创新技术与企业服务研究中心

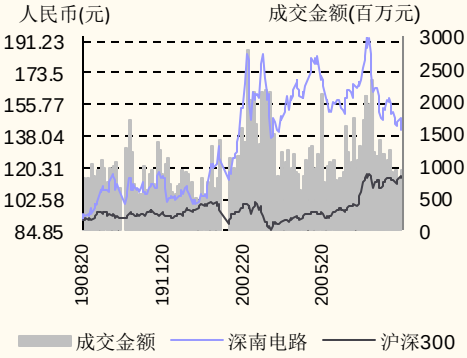
深南电路 (002916.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：141.90 元
目标价格（人民币）：183.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.82
已上市流通 A 股(亿股)	1.46
总市值(亿元)	684.10
年内股价最高最低(元)	165.19/141.90
沪深 300 指数	4741
中小板综	12884



相关报告

1.《业绩超预期，高利润高确定性再次确认-深南电路 2020 年一季报...》，2020.4.10
2.《业绩符合预期，新产能将如期投产拥抱景气-深南电路 19 年年报点...》，2020.3.21
3.《业绩符合预期，新产能即将拥抱景气需求-深南电路 2019 年报快...》，2020.3.1
4.《业绩符合预期，新产能迎接多重需求释放-深南电路年报预告点评》，2020.1.13
5.《毛利率环比大幅提升，量价齐升逻辑正在兑现-深南电路三季报点评》，2019.10.30

樊志远 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 联系人
dengxiaolu@gjzq.com.cn

刘妍雪 联系人
liuyanxue@gjzq.com.cn

业绩居上限，载板业务爬坡顺利有望释放弹性

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,602	10,524	14,022	17,398	20,789
营业收入增长率	33.68%	38.44%	33.24%	24.08%	19.49%
归母净利润(百万元)	697	1,233	1,733	2,207	2,772
归母净利润增长率	55.61%	76.80%	40.58%	27.33%	25.62%
摊薄每股收益(元)	2.490	3.633	5.107	6.502	8.168
每股经营性现金流净额	3.22	3.66	5.79	7.30	9.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.73%	24.65%	26.40%	25.66%	24.74%
P/E	32.19	39.12	44.07	34.61	27.55
P/B	6.03	9.64	11.64	8.88	6.82

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司实现营收 59.2 亿元(YoY+23.5%)，归母净利 7.2 亿元(YoY+53.8%)，扣非后 6.6 亿元(YoY+51.4%)；20Q2 营收 34.2 亿元(YoY+30.0%，QoQ+36.9%)，归母净利 4.5 亿元(YoY+57.4%，QoQ +61.7%)，扣非后 4.1 亿元(YoY+53.9%，QoQ+61.3%)。20H1 毛利率和净利率分别达到 26.2%(YoY+2.4pct)和 12.2%(YoY+2.4pct)；20Q2 毛利率和净利率分别达到 26.7%(YoY+2.7pct，QoQ+1.1pct)和 13.1%(YoY+2.3pct，QoQ+2.0pct)。公司业绩位于预告上限，经营状况持续优秀。

经营分析

- **PCB 控费能力持续提升，封装基板爬坡进展顺利。**从公司各细分领域业务情况来看，营收端 PCB\封装基板\电子装联分别同比增长 22%\50%\3%，毛利率端 PCB\封装基板\电子装联分别同比增 3pct\0.7pct\0.8pct。从分类情况看到，PCB 营收增长主要来自于南通二期产能投放带来量增和公司产品均价同比提升，同时 PCB 毛利率同比提高且水平与 19 年全年相近，可见在疫情的不利因素下公司控费能力显著提升；封装基板方面，19 年因无锡载板厂良率爬升使得封装基板业务获利受拖累，但我们从 20H1 的情况可以看到，封装基板毛利率相较 19 年全年已回升 2.2pct 至 28.5%的水平，并且从子公司无锡深南 20H1 实现 1.85 亿元净利润（19 年全年仅实现 1.64）可以看到，公司封装基板爬坡顺利，后续有望释放业绩弹性。
- **Q3 行业略承压，长期确定方向不变。**公司业绩情况充分印证 20H1 通信行业需求十分旺盛，但根据产业链调研，国内通信设备商龙头自 5 月 15 日受到美国制裁升级后部分项目进度有所推迟，从而导致 PCB 厂商 Q3 订单释放节奏放缓，短期增长有所承压；但我们认为国内 5G 建设、预计 Q4 启动的搭载新平台的服务器拉货浪潮等需求趋势不变，公司作为在全球范围内具有高竞争力的 PCB 厂商，成长路径仍具清晰，长期价值确定性仍不变。

投资建议

- 考虑到公司盈利能力提升、载板爬坡顺利，我们预测公司 20-22 年归母净利润为 17.3、22.1、27.7 亿元，目前股价对应 PE 为 40X/31X/25X，目标价按照复权后看到 183 元，维持“买入”评级。

风险提示：通信类设备出货量不及预期；公司市占率不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**5,687**	**7,602**	**10,524**	**14,022**	**17,398**	**20,789**
增长率		33.7%	38.4%	33.2%	24.1%	19.5%
主营业务成本	-4,413	-5,844	-7,732	-10,264	-12,645	-15,060
%销售收入	77.6%	76.9%	73.5%	73.2%	72.7%	72.4%
毛利	1,274	1,758	2,792	3,758	4,753	5,729
%销售收入	22.4%	23.1%	26.5%	26.8%	27.3%	27.6%
营业税金及附加	-52	-71	-62	-70	-87	-104
%销售收入	0.9%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-113	-157	-218	-252	-313	-374
%销售收入	2.0%	2.1%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-552	-325	-501	-589	-713	-832
%销售收入	9.7%	4.3%	4.8%	4.2%	4.1%	4.0%
研发费用	0	-347	-537	-631	-753	-873
%销售收入	0.0%	4.6%	5.1%	4.5%	4.3%	4.2%
息税前利润（EBIT）	557	858	1,475	2,215	2,886	3,547
%销售收入	9.8%	11.3%	14.0%	15.8%	16.6%	17.1%
财务费用	-107	-57	-73	-184	-310	-350
%销售收入	1.9%	0.8%	0.7%	1.3%	1.8%	1.7%
资产减值损失	-20	-93	-70	-56	-62	-53
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	12	0	0	0	1
%税前利润	n.a	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	501	784	1,417	1,976	2,514	3,144
营业利润率	8.8%	10.3%	13.5%	14.1%	14.5%	15.1%
营业外收支	3	-6	-14	-3	-3	10
税前利润	504	778	1,403	1,973	2,511	3,154
利润率	8.9%	10.2%	13.3%	14.1%	14.4%	15.2%
所得税	-56	-79	-170	-239	-304	-382
所得税率	11.0%	10.2%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
净利润	449	698	1,234	1,734	2,207	2,773
少数股东损益	1	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	**448**	**697**	**1,233**	**1,733**	**2,207**	**2,772**
净利率	7.9%	9.2%	11.7%	12.4%	12.7%	13.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	449	698	1,234	1,734	2,207	2,773
少数股东损益	1	1	1	1	1	1
非现金支出	358	475	538	489	574	633
非经营收益	88	58	84	137	123	76
营运资金变动	2	-331	-615	-396	-429	-348
经营活动现金净流	**896**	**901**	**1,241**	**1,964**	**2,476**	**3,134**
资本开支	-531	-1,181	-2,170	-2,014	-1,462	-1,552
投资	0	0	-3	-2	-2	-2
其他	0	-163	176	0	0	1
投资活动现金净流	**-531**	**-1,344**	**-1,997**	**-2,016**	**-1,463**	**-1,554**
股权募资	1,285	0	130	0	0	0
债权募资	130	-267	1,746	-154	-504	-679
其他	-372	-212	-350	-309	-293	-261
筹资活动现金净流	**1,043**	**-479**	**1,525**	**-463**	**-797**	**-940**
现金净流量	**1,408**	**-921**	**769**	**-515**	**215**	**640**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,593	650	1,444	929	1,144	1,784
应收款项	1,120	1,825	2,832	3,329	4,217	4,973
存货	1,047	1,327	1,504	1,800	2,238	2,676
其他流动资产	122	374	197	210	243	265
流动资产	3,882	4,176	5,977	6,268	7,842	9,698
%总资产	52.2%	49.0%	48.9%	44.5%	47.2%	49.8%
长期投资	27	27	48	50	52	54
固定资产	3,107	3,795	5,457	7,249	8,162	9,112
%总资产	41.7%	44.5%	44.7%	51.4%	49.1%	46.8%
无形资产	331	326	420	456	490	522
非流动资产	3,561	4,349	6,242	7,823	8,775	9,764
%总资产	47.8%	51.0%	51.1%	55.5%	52.8%	50.2%
资产总计	**7,443**	**8,525**	**12,219**	**14,092**	**16,618**	**19,462**
短期借款	580	443	713	853	739	250
应付款项	1,999	2,727	3,486	3,880	4,701	5,445
其他流动负债	207	291	470	542	713	890
流动负债	2,786	3,461	4,670	5,275	6,153	6,584
长期贷款	1,096	1,041	945	645	245	45
其他长期负债	393	300	1,602	1,605	1,615	1,625
负债	**4,275**	**4,802**	**7,216**	**7,525**	**8,013**	**8,254**
普通股股东权益	**3,168**	**3,722**	**5,001**	**6,564**	**8,601**	**11,203**
其中：股本	280	280	339	339	339	339
未分配利润	668	1,166	2,170	3,733	5,770	8,372
少数股东权益	0	1	2	3	4	5
负债股东权益合计	**7,443**	**8,525**	**12,219**	**14,092**	**16,618**	**19,462**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.600	2.490	3.633	5.107	6.502	8.168
每股净资产	11.313	13.294	14.736	19.343	25.345	33.013
每股经营现金净流	3.200	3.218	3.656	5.787	7.295	9.234
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	14.14%	18.73%	24.65%	26.40%	25.66%	24.74%
总资产收益率	6.02%	8.18%	10.09%	12.30%	13.28%	14.24%
投入资本收益率	10.23%	14.79%	16.27%	20.78%	23.29%	24.34%
增长率						
主营业务收入增长率	23.67%	33.68%	38.44%	33.24%	24.08%	19.49%
EBIT增长率	44.01%	54.05%	71.90%	50.25%	30.28%	22.88%
净利润增长率	63.44%	55.61%	76.80%	40.58%	27.33%	25.62%
总资产增长率	44.81%	14.54%	43.33%	15.32%	17.92%	17.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.3	58.0	63.6	64.0	69.0	70.0
存货周转天数	76.1	74.2	66.8	66.0	68.0	69.0
应付账款周转天数	61.5	67.3	66.8	63.0	64.0	63.6
固定资产周转天数	183.2	166.4	149.5	127.6	109.7	95.2
偿债能力						
净负债/股东权益	2.60%	22.40%	30.37%	28.53%	13.31%	-1.65%
EBIT利息保障倍数	5.2	14.9	20.2	12.0	9.3	10.1
资产负债率	57.44%	56.32%	59.06%	53.40%	48.22%	42.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-09-16	买入	150.97	196.50～196.50
2	2019-10-11	买入	150.00	213.00～213.00
3	2019-10-30	买入	149.94	213.00～213.00
4	2020-01-13	买入	154.62	213.00～213.00
5	2020-03-01	买入	207.58	213.00
6	2020-03-21	买入	209.90	260.00
7	2020-04-10	买入	225.06	260.00

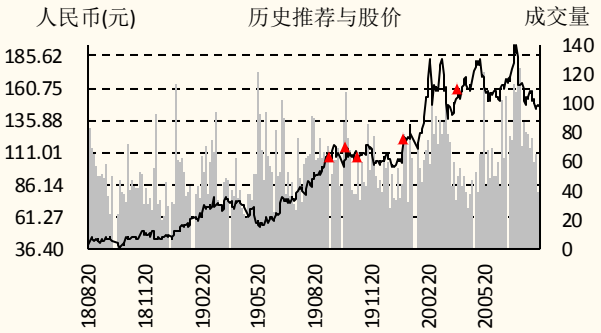
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH