

5G景气高涨, 业绩持续超预期

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入31.2亿元, 同比增长26.7%; 实现归母净利润4.8亿元, 同比增长143.4%。
- **业绩符合预期, 三季度指引超预期:** 实际业绩位于中报预告业绩(4.4-5亿)上限, 同时预告前三季度业绩8-9亿, 同比增长109-135%, Q3利润3.2-4.2亿, 环比Q2持续提升。公司Q2营收17.6亿, 同比增长35.9%, 较Q1显著加速, 净利润3.2亿, 同比增长150%, 受通讯板需求强劲及高端产品占比提升拉动, 毛利率显著提高, 预计随着5G建设加速推进, 收入环比有望持续提升。
- **通讯板需求高涨, 5G助力毛利率提升:** 公司4G通讯板受基站扩容拉动出货持续超预期, 19H1收入21亿, 同比增长36.6%, 在产能利用率接近满产下公司顺势调整产品结构, 高端板出货占比持续提升, 19年上半年5G出货加速, 带动毛利率大幅提升至31.9%。目前5G尚处建设初期, 相应通讯板出货占比仅20%, 结构改善空间仍然较大, 预计毛利率仍有提升空间。黄石一期产能爬坡顺利, 随着瓶颈设备补足, 单月产值有望在19年底提升到1亿, 远期目标可达2.5亿。青松厂排污指标扩容, 产能扩张有望加速推进, 远期规划单月产值可达7.5亿, 有效满足通讯板强劲需求。
- **汽车板需求平稳:** 19H1收入6.6亿元, 同比微降, 毛利率24.9%, 同比提升1.9pct, 主要受ADAS等细分市场需求景气度提升拉动, 公司也在积极开拓新能源汽车客户, 黄石二厂预计19年底投产, 随着汽车行业复苏有望恢复平稳增长。
- **管理持续改善, 费用率降低提升盈利能力:** 19H1销售费率/管理费率/财务费率/研发投入占比分别为3.3%/2.1%/0.2%/4.6%, 同比变动(0.6)/0/(0.2)/0.1个百分点, 费率改善主要因黄石新厂管理改善, 同时产能利用率较高, Q2单季度净利润率达到18%, 较Q1的11.9%大幅提升, 创历史新高。
- **盈利预测与投资建议:** 基于公司通讯板需求强劲, 产品结构改善超预期, 上调公司2019-2021年业绩预测, 19-21年归母净利润分别为12.8亿、18.2亿、24.5亿, 对应PE分别为26x、18x和14x, 参考可比公司2020年平均27倍估值水平, 目标价28.62元, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 5G建设进度不及预期、原材料价格大幅波动的风险、产能爬坡进度不及预期的风险。

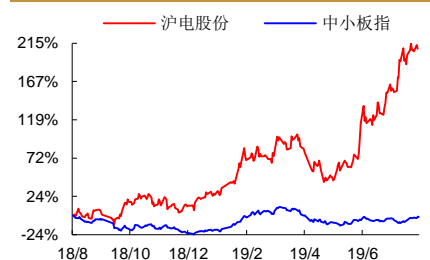
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5496.89	7954.70	10516.69	13734.66
增长率	18.81%	44.71%	32.21%	30.60%
归属母公司净利润(百万元)	570.45	1284.69	1821.91	2451.56
增长率	180.29%	125.21%	41.82%	34.56%
每股收益EPS(元)	0.33	0.74	1.06	1.42
净资产收益率ROE	14.23%	24.81%	27.02%	27.76%
PE	59	26	18	14
PB	8.38	6.48	4.98	3.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈杭
执业证号: S1250519060004
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@swsc.com.cn
联系人: 熊翊宇
电话: 18601608486
邮箱: xyyu@swsc.com

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.25
流通A股(亿股)	16.88
52周内股价区间(元)	5.7-19.92
总市值(亿元)	335.80
总资产(亿元)	74.68
每股净资产(元)	2.54

相关研究

1. 沪电股份(002463): 2019H1业绩预告超预期, 5G+汽车电子双轮驱动业绩高速增长 (2019-06-27)
2. 沪电股份(002463): 业绩拐点显现, 5G+汽车电子双轮驱动 (2018-10-23)

关键假设：

假设 1：通讯板业务：公司生产通讯板的工厂主要为青松厂和黄石一期，目前产能利用率较高，随着瓶颈设备补齐，产值有望持续提升，预计青松厂 2019H2/2020/2021 平均单月产值达 5.5 亿/6 亿/7.5 亿。黄石一期 2019H2/2020/2021 平均单月产值达 1 亿/1.5 亿/2.5 亿。预期随着 5G 板占比提升，通讯板毛利率进一步提升，2019/2020/2021 年毛利率分别为 33%/34%/34%。

假设 2：汽车板业务：公司生产汽车板的工厂主要是沪利微电厂和黄石二期，其中黄石二期预计 9 月试生产，年底正式投产。预计行业复苏叠加新能源车客户开拓，2019 年汽车板收入维持持平状态，2020-2021 年增长恢复到 15%、20%。毛利率受产能利用率提升及产线自动化改造每年小幅提升，2019-2021 年毛利率分别为 24.5%、25%、25.5%。

假设 3：办公及工业设备：公司办公及工业设备生产和汽车板共同在黄石二期和沪利微电厂，在 2019 年汽车板需求一般情况下做了产能调配，增速较快，预计全年收入增速达到 25%，考虑黄石二期投产在即，2020-2021 年收入增速维持在 25%。毛利率受产能利用率提升提振，2019-2021 年维持在 30%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
RPCB	收入	3485.2	6000	8100	10800
	增速	22.1%	72.2%	35.0%	33.3%
	毛利率	17.6%	33.0%	34.0%	34.0%
FPC	收入	1281.7	1300	1500	1800
	增速	16.9%	1.4%	15.4%	20.0%
	毛利率	22.0%	24.5%	25.0%	25.5%
MPCB	收入	515.1	643.75	804.7	1005.9
	增速	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	22.0%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	收入	3485.2	6000	8100	10800
	增速	22.1%	72.2%	35.0%	33.3%
	毛利率	17.6%	33.0%	34.0%	34.0%
合计	收入	5496.9	7954.7	10516.7	13734.7
	增速	18.8%	44.7%	32.2%	30.6%
	毛利率	23.4%	31.3%	32.2%	32.4%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002916.sz	深南电路	130.66	2.49	2.85	3.91	5.51	52	46	33	24
600183.sh	生益科技	25.21	0.47	0.61	0.7	0.86	54	41	36	29
002938.sz	鹏鼎控股	37.71	1.3	1.36	1.99	3.02	29	28	19	12
603228.sh	景旺电子	44.19	1.97	1.6	2.15	2.79	22	28	21	16
平均值							42	34	27	20

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5496.89	7954.70	10516.69	13734.66	净利润	570.45	1284.69	1821.91	2451.56
营业成本	4210.23	5461.61	7131.27	9284.64	折旧与摊销	308.48	325.44	343.67	362.43
营业税金及附加	53.77	60.47	83.58	111.77	财务费用	9.55	14.65	14.14	9.28
销售费用	202.64	294.32	378.60	480.71	资产减值损失	71.27	70.00	70.00	70.00
管理费用	117.81	540.92	694.10	892.75	经营营运资本变动	-108.73	-531.87	-655.39	-764.02
财务费用	9.55	14.65	14.14	9.28	其他	-98.64	-67.74	-108.59	-38.55
资产减值损失	71.27	70.00	70.00	70.00	经营活动现金流净额	752.38	1095.18	1485.75	2090.69
投资收益	19.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	20.74	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.69	-0.28	-0.34	-0.15	其他	-523.68	-0.28	-0.34	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-502.94	-300.28	-300.34	-300.15
营业利润	670.61	1512.44	2144.65	2885.35	短期借款	-388.75	-148.94	-17.72	0.00
其他非经营损益	-1.58	-1.05	-1.22	-1.16	长期借款	0.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	669.03	1511.40	2143.43	2884.19	股权融资	136.93	0.00	0.00	0.00
所得税	98.58	226.71	321.51	432.63	支付股利	-83.71	-114.09	-256.94	-364.38
净利润	570.45	1284.69	1821.91	2451.56	其他	-79.42	-16.32	-14.14	-9.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-414.39	-279.35	-288.80	-373.66
归属母公司股东净利润	570.45	1284.69	1821.91	2451.56	现金流量净额	-154.62	515.54	896.61	1416.88
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	279.93	795.47	1692.08	3108.96	成长能力				
应收和预付款项	1626.06	2273.36	3051.91	3977.78	销售收入增长率	18.81%	44.71%	32.21%	30.60%
存货	1038.82	1362.13	1841.17	2374.01	营业利润增长率	131.47%	125.53%	41.80%	34.54%
其他流动资产	628.58	385.54	467.62	570.72	净利润增长率	180.29%	125.21%	41.82%	34.56%
长期股权投资	135.10	135.10	135.10	135.10	EBITDA 增长率	61.49%	87.38%	35.08%	30.15%
投资性房地产	4.21	4.21	4.21	4.21	获利能力				
固定资产和在建工程	2681.30	2671.09	2642.64	2595.44	毛利率	23.41%	31.34%	32.19%	32.40%
无形资产和开发支出	112.50	97.31	82.11	66.92	三费率	6.00%	10.68%	10.33%	10.07%
其他非流动资产	91.54	91.51	91.47	91.44	净利率	10.38%	16.15%	17.32%	17.85%
资产总计	6598.05	7815.72	10008.33	12924.58	ROE	14.23%	24.81%	27.02%	27.76%
短期借款	166.67	17.72	0.00	0.00	ROA	8.65%	16.44%	18.20%	18.97%
应付和预收款项	1639.04	2025.86	2671.21	3500.29	ROIC	14.22%	28.47%	34.06%	38.83%
长期借款	98.95	98.95	98.95	98.95	EBITDA/销售收入	17.99%	23.29%	23.80%	23.71%
其他负债	684.05	494.92	494.92	494.92	营运能力				
负债合计	2588.71	2637.45	3265.08	4094.16	总资产周转率	0.87	1.10	1.18	1.20
股本	1719.12	1725.12	1725.12	1725.12	固定资产周转率	2.20	3.30	4.43	5.90
资本公积	260.05	254.05	254.05	254.05	应收账款周转率	3.90	4.27	4.17	4.11
留存收益	2131.46	3302.06	4867.03	6954.21	存货周转率	4.47	4.37	4.38	4.38
归属母公司股东权益	4009.33	5178.26	6743.24	8830.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.48%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4009.33	5178.26	6743.24	8830.42	资产负债率	39.23%	33.75%	32.62%	31.68%
负债和股东权益合计	6598.05	7815.72	10008.33	12924.58	带息债务/总负债	10.26%	4.42%	3.03%	2.42%
					流动比率	1.79	2.36	2.64	2.87
					速动比率	1.27	1.69	1.95	2.19
					股利支付率	14.67%	8.88%	14.10%	14.86%
					每股指标				
					每股收益	0.33	0.74	1.06	1.42
					每股净资产	2.32	3.00	3.91	5.12
					每股经营现金	0.44	0.63	0.86	1.21
					每股股利	0.05	0.07	0.15	0.21
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	988.64	1852.54	2502.46	3257.06					
PE	58.87	26.14	18.43	13.70					
PB	8.38	6.48	4.98	3.80					
PS	6.11	4.22	3.19	2.44					
EV/EBITDA	33.60	17.64	12.69	9.32					
股息率	0.25%	0.34%	0.77%	1.09%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn