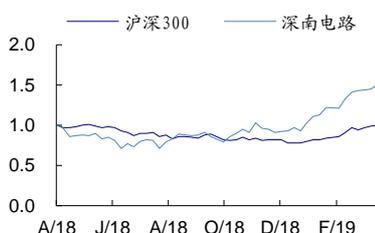


证券研究报告—动态报告
信息技术
IT 硬件与设备
深南电路(002916)
买入
2019 年 1 季报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 09 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	283/82
总市值/流通(百万元)	34,651/10,068
上证综指/深圳成指	3,245/10,352
12 个月最高/最低(元)	132.99/55.52

相关研究报告:

《深南电路-002916-2018 年年报点评: 业绩逐季加速, 5G 及 IC 载板开花结果》——2019-03-13

《深南电路-002916-2018 年年度业绩快报: 5G 激发产业周期, PCB 龙头业绩大增》——2019-02-26

《深南电路-002916-2018 年年度业绩预告: 公司上调业绩增速, 大超预期》——2019-01-08

《深南电路-002916-重大事件快评: 通信 PCB 板龙头, 实施激励推动企业与员工共同发展》——2018-11-15

《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

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

证券分析师: 唐泓翼

电话: 021-60875135
 E-MAIL: tanghy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080001

独立性声明:

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。

财报点评
1 季报靠近上限, 进一步加码 5G
● 19 年 Q1 再超预期, 营收同比+46%, 净利润同比+ 60%

营收 21.63 亿元, 同比+46%, 归母净利润 1.87 亿元, 同比+60%, 达到预告上限, 毛利率 23.54%, 基本持平, 环比小幅下降 0.58pct, 净利率 8.63%, 同比提升 0.68pct。

公司营收端增长较快, 主要系下游通信类需求增长较好, 进一步带动公司南通产能释放, 显现公司通信类产品供需两旺。Q1 毛利率略有下降, 预计主要系春节放假因素, 导致折旧费用率提升, 因此毛利率受到影响。

● 南通工厂产能快速释放, 公司通信类 PCB 板较快增长, 且封装基板渐入佳境

1、PCB 板块继续保持较快增长, 测算 Q1 年 PCB 板块营收约 16.40 亿, 同比+54%, 主要系 5G 及数据中心加持, 通信类服务器及基站的需求提升, 带动公司南通产能快速释放, 产能爬坡至 80~90%。虽有春节因素, 公司产能利用率仍然相对较好, 显现通信类 PCB 供需两旺。

2、封装基板业务延续去年较好表现, 测算公司封装基板业务营收 2.4 亿元, 同比提升 35%, 主要系公司 MEMSIC 销售稳步增长, 指纹类及射频模块类封装基板延续较快增长。无锡募投项目基板工厂建设有序推进, 预计将于今年投产, 随着公司存储类客户拓展, 封装基板盈利能力有望进一步提升。

● 在建工程大幅增长, 并公告可转换债券预案, 显加码南通工厂, 迎接 5G 需求

公司在建工程相比 18 年底增加 2.63 亿元, 提升达 80%, 并且今日公告可转换债券募集预案, 共募集总额 15.20 亿元, 其中投入南通项目二期约 12.46 亿元。显现公司为迎接 5G 对通信类及服务器用板的需求, 进一步加速扩大产能建设。公司预计南通二期建设期两年, 测算达产后, 年产值可达 15 亿元, 达产年平均利润总额为 3 亿元, 投资内部收益率(税后)约 11%, 静态投资回收期为 7 年。

● 维持“买入”评级。

5G 需求将推动公司产品迎来量价齐升, 盈利能力有望在 19 年进一步提高。预计 19~20 年净利润 9.51/12.85 亿元, yoy 增速 36%/ 35%, 对应 PE 38X, 公司作为 5G PCB 龙头, 且布局 IC 载板赛道突出, 维持“买入”评级。

风险提示: 5G 及 IC 载板业务不及预期。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,602	9,890	12,674	16,306
(+/-%)	33.7%	30.1%	28.2%	28.7%
净利润(百万元)	697	951	1285	1739
(+/-%)	55.6%	36.4%	35.1%	35.3%
摊薄每股收益(元)	2.49	3.40	4.59	6.21
EBIT Margin	15.8%	11.5%	12.0%	12.7%
净资产收益率(ROE)	18.7%	21.7%	24.3%	26.7%
市盈率(PE)	52.4	38.4	28.5	21.0
EV/EBITDA	26.3	27.8	21.9	17.1
市净率(PB)	9.82	8.33	6.91	5.61

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

通信类 PCB 需求快速增长带动南通数通工厂建设进度快于预期,数通一期项目主要在南通工厂建设,目前整体投资建设进度已达 98%,相比规划提前约半年左右,且产能释放良好。公司营收及净利润逐季提升,19 年有望再创佳绩。

表 1: 公司主要季度财务数据及分析

	2019-03-31	2018-12-31	2018-09-30	2018-06-30	2018-03-31
报告类型	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要					
营业总收入	21.63	22.65	20.97	17.62	14.77
增长率	46.39	53.83	41.22	22.22	14.76
营业总成本	19.59	20.50	18.95	15.96	13.54
营业利润	2.17	2.47	2.21	1.81	1.35
增长率	60.87	106.79	119.98	27.66	24.79
利润总额	2.16	2.42	2.20	1.81	1.35
净利润	1.87	2.25	1.92	1.64	1.17
增长率	58.95	105.30	120.56	8.93	15.53
归属母公司股东的净利润	1.87	2.24	1.93	1.63	1.17
增长率	59.54	105.29	121.50	8.72	15.13
扣非后归属母公司股东的净利润	1.72	2.06	1.80	1.53	1.07
增长率	60.69	135.79	152.69		
EPS	0.66	0.80	0.69	0.58	0.42
现金流量表摘要					
销售商品提供劳务收到的现金	18.90	23.35	16.05	19.71	11.70
经营活动现金净流量	0.61	5.09	0.01	4.16	-0.46
购建固定无形长期资产支付的现金	3.98	3.87	3.12	1.79	3.06
投资支付的现金					
投资活动现金净流量	-2.51	-2.02	-1.82	-2.74	-6.86
吸收投资收到的现金	1.30	0.00			
取得借款收到的现金	0.33	0.96	0.66	2.07	1.73
筹资活动现金净流量	0.86	0.23	-0.93	-1.60	-2.61
现金流量净额	-1.10	3.28	-2.61	-0.06	-10.04
关键比率					
ROE(%)	4.89	6.21	5.66	4.96	3.63
扣非后 ROE(%)	4.51	5.72	5.30	4.65	3.33
ROA(%)	2.15	2.70	2.43	2.19	1.59
销售毛利率(%)	23.54	24.12	22.00	21.77	24.83
销售净利率(%)	8.63	9.91	9.17	9.31	7.94

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司业绩表现出色，19Q1 营收增长 46%，净利润增长 60%。盈利能力显现逐年提升。

表 2：公司主要年度财务数据

	2019-03-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
报告期	一季报	年报	年报	年报	年报	年报
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
营业总收入	21.63	76.02	56.87	45.99	35.19	36.38
同比(%)	46.39	33.68	23.67	30.69	-3.28	38.43
营业总成本	19.59	68.95	52.57	43.41	34.22	34.69
营业利润	2.17	7.84	5.01	2.58	0.97	1.67
同比(%)	60.87	56.26	99.20	166.58	-42.27	10.26
利润总额	2.16	7.78	5.04	3.05	1.73	2.07
同比(%)	59.77	54.16	65.55	76.20	-16.44	10.89
净利润	1.87	6.98	4.49	2.74	1.58	1.85
归属母公司股东的净利润	1.87	6.97	4.48	2.74	1.62	1.91
同比(%)	59.54	55.61	63.44	69.56	-15.22	13.26
非经常性损益	0.14	0.50	0.67	0.39	0.61	0.34
扣非后归属母公司股东的净利润	1.72	6.47	3.82	2.35	1.00	1.57
同比(%)	60.69	69.67	62.29	134.52	-36.18	13.33
研发费用	1.05	3.47	2.93	2.31	1.99	2.15
EBIT		8.72	6.20	3.52	1.85	2.48
EBITDA		12.54	9.58	6.58	4.24	4.34
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	18.90	70.81	54.05	45.02	32.53	30.69
经营活动现金净流量	0.61	8.79	8.96	8.02	5.73	4.69
购建固定无形长期资产支付的现金	3.98	11.84	5.32	4.89	8.62	8.51
投资支付的现金			0.00		2.90	
投资活动现金净流量	-2.51	-13.44	-5.31	-4.89	-11.46	-8.49
吸收投资收到的现金	1.30	0.00	12.85			2.17
取得借款收到的现金	0.33	5.41	11.21	11.03	18.44	10.95
筹资活动现金净流量	0.86	-4.91	10.53	-2.54	5.61	3.69
现金净增加额	-1.10	-9.43	14.08	0.69	-0.03	-0.12
期末现金余额	5.40	6.50	15.93	1.85	1.17	1.20
折旧与摊销		3.82	3.38	3.06	2.39	1.85
关键比率						
ROE(摊薄)(%)	4.76	18.73	14.14	17.37	11.93	14.68
ROE(加权)(%)	4.88	20.38	25.61	18.48	12.15	15.74
扣非后 ROE(摊薄)(%)	4.40	17.39	12.04	14.89	7.40	12.09
ROA(%)	2.15	8.75	7.13	5.54	3.57	5.04
ROIC(%)	3.96	14.97	13.02	12.35	8.88	10.71
销售毛利率(%)	23.54	23.13	22.40	20.53	20.65	21.68
销售净利率(%)	8.63	9.19	7.89	5.97	4.48	5.09
EBIT Margin	11.23	11.02	10.25	8.89	7.37	7.65
EBITDA Margin(%)		16.05	16.19	15.53	14.15	12.74
资产负债率(%)	55.75	56.32	57.44	69.30	71.57	61.44
资产周转率(倍)	0.25	0.95	0.90	0.93	0.80	0.99
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	87.39	93.14	95.03	97.91	92.45	84.37

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司营业成本逐年下降，毛利率提升，同时各项费用率控制较好。

表 3: 公司主要营业成本/营收 (%)

	2019-03-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
报告期	一季报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业总收入	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
营业收入	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
其他类金融业务收入					
营业总成本	90.59	90.69	92.45	94.39	97.25
营业成本	76.46	76.87	77.60	79.47	79.35
税金及附加	0.77	0.94	0.91	0.78	0.66
销售费用	2.24	2.06	1.99	1.93	2.80
管理费用	4.49	4.28	9.71	9.41	11.64
研发费用	4.88	4.56			
财务费用	1.25	0.76	1.88	2.06	2.46
其中: 利息费用	0.80	0.90			
利息收入		0.11			
资产减值损失	0.51	1.22	0.36	0.75	0.34
信用减值损失	0.00				
其他业务成本(金融类)					
加: 其他收益	0.62	0.90	1.44		
投资净收益	0.02	0.15	0.00	0.00	-0.06
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益		0.00	0.00	0.00	0.00
净敞口套期收益					
公允价值变动净收益					0.06
资产处置收益	0.00	-0.05	-0.18		
汇兑净收益					
加: 营业利润差额(特殊报表科目)					
营业利润差额(合计平衡项目)					

资料来源:

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 4: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	预测 PE 2019
002288.SZ	超华科技*	50
002463.SZ	沪电股份*	29
002913.SZ	奥士康*	26
000823.SZ	超声电子*	26
002436.SZ	兴森科技*	25
603228.SH	景旺电子*	25
603186.SH	华正新材*	23
600183.SH	生益科技*	20
002815.SZ	崇达技术*	19
002938.SZ	鹏鼎控股*	19
603328.SH	依顿电子*	15

资料来源:*公司来自 wind 一致性预期, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	650	1757	1844	2017	营业收入	7602	9890	12674	16306
应收款项	1825	1951	2500	3217	营业成本	5844	7488	9597	12255
存货净额	1327	1773	2286	2933	营业税金及附加	71	90	115	133
其他流动资产	374	198	253	326	销售费用	157	198	253	326
流动资产合计	4176	5679	6884	8493	管理费用	325	976	1184	1520
固定资产	3795	4173	4505	4787	财务费用	57	71	85	103
无形资产及其他	285	274	264	253	投资收益	12	6	6	0
投资性房地产	264	264	264	264	资产减值及公允价值变动	(93)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	5	85	165	165	其他收入	(282)	8	8	8
资产总计	8525	10475	12081	13961	营业利润	784	1060	1433	1958
短期借款及交易性金融负债	443	1619	1715	1281	营业外净收支	(6)	3	3	3
应付款项	2123	2168	2539	3259	利润总额	778	1063	1436	1961
其他流动负债	895	1003	1283	1648	所得税费用	79	108	146	216
流动负债合计	3461	4789	5537	6187	少数股东损益	1	3	5	6
长期借款及应付债券	1041	1041	1041	1041	归属于母公司净利润	697	951	1285	1739
其他长期负债	300	249	198	198					
长期负债合计	1341	1290	1239	1239	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4802	6079	6776	7426	净利润	697	951	1285	1739
少数股东权益	1	4	9	15	资产减值准备	51	12	5	5
股东权益	3722	4392	5296	6520	折旧摊销	366	398	454	505
负债和股东权益总计	8525	10475	12081	13961	公允价值变动损失	93	20	20	20
					财务费用	57	71	85	103
关键财务与估值指标					营运资本变动	(576)	(278)	(510)	(348)
每股收益	2.49	3.40	4.59	6.21	其它	(50)	(9)	(1)	1
每股红利	0.74	1.01	1.36	1.84	经营活动现金流	581	1094	1254	1922
每股净资产	13.29	15.68	18.91	23.29	资本开支	(997)	(801)	(801)	(800)
ROIC	22%	17%	19%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	19%	22%	24%	27%	投资活动现金流	(997)	(881)	(881)	(800)
毛利率	23%	24%	24%	25%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	12%	12%	13%	负债净变化	(55)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(207)	(282)	(381)	(515)
收入增长	34%	30%	28%	29%	其它融资现金流	(4)	1176	96	(434)
净利润增长率	56%	36%	35%	35%	融资活动现金流	(527)	894	(285)	(949)
资产负债率	56%	58%	56%	53%	现金净变动	(943)	1107	88	173
息率	0.6%	0.8%	1.0%	1.4%	货币资金的期初余额	1593	650	1757	1844
P/E	52.4	38.4	28.5	21.0	货币资金的期末余额	650	1757	1844	2017
P/B	9.8	8.3	6.9	5.6	企业自由现金流	(126)	340	513	1201
EV/EBITDA	26.3	27.8	21.9	17.1	权益自由现金流	(184)	1452	532	676

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

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