

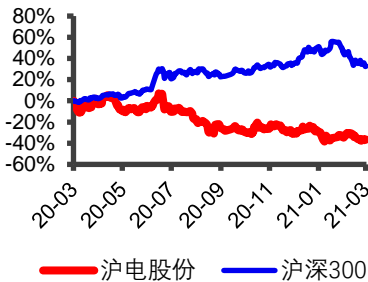
年报符合预期，汽车通讯业务回暖

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-01

收盘价（元）	16.84
近12个月最高/最低（元）	31.26/15.88
总股本（百万股）	1724
流通股本（百万股）	1706
流通股比例（%）	98.96
总市值（亿元）	290
流通市值（亿元）	287

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

研究助理：华晋书

执业证书号：S0010119040018

邮箱：huajs@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_公司深度_沪电股份 (002463) 5G时代 IDC 基站深度受益，汽车电子暂待爆发》2020-04-13
- 《华安证券_公司点评_沪电股份 (002463) 中报符合预期，5G 建设稳步推进》2020-08-25

主要观点：

● 汽车与通讯业务回暖，整体良率再创新高。

公司第四季度预计实现营业收入 19.03 亿元，同比增长-10.15%，环比增长-6.38%；归属于上市公司股东的净利润 3.88 亿元，同比增长 9.43%，环比增长 4.58%；扣非后归属于上市公司股东的净利润 3.52 亿元，同比增长 4.93%，环比增长 5.07%。

公司继续进行自动化和智能化管理的投资和研发，以智能化的数据分析能力持续推动制程良性循环改善，整体良品率达到 93.60%，相比 2019 年提高 0.25 个百分点。

进入 2020 年下半年后，汽车制造商陆续复工。全球汽车板市场呈现出 V 型反转的走势，迅速复苏。同时国外对通信产品的需求也在上升。

● 积极布局产品高端化，投资半导体测试领域应用。

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连积层板以及 165,000 平方米应用于下一代高频高速通讯领域的高层高密度互连积层板，以进一步完善产业布局，强化高端产品竞争优势。

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，嵌铜块板等新产品，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亦得到顺利推进，其在 2020 年第四季度已实现单月盈利。

● 高多层板需求旺盛，切合公司发展路径。

Prismark 预计，2020-2025 年全球 PCB 产值复合增长率约为 5.8%，预计到 2025 年全球 PCB 产值将达到约 863.25 亿美元；2020-2025 年中国 PCB 产值复合增长率约为 5.6%，预计到 2025 年中国 PCB 产值将达到约 461.18 亿美元。

多层板仍将保持重要的市场地位为 PCB 产业的整体发展提供重要支持。从产品结构来看，中国 PCB 市场中，公司优势产品 8-16 层多层板、18 层以上超高层板 2020-2025 年复合增长率预计将分别达到 6.0%、7.5%，仅次于硅基板的增速。

● 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别是：86.44 亿元、101.35 亿元、115.15 亿元，归母净利润分别是 15.82 亿元、18.93 亿元、21.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.92 元、1.01 元、1.27 元，对应的 PE 分别为 18.03 倍、15.06 倍、13.02 倍。我们看好公司在 5G 浪潮中的成长性以及汽车板的潜力，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

5G 建设推进缓慢；产能不及市场扩张程度；同行业竞争加剧；外部摩擦加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7460	8644	10135	11515
收入同比 (%)	5%	16%	17%	14%
归属母公司净利润	1343	1582	1893	2191
净利润同比 (%)	11%	18%	20%	16%
毛利率 (%)	30.4%	30.5%	30.9%	31.9%
ROE (%)	21.4%	20.4%	20.3%	19.6%
每股收益 (元)	0.78	0.92	1.10	1.27
P/E	21.24	18.03	15.06	13.02
P/B	4.54	3.68	3.05	2.55
EV/EBITDA	14	14	11	8

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表目录

图表 1 沪电股份与部分主要客户群.....	4
图表 2 公司 2020 年主营构成.....	4
图表 3 公司旗下工厂.....	5
图表 4 2016-2020 公司毛利率变化.....	5
图表 5 2009-2016 年全球 PCB 细分市场份额变化.....	6
图表 6 单车 PCB 价值量 (美元/车).....	6
图表 7 汽车 PCB 市场规模 (亿美元).....	6
图表 8 汽车电子占整车成本比例.....	7
图表 9 公司汽车板 2016-2020 营业收入与毛利率.....	7
图表 10 2019-2025 全球 PCB 产业发展预测(单位: 百万美元).....	8
图表 11 2020-2025 全球 PCB 产业发展预测.....	8

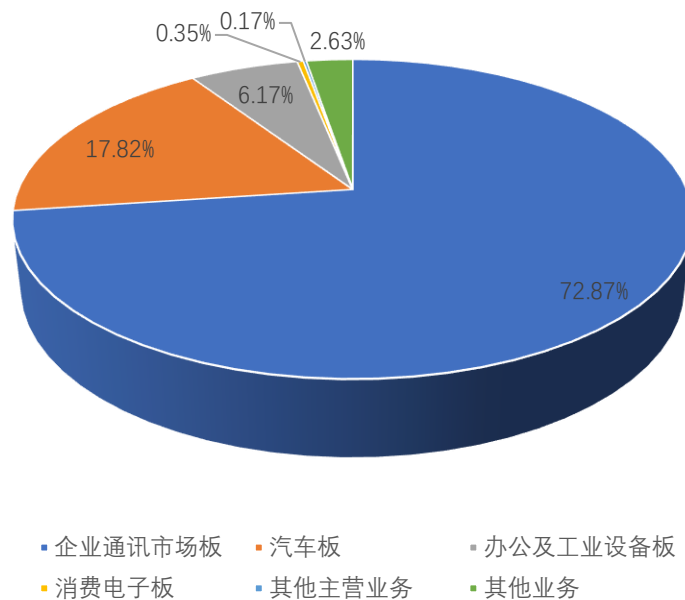
图表 1 沪电股份与部分主要客户群



资料来源：华安证券研究所整理

额外需要说明的是公司 2020 年境外收入再次超过境内，其中国外为 38.67 亿元，中国大陆为 33.97 亿元，其他地区为 1.95 亿元。而 2019 年国外为 31.71 亿元，中国大陆为 37.14 亿元，其他地区为 2.44 亿元。

图表 2 公司 2020 年主营构成



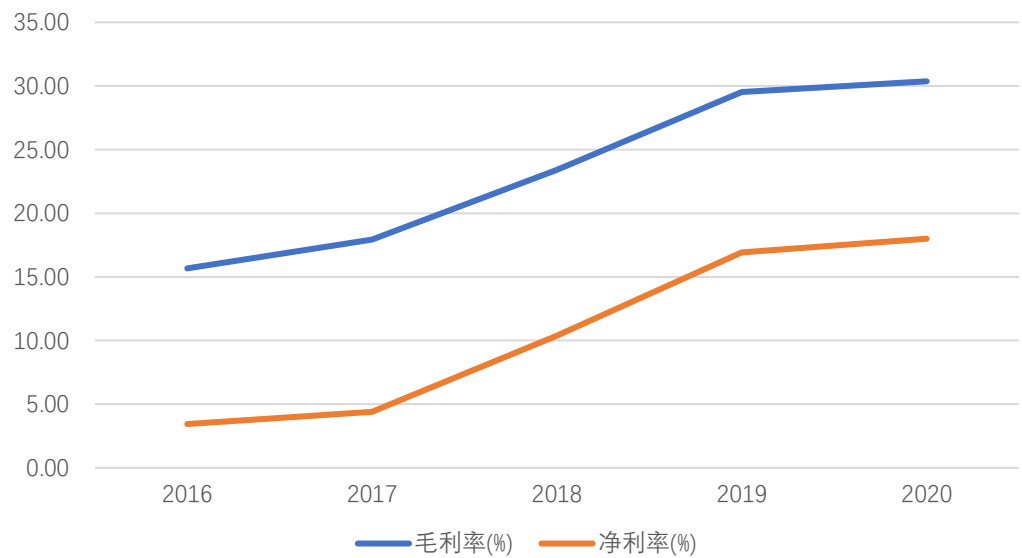
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 3 公司旗下工厂



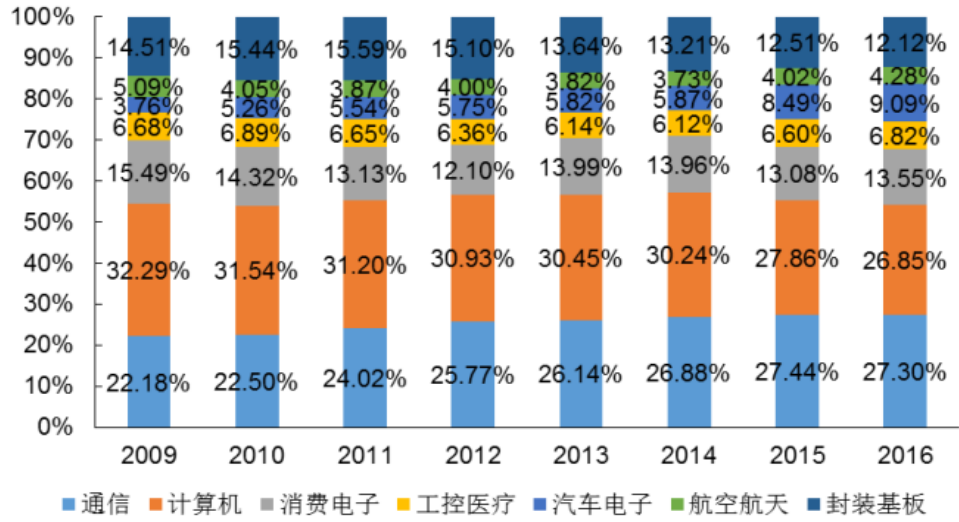
资料来源：华安证券研究所整理

图表 4 2016-2020 公司毛利率变化



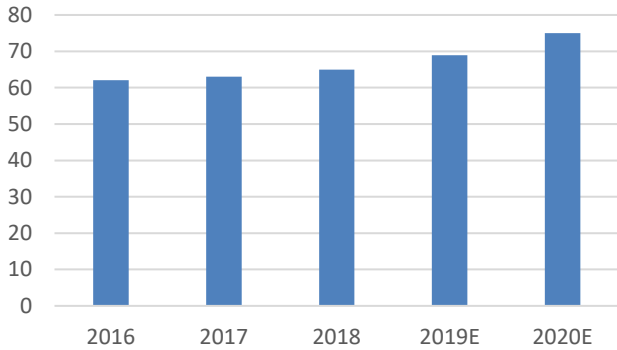
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 5 2009-2016 年全球 PCB 细分市场市场份额变化



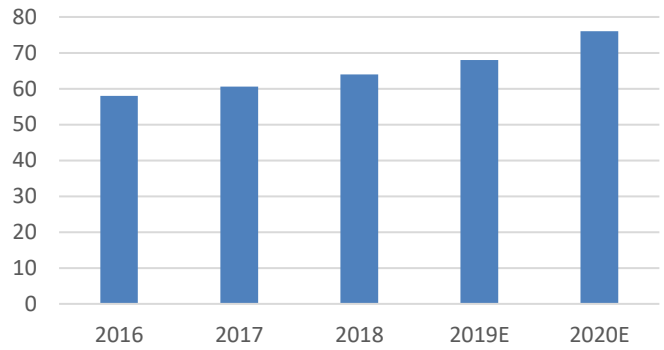
资料来源: Prismask、华安证券研究所

图表 6 单车 PCB 价值量 (美元/车)



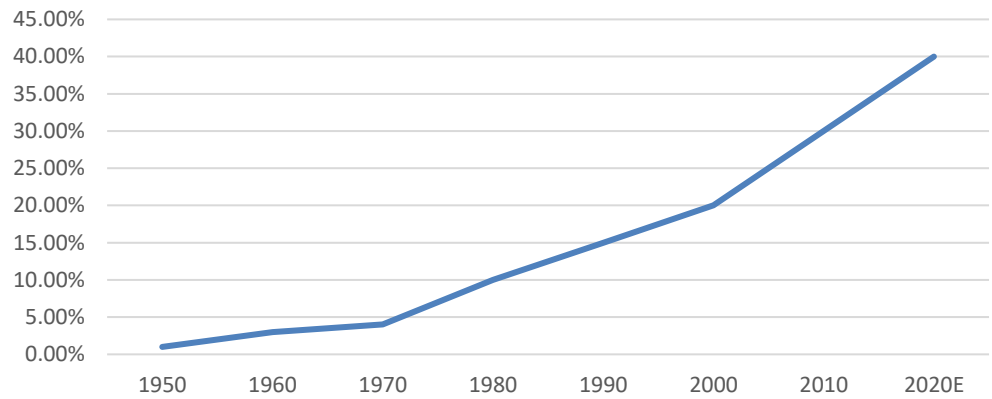
资料来源: Prismask、华安证券研究所

图表 7 汽车 PCB 市场规模 (亿美元)



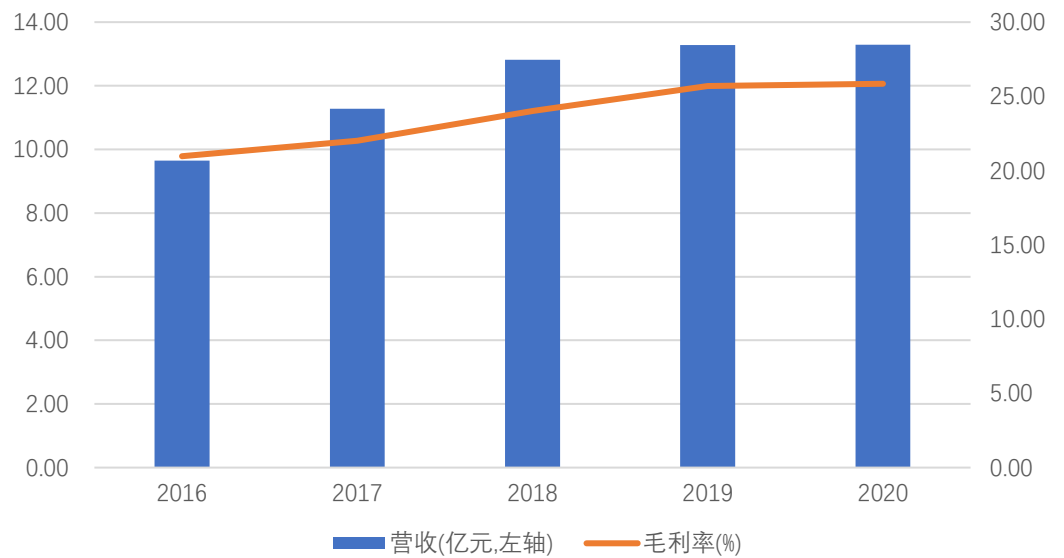
资料来源: Prismask、华安证券研究所

图表 8 汽车电子占整车成本比例



资料来源：IHS、华安证券研究所

图表 9 公司汽车板 2016-2020 营业收入与毛利率



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 10 2019-2025 全球 PCB 产业发展预测(单位: 百万美元)

地区	2019	2020 (估算)		2021 预测		2025 预测		2020-2025 年均复合增长率
	产值	增长率	产值	增长率	产值	增长率	产值	
美洲	2,763	4.9%	2,898	4.9%	3,039	3.7%	3,569	4.3%
欧洲	1,820	-11.4%	1,613	5.6%	1,703	2.3%	1,916	3.5%
日本	5,288	9.1%	5,771	8.9%	6,287	3.6%	7,500	5.4%
中国	32,942	6.4%	35,054	8.4%	37,927	4.7%	46,118	5.6%
亚洲	18,498	7.5%	19,883	9.7%	21,901	5.5%	27,222	6.5%
总计	61,311	6.4%	65,219	8.6%	70,857	4.7%	86,325	5.8%

资料来源: Prismark、公司公告、华安证券研究所

图表 11 2020-2025 全球 PCB 产业发展预测

产值 复合 增长率	纸 基 板	复 合 板	刚 性 双 层 板	多 层 板				微 盲 孔 板	硅 基 板	柔 性 板	总 计
				4 层	6 层	8-16 层	18+				
美洲	-1.3%	3.0%	3.5%	4.3%	3.8%	4.5%	4.7%	4.2%	-0.6%	4.4%	4.3%
欧洲	-1.4%	3.6%	3.6%	3.2%	3.3%	3.6%	4.1%	5.3%	0.6%	2.8%	3.5%
日本	0.4%	2.6%	2.7%	2.3%	2.4%	2.6%	3.8%	5.5%	7.9%	3.4%	5.4%
中国	0.6%	2.2%	4.2%	5.1%	5.2%	6.0%	7.5%	7.2%	12.9%	4.5%	5.6%
亚洲	1.9%	5.5%	6.0%	5.7%	5.4%	4.8%	4.1%	6.0%	9.7%	4.1%	6.5%
总计	0.8%	2.8%	4.3%	4.9%	5.0%	5.2%	5.4%	6.7%	9.7%	4.2%	5.8%

资料来源: Prismark、公司公告、华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,997	5,875	5,724	5,296	营业收入	7,460	8,644	10,135	11,515
现金	934	1,729	2,027	2,303	营业成本	5,195	6,010	6,999	7,836
应收账款	1,688	2,243	2,547	2,829	营业税金及附加	57	73	87	101
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	228	264	253	337
预付账款	13	14	15	18	管理费用	458	570	608	864
存货	1,514	1,685	2,013	2,245	财务费用	(3)	39	64	90
其他流动资产	849	203	(879)	(2,099)	资产减值损失	(89)	(1)	25	15
非流动资产	4,559	6,008	8,388	11,187	公允价值变动收益	8	21	(51)	125
长期投资	87	115	108	103	投资净收益	(30)	6	6	6
固定资产	2,680	2,552	2,433	2,316	营业利润	1,457	1,715	2,053	2,402
无形资产	105	97	90	84	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	1,687	3,245	5,757	8,683	营业外支出	3	2	3	3
资产总计	9,556	11,883	14,112	16,482	利润总额	1,457	1,716	2,053	2,402
流动负债	2,869	3,821	4,579	5,254	所得税	115	134	160	211
短期借款	857	1,513	2,165	2,732	净利润	1,343	1,582	1,893	2,191
应付账款	1,259	1,624	1,846	2,028	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	753	684	568	494	归属母公司净利润	1,343	1,582	1,893	2,191
非流动负债	404	312	194	64	EBITDA	2,235	1,934	2,300	2,678
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	0.92	1.10	1.27
其他非流动负债	404	312	194	64					
负债合计	3,273	4,133	4,773	5,318					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	1,724	1,724	1,724	1,724	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	405	405	405	405	成长能力				
留存收益	4,169	5,621	7,209	9,035	营业收入	4.65%	15.87%	17.25%	13.61%
归属母公司股东	6,283	7,750	9,338	11,164	营业利润	7.65%	17.72%	19.73%	17.00%
负债和股东权益	9,556	11,883	14,112	16,482	归属于母公司净利	11.35%	17.81%	19.67%	15.74%
					获利能力				
					毛利率 (%)	30.37%	30.47%	30.94%	31.95%
					净利率 (%)	18.00%	18.30%	18.68%	19.03%
					ROE (%)	21.37%	20.41%	20.27%	19.62%
					ROIC (%)	28.33%	38.48%	34.17%	40.38%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	34.25%	34.78%	33.83%	32.26%
					净负债比率 (%)	24.71%	6.28%	5.29%	1.55%
					流动比率	1.74	1.54	1.25	1.01
					速动比率	1.21	1.10	0.81	0.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	0.81	0.78	0.75
					应收账款周转率	4.09	4.34	4.18	4.23
					应付账款周转率	5.61	6.00	5.84	5.94
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.78	0.92	1.10	1.27
					每股经营现金流薄)	0.91	0.38	0.01	0.28
					每股净资产	3.64	4.49	5.42	6.47
					估值比率				
					P/E	21.2	18.0	15.1	13.0
					P/B	4.5	3.7	3.1	2.6
					EV/EBITDA	13.57	13.69	10.79	8.35

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监；华安证券研究所所长，TMT 首席分析师；新财富最佳分析师。

研究助理：华晋书，电子行业高级研究员，电子科技大学集成电路硕士，3 年博世半导体研发经验，现从事半导体、PCB 方向研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。