

2019年08月10日

深南电路 (002916.SZ)

2019 中报点评：产能扩张顺利，5G 占比有望持续提升

■事件：8月9日晚，公司发布2019年中期报告。报告期内公司实现营业收入47.92亿元，同比增长47.90%，实现归母净利润4.71亿元，同比增长68.02%（调整后）。

■通信订单饱满，叠加南通厂扩产顺利，收入大幅增长。公司Q2单季实现营业收入26.29亿元，同比增长49.16%（上季度同比+46.39%），环比增长21.54%；公司Q2单季度毛利率达到24.0%（环比Q1+0.5个pct）。公司Q2单季实现归母净利润2.84亿元，同比增长74.09%（上季度同比+59.54%），环比增长52.33%。公司中报收入增长主要由于订单饱满，产能利用率处于较高水平；同时，南通工厂贡献新增产能，带动营收增长。

- 公司IC载板业务填补了国家在封装基板制造领域内的空白。其中，根据公告，公司无锡厂15年投产；2019上半年，无锡厂实现营收9.88亿元（同比+19.61%）；归母净利润0.62亿（同比+53.71%）；中报显示今年6月份，无锡IC载板募投项目投产，主要面向存储类产品，目前处于产能爬坡阶段。
- 2019上半年，公司南通厂实现营收5.05亿（上年0.17亿）；归母净利润0.49亿（上年亏损0.23亿）。南通基地IPO募资一期（主要通信和汽车板）已在2018年中投产，爬坡顺利，对上半年收入贡献明显；2019年上半年可转债募投的数通二期（基于5G和数据中心、传输网、骨干网的服务器PCB）已投入建设。19年全年南通工厂产能的提升预计会成为业绩的增长点之一。

■PCB业务提速明显，看下半年5G放量。2019年上半年，公司PCB业务收入35.28亿元（占比73.64%，同比+53.44%），PCB业务的收入占比显著提升了2.67个百分点。我们估计公司5G收入占比从Q1的10%提升到Q2 20%。在PCB带动下公司SMT业务收入5.70亿元（占比11.90%，同比+42.96%）；另外，公司IC基板收入5.01亿元（占比10.45%，同比+29.70%），看好下半年无锡厂存储类产品线的放量。同时，南通二期建设，PCB长期产能储备充足。

■投资建议：我们预计公司2019年~2021年的收入分别为99.04亿元(+30.3%)、131.82亿元(+33.1%)、171.98亿元(+30.5%)，归属上市公司股东的净利润分别为10.07亿元(+44.4%)、13.06亿元(+29.7%)、17.1亿元(+30.9%)，对应EPS分别为2.97元、3.85元、5.04元，对应PE分别为39倍、30倍、23倍。结合公司未来在5G带动下的发展预期，我们给予深南电路2020年动态PE 35倍的合理估值，6个月目标价为134.70元，维持“买入-A”投资评级。

■风险提示：中美贸易摩擦对市场估值波动的影响。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	5,686.9	7,602.1	9,904.0	13,181.5	17,197.6
净利润	448.1	697.3	1,006.7	1,306.1	1,709.9
每股收益(元)	1.32	2.05	2.97	3.85	5.04
每股净资产(元)	9.33	10.97	14.11	17.16	20.63
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E

公司动态分析

证券研究报告

其他元器件

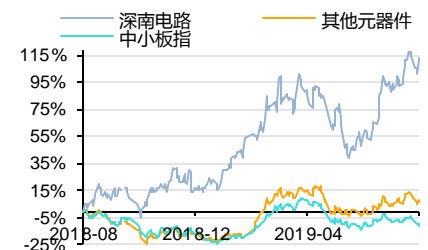
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**134.70元**
股价(2019-08-09) **115.50元**

交易数据

总市值(百万元)	39,196.08
流通市值(百万元)	11,402.26
总股本(百万股)	339.36
流通股本(百万股)	98.72
12个月价格区间	61.85/131.25元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.31	32.44	138.45
绝对收益	12.83	30.92	130.97

