证券研究报告

电子制造

业绩快速增长，新基建 5G 基站核心标的

2020 年 3 月 23 日

——深南电路（002916.SZ）19 年年报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：陈建生

执业证书号：S1030519080002

联系电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csco.com.cn

研究助理：魏大千

联系电话：0755-83199535

邮箱：weidq@csco.com.cn

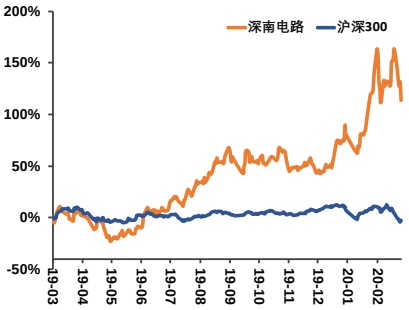
公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

1、深南电路深度研究报告-站稳优质赛道，内资 PCB 龙头地位稳固-190521

2、深南电路半年报点评-业绩符合预期，5G 业务驱动新一轮增长-190812

深南电路 002916.SZ 与沪深 300 对比表现



公司数据与预测	Wind 资讯
总市值（亿）	712.32
流通市值（亿）	207.22
总股本（亿股）	3.39
流通股本（亿股）	0.99
日均成交额（亿）	7.34
近一月换手率（%）	155.68
第一大股东	中航国际控股

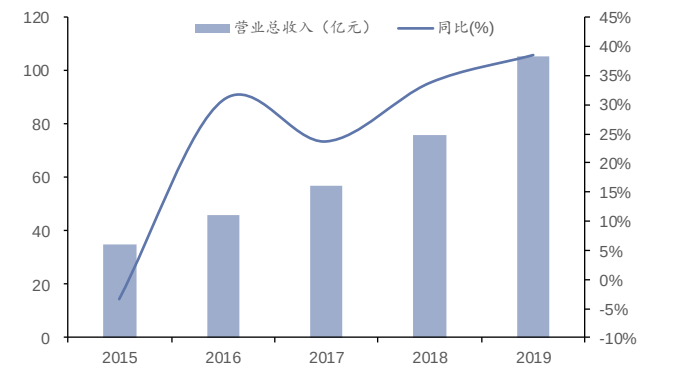
请务必阅读文后重要声明及免责条款

核心观点：

1. **2019 年全年业绩符合预期。**2019 年公司实现营业收入 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%；Q4 单季度公司实现营业收入 28.66 亿元，同比增长 26.52%；归母净利润 3.65 亿元，同比增长 62.89%；2019 年 ROE（摊薄）24.65%，同比增加 5.92pcts，净利率 11.72%，同比增加 2.53pcts。公司业绩符合预期，盈利能力持续提升。
2. **Q4 高增长延续，新基建 5G 相关投资带动 PCB 需求高增长。**从需求端看，5G 通信基础设施建设需求持续旺盛，公司作为国内 PCB 龙头，在多层高速 PCB 技术上具有领先优势，是华为的 5G 核心供应商，2019 年公司来自华为与中兴的收入分别同比增加 73%、182%。从产能端看，龙岗、无锡厂均满载生产，南通一期产能释放充分，单月产值超 1 亿。PCB 有效总产能从 2018 年的约 145 万平/年，提升到 2019 年的约 195 万平/年，同比增长 34%。二者叠加伴随相应产品附加值提升，量价齐升带动公司业绩高速成长。
3. **研发投入持续提升，半导体封装基板业务有望带来长期增长动力。**2019 年度公司研发投入 5.37 亿元，同比增长 54.77%，占公司营业总收入比例 5.10%，主要投向下一代高密度、高集成、高速高频通信印制电路板、存储封装基板公司。2019 年末在建工程较同期增长 248%，主要为“半导体高端高密 IC 载板产品项目”及"数通用高速高密度多层 PCB 项目(二期)"建设投入增加所致。南通二期定位高端订单，新增年产值可达 15 亿元，未来有望带来新的增长空间。
4. **风险提示。**5G 建设不及预期，新产能爬坡不及预期。

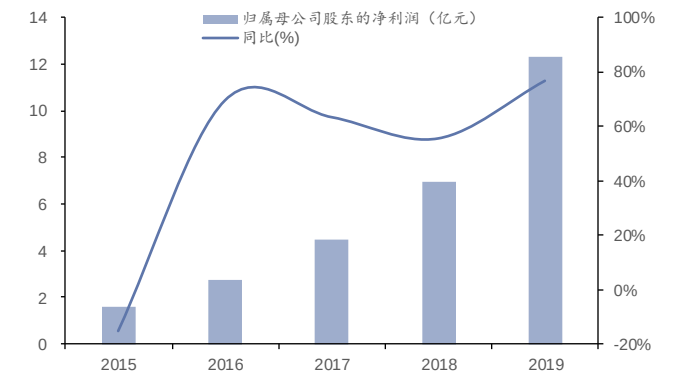
预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	105.24	143.53	190.77	246.48
收入同比	38.44%	36.39%	32.91%	29.20%
归母净利润（亿元）	12.32	17.71	25.07	34.02
归母净利润同比	76.80%	43.68%	41.55%	35.70%
毛利率	26.53%	25.77%	25.82%	25.84%
净利率	11.72%	12.36%	13.16%	13.82%
EPS（元）	3.633	5.219	7.388	10.026
PE（倍）	58	40	28	21

Figure 1 公司营业收入变化



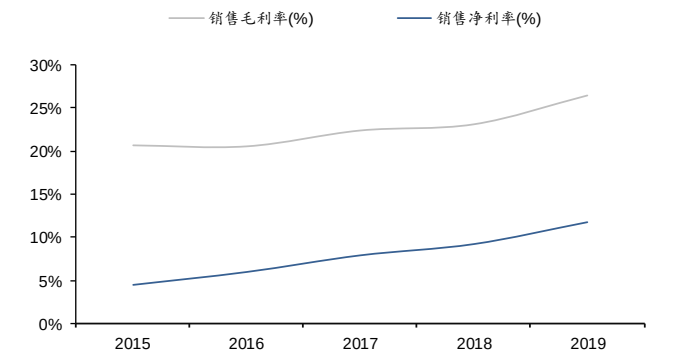
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 公司归母净利润变化



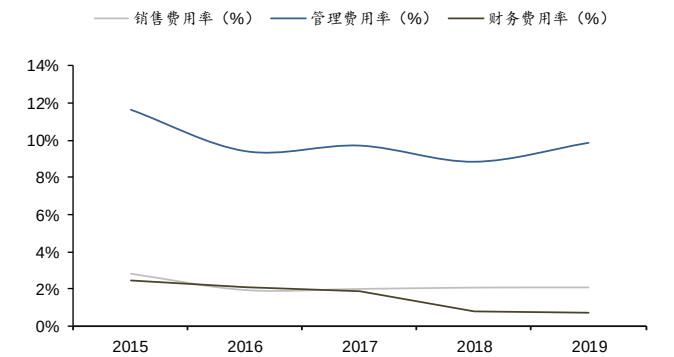
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 毛利率及净利率变化情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 三项费用变化情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 深南电路历史估值走势

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

关键假设

印制电路板

PCB 业务为公司最核心业务，随募投产能逐渐释放，已经 5G 建设周期带来的基站高频 PCB 量价齐升，行业集中度提高的过程中，预计 2020-2021 年相关产品渗透率及市占率进一步提升。给予 2020E-2022E 三年增长率为 40%、35%、30%。考虑公司经营规模扩大带来的边际效应及成本控制能力，毛利率保持稳中有升，预计 2020E-2022E 三年毛利率为 27%。

封装基板

封装基板有部分产能源于新厂投产，加之公司原有产量通过技改以及自动化率提升等措施保证生产效率进一步提高。我们预计 2020E-2022E 三年该业务收入增长速度为 25%，毛利率保持平稳，预计 2020E-2022E 三年为 26%。

电子装联

电子装联业务增长来源于原有 PCB 客户，而随着公司 PCB 业务持续扩张，预计公司电子装联业务有望持续保持稳定增长。预计 2020E-2022E 该业务三年营业收入增长速度为 30%，2020E-2022E 该业务毛利率保持稳定为 19%。

其他业务

其他为器件模组，IC 测试板卡等占比相对较小。预计 2020E-2022E 该业务三年营业收入增长速度保持 20%，2020E-2022E 该业务毛利率保持为 20%。

Figure 6 深南电路收入及毛利率预测（亿元）

项目 \ 年份		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
印制电路板	收入	38.94	53.79	77.26	108.16	146.02	189.83
	YoY	17.22%	38.14%	43.63%	40.00%	35.00%	30.00%
	占总营收比例	68.48%	70.76%	73.41%	75.36%	76.54%	77.02%
	毛利率	22.33%	23.04%	27.98%	27.00%	27.00%	27.00%
封装基板	收入	7.54	9.47	11.64	14.55	18.19	22.73
	YoY	60.43%	25.60%	22.91%	25.00%	25.00%	25.00%
	占总营收比例	13.26%	12.46%	11.06%	10.14%	9.53%	9.22%
	毛利率	26.12%	29.69%	26.25%	26.00%	26.00%	26.00%
电子装联	收入	7.29	9.27	12.11	15.74	20.47	26.61
	YoY	28.35%	27.16%	30.64%	30.00%	30.00%	30.00%

	占总营收比例	12.82%	12.19%	11.51%	10.97%	10.73%	10.79%
	毛利率	19.27%	18.32%	19.51%	19.00%	19.00%	19.00%
其他业务	收入	3.09	3.49	4.23	5.08	6.09	7.31
	YoY	29.83%	12.94%	21.20%	20.00%	20.00%	20.00%
	占总营收比例	5.43%	4.59%	4.02%	3.54%	3.19%	2.97%
	毛利率	21.56%	19.52%	21.04%	20.00%	20.00%	20.00%
总营业收入		56.86	76.02	105.24	143.53	190.77	246.48
YoY		23.66%	33.70%	38.44%	36.39%	32.91%	29.20%
综合毛利率		20.00%	21.05%	26.54%	25.77%	25.82%	25.84%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

依据假设条件，预测 2020E-2022E 公司实现的营业收入分别为 143.53 亿元、190.77 亿元、246.48 亿元，同比增长 36.39%、32.91%、29.20%；2020E-2022E 归母公司净利润分别为 17.71 亿元、25.07 亿元、34.02 亿元，同比增长 43.68%、41.55%、35.70%。2020E-2022E 年 EPS 为 5.22、7.39、10.03 元，对应 PE 为 40、28、21 倍。公司为国内 PCB 制造龙头企业，未来业务领域潜在空间巨大，维持增持评级。

附表

附表 1 利润表（亿元）

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	56.87	76.02	105.24	143.54	190.77	246.48
减:营业成本	44.13	58.44	77.32	106.54	141.51	182.80
营业税金及附加	0.52	0.71	0.62	1.17	1.55	2.01
营业费用	1.13	1.57	2.18	2.97	3.95	5.10
管理费用	5.52	3.25	5.01	7.89	10.49	13.56
财务费用	1.07	0.57	0.73	1.22	0.86	0.07
资产减值损失	0.20	0.93	-0.70	0.14	0.14	0.14
加:投资收益	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-3.47	-6.99	-3.49	-3.49	-3.49
营业利润（亿元）	4.29	7.19	13.09	20.11	28.78	39.32
加:其他非经营损益	0.75	0.59	0.94	0.76	0.76	0.76
利润总额（亿元）	5.04	7.78	14.03	20.86	29.53	40.08
减:所得税	0.56	0.79	1.70	3.13	4.43	6.01
净利润（亿元）	4.49	6.98	12.34	17.73	25.10	34.07
减:少数股东损益	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
归属母公司股东净利润(亿元)	4.48	6.97	12.33	17.71	25.07	34.02

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表 2 财务比率分析

财务分析	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率						
毛利率	22.40%	23.13%	26.53%	25.77%	25.82%	25.84%
三费/销售收入	13.58%	7.10%	7.52%	8.42%	8.02%	7.60%
EBIT/销售收入	10.25%	11.02%	13.96%	15.31%	15.88%	16.24%
EBITDA/销售收入	16.19%	16.05%	18.40%	21.21%	20.32%	19.43%
销售净利率	7.89%	9.19%	11.72%	12.36%	13.16%	13.82%
资产获利率						
ROE	14.14%	18.73%	24.65%	27.75%	30.06%	30.94%
ROA	8.44%	10.57%	13.58%	14.49%	17.77%	19.05%
ROIC	15.14%	15.87%	25.48%	24.34%	25.22%	29.06%
增长率						
销售收入增长率	23.67%	33.68%	38.44%	36.39%	32.91%	29.20%
EBIT 增长率	42.60%	43.69%	75.44%	49.57%	37.80%	32.19%
EBITDA 增长率	28.89%	32.50%	58.77%	57.21%	27.28%	23.56%
净利润增长率	63.53%	55.59%	76.64%	43.77%	41.55%	35.70%
总资产增长率	47.19%	14.73%	36.53%	40.17%	12.39%	23.25%
股东权益增长率	100.71%	17.51%	34.34%	27.65%	30.66%	31.84%

经营营运资本增长率	12.95%	66.81%	13.54%	33.75%	59.74%	26.29%
资本结构						
资产负债率	54.14%	53.02%	59.83%	62.21%	54.88%	50.73%
投资资本/总资产	63.82%	59.93%	68.48%	65.60%	67.40%	58.91%
带息债务/总负债	33.58%	24.77%	37.18%	37.76%	33.58%	21.11%
流动比率	1.32	1.15	1.11	1.38	1.78	2.07
速动比率	0.87	0.62	0.71	1.02	1.36	1.58
股利支付率	28.12%	20.48%	17.21%	21.94%	21.94%	21.94%
收益留存率	71.88%	79.52%	82.79%	78.06%	78.06%	78.06%
资产管理效率						
总资产周转率	0.82	0.96	0.97	0.95	1.12	1.17
固定资产周转率	1.99	2.19	2.44	3.06	4.85	7.77
应收账款周转率						
存货周转率	5.21	4.21	4.80	4.86	4.91	4.98

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表 3 业绩和估值指标

业绩和估值指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBIT（亿元）	5.83	8.38	14.69	21.98	30.29	40.04
EBITDA（亿元）	9.21	12.20	19.37	30.45	38.76	47.89
NOPLAT（亿元）	4.52	7.00	12.10	18.04	25.10	33.39
净利润（亿元）	4.48	6.97	12.33	17.71	25.07	34.02
EPS（元）	1.320	2.055	3.633	5.219	7.388	10.026
BPS（元）	9.335	10.969	14.736	18.810	24.578	32.405
PE（倍）	158.97	102.16	57.78	40.22	28.41	20.94
PB（倍）	22.49	19.14	14.24	11.16	8.54	6.48
PS（倍）	12.53	9.37	6.77	4.96	3.73	2.89
PCF（倍）	77.05	81.27	56.11	25.29	29.69	17.28
EV/EBIT（倍）	102.95	71.39	50.11	34.03	24.56	18.14
EV/EBITDA（倍）	65.18	49.02	38.02	24.56	19.19	15.16
EV/NOPLAT（倍）	132.83	85.47	60.85	41.47	29.63	21.75
EV/IC（倍）	13.61	12.59	9.94	7.52	6.47	5.87
ROIC-WACC	15.14%	15.87%	25.48%	22.34%	23.68%	28.01%
股息率	0.002	0.002	0.003	0.005	0.008	0.010

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，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。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买　　入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增　　持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 卖　　出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。