

中国科技行业

PCB 行业预期上调，确认 PCB、CCL 行业景气预期

Prismark 于上周五上调了 2021 年 PCB 行业的销售预期，年度增速从 8.6% 提升到了 14.0%，主要是得益于 1) 疫情逐步控制下的经济复苏和 2) 去年被抑制的消费者需求的强劲反弹带来的行业需求增加。总体而言，我们对 PCB 以及 CCL（覆铜板）行业保持乐观预期，相较之下我们认为 CCL 厂商的表现将优于 PCB 制造商，主要因为 CCL 厂商有更强的议价能力来转移原材料成本的上涨所带来的压力。

- 继 2020 年同比增长 6.4% 之后，2021 年全球 PCB 销售将同比增长 14%。全球前 40 名 PCB 供应商的总收入同比增长 29%，达到 178 亿美元。Prismark 将 2021 年预测从之前的同比增长 8.6% 上调至 14%。根据该机构预测，和去年来自于个别板块（主要是 HDI、封装等子板块）的增长不同，今年的销售增长是各行业、各地域的全面增长。我们相信今年市场增长动力主要来自于稳健的市场需求（电信、消费电子、电动汽车等）、技术升级和供应链的恢复。
- 我们预计 CCL 厂商的利润率前景将优于 PCB 制造商。虽然我们预计行业复苏将继续，但我们认为不应忽视对原材料成本激增的担忧。从 2020 年下半年开始，原材料成本开始大幅上涨，2021 年 5 月铜价突破每吨 1 万美元（2011 年以来的新高）。尽管我们预计中国政府将采取措施抑制大宗商品价格上涨，但我们认为短期内原材料价格可能会维持在较高水平。我们建议监测关键指标（粗炼费、美国国债实际利率）以跟踪铜价走势。考虑到成本议价能力，我们认为 CCL 供应商的表现将优于 PCB 制造商。
- 维持生益科技（600183 CH）买入评级，保持目标价 30.5 元人民币不变。我们期待生益科技将会受益于 1) 下游需求的爆发；2) 行业龙头以及较高的市占率以及 3) 本次成本上升中更强的议价能力。我们预期 2021 年收入、每股收益分别增长 29% 以及 37%，毛利率端也会随着更高的 CCL 收入比例得到进一步的改善。我们维持买入评级以及 30.5 元目标价（基于 30 倍 2021 财年预测市盈率）不变。我们认为当前股价位于 21.4 倍 21 年财年市盈率（接近历史平均下一个标准差）是具有吸引力的。近期的催化剂包括：1) CCL 价格的持续上涨以及 2) 新一期 5G 基站的招标信息。潜在的风险包括逊于预期的成本传导以及 5G 建设进展的延迟。
- 维持深南电路（002916 CH）持有评级，保持目标价 82.7 元人民币不变。我们认为，受益于下游需求的增长，2021 年深南电路的封装基板业务同比将增长 22%；同时 PCB 业务由于 5G 招标进展的推迟而略受影响。不过我们已经看到深南电路正在积极拓展汽车电子业务，南通三期预计今年四季度投产，聚焦新能源和智能驾驶方向。长期看，我们认为成本端的压力将会促进 PCB 行业迎来整合。作为通信领域的龙头企业，深南电路会受益于规模效应以及市占率的提升带来收入的增长，我们看好公司的长期发展。短期内，由于 1) 新一期 5G 基站招标迟于预期，2) 新一期 700MHz 基站的价格预计将有所下调以及 3) 近期的成本压力或难传导到客户，我们维持持有评级以及 82.7 元目标价（基于 30 倍 2021 财年预测市盈率）不变。

优于大市
(维持)

中国科技行业

杨天薇

(852) 3916 3716

lilyyang@cmbi.com.hk

伍力恒

(852) 3900 0881

alexng@cmbi.com.hk

股价表现 (生益)

	绝对回报	相对回报
1-月	1.7%	-3.0%
3-月	-4.1%	-6.7%
6-月	-14.9%	-19.6%

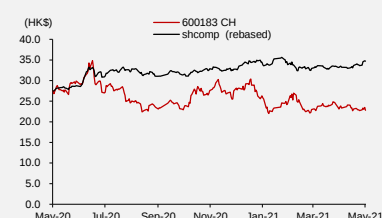
资料来源：彭博

股价表现 (深南)

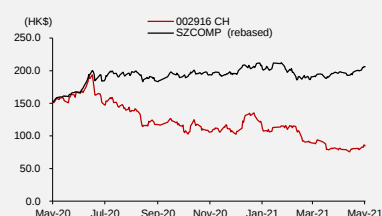
	绝对回报	相对回报
1-月	9.9%	4.6%
3-月	-21.5%	-24.9%
6-月	-18.2%	-23.2%

资料来源：彭博

股价表现 (生益)



股价表现 (深南)



资料来源：彭博

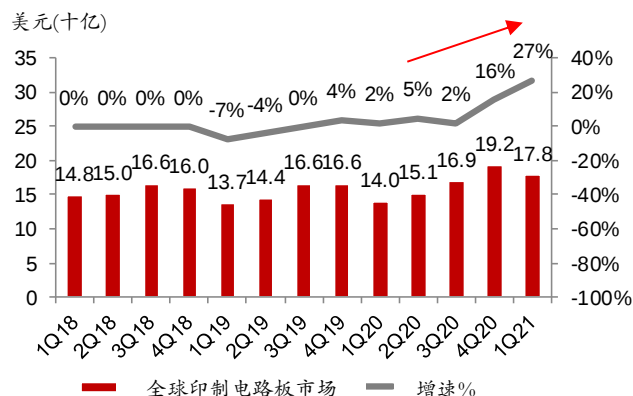
重点图表

图 1: 2021 年全球 PCB 市场增速上调至 14%



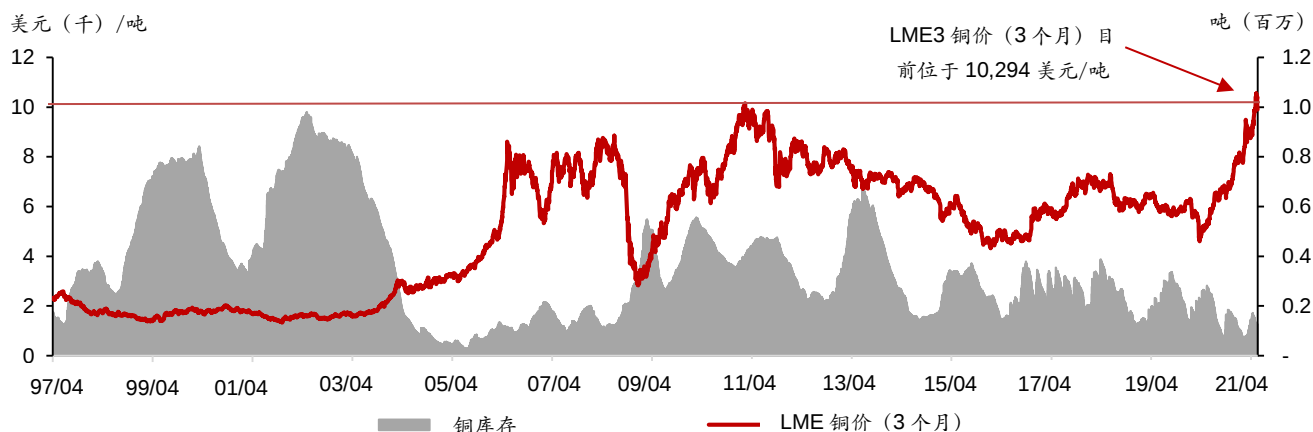
资料来源: Prisma, 招银国际证券预测

图 2: 全球 PCB 市场自 2020 年第二季度开始恢复



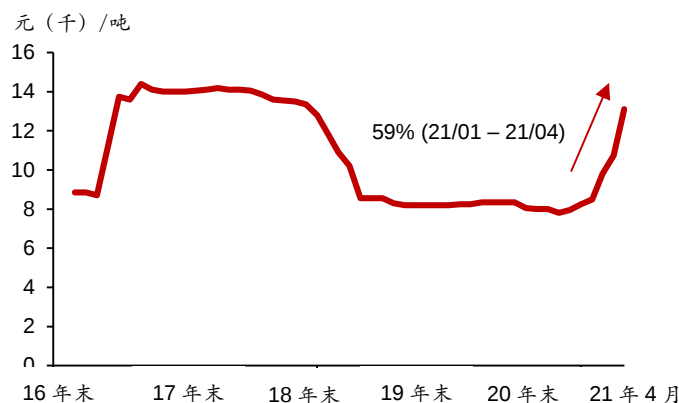
资料来源: 万德, 招银国际证券预测

图 3: LME 铜价于 2021 年 5 月突破万元大关 (自 2011 年的历史新高)



资料来源: 万德, 招银国际证券预测

图 4: 2021 年前四个月玻璃纤维布价格上升了 59%



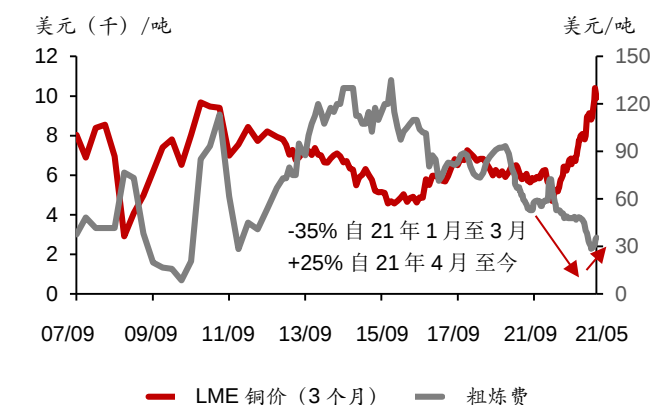
资料来源: SCI99, 招银国际证券预测

图 5: 环氧树脂价格自 2021 年 5 月下降了 18%



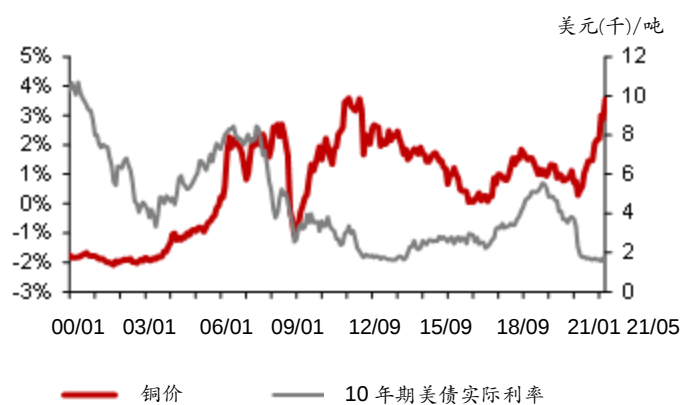
资料来源: 万德, 招银国际证券预测

图 6: 铜价指标之一: 粗炼费用和铜价的负相关性



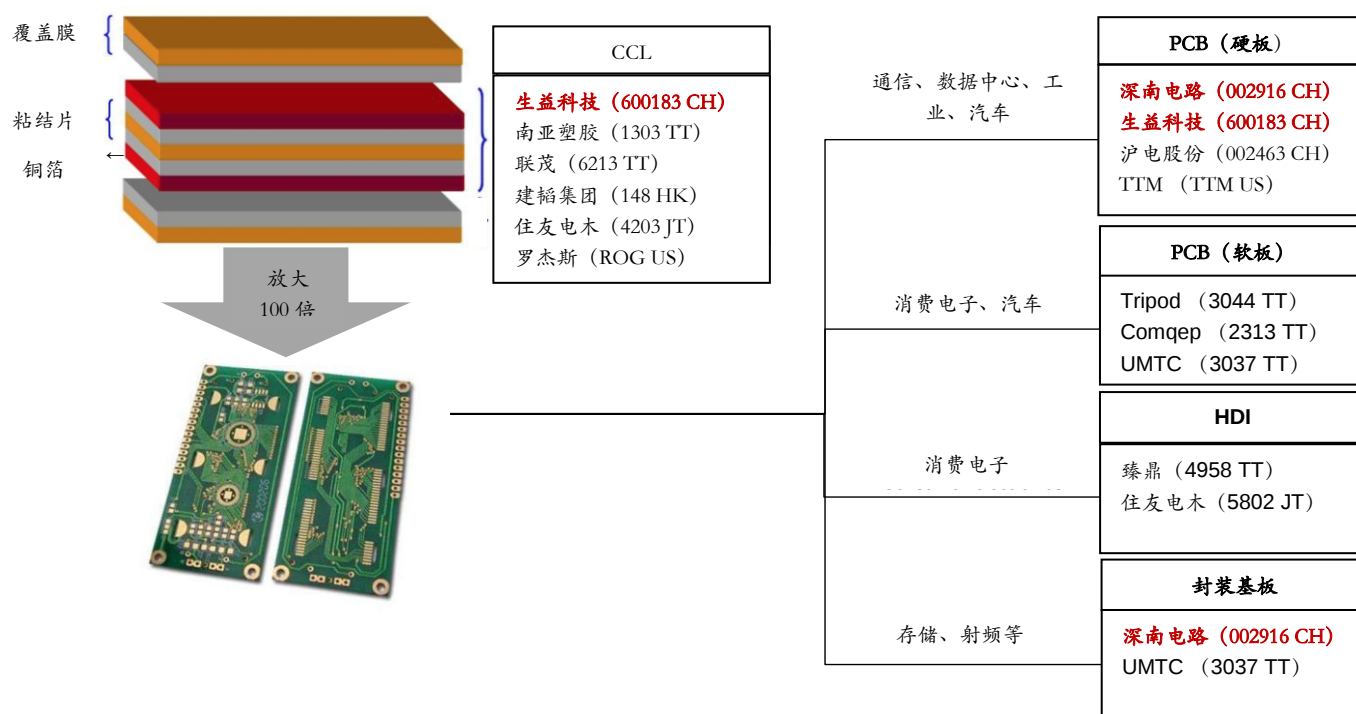
资料来源: 万德, 招银国际证券预测

图 7: 铜价指标之二: 美债实际利率和铜价的负相关性



资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

图 8: CCL、PCB 上下游供应链



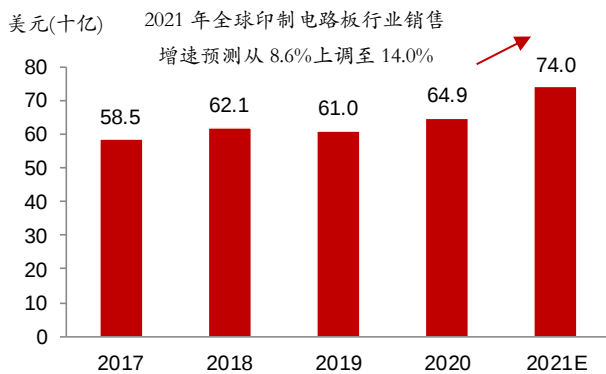
资料来源: 招银国际证券预测

行业近况

CCL、PCB 行业：强劲增长的 2021 年

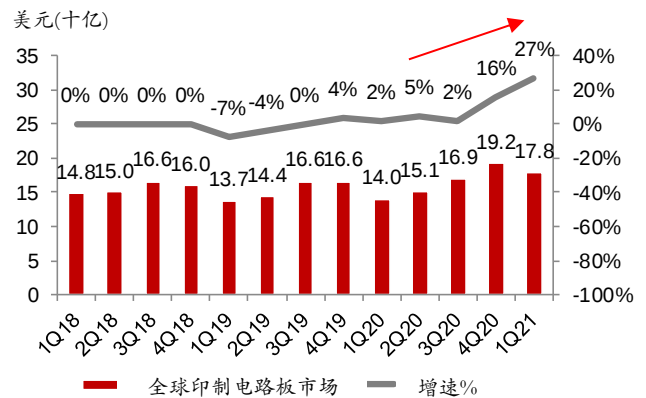
继 2020 年同比增长 6.4% 后，2021 年全球 PCB 行业的市场销售增速预期上调至 14%。据 Prismark 机构的行业预测分析，前 40 名 PCB 厂商的总收入在 2021 年第一季度实现了同比 29% 的增长，达到了 178 亿美元的水平。排除 1) 去年第一季度由于疫情带来的供应链受阻的低基数影响以及 2) 传统第一季度是销售淡季的考虑，今年一季度的行业销售数据展现了非常强劲的增长，而这种增长还是各板块、各地域的全面增长。基于一季度的超预期数据，Prismark 上调了行业全年的增速预期，从之前的 8.6% 上升为 14.0%。背后的增长动力主要是来自于终端市场（通信、消费电子、新能源汽车等行业）的需求爆发，科技升级以及供应链的修复。

图 9: 2021 年全球 PCB 市场增速预计 14%



资料来源: Prismark, 招银国际证券预测

图 10: 全球 PCB 市场自 2020 年第二季度开始恢复



资料来源: 万德, 招银国际证券预测

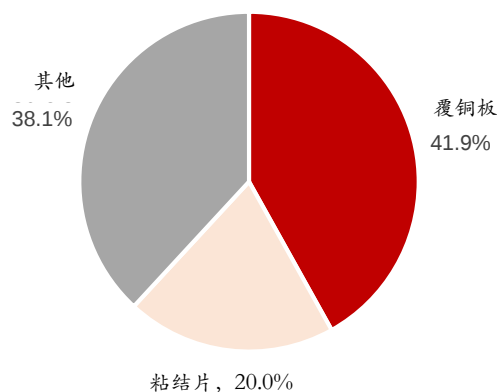
基于对今年 PCB 行业的乐观预期，我们相信也会带动上游 CCL 行业的需求和增长。除了对销售数据的乐观预期之外，我们认为今年原材料价格上涨也是需要考虑的影响因素。由于 CCL 厂商的议价能力更强（头部厂商集中度高），CCL 厂商的成本端压力较 PCB 厂商较小。我们期待今年 CCL 厂商会有超过 PCB 行业的增长的表现。

综上所述，我们维持对于生益科技（600183 CH）的买入评级和深南电路（002916 CH）的持有评级。我们认为生益科技会在未来有更好的表现，主要基于以下因素：1) 生益科技在硬板 CCL 的行业龙头地位（全球第二）；2) 销售产品组合的利好（CCL 收入占比的上升）；以及更强的议价能力，传导成本端压力。我们认为深南电路的封装基板业务也会在 2021 年继续其强劲的增长（同比增速 22%）。但是毛利率层面的压力仍在，主要是源自于 1) 今年 700MHz 基站的招标价格会降低，2) 短期内原材料价格预计会维持高位。

PCB 行业面临原材料成本上升的压力

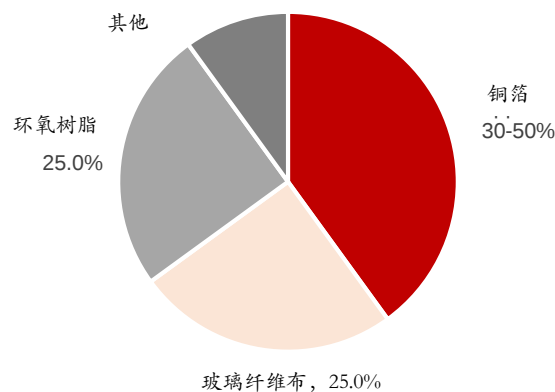
PCB 最重要的原材料是 CCL（基于不同的产品类型，大概占到成本的 30%-70%）。其中铜箔（成本占比：30%-50%）、玻璃纤维布（成本占比：~25%）以及环氧树脂（成本占比：~25%）贡献了最多的成本来源。

图 11: PCB 成本分析 (2019)



资料来源: 生益电子公开资料, 招银国际证券预测

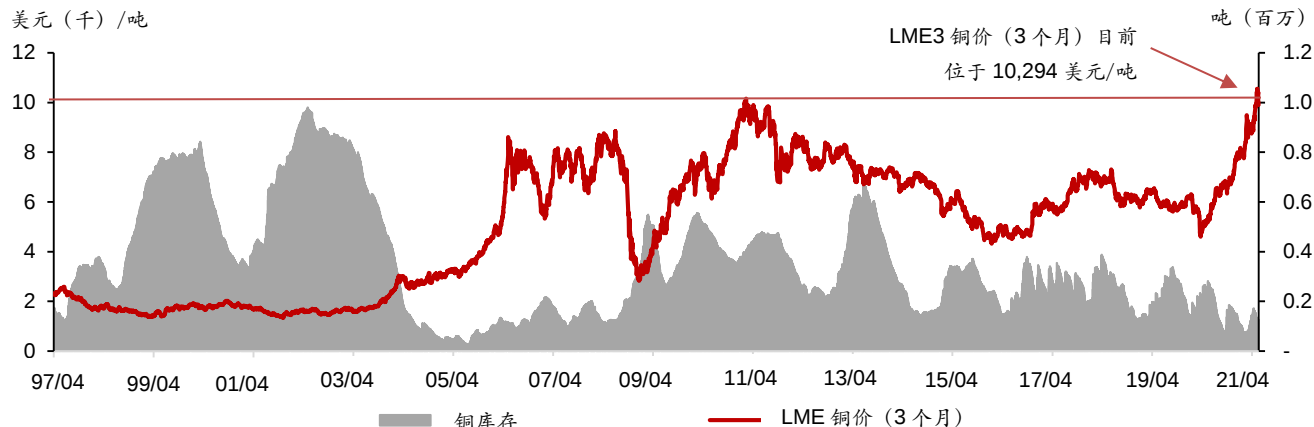
图 12: CCL 成本分析 (2020)



资料来源: 生益电子公开资料, 招银国际证券预测

自去年以来, 我们看到 PCB 的各类原材料成本均大幅上涨, 其中铜价于 2021 年 5 月突破了万元大关 (自 2011 年以来的历史新高)。本轮铜价的上涨主要来源于 1) 需求端: 全球经济恢复带来的需求增加, 尤其是新能源汽车等市场对于原材料铜的大幅需求超过了预期; 2) 供给端: 因为疫情的反复、罢工以及环保政策的影响导致铜库存的紧张。

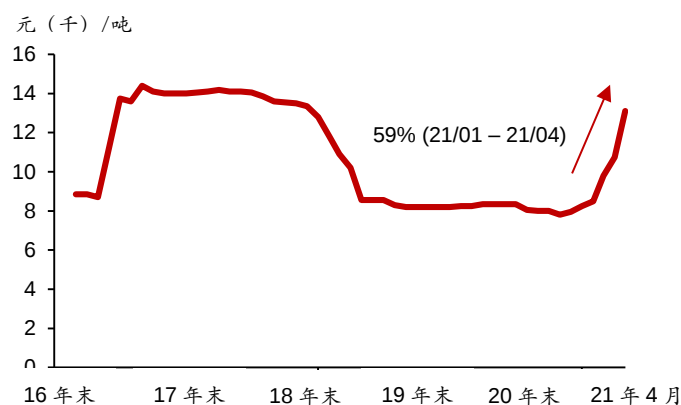
图 13: LME 铜价于 2021 年 5 月突破万元大关 (自 2011 年的历史新高)



资料来源: 万德, 招银国际证券预测

除铜价的高企以外, 玻璃纤维布和环氧树脂的价格也都在高位。2021 年的前四个月份, 玻璃纤维布、环氧树脂价格分别上升了 59% 和 74%。自五月份开始, 环氧树脂价格下降了 18%, 主要是由于中国监管机构开始打击大宗商品投机活动的政策影响。在原材料价格攀升的背景下, 企业成本端压力过大, 也同时降低了企业生产的积极性, 我们已经看到国内的经济数据在四月份已经显现出了增速减弱的态势 (参考招银国际宏观经济报告 2021 年 5 月 18 日)。

图 14: 2021 年前四个月玻璃纤维布价格上升了 59%



资料来源: SCI99, 招银国际证券预测

图 15: 环氧树脂价格自 2021 年 5 月下降了 18%



资料来源: 万德, 招银国际证券预测

预计原材料价格短期内仍会维持高位，CCL 厂商有望获得更好的表现

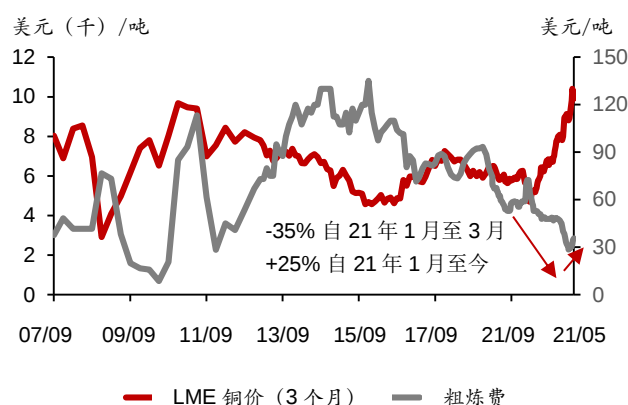
我们认为原材料价格在短期内仍会维持高位，主要原因如下：1) 需求端：经济复苏仍将继续；2) 供给端：由于南美疫情反复、罢工以及环保政策的影响，铜库存预计维持低位以及 3) 近期：中国对于大宗商品投机活动的打压带来短暂铜价的回落，可能导致企业囤积库存，市场供给方出货意愿低的局面，预计短期内铜价还是会有较强支撑。

需求端：经济继续恢复，但预期增速减慢。经济的恢复带来了对铜等大宗商品的需求迅猛增加，需求端爆发支持了大宗商品价格走强的趋势。相信未来随着疫情的进一步控制，对于铜的需求还会维持高位。但是同时也看到，铜价的高企打压了生产商的积极性，也增加铜价进一步走高的压力。

供给端：铜库存持续紧张。2020 年，~40% 的全球铜产出来自于南美的智利（29%）和秘鲁（11%）。两者去年的产出增速为 1.6%（智利）和 -10.6%（秘鲁），增幅缓慢和下降的原因主要是疫情影响。目前看来，2021 年供给端的压力仍在，主要基于以下几点：1) 南美的疫情持续反复，相关疫苗接种进展不乐观（智利、秘鲁接种人口百分比为 40.6%、5.1%）；2) 相关国家环保政策（碳排放等）的影响以及 3) 矿场企业投资人对于投资回报（分红）的要求，导致产出企业对于新矿投资的减少。综上所述，我们认为供给缺口仍会继续，高企的铜价短期内有较强的支撑。

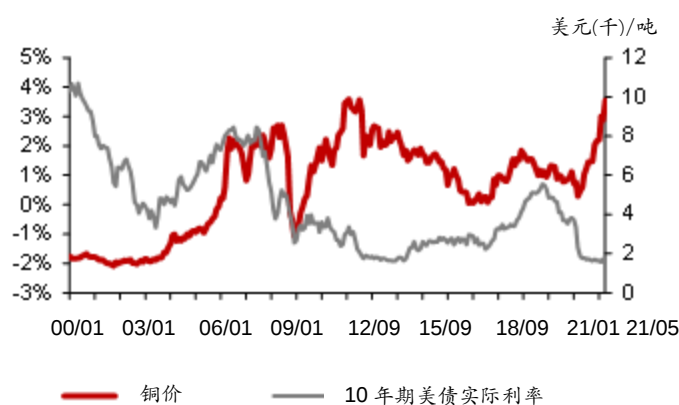
长期看，市场对于铜价的预期有较大的差异（年末价格预期区间：7000-12,250 美元一吨不等）。虽然我们认为短期内铜价会维持高位，但是我们也看到高企的铜价对于下游厂商的生产意愿有较强的打压，给未来铜价进一步走强带来压力。对于未来铜价走势，我们建议关注：1) 铜矿粗炼费（负相关）以及 2) 美债实际利率（负相关）。

图 16: 铜价指标之一：粗炼费用和铜价的负相关性



资料来源：万德，招银国际证券预测

图 17: 铜价指标之二：美债实际利率和铜价的负相关性



资料来源：彭博，招银国际证券预测

由于本轮铜价上涨主要是来自于疫情导致的供需错配，我们认为粗炼费用可能是一个更好反应铜市场供需平衡程度的指标。我们看到今年一季度粗炼费用下降了 -35%，但是自 4 月份回升了 25%。我们认为近期粗炼费用的上升主要是由于中国政府干预以及铜价高企降低了下游生产商的生产意愿导致的。我们会持续关注相关指标的变化。

1Q21 同业回顾

CCL 厂商在 2020 年的表现弱于 PCB 厂商，但业绩增长在今年一季度实现了反转。PCB、CCL 厂商的收入增速在 2020 年达到了 12.7%/-0.3%，但是我们看到今年一季度的 CCL 厂商的收入数据要好于 CCL 厂商（35.5%/41.2%）。这主要是由于原材料带来的成本端压力已经在今年一季度开始逐步传导到下游。基于原材料价格还会维持在高位的预期，我们相信 CCL 厂商今年的业绩会优于 PCB 厂商。

图 18: PCB 厂商收入与净利润的增长对比

公司名称	代码	收入			净利润		
		2020 同比	1Q21 同比	1Q21 环比	2020 同比	1Q21 同比	1Q21 环比
生益科技	600183 CH	10.9%	46.7%	12.7%	16.0%	60.4%	44.1%
深南电路	002916 CH	10.2%	9.1%	4.1%	16.0%	-12.0%	-26.6%
东山精密	002384 CH	19.3%	46.3%	-23.7%	117.8%	18.0%	-57.3%
沪电股份	002463 CH	4.7%	10.4%	-8.2%	11.3%	3.2%	-43.1%
景旺电子	603228 CH	11.6%	44.0%	-3.1%	-25.1%	23.1%	7.6%
崇达技术	002815 CH	17.2%	39.4%	20.8%	-16.2%	-2.3%	87.5%
兴森科技	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%
博敏电子	603936 CH	4.4%	49.8%	-11.4%	22.4%	197.1%	-48.3%
同业		12.7%	35.5%	-20.5%	44.3%	17.3%	27.5%

资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

图 19: CCL 厂商收入与净利润的增长对比

公司名称	代码	收入			净利润		
		2020 同比	1Q21 同比	1Q21 环比	2020 同比	1Q21 同比	1Q21 环比
生益科技	600183 CH	10.9%	46.7%	12.7%	16.0%	60.4%	44.1%
南亚塑胶	1303 TT	0.2%	46.7%	14.5%	16.9%	1781.9%	46.9%
联茂	6213 TT	12.1%	41.1%	22.6%	13.5%	82.5%	-16.3%
住友电木	4203 JT	-2.6%	25.9%	0.4%	-22.8%	-244.7%	-83.9%
罗杰斯	ROG US	-10.7%	15.3%	8.8%	5.6%	135.4%	105.3%
同业		-0.3%	41.2%	12.6%	10.9%	1291.7%	25.8%

资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

维持生益科技的买入评级；深南电路的持有评级

生益科技 (600183 CH; 买入, 目标价 30.5 人民币)

由于 CCL 的头部厂商市场份额更加集中（前 10 名 CCL 厂商的市占率接近~75%，而前 40 名 PCB 厂商的市占率只有~50%），所以在产业链中有着更高的议价权。我们已经看到自 2020 年四季度以来，原材料价格上涨的压力已经传导到了下游 PCB 厂商。我们期待生益科技将会受益于 1) 下游需求的爆发；2) 行业龙头以及较高的市占率以及 3) 本次成本上升中更强的议价能力。我们预期 2021 年收入、每股收益分别增长 29% 以及 37%，毛利率端也会随着更高的 CCL 收入比例得到进一步的改善。

我们维持买入评级以及 30.5 元目标价（基于 30 倍 2021 财年预测市盈率）不变。我们认为当前股价位于 21.4 倍 21 年财年市盈率（接近历史平均下一个标准差）是具有吸引力的。近期的催化剂包括：1) CCL 价格的持续上涨以及 2) 新一期 5G 基站的招标信息。潜在的风险包括逊于预期的成本传导以及 5G 建设进展的延迟。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	13,241	14,687	18,976	22,591	25,237
同比增长(%)	10.5	10.9	29.2	19.0	11.7
毛利率(%)	26.6	26.8	27.3	27.5	27.8
净收入(百万元人民币)	1,449	1,681	2,327	2,826	3,246
每股盈利(元人民币)	0.66	0.74	1.02	1.23	1.42
每股盈利变动(%)	39.7	12.1	37.3	21.4	14.9
市场预测每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	0.98	1.17	1.39
市盈率(倍)	34.5	30.8	22.4	18.5	16.1
市帐率(倍)	5.9	5.3	4.6	4.1	3.6
股息率(%)	1.8	1.8	2.4	3.0	3.4
权益收益率(%)	16.4	17.0	20.6	22.0	22.3

资料来源：公司数据，彭博，招银国际证券预测

深南电路 (002916 CH; 持有, 目标价 82.7 人民币)

我们认为，受益于下游需求的增长，2021 年深南电路的封装基板业务同比将增长 22%；同时 PCB 业务由于 5G 招标进展的推迟而略受影响。不过我们已经看到深南电路正在积极拓展汽车电子业务，南通三期预计今年四季度投产，聚焦新能源和智能驾驶方向。长期看，我们认为成本端的压力将会促进 PCB 行业迎来整合。作为通信领域的龙头企业，深南电路会受益于规模效应以及市占率的提升带来收入的增长，我们看好公司的长期发展。

短期内，由于 1) 新一期 5G 基站招标迟于预期，2) 新一期 700MHz 基站的价格预计将有所下调以及 3) 近期的成本压力或难传导到客户，我们维持持有评级以及 82.7 元目标价（基于 30 倍 2021 财年预测市盈率）不变。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	10,524	11,600	13,320	15,141	17,338
同比增长(%)	38.4	10.2	14.8	13.7	14.5
毛利率(%)	26.5	26.5	24.6	25.5	26.0
净收入(百万元人民币)	1,233	1,430	1,348	1,662	1,970
每股盈利(元人民币)	2.62	3.00	2.76	3.40	4.03
每股盈利变动(%)	5.2	14.5	(8.2)	23.3	18.5
市场预测每股盈利(元人民币)	NA	NA	3.57	4.39	4.90
市盈率(倍)	32.4	28.3	30.8	25.0	21.1
市帐率(倍)	5.8	5.6	5.0	4.3	3.8
股息率(%)	1.4	1.1	1.1	1.3	1.5
权益收益率(%)	25	19	16	17	18

资料来源：公司数据，彭博，招银国际证券预测

图 20: 同业比较

公司名称	代码	评级	市值	股价	目标价	上行/下行 空间	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		权益收益率 (%)	
			(百万美元)				FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
CCL												
生益科技	600183 CH	买入	8,201	22.79	30.5	34%	22.4	18.5	4.6	4.1	20.6	22.0
南亚塑胶	1303 TT	不适用	23,893	83.50	不适用	不适用	12.8	14.1	1.7	1.7	14.1	12.7
联茂	6213 TT	不适用	1,490	124.00	不适用	不适用	12.4	10.1	3.0	2.9	23.3	28.9
建滔集团	148 HK	不适用	6,120	42.90	不适用	不适用	5.8	5.2	-	-	-	-
住友电木	4203 JT	不适用	2,026	4490.00	不适用	不适用	18.3	13.6	1.1	1.1	8.4	7.8
罗杰斯	ROG US	不适用	3,526	188.41	不适用	不适用	24.4	21.6	3.5	-	-	-
行业平均							16.0	13.8	2.8	2.4	16.6	17.8
PCB												
生益科技	600183 CH	买入	8,201	22.79	30.5	34%	22.4	18.5	4.6	4.1	20.6	22.0
深南电路	002916 CH	持有	6,519	84.83	82.7	-3%	30.8	25.0	5.0	4.3	16.2	17.4
沪电股份	002463 CH	不适用	4,141	15.29	不适用	不适用	18.5	15.1	-	-	19.2	18.4
东山精密	002384 CH	不适用	4,871	18.14	不适用	不适用	15.9	12.6	2.2	1.9	14.6	15.1
臻鼎	4958 TT	不适用	3,158	97.00	不适用	不适用	9.7	8.4	1.1	1.0	10.4	11.4
TTM	TTMI US	不适用	1,624	15.15	不适用	不适用	12.2	10.3	1.0	1.0	8.7	9.0
欣兴电子	3037 TT	不适用	5,674	104.50	不适用	不适用	20.7	15.2	3.0	2.6	14.1	17.0
健鼎科技	3044 TT	不适用	2,399	126.50	不适用	不适用	10.2	9.2	1.7	1.6	17.0	17.4
华通	2313 TT	不适用	1,647	38.30	不适用	不适用	9.3	8.2	1.4	1.3	16.5	16.8
行业平均							16.6	13.6	2.5	2.2	15.2	16.0

资料来源:彭博, 招银国际证券预测

财务数据：生益科技

损益表

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民币百万)					
营业收入	13,241	14,687	18,976	22,591	25,237
营业成本	9,713	10,754	13,804	16,375	18,212
毛利	3,528	3,933	5,172	6,215	7,025
销售费用	288	179	247	294	328
管理费用	644	720	911	1,062	1,161
研发费用	605	711	892	1,062	1,186
财务费用	142	114	187	224	239
其他营业费用	44	119	20	35	45
营业利润	1,805	2,090	2,915	3,539	4,065
其他非营业收入	0	(7)	-	-	-
税前利润	1,805	2,083	2,915	3,539	4,065
税费	242	283	396	480	552
少数股东损益	115	120	192	233	268
归母净利润	1,449	1,681	2,327	2,826	3,246

现金流量表

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民币百万)					
净利润	1,563	1,800	2,519	3,059	3,513
折旧、摊销	409	531	825	933	1,070
运营资金变动	(479)	(832)	(1,465)	(1,017)	(563)
其他	198	258	187	224	239
经营活动现金流	1,692	1,758	2,067	3,199	4,260
资本支出	(1,580)	(1,761)	(2,077)	(2,024)	(2,251)
其他	14	(72)	0	0	0
投资活动现金流	(1,566)	(1,833)	(2,077)	(2,024)	(2,251)
股份发行	0	189	0	0	0
股利支出	(872)	(1,101)	(916)	(1,269)	(1,541)
其他	699	696	980	176	151
筹资活动现金流	(173)	(215)	64	(1,093)	(1,390)
现金及现金等价物净增加额	(50)	(232)	53	81	619
期初现金及现金等价物余额	1,101	1,051	818	871	953
汇率变动	(3)	58	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,051	818	871	953	1,572

资产负债表

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民币百万)					
流动资产	8,712	9,716	12,330	13,418	15,295
现金及现金等价物	1,062	850	903	984	1,603
应收账款	4,598	4,888	6,613	7,506	8,267
存货	2,100	2,519	3,355	3,468	3,966
预付款项	11	20	20	20	20
其他流动资产	941	1,439	1,439	1,439	1,439
非流动资产	6,823	8,642	9,894	10,985	12,166
固定资产	5,003	6,374	7,257	8,149	9,114
递延所得税资产	76	120	120	120	120
其他非流动性资产	1,744	2,148	2,517	2,717	2,933
总资产	15,535	18,357	22,224	24,403	27,461
流动负债	5,257	6,804	8,865	9,185	10,202
短期借款	1,519	2,157	2,879	3,126	3,368
应付票据	2,656	2,903	3,999	3,989	4,684
应付税款	116	125	125	125	125
其他流动性负债	965	1,619	1,861	1,944	2,025
非流动性负债	925	910	1,112	1,182	1,249
长期借款	732	605	807	877	944
递延收益	13	38	38	38	38
其他非流动性负债	179	267	267	267	267
总负债	6,181	7,714	9,977	10,366	11,451
股本	2,276	2,291	2,291	2,291	2,291
资本公积	2,505	2,795	2,795	2,795	2,795
少数股东权益	520	754	946	1,180	1,448
所有者权益合计	9,354	10,643	12,246	14,037	16,009
负债和所有者权益总计	15,535	18,357	22,224	24,403	27,461

关键指标

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民币百万)					
收入构成					
CCL	76	74	72	66	62
PCB	23	24	26	32	36
其他	1	2	2	2	1
增长率(%)					
收入增长率	10.5	10.9	29.2	19.0	11.7
毛利增长率	32.8	11.5	31.5	20.2	13.0
运营收入增长率	46.9	15.8	39.5	21.4	14.9
净利润增长率	39.7	12.1	37.3	21.4	14.9
利润率(%)					
毛利率	26.6	26.8	27.3	27.5	27.8
运营利润率	13.6	14.2	15.4	15.7	16.1
净利润率	10.9	11.4	12.3	12.5	12.9
资产负债分析					
净负债/总权益(%)	12.7	18.0	22.7	21.5	16.9
流动比率(X)	1.7	1.4	1.4	1.5	1.5
应收账款周转天数	116	118	111	114	114
存货周转天数	72	78	78	76	74
应付账款周转天数	85	94	91	89	87
盈利指标(%)					
净资产收益率	16.4	17.0	20.6	22.0	22.3
资产收益率	9.3	9.2	10.5	11.6	11.8
每股数据(人民币)					
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

资料来源:公司数据, 招银国际证券预测

财务数据：深南电路

损益表

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民币百万)					
营业收入	10,524	11,600	13,320	15,141	17,338
营业成本	7,732	8,530	10,039	11,274	12,826
毛利	2,792	3,071	3,280	3,867	4,512
销售费用	218	167	240	273	312
管理费用	501	480	533	606	694
研发费用	537	645	799	908	1,040
财务费用	73	152	163	175	208
其他营业费用	47	2	(3)	(2)	(2)
营业利润	1,417	1,625	1,549	1,908	2,260
其他非营业收入	(14)	(19)	(16)	(18)	(21)
税前利润	1,403	1,606	1,533	1,890	2,239
税费	170	175	184	227	269
少数股东损益	1	1	1	1	1
归母净利润	1,233	1,430	1,348	1,662	1,970

现金流量表

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民币百万)					
净利润	1,234	1,431	1,349	1,663	1,971
折旧、摊销	467	644	721	881	1,057
运营资金变动	(650)	(557)	447	(1,187)	318
其他	212	282	157	172	207
经营活动现金流	1,263	1,800	2,674	1,528	3,552
资本支出	(2,183)	(2,486)	(2,885)	(2,506)	(2,855)
其他	186	(149)	0	0	0
投资活动现金流	(1,997)	(2,635)	(2,885)	(2,506)	(2,855)
股利支出	(278)	(453)	(465)	(438)	(540)
债务发放(赎回)	1,746	87	1,316	1,119	295
其他	48	295	(163)	(175)	(208)
筹资活动现金流	1,516	(71)	689	505	(453)
现金及现金等价物净增加额	791	(937)	479	(472)	244
期初现金及现金等价物余额	650	1,441	504	983	511
汇率变动	9	(31)	2	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,441	504	983	511	755

资产负债表

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民币百万)					
流动资产	5,977	5,941	6,593	7,136	7,799
现金及现金等价物	1,444	507	986	514	758
应收账款	2,092	2,053	2,540	2,681	3,297
存货	1,504	2,206	1,892	2,766	2,568
其他流动资产	937	1,175	1,175	1,175	1,175
非流动资产	6,242	8,067	10,237	11,866	13,665
固定资产	4,310	6,485	7,913	9,458	11,027
在建工程	1,147	885	1,616	1,686	1,898
无形资产	297	322	334	348	366
其他非流动性资产	488	374	374	374	374
总资产	12,219	14,008	16,830	19,002	21,464
流动负债	4,670	4,932	6,029	6,282	7,130
短期借款	713	688	1,164	1,589	1,702
应付票据	765	858	858	858	858
应付账款	1,555	1,515	2,135	1,964	2,700
其他应付款	1,119	1,399	1,399	1,399	1,399
其他流动性负债	517	472	472	472	472
非流动性负债	2,547	1,631	2,472	3,165	3,348
长期借款	2,250	1,059	1,900	2,593	2,776
递延收益	294	266	266	266	266
其他非流动性负债	3	306	306	306	306
总负债	7,216	6,563	8,500	9,447	10,479
股本	339	489	489	489	489
资本公积	2,231	3,660	3,660	3,660	3,660
未分配利润	2,170	3,135	3,950	5,091	6,422
其他权益	262	161	231	314	413
所有者权益合计	5,003	7,444	8,330	9,555	10,985
负债和所有者权益总计	12,219	14,008	16,830	19,002	21,464

关键指标

截至12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
(人民币百万)					
收入构成					
PCB	73	72	71	71	74
电子装联	12	10	9	8	8
封装基板	11	13	14	15	12
增长率(%)					
收入增长率	38.4	10.2	14.8	13.7	14.5
毛利增长率	58.8	10.0	6.8	17.9	16.7
运营收入增长率	80.8	14.7	(4.7)	23.2	18.5
净利润增长率	5.2	14.5	(8.2)	23.3	18.5
利润率(%)					
毛利率	26.5	26.5	24.6	25.5	26.0
运营利润率	13.5	14.0	11.6	12.6	13.0
净利率	11.7	12.3	10.1	11.0	11.4
资产负债分析					
净负债/总权益(%)	34.0	24.1	27.8	33.4	30.6
流动比率(x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	64	65	63	63	63
存货周转天数	49	58	56	56	56
应付账款周转天数	67	66	66	66	66
现金循环周期	46	58	53	53	53
盈利指标(%)					
净资产收益率	24.6	19.2	16.2	17.4	17.9
资产收益率	10.1	10.2	8.0	8.7	9.2
每股数据(人民币)					
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

资料来源:公司数据, 招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其公司与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。