深南电路（002916.SZ）

公司快报

5G+数通驱动高成长，新产能接力释放

投资要点

- **事件：**公司发布 19 年年报，2019 年公司实现营业总收入 105.24 亿元、同比增长 38.44%，归母净利润 12.33 亿元，同比增长 76.80%，扣非后归母净利润 11.52 亿元、同比增长 77.91%。其中 2019Q4 营业总收入 28.66 亿元，同比增长 26.52%、环比下降 0.01%，扣非归母净利润 3.27 亿元，同比增长 58.33%。业绩符合市场预期。

- **PCB 业务快速增长，盈利水平显著提升； 5G+数通开拓顺利，南通二期新产能加速投产对 20 年增长积极贡献。**PCB 业务实现营收 77.26 亿元，同比增长 43.63%，毛利率 27.98%，同比提升 4.94pct.。公司重点开拓通信、数据中心下游应用领域，5G 产品由小批量进入批量阶段，占比有所提升，4G 产品需求量相对稳定；数据中心业务拓展较为顺利。南通数通一期在 19 年上半年达产，已爬坡结束产能利用率较高。5G 推动 PCB 向高频高速发展，预计 2020-2021 年将是需求高弹性阶段。2019 年底设备商招标采购量同比保持较高增长，同时公司份额继续保持领先优势，南通数通二期工厂建设进展顺利，预计将于 20 年一季度末投产，较预期提前。公司积极开拓数通产品市场，客户认证取得突破，且针对更高层的数通市场需求。公司智能化改造和成本管控成效显著，有望通过保持较高的产线稼动率，抵消部分通信侧产品降价的影响。

- **封装基板业务持续增长，无锡工爬坡对毛利率影响有望今年消除，IC 国产化趋势保证长期增长引擎。**封装基板业务实现营收 11.64 亿元，同比增长 22.94%，毛利率 26.25%，下滑 3.4pct，主要系基板工厂 6 月试生产后目前仍处于产能爬坡阶段，无锡工厂主要面向存储类封装基板产品，客户开发进度符合预期，有望随着 20 年爬坡的结束迎来盈利水平的恢复。长期看，存储芯片市场一方面有望导入更多日韩客户，另一方面政府对于 IC 产业的扶持力度将继续加大，公司获得国内存储大厂的订单概率较大，长期增长趋势明确。

- **加强研发投入，技术驱动确保争夺高端产品份额。**公司 19 年研发投入 5.37 亿元，同比增长 54.77%，占公司营业总收入比例 5.10%，主要投向下一代通信印制电路板、存储封装基板，主要面向高密度、高集成、高速高频、高散热、小型化等重点领域。同时公司在总部、事业部和生产厂层面分别下设研发部、产品研发部和技术部，不断推动公司技术能力的提升。公司背板样品最高层数可达 120 层，批量生产层数可达 68 层，远超行业平均水平。 公司从工艺技术到前沿产品开发均领先行业的优势有助于公司在高端市场份额的进一步开拓。

- **投资建议：**我们预测公司 2020-2021 年净利润分别为 16.6/20.1 亿元， 对应 PE 分别为 46.3 /38.5x，公司作为 5G 建设和数据中心扩容核心受益标的，维持公司买入-A 评级。

- **风险提示：**5G 网络建设进度不及预期；新产能建设进度不及预期；IC 载板客户拓展不及预期；产品价格下降风险

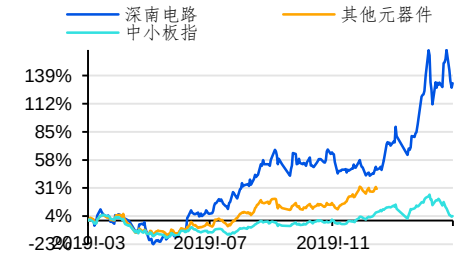
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-03-19)	227.40 元

交易数据

总市值（百万元）	77,170.46
流通市值（百万元）	22,449.13
总股本（百万股）	339.36
流通股本（百万股）	98.72
12 个月价格区间	75.01/272.73 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.09	51.9	120.97
绝对收益	5.13	52.82	124.6

