公司调研点评

沪电股份（002463）

电子 | 元件

盈利能力持续提升，5G 和汽车机遇通向未来

2019 年 07 月 23 日

评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 14.56-16.64 元

交易数据

当前价格（元）	14.86
52 周价格区间（元）	4.26-15.50
总市值（百万）	25635.29
流通市值（百万）	25087.94
总股本（万股）	172512.07
流通股（万股）	168828.65

涨跌幅比较

%	1M	3M	12M
沪电股份	33.39	21.27	236.34
元件	2.95	-4.8	-1.65

何晨 分析师
执业证书编号：S0530513080001
0731-84779574
hechen@cfzq.com

司岩 研究助理
siyan@cfzq.com
0731-84779593

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	4626.74	5496.89	6541.64	7540.50	8608.90
净利润（百万元）	203.52	570.45	898.00	1188.13	1281.01
每股收益（元）	0.12	0.33	0.52	0.69	0.74
每股净资产（元）	2.02	2.32	2.67	3.09	3.55
P/E	125.96	44.94	28.55	21.58	20.01
P/B	7.35	6.39	5.56	4.80	4.18

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

- **下游需求旺盛，盈利能力摆脱迁厂影响。**公司 2018 年开始进入业绩高速增长期，主要受新一代高速网路设备和服务器产品的需求稳步提升影响，2019 年以来，全球 5G 逐步进入商用部署的关键期，带动有线和无线端的通信设备需求增加，受此带动，公司 2019 年上半年归母净利润同比增长 123.9%—154.4%，整体来看，公司已摆脱昆山新厂和黄石厂一期搬迁带来的盈利质量下滑影响，盈利能力恢复至行业领先水平。

- **产能规划合理，环保排放指标影响有限。**沪利微电、青淞厂、黄石一厂三个厂区产能利用率均处于高位，公司目前产能结构合理，未来的产能增量主要来自于青淞厂节能排污效率的提升和部分中端产品订单转移带来的产能空间，5G 建设高峰需求超出预期时，黄石厂区存在另外的产能弹性。

- **数通 PCB 行业壁垒高，沪电深南各有千秋。**数通 PCB 行业的壁垒主要集中在技术工艺和客户方面：技术工艺视客户需求、基材特性等因素而不同，定制化程度高；下游通信设备选择供应商需要通过严格的认证程序，更换成本高且周期长。国内数通 PCB 厂商主要以沪电股份和深南电路为主，两家公司在华为中的份额占比超过 50%。沪电股份和深南电路在无线基站 PCB 领域具备深厚的技术积累和工艺壁垒，在细分领域的市场份额上互有优势，沪电股份在基站天线 PCB 领域的市场份额领先，深南电路在无线基站射频功放 PCB 领域的市场份额更高。

- **汽车 PCB 成为业绩稳定器，未来增长空间广阔。**全球汽车 PCB 板市场主要被美、日和台资企业掌握，但市场格局整体比较分散。2017 年，公司进入全球汽车 PCB 板前十行列，距离行业龙头还存在一定差距。公司汽车 PCB 板未来的成长主要体现在三个方面，一是 PCB 产业转移刚刚进入下半场，国内厂商有望凭借持续精进的工艺水平和成本优势逐步承接美日厂商市场份额；二是我国在新能源汽车领域起步较早，相较于传统燃油车汽车具备一定的先发优势，国内新能源汽车销量的增长将带动公司汽车 PCB 板业绩成长；三是智能驾驶和汽车电子化趋势较为明显，公司通过参股 Schweizer Electronic AG.掌握了高端汽车

PCB板技术，在浪潮中有望快速提升市场份额。

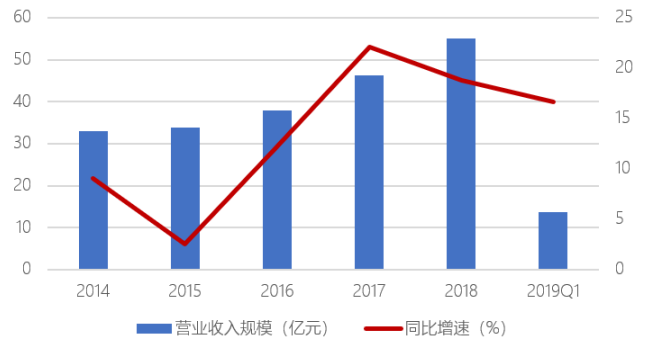
- **给予“谨慎推荐”评级。**公司以数通和基站PCB以及中高阶汽车PCB为主业，在通信PCB领域与深南电路同为国内第一梯队，在技术工艺、客户资源、产能储备上具备相对竞争优势。公司在经历了昆山新厂和黄石一厂的搬迁后，盈利能力逐步恢复，2018年以来，在下游通信需求旺盛的背景下，公司业绩实现了高速增长。由于5G建网将在未来两年达到峰值，因此通信PCB的需求的旺盛状态将持续，影响公司业绩增长的关键因素将是产能的天花板。公司目前产能结构合理，并且通过调整厂区产品结构为5G建网预留了一定的产能空间,考虑到昆山企业搬迁和排污指标的放宽存在一定不确定性，公司产能瓶颈的出现也具备一定的可能性，因此在2019年业绩高基数的影响下，2020年—2022年公司通信PCB业绩增长将回归平稳理性区间。从公司汽车PCB业务来看，技术和产能布局在国内厂商中具备一定的先发优势，在新能源汽车销量高增长、智能驾驶和汽车电子趋势确定的背景下，公司汽车PCB板兼具稳定器和加速器作用，未来有望成为公司另一重要驱动力。预计2019-2021年实现归母净利润8.98、11.88、12.81亿元，EPS分别为0.52、0.69、0.74,对应当前股价PE分别为28.55、21.58、20.01X，我们看好公司抓住5G建网机遇实现业绩平稳快速增长,考虑到过去一年公司股价涨幅为236.34%，短期内给予“谨慎推荐”评级。由于中美贸易摩擦和科技领域的博弈仍然存在一定的不确定性，给予公司2019年底28-32倍PE，对应估值区间为14.56—16.64元。
- **风险提示：中美贸易摩擦走势存在不确定性、5G商用进展不及预期、汽车PCB需求不及预期**

1 下游需求旺盛，盈利能力摆脱迁厂影响

公司是台资 PCB 制造家族企业，主营产品为 14-38 层企业通讯 PCB 板、中高阶汽车板，2018 年，通讯 PCB 和汽车 PCB 营收占比分别为 63.40%和 23.32%。在企业通讯 PCB 领域，公司与深南电路同为国内第一梯队，公司客户包括华为、思科、诺基亚、爱立信等国际一线通讯设备厂商。

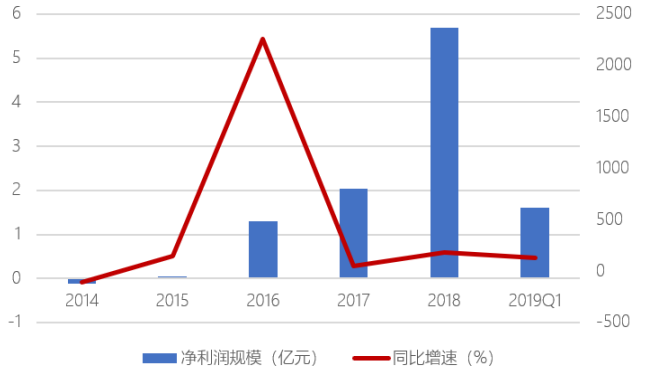
公司 2018 年开始进入业绩高速增长期，主要受新一代高速网路设备和服务器产品的需求稳步提升影响，2019 年以来，全球 5G 逐步进入商用部署的关键期，带动有线和无线端的通信设备需求增加，随着中美科技领域博弈短期缓和，华为订单占比有所增加。通信 PCB 订单周期一般为 2—3 个月左右，由此判断下游需求至 2019 年三季度都将维持旺盛。根据公司公告，预计 2019 年上半年实现归母净利润 4.4—5.0 亿元，同比增长 123.9%—154.4%，整体呈现快速增长态势。

图 1：2014-2019Q1 营业收入规模及增速



资料来源：wind，财富证券

图 2：2014-2019Q1 归母净利润规模及增速



资料来源：wind，财富证券

公司因昆山市城市规划和环保整治安排，自 2011 年开始筹备昆山新厂搬迁和黄石新厂的建设，并于 2015 年先后完成昆山新厂和黄石新厂的投产。在下游需求不振的背景下，产能利用率的缓慢提升和搬迁相关费用的增加使得公司 2014—2016 年毛利率和净利率水平处于过去十年的低谷。随着下游通信需求迎来消费电子端向数据中心和基站端的换挡，黄石厂一期已实现扭亏为盈，公司盈利能力恢复至行业领先水平。

2 产能规划合理，环保排放指标影响有限

目前，公司产能分布在昆山和黄石，主要包括沪利微电、青淞新厂和黄石厂一期三个厂区。其中，沪利微电主要产品为中高阶汽车 PCB，主要面向客户为博世、大陆汽车电子等汽车零部件厂商；青淞厂主要产品为高端通信 PCB，主要面向华为、思科、爱立信、诺基亚等有线和无线通信设备厂商；黄石厂一期主要承接中低端通信 PCB 订单，黄石厂二期定位汽车板制造，预计 2019 年底投产。

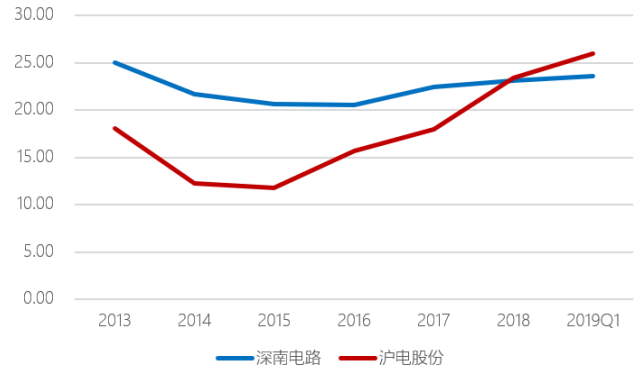
三个厂区产能利用率均处于高位，从产能增长空间的角度来看，因为昆山地区环保政策原因，产能的弹性需要考虑排污指标情况。由于昆山单个工厂污水排放指标约为湖北黄石的四分之一，青淞厂将中端产品订单转移到黄石厂一期，专注于高端通信 PCB 订

单，为 5G 建设带来的需求增量保留了空间，同时，青淞厂节能节水、循环利用等技术改善效果良好，单位新鲜水资源消耗量降低了 10%左右，进一步提升了产能弹性。此外，黄石厂一期必要时也能够承接一部分 5G 订单，黄石厂区除在建的二期外，仍有未利用土地可以用作未来的扩产，总体来看，公司目前产能结构合理，未来的产能增量主要来自于青淞厂节能排污效率的提升和部分中端产品订单转移带来的产能空间，5G 建设高峰需求超出预期时，黄石厂区存在另外的产能弹性。

3 数通 PCB 行业壁垒高，沪电深南各有千秋

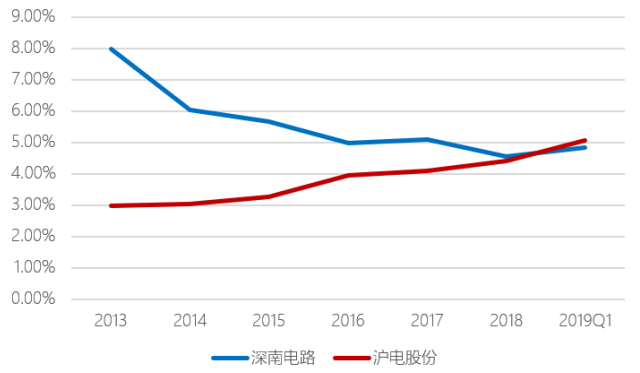
数通 PCB 行业的壁垒主要集中在技术工艺和客户方面：技术工艺视客户需求、基材特性等因素而不同，定制化程度高；下游通信设备选择供应商需要通过严格的认证程序，更换成本高且周期长。国内数通 PCB 厂商主要以沪电股份和深南电路为主，两家公司在华为中的份额占比超过 50%。两家公司通信 PCB 收入占比均为 60%左右，除通信领域外，沪电股份则来自中高阶汽车 PCB 板，深南电路收入主要来自 IC 载板和电子装联业务。沪电股份在逐渐摆脱搬厂影响后，毛利率持续提升，深南电路则始终保持稳定，呈现平稳提升态势；两家公司多年来持续注重研发投入，过去两年，研发投入费用比基本处于同一水平，沪电股份研发投入费用比呈现稳步提升趋势。

图 3：毛利率对比



资料来源：wind，财富证券

图 4：研发投入费用比



资料来源：wind，财富证券

通过产业链调研，通信设备厂商筛选供应商的条件主要是技术工艺过关和产能节奏能够跟上，沪电股份和深南电路在无线基站 PCB 领域具备深厚的技术积累和工艺壁垒，在细分领域的市场份额上互有优势，沪电股份在基站天线 PCB 领域的市场份额领先，深南电路在无线基站射频功放 PCB 领域的市场份额更高。总体来看，无线基站领域下游通信设备厂商掌握话语权，同时绑定多个供应商交叉采购，因此沪电股份和深南电路与下游客户的粘性成为主要竞争要素。目前行业需求旺盛，两家公司为良性竞争关系，随着供需关系的改变，未来公司间竞争程度将逐渐加剧。

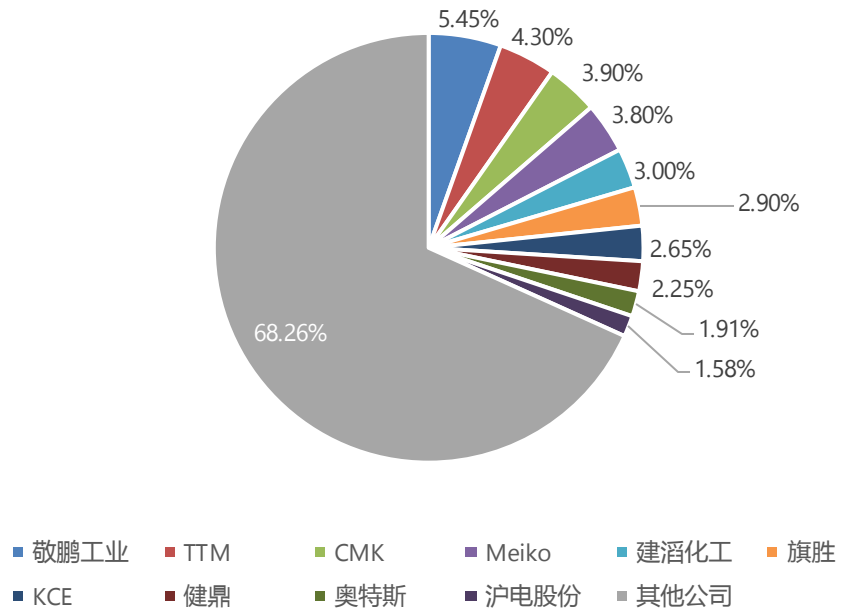
4 汽车 PCB 成为业绩稳定器，未来增长空间广阔

公司汽车 PCB 板主要为用于汽车刹车、转向、动力系统、智能驾驶、车身电子系统的中高阶 PCB 板。2016—2018 年，汽车 PCB 板收入占比分别为 25.46%、24.38%、23.32%，

占比虽有小幅下滑，绝对值仍保持了平稳增长，稳定的收入占比为公司业绩增长提供了稳定的支撑。

目前，全球汽车 PCB 板市场主要被美、日和台资企业掌握，但市场格局整体比较分散。2017 年，公司进入全球汽车 PCB 板前十行列，距离行业龙头还存在一定差距。

图 5：2017 年全球汽车 PCB 厂商市场份额



资料来源：Prismark，财富证券

公司 2017 年参股 Schweizer Electronic AG.，通过整合 Schweizer Electronic AG.射频 PCB 的技术能力和客户资源，合力切入智能驾驶 PCB 市场。目前，24GHz 汽车测距雷达用 PCB 产品以及新能源汽车电池管理系统用 PCB 产品取得了较快增长，77Ghz 汽车测距雷达用 PCB 产品也实现稳定供货。

公司汽车 PCB 板未来的成长主要体现在三个方面，一是 PCB 产业转移刚刚进入下半场，国内厂商有望凭借持续精进的工艺水平和成本优势逐步承接美日厂商市场份额；二是我国在新能源汽车领域起步较早，相较于传统燃油车汽车具备一定的先发优势，国内新能源汽车销量的增长将带动公司汽车 PCB 板业绩成长；三是智能驾驶和汽车电子化趋势较为明显，公司通过参股 Schweizer Electronic AG.掌握了高端汽车 PCB 板技术，在浪潮中有望快速提升市场份额。总体来看，公司汽车 PCB 板兼具稳定器和加速器作用，未来有望成为公司通信 PCB 外另一快速增长的利润点。

5 盈利预测与评级

公司以数通和基站 PCB 以及中高阶汽车 PCB 为主业，在通信 PCB 领域与深南电路同为国内第一梯队，在技术工艺、客户资源、产能储备上具备相对竞争优势。公司在经历了昆山新厂和黄石一厂的搬迁后，盈利能力逐步恢复，2018 年以来，在下游通信需求旺盛的背景下，公司业绩实现了高速增长。由于 5G 建网将在未来两年达到峰值，因此通

信 PCB 的需求的旺盛状态将持续，影响公司业绩增长的关键因素将是产能的天花板。公司目前产能结构合理，并且通过调整厂区产品结构为 5G 建网预留了一定的产能空间，考虑到昆山企业搬迁和排污指标的放宽存在一定不确定性，公司产能瓶颈的出现也具备一定的可能性，因此在 2019 年业绩高基数的影响下，2020 年—2022 年公司通信 PCB 业绩增长将回归平稳理性区间。从公司汽车 PCB 业务来看，技术和产能布局在国内厂商中具备一定的先发优势，在新能源汽车销量高增长、智能驾驶和汽车电子趋势确定的背景下，公司汽车 PCB 板兼具稳定器和加速器作用，未来有望成为公司另一重要驱动力。预计 2019-2021 年实现归母净利润 8.98、11.88、12.81 亿元，EPS 分别为 0.52、0.69、0.74，对应当前股价 PE 分别为 28.55、21.58、20.01X，我们看好公司抓住 5G 建网机遇实现业绩平稳快速增长，考虑到过去一年公司股价涨幅为 236.34%，短期内给予“谨慎推荐”评级。由于中美贸易摩擦和科技领域的博弈仍然存在一定的不确定性，给予公司 2019 年底 28-32 倍 PE，对应估值区间为 14.56—16.64 元。

6 风险提示

中美贸易摩擦走势存在不确定性、5G 商用进展不及预期、汽车 PCB 需求不及预期

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438