



002916.SZ

增持

市场价格：人民币 151.7

板块评级：强于大市

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|-------|-------|------|-------|
| 绝对 | 134.1 | (7.9) | 41.8 | 146.4 |
| 相对深证成指 | 100.2 | (5.7) | 37.5 | 120.1 |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 339 |
| 流通股(%) | 29 |
| 总市值(人民币 百万) | 51,481 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 755 |
| 净负债比率(%) (2019E) | 18 |
| 主要股东(%) | |
| 中航国际控股股份有限公司 | 69 |

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年10月23日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子

赵琦

021-20328313

qi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

王达婷

021-20328284

dating.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060001

深南电路

业绩持续高增长，5G 驱动成长

公司是 PCB 领域的龙头企业，在通信 PCB、封装基板领域技术领先。5G 基站对 PCB 的需求量价齐升，随着 5G 网络的规模建设，公司有望迎来业绩爆发期。首次覆盖，给予增持评级。

支撑评级的要点

- 订单饱满，业绩持续高增长。公司三季度业绩预告显示，2019 年前三季度归母净利润 78,033.25 万元-87,491.83 万元，同比增长 65%-85%；三季度单季归母净利润 30,928.97 万元-40,387.55 万元，同比增长 60.61%-109.72%。前三季度公司业绩高增长，主要因为订单相对饱满，产能利用率处于较高水平；南通数通一期工厂于 2018 年下半年投入生产，贡献新增产能，带动主营业务收入及利润有所增长。
- 5G 产品占比逐步提升，二期助力产能提升。公司 5G 通信 PCB 产品生产已进入批量阶段，占比逐步提升。另外，公司计划在南通投建数通二期工厂，用以满足 5G 网络大规模建设推进后通信设备领域的市场需求，预计二期项目总投资 12.46 亿元。2019 年 4 月，公司推出可转换债预案，拟公开募集不超过 15.20 亿资金，用于数通二期工厂项目投建及补充流动资金。目前，项目已使用自有资金启动建设。二期项目建设将有效保障公司 5G 产品产能。
- 无锡封装基板项目进展顺利，封装基板领先优势明显。公司是国内封装基板领域的领先企业，以 MEMS 封装基板产品为基板业务主力产品，在该类产品技术和产量上领先优势明显。2019 年以来，公司指纹类、射频模块类、存储类产品均实现较快增长。目前，IPO 募投项目无锡封装基板工厂已进入产能爬坡阶段，存储类关键客户开发进度符合预期。

估值

- 预计公司 2019 年-2021 年的 EPS 分别为 3.28、4.14、5.44 元，对应的 PE 分别为 46、37、28 倍。考虑公司是 5G 网络建设的核心受益标的之一，业绩增长潜力大，首次覆盖，给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 5G 网络建设进度不及预期；新产能建设进度不及预期。

