

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 14.00

当前价格: 8.16

2015.05.19

交易数据

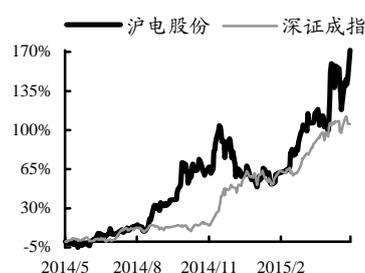
52周内股价区间(元)	3.06-8.38
总市值(百万元)	13,661
总股本/流通A股(百万股)	1,674/1,673
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	5144.30
日均成交值(百万元)	341.41

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	3,191
每股净资产	1.91
市净率	4.3
净负债率	12.73%

EPS(元)	2014A	2015E
Q1	0.01	-0.02
Q2	-0.00	0.03
Q3	-0.02	0.04
Q4	0.00	0.06
全年	-0.01	0.11

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	32%	68%	171%
相对指数	28%	43%	66%

沪电股份(002463)

智能汽车硬件之PCB龙头

——沪电股份首次覆盖

	王炎学(分析师)	王聪(研究助理)	孙柏蔚(研究助理)
	010-59312757	021-38676820	021-38674924
	wangyanxue@gtjas.com	wangcong@gtjas.com	sunbaiwei@gtjas.com
证书编号	S0880514040001	S0880115010033	S0880114080008

本报告导读:

公司卡位高端PCB(印刷电路板)业务,向智能汽车与新能源汽车两大行业风口拓展,预测将迎来业绩拐点。首次覆盖,给予“增持”评级。

投资要点:

- 首次覆盖,给予“增持”评级。公司积极布局高增长的新能源汽车与智能汽车电子等高技术含量PCB业务,有望脱离普通PCB业务纯价格竞争局面,进入全新增长周期。预测2015-16年归母净利润分别为1.8/2.6亿元,对应EPS分别为0.11/0.15元,综合PE和PB估值法,给予目标价14元。
- 公司入股德国Schweizer提前卡位车载高端PCB应用——高级驾驶辅助系统(ADAS)和新能源汽车功率模块对PCB提出高频、高功率的需求:①高频:ADAS核心传感器包括高频77G电子扫描雷达,对滤波处理、天线调频、信号隔离等多个方面都提出了全新要求。②高功率:新能源汽车DC-DC、IGBT等功率系统的工作与高电压/大电流状态,需要PCB制作时考虑散热、信号干扰等需求。
- 公司汽车电子PCB制造国内领先,显著受益自主车企与配套厂商加速ADAS与新能源产品布局。据公司投资者交流纪要,公司是大陆、马瑞利等国际一线汽车电子厂商PCB核心供应商。我们认为,HF、功率PCB供应商稀缺,公司向国内配套厂商延伸没有障碍。
- 催化剂:公司PCB业务切入自主零部件厂商ADAS产品
- 风险提示:ADAS业务推广不及预期;新能源汽车业务盈利不及预期

财务摘要(百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,017	3,292	4,180	5,200	6,530
(+/-)%	-4%	9%	27%	24%	26%
经营利润(EBIT)	214	1	250	381	559
(+/-)%	-32%	-100%	43841%	53%	47%
净利润	180	-12	180	259	394
(+/-)%	-39%	-107%	1587%	44%	52%
每股净收益(元)	0.11	-0.01	0.11	0.15	0.24
每股股利(元)	0.10	0.00	0.05	0.07	0.12

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率(%)	7.1%	0.0%	6.0%	7.3%	8.6%
净资产收益率(%)	5.3%	-0.4%	5.4%	7.5%	10.8%
投入资本回报率(%)	6.2%	0.0%	4.9%	6.8%	9.3%
EV/EBITDA	31.2	70.9	26.4	18.7	13.8
市盈率	75.9	-1,128.2	75.9	52.8	34.7
股息率(%)	1.2%	0.0%	0.6%	0.9%	1.5%

模型更新时间: 2015.05.18

股票研究

信息科技
电子元器件

沪电股份 (002463)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 14.00

当前价格: 8.16

2015.05.18

公司网址

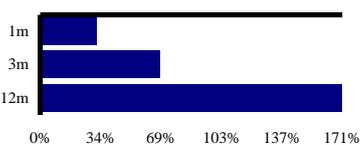
www.wuscn.com

公司简介

公司是国内规模最大、技术实力最强的PCB 制造商之一,从事印刷电路板的制造、销售及相关售后服务,主要产品为印制电路板、组装电路板、电子设备使用的连接线和连接器等。

公司目前拥有 160 万平方米印制电路板的生产能力,涉足 PCB 行业多年,经过多年的市场拓展和品牌经营,成为 PCB 行业内的重要品牌之一,在行业内享有盛誉。

绝对价格回报 (%)

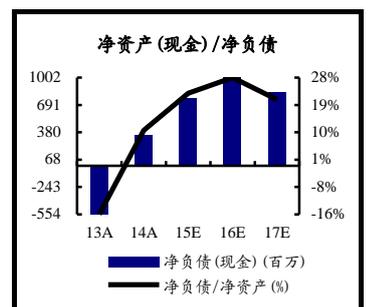
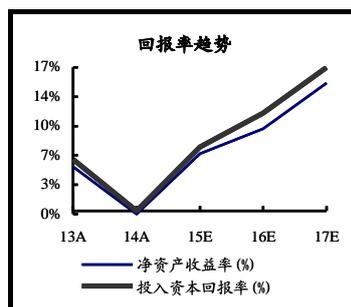
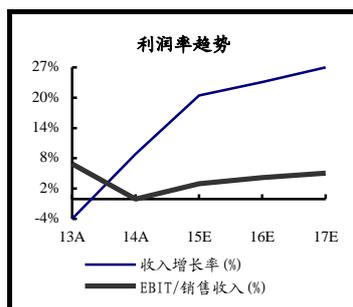


52 周价格范围 3.06-8.38

市值 (百万) 13,661

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	3,017	3,292	4,180	5,200	6,530
营业成本	2,474	2,889	3,536	4,349	5,400
税金及附加	22	15	18	23	29
销售费用	144	161	167	208	261
管理费用	163	227	209	239	281
EBIT	214	1	250	381	559
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	6	10	15	20
财务费用	-6	2	65	111	135
营业利润	230	-27	194	285	444
所得税	39	7	39	56	86
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	180	-12	180	259	394
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	614	217	836	1,040	1,306
其他流动资产	290	424	0	0	0
长期投资	12	38	38	38	38
固定资产合计	2,255	2,875	3,192	3,398	3,492
无形及其他资产	190	207	230	253	276
资产合计	4,807	5,447	6,465	7,284	8,471
流动负债	996	1,267	2,888	3,563	4,554
非流动负债	431	957	259	261	264
股东权益	3,381	3,229	3,325	3,467	3,660
投入资本(IC)	2,815	3,537	4,185	4,605	4,923
现金流量表					
NOPLAT	176	1	205	313	460
折旧与摊销	133	197	302	414	526
流动资金增量	37	-193	-163	-225	-285
资本支出	-900	-869	-618	-613	-608
自由现金流	-553	-864	-274	-110	93
经营现金流	343	58	831	534	739
投资现金流	-1,057	-811	-608	-598	-588
融资现金流	-318	378	396	268	114
现金流净增加额	-1,032	-376	619	204	266
财务指标					
成长性					
收入增长率	-4.0%	9.1%	27.0%	24.4%	25.6%
EBIT 增长率	-32.2%	-99.7%	43840.6%	52.7%	46.7%
净利润增长率	-39.3%	-106.7%	1587.0%	43.7%	52.2%
利润率					
毛利率	18.0%	12.2%	15.4%	16.4%	17.3%
EBIT 率	7.1%	0.0%	6.0%	7.3%	8.6%
净利润率	6.0%	-0.4%	4.3%	5.0%	6.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.3%	-0.4%	5.4%	7.5%	10.8%
总资产收益率(ROA)	3.7%	-0.2%	2.8%	3.6%	4.6%
投入资本回报率(ROIC)	6.2%	0.0%	4.9%	6.8%	9.3%
运营能力					
存货周转天数	46	52	52	52	52
应收账款周转天数	85	77	77	77	77
总资产周转天数	574	568	520	483	440
净利润现金含量	1.91	-4.79	4.61	2.06	1.88
资本支出/收入	30%	26%	15%	12%	9%
偿债能力					
资产负债率	29.7%	40.8%	48.7%	52.5%	56.9%
净负债率	-16.4%	10.7%	27.0%	33.9%	35.5%
估值比率					
PE	75.9	-1,128.2	75.9	52.8	34.7
PB	3.4	4.2	4.1	3.9	3.7
EV/EBITDA	31.2	70.9	26.4	18.7	13.8
P/S	3.8	4.2	3.3	2.6	2.1
股息率	1.2%	0.0%	0.6%	0.9%	1.5%



