

分析师:唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

研究助理:朱宇澍

021-50586328

## 通讯 PCB 拉动业绩增长, 盈利能力和现金流持续向好

——沪电股份(002463)季报点评

### 证券研究报告-季报点评

增持(首次)

市场数据(2019-10-31)

发布日期: 2019年11月01日

收盘价(元)	21.69
一年内最高/最低(元)	29.60/6.49
沪深300指数	3886.75
市净率(倍)	9.33
流通市值(亿元)	366.19

基础数据(2019-9-30)

每股净资产(元)	2.77
每股经营现金流(元)	0.57
毛利率(%)	29.88
净资产收益率-摊薄(%)	17.84
资产负债率(%)	39.27
总股本/流通股(万股)	172471.74/168828.65
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件:

近日, 公司发布三季报: 第三季度实现营收18.9亿元, 同比增长36.3%, 环比增长7.4%; 归母净利润3.73亿元, 同比增长99.7%, 环比增长18%。公司1-9月营收50.1亿元, 同比增长30.2%; 归母净利润8.5亿元, 同比增长122.1%; 扣非后归母净利润8.1亿元, 同比增长136.7%; 经营活动现金流净额9.8亿元, 同比增长61.6%。

点评:

- **公司前三季度业绩符合市场预期, 通讯板成为主要驱动力:** 公司中报预计1-9月实现归母净利润8亿元至9亿元, 同比增长108.8%-134.9%, 实际净利润位于业绩预告区间中值附近。非经常性损益约为4000万元, 占归母净利润比例较小, 业绩具有真实性和可持续性。公司营收前三季度高速增长达到36.3%, 较半年报的26.72%仍有大幅提升。其中通讯PCB受5G、数通市场行业景气度和强劲需求量影响, 营收贡献最为突出, 根据半年报, 企业通讯市场上半年实现营业收入21.1亿元, 同比增长36.58%, 营收占比达70.8%。预计通讯板下半年营收增速会随着5G建设的深入和公司产能的优化进一步加速, 看好第四季度通讯PCB营收继续加速增长。
- **5G时代通讯PCB量价齐升, 通讯产品线持续优化产能:** 由于5G高速高频以及Massive MIMO技术的特点, 就单个宏基站而言, 通讯PCB的价值量较4G有大幅提升。目前主流的4G LTE基站包括BBU、RRU、射频天线三个主要部分, 而5G基站需要将RRU和天线合并成AAU, 意味着AAU射频板要在有限空间集成更多电子元件, PCB使用面积和层数大幅增加且性能要求提升; 而另一方面, 5G网络在达到与现今相同覆盖面积的情况下, 预测宏基站数量将会是4G时代的1.5-2倍。因此, 5G时代PCB增量空间巨大, 公司半年报中阐明5G产品在上半年占营收比并不大, 但今年四季度和明年随着5G招标新周期启动, 产品订单有望逐步放量。公司也在全力备战5G建网, 整合青淞厂和黄石一厂的生产和管理资源, 加大研发及技术改造投入力度, 并有针对性的适度扩充产能, 以提升高端产品产能。
- **布局车用PCB产能, 汽车电子化给PCB带来市场增量空间:** 根据公司半年报, 上半年汽车板营业收入同比小幅下降2.75%, 主要因素系上半年汽车市场承压。根据三季报测算, 汽车PCB三季度同比有小幅回暖, 公司拓展了汽车PCB的产能, 子公司黄石沪士二厂于近期开始试生产, 预计年底正式投产, 用以补充汽车市场复苏后的产能。随着车联网在5G时代下的加速布局, 汽车电子化将会带动车用PCB用量增长,

2010年汽车电子占整车BOM约30%左右,预计到2030年这一比例有望提升至50%,车用PCB需求面积将会逐步增长。此外,智能驾驶的高级驾驶辅助系统ADAS也需要用到大量的PCB,预计公司布局的汽车PCB产能会受益于汽车电子化所带来的PCB市场增量空间,该板块业绩有望回升。

- **公司现金流健康,营运现状良好:** 公司Q3经营活动现金流净额4.2亿元,同比增长9.8%,环比增长10.3%,为公司历史单季度最高现金流,且自一季度以来逐季改善。Q3存货周转率2.76,应收账款周转率3.28,流动资产周转率1.19,均较半年报有所改善且维持在健康水平。公司前三季度存货较年初有45%的增长,主要系前三季度公司经营及订单情况良好,所以增加了存货库存,也从侧面印证了公司未来业绩的确定性。
- **公司费用端优化,盈利能力持续改善:** 前三季度毛利率29.8%,同比提升7%,净利率16.9%,同比提升7%;Q3单季度毛利率31%,同比提升6%,环比微降0.7%,净利率19.7%,同比提升6.3%,环比提升1.8%。公司过去7个季度的毛利率分别为17/25/25/24/26/31/31%,净利率分别为6/9/13/11/12/18/19%,处于逐渐上升趋势,主要是系产品需求量扩大,产能利用率增加,形成了规模效应,且三费结构明显改善。第三季度销售费率、管理费、财务费率、研发投入占比分别为2.6%、1.9%、-0.5%、4.3%,分别同比变动-0.3%,0.1%,-0.5%,0。
- **首次给予公司“增持”投资评级:** 我们预测公司19-21年净利润为11.18亿元、14.81亿元和17.62亿元,EPS为0.65元、0.86元和1.02元。以10月31日收盘价21.69元计算,对应P/E为33.5X,25.3X和21.2X,首次给予公司“增持”投资评级。

**风险提示:** 5G建设进度不及预期;原材料价格风险;产能爬坡进度不及预期;环保风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,627	5,497	7,212	8,973	10,674
增长比率(%)	22.1	18.8	31.2	24.4	19.0
净利润(百万元)	204	570	1,118	1,481	1,762
增长比率(%)	55.9	180.3	96.0	32.4	19.0
每股收益(元)	0.12	0.33	0.65	0.86	1.02
市盈率(倍)	183.8	65.6	33.5	25.3	21.2

资料来源:贝格数据,中原证券

## 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2950</b>	<b>3573</b>	<b>5466</b>	<b>7075</b>	<b>7841</b>
现金	416	280	1770	2202	2620
应收票据及应收账款	1353	1614	2279	2564	3197
其他应收款	71	322	194	448	316
预付账款	11	12	18	19	26
存货	742	1039	898	1534	1376
其他流动资产	356	307	307	307	307
<b>非流动资产</b>	<b>3042</b>	<b>3025</b>	<b>3992</b>	<b>4828</b>	<b>5441</b>
长期投资	132	135	140	145	151
固定资产	2566	2425	3354	4176	4802
无形资产	118	113	94	68	38
其他非流动资产	226	352	404	439	451
<b>资产总计</b>	<b>5992</b>	<b>6598</b>	<b>9458</b>	<b>11902</b>	<b>13282</b>
<b>流动负债</b>	<b>1864</b>	<b>1995</b>	<b>3899</b>	<b>4962</b>	<b>4705</b>
短期借款	555	167	2237	2356	2314
应付票据及应付账款	1053	1304	1259	1960	1892
其他流动负债	256	524	403	646	498
<b>非流动负债</b>	<b>640</b>	<b>594</b>	<b>598</b>	<b>585</b>	<b>568</b>
长期借款	98	99	103	91	73
其他非流动负债	541	495	495	495	495
<b>负债合计</b>	<b>2504</b>	<b>2589</b>	<b>4497</b>	<b>5547</b>	<b>5273</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1674	1719	1725	1725	1725
资本公积	168	260	260	260	260
留存收益	1645	2131	2871	3725	4838
归属母公司股东权益	3488	4009	4961	6355	8009
<b>负债和股东权益</b>	<b>5992</b>	<b>6598</b>	<b>9458</b>	<b>11902</b>	<b>13282</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>154</b>	<b>752</b>	<b>823</b>	<b>1696</b>	<b>1725</b>
净利润	204	570	1118	1481	1762
折旧摊销	294	308	269	373	472
财务费用	28	10	40	89	70
投资损失	-13	-19	-10	-11	-13
营运资金变动	-351	-192	-594	-236	-567
其他经营现金流	-7	75	-0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-407</b>	<b>-503</b>	<b>-1226</b>	<b>-1198</b>	<b>-1073</b>
资本支出	178	271	963	830	608
长期投资	-112	0	-5	-6	-6
其他投资现金流	-341	-232	-268	-374	-471
<b>筹资活动现金流</b>	<b>362</b>	<b>-414</b>	<b>-177</b>	<b>-184</b>	<b>-192</b>
短期借款	327	-389	0	0	0
长期借款	98	1	4	-12	-17
普通股增加	0	45	6	0	0
资本公积增加	2	92	0	0	0
其他筹资现金流	-65	-163	-186	-172	-175
<b>现金净增加额</b>	<b>101</b>	<b>-155</b>	<b>-580</b>	<b>314</b>	<b>459</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4627</b>	<b>5497</b>	<b>7212</b>	<b>8973</b>	<b>10674</b>
营业成本	3797	4210	4578	5750	6880
营业税金及附加	25	54	41	59	73
营业费用	188	203	295	358	423
管理费用	290	118	379	448	498
研发费用	0	243	80	124	184
财务费用	28	10	40	89	70
资产减值损失	83	71	100	133	159
其他收益	64	63	0	0	0
公允价值变动收益	-3	1	0	-0	-0
投资净收益	13	19	10	11	13
资产处置收益	-0	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>290</b>	<b>671</b>	<b>1709</b>	<b>2022</b>	<b>2399</b>
营业外收入	1	1	64	65	33
营业外支出	1	2	36	43	21
<b>利润总额</b>	<b>290</b>	<b>669</b>	<b>1737</b>	<b>2044</b>	<b>2411</b>
所得税	86	99	619	563	649
<b>净利润</b>	<b>204</b>	<b>570</b>	<b>1118</b>	<b>1481</b>	<b>1762</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>204</b>	<b>570</b>	<b>1118</b>	<b>1481</b>	<b>1762</b>
EBITDA	611	985	2051	2499	2955
EPS (元)	0.12	0.33	0.65	0.86	1.02

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	22.1	18.8	31.2	24.4	19.0
营业利润 (%)	130.3	131.5	154.8	18.3	18.7
归属母公司净利润 (%)	55.9	180.3	96.0	32.4	19.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	17.9	23.4	36.5	35.9	35.5
净利率 (%)	4.4	10.4	15.5	16.5	16.5
ROE (%)	5.8	14.2	22.6	23.3	22.0
ROIC	4.8	12.1	14.7	16.5	16.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	41.8	39.2	47.5	46.6	39.7
净负债比率 (%)	22.3	12.0	22.0	12.1	3.7
流动比率	1.6	1.8	1.4	1.4	1.7
速动比率	1.0	1.2	1.1	1.1	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	4.1	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.33	0.65	0.86	1.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.09	0.44	0.48	0.98	1.00
每股净资产 (最新摊薄)	2.02	2.32	2.87	3.68	4.64
<b>估值比率</b>					
P/E	183.8	65.6	33.5	25.3	21.2
P/B	10.7	9.3	7.5	5.9	4.7
EV/EBITDA	62.5	38.3	18.7	15.2	12.7

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。