夏庐生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020003
xials@essence.com.cn
021-35082732

彭虎

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120001
penghu@essence.com.cn

杨臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080005
yangzhen@essence.com.cn

薛辉蓉

报告联系人

xuehr@essence.com.cn

相关报告

深南电路：深南电路 2019 半年报业绩预告点评：增长符合预期，5G 稳步推进/夏庐生	2019-07-12
深南电路：卡位高中端 PCB，技术驱动龙头地位/孙远峰	2019-03-13
深南电路：迎“5G”机遇，技术驱动龙头地位/孙远峰	2019-02-26
深南电路：静待募投项目，	2018-10-22

市盈率(倍)	87.5	56.2	38.9	30.0	22.9
市净率(倍)	12.4	10.5	8.2	6.7	5.6
净利润率	7.9%	9.2%	10.2%	9.9%	9.9%
净资产收益率	14.1%	18.7%	21.0%	22.4%	24.4%
股息收益率					
ROIC	19.2%	24.5%	23.3%	26.0%	29.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,686.9	7,602.1	9,904.0	13,181.5	17,197.6	成长性					
减:营业成本	4,413.0	5,843.8	7,522.1	10,070.8	13,096.9	营业收入增长率	23.7%	33.7%	30.3%	33.1%	30.5%
营业税费	51.8	71.5	87.0	119.9	156.4	营业利润增长率	94.6%	56.4%	34.6%	32.3%	32.7%
销售费用	113.2	157.0	191.0	254.2	331.6	净利润增长率	63.4%	55.6%	44.4%	29.7%	30.9%
管理费用	552.1	325.4	981.5	1,294.4	1,697.4	EBITDA 增长率	32.5%	72.9%	1.9%	26.2%	30.5%
财务费用	107.0	57.4	52.6	36.1	55.7	EBIT 增长率	52.3%	109.4%	-1.4%	29.3%	33.2%
资产减值损失	20.3	92.8	20.1	18.0	18.0	NOPLAT 增长率	70.6%	39.6%	32.3%	29.7%	33.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.5%	39.0%	15.9%	19.4%	30.8%
投资和汇兑收益	-0.2	11.5	5.3	7.9	10.2	净资产增长率	100.8%	17.5%	28.6%	21.6%	20.2%
营业利润	501.2	783.9	1,055.0	1,395.9	1,851.8	利润率					
加:营业外净收支	3.2	-6.3	61.8	48.9	37.6	毛利率	22.4%	23.1%	24.0%	23.6%	23.8%
利润总额	504.4	777.5	1,116.8	1,444.8	1,889.4	营业利润率	8.8%	10.3%	10.7%	10.6%	10.8%
减:所得税	55.5	79.2	109.1	137.3	177.6	净利润率	7.9%	9.2%	10.2%	9.9%	9.9%
净利润	448.1	697.3	1,006.7	1,306.1	1,709.9	EBITDA/营业收入	15.1%	19.6%	15.3%	14.5%	14.5%
						EBIT/营业收入	9.4%	14.8%	11.2%	10.9%	11.1%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	179	150	131	105	86
货币资金	1,593.3	650.1	1,011.2	818.6	1,050.8	流动营业资本周转天数	2	14	34	51	64
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	181	191	182	183	172
应收帐款	865.7	1,596.3	2,431.3	3,573.6	4,547.5	应收帐款周转天数	51	58	73	82	85
应收票据	253.9	228.7	280.2	364.9	411.8	存货周转天数	58	56	58	61	54
预付帐款	1.0	4.2	5.8	8.2	8.5	总资产周转天数	398	378	339	301	267
存货	1,047.1	1,327.3	1,885.1	2,590.9	2,575.1	投资资本周转天数	187	175	168	149	144
其他流动资产	121.4	369.8	196.9	229.3	265.3	投资回报率					
可供出售金融资产	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	ROE	14.1%	18.7%	21.0%	22.4%	24.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.0%	8.2%	10.0%	11.0%	12.6%
长期股权投资	5.2	4.9	4.9	4.9	4.9	ROIC	19.2%	24.5%	23.3%	26.0%	29.1%
投资性房地产	6.9	6.6	6.6	6.6	6.6	费用率					
固定资产	2,854.1	3,466.1	3,758.2	3,926.0	4,312.5	销售费用率	2.0%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%
在建工程	253.0	329.3	138.2	22.5	20.3	管理费用率	9.7%	4.3%	9.9%	9.8%	9.9%
无形资产	287.5	284.7	296.7	305.9	308.5	财务费用率	1.9%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	139.4	242.3	79.5	64.4	35.0	三费/营业收入	13.6%	7.1%	12.4%	12.0%	12.1%
资产总额	7,443.4	8,525.4	10,109.6	11,930.9	13,562.0	偿债能力					
短期债务	160.0	-	107.5	346.5	1,047.9	资产负债率	57.4%	56.3%	52.6%	51.2%	48.3%
应付帐款	1,252.2	1,802.9	2,178.7	2,813.6	2,455.7	负债权益比	135.0%	128.9%	111.0%	104.7%	93.6%
应付票据	696.2	848.9	1,059.2	1,328.1	1,332.0	流动比率	1.39	1.21	1.51	1.47	1.62
其他流动负债	677.5	809.2	509.2	667.9	633.9	速动比率	1.02	0.82	1.02	0.97	1.15
长期借款	1,095.9	1,041.0	861.2	275.7	434.7	利息保障倍数	5.01	19.56	21.05	39.65	34.23
其他非流动负债	393.5	299.6	603.0	672.0	651.0	分红指标					
负债总额	4,275.3	4,801.6	5,318.9	6,103.8	6,555.3	DPS(元)	-	0.80	1.57		
少数股东权益	0.3	1.4	2.4	3.8	5.7	分红比率	31.9%	30.4%	0.0%	20.8%	31.1%
股本	280.0	280.0	339.4	339.4	339.4	股息收益率					
留存收益	2,887.8	3,442.3	4,448.9	5,483.9	6,661.7						
股东权益	3,168.1	3,723.8	4,790.7	5,827.0	7,006.7						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	448.8	698.3	1,006.7	1,306.1	1,709.9	EPS(元)	1.32	2.05	2.97	3.85	5.04
加:折旧和摊销	337.8	382.4	410.1	482.7	592.0	BVPS(元)	9.33	10.97	14.11	17.16	20.63
资产减值准备	20.3	71.0	-	-	-	PE(X)	87.5	56.2	38.9	30.0	22.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.4	10.5	8.2	6.7	5.6
财务费用	80.7	77.1	52.6	36.1	55.7	P/FCF	126.7	-56.1	283.9	631.3	53.5
投资损失	0.2	-11.5	-5.3	-7.9	-10.2	P/S	6.9	5.2	4.0	3.0	2.3
少数股东损益	0.7	1.1	1.0	1.4	1.9	EV/EBITDA	28.3	15.5	25.9	20.5	16.0
营运资金的变动	27.0	-694.8	-406.4	-889.5	-1,413.4	CAGR(%)	42.8%	34.8%	54.3%	42.8%	34.8%
经营活动产生现金流量	896.0	879.1	1,058.6	929.0	935.9	PEG	2.0	1.6	0.7	0.7	0.7
投资活动产生现金流量	-530.9	-1,343.7	-517.7	-536.1	-968.8	ROIC/WACC	1.9	2.4	2.3	2.5	2.8
融资活动产生现金流量	1,053.3	-490.6	-179.8	-585.5	265.1	REP	4.2	2.3	3.5	2.6	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

夏庐生、彭虎、杨臻声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034