

分析师: 韦玮

执业证书编号: S0050109111710

Tel: 010-59355873

Email: weiw@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



沪电股份 (002463. SZ)

新股分析

合理估值区间(元)	16-18
-----------	-------

发行上市资料

发行价格(元)	16.00
发行市盈率(倍)	35.56
发行股数(万股)	8000
发行后总股本(万股)	77203
发行日期	2010/8/4
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	东莞证券
上市日期	

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	2.41
总股本/流通 A 股(万股)	69203/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2010年8月4日	

相关研究

投资要点

● 1、PCB 行业增速保持平稳。公司从事印制电路板 (PCB) 的生产、销售及售后服务, 主要产品包括企业通讯市场板、汽车板、办公及工业设备板等。根据 Prismark 统计及预测, 我国 PCB 行业近几年呈稳步增长趋势, 2008 年-2013 年, 全球 PCB 年均增长率为 3.9%、我国为 8.7%, 2013 年全球产值将达到 584.45 亿美元、我国为 228.20 亿美元。

● 2、公司是国内高端 PCB 的供应商。目前公司生产规模为年产 160 万平方米印制电路板, 2009 年度实现主营业务收入 22 亿元, 位居国内印制电路板行业第 3 名, 其中多层板的销售收入名列国内 PCB 行业第一名。公司产品以高端企业通讯市场板、办公及工业设备板和汽车板为主, 公司与主要客户如华为、诺基亚、西门子等均合作多年。公司研发实力较强, 能够开发客户要求的产品, 并由此获得新产品订单。

● 3、盈利预测和估值。预期公司发行后, 2010-2012 年销售收入分别为 26.05 亿、29.92 亿、33.76 亿; 归属于母公司所有者的净利润分别为 3.42 亿元、4.27 亿、5.27 亿元; 对应 EPS 分别为 0.49 元、0.62 元、0.76 元。结合国内 PCB 上市企业的估值情况, 公司上市后的每股合理价格为 16-18 元, 对应公司 2011 年的动态 PE 为 24-30 倍。

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	2833.96	2284.26	2606	2992	3376
增长率(%)	-1.44	-19.39	18.5	14.8	12.8
净利润(百万)	242.28	309.09	342	427	527
增长率(%)	84.25	27.57	10.7	24.9	23.4
EPS(元)	0.40	0.51	0.49	0.62	0.76
毛利率(%)	18.34	24.31	24.8	25.3	26.7
净资产收益率(%)	19.57	20.94	10.6	12.1	13.5

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	0.96	0.67	58.65	0.00	0.00
2008A	1.38	1.14	47.51	4.95	7.37
2009A	1.63	1.35	40.49	4.01	8.13

来源: 招股说明书、民族证券

一、PCB 行业情况

公司从事印制电路板（PCB）的生产、销售及售后服务，主要产品包括企业通讯市场板、汽车板、办公及工业设备板等。目前公司生产规模为年产 160 万平方米印制电路板，2009 年度实现主营业务收入 22 亿元，位居国内印制电路板行业第 3 名，其中多层板的销售收入名列国内 PCB 行业第一名。

1、PCB 行业增速保持平稳

印制电路板简称 PCB (Printed Circuit Board)，是组装电子零件用的基板，是在通用基材上按预定设计形成点间连接及印制元件的印制板。印制电路板本身的基板由两面导电的铜箔和中间绝缘隔热的材质制作而成，表面可以看到的细小线路材料是铜箔，铜箔覆盖在整个基板上，在制造过程中部份铜箔被蚀刻处理掉，留下来的部份变成网状的细小线路。这些线路被称作导线或布线，用于连接印制电路板上各种电子零件。

印制电路板的主要功能是使各种电子零组件形成预定电路的连接，起中继传输作用，是电子产品的关键电子互连件，有“电子产品之母”之称，是电子零件装载的基板和关键互连件，绝大多数电子设备及产品均需配备。

PCB 的应用领域几乎涉及所有电子信息产品。目前，通讯设备、消费电子产品和计算机及相关产品是 PCB 最大的三个终端应用市场，占市场总需求的 80%左右。

根据 Prismark 统计及预测，我国 PCB 行业近几年呈稳步增长趋势，2008 年受金融危机影响增幅下降至 9.9%，但仍位居全球第一；2008 年-2013 年，全球 PCB 年均增长率为 3.9%、我国为 8.7%，2013 年全球产值将达到 584.45 亿美元、我国为 228.20 亿美元。

图表 1 预测 PCB 行业增速情况

国家	2008年	2009年 (预计)	2010年 (预计)	2011年 (预计)	2012年 (预计)	2013年 (预计)	2008-2013 年均增长
中国大陆	9.9%	-4.1%	12.3%	14.0%	12.1%	10.3%	8.7%
日本	-2.7%	-22.3%	7.0%	8.8%	5.1%	5.0%	0.0%
亚洲其它地区	-0.3%	-14.5%	12.4%	8.1%	9.67%	7.2%	4.0%
欧洲	-10.8%	-52.8%	7.5%	12.0%	11.5%	9.9%	-7.0%
美洲	-2.0%	-24.7%	7.0%	10.0%	8.0%	5.9%	0.3%
合计	1.1%	-16.4%	10.7%	10.7%	9.6%	8.0%	3.9%

数据来源：招股说明书、民族证券

2、行业向高端产品倾斜

随着 PCB 产业环境的变化，产业整体成本上升，低端产品利润极其微薄，企业固有发展模式与核心竞争力开始转变。CPCA 预计中国 PCB 产业将经历产业整合和结构调整，生产厂家数量逐步减少，生产分布向产业园集中，产品发展向高多层、高技术、高密度方向发展。

据 CPCA 统计：2008 年 1-12 月单面板和双面板继 2008 年上半年首次出现低增长、甚至负增长现象后，第四季度国外低端电子产品需求降低，导致 2008 年单、双面板全面下降，单面板产量同比下降 14.74%、双面板同比下降 10.80%；而向对应，2008 年 1-12 月多层板企业产量增加 13.91%，销售额增长及出口额继续保持增长。激烈的竞争中，如何向更高层数、

更高技术含量、更高附加值产品与服务方向发展是 PCB 生产企业今后面临的重要课题。

3、行业受上下游制约较大

目前 PCB 对上游产业的依赖程度较高，尤其是 CCL。CCL 是以环氧树脂等为融合剂将玻纤布和铜箔压合在一起的产品，是 PCB 的直接原材料，在经过蚀刻、电镀、多层板压合之后制成印制电路板。CCL 在上下游产业链结构中议价能力最强，不但在玻纤布、铜箔等原材料采购中拥有较强的话语权。

下游行业对 PCB 行业发展也具有较大的牵引和驱动作用，其需求变化直接决定了 PCB 行业未来发展状况。

铜箔、覆铜板（CCL）、PP、油墨等上游原材料价格水平决定 PCB 生产成本，原材料成本一般占 PCB 生产成本的 70%左右，而下游电子消费品、汽车、通信、办公设备等行业的周期性波动决定 PCB 产品需求和价格水平，因此 PCB 行业利润水平主要取决于上下游行业的变动情况。

二、国内高端 PCB 的供应商

公司专注于各类印制电路板的生产、销售，目前主导产品为 14-28 层企业通讯市场板，并以高阶汽车板、办公及工业设备板和航空航天板为补充，可广泛应用于通讯设备、汽车、游戏机、复印机、工控机、航空航天、微波射频等众多领域。

1、通讯市场板占比最大

公司实施差异化的竞争策略，重点生产技术含量高、应用领域相对高端的差异化产品，客户以国内外大型企业为主，同时受益于国内 3G 网络的建设。

图表 2 公司收入占比情况（单位：万元）

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
企业通讯市场板	155,012.84	70.47%	184,025.71	67.44%	166,420.82	60.03%
办公及工业设备板	20,010.29	9.10%	35,348.49	12.95%	29,337.46	10.58%
汽车板	39,911.49	18.14%	36,244.04	13.28%	42,037.99	15.16%
航空航天板	558.74	0.25%	3,518.63	1.29%	1,888.55	0.68%
消费电子板	3,953.42	1.80%	13,667.44	5.01%	37,099.13	13.38%
其他	525.98	0.24%	76.45	0.03%	448.73	0.16%
合计	219,972.76	100.00%	272,880.76	100.00%	277,232.68	100.00%

数据来源：招股说明书、民族证券

公司产品以高端企业通讯市场板、办公及工业设备板和汽车板为主，与主要客户如华为、诺基亚、西门子等均合作多年。同时研发实力较强，能够开发客户要求的产品，并由此获得新产品订单，而通常新产品订单售价较高、利润较高。