目 录

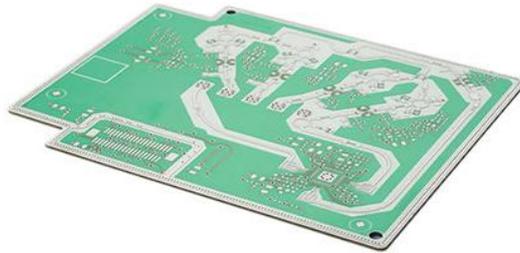
1. 首次覆盖，给予“增持”评级.....	4
2. 公司传统业务增长放缓，拓展汽车新应用势在必行.....	5
3. 盈利预测与估值.....	7
4. 风险因素分析.....	9

1. 首次覆盖，给予“增持”评级

PCB 是承载电子系统芯片等元器件、实现器件互联互通的基础，智能驾驶与新能源两大汽车电子需求爆发下，公司多层高频高功率板制作工艺优势凸显，有望通过切入更多车载业务而脱离纯价格竞争，迎来业绩拐点，预测 2015 年扭亏，预测 2015-16 年归母净利润分别为 1.8/2.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.11/0.15 元。

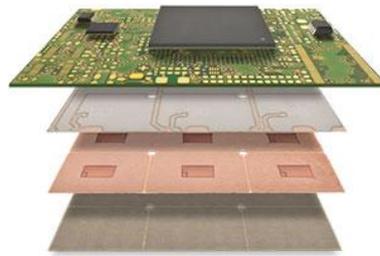
高级驾驶辅助系统 (ADAS) 和新能源汽车功率模块给 PCB 制作提出全新高频、高功率需求，公司入股德国 Schweizer 完成卡位：①高频：ADAS 核心传感器包括高频 77G 电子扫描雷达。高频信号对滤波处理、天线调频、信号隔离等多个方面都提出了全新要求。②高功率：新能源汽车 DC-DC、IGBT 等功率系统的工作与高电压/大电流状态，需要 PCB 制作是考虑散热、信号干扰等需求。

图 1：高频 PCB 需要配套高精度多层板（8 层以上）工艺



数据来源：Schweizer Electronic

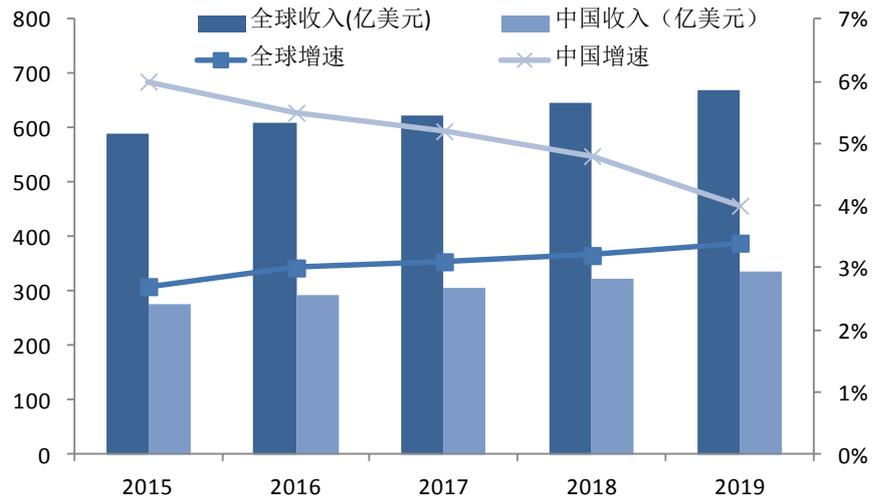
图 2：功率 PCB 对于散热要求极高，需配套多层、厚铜等关键工艺



数据来源：Schweizer Electronic

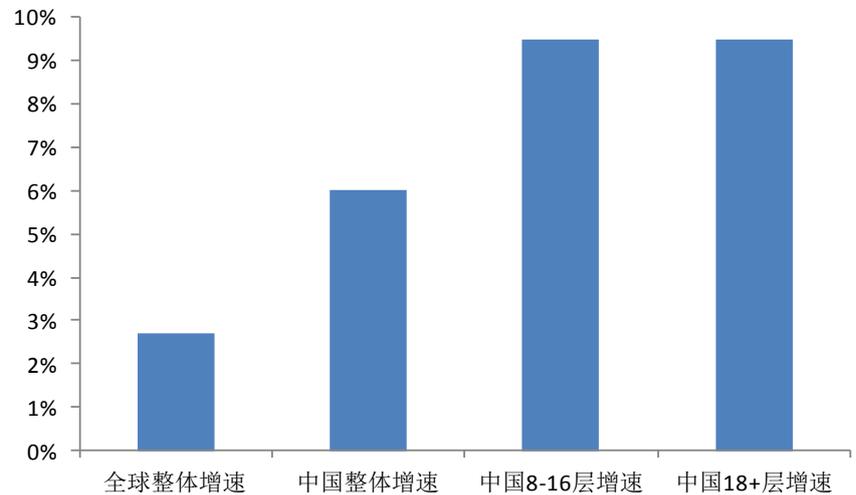
据 Prismark 预测，在全球 PCB 缓慢增长背景下，中国市场尤其是中国高端多层细分市场将走出独立行情。我们认为，ADAS 与新能源汽车功率系统是汽车发展的两大风口，将提高重要增量。

图 3：预计中国 PCB 收入增速全球领先



数据来源: Prisma, 国泰君安证券研究

图 4: 预测 2015 年中国细分市场高端多层 PCB 增速最快

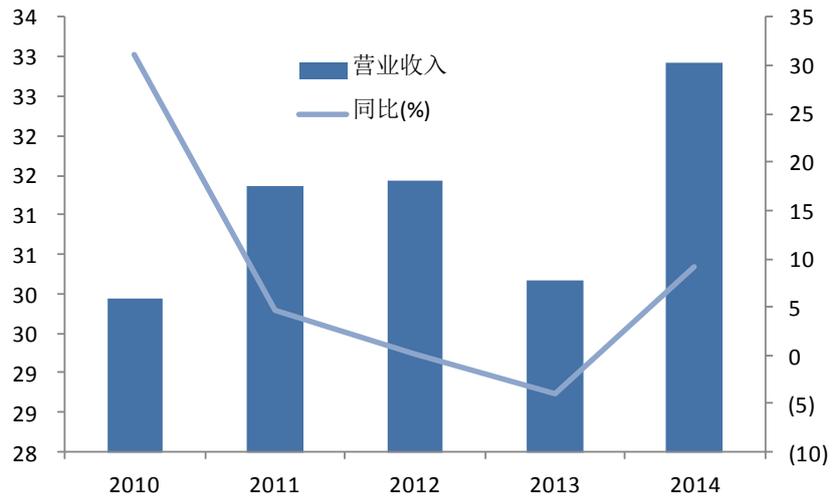


数据来源: Prisma, 国泰君安证券研究

2. 公司传统业务增长放缓, 拓展汽车新应用势在必行

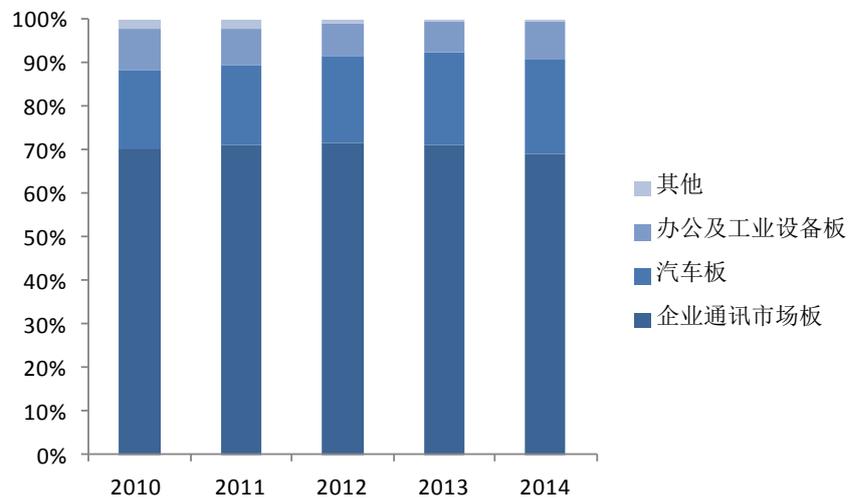
传统 PCB 业务准入门槛不高, 激烈竞争下收入增速放缓, 毛利率下滑明显, 2014 年归母净利润首亏 1200 万元。我们认为, 公司加快海外合作, 拓展 ADAS 与新能源汽车等应用势在必行。

图 5: 公司收入增速放缓



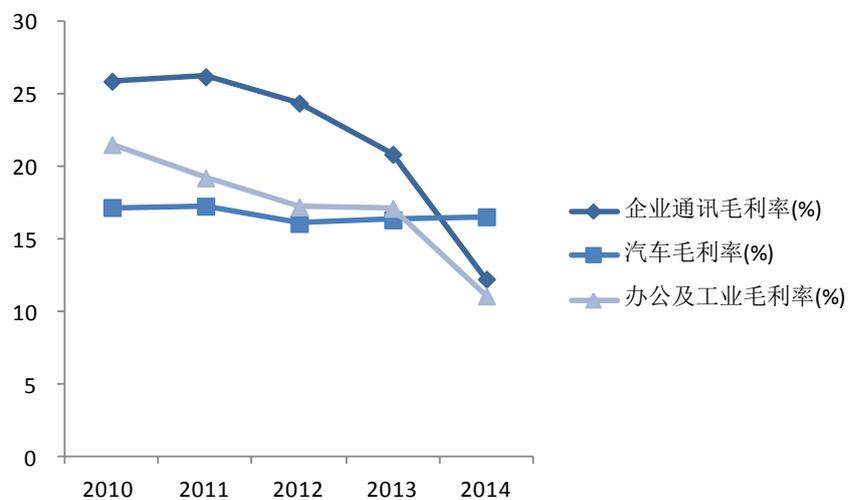
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 6：公司收入以企业通信市场为主，汽车板占比逐渐上升



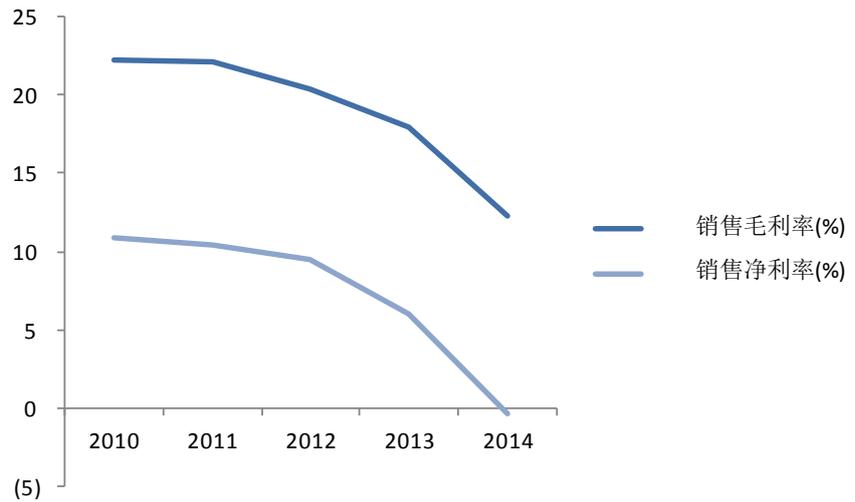
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 7：企业通讯市场毛利率下滑明显



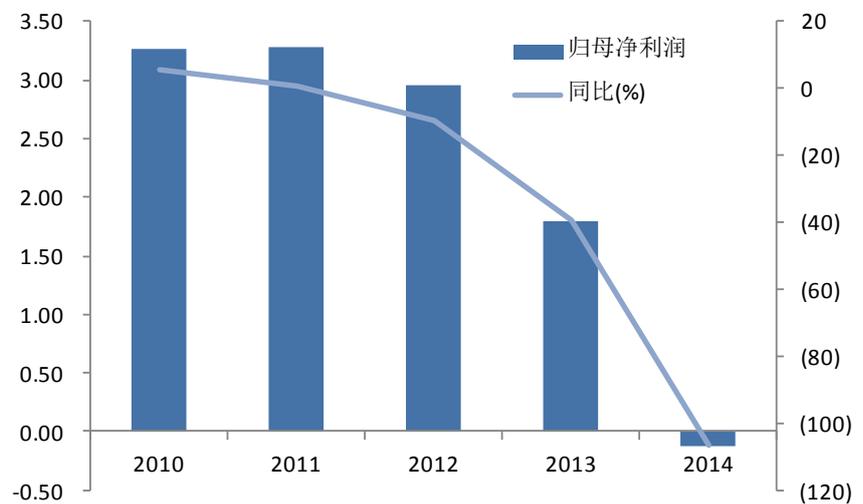
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 8：企业通讯毛利率下滑拖累公司整体盈利能力



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 9: 2014 年公司毛利率下滑显著致归母现亏损



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 盈利预测与估值

核心假设:

公司汽车板业务加速增长, 带动整体毛利率向上。

表 1: 分项收入拆分预测 (单位: 亿元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
产品收入	28.51	31.36	40.3	50.5	63.8
增速%	-4.04	10.00	28.51	25.31	26.34
产品综合毛利率%	19.64	13.10	16.06	16.90	17.74
分项收入					
企业通讯	20.30	21.68	25.00	27.00	29.00
汽车	6.09	6.84	10.00	15.00	24.00
办公及工业	1.93	2.62	5.00	8.00	10.00
消费	0.13	0.15	0.20	0.30	0.50
其他	0.07	0.07	0.10	0.20	0.30
分项毛利率					
企业通讯	20.88	12.27	15.50	15.20	15.20
汽车	16.36	16.57	19.00	22.20	23.00

办公及工业	17.15	11.11	13.20	13.00	12.90
消费	16.45	11.18	13.00	12.90	12.80
其他	19.95	10.52	12.00	12.00	12.00

盈利预测:

预测公司 2015-16 年归母净利润分别为 1.8 亿元、2.6 亿元，对应每股收益分别为 0.11 元、0.15 元。

表 2: 预测利润表

人民币百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	3,144	3,017	3,292	4,180	5,200	6,530
增长率	0.2%	-4.0%	9.1%	27.0%	24.4%	25.6%
营业成本	-2,503	-2,474	-2,889	-3,536	-4,349	-5,400
%销售收入	79.6%	82.0%	87.8%	84.6%	83.6%	82.7%
毛利	641	543	403	644	851	1,130
%销售收入	20.4%	18.0%	12.2%	15.4%	16.4%	17.3%
营业税金及附加	-18	-22	-15	-18	-23	-29
%销售收入	0.6%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-136	-144	-161	-167	-208	-261
%销售收入	4.3%	4.8%	4.9%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-172	-163	-227	-209	-239	-281
%销售收入	5.5%	5.4%	6.9%	5.0%	4.6%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	316	214	1	250	381	559
%销售收入	10.0%	7.1%	0.0%	6.0%	7.3%	8.6%
财务费用	31	6	-2	-65	-111	-135
%销售收入	-1.0%	-0.2%	0.1%	1.6%	2.1%	2.1%
资产减值损失	-7	-7	-31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	16	6	10	15	20
%税前利润	2.9%	7.4%	-119.0%	4.6%	4.8%	4.2%
营业利润	349	230	-27	194	285	444
营业利润率	11.1%	7.6%	-0.8%	4.6%	5.5%	6.8%
营业外收支	2	-10	22	25	30	35
税前利润	352	219	-5	219	315	479
利润率	11.2%	7.3%	-0.1%	5.2%	6.1%	7.3%
所得税	-55	-39	-7	-39	-56	-86
所得税率	15.7%	17.9%	-157.1%	17.9%	17.9%	17.9%
净利润	296	180	-12	180	259	394
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	296	180	-12	180	259	394
净利率	9.4%	6.0%	-0.4%	4.3%	5.0%	6.0%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

估值方法 1: PE 估值法

A 股新能源及智能汽车零部件可比公司 2015 年平均 PE 为 87.6 倍，对应估值为 9.6 元。

表 3: 新能源与智能汽车零部件可比公司估值表

2015-5-18	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PB	PE			EPS		
					14A	15E	16E	14A	15E	16E
600074.SH	保千里	14.25	321.47	28.26	1,425.00	71.25	40.71	0.01	0.2	0.35
002284.SZ	亚太股份	18.09	133.42	5.36	75.38	54.82	43.07	0.24	0.33	0.42
002488.SZ	金固股份	96.5	196.27	12.40	245.30	136.74	79.82	0.39	0.71	1.21
汽车零部件可比公司平均				15.34	87.60					
002463.SZ	沪电股份	8.16	136.61	4.28	-816.00	74.18	54.40	-0.01	0.11	0.15

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 金固股份盈利预测来自 Wind 一致预期。

估值方法 2: PB 估值法

A 股新能源及智能汽车零部件可比公司 2015 年平均 PB 为 15.3 倍, 对应估值为 29 元。

综合考虑两种估值方法, 给予目标价 14 元

4. 风险因素分析

1. ADAS 业务推广不及预期

ADAS 高频雷达 PCB 板制作难度较高, 验证周期长, 存在进度低于预期的风险。另一方面, 自主零部件厂商 ADAS 产品的研发进度也存在低于预期的可能, 将导致公司汽车高频 PCB 板业务增速不达预期。

2. 新能源汽车盈利不及预期

新能源汽车国家补贴退坡显著, 存在主机厂要求上游零部件厂商同步降价而致高功率 PCB 业务盈利能力低于预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的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。在任何情况下，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、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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		