

日期: 2018 年 11 月 20 日

行业: 电子元器件



分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 证书编号: S0870118010021

基本数据 (2018Q3)

报告日股价 (元)	85.85
12mth A 股价格区间 (元)	23.00-102.79
总股本 (亿股)	2.80
无限售 A 股/总股本 (%)	25.00
流通市值 (亿元)	60.20
每股净资产 (元)	12.49
PBR (X)	5.71

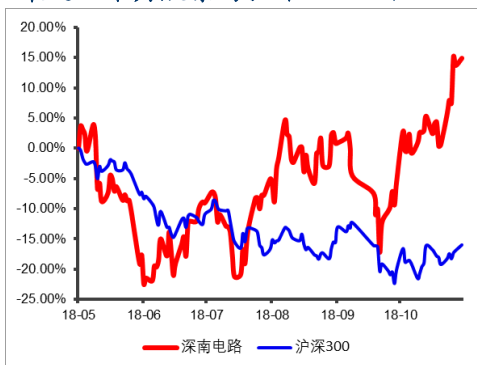
主要股东 (2018Q3)

中航国际控股股份有限公司	69.74%
深圳市聚腾投资合伙企业(有限合伙)	1.07%
深圳市博为投资合伙企业(有限合伙)	0.68%

收入结构 (2017)

印制电路板	68.47%
电子装联	12.82%
封装基板	13.26%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

股权激励业绩高要求彰显经营信心

■ 公司动态事项

公司拟以 46.37 元/股向 2 名副总经理和 148 名核心骨干授予 280 万股股票。解锁安排为自授予日起 24 个月、36 个月以及 48 个月后分别解锁 33.3%。解锁条件为解锁日前一会计年度扣非加权平均净资产收益率分别不低于 12.00%、12.40% 和 12.80%，同时每一期解锁日前一会计年度扣非归母净利润复合增长率以 2017 年为基础不低于 11.00%， $\Delta EVA > 0$ ，扣非加权平均净资产收益率和复合增长率不低于行业 75 分位值。

■ 事项点评

股权激励业绩高要求彰显管理层经营信心

从扣非加权平均净资产收益率来看，根据 wind 一致预测，预期公司 2018-2020 年 ROE (摊薄) 为 16.86%、19.13%、21.58%，市场预期高于解锁条件要求。从扣非归母净利润的复合增长率来看，2018-2020 年最低要求为 4.25、4.72、5.24 亿元。我们预测公司在对应年份归母净利润分别为 6.52 亿元、8.21 亿元和 10.57 亿元，考虑到公司 2015-2017 年非经常损益均在 7000 万以内，对业绩扰动并非主要因素，相关业绩条件达成概率较高。从 $\Delta EVA > 0$ 来看，公司 2017 年资本成本 2.74 亿元，而业绩考核期公司税后净利润高于 2.74 亿元的要求并不高。从扣非加权平均净资产收益率和复合增长率不低于行业 75 分位值来看，结合公司公告的 22 家样本公司，公司相关指标需要达到行业前 6 名。根据 wind 一致预测的 ROE (平均) 值以及净利润值，以已有数据 (部分公司预测业绩缺失) 进行不低于行业 75 分位的排序，得到 2018-2020 年行业第 6 名对应 ROE (平均) 值为 14.56%、18.10%、20.91%；对应净利润值为 5.50 亿元、6.96 亿元、9.48 亿元。从深南电路业绩预期来看，不低于行业 75 分位的业绩要求并不低。我们认为公司股权激励解锁条件总体要求较高，彰显公司管理层对公司未来的经营信心。

订单扰动因素下降 公司前三季度业绩增长

公司前三季度营收 53.37 亿元，同比增长 26.64%，扣非归母净利润 4.41 亿元，同比增长 49.91%。本期单季度营收 20.97 亿元，同比增长 41.22%，环比增长 19.00%。单季度扣非归母净利润 1.80 亿元，同比增长 152.69%，环比增长 17.67%。业绩同比增幅较大主要受益于南通厂产能爬坡实现盈利以及中兴事件将二季度业绩延迟到三季度确认。从盈利能力和收益质量来看，前三季度销售毛利率和销售净利率分别为 22.71% 和 8.88%，同比 +0.50pct 和 +0.83pct；净资产收益率 (摊

薄)为 13.52%，同比-5.40pct。资产收益率下降一方面与公司偿还贷款降低资产负债率有关，另一方面与公司存货、理财产品等资产增加降低总资产周转率有关。期间费用率 11.69%，同比-1.24pct。从营运能力来看，前三季度存货周转率为 3.42，上年同期 3.87；应收账款周转率为 4.46，上年同期 4.28。从 2018 全年业绩来看，预期公司归母净利润 5.38-6.27 亿元，同比增长 20%-40%。

■ 盈利预测与估值

我们预期公司在2018-2020年将实现营业收入69.93亿元、87.41亿元、110.09亿元，同比增长分别为22.98%、24.98%和25.95%；归属于母公司股东净利润为6.52亿元、8.21亿元和10.57亿元，同比增长分别为45.48%、25.91%和28.79%；EPS分别为2.33元、2.93元和3.78元，对应PE为36.90、29.31和22.76。未来六个月内，首次给与“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,686.94	6,993.90	8,740.75	11,008.90
年增长率	23.67%	22.98%	24.98%	25.95%
归属于母公司的净利润	448.08	651.86	820.77	1057.05
年增长率	63.44%	45.48%	25.91%	28.79%
每股收益 (元)	1.4	2.33	2.93	3.78
PER (X)	61.35	36.90	29.31	22.76

资料来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1593	1737	3220	3881
存货	1047	1113	1587	1806
应收账款及票据	1092	1276	1719	2054
其他	28	121	121	121
流动资产合计	3882	3682	5707	6319
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	2854	198	147	96
在建工程	253	0	0	0
无形资产	288	37	33	28
其他	48	15	63	63
非流动资产合计	3561	288	229	132
资产总计	7443	7783	10231	11343
短期借款	160	110	373	490
应付账款及票据	1577	1566	2692	2469
其他	371	495	495	495
流动负债合计	2786	1016	1419	0
长期借款和应付债券	1096	0	0	0
其他	0	52	52	0
非流动负债合计	1489	52	52	0
负债合计	4275	1067	1471	0
少数股东权益	0	2	3	5
股东权益合计	3168	3612	4170	4890
负债和股东权益总计	7443	7783	10231	11343

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	449	653	822	1059
折旧和摊销	338	515	515	493
营运资本变动	20	22	22	22
经营活动现金流	924	561	1583	813
资本支出	532	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
投资活动现金流	-531	48	-48	0
股权融资	0	0	0	0
负债变化	130	282	300	300
股息支出	195	209	264	340
融资活动现金流	1053	23	-52	-152
净现金流	1436	632	1483	660

利润表（单位：百万元）

指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5687	6994	8741	11009
营业成本	4413	5399	6750	8484
营业税金及附加	52	55	68	86
营业费用	113	140	175	220
管理费用	552	560	699	881
财务费用	107	50	59	70
资产减值损失	20	22	22	22
投资收益	-0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	501	768	967	1246
营业外收支净额	3	0	0	0
利润总额	504	768	967	1246
所得税	56	115	145	187
净利润	449	653	822	1059
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司股东净利润	448	652	821	1057

财务比率分析

指标	2017	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	24%	23%	25%	26%
EBITDA 增长率	19%	53%	15%	17%
EBIT 增长率	25%	53%	25%	28%
净利润增长率	64%	46%	26%	29%
毛利率	22%	23%	23%	23%
EBITDA/总收入	15%	19%	17%	16%
EBIT/总收入	9%	11%	11%	11%
净利润率	7%	9%	9%	10%
资产负债率	54%	54%	59%	57%
流动比率	1	2	2	2
速动比率	1	1	1	2
总资产回报率（ROA）	7%	10%	10%	11%
净资产收益率（ROE）	12%	18%	20%	22%
EV/营业收入	4	4	3	2
EV/EBITDA	29	19	16	14
PE	61	37	29	23
PB	8	7	6	5

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

张涛 袁威津

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。