

公司研究

落实“3-In-One”战略，布局完整产业链

——深南电路（002916.SZ）跟踪报告之一

要点

事件：公司发布非公开发行预案，拟发行不超过 1.47 亿股，募集不超过 25.5 亿元。

点评：

内资 PCB 龙头厂商，落实“3-In-One”战略：公司由中航国际控股，是内资规模最大的 PCB 厂商。公司专注于电子互联领域，拥有印制电路板、电子装联、封装基板三项业务，形成了业界独特的“3-In-One”业务布局。公司专注于通信 PCB 业务 20 余年，已经成长为 PCB 行业龙头。公司 2009 年进入半导体封装基板领域，形成具有自主知识产权的封装和工艺，成为日月光、安靠科技、长电科技等封测巨头的合格供应商。公司 2020 年实现营业收入 116.0 亿元，同比增长 10%；实现净利润 14.3 亿元，同比增长 16%。2021 年一季度公司实现营业收入 27.2 亿元，同比增长 9%，实现净利润 2.0 亿元，同比减少 19.7%。

定增加码 IC 载板布局，行业景气带动增长：此次发行拟将募集资金当中 18 亿元用于高阶倒装芯片用 IC 载板产品制造项目，该项目总投资为 20.16 亿元，实施主体为无锡深南。根据公司定增公告引用的 Prismark 数据，2022 年全球封装基板产值预估约 88 亿美元，其中尤其以倒装产品的封装基板增长最为明显。其中受惠于物联网，大数据等新兴市场，封装基板出货量涨幅最快的应用领域为存储模组、数据模组等。根据 Prismark 预测，2020 年至 2025 年我国封装基板产值的年复合增长率约为 12.9%，增速大幅高于其他地区，全球封装基板产业正朝着中国大陆不断转移。

高研发投入，中高端产品开发加速：公司封装基板业务有深圳、无锡两大生产基地，深圳封装基板工厂主要面向 MEMS 微机电系统封装基板，产能约为 30 万平米/年；无锡封装基板工厂面向存储类封装基板，且具备 FC CSP 量产能力，预计达产后每年新增 60 万平米 IC 载板产能。公司 2020 年研发投入 6.45 亿元，同比增长 20.15%，主要投向存储及 FC CSP 封装基板。强劲的研发实力和大规模资金投入推动公司从 MEMS 系统封装切入至高端存储芯片和处理器芯片领域。

盈利预测、估值与评级：由于公司 2020 年通信类 PCB 业务导入不及预期，以及上游原材料涨价等影响超出预期，我们下调公司 2021-2022 年净利润为 17.73/22.04 亿元，较前次下调幅度为 19.48%/18.71%，新增 2023 年净利润预期为 26.99 亿元，对应 2021-23 年 PE 为 26/21/17X。我们看好公司作为内资 PCB 行业领军者，IC 载板业务有望带动公司业绩增长，维持“买入”评级。

风险提示：客户导入不及预期，5G 建设不及预期，毛利率下滑风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,524	11,600	13,974	16,613	19,535
营业收入增长率	38.44%	10.23%	20.46%	18.89%	17.59%
净利润（百万元）	1,233	1,430	1,773	2,204	2,699
净利润增长率	76.80%	16.01%	23.99%	24.27%	22.48%
EPS（元）	3.63	2.92	3.62	4.50	5.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.65%	19.22%	20.27%	21.23%	21.83%
P/E	26	33	26	21	17
P/B	6.5	6.3	5.4	4.5	3.8

资料来源：Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2021-08-18 注：公司 2019 年股本为 3.39 亿，2020 年股本为 4.89 亿

买入（维持）

当前价：94.80 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqil@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.89
总市值(亿元):	463.57
一年最低/最高(元):	74.88/148.66
近 3 月换手率:	73.14%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.05	-4.70	-11.96
绝对	-11.45	-11.45	-11.45

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,524	11,600	13,974	16,613	19,535
营业成本	7,732	8,530	10,499	12,496	14,718
折旧和摊销	448	606	612	701	788
税金及附加	62	64	84	100	117
销售费用	218	167	210	199	234
管理费用	501	480	559	581	684
研发费用	537	645	699	831	977
财务费用	73	152	82	81	54
投资收益	0	6	5	5	5
营业利润	1,417	1,625	2,002	2,480	3,031
利润总额	1,403	1,606	1,998	2,476	3,027
所得税	170	175	200	248	303
净利润	1,234	1,431	1,798	2,229	2,724
少数股东损益	1	1	25	25	25
归属母公司净利润	1,233	1,430	1,773	2,204	2,699
EPS(元)	3.63	2.92	3.62	4.50	5.52

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,263	1,800	1,744	2,700	3,212
净利润	1,233	1,430	1,773	2,204	2,699
折旧摊销	448	606	612	701	788
净营运资金增加	653	663	1,216	833	934
其他	-1,070	-899	-1,857	-1,038	-1,209
投资活动产生现金流	-1,997	-2,635	-1	-3	-3
净资本支出	-2,170	-2,480	-8	-8	-8
长期投资变化	5	4	0	0	0
其他资产变化	168	-159	7	5	5
融资活动现金流	1,516	-71	544	-1,980	-768
股本变化	59	150	0	0	0
债务净变化	1,479	-1,215	1,091	-1,323	0
无息负债变化	936	562	-75	735	805
净现金流	791	-937	2,288	718	2,441

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	26.5%	26.5%	24.9%	24.8%	24.7%
EBITDA 率	20.2%	22.9%	18.9%	19.7%	19.9%
EBIT 率	15.7%	17.3%	14.5%	15.5%	15.9%
税前净利润率	13.3%	13.8%	14.3%	14.9%	15.5%
归母净利润率	11.7%	12.3%	12.7%	13.3%	13.8%
ROA	10.1%	10.2%	11.0%	12.8%	13.5%
ROE (摊薄)	24.7%	19.2%	20.3%	21.2%	21.8%
经营性 ROIC	17.0%	16.6%	16.1%	20.1%	23.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	59%	47%	46%	40%	39%
流动比率	1.28	1.20	1.50	1.99	2.31
速动比率	0.96	0.76	1.16	1.54	1.85
归母权益/有息债务	1.69	4.26	3.08	6.85	8.16
有形资产/有息债务	3.96	7.69	5.56	11.12	12.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	12,219	14,008	16,357	17,422	20,238
货币资金	1,444	507	2,795	3,512	5,954
交易性金融资产	0	165	165	165	165
应收帐款	2,092	2,053	2,711	3,223	3,790
应收票据	100	222	279	332	391
其他应收款 (合计)	21	30	84	100	117
存货	1,504	2,206	2,020	2,419	2,864
其他流动资产	813	751	798	851	909
流动资产合计	5,977	5,941	8,894	10,653	14,248
其他权益工具	37	59	59	59	59
长期股权投资	5	4	4	4	4
固定资产	4,291	6,485	6,101	5,572	4,915
在建工程	1,147	885	664	498	374
无形资产	297	322	323	325	326
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	249	60	60	60	60
非流动资产合计	6,242	8,067	7,462	6,769	5,989
总负债	7,216	6,563	7,579	6,991	7,796
短期借款	158	232	1,323	0	0
应付账款	1,555	1,515	2,100	2,499	2,944
应付票据	765	858	945	1,125	1,325
预收账款	46	2	0	0	0
其他流动负债	28	9	9	9	9
流动负债合计	4,670	4,932	5,948	5,360	6,165
长期借款	945	1,059	1,059	1,059	1,059
应付债券	1,305	0	0	0	0
其他非流动负债	294	266	266	266	266
非流动负债合计	2,547	1,631	1,631	1,631	1,631
股东权益	5,003	7,444	8,778	10,431	12,442
股本	339	489	489	489	489
公积金	2,401	3,904	3,904	3,904	3,904
未分配利润	2,170	3,135	4,443	6,071	8,057
归属母公司权益	5,001	7,441	8,749	10,378	12,363
少数股东权益	2	3	28	53	78

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.07%	1.44%	1.50%	1.20%	1.20%
管理费用率	4.76%	4.14%	4.00%	3.50%	3.50%
财务费用率	0.69%	1.31%	0.58%	0.49%	0.28%
研发费用率	5.10%	5.56%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	12%	11%	10%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.15	0.95	1.18	1.46	1.78
每股经营现金流	3.72	3.68	3.56	5.52	6.56
每股净资产	14.74	15.21	17.88	21.21	25.27
每股销售收入	31.01	23.71	28.56	33.95	39.92

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	26	33	26	21	17
PB	6.5	6.3	5.4	4.5	3.8
EV/EBITDA	17.2	19.2	18.8	14.7	11.9
股息率	1.2%	1.0%	1.2%	1.5%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE