



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2019-02-26

公司点评报告

买入/维持

沪电股份(002463)

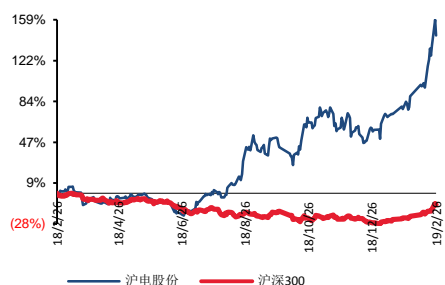
目标价: 15.4

昨收盘: 11.1

信息技术 技术硬件与设备

## 5G 属性最强 PCB 企业，与龙头估值差距将迎来修复

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,725/1,674
总市值/流通(百万元)	19,149/18,578
12 个月最高/最低(元)	11.75/3.60

### 相关研究报告:

沪电股份(002463)《太平洋证券-电子行业-沪电股份(002463)三季度报点评:单季度利润率已站上行业领先水平》--2018/10/20

### 证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

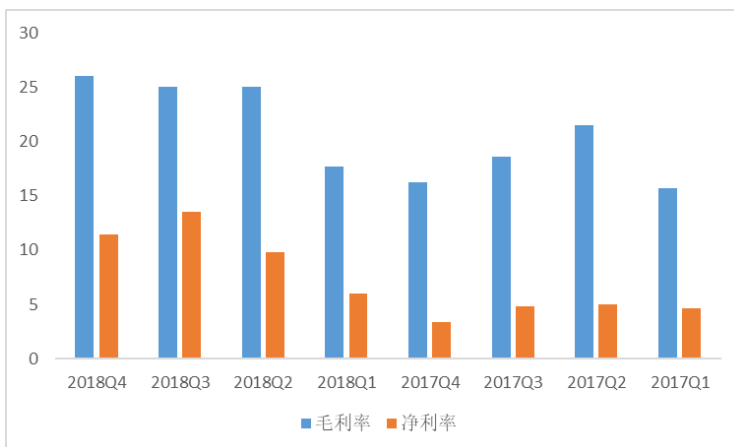
E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

**事件:** 2018 年收入 54.9 亿元, 同比+18%, 归母净利 5.71 亿元, 同比+180%。Q4 单季度收入 16.48 亿元, 环比+19%, 同比+31%, 净利润 1.88 亿元, 同比+353%, 环比+1%。分析如下。

**业绩符合预期, 计提固定资产减值对全年利润有一定影响:** 公司计提了各项资产减值金额 7100 万元, 其中存货 4936 万元符合往年的惯例, 固定资产减值 1800 万元, 有利于优化资产结构轻装上阵。假如加回 1800 万元, 则公司全年业绩贴近预告上限。

目前公司三个产区均处于生产性满产的状态, 预计 Q1 由于开工天数影响收入略有影响, 但接单和排产均处于相对平稳的状态。考虑到 PCB 行业的环比延续属性, 在接单和排产稳定情况下, 毛利率出现大幅波动的可能性不大。



Q4 毛利率预计同比+8-10 个 pct, 环比提升+1 个 pct。主要原因是产品结构的优化和黄石厂区的扭亏, 青淞厂 18 层以上板从 2016-2017 年的占比不足 3 成提升到目前的占比一半以上; 黄石厂逐步导入盈利性较好的订单; 沪利微电维持了盈利水平。

	2017Q4	2018Q1	2018Q2
稼动率	沪利微电100%，黄石75%，青淞85%	沪利微电100%，黄石85%，青淞85%	黄石85%，其他都是满载
黄石盈利	全年约亏7500万元，下半年亏损少于上半年，月产值最高5000万元	亏1000多万，同比减少1000多万。	开始实现单月盈利，月产值约5000万元。
	2018Q3	2018Q4	2019Q1
稼动率	黄石85%，其他都是满载	黄石90%，其他都是满载	黄石90%，其他都是满载
黄石盈利	月产值5500万元，盈利900万元	月产值6000万元，盈利	月产值6000万元，盈利

其中黄石厂从 2017 年全年亏 7000 多万到 2018 年 Q2 开始单月盈利，下半年实现盈利。单月产值从最高 5000 万到稳定的 6000 万。青淞和黄石产能利用率也逐步爬升了约 10%（伴随产品结构的优化）。

**产能储备充足但扩张进度较为克制，后续需求能见度提升后可见机投放：**

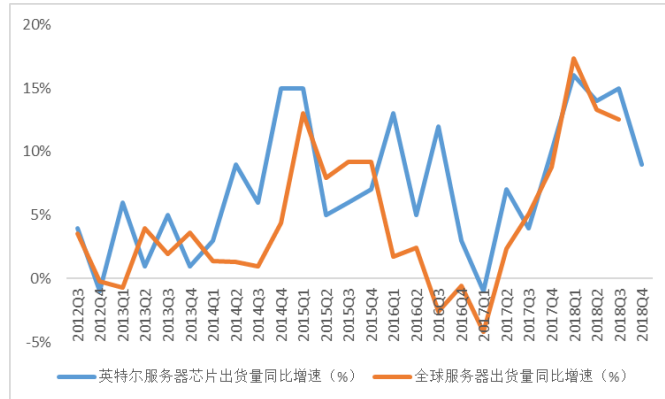
黄石厂区排污指标充足，还有 80 亩土地，可以再建一个通讯板厂，黄石一期（通信板为主）理论产值约 12 亿，二期（汽车板）理论产值约 12 亿，假如空地上新建一个通信板厂，整体黄石产值可以来到 36 亿元。

青淞厂还有 60 亩土地（政府正在想办法解决排放限值问题来扶持企业发展），足够复制目前的产值，按目前水平新旧合计产值可达至少 70 亿元。

沪利微电产值约 15 亿。整体公司靠现有的土地和基建资源储备产能对应产值约 120 亿，这是在订单结构不优化的假设下，实际上公司此后承接的新世代通信、高端服务存储设备订单价值量是提升的状态，在册储备产能产值是可以接近 140-150 亿的，而 PCB 企业的扩产周期大约是 2-3 年，因此假如需求景气度好，公司短期业绩弹性是足够大的。

**面向中高阶订单以维持利润水平，受下游终端出货量波动影响小：**

全球服务器季度出货量已经保持了接近 9 个季度相对景气的增长，其增长 60% 以上贡献都来自大型数据中心（互联网公司云计算建设、流量爆发带来），而这部分建设所需服务器大部分是白牌服务器（可能是互联网公司自有品牌找代工厂，或者是代工厂自己组建的品牌），沪电在这些品牌中所占的份额不多，沪电用于服务、存储器，交换机路由器的 PCB，主要还是出售给品牌客户，如思科、华为、戴尔、惠普、浪潮等企业且主要是做 16 层以上高价订单，因此服务器出货量只能作为需求参考指标，对沪电来说不是决定性的（实际上公司量增加的并不多，主要是价和利润率）。此外通信有线基础设施端也需要用到较多的服务存储设备，该部分随着新世代通信假设需求正在逐步提升。



无线基站端，公司采取有选择接单的模式，4G 的逐步渗透和扩容带动了通信大类 PCB 整体的需求，但公司只挑选相对高层次的订单来做，5G 订单壁垒较高，是公司未来主要拓展的领域。

#### 5G 属性最强的 PCB 企业，汽车板业务也将协同受益：

根据产业调研测算，全球 5G 无线基站建设高峰年度单一年份将带来约 260 亿元人民币市场空间，按目前市场份额情况假设公司占比 20% 对应 46 亿元的收入。

年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
宏基站数量, 万站	20	40	100	140	160	140	100	40
对应 PCB 价值, 亿元	30.2	60.4	151	211.4	241.6	211.4	151	60.4
室分站数量, 万站	5	10	20	30	40	30	20	10
对应 PCB 价值, 亿元	2.6	5.2	10.4	15.6	20.8	15.6	10.4	5.2
合计 PCB 价值, 亿元	32.8	65.6	161.4	227	262.4	227	161.4	65.6
合计 CCL 价值, 亿元	14.8	27.6	62.9	81.7	86.6	68.1	48.4	19.7

此外，在 5G 时期，77Ghz 毫米波雷达等产品需求也将提升，目前公司是全球领先的高频毫米波级别 PCB 厂商，在 6GHz 及以上频段的 PCB 技术能力将帮助公司成为小基站、微基站、自动驾驶等领域潜在核心 PCB 供应商。

2017 年公司是全球排名第十的汽车板企业，收入 1.87 亿美金，公司目标是做到全球前三，即使行业不增长也对应约 5.5 亿美元营收，即约人民币 38 亿元，还有约三倍空间。

公司由于历史搬厂原因导致实力还未被市场完全认可，后续与龙头之间的估值差距有望进一步修复。

**投资建议：**预计 18-20 年净利润分别为 5.7/7.6/10.3 亿，EPS 0.33/0.44/0.60 元，当前股价对应 PE 分别为 33.4/25.1/18.5X，给与 2019 年 35X 估值，目标价 15.4 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	5,490	6,410	8,208
(+/-%)	22.1%	18.7%	16.7%	28.0%
净利润(百万元)	204	571.39	760.72	1033.97
(+/-%)	55.9%	180.8%	33.1%	35.9%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.33	0.44	0.60
市盈率(PE)	91.3	33.4	25.1	18.5

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)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	416	536	776	975	营业收入	4627	5490	6410	8208
应收款项	1423	1399	1633	2091	营业成本	3797	4171	4779	6075
存货净额	742	817	940	1208	营业税金及附加	25	29	34	44
其他流动资产	369	439	513	657	销售费用	188	203	237	304
<b>流动资产合计</b>	<b>2950</b>	<b>3191</b>	<b>3862</b>	<b>4931</b>	管理费用	290	340	396	505
固定资产	2706	2627	2532	2419	财务费用	28	17	10	5
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)	(71)	(71)	(71)
长期股权投资	132	132	132	132	其他收入	64	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5992</b>	<b>6150</b>	<b>6720</b>	<b>7672</b>	营业利润	290	670	893	1214
短期借款及交易性金融负债	555	478	478	478	营业外净收支	0	2	2	2
应付款项	1053	989	1138	1463	<b>利润总额</b>	<b>290</b>	<b>672</b>	<b>895</b>	<b>1216</b>
其他流动负债	256	285	329	423	所得税费用	86	101	134	182
<b>流动负债合计</b>	<b>1864</b>	<b>1752</b>	<b>1945</b>	<b>2364</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	98	98	98	98	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>204</b>	<b>571</b>	<b>761</b>	<b>1034</b>
其他长期负债	541	485	429	373	<b>现金流量表 (百万元)</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>640</b>	<b>584</b>	<b>528</b>	<b>472</b>	净利润	204	571	761	1034
<b>负债合计</b>	<b>2504</b>	<b>2336</b>	<b>2473</b>	<b>2835</b>	资产减值准备	29	1	(3)	(4)
少数股东权益	0	0	0	0	折旧摊销	293	282	303	320
股东权益	3488	3814	4248	4837	公允价值变动损失	86	71	71	71
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5992</b>	<b>6150</b>	<b>6720</b>	<b>7672</b>	财务费用	28	17	10	5
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营运资本变动	(433)	(212)	(298)	(512)
每股收益	0.12	0.33	0.44	0.60	其它	(29)	(1)	3	4
每股红利	0.06	0.14	0.19	0.26	<b>经营活动现金流</b>	<b>149</b>	<b>713</b>	<b>837</b>	<b>914</b>
每股净资产	2.08	2.22	2.47	2.81	资本开支	(88)	(270)	(270)	(270)
ROIC	6%	16%	19%	24%	其它投资现金流	3	0	0	0
ROE	6%	15%	18%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(218)</b>	<b>(270)</b>	<b>(270)</b>	<b>(270)</b>
毛利率	18%	24%	25%	26%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	14%	15%	16%	负债净变化	98	0	0	0
EBITDA Margin	13%	19%	20%	19%	支付股利、利息	(94)	(246)	(327)	(445)
收入增长	22%	19%	17%	28%	其它融资现金流	160	(77)	0	0
净利润增长率	56%	181%	33%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>169</b>	<b>(323)</b>	<b>(327)</b>	<b>(445)</b>
资产负债率	42%	38%	37%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>101</b>	<b>120</b>	<b>240</b>	<b>199</b>
息率	0.5%	1.3%	1.8%	2.4%	货币资金的期初余额	316	416	536	776
P/E	91.3	33.4	25.1	18.5	货币资金的期末余额	416	536	776	975
P/B	5.3	5.0	4.5	3.9	企业自由现金流	1	436	555	627
EV/EBITDA	34.0	20.8	17.0	13.7	权益自由现金流	259	344	546	623

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@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。