75 分位置，即在总共 23 家公司中，排名不得在前 6 名之后。

根据目前 wind 一直预期的深南电路净利润及 ROE 排名，若其他公司顺利达到业绩预测，则深南电路未来 ROE 需均达到在 16%/19%/21%以上，且考虑补贴的净利润需达到 5.90/7.82/9.62 以上及更多，才能确保不低于 75 分位值。

表 2: 公司申万 PCB 行业 ROE 排名

排序	证券简称	ROE(扣除/平均) 17年(%)	排序	证券简称	ROE(扣除/平均) 18前3季 (%)	排序	证券简称	一致预测 ROE 18年 (%)	排序	证券简称	一致预测 ROE 19年 (%)	排序	证券简称	一致预测 ROE20年 (%)
1	金安国纪	26	1	景旺电子	17	1	景旺电子	21	1	崇达技术	23	1	崇达技术	25
2	明阳电路	23	2	崇达技术	16	2	崇达技术	20	2	景旺电子	23	2	弘信电子	24
3	景旺电子	21	3	深南电路	13	3	生益科技	17	3	弘信电子	21	3	景旺电子	23
4	崇达技术	19	4	SHKJ	12	4	弘信电子	17	4	丹邦科技	20	4	生益科技	22
5	生益科技	18	5	生益科技	12	5	深南电路	17	5	生益科技	19	5	深南电路	22
6	深南电路	16	6	依顿电子	10	6	鹏鼎控股	16	6	深南电路	19	6	丹邦科技	21

资料来源:wind 一致预期, 国信证券经济研究所整理

**表 3: 公司申万 PCB 行业净利润排名**

排名	证券简称	扣非净利润 2017 年报 (亿元)	排名	证券简称	扣非净利润 18前三 季 (亿元)	排名	证券简称	一致预 测净利 润 18 年 (亿元)	排名	证券简称	一致预 测净利 润 19 年 (亿元)	排名	证券简称	一致预 测净利 润 20 年 (亿元)
1	鹏鼎控股	16.16	1	鹏鼎控股	14.39	1	鹏鼎控股	27.24	1	鹏鼎控股	34.17	1	鹏鼎控股	42.43
2	生益科技	10.02	2	生益科技	7.31	2	生益科技	11.56	2	生益科技	14.46	2	生益科技	17.82
3	景旺电子	6.30	3	景旺电子	5.99	3	景旺电子	8.45	3	景旺电子	11.15	3	景旺电子	14.11
4	依顿电子	5.58	4	依顿电子	4.66	4	依顿电子	6.84	4	<b>深南电路</b>	<b>8.26</b>	4	<b>深南电路</b>	<b>10.97</b>
5	金安国纪	5.14	5	<b>深南电路</b>	4.41	5	<b>深南电路</b>	6.27	5	依顿电子	8.24	5	崇达技术	10.33
6	崇达技术	4.35	6	崇达技术	4.12	6	崇达技术	5.90	6	崇达技术	7.82	6	SHKJ	9.62

资料来源: wind 一致预期,国信证券研究所整理

**二、限制性股票激励计划推出，且公司重点目标清晰，即保持在 PCB 行业的领军地位，未来看好公司与员工利益更加一致后，公司将更有动力做大做强。**

我们再次强调深南电路核心逻辑

1、环保限产叠加下游需求持续，PCB 行业集中度加速提升，龙头公司显现强者恒强。公司是 PCB 领域“国家队”，在政策、资本、人才等各方面具有优势，战略定位以“技术领先驱动盈利提升”，多年来持续高比例研发投入，帮助公司获得众多“技术制高点”从而获得高产品价格及优秀财务指标。

2、5G 通信趋势性赛道。公司通信类营收占比 60%以上，华为大客户占公司 1/3 营收，5G 商用逐步开展，打开业绩向上弹性。公司是华为无线基站和服务器主板的核心供应商。

3、未来两到三年公司产品迎来量价齐升周期。5G 高频高速板加工难度加大，带动价格上涨。5G 基站建设周期需求加大，带动公司产品需求量提升。

4、公司 IC 载板为国内领先，客户已包括三星、海力士等全球知名大厂，当前国内 IC 载国产渗透率不到 10%，随着中国半导体部件渗透率提高，公司 IC 载板奠定中长期战略增长动能。

**公司预告 2018 年度净利润 5.38 亿元~6.27 亿元，同比+20%~40%，对应 Q4 中值约 1.10 亿元。我们测算 2018~2020 年公司净利润 6.27/8.26/10.97 亿元，对应 2018 年 PE 34X，考虑公司作为 PCB 龙头，布局 5G 及封装 IC 优质赛道，维持“买入”评级。**

**三、风险提示：5G 进展不及预期、PCB 行业景气度不及预期。**

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1593	1673	1757	1844	营业收入	5687	7275	9101	11390
应收款项	1120	1435	1795	2247	营业成本	4413	5548	6938	8660
存货净额	1047	1307	1643	2066	营业税金及附加	52	66	83	104
其他流动资产	122	146	182	228	销售费用	113	146	182	228
<b>流动资产合计</b>	<b>3882</b>	<b>4561</b>	<b>5377</b>	<b>6385</b>	管理费用	552	721	858	1037
固定资产	3107	3372	3595	3490	财务费用	107	51	63	65
无形资产及其他	288	277	267	256	投资收益	(0)	6	6	6
投资性房地产	161	161	161	161	资产减值及公允价值变动	(20)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	5	85	165	245	其他收入	72	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>7443</b>	<b>8456</b>	<b>9566</b>	<b>10537</b>	营业利润	501	736	971	1290
短期借款及交易性金融负债	580	941	1195	1093	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	1577	1743	2009	2295	<b>利润总额</b>	<b>504</b>	<b>739</b>	<b>974</b>	<b>1293</b>
其他流动负债	629	739	923	1156	所得税费用	56	111	146	194
<b>流动负债合计</b>	<b>2786</b>	<b>3423</b>	<b>4127</b>	<b>4544</b>	少数股东损益	1	1	1	2
长期借款及应付债券	1096	1096	1096	1096	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>448</b>	<b>627</b>	<b>826</b>	<b>1097</b>
其他长期负债	393	423	373	322					
<b>长期负债合计</b>	<b>1489</b>	<b>1519</b>	<b>1468</b>	<b>1418</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4275</b>	<b>4942</b>	<b>5596</b>	<b>5962</b>	净利润	448	627	826	1097
少数股东权益	0	1	3	4	资产减值准备	(14)	3	1	(0)
股东权益	3168	3513	3967	4571	折旧摊销	325	324	367	397
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7443</b>	<b>8456</b>	<b>9566</b>	<b>10537</b>	公允价值变动损失	20	20	20	20
					财务费用	107	51	63	65
					营运资本变动	(120)	(290)	(333)	(452)
					其它	14	(2)	0	2
					<b>经营活动现金流</b>	<b>674</b>	<b>682</b>	<b>882</b>	<b>1065</b>
					资本开支	(493)	(601)	(601)	(301)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(493)</b>	<b>(681)</b>	<b>(681)</b>	<b>(381)</b>
					权益性融资	1285	0	0	0
					负债净变化	(189)	0	0	0
					支付股利、利息	(195)	(282)	(372)	(494)
					其它融资现金流	711	361	255	(102)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>1227</b>	<b>79</b>	<b>(117)</b>	<b>(596)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>1408</b>	<b>80</b>	<b>84</b>	<b>88</b>
					货币资金的期初余额	185	1593	1673	1757
					货币资金的期末余额	1593	1673	1757	1844
					企业自由现金流	207	108	318	802
					权益自由现金流	729	425	519	645

  

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.60	2.24	2.95	3.92
每股红利	0.70	1.01	1.33	1.76
每股净资产	11.31	12.55	14.17	16.32
ROIC	13%	13%	15%	19%
ROE	14%	18%	21%	24%
毛利率	22%	24%	24%	24%
EBIT Margin	10%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	16%	15%	15%	15%
收入增长	24%	28%	25%	25%
净利润增长率	63%	40%	32%	33%
资产负债率	57%	58%	59%	57%
息率	0.9%	1.3%	1.7%	2.3%
P/E	48.0	34.3	26.0	19.6
P/B	6.8	6.1	5.4	4.7
EV/EBITDA	29.2	23.7	19.3	15.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告

- 《深南电路-002916-2018年3季报：3季度超指引上限，全年业绩有望攀新高》 ——2018-10-23
- 《深南电路-002916-技术能力优异的内资 PCB 龙头》 ——2018-09-10
- 《国信证券-深南电路-2018年中报点评：未来需求和产能趋势向上，逐步进入成长周期》 ——2018-08-03
- 《深南电路-002916-动态跟踪：内资 PCB 领军企业，三大业务促业绩稳步成长》 ——2018-07-23
- 《深南电路-002916-动态跟踪：内资 PCB 领军企业，三大业务促业绩稳步成长》 ——2018-07-13

## 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	超配	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

## 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