



中航证券研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：宋子豪
证券执业证书号：S0640520080002
分析师：宋博
证券执业证书号：S0640520090001
邮箱：songzh@avicsec.com

沪电股份（002463）2020 年年报点评： 2020 年业绩符合预期，产能调整促进结构优化

行业分类：电子

2021 年 3 月 25 日

投资评级

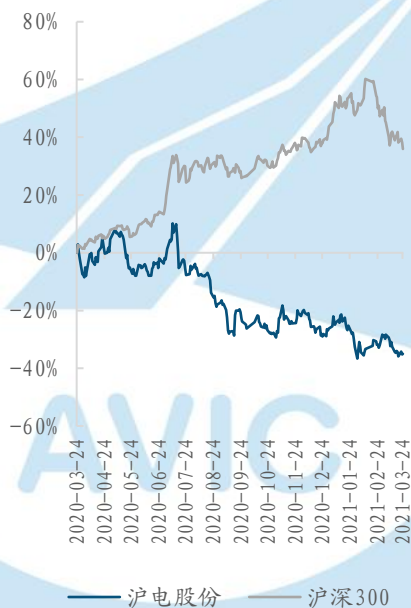
持有

当前价格（元/股） 16.54

基本数据（截至 2021/3/24）

总市值（亿元）	285.21
流通市值（亿元）	282.13
总股本（百万股）	1,724.38
流通股本（百万股）	1,705.74
12 个月价格区间（元）	16.13/28.05

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **事件：**公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入（74.60 亿元，+4.65%），归属母公司股东净利润（13.43 亿元，+11.35%），扣非后归属母公司股东净利润（12.62 亿元，+9.95%），综合毛利率（30.37%，+0.84pcts）。

◆ 投资要点：

公司积极应对外部不利因素，实现业绩同比上升。公司主营业务为通讯和汽车市场的印刷电路板，并以办公及工业设备板和半导体芯片测试板为业务补充。2020 年公司实现营业收入（74.60 亿元，+4.65%），归属母公司股东净利润（13.43 亿元，+11.35%），扣非后归属母公司股东净利润（12.62 亿元，+9.95%）。由于 2020 年新冠疫情蔓延叠加中美贸易摩擦压力升级，PCB 行业整体受到一定影响。2020 年上半年汽车市场疲软，5G 基站等建设实现对公司业绩的支撑，下半年通讯订单减少，汽车市场景气度回升。公司积极应对并实施股权激励，增加团队活力的同时保持收入的同比增长。

费用方面，公司销售费用（2.28 亿元，+10.44%），管理费用（1.44 亿元，+0.77%），研发费用（3.57 亿元，+13.11%），财务费用为-318.61 万元。公司海外销售额同比增加 21.95%，导致销售费用的增加；利息收入的大幅增加导致财务费用同比大幅降低；研发费用的投入主要涉及高速通信低损耗线路板（112Gbps）关键技术，目前对于 M8 材料、低粗糙度高速氧化工艺、N+N 高密集成技术公司已具备批量加工能力，且公司开发的 0.5mm 以上 Pitch 产品已开始导入生产，着力公司长远发展。

公司 2020 年上半年积极备货应对下游需求的提升，一季度存货快速上升，但因下半年通讯订单需求下降，出货速度减慢。公司经营性现金流（15.65 亿元，+47.10%）充沛，帮助公司实现利息收入的大幅增加。

通讯市场需求波动，产能调整实现结构优化。2020 年，公司通讯板块营业收入（54.36 亿元，+6.54%），占比 72.87%，毛利率（32.25%，+0.76pcts）。2020 年上半年因 5G、服务器等下游需求充足，公司 H1 通讯营收同比增加 25.08%，下半年面对需求下降和价格竞争加剧的压力，公司 H2 通讯营收同比下降 6.52%。为应对产业需求的波动，公司通过产能的调整积极整合生产并优化产品结构，逐步将黄石一厂发展成为公司 5G 基站相关产品的主要生产基地。青淞厂利用自主研发技术，与客户紧密合作，逐步培育应用于半导体芯片测试领域的高阶产品。公司已规划投资新建年产 6,250 平方米应用于半导体芯片测试领域的高层高密度互层板以及 165,000 平方米应用于下一代高频高速通讯领域的高层高密

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637



度互连积层板，以进一步完善产业布局。与此同时，公司加大通讯板块研发投入，高速通信低损耗线路板（112Gbps）关键技术的研发逐步开展，对 M8 材料、低粗糙度高速氧化工艺、N+N 高密集成技术公司已具备批量加工能力。我们认为从中长期角度出发，5G 建设的总趋势不会改变，我国政府在部署 2021 年重点工作时也提出“加大 5G 网络和千兆光网建设力度，丰富应用场景”，公司将在 5G 大周期中持续获益。

汽车板块下半年回暖，新品逐步导入量产。2020 年，公司汽车板块营业收入（13.29 亿元，+0.09%），占比 17.82%，毛利率（25.85%，+0.16pcts）。受全球疫情影响，上半年汽车板块需求疲软，中低端汽车用 PCB 产能过剩，价格竞争激烈。公司 H1 营收（5.59 亿元，-15.17%）受到较大影响。下半年全球汽车厂商陆续复工，叠加汽车电子对于 ADAS（高级驾驶辅助系统）、新能源车等领域高端 PCB 的需求不断增加，汽车板块 H2 营收（7.70 亿元，+15.10%）上升，为公司整体营收提供支撑。与此同时，公司加大对新技术新应用导入方面的投入，沪利微电成功开发 BSG 控制板，ADAS 主控板，车载能源板，埋陶瓷车灯板，嵌铜板等新产品，并开始逐步导入量产；黄石二厂汽车板专线的提产和客户认证得到顺利推进，并在 2020 年第四季度已实现单月盈利。汽车电子已成为衡量现代汽车水平的重要标志，并对汽车板性能和可靠性的要求不断提高。我们认为随着汽车电气化、智能化和网联化的不断深化，公司汽车板块业务将为公司业绩带来有力支撑。

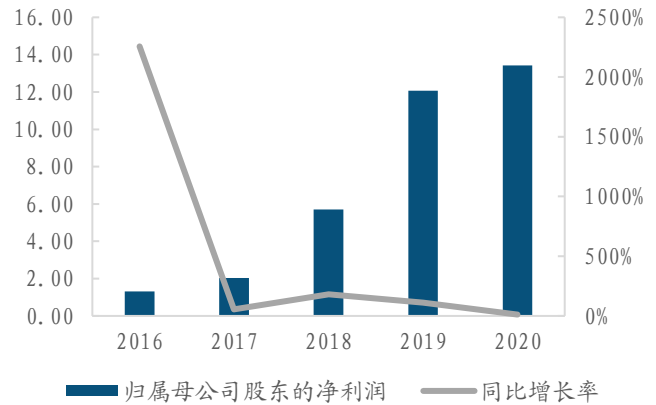
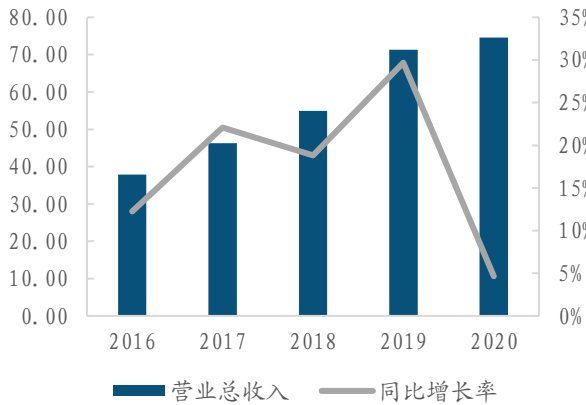
◆ 投资建议

公司作为 PCB 板行业领先企业，近年来不断拓展主业发展，由于疫情和中美贸易摩擦等因素带来的不确定性仍然存在，但 5G 建设和汽车电子化的总趋势不变，公司将长期受益。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.39 亿元，17.26 亿元和 21.34 亿元，EPS 分别为 0.83 元，1.00 元和 1.24 元，对应 PE 分别为 19.8、16.5、13.4 倍，给予“持有”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	74.60	83.93	97.00	116.60
增长率	4.65%	12.51%	15.57%	20.21%
归属母公司净利润（亿元）	13.43	14.39	17.26	21.34
增长率	11.35%	7.14%	19.99%	23.60%
每股收益 EPS（元）	0.78	0.83	1.00	1.24
净资产收益率 ROE	21.37%	19.67%	20.01%	20.78%
PE	21.2	19.8	16.5	13.4
PB	4.5	3.9	3.3	2.8

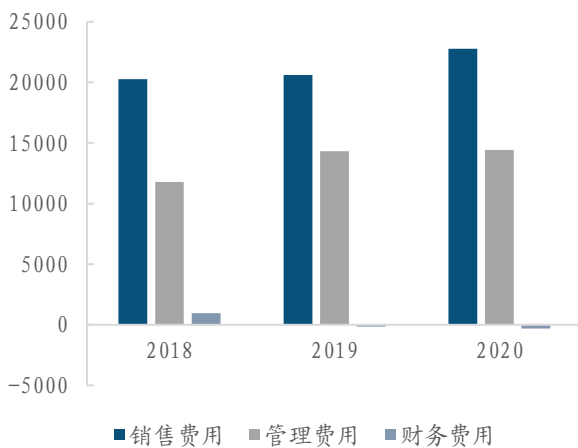
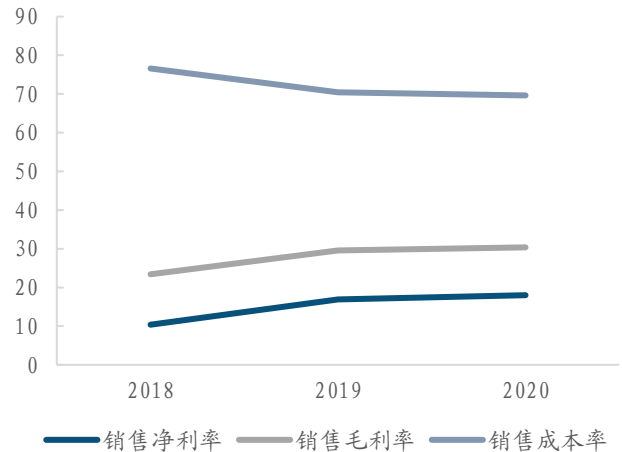
资料来源：Wind，中航证券研究所

◆ 风险提示：公司海外收入比例较大，存在汇率风险；报告期内原物料占公司主营业务成本的比例超过 50%，存在原物料供应及价格波动风险；全球新冠病毒疫情缓解存在不确定性。

图 1: 2016-2020 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %) **图 2: 2016-2020 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)**


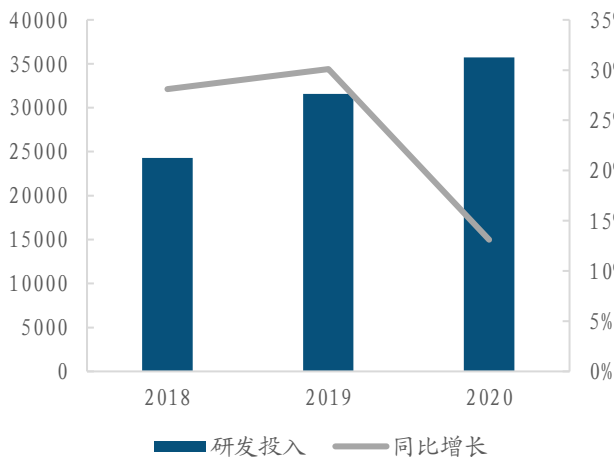
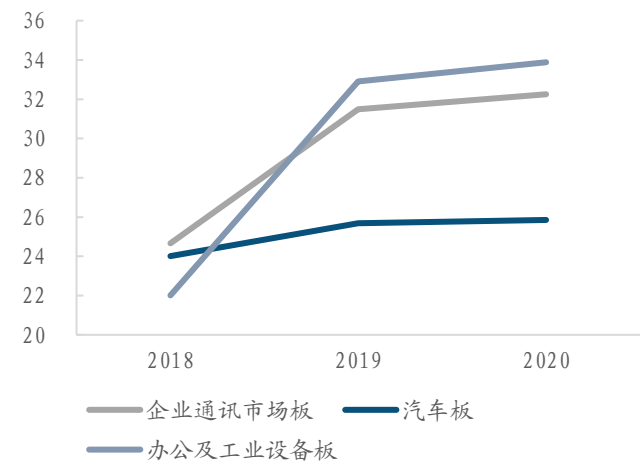
数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 3: 2018-2020 三费情况 (单位: 万元)

图 4: 2018-2020 销售毛利率、净利率、成本率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 5: 2018-2020 研发投入 (单位: 万元)

图 6: 2018-2020 各细分板块毛利率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 6: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	74.60	83.93	97.00	116.60	净利润	13.43	14.39	17.26	21.34
营业成本	51.95	57.90	65.81	78.15	折旧与摊销	3.33	8.88	9.07	9.20
营业税金及附加	0.57	0.66	0.80	1.04	财务费用	-0.03	0.62	0.67	0.71
销售费用	2.28	2.81	3.37	4.57	资产减值损失	-0.89	0.95	1.07	0.87
管理费用	5.01	5.60	6.80	8.37	经营营运资本变动	4.67	-2.44	-2.94	-4.40
财务费用	-0.03	0.62	0.67	0.71	其他	-4.85	-1.14	-1.26	-1.06
资产减值损失	-0.89	0.95	1.07	0.87	经营性现金流净额	15.65	21.27	23.87	26.65
投资收益	-0.30	0.13	0.15	0.17	资本支出	0.54	-0.84	-0.73	-0.74
公允价值变动损益	0.08	0.08	0.08	0.08	其他	-14.96	-9.81	-9.79	-9.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-14.42	-10.65	-10.52	-10.51
营业利润	14.57	15.61	18.73	23.15	短期借款	3.40	-0.66	-6.61	-1.31
其他非经营损益	0.01	0.01	0.01	0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.57	15.61	18.74	23.16	股权融资	0.74	0.00	0.00	0.00
所得税	1.15	1.23	1.47	1.82	支付股利	-3.45	-3.84	-4.11	-4.94
净利润	13.43	14.39	17.26	21.34	其他	0.49	-2.87	-0.67	-0.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	1.18	-7.37	-11.39	-6.96
归属母公司股东净利	13.43	14.39	17.26	21.34	现金流量净额	2.31	3.25	1.96	9.18
资产负债表					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	9.34	12.59	14.55	23.73	成长能力				
应收和预付款项	17.57	19.76	22.84	27.45	销售收入增长率	4.65%	12.51%	15.57%	20.21%
存货	14.25	15.98	18.29	21.88	营业利润增长率	7.65%	7.14%	20.00%	23.60%
其他流动资产	8.82	7.55	7.59	7.65	净利润增长率	11.35%	7.14%	19.99%	23.60%
长期股权投资	0.87	0.87	0.87	0.87	EBITDA 增长率	6.86%	40.58%	13.38%	16.12%
投资性房地产	0.04	0.04	0.04	0.04	获利能力				
固定资产和在建工程	27.66	19.51	11.03	2.44	毛利率	30.37%	31.02%	32.16%	32.98%
无形资产和开发支出	1.05	1.18	1.32	1.47	三费率	4.95%	10.76%	11.17%	11.71%
其他非流动资产	15.97	25.98	35.98	45.99	净利率	18.00%	17.14%	17.80%	18.30%
资产总计	95.56	103.45	112.51	131.53	ROE	21.37%	19.67%	20.01%	20.78%
短期借款	8.57	7.92	1.31	0.00	ROA	14.05%	13.91%	15.34%	16.22%
应付和预收款项	16.47	18.37	20.89	24.82	ROIC	25.07%	30.49%	39.56%	51.28%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.94%	29.92%	29.35%	28.35%
其他负债	7.68	4.04	4.04	4.04	营运能力				
负债合计	32.73	30.32	26.24	28.86	总资产周转率	0.84	0.84	0.90	0.96
股本	17.24	17.24	17.24	17.24	固定资产周转率	2.85	3.72	6.57	18.10
资本公积	4.05	4.05	4.05	4.05	应收账款周转率	4.09	4.62	4.67	4.76
留存收益	41.69	52.23	65.38	81.78	存货周转率	3.49	3.62	3.65	3.73
归属母公司股东权益	62.83	73.13	86.28	102.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.18%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	62.83	73.13	86.28	102.67	资产负债率	34.25%	29.31%	23.32%	21.94%
负债和股东权益合计	95.56	103.45	112.51	131.53	带息债务/总负债	26.20%	26.11%	4.99%	0.00%
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	1.74	2.13	2.85	3.25
EBITDA	17.86	25.11	28.47	33.06	速动比率	1.25	1.52	2.03	2.37
PE	21.24	19.83	16.52	13.37	股利支付率	25.69%	26.70%	23.84%	23.14%
PB	4.54	3.90	3.31	2.78	每股指标				
PS	3.82	3.40	2.94	2.45	每股收益	0.78	0.83	1.00	1.24
EV/EBITDA	14.730	9.844	8.029	6.294	每股净资产	3.64	4.24	5.00	5.95
股息率	0.012	0.013	0.014	0.017	每股经营现金	0.908	1.233	1.384	1.545
					每股股利	0.200	0.223	0.239	0.286

数据来源: Wind, 中航证券研究所注: 管理费用包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

宋子豪, SAC 执业证书号: S0640520080002, 美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修, 福特汉姆大学金融学硕士, 从事电子行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。