



2018-08-24

公司点评报告

买入/首次

沪电股份 (002463)

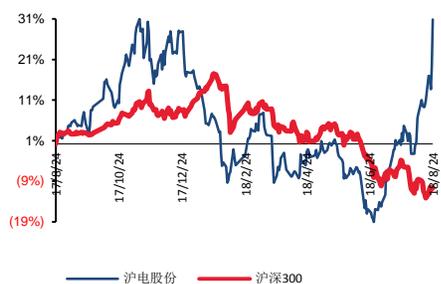
目标价: 10.15

昨收盘: 5.86

信息技术 技术硬件与设备

强者归来, 5G&汽车双赛道值得期待

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,719/1,674
总市值/流通(百万元)	10,073/9,808
12个月最高/最低(元)	5.93/3.60

相关研究报告:

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

事件: 2018年上半年实现营业收入 24.64 亿元, 同比+14.78%; 实现归母净利润 1.97 亿元, 同比+90.87% (接近此前预告上限); 扣非净利润 1.69 亿元, 同比+115.19%。公司预计 2018 年前三季度归母净利润 3.30 亿元-3.90 亿元, 同比+103%-140%, 其中 Q3 归母净利 1.33 亿元-1.93 亿元。

稼动率提升&产品结构优化, 利润率大幅改善: Q2 实现营收 12.94 亿元, 同比+20.56%, 环比+10.69%; 归母净利润 1.26 亿元, 同比+135%, 环比+80%。公司业绩大幅改善, 主要原因是利润率恢复到了应有的水平, 同时产能利用率提高, 营收获得了稳健的增长。

2018H1 综合毛利率 21.54%, 同比+2.96 个 pct, 其中 Q2 毛利率 25.06%, 同比+3.58 个 pct, 环比 7.41 个 pct。

2018H1 净利率 7.98%, 同比+3.18 个 pct, 其中 Q2 净利率 9.76%, 同比+4.76 个 pct, 环比 3.76 个 pct。

	2018Q2	2018Q1	2017Q4	2017Q3	2017Q2	2017Q1
营收	12.94	11.69	12.51	12.29	10.74	10.73
归母净利	1.26	0.7	0.42	0.59	0.54	0.49
净利率	9.76	6	3.33	4.79	5	4.6
毛利率	25.06	17.65	16.19	18.61	21.48	15.68

营收稳健增长的原因: 下游 IDC 用高多层板需求上半年有约 15% 的增长, 昆山青淞厂上半年产能利用率提升至 90% 以上 (去年约 80% 及以下), 黄石厂运行渐入正轨, 承接部分原昆山厂区的服务器、工控订单, 同时新增订单开拓顺利, 产能利用率 90% 以上; 沪利微电 (昆山) 受益下游汽车板订单稳定而持续的属性, 产能基本打满, 报告期内净利润 9498 万元。

利润率大幅提高的原因: 公司前期的厂区搬迁内耗已经终结, 产品生产规划逐渐明晰和落地 (青淞做高端数通板, 沪利微电做汽车板, 黄石做汽车板、工控板、中低端数通板), 内部损耗的消除带来了上半年稳定持续的经营环境, 公司所在的两条主要赛道数通和汽车都是 PCB 中价格和利润率较为稳定的, 随着产能利用率的提高、良率的爬坡 (基本都在 90% 以上)、产品结构的优化, 公司的利润率逐渐恢复到正常水平。

产品结构优化方面, 报告期内海外客户服务器用高层高速 PCB 订单提升、汽车雷达和电源管理用 PCB 订单提升 (年底前 77Ghz 雷达 PCB 产品有望开始出货), 同时公司降低了黄石厂低价订单比例, Q2 黄石厂成功扭亏, 报告期亏损 1276 万元。

需要关注的财务指标:

公司上半年完成**股权激励计划**，需摊销费用总额 10442 万元，其中 2019-2021 年各摊销 4234 万元、4055 万元、1758 万元、394 万元。非经常损益 2751 万元，其中政府补助 3389 万元，主要来自整体搬迁产生的昆山厂建设工程递延收益摊销、昆山市转型升级创新发展专项资金、黄石特色产业发展引导资金。

上半年财务费用 793 万元，同比-8%，其中利息收支净额出同比增加约 264 万元，汇兑损失同比减少约 298 万元(Q1 财务费用 621 万元，公司汇兑损失金额不大)。

经营活动产生的现金流量净额 2.23 亿元，同比+467%，主要系营收规模同比增长，净利润相应增加；此外由于某主要客户于 2016 年末提前支付了约 1.3 亿货款，致使上年同期收到现金减少。

管理费用 1.63 亿元，其中**研发费用**同比增加约 2558 万元。

应收账款 13.3 亿元，同比+23%；存货 8.64 亿元，同比+16%，和收入增速基本相符。

固定资产 24.82 亿元，同比-2.84%，在建工程 2.15 亿元，同比 4.49%。

通信板业务盈利能力大幅提升，汽车板业务布局未来：企业通信板收入 15.43 亿元，同比+10.75%，毛利率 22.11%，同比+4.25 个 pct。4G 建设进入尾声，电信市场需求平淡，而高性能计算领域需求景气，报告期内服务器用板出货量增加，同时青淞厂稼动率提升、产品结构优化、自动化效率提升带来毛利率提升；

汽车板收入 6.78 亿元，同比+19.81%，毛利率 22.95%，同比-0.24 个 pct。24GHz 汽车高频雷达用 PCB 产品及新能源车 BMS 板订单增长较快，进入美国某新能源车供应体系，77GHz 雷达板 Q4 有望小批量供货。公司长期目标是做到**汽车板全球前 5**。

办公设备用板收入 1.43 亿元，同比+27.94%，毛利率 21.98%，同比+7.97 个 pct；

消费电子用板收入 992 万元，同比+22.20%，毛利率 13.17%，同比+2.15 个 pct。

外销收入占比约 53%，直接销往美国收入占比小于 3%。

	收入	同比	毛利率	同比
企业通信板	15.43	10.75%	22.11%	4.25%
汽车板	6.78	19.81%	22.95%	-0.24%
办公设备用板	1.43	27.94%	21.98%	7.97%
消费电子板	0.10	22.20%	13.17%	2.15%

赛道好、壁垒高、可提升空间大：公司两大主营业务为通信板和汽车板，通信业务从与客户合作研发、送样、认证、小批量到大批量，需要 1-2 年的时间，汽车板需要 2-3 年甚至更长的时间，公司已经成功储备了华为、思科、大陆、美国某新能源车公司等优质客户，该等客户采购量大、价格高（相对），进入壁垒高。

此外，公司是内资企业中生产高速多层板最优秀的之一，也是生产高频微波板的领先企业，总体产品均价要比绝大部分内资同行高1500-1800元/平米，所在的中高端市场竞争力度小。公司黄石的新厂2019年底有50-70万平的汽车板新增产能，后期还有约150万平的多层板及HDI产能扩出，约200万平新增产能或将对应50亿元收入，从而在未来3-5年内跻身百亿收入行列。

投资建议：预计18-20年净利润分别为4.9/5.7/7.0亿，EPS 0.29/0.33/0.41元，当前股价对应PE分别为20.4/17.8/14.4X，给与2018年35X估值，目标价10.15元，给予“买入”评级。

风险提示：5G推进进度低于预期；行业竞争加剧；新产能拓展不及预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,627	5,554	6,429	7,662
(+/-%)	22.1%	20.1%	15.7%	19.2%
净利润(百万元)	204	492.79	566.98	700.85
(+/-%)	55.9%	142.1%	15.1%	23.6%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.29	0.33	0.41
市盈率(PE)	48.2	20.4	17.8	14.4

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	416	443	768	1085	营业收入	4627	5554	6429	7662
应收款项	1423	1704	1973	2351	营业成本	3797	4168	4828	5731
存货净额	742	827	963	1152	营业税金及附加	25	29	34	41
其他流动资产	369	444	514	613	销售费用	188	217	262	312
流动资产合计	2950	3418	4218	5201	管理费用	290	349	413	503
固定资产	2706	2600	2477	2339	财务费用	28	19	15	7
无形资产及其他	118	113	108	104	投资收益	13	10	10	10
投资性房地产	86	86	86	86	资产减值及公允价值变 动	(86)	(80)	(80)	(80)
长期股权投资	132	132	132	132	其他收入	64	0	0	0
资产总计	5992	6350	7022	7862	营业利润	290	702	808	999
短期借款及交易 性金融负债	555	550	550	550	营业外净收支	0	2	2	2
应付款项	1053	1160	1351	1615	利润总额	290	704	810	1001
其他流动负债	256	287	335	401	所得税费用	86	211	243	300
流动负债合计	1864	1997	2236	2566	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付 债券	98	98	98	98	归属于母公司净利润	204	493	567	701
其他长期负债	541	485	596	706	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	640	584	694	804	净利润	204	493	567	701
负债合计	2504	2581	2930	3370	资产减值准备	29	(0)	(4)	(5)
少数股东权益	0	0	0	0	折旧摊销	293	281	301	317
股东权益	3488	3769	4092	4492	公允价值变动损失	86	80	80	80
负债和股东权益 总计	5992	6350	7022	7862	财务费用	28	19	15	7
关键财务与估值 指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	(433)	(361)	(129)	(229)
每股收益	0.12	0.29	0.33	0.41	其它	(29)	0	4	5
每股红利	0.06	0.12	0.14	0.18	经营活动现金流	149	494	819	869
每股净资产	2.08	2.19	2.38	2.61	资本开支	(88)	(250)	(250)	(250)
ROIC	6%	13%	15%	18%	其它投资现金流	3	0	0	0
ROE	6%	13%	14%	16%	投资活动现金流	(218)	(250)	(250)	(250)
毛利率	18%	25%	25%	25%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	14%	14%	14%	负债净变化	98	0	0	0
EBITDA Margin	13%	19%	19%	18%	支付股利、利息	(94)	(212)	(244)	(301)
收入增长	22%	20%	16%	19%	其它融资现金流	160	(5)	0	0
净利润增长率	56%	142%	15%	24%	融资活动现金流	169	(217)	(244)	(301)
资产负债率	42%	41%	42%	43%	现金净变动	101	26	325	318
息率	1.0%	2.2%	2.5%	3.1%	货币资金的期初余额	316	416	443	768
P/E	48.2	20.4	17.8	14.4	货币资金的期末余额	416	443	768	1085
P/B	2.8	2.7	2.5	2.2	企业自由现金流	1	225	547	591
EV/EBITDA	19.9	11.8	10.9	9.6	权益自由现金流	259	206	536	586

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyux@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafal@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。