图表 3 产品价格变动情况（单位：元/平方米）

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度
	单位价格	增幅	单位价格	增幅	单位价格
企业通讯市场板	3,739.61	5.27%	3,537.18	11.45%	3,173.64
办公及工业设备板	1,374.26	-1.76%	1,398.85	-5.20%	1,475.65

汽车板	1,051.45	0.41%	1,047.16	-2.58%	1,074.86
航空航天板	6,598.00	-25.98%	8,913.94	38.85%	6,419.99
消费电子板	2,685.12	65.64%	1,621.04	-3.12%	1,673.28
其他	2,793.64	76.09%	1,586.50	-52.26%	3,323.44
平均单价	2,298.18	1.72%	2,259.29	9.23%	2,068.43

数据来源：招股说明书、民族证券

从主营业务收入分布地区来看，公司外销业务占公司主营业务收入的比重在70%以上，但逐年下降。外销比重较大的原因是公司产品主要销售对象为诺基亚-西门子、思科、大陆汽车电子、索尼等国外客户；外销比重逐年下降主要是近年来公司调整营销策略，积极开拓国内市场，加大内销力度，近年来受益于国内3G通讯市场需求迅速增长，公司增加对华为、中兴通讯等国内主要客户的供货，内销比重提高至29.92%。

图表4 公司产品内外销情况（单位：万元）

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内销售	65,817.76	29.92%	75,249.23	27.58%	67,000.82	24.17%
国外销售	154,155.00	70.08%	197,631.53	72.42%	210,231.86	75.83%
其中：结转外销	11,434.54	5.20%	25,998.97	9.53%	21,094.14	7.61%
直接外销	142,720.46	64.88%	171,632.57	62.89%	189,137.72	68.22%
合计	219,972.76	100.00%	272,880.76	100.00%	277,232.68	100.00%

数据来源：招股说明书、民族证券

2、毛利率稳步提升

受公司良品率提高、高端产品销售比重进一步提升、原材料价格下降以及原材料耗用减少因素的影响，公司分类产品毛利率均有不同程度的提升。

图表5 公司毛利率变动情况（单位：元）

项目	2009 年度	同比增长	2008 年度	同比增长	2007 年度
主营业务收入	2,199,727,636	-19.39%	2,728,807,635	-1.57%	2,772,326,800
主营业务成本	1,646,873,508	-25.84%	2,203,153,575	-8.22%	2,400,532,914
毛利	552,854,128	8.78%	525,654,060	41.38%	371,793,886
毛利率	25.13%	34.96%	19.26%	43.62%	13.41%

数据来源：招股说明书、民族证券

公司主要的原材料包括：铜球、铜箔、干膜、原板、金盐、PP、油墨等。公司的原材料主要向境内外专业生产厂商采购。过去三年原材料成本占本公司主营业务成本的比例分别为71.75%、67.24%和63.12%。由于原材料覆铜板、铜箔、铜球的主要原料是有色金属铜，因此，公司的原材料采购价格对铜价波动反应敏感。

图表6 原材料采购成本占比情况（单位：万元）

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
原板	39,177.04	34.31%	44,874.92	29.14%	53,003.45	26.72%

PP	14,616.68	12.80%	13,955.85	9.06%	15,225.18	7.68%
铜球	6,244.41	5.47%	8,713.41	5.66%	11,522.60	5.81%
铜箔	4,364.51	3.82%	4,719.85	3.07%	6,807.59	3.43%
干膜	5,153.07	4.51%	4,887.15	3.17%	4,186.78	2.11%
金盐	4,043.49	3.54%	3,722.46	2.42%	3,983.50	2.01%
油墨	3,549.05	3.11%	3,960.38	2.57%	4,310.05	2.17%
合计	77,148.25	67.56%	84,834.03	55.10%	99,039.15	49.93%

数据来源：招股说明书、民族证券

3、募投项目提高公司产能

公司拟公开发行 A 股 8000 万股，占发行后总股本的 11.56%。募集资金将投向三个方面：年产高密度互连积层板（HDI）线路板 75 万平方米扩建项目、3G 通讯高端系统板 11.73 万平方米项目（这两个项目达产后，将分别扩张产能 160%与 59%），以及研发中心升级改造项目。

表 7 公司募投项目计划（单位：万元图）

序号	项目名称	投资额	预计建设周期
1	年产高密度互连积层板（HDI）线路板75万平方米扩建项目	66935	2 年
2	3G 通讯高端系统板(HDI)生产线技改项目	20307	1 年
3	研发中心升级改造项目	4254	1 年
合计	91496	15340	--

数据来源：招股说明书、民族证券

二、公司估值和投资建议

1、盈利预测和估值定价

假定公司完成 IPO 上市后，总股本为 6.9203 亿股，同时公司未来 3 年所得税率基本保持不变。

图表 8 公司收入预测情况表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收入预测（百万元）					
企业通讯市场板	1840	1550	1831	2154	2485
办公及工业设备板	353	200	249	257	263
汽车电子板	362	399	468	513	561
航空航天板	35	6	7	9	9
消费电子板	137	40	45	53	53
其他	1	5	6	6	6
毛利率预测（%）					
企业通讯市场板	21	27	27	28	29
办公及工业设备板	18	23	20	20	21
汽车电子板	11	19	17	17	17
航空航天板	70	71	69	68	68

消费电子板	14	29	24	23	22
其他	32	25	23	22	21

数据来源：民族证券

预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 2010-2012 年销售收入分别为 26.05 亿、29.92 亿、33.76 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 3.42 亿元、4.27 亿、5.27 亿元；对应 EPS 分别为 0.49 元、0.62 元、0.76 元。公司 2010-2012 年的年营业收入增速分别为 18.47%、14.82%、12.82%；归属于母公司所有者净利润增速分别为 10.67%，24.90%和 23.39%。

2、估值定价

目前,国内上市的 PCB 代表性厂商有超声电子 (000823)、天津普林 (002134), 和上游原材料供应商有生益科技 (600183)。

图表 9 可比公司的估值水平

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
000823	超声电子	44	31	25
600183	生益科技	25	20	16
002134	天津普林	135	44	20
行业平均		68	32	20

数据来源：WIND 民族证券

我们认为结合国内 PCB 上市企业的估值情况，公司上市后的每股合理价格为 16-18 元，对应公司 2011 年的动态 PE 为 24-30 倍。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1307	3353	3434	3861
现金	403	2310	2535	2847
应收账款	632	704	598	675
其它应收款	44	41	47	53
存货	221	287	239	270
其他	0	0	0	0
非流动资产	1174	1145	1336	1414
长期投资	0	0	0	0
固定资产	995	1039	1236	1318
无形资产	1	1	1	1
其他	117	104	99	95
资产总计	2480	4498	4770	5276
流动负债	802	995	989	1095
短期借款	163	208	239	270
应付账款	482	627	581	644
预收账款	11	14	16	17
其他	147	145	153	12164
非流动负债	288	202	260	239
长期借款	202	261	239	270
其他	85	-58	21	-31
负债合计	1004	1226	1229	1365
少数股东权益	0	0	0	0
股本	612	692	692	692
资本公积金	0	1447	1447	1447
留存收益	864	1103	1403	1772
负债和股东权益	2480	4498	4770	5275
现金流量表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	405	506	701	673
投资活动现金流	-126	-112	-339	-253
筹资活动现金流	783	1514	-137	-108
现金净增加额	1062	1907	226	312

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2284	2606	2992	3376
营业成本	1729	1961	2235	2476
营业税金及附加	0.25	0.36	0.42	0.47
营业费用	92	100	103	116
管理费用	105	133	139	152
财务费用	17	15	18	11
资产减值损失	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	348	397	497	620
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	346	397	497	620
所得税	39	55	70	93
净利润	32	52	68	90
少数股东损益	-3	0	0	0
归属母公司净利润	309	342	427	527
EPS (元)	0.45	0.49	0.62	0.76
主要财务比率				
	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-19.4%	18.5%	14.8%	12.8%
营业利润	21.1%	13.9%	25.2%	24.8%
获利能力				
毛利率	25.1%	24.8%	25.3%	26.7%
净利率	13.5%	13.1%	14.3%	15.6%
ROE	20.9%	10.6%	12.1%	13.5%
每股指标(元)				
每股经营现金	0.59	0.73	1.01	0.97
每股净资产	2.41	4.69	5.12	5.65
估值比率				
P/E				
P/B				

分析师简介

韦玮 工学学士，经济学硕士，先后工作于天相投顾和中国民族证券等单位，主要从事电力、化纤行业上市公司证券研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn