2020 年 08 月 20 日

公司研究●证券研究报告

深南电路（002916.SZ）

公司快报

无锡工厂爬坡顺利，长期增长逻辑确定

投资要点

◆ **事件：**公司发布 20 年半年报，2020 年公司实现营业总收入 59.15 亿元、同比增长 23.46%，归母净利润 7.24 亿元，同比增长 53.77%，扣非后归母净利润 6.65 亿元、同比增长 51.3%。其中 2020Q2 营业总收入 34.18 亿元，同比增长 30%、环比增长 36.85%，归母净利润 4.48 亿元，同比增长 57%。业绩符合市场预期。

◆ **PCB：南通二期产能释放+5G/数通开拓顺利，成本管控加强提升毛利率。**PCB 业务实现营收 43.05

◆ 亿元，同比增长 22.02%，毛利率 27.56%，同比提升 3.08pct.。PCB 业务的增长来自于南通二期新产能的投放、老厂区技改产能提升、5G 产品占比提升，通信、数据中心等领域需求持续提升，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；数据中心业务客户拓展较为顺利。公司智能化改造和成本管控成效显著，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，在疫情影响下全期毛利率同比提升。

◆ **封装基板业务大幅增长，无锡载板厂爬坡顺利。**封装基板业务实现营收 7.51 亿元，同比增长 50.07%，公司封装基板收入增长主要系深圳基板工厂持续开展技术改造，产出能力不断攀升，无锡基板工厂主要面向存储领域，去年 6 月连线试生产后处于产能爬坡阶段，客户开发较为顺利，部分客户已进入量产阶段。封装基板业务毛利率 28.49%，增长 0.67pct，相比 2019 年因无锡载板厂爬坡使得业务毛利率下降至 26.25%，回升接近到 2018 年水平。同时，无锡厂净利率 1.85 亿元，同比增长 199%，净利率 10.1%，同比提升 3.9pct，可见无锡基板厂爬坡顺利。

◆ **短期业绩因订单节奏或承压，长期增长逻辑确定清晰。**国内龙头设备商因受制裁升级相关项目有所推迟，PCB 厂订单节奏放缓，短期增速或受影响。长期看，5G 规模建设所带来的 PCB 需求确定，20 年底 Intel 新 CPU 平台 Whitley 推出带来服务器 PCB 量价齐升，公司作为全球通信 PCB 领先企业，将充分受益，长期增长趋势确定。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2020-2021 年净利润分别为 16.7/21.7 亿元， 对应 PE 分别为 40.8 /31.5x，公司作为 5G 建设和数据中心建设受益标的，长期增长逻辑确定，我们维持公司“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**美国制裁加大风险；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

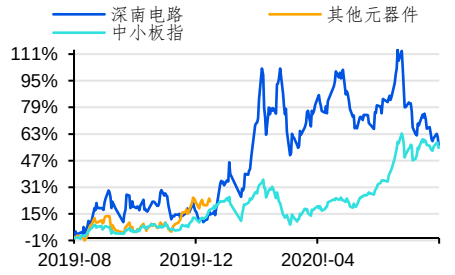
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-19)	141.90 元

交易数据

总市值（百万元）	68,409.92
流通市值（百万元）	20,696.59
总股本（百万股）	482.10
流通股本（百万股）	145.85
12 个月价格区间	125.95/272.73 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.73	-41.63	13.99
绝对收益	-14.1	-17.17	67.92

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

相关报告

深南电路：5G+数通驱动高成长，新产能接力释放 2020-03-20

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	13,249	16,987	18,216
YoY(%)	33.7	38.4	25.9	28.2	7.2
净利润(百万元)	697	1,233	1,677	2,174	2,378
YoY(%)	55.6	76.8	36.0	29.6	9.4
毛利率(%)	23.1	26.5	26.2	26.4	26.2
EPS(摊薄/元)	1.45	2.56	3.48	4.51	4.93
ROE(%)	18.8	24.7	26.7	27.2	24.1
P/E(倍)	98.1	55.5	40.8	31.5	28.8
P/B(倍)	18.4	14.3	11.2	8.8	7.1
净利率(%)	9.2	11.7	12.7	12.8	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	7495	9007	9329
现金	650	1444	1746	2229	2624
应收票据及应收账款	1805	2192	2849	3608	3319
预付账款	4	3	6	6	7
存货	1327	1504	2261	2431	2681
其他流动资产	390	834	634	733	699
非流动资产	4349	6242	7117	8403	8261
长期投资	5	5	4	4	3
固定资产	3466	4310	5793	7229	7127
无形资产	285	297	319	333	332
其他非流动资产	593	1631	1000	837	799
资产总计	8525	12219	14612	17410	17590
流动负债	3461	4670	5990	7238	6179
短期借款	0	158	768	557	99
应付票据及应付账款	2123	2321	3568	3783	4219
其他流动负债	1338	2191	1654	2898	1862
非流动负债	**1341**	**2547**	**2324**	**2157**	**1520**
长期借款	1041	2250	2026	1859	1222
其他非流动负债	300	297	298	298	298
负债合计	4802	7216	8314	9394	7699
少数股东权益	1	2	4	6	8
股本	280	339	482	482	482
资本公积	2123	2231	2096	2096	2096
留存收益	1319	2339	3500	4995	6636
归属母公司股东权益	3722	5001	6295	8010	9883
负债和股东权益	8525	12219	14612	17410	17590

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	1800	3252	2643
净利润	698	1234	1679	2176	2381
折旧摊销	382	467	547	733	829
财务费用	57	73	32	-1	-40
投资损失	-12	-0	-4	-5	-3
营运资金变动	-331	-648	-457	345	-527
其他经营现金流	83	137	4	5	4
投资活动现金流	-1344	-1997	-1423	-2018	-688
筹资活动现金流	-491	1516	-764	-501	-1122
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.45	2.56	3.48	4.51	4.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	2.62	3.73	6.75	5.48
每股净资产(最新摊薄)	7.72	9.95	12.62	16.18	20.07

利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7602	10524	13249	16987	18216
营业成本	5844	7732	9774	12497	13442
营业税金及附加	71	62	101	115	132
营业费用	157	218	274	351	377
管理费用	325	501	596	787	832
研发费用	347	537	623	832	874
财务费用	57	73	32	-1	-40
资产减值损失	93	-70	40	49	-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	1899	2460	2699
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	8	17	12	14	13
利润总额	778	1403	1888	2448	2688
所得税	79	170	210	272	307
税后利润	698	1234	1679	2176	2381
少数股东损益	1	1	2	2	2
归属母公司净利润	697	1233	1677	2174	2378
EBITDA	1209	1985	2486	3226	3515

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	25.9	28.2	7.2
营业利润(%)	56.4	80.8	34.0	29.6	9.7
归属于母公司净利润(%)	55.6	76.8	36.0	29.6	9.4
获利能力					
毛利率(%)	23.1	26.5	26.2	26.4	26.2
净利率(%)	9.2	11.7	12.7	12.8	13.1
ROE(%)	18.8	24.7	26.7	27.2	24.1
ROIC(%)	13.5	16.2	17.4	19.6	19.7
偿债能力					
资产负债率(%)	56.3	59.1	56.9	54.0	43.8
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.5
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0
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	98.1	55.5	40.8	31.5	28.8
P/B	18.4	14.3	11.2	8.8	7.1
EV/EBITDA	57.5	35.4	28.3	21.5	19.3

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

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