投资摘要

| 年结日：12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|--------|---------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 5,687 | 7,602 | 10,035 | 12,895 | 16,118 |
| 变动(%) | 24 | 34 | 32 | 28 | 25 |
| 净利润(人民币 百万) | 448 | 697 | 1,114 | 1,405 | 1,847 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 1.320 | 2.055 | 3.284 | 4.142 | 5.443 |
| 变动(%) | 1.1 | 55.6 | 59.8 | 26.1 | 31.4 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 114.9 | 73.8 | 46.2 | 36.6 | 27.9 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 57.5 | 58.6 | 21.2 | (195.5) | 8.5 |
| 每股现金流量(人民币) | 2.64 | 2.59 | 7.16 | (0.78) | 17.83 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 58.5 | 45.2 | 27.6 | 22.0 | 15.9 |
| 每股股息(人民币) | 0.421 | 0.625 | 0.349 | 0.440 | 0.578 |
| 股息率(%) | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 销售收入 | 5,687 | 7,602 | 10,035 | 12,895 | 16,118 |
| 销售成本 | (4,465) | (5,915) | (7,767) | (9,929) | (12,411) |
| 经营费用 | (348) | (540) | (369) | (470) | (545) |
| 息税折旧前利润 | 874 | 1,147 | 1,899 | 2,496 | 3,162 |
| 折旧及摊销 | (338) | (382) | (614) | (840) | (974) |
| 经营利润 (息税前利润) | 537 | 765 | 1,285 | 1,656 | 2,188 |
| 净利息收入/(费用) | (107) | (57) | (40) | (87) | (129) |
| 其他收益/(损失) | 75 | 70 | (4) | (5) | (4) |
| 税前利润 | 504 | 778 | 1,240 | 1,564 | 2,055 |
| 所得税 | (56) | (79) | (124) | (156) | (206) |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 净利润 | 448 | 697 | 1,114 | 1,405 | 1,847 |
| 核心净利润 | 448 | 697 | 1,114 | 1,405 | 1,847 |
| 每股收益 (人民币) | 1.320 | 2.055 | 3.284 | 4.142 | 5.443 |
| 核心每股收益 (人民币) | 1.321 | 2.053 | 3.283 | 4.140 | 5.441 |
| 每股股息 (人民币) | 0.421 | 0.625 | 0.349 | 0.440 | 0.578 |
| 收入增长(%) | 24 | 34 | 32 | 28 | 25 |
| 息税前利润增长(%) | 52 | 43 | 68 | 29 | 32 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 33 | 31 | 65 | 31 | 27 |
| 每股收益增长(%) | 1 | 56 | 60 | 26 | 31 |
| 核心每股收益增长(%) | (0) | 55 | 60 | 26 | 31 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润 | 504 | 778 | 1,240 | 1,564 | 2,055 |
| 折旧与摊销 | 338 | 382 | 614 | 840 | 974 |
| 净利息费用 | 107 | 57 | 40 | 87 | 129 |
| 运营资本变动 | 267 | (41) | 2,765 | (2,087) | 3,458 |
| 税金 | (55) | (78) | (124) | (156) | (206) |
| 其他经营现金流 | (265) | (219) | (2,108) | (512) | (359) |
| 经营活动产生的现金流 | 896 | 879 | 2,428 | (263) | 6,052 |
| 购买固定资产净值 | (6) | (3) | 2,380 | 1,957 | 1,211 |
| 投资减少/增加 | 0 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (525) | (1,353) | (4,760) | (3,914) | (2,423) |
| 投资活动产生的现金流 | (531) | (1,344) | (2,380) | (1,957) | (1,211) |
| 净增权益 | (143) | (212) | (118) | (149) | (196) |
| 净增债务 | 130 | (192) | 461 | 2,743 | 2,572 |
| 支付股息 | 143 | 212 | 118 | 149 | 196 |
| 其他融资现金流 | 923 | (299) | (156) | (237) | (325) |
| 融资活动产生的现金流 | 1,053 | (491) | 305 | 2,507 | 2,247 |
| 现金变动 | 1,418 | (955) | 353 | 286 | 7,087 |
| 期初现金 | 185 | 1,593 | 650 | 1,003 | 1,289 |
| 公司自由现金流 | 365 | (465) | 48 | (2,221) | 4,840 |
| 权益自由现金流 | 602 | (599) | 550 | 610 | 7,540 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 1,593 | 650 | 1,003 | 1,289 | 8,377 |
| 应收帐款 | 1,120 | 1,825 | 1,616 | 2,935 | 2,885 |
| 库存 | 1,047 | 1,327 | 1,750 | 2,259 | 2,716 |
| 其他流动资产 | 1 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 流动资产总计 | 3,882 | 4,176 | 7,174 | 9,289 | 16,784 |
| 固定资产 | 3,107 | 3,795 | 5,561 | 6,702 | 6,952 |
| 无形资产 | 288 | 285 | 303 | 299 | 298 |
| 其他长期资产 | 108 | 212 | 762 | 861 | 961 |
| 长期资产总计 | 3,503 | 4,292 | 6,626 | 7,862 | 8,212 |
| 总资产 | 7,443 | 8,525 | 13,843 | 17,178 | 25,013 |
| 应付帐款 | 1,577 | 2,123 | 4,068 | 3,728 | 6,202 |
| 短期债务 | 160 | 0 | 742 | 2,739 | 6,000 |
| 其他流动负债 | 1,049 | 1,338 | 2,276 | 1,944 | 3,075 |
| 流动负债总计 | 2,786 | 3,461 | 7,086 | 8,411 | 15,277 |
| 长期借款 | 1,096 | 1,041 | 1,133 | 1,885 | 1,200 |
| 其他长期负债 | 393 | 300 | 900 | 900 | 900 |
| 股本 | 339 | 339 | 339 | 339 | 339 |
| 储备 | 2,888 | 3,442 | 4,382 | 5,639 | 7,289 |
| 股东权益 | 3,227 | 3,782 | 4,722 | 5,978 | 7,629 |
| 少数股东权益 | 0 | 1 | 3 | 5 | 8 |
| 总负债及权益 | 7,443 | 8,525 | 13,843 | 17,178 | 25,013 |
| 每股帐面价值 (人民币) | 9.51 | 11.14 | 13.91 | 17.62 | 22.48 |
| 每股有形资产 (人民币) | 8.66 | 10.30 | 13.02 | 16.73 | 21.60 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.99) | 1.15 | 2.57 | 9.82 | (3.47) |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|------|-------|---------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 15.4 | 15.1 | 18.9 | 19.4 | 19.6 |
| 息税前利润率(%) | 9.4 | 10.1 | 12.8 | 12.8 | 13.6 |
| 税前利润率(%) | 8.9 | 10.2 | 12.4 | 12.1 | 12.8 |
| 净利率(%) | 7.9 | 9.2 | 11.1 | 10.9 | 11.5 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| 利息覆盖率(倍) | 5.0 | 13.3 | 31.9 | 18.9 | 17.0 |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 10.3 | 18.4 | 55.7 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 114.9 | 73.8 | 46.2 | 36.6 | 27.9 |
| 核心业务市盈率(倍) | 114.8 | 73.9 | 46.2 | 36.6 | 27.9 |
| 市净率(倍) | 16.0 | 13.6 | 10.9 | 8.6 | 6.7 |
| 价格/现金流(倍) | 57.5 | 58.6 | 21.2 | (195.5) | 8.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 58.5 | 45.2 | 27.6 | 22.0 | 15.9 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 75.2 | 73.3 | 72.3 | 73.7 | 73.2 |
| 应收帐款周转天数 | 59.9 | 70.7 | 62.6 | 64.4 | 65.9 |
| 应付帐款周转天数 | 83.7 | 88.8 | 112.6 | 110.3 | 112.4 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 31.9 | 30.4 | 10.6 | 10.6 | 10.6 |
| 净资产收益率(%) | 18.6 | 19.9 | 26.2 | 26.3 | 27.1 |
| 资产收益率(%) | 7.6 | 8.6 | 10.3 | 9.6 | 9.3 |
| 已运用资本收益率(%) | 3.0 | 3.7 | 4.9 | 4.1 | 3.6 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测