分析师 蔡景彦
SAC 执业证书编号：S0910516110001
caijingyan@huajinsc.cn
021-20377068

分析师 曾捷
SAC 执业证书编号：S0910518110001
zengjie@huajinsc.cn

相关报告

深南电路：净利润预增 65%-85%符合预期，5GPCB 龙头地位稳固产能接力 2020-01-14

深南电路：业绩持续高增长，5G 建设核心受益 2019-10-30

深南电路：5G 产品进入量产阶段，拉开新增长序幕 2019-08-11

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,602	10,524	13,385	15,769	17,914
YoY(%)	33.7	38.4	27.2	17.8	13.6
净利润(百万元)	697	1,233	1,668	2,005	2,339
YoY(%)	55.6	76.8	35.3	20.2	16.7
毛利率(%)	23.1	26.5	26.4	26.4	26.2
EPS(摊薄/元)	2.05	3.63	4.92	5.91	6.89
ROE(%)	18.8	24.7	26.6	25.6	24.2
P/E(倍)	110.7	62.6	46.3	38.5	33.0
P/B(倍)	20.7	16.1	12.7	10.1	8.1
净利率(%)	9.2	11.7	12.5	12.7	13.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4176	5977	7593	8906	11318
现金	650	1444	1764	3010	3934
应收票据及应收账款	1805	2192	2900	3093	3719
预付账款	4	3	6	5	8
存货	1327	1504	2288	2071	2954
其他流动资产	390	834	634	727	703
非流动资产	4349	6242	6643	6541	6081
长期投资	5	5	4	4	3
固定资产	3466	4310	5171	5364	5017
无形资产	285	297	319	333	332
其他非流动资产	593	1631	1149	841	729
资产总计	8525	12219	14236	15447	17399
流动负债	3461	4670	5753	5917	6647
短期借款	0	158	505	118	99
应付票据及应付账款	2123	2321	3611	3219	4647
其他流动负债	1338	2191	1637	2580	1901
非流动负债	**1341**	**2547**	**2201**	**1692**	**1071**
长期借款	1041	2250	1903	1395	773
其他非流动负债	300	297	298	298	298
负债合计	4802	7216	7953	7609	7719
少数股东权益	1	2	4	6	8
股本	280	339	475	475	475
资本公积	2123	2231	2096	2096	2096
留存收益	1319	2339	3494	4873	6486
归属母公司股东权益	3722	5001	6279	7833	9673
负债和股东权益	8525	12219	14236	15447	17399

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	879	1263	1710	3030	2124
净利润	698	1234	1670	2007	2341
折旧摊销	382	467	504	586	622
财务费用	57	73	21	-41	-99
投资损失	-12	-0	-4	-5	-3
营运资金变动	-331	-648	-480	484	-738
其他经营现金流	83	137	-0	0	-0
投资活动现金流	-1344	-1997	-902	-478	-159
筹资活动现金流	-491	1516	-914	-880	-1040
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.05	3.63	4.92	5.91	6.89
每股经营现金流(最新摊薄)	2.59	3.72	5.04	8.93	6.26
每股净资产(最新摊薄)	10.97	14.14	17.91	22.49	27.91

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7602	10524	13385	15769	17914
营业成本	5844	7732	9845	11609	13214
营业税金及附加	71	62	103	107	129
营业费用	157	218	277	326	370
管理费用	325	501	605	732	821
研发费用	347	537	696	812	927
财务费用	57	73	21	-41	-99
资产减值损失	93	-70	41	45	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	0	4	5	3
营业利润	784	1417	1892	2285	2655
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	8	17	12	14	13
利润总额	778	1403	1879	2270	2642
所得税	79	170	209	264	301
税后利润	698	1234	1670	2007	2341
少数股东损益	1	1	2	2	2
归属母公司净利润	697	1233	1668	2005	2339
EBITDA	1209	1985	2423	2858	3202

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	33.7	38.4	27.2	17.8	13.6
营业利润(%)	56.4	80.8	33.5	20.8	16.2
归属于母公司净利润(%)	55.6	76.8	35.3	20.2	16.7
获利能力					
毛利率(%)	23.1	26.5	26.4	26.4	26.2
净利率(%)	9.2	11.7	12.5	12.7	13.1
ROE(%)	18.8	24.7	26.6	25.6	24.2
ROIC(%)	13.5	16.2	18.0	19.9	20.2
偿债能力					
资产负债率(%)	56.3	59.1	55.9	49.3	44.4
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.7	0.8	0.8	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	3.2	3.5	3.3	3.4	3.4
估值比率					
P/E	110.7	62.6	46.3	38.5	33.0
P/B	20.7	16.1	12.7	10.1	8.1
EV/EBITDA	90.3	55.3	45.2	37.6	33.0

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦、曾捷声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn