

中國科技行業

PCB 行業預期上調，確認 PCB、CCL 行業景氣預期

Prismark 於上週五上調了 2021 年 PCB 行業的銷售預期，年度增速從 8.6% 提升到了 14.0%，主要是得益於 1) 疫情逐步控制下的經濟復蘇和 2) 去年被抑制的消費者需求的強勁反彈帶來的行業需求增加。總體而言，我們對 PCB 以及 CCL（覆銅板）行業保持樂觀預期，相較之下我們認為 CCL 廠商的表現將優於 PCB 製造商，主要因為 CCL 廠商有更強的議價能力來轉移原材料成本的上漲所帶來的壓力。

- 繼 2020 年同比增長 6.4% 之後，2021 年全球 PCB 銷售將同比增長 14%。全球前 40 名 PCB 供應商的總收入同比增長 29%，達到 178 億美元。Prismark 將 2021 年預測從之前的同比增長 8.6% 上調至 14%。根據該機構預測，和去年來自於個別板塊（主要是 HDI、封裝等子板塊）的增長不同，今年的銷售增長是各行業、各地域的全面增長。我們相信今年市場增長動力主要來自於穩健的市場需求（電信、消費電子、電動汽車等）、技術升級和供應鏈的恢復。
- 我們預計 CCL 廠商的利潤率前景將優於 PCB 製造商。雖然我們預計行業復蘇將繼續，但我們認為不應忽視對原材料成本激增的擔憂。從 2020 年下半年開始，原材料成本開始大幅上漲，2021 年 5 月銅價突破每噸 1 萬美元（2011 年以來的新高）。儘管我們預計中國政府將採取措施抑制大宗商品價格上漲，但我們認為短期內原材料價格可能會維持在較高水準。我們建議監測關鍵指標（粗煉費、美國國債實際利率）以跟蹤銅價走勢。考慮到成本議價能力，我們認為 CCL 供應商的表現將優於 PCB 製造商。
- 維持生益科技（600183 CH）買入評級，保持目標價 30.5 元人民幣不變。我們期待生益科技將會受益於 1) 下游需求的爆發；2) 行業龍頭以及較高的市佔率以及 3) 本次成本上升中更強的議價能力。我們預期 2021 年收入、每股收益分別增長 29% 以及 37%，毛利率端也會隨著更高的 CCL 收入比例得到進一步的改善。我們維持買入評級以及 30.5 元目標價（基於 30 倍 2021 財年預測市盈率）不變。我們認為當前股價位於 21.4 倍 21 年財年市盈率（接近歷史平均下一個標準差）是具有吸引力的。近期的催化劑包括：1) CCL 價格的持續上漲以及 2) 新一期 5G 基站的招標資訊。潛在的風險包括遜於預期的成本傳導以及 5G 建設進展的延遲。
- 維持深南電路（002916 CH）持有評級，保持目標價 82.7 元人民幣不變。我們認為，受益於下游需求的增長，2021 年深南電路的封裝基板業務同比將增長 22%；同時 PCB 業務由於 5G 招標進展的推遲而略受影響。不過我們已經看到深南電路正在積極拓展汽車電子業務，南通三期預計今年四季度投產，聚焦新能源和智慧駕駛方向。長期看，我們認為成本端的壓力將會促進 PCB 行業迎來整合。作為通信領域的龍頭企業，深南電路會受益於規模效應以及市佔率的提升帶來收入的增長，我們看好公司的長期發展。短期內，由於 1) 新一期 5G 基站招標遲於預期，2) 新一期 700MHz 基站的價格預計將有下調以及 3) 近期的成本壓力或難傳導到客戶，我們維持持有評級以及 82.7 元目標價（基於 30 倍 2021 財年預測市盈率）不變。

優於大市
(維持)

中國科技行業

楊天薇

(852) 3916 3716

lilyyang@cmbi.com.hk

伍力恒

(852) 3900 0881

alexng@cmbi.com.hk

股價表現 (生益)

	絕對回報	相對回報
1-月	1.7%	-3.0%
3-月	-4.1%	-6.7%
6-月	-14.9%	-19.6%

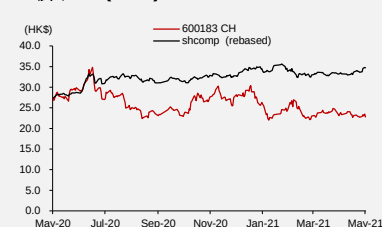
資料來源：彭博

股價表現 (深南)

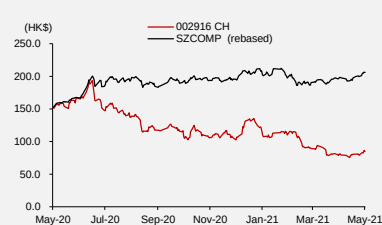
	絕對回報	相對回報
1-月	9.9%	4.6%
3-月	-21.5%	-24.9%
6-月	-18.2%	-23.2%

資料來源：彭博

股價表現 (生益)



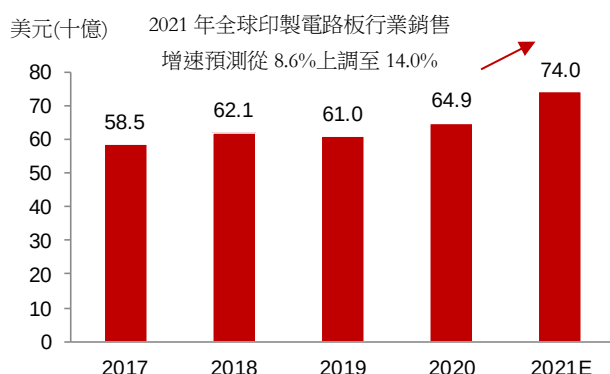
股價表現 (深南)



資料來源：彭博

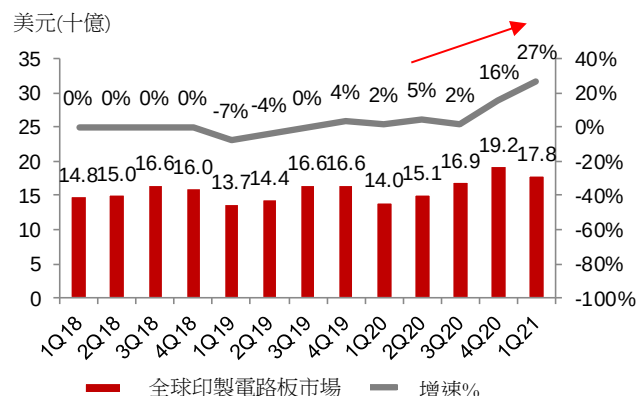
重點圖表

圖 1: 2021 年全球 PCB 市場增速上調至 14%



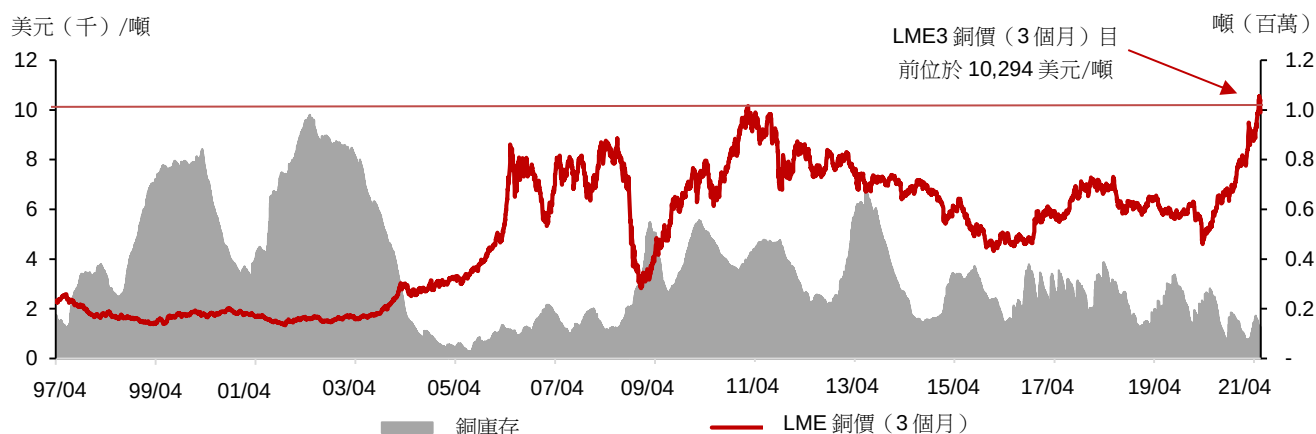
資料來源: Prisma, 招銀國際證券預測

圖 2: 全球 PCB 市場自 2020 年第二季度開始恢復



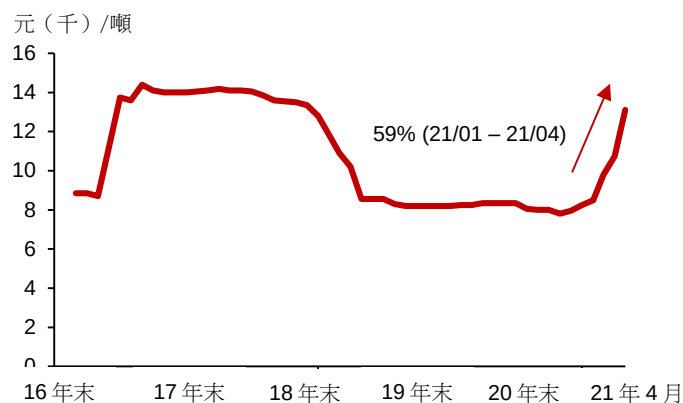
資料來源: 萬德, 招銀國際證券預測

圖 3: LME 銅價於 2021 年 5 月突破萬元大關 (自 2011 年的歷史新高)



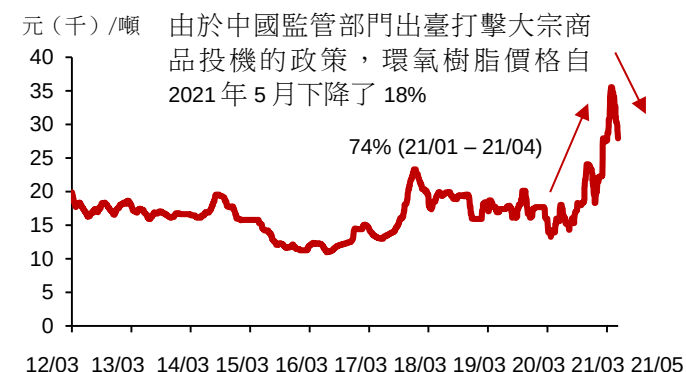
資料來源: 萬德, 招銀國際證券預測

圖 4: 2021 年前四個月玻璃纖維布價格上升了 59%



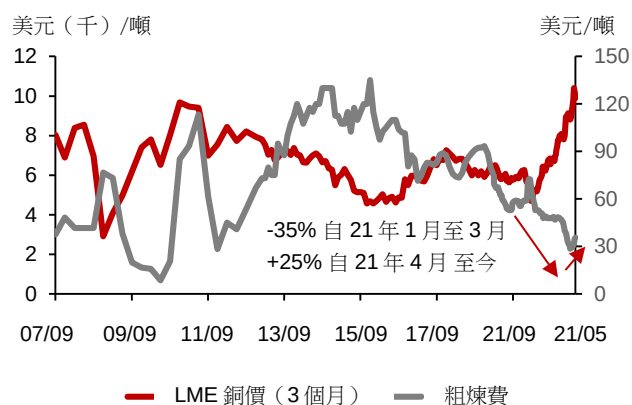
資料來源: SCI99, 招銀國際證券預測

圖 5: 環氧樹脂價格自 2021 年 5 月下降了 18%



資料來源: 萬德, 招銀國際證券預測

圖 6: 銅價指標之一：粗煉費用和銅價的負相關性



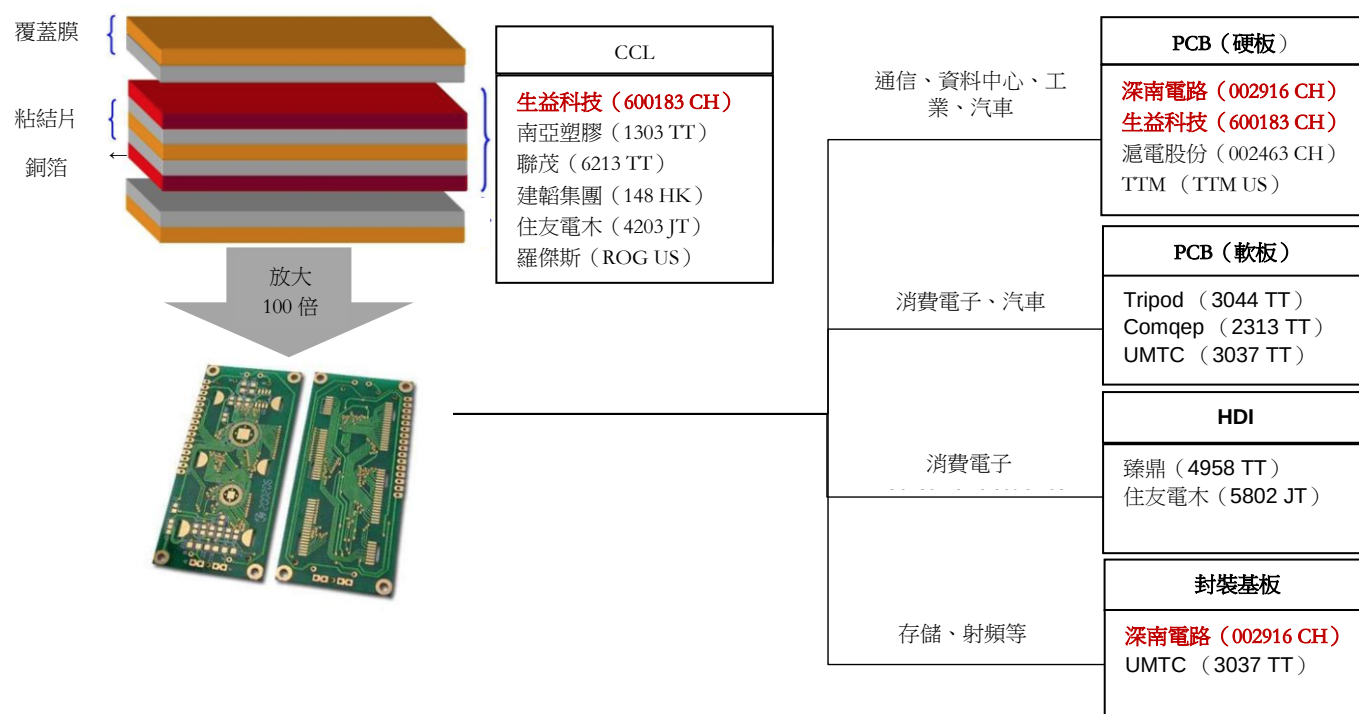
資料來源：萬德，招銀國際證券預測

圖 7: 銅價指標之二：美債實際利率和銅價的負相關性



資料來源：彭博，招銀國際證券預測

圖 8: CCL、PCB 上下游供應鏈



資料來源：招銀國際證券預測

行業近況

CCL、PCB 行業：強勁增長的 2021 年

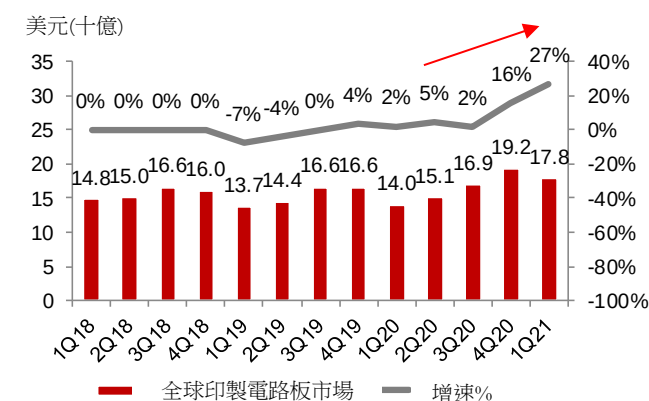
繼 2020 年同比增長 6.4% 後，2021 年全球 PCB 行業的市場銷售增速預期上調至 14%。據 Prismark 機構的行業預測分析，前 40 名 PCB 廠商的總收入在 2021 年第一季度實現了同比 29% 的增長，達到了 178 億美元的水準。排除 1) 去年第一季度由於疫情帶來的供應鏈受阻的低基數影響以及 2) 傳統第一季度是銷售淡季的考慮，今年一季度的行業銷售資料展現了非常強勁的增長，而這種增長還是各板塊、各地域的全面增長。基於一季度的超預期資料，Prismark 上調了行業全年的增速預期，從之前的 8.6% 上升為 14.0%。背後的增長動力主要是來自於終端市場（通信、消費電子、新能源汽車等行業）的需求爆發，科技升級以及供應鏈的修復。

圖 9: 2021 年全球 PCB 市場增速預計 14%



資料來源: Prismark, 招銀國際證券預測

圖 10: 全球 PCB 市場自 2020 年第二季度開始恢復



資料來源: 萬德, 招銀國際證券預測

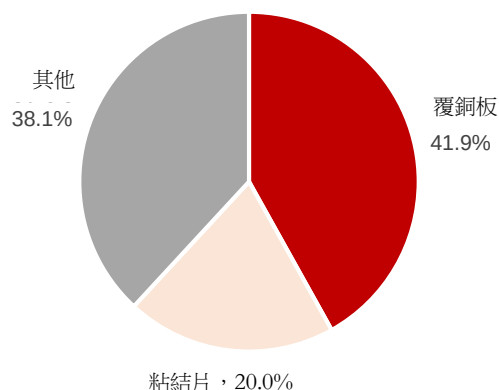
基於對今年 PCB 行業的樂觀預期，我們相信也會帶動上游 CCL 行業的需求和增長。除了對銷售資料的樂觀預期之外，我們認為今年原材料價格上漲也是需要考慮的影響因素。由於 CCL 廠商的議價能力更強（頭部廠商集中度高），CCL 廠商的成本端壓力較 PCB 廠商較小。我們期待今年 CCL 廠商會有超過 PCB 行業的增長的表現。

綜上所述，我們維持對於生益科技（600183 CH）的買入評級和深南電路（002916 CH）的持有評級。我們認為生益科技會在未來有更好的表現，主要基於以下因素：1) 生益科技在硬板 CCL 的行業龍頭地位（全球第二）；2) 銷售產品組合的利好（CCL 收入佔比的上升）；以及更強的議價能力，傳導成本端壓力。我們認為深南電路的封裝基板業務也會在今年繼續其強勁的增長（同比增速 22%）。但是毛利率層面的壓力仍在，主要是源自於 1) 今年 700MHz 基站的招標價格會降低，2) 短期內原材料價格預計會維持高位。

PCB 行業面臨原材料成本上升的壓力

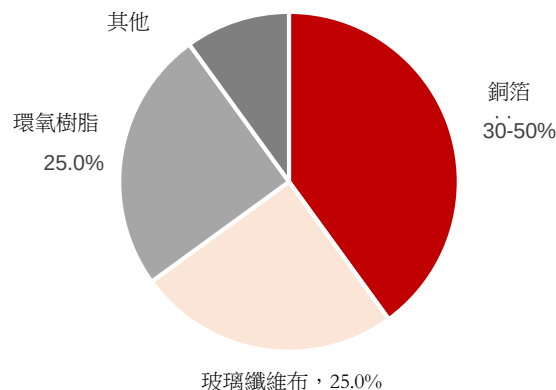
PCB 最重要的原材料是 CCL（基於不同的產品類型，大概佔到成本的 30%-70%）。其中銅箔（成本佔比：30%-50%）、玻璃纖維布（成本佔比：~25%）以及環氧樹脂（成本佔比：~25%）貢獻了最多的成本來源。

圖 11: PCB 成本分析 (2019)



資料來源：生益電子公開資料，招銀國際證券預測

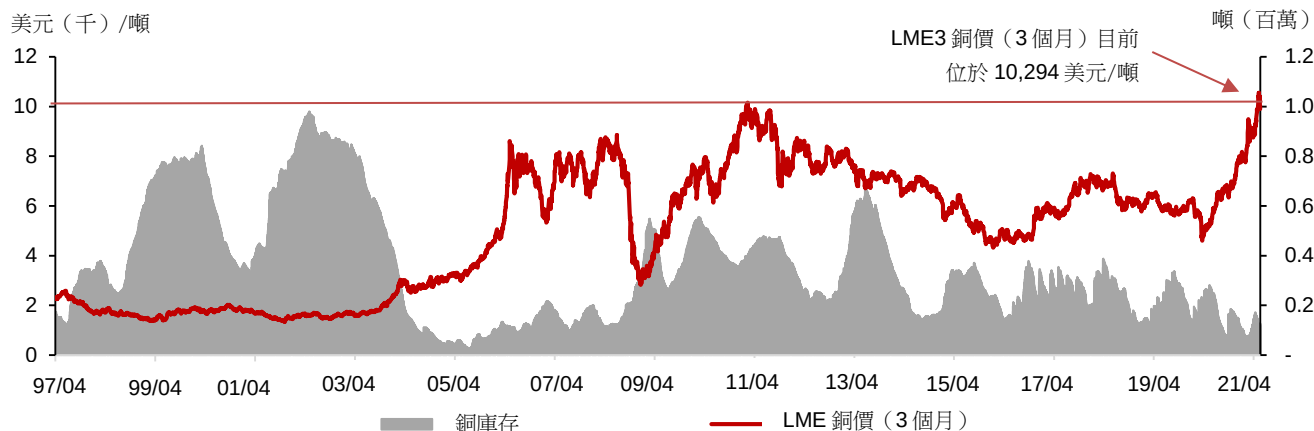
圖 12: CCL 成本分析 (2020)



資料來源：生益電子公開資料，招銀國際證券預測

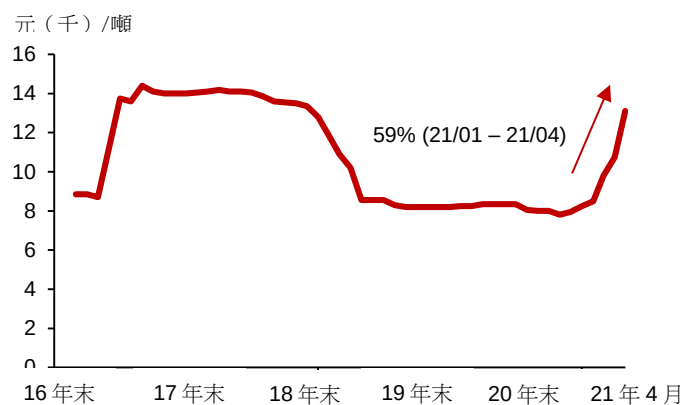
自去年以來，我們看到 PCB 的各類原材料成本均大幅上漲，其中銅價於 2021 年 5 月突破了萬元大關（自 2011 年以來的歷史新高）。本輪銅價的上漲主要來源於 1) 需求端：全球經濟恢復帶來的需求增加，尤其是新能源汽車等市場對於原材料銅的大幅需求超過了預期；2) 供給端：因為疫情的反復、罷工以及環保政策的影響導致銅庫存的緊張。

圖 13: LME 銅價於 2021 年 5 月突破萬元大關（自 2011 年的歷史新高）

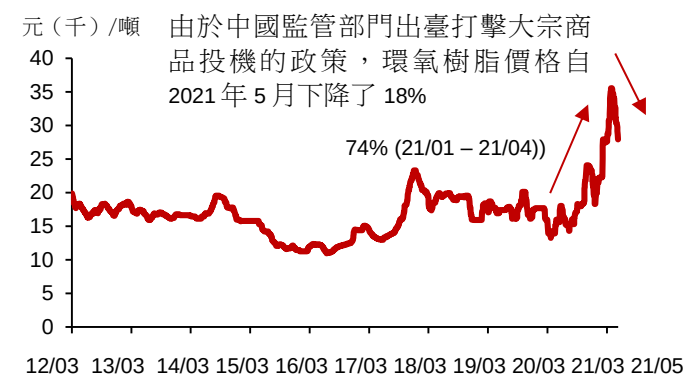


資料來源：萬德，招銀國際證券預測

除銅價的高企以外，玻璃纖維布和環氧樹脂的價格也都在高位。2021 年的前四個月份，玻璃纖維布、環氧樹脂價格分別上升了 59% 和 74%。自五月份開始，環氧樹脂價格下降了 18%，主要是由於中國監管機構開始打擊大宗商品投機活動的政策影響。在原材料價格攀升的背景下，企業成本端壓力過大，也同時降低了企業生產的積極性，我們已經看到國內的經濟資料在四月份已經顯現出了增速減弱的態勢（參考招銀國際宏觀經濟報告 2021 年 5 月 18 日）。

圖 14: 2021 年前四個月玻璃纖維布價格上升了 59%

資料來源: SCI99, 招銀國際證券預測

圖 15: 環氧樹脂價格自 2021 年 5 月下降了 18%

資料來源: 萬德, 招銀國際證券預測

預計原材料價格短期內仍會維持高位，CCL 廠商有望獲得更好的表現

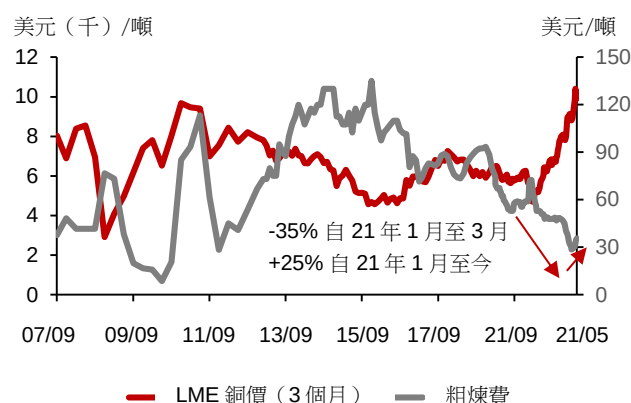
我們認為原材料價格在短期內仍會維持高位，主要原因如下：1) 需求端：經濟復蘇仍將繼續；2) 供給端：由於南美疫情反復、罷工以及環保政策的影響，銅庫存預計維持低位以及 3) 近期：中國對於大宗商品投機活動的打壓帶來短暫銅價的回落，可能導致企業囤積庫存，市場供給方出貨意願低的局面，預計短期內銅價還是會有較強支撐。

需求端：經濟繼續恢復，但預期增速減慢。經濟的恢復帶來了對銅等大宗商品的需求迅速增加，需求端爆發支援了大宗商品價格走強的趨勢。相信未來隨著疫情的進一步控制，對於銅的需求還會維持高位。但是同時也看到，銅價的高企打壓了生產商的積極性，也增加銅價進一步走高的壓力。

供給端：銅庫存持續緊張。2020 年，~40% 的全球銅產出來自於南美的智利（29%）和秘魯（11%）。兩者去年的產出增速為 1.6%（智利）和 -10.6%（秘魯），增幅緩慢和下降的原因主要是疫情措施的影響。目前看來，2021 年供給端的壓力仍在，主要基於以下幾點：1) 南美的疫情持續反復，相關疫苗接種進展不樂觀（智利、秘魯接種人口百分比為 40.6%、5.1%）；2) 相關國家環保政策（碳排放等）的影響以及 3) 礦場企業投資人對於投資回報（分紅）的要求，導致產出企業對於新礦投資的減少。綜上所述，我們認為供給缺口仍會繼續，高企的銅價短期內有較強的支撐。

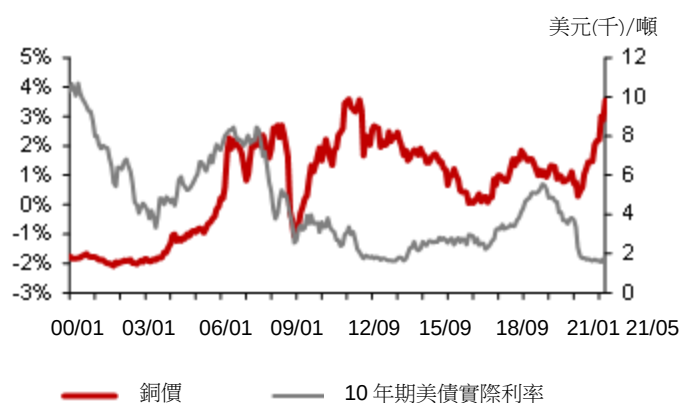
長期看，市場對於銅價的預期有較大的差異（年末價格預期區間：7000-12,250 美元一噸不等）。雖然我們認為短期內銅價會維持高位，但是我們也看到高企的銅價對於下游廠商的生產意願有較強的打壓，給未來銅價進一步走強帶來壓力。對於未來銅價走勢，我們建議關注：1) 銅礦粗煉費（負相關）以及 2) 美債實際利率（負相關）。

圖 16: 銅價指標之一：粗煉費用和銅價的負相關性



資料來源：萬德，招銀國際證券預測

圖 17: 銅價指標之二：美債實際利率和銅價的負相關性



資料來源：彭博，招銀國際證券預測

由於本輪銅價上漲主要是來自於疫情導致的供需錯配，我們認為粗煉費用可能是一個更好反應銅市場供需平衡程度的指標。我們看到今年一季度粗煉費用下降了 -35%，但是自 4 月份回升了 25%。我們認為近期粗煉費用的上升主要是由於中國政府干預以及銅價高企降低了下游生產商的生產意願導致的。我們會持續關注相關指標的變化。

1Q21 同業回顧

CCL 廠商在 2020 年的表現弱於 PCB 廠商，但業績增長在今年一季度實現了反轉。PCB、CCL 廠商的收入增速在 2020 年達到了 12.7%/-0.3%，但是我們看到今年一季度的 CCL 廠商的收入資料要好於 CCL 廠商（35.5%/41.2%）。這主要是由於原材料帶來的成本端壓力已經在今年一季度開始逐步傳導到下游。基於原材料價格還會維持在高位的預期，我們相信 CCL 廠商今年的業績會優於 PCB 廠商。

圖 18: PCB 廠商收入與淨利潤的增長對比

公司名稱	代碼	收入			淨利潤		
		2020 同比	1Q21 同比	1Q21 環比	2020 同比	1Q21 同比	1Q21 環比
生益科技	600183 CH	10.9%	46.7%	12.7%	16.0%	60.4%	44.1%
深南電路	002916 CH	10.2%	9.1%	4.1%	16.0%	-12.0%	-26.6%
東山精密	002384 CH	19.3%	46.3%	-23.7%	117.8%	18.0%	-57.3%
鴻電股份	002463 CH	4.7%	10.4%	-8.2%	11.3%	3.2%	-43.1%
景旺電子	603228 CH	11.6%	44.0%	-3.1%	-25.1%	23.1%	7.6%
崇達技術	002815 CH	17.2%	39.4%	20.8%	-16.2%	-2.3%	87.5%
興森科技	002436 CH	6.1%	24.4%	4.4%	78.7%	158.8%	58.1%
方正科技	600601 CH	2.5%	4.0%	-62.8%	-30.8%	67.7%	-81.4%
博敏電子	603936 CH	4.4%	49.8%	-11.4%	22.4%	197.1%	-48.3%
同業		12.7%	35.5%	-20.5%	44.3%	17.3%	27.5%

資料來源：彭博，招銀國際證券預測

圖 19: CCL 廠商收入與淨利潤的增長對比

公司名稱	代碼	收入			淨利潤		
		2020 同比	1Q21 同比	1Q21 環比	2020 同比	1Q21 同比	1Q21 環比
生益科技	600183 CH	10.9%	46.7%	12.7%	16.0%	60.4%	44.1%
南亞塑膠	1303 TT	0.2%	46.7%	14.5%	16.9%	1781.9%	46.9%
聯茂	6213 TT	12.1%	41.1%	22.6%	13.5%	82.5%	-16.3%
住友電木	4203 JT	-2.6%	25.9%	0.4%	-22.8%	-244.7%	-83.9%
羅傑斯	ROG US	-10.7%	15.3%	8.8%	5.6%	135.4%	105.3%
同業		-0.3%	41.2%	12.6%	10.9%	1291.7%	25.8%

資料來源：彭博，招銀國際證券預測

維持生益科技的買入評級；深南電路的持有評級

生益科技 (600183 CH; 買入, 目標價 30.5 人民幣)

由於 CCL 的頭部廠商市場份額更加集中（前 10 名 CCL 廠商的市佔率接近~75%，而前 40 名 PCB 廠商的市佔率只有~50%），所以在產業鏈中有著更高的議價權。我們已經看到自 2020 年四季度以來，原材料價格上漲的壓力已經傳導到了下游 PCB 廠商。我們期待生益科技將會受益於 1) 下游需求的爆發；2) 行業龍頭以及較高的市佔率以及 3) 本次成本上升中更強的議價能力。我們預期 2021 年收入、每股收益分別增長 29% 以及 37%，毛利率端也會隨著更高的 CCL 收入比例得到進一步的改善。

我們維持買入評級以及 30.5 元目標價（基於 30 倍 2021 財年預測市盈率）不變。我們認為當前股價位於 21.4 倍 21 年財年市盈率（接近歷史平均下一個標準差）是具有吸引力的。近期的催化劑包括：1) CCL 價格的持續上漲以及 2) 新一期 5G 基站的招標資訊。潛在的風險包括遜於預期的成本傳導以及 5G 建設進展的延遲。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬元人民幣)	13,241	14,687	18,976	22,591	25,237
同比增長 (%)	10.5	10.9	29.2	19.0	11.7
毛利率 (%)	26.6	26.8	27.3	27.5	27.8
淨收入 (百萬元人民幣)	1,449	1,681	2,327	2,826	3,246
每股盈利 (元人民幣)	0.66	0.74	1.02	1.23	1.42
每股盈利變動 (%)	39.7	12.1	37.3	21.4	14.9
市場預測每股盈利 (元人民幣)	不適用	不適用	0.98	1.17	1.39
市盈率 (倍)	34.5	30.8	22.4	18.5	16.1
市帳率 (倍)	5.9	5.3	4.6	4.1	3.6
股息率 (%)	1.8	1.8	2.4	3.0	3.4
權益收益率 (%)	16.4	17.0	20.6	22.0	22.3

資料來源：公司資料，彭博，招銀國際證券預測

深南電路 (002916 CH; 持有, 目標價 82.7 人民幣)

我們認為，受益於下游需求的增長，2021 年深南電路的封裝基板業務同比將增長 22%；同時 PCB 業務由於 5G 招標進展的推遲而略受影響。不過我們已經看到深南電路正在積極拓展汽車電子業務，南通三期預計今年四季度投產，聚焦新能源和智慧駕駛方向。長期看，我們認為成本端的壓力將會促進 PCB 行業迎來整合。作為通信領域的龍頭企業，深南電路會受益於規模效應以及市佔率的提升帶來收入的增長，我們看好公司的長期發展。

短期內，由於 1) 新一期 5G 基站招標遲於預期，2) 新一期 700MHz 基站的價格預計將有下調以及 3) 近期的成本壓力或難傳導到客戶，我們維持持有評級以及 82.7 元目標價（基於 30 倍 2021 財年預測市盈率）不變。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬元人民幣)	10,524	11,600	13,320	15,141	17,338
同比增長 (%)	38.4	10.2	14.8	13.7	14.5
毛利率 (%)	26.5	26.5	24.6	25.5	26.0
淨收入 (百萬元人民幣)	1,233	1,430	1,348	1,662	1,970
每股盈利 (元人民幣)	2.62	3.00	2.76	3.40	4.03
每股盈利變動 (%)	5.2	14.5	(8.2)	23.3	18.5
市場預測每股盈利 (元人民幣)	NA	NA	3.57	4.39	4.90
市盈率 (倍)	32.4	28.3	30.8	25.0	21.1
市帳率 (倍)	5.8	5.6	5.0	4.3	3.8
股息率 (%)	1.4	1.1	1.1	1.3	1.5
權益收益率 (%)	25	19	16	17	18

資料來源：公司資料，彭博，招銀國際證券預測

圖 20: 同業比較

公司名稱	代碼	評級	市值	股價	目標價	上行/下行 空間	市盈率 (倍)		市淨率 (倍)		權益收益率 (%)	
			(百萬美元)				FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
CCL												
生益科技	600183 CH	買入	8,201	22.79	30.5	34%	22.4	18.5	4.6	4.1	20.6	22.0
南亞塑膠	1303 TT	不適用	23,893	83.50	不適用	不適用	12.8	14.1	1.7	1.7	14.1	12.7
聯茂	6213 TT	不適用	1,490	124.00	不適用	不適用	12.4	10.1	3.0	2.9	23.3	28.9
建韜集團	148 HK	不適用	6,120	42.90	不適用	不適用	5.8	5.2	-	-	-	-
住友電木	4203 JT	不適用	2,026	4490.00	不適用	不適用	18.3	13.6	1.1	1.1	8.4	7.8
羅傑斯	ROG US	不適用	3,526	188.41	不適用	不適用	24.4	21.6	3.5	-	-	-
行業平均							16.0	13.8	2.8	2.4	16.6	17.8
PCB												
生益科技	600183 CH	買入	8,201	22.79	30.5	34%	22.4	18.5	4.6	4.1	20.6	22.0
深南電路	002916 CH	持有	6,519	84.83	82.7	-3%	30.8	25.0	5.0	4.3	16.2	17.4
滬電股份	002463 CH	不適用	4,141	15.29	不適用	不適用	18.5	15.1	-	-	19.2	18.4
東山精密	002384 CH	不適用	4,871	18.14	不適用	不適用	15.9	12.6	2.2	1.9	14.6	15.1
臻鼎	4958 TT	不適用	3,158	97.00	不適用	不適用	9.7	8.4	1.1	1.0	10.4	11.4
TTM	TTMI US	不適用	1,624	15.15	不適用	不適用	12.2	10.3	1.0	1.0	8.7	9.0
欣興電子	3037 TT	不適用	5,674	104.50	不適用	不適用	20.7	15.2	3.0	2.6	14.1	17.0
健鼎科技	3044 TT	不適用	2,399	126.50	不適用	不適用	10.2	9.2	1.7	1.6	17.0	17.4
華通	2313 TT	不適用	1,647	38.30	不適用	不適用	9.3	8.2	1.4	1.3	16.5	16.8
行業平均							16.6	13.6	2.5	2.2	15.2	16.0

資料來源: 彭博, 招銀國際證券預測

財務資料：生益科技

損益表

截至12月31日 (人民幣百萬)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入	13,241	14,687	18,976	22,591	25,237
營業成本	9,713	10,754	13,804	16,375	18,212
毛利	3,528	3,933	5,172	6,215	7,025
銷售費用	288	179	247	294	328
管理費用	644	720	911	1,062	1,161
研發費用	605	711	892	1,062	1,186
財務費用	142	114	187	224	239
其他營業費用	44	119	20	35	45
營業利潤	1,805	2,090	2,915	3,539	4,065
其他非營業收入	0	(7)	-	-	-
稅前利潤	1,805	2,083	2,915	3,539	4,065
稅費	242	283	396	480	552
少數股東損益	115	120	192	233	268
歸母淨利潤	1,449	1,681	2,327	2,826	3,246

現金流量表

截至12月31日 (人民幣百萬)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
淨利潤	1,563	1,800	2,519	3,059	3,513
折舊、攤銷	409	531	825	933	1,070
運營資金變動	(479)	(832)	(1,465)	(1,017)	(563)
其他	198	258	187	224	239
經營活動現金流	1,692	1,758	2,067	3,199	4,260
資本支出	(1,580)	(1,761)	(2,077)	(2,024)	(2,251)
其他	14	(72)	0	0	0
投資活動現金流	(1,566)	(1,833)	(2,077)	(2,024)	(2,251)
股份發行	0	189	0	0	0
股利支出	(872)	(1,101)	(916)	(1,269)	(1,541)
其他	699	696	980	176	151
籌資活動現金流	(173)	(215)	64	(1,093)	(1,390)
現金及現金等價物淨增加額	(50)	(232)	53	81	619
期初現金及現金等價物餘額	1,101	1,051	818	871	953
匯率變動	(3)	58	0	0	0
期末現金及現金等價物餘額	1,051	818	871	953	1,572

資產負債表

截至12月31日 (人民幣百萬)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
流動資產	8,712	9,716	12,330	13,418	15,295
現金及現金等價物	1,062	850	903	984	1,603
應收賬款	4,598	4,888	6,613	7,506	8,267
存貨	2,100	2,519	3,355	3,468	3,966
預付款項	11	20	20	20	20
其他流動資產	941	1,439	1,439	1,439	1,439
非流動資產	6,823	8,642	9,894	10,985	12,166
固定資產	5,003	6,374	7,257	8,149	9,114
遞延所得稅資產	76	120	120	120	120
其他非流動性資產	1,744	2,148	2,517	2,717	2,933
總資產	15,535	18,357	22,224	24,403	27,461
流動負債	5,257	6,804	8,865	9,185	10,202
短期借款	1,519	2,157	2,879	3,126	3,368
應付票據	2,656	2,903	3,999	3,989	4,684
應付稅款	116	125	125	125	125
其他流動性負債	965	1,619	1,861	1,944	2,025
非流動性負債	925	910	1,112	1,182	1,249
長期借款	732	605	807	877	944
遞延收益	13	38	38	38	38
其他非流動性負債	179	267	267	267	267
總負債	6,181	7,714	9,977	10,366	11,451
股本	2,276	2,291	2,291	2,291	2,291
資本公積	2,505	2,795	2,795	2,795	2,795
少數股東權益	520	754	946	1,180	1,448
所有者權益合計	9,354	10,643	12,246	14,037	16,009
負債和所有者權益總計	15,535	18,357	22,224	24,403	27,461

關鍵指標

截至12月31日 (人民幣百萬)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入構成					
CCL	76	74	72	66	62
PCB	23	24	26	32	36
其他	1	2	2	2	1
增長率(%)					
收入增長率	10.5	10.9	29.2	19.0	11.7
毛利增長率	32.8	11.5	31.5	20.2	13.0
運營收入增長率	46.9	15.8	39.5	21.4	14.9
淨利潤增長率	39.7	12.1	37.3	21.4	14.9
利潤率(%)					
毛利率	26.6	26.8	27.3	27.5	27.8
運營利潤率	13.6	14.2	15.4	15.7	16.1
淨利潤率	10.9	11.4	12.3	12.5	12.9
資產負債分析					
淨負債/總權益(%)	12.7	18.0	22.7	21.5	16.9
流動比率(X)	1.7	1.4	1.4	1.5	1.5
營收賬款周轉天數	116	118	111	114	114
存貨周轉天數	72	78	78	76	74
應付賬款周轉天數	85	94	91	89	87
盈利指標(%)					
淨資產收益率	16.4	17.0	20.6	22.0	22.3
資產收益率	9.3	9.2	10.5	11.6	11.8
每股數據(人民幣)					
每股盈利	0.66	0.74	1.02	1.23	1.42
每股股息	0.40	0.40	0.55	0.67	0.77

資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

財務資料：深南電路

損益表

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民幣百萬)					
營業收入	10,524	11,600	13,320	15,141	17,338
營業成本	7,732	8,530	10,039	11,274	12,826
毛利	2,792	3,071	3,280	3,867	4,512
銷售費用	218	167	240	273	312
管理費用	501	480	533	606	694
研發費用	537	645	799	908	1,040
財務費用	73	152	163	175	208
其他營業費用	47	2	(3)	(2)	(2)
營業利潤	1,417	1,625	1,549	1,908	2,260
其他非營業收入	(14)	(19)	(16)	(18)	(21)
稅前利潤	1,403	1,606	1,533	1,890	2,239
稅費	170	175	184	227	269
少數股東損益	1	1	1	1	1
歸母淨利潤	1,233	1,430	1,348	1,662	1,970

現金流量表

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民幣百萬)					
淨利潤	1,234	1,431	1,349	1,663	1,971
折舊、攤銷	467	644	721	881	1,057
運營資金變動	(650)	(557)	447	(1,187)	318
其他	212	282	157	172	207
經營活動現金流	1,263	1,800	2,674	1,528	3,552
資本支出	(2,183)	(2,486)	(2,885)	(2,506)	(2,855)
其他	186	(149)	0	0	0
投資活動現金流	(1,997)	(2,635)	(2,885)	(2,506)	(2,855)
股利支出	(278)	(453)	(465)	(438)	(540)
債務發放(贖回)	1,746	87	1,316	1,119	295
其他	48	295	(163)	(175)	(208)
籌資活動現金流	1,516	(71)	689	505	(453)
現金及現金等價物淨增加額	791	(937)	479	(472)	244
期初現金及現金等價物餘額	650	1,441	504	983	511
匯率變動	9	(31)	2	0	0
期末現金及現金等價物餘額	1,441	504	983	511	755

資產負債表

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民幣百萬)					
流動資產	5,977	5,941	6,593	7,136	7,799
現金及現金等價物	1,444	507	986	514	758
應收賬款	2,092	2,053	2,540	2,681	3,297
存貨	1,504	2,206	1,892	2,766	2,568
其他流動資產	937	1,175	1,175	1,175	1,175
非流動資產	6,242	8,067	10,237	11,866	13,665
固定資產	4,310	6,485	7,913	9,458	11,027
在建工程	1,147	885	1,616	1,686	1,898
無形資產	297	322	334	348	366
其他非流動性資產	488	374	374	374	374
總資產	12,219	14,008	16,830	19,002	21,464
流動負債	4,670	4,932	6,029	6,282	7,130
短期借款	713	688	1,164	1,589	1,702
應付票據	765	858	858	858	858
應付帳款	1,555	1,515	2,135	1,964	2,700
其他應付款	1,119	1,399	1,399	1,399	1,399
其他流動性負債	517	472	472	472	472
非流動性負債	2,547	1,631	2,472	3,165	3,348
長期借款	2,250	1,059	1,900	2,593	2,776
遞延收益	294	266	266	266	266
其他非流動性負債	3	306	306	306	306
總負債	7,216	6,563	8,500	9,447	10,479
股本	339	489	489	489	489
資本公積	2,231	3,660	3,660	3,660	3,660
未分配利潤	2,170	3,135	3,950	5,091	6,422
其他權益	262	161	231	314	413
所有者權益合計	5,003	7,444	8,330	9,555	10,985
負債和所有者權益總計	12,219	14,008	16,830	19,000	21,464

關鍵指標

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民幣百萬)					
收入構成					
PCB	73	72	71	71	74
電子裝聯	12	10	9	8	8
封裝基板	11	13	14	15	12
增長率(%)					
收入增長率	38.4	10.2	14.8	13.7	14.5
毛利增長率	58.8	10.0	6.8	17.9	16.7
運營收入增長率	80.8	14.7	(4.7)	23.2	18.5
淨利潤增長率	5.2	14.5	(8.2)	23.3	18.5
利潤率(%)					
毛利率	26.5	26.5	24.6	25.5	26.0
運營利潤率	13.5	14.0	11.6	12.6	13.0
淨利潤率	11.7	12.3	10.1	11.0	11.4
資產負債分析					
淨負債/總權益(%)	34.0	24.1	27.8	33.4	30.6
流動比率(x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
營收賬款周轉天數	64	65	63	63	63
存貨周轉天數	49	58	56	56	56
應付帳款周轉天數	67	66	66	66	66
現金迴週期	46	58	53	53	53
盈利指標(%)					
淨資產收益率	24.6	19.2	16.2	17.4	17.9
資產收益率	10.1	10.2	8.0	8.7	9.2
每股數據(人民幣)					
每股盈利	2.62	3.00	2.76	3.40	4.03
每股股息	1.15	0.95	0.90	1.10	1.31

資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其公司與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第四9(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。