

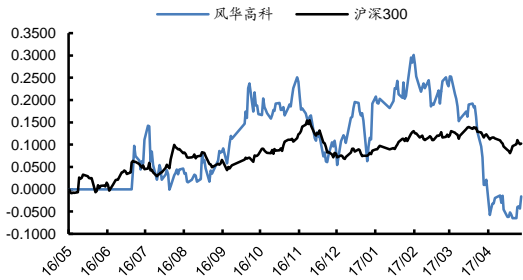
研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：凌琳 S0350116080013
021-68591558 lingl@ghzq.com.cn

铅华尽洗，成长从容

——风华高科（000636）深度研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
风华高科	-3.7	-23.3	-1.6
沪深 300	-1.8	-2.5	10.6

市场数据

	2017-05-19
当前价格（元）	8.70
52 周价格区间（元）	8.05 - 11.80
总市值（百万）	7788.53
流通市值（百万）	7069.17
总股本（万股）	89523.31
流通股（万股）	81254.81
日均成交额（百万）	146.20
近一月换手（%）	25.11

相关报告

《风华高科（000636）动态研究：收购暂缓尚待确认，聚焦主业重回成长》——2016-07-15

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- 新增产能释出适逢被动元器件缺货涨价周期，核心主业进入盈利强周期：**智能终端无线端射频覆盖频域的扩大、产品设计的集成化与非规则化、各种物联网新兴应用产品与技术的落地，使被动元器件应用需求量快速增长。而日韩企业近年来开始收缩中低端产线聚焦高毛利产品，导致需求端出现一定程度紧张。在需求侧的持续增长与供给侧的前端布局调整共同作用下，缺货与涨价成为今年被动元器件市场的主旋律。对于风华而言，前期募投项目逐步达产带来的产能提升、去年要约收购光颀带来的产品线加乘效应，在这一行业供需背景下，有望展现出较为明确的弹性，我们判断公司核心主业今年将进入盈利强周期。
- 外延成长奠定新领域成长：**近年来公司积极实施内涵式发展和外延式并购的“双轮驱动”发展战略，2015-2016 年间完成了对奈电科技 100%股权和台湾光颀科技 40%股权的要约收购，有助于公司打开消费电子与汽车电子领域的客户通路，进一步巩固在片阻领域的竞争优势，下游市场也从中国国内跨足至欧美。另一方面，公司对 Maxford 的收购案目前仍未有明确结论，如能切实落地，未来的备考利润还有相当的提升空间。
- 业务调整与制度革新带来全新表现，员工持股价格区间奠定安全边际：**公司在过去的两年中积极推进业务调整、产品结构升级与产品线团队更替，2015 年末通过股份收购珠海奈电后引入民营资本，2016 年初迅速完成一期员工持股计划，并开始裁整亏损部门，同时加强优势部门的盈利考核。制度调整与管理优化为企业带来的增益是具备持续性的，我们看好公司对阻容感等各项业务的调整与精进，今年公司的业绩表现将非常值得期待。我们推测公司 2016 年初的员工持股计划回购平均价格约在 8.4 元左右，若 5 月 31 日后公司股价仍在 8-9 元这一区间，员工持股计划账户直接售出的可能性较低，这一价格区间的安全边际非常明确。
- 盈利预测和投资评级：维持买入评级。**在前述市场背景与发展假设预期下，基于审慎性原则，暂不考虑 Maxford 收购，我们预测公司 2017-2019 年有望实现营收约 34.5、42.2、51.1 亿营收，对应 2017-2019 年净利润约 2.88、4.05、4.93 亿，公司当前市值对应 2017-2019 年市盈率估值分别为 27、19、16 倍，在当下的极佳市场环境下这一市值显然有一定程度的被低估。若下半年台湾国巨、日本

罗姆等市场龙头继续施行激进的提价策略，村田、TDK 等企业在 MLCC 等中低端品种的停产或减产依然延续，伴随苹果新机发行前后所带来的智能终端拉货效应，公司所经营的被动元器件等相关产品有取得更超预期成长的可能，我们看好公司未来两年的持续性成长能力，维持公司买入评级。

- **风险提示：**1) 公司阻容感以外领域的亏损不能在上半年得到有效改善；2) 2017 年市场被动元器件缺货程度不及预期；3) 公司在消费电子与汽车电子等领域的市场开拓进度与力度不及预期；4) Maxford 收购的不确定性；5) 未来原材料价格波动对业绩的不确定性影响。

预测指标	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2774.35	3451.00	4220.00	5108.00
增长率(%)	43.04%	24.39%	22.28%	21.04%
净利润（百万元）	138.91	288.29	405.18	493.16
增长率(%)	125.03%	107.54%	40.54%	21.72%
摊薄每股收益（元）	0.155	0.322	0.453	0.551
ROE(%)	3.08%	6.08%	8.00%	9.03%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 核心主业已进入盈利强周期	5
1.1、 消费电子技术更迭推动被动元件需求量持续增长	5
1.2、 产能供应不足，被动元件缺货潮持续	7
1.3、 被动元件涨价趋势有力支撑公司业绩	10
1.4、 原材料价格回调，成本压力得到缓解	10
1.5、 公司新增产能释放，主业盈利能力有望大幅提升	11
2、 外延成长奠定新领域成长	12
2.1、 过去两年的外延布局渐入收获期	12
2.2、 Maxford 收购案仍有推进可能	13
3、 全新的管理，切实的激励	14
3.1、 业务调整与制度革新使公司面貌焕然一新	14
3.2、 员工持股价格区间奠定安全边际	14
4、 盈利预测与评级	15
5、 风险提示	15

图表目录

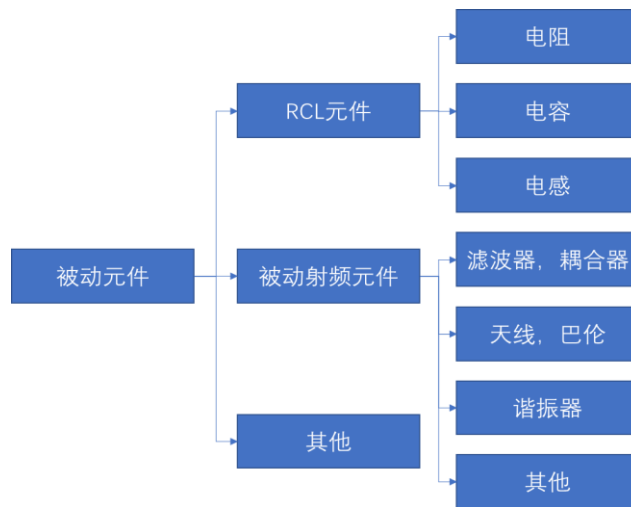
图 1: 被动元件分类	5
图 2: 全球被动元件市场规模预测	6
图 3: 被动元件产值分布	6
图 4: 被动元件下游应用分布	6
图 5: 智能机 MLCC 用量增速明显	7
图 6: 2015 年 全球电阻厂商市场占比	8
图 7: 2015 年 MLCC 市占率分布	8
图 8: TDK 的营收比例规划	9
图 9: MLCC 内部结构	11
图 10: 伦铜现货价格	11
图 11: 伦镍现货价格	11
表 1: 高通 801 平台各类电子元器件用量	6
表 2: 被 TDK 取消的部分 MLCC 规格	9
表 3: 主流被动元件厂商涨价情况	10
表 4: 公司 2014 年募投项目建设进度	12

1、核心主业已进入盈利强周期

1.1、消费电子技术更迭推动被动元件需求量持续增长

被动元件，又称无源器件。从电路性质上看，被动元件有两个基本特点：（1）自身不消耗电能，或把电能转变为不同形式的其他能量。（2）只需输入信号，不需要外加电源就能正常工作。最常见的被动元件包括 RCL 元件，被动射频元件以及晶振，变压器等。

图 1：被动元件分类

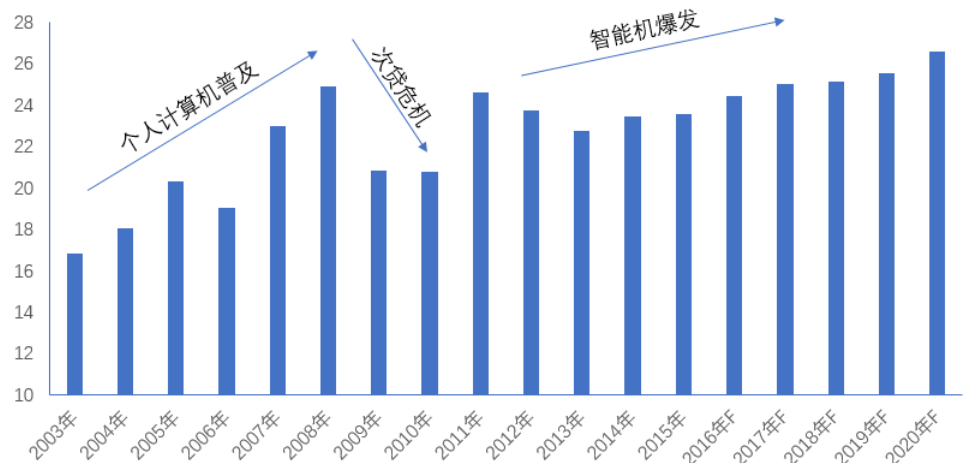


资料来源：中国电子元器件行业协会，国海证券研究所

通过 Paumanok Publications Inc 的行业分析报告可以看出，被动元件的市场需求会直接受到全球经济景气度和下游新应用市场爆发的影响。从 2003 年开始直至 2008 年，得益于个人计算机应用的普及，被动元件的复合增长率高达 8.17%。进入 2009 年，由于受到美国次贷危机的影响，被动元件的市场需求急转直下，连续两年维持在 210 亿美元以下。直到 2011 年智能机爆发式增长，被动元件的市场才得到复苏，2015 年度全球被动元器件的市场规模达到 235 亿美元。

未来，伴随着 IOT、5G 等新技术新应用的推出，被动元件市场将得到持续增长，预计 2020 年被动元件市场规模将达到 266 亿美元。

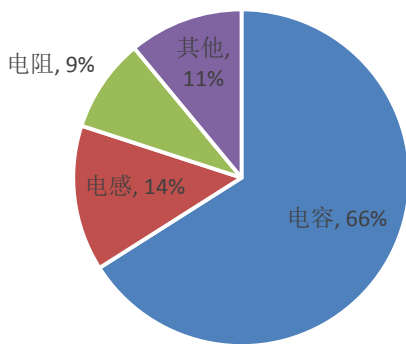
图 2: 全球被动元件市场规模预测 (单位: 亿美元)



资料来源: Paumanok Publications Inc, 国海证券研究所

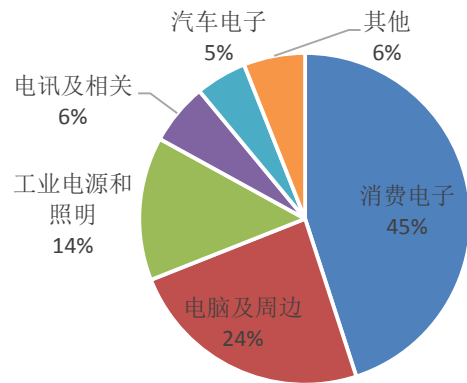
从产值分布角度来看, 电容在各类电子产品中消费量是最大的, 尤其在以 3C、智能终端等消费电子领域, 频带电路对于以阻容感为代表的的基础被动元器件的用量较基带电路更多。

图 3: 被动元件产值分布



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

图 4: 被动元件下游应用分布 (以电容为例)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

伴随着消费电子的轻薄化趋势, 被动元件也在向小尺寸方向发展, 0603 以下尺寸的贴片电阻, 电容等已经成为主流。同时为了满足消费电子频段数的不断增加和功能的演进, 被动元件用量也在不断增加。以智能手机为例, 高通 801 平台搭载了约 423 颗 MLCC, 116 颗电阻和 56 颗电容; 而全网通五模十七频手机则需要 500-600 颗 MLCC; iPhone7 系列对 MLCC 的需求多达 700 颗, 且大部分以小尺寸、高单价、高利润产品为主。最新的高通骁龙 835 平台则需要搭载 800-900 颗 MLCC。消费电子行业的技术更迭已成为被动元件市场增长的最大推动力。

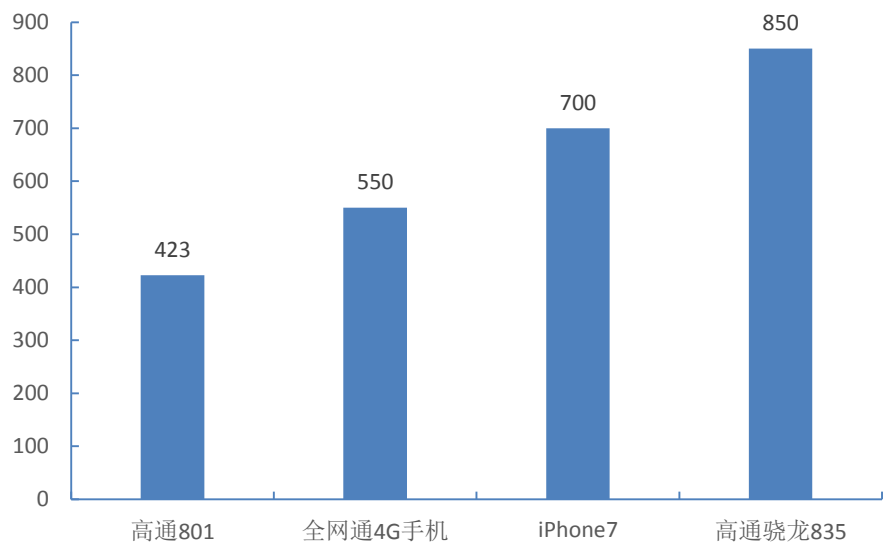
表 1: 高通 801 平台各类电子元器件用量

类型	单机用量 pcs
MLCC	423

Resistor	116
Inductor	56
discrete device	52
Filter	22
IC	21
Structure parts	20
Tancap	16
Connector	16
Bead	9
sensor	4
Microphone	2
Crystal	2
ROM/RAM	2
PCB	2
合计	763

资料来源：国海证券研究所

图 5：智能机 MLCC 用量增速明显

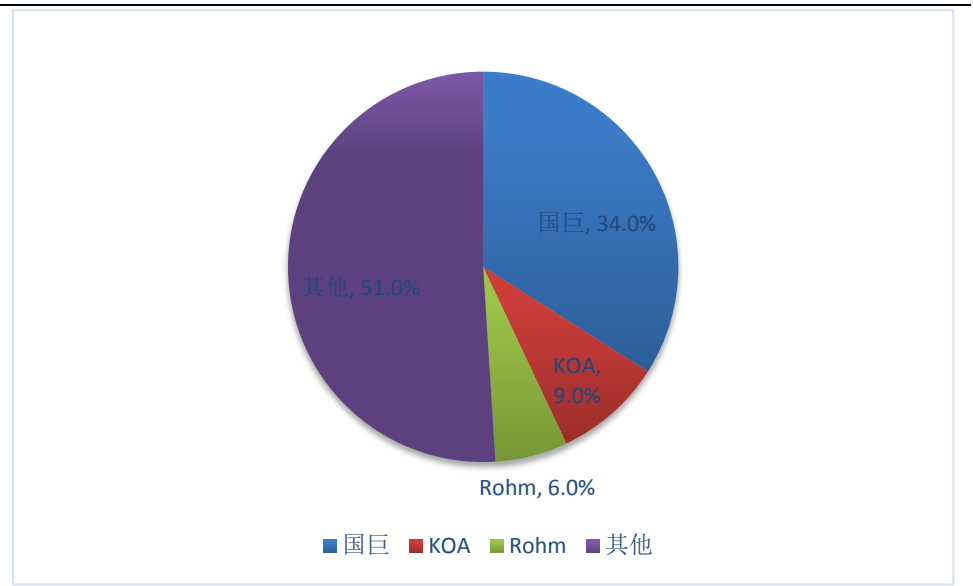


资料来源：易容，国际电子商情，国海证券研究所

1.2、产能供应不足，被动元件缺货潮持续

传统的被动元件一直是日韩台厂商的天下，随着技术和工艺的成熟，产业集中化越来越明显。以电阻为例，台湾国巨 2015 年为全球第一大片式电阻厂，市占比高达 34%，遥遥领先 KOA（9%）、Rohm（6%）等第二大、第三大日厂。

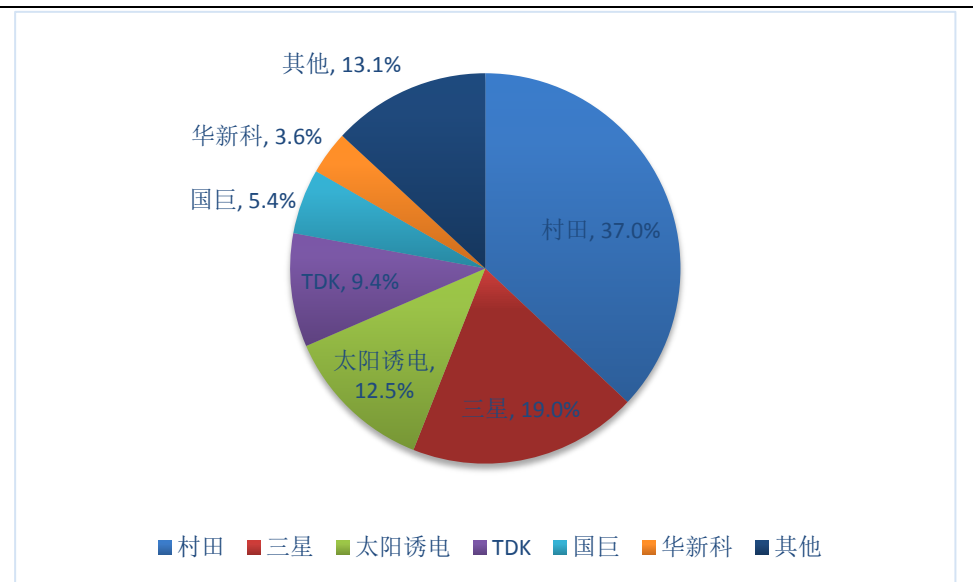
图 6: 2015 年 全球电阻厂商市场占比



资料来源: 中时电子报, 国海证券研究所

而 MLCC 方面, 日韩厂商的话语权较强, 2015 年全球 TOP 4 MLCC 厂商均是日韩厂商, 分别为: 村田 (37%, 月产能 700 亿只)、三星 (19%)、太阳诱电 (12.5%)、TDK (9.4%); 而台系的国巨 (5.4%) 和华新科 (3.6%) 分列 5 到 6 位。

图 7: 2015 年 MLCC 市占率分布



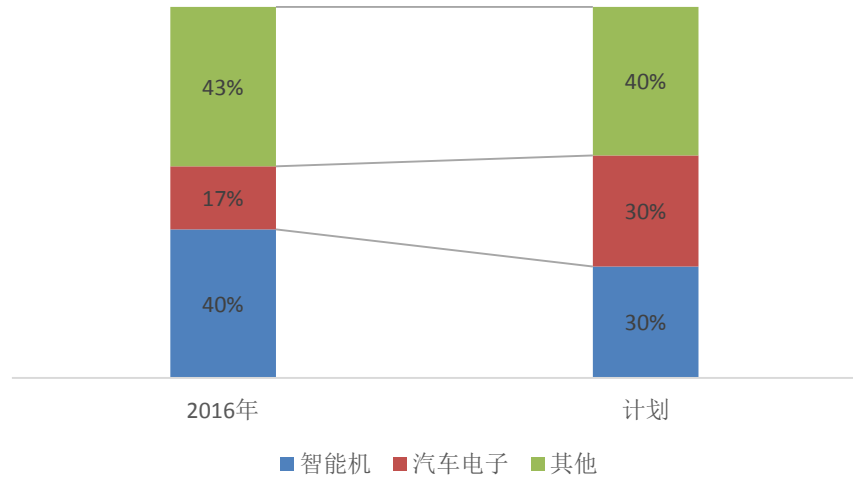
资料来源: 国际电子商情, 国海证券研究所

电感则是日系厂商主导, 2015 年全球片式电感市场中, 日系厂商占比高达 81%。

近年来, 汽车市场, 特别是新能源汽车市场发展迅速, 对于高端被动元件的需求也在迅速攀升。汽车电子相比消费电子有较高的准入门槛, 应用环境更加严苛, 相应的利润空间也较好。所以以日系厂商为代表的、具备技术优势的被动元器件厂商开始积极布局车载市场。

日本村田在 2016-2018 财年中期计划中，明确提出将企业的发展重心转移到汽车电子市场。而 TDK 社长石黑成直于 2016 年 7 月 6 日接受采访时，也表示将大力拓展汽车电子业务，将其占据的营收比例从当前的 17-18% 提高至 30%，而智能机业务占比则会从 40% 降至 30%。营收结构的调整将伴随着产能转移，日系厂商开始逐步淡出消费电子市场。

图 8: TDK 的营收比例规划



资料来源：国际电子商情，国海证券研究所

为了加速转型，2016 年年中，TDK 取消了 360 个产品型号、约 7 亿只中低端 MLCC 的订单，同时将部分产品的交期延长 2 个月。TDK 退出中低端市场的决定打破了 MLCC 市场的供需平衡，各大终端厂商纷纷转单大陆和台湾。

表 2: 被 TDK 取消的部分 MLCC 规格

参数
0201/474 以下，包含 474 (0.47 uF)
0402/225 以下，包含 225 (2.2 uF)
0805/475 以下，包含 475 (4.7 uF)
1206/475 以下，包含 476 (47uF)
1812/107 以下，包含 107 (100uF)
2010/107 以下，包含 107 (100uF)

资料来源：国际电子商情，国海证券研究所

韩国方面，由于 2016 年三星 Note7 手机爆炸，三星集团全面整顿品质体系，使得三星 MLCC 交货周期拉长，高容 MLCC 短缺。在缺货最严重的 2016 年 3 季度，MLCC 高容物料 (0603/10UF/6.3V) 的渠道价格从 25-28 元左右，大幅度攀升至 40 以上。同时，苹果 iPhone 8 也于 17 年 2 季度启动备货周期，各大厂商会进一步压缩非苹果系的 MLCC 产能供应。

各种因素交织之下，被动元件自去年第 3 季末开始出现供应缺口，并已经延续到今年第 2 季度，部分厂商交期延长 2-4 周，供需缺口达 5%。

1.3、被动元件涨价趋势有力支撑公司业绩

下游需求高歌猛进，日韩系厂商供应不足，致使被动元件的供需剪刀差在持续放大，被动元件的价格也一路走高。2016年台湾国巨率先宣布贴片电阻(Chip-R)涨价，进入2017年，厚声、旺詮、华新科、TDK等厂商纷纷跟进，发布涨价通知。其中，华新科是时隔7年首度涨价。

顺应这一趋势，风华高科调整了价格策略，2017年4月20日，风华高科营销中心向客户发产品涨价通知。1-10R产品价格对应标准产品精度、型号的单价乘以1.1倍，2017年4月21日起正式实施。本次涨价会有力支撑的公司营收和利润水平。同时，由于业内大多数厂商的MLCC价格均有所上调，不排除后续风华高科在MLCC产品上调价的可能性。

表3：主流被动元件厂商涨价情况

厂商名称	时间	事件描述
TDK	2017年5月5日	针对中国区的代理商实施统一的MLCC价格策略，调整后的价格将适用于2017年6月1日以后收到的订单。
风华高科	2017年4月20日	1-10R产品价格对应标准产品精度、型号的单价乘以1.1倍，2017年4月21日起正式实施。
国巨	2017年4月19日	第2季起调涨约30%的MLCC、Chip-R产品价格，涨幅在8-10%之间
	2016年10月	RC系列厚膜电阻全线涨价：0201涨价5%，0603涨价5%，0805-1206涨价3%，而且其交期普遍拉长至8-10周，接近延长了一倍。
华新科	2017年3月16日	约40%的产品调涨，这是华新科自2010年以来首次调涨MLCC和Chip-R的价格。
旺詮	2017年3月15日	对0603(含)以上尺寸晶片电阻CHIP-R在目前售价基础上调升10%左右
厚声	2017年3月1日	对0603(含)以上尺寸晶片电阻CHIP-R在目前售价基础上调升10%左右

资料来源：国际电子商情，国海证券研究所

从台湾龙头国巨的带头涨价以及其他企业的跟进情况来看，这一轮被动元器件、尤其是片阻、片容产品的缺货与涨价风潮还将持续蔓延，风华高科作为国内片阻原厂龙头，直至4月下旬才跟进部分品类的调价。受益于缺货提价以及国内企业或代理商从海外、台湾等厂商的转单效应，以及下半年全行业继续提价的预期，公司今年的业绩弹性值得重视。

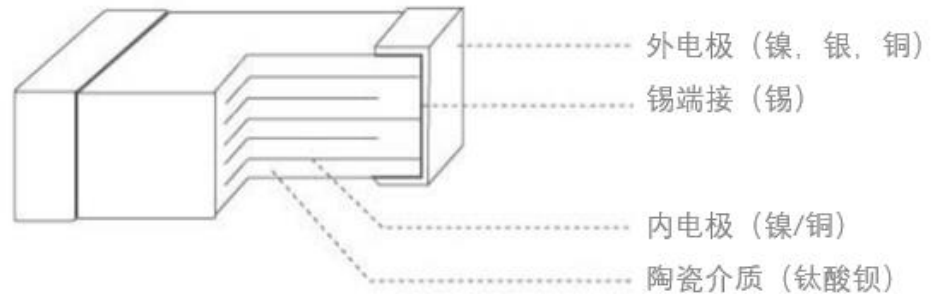
1.4、原材料价格回调，成本压力得到缓解

被动元件市场经过长期的发展，行业较为成熟，无论是产品价格的涨跌，还是原材料成本的波动，都会很大程度上会影响企业的利润水平。

以MLCC为例，MLCC的材料成本大致占总成本的60%左右，其中陶瓷粉末占

比 35-45%; 内外电极分别占据 5-10%, 其他是锡端接和银浆等辅材。可以看出, MLCC 的上游主要原材料, 如: 镍, 银, 铜, 锡等, 均为国际大宗商品。

图 9: MLCC 内部结构



资料来源: 易容, 国海证券研究所

2016 年下半年开始, 国际大宗商品出现了明显涨幅, 压低了被动元件企业的利润水平。但是进入 2017 年, 由于下游的需求看淡, 尤其是房地产市场的低迷, 致使大宗商品的价格进入下行通道。尤其从 4 月份开始, 市场开始明显转向, 大宗商品全面回落。这样的价格走势一定程度上缓和了被动元件厂商的成本压力, 业绩释放可期。

图 10: 伦铜现货价格 (单位: 美元/吨)



资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 11: 伦镍现货价格 (单位: 美元/吨)



资料来源: WIND, 国海证券研究所

1.5、公司新增产能释放, 主业盈利能力有望大幅提升

风华高科是目前国内片式无源元件行业规模最大、元件产品系列生产配套最齐全、国际竞争力最强的电子元件企业, 拥有完整的从材料、工艺到产品大规模研发制造的产品链, 亦是全球八大片式元件制造商之一。在片式电阻领域, 公司在国内是无可置疑的行业龙头, 但与罗姆、KOA、松下、三星、Vishay 等海外企业以及国巨这类台资企业尚有些许差距。MLCC 电容公司在国内有一定的市场优势, 最近两年也是在努力推进通信、消费电子等领域的小型化产品量产与供应。电感在阻容感三大产品中可以说是目前较为短板的领域, 但公司在这领域有很多年的积累和基础, 期冀未来能努力迎头赶上。

2014年，公司为应对4G移动通信、智能家电、物联网、云计算、新能源汽车及可穿戴设备等新技术新应用所带来的被动元件市场需求，推动电子元件向小型化、片式化、高精密度化和高频高压高容方向发展，募资12亿元用于MLCC、片式电阻和片式电感的产能扩充及技术升级改造项目。

表4：公司2014年募投项目建设进度

项目名称	募集资金承诺 投资总额	预计产能	截至2016年末 累计投入金额	项目达到预定可 使用状态日期
小型片式多层陶瓷电容器产能升级及技术改造项目	13800万元	新增小型片式多层陶瓷电容器产能300亿只/年	4610	2017年12月
薄介质高容片式多层陶瓷电容器产能升级及技术改造项目	32651万元	新增薄介质高容片式多层陶瓷电容器产能180亿只/年	16375	2017年12月
片式电阻器产能升级及技术改造项目	48470万元	新增片式电阻器产能1450亿只/年	18486	2017年9月
片式电感器产能升级及技术改造项目	25079万元	新增叠层片式电感器产能90亿只/年、绕线片式电感器产能1.68亿只/年、功率电感器产能2.9亿只/年	15345	2017年9月

资料来源：公司公告，国海证券研究所

产能释放叠加元器件涨价周期，容阻感业务盈利能力大幅提升。截止2016年底，项目建设进度已完成45%左右，预计今年即可陆续投入使用。达产后，预计公司MLCC、片式电阻、片式电感产能将分别增加30%、45%、70%。公司新增产能大量释放叠加元器件涨价周期，预计公司今年容阻感等被动元件类业务将实现营收和毛利率双升，盈利能力有望超预期。

总结：根据前文对今年市场形势的描述与判断，易见，智能终端无线端射频覆盖频域的扩大、产品设计的集成化与非规则化、各种物联网新兴应用产品与技术的落地，使被动元器件应用需求量快速增长。而日韩企业近年来开始收缩中低端产线聚焦高毛利产品，导致需求端出现一定程度紧张。在需求侧的持续增长与供给侧的前端布局调整共同作用下，缺货与涨价将成为今年被动元器件市场的主旋律。对于风华而言，前期募投项目逐步达产带来的产能提升、去年要约收购光颀带来的产品线加乘效应，在这一行业供需背景下，有望展现出较为明确的弹性，我们判断公司核心主业今年将进入盈利强周期。

2、外延成长奠定新领域成长

2.1、过去两年的外延布局渐入收获期

公司近年积极实施内涵式发展和外延式并购的“双轮驱动”发展战略：2015年12月公司以总对价确定为5.9亿元完成对奈电科技100%股权的收购，隔年6月22日公司在洽谈Maxford重大资产重组的停牌期内，还同步完成了对台湾光颀科技40%股权的要约收购。可以看出2015年以后公司外延发展的脚步明显提

速，收购完成后整合至今的协同效应也非常不错，奈电 2015、2016 年的业绩承诺均超额完成，2016 年收购光颀后亦于当年 8 月取得 2253.58 万元的现金分红，投资回报立竿见影。我们判断今年奈电 6000 万以上的业绩承诺仍将大概率超额完成，同时光颀的分红数额应不少于去年，仅这两家子公司为公司今年所带来的业绩贡献就将有望接近 1 亿。

此外，对奈电、光颀的收购不仅有助于公司打开消费电子与汽车电子领域的客户通路，同时也从管理层方面自发地加强了公司的治理：绿水青山等民营资本进入公司董事会后，公司股权的利益绑定促使管理层必须将公司治理与市场效益挂钩，确保股东与投资者利益，聚焦优势主业，关停或快速扭转亏损业务，降低公司管理与生产成本，强化公司的整体竞争力。

整体来看，要约收购光颀科技后，风华高科进一步巩固了在片阻领域的优势地位，并且在亚洲区可望成为台湾龙头企业国巨的主要竞争对手，下游市场也从中国国内跨足至欧美。前文我们已经提及，今年片阻片容市场海外大厂多次取消部分批号产品或提价后国内外终端厂商纷纷转单风华，这一现象亦从另一个侧面佐证了风华现今逐渐提升的市场地位。

2.2、Maxford 收购案仍有推进可能

Maxford Technology Limited 系在香港注册成立的一家从事智能手机、可穿戴设备零部件制造企业，主要从事视窗防护玻璃的研发生产及销售、PVD 表面处理业务、触摸屏业务和电池业务，公司拟收购的是该公司的视窗保护玻璃和真空离子镀膜业务，该部分业务 2015 年度未经审计营业收入为 22.87 亿港元、净利润为 2.41 亿港元。从我们的行业调研了解到，标的公司相关业务 2016 年的表现亦相当不错，在重点客户发生变故的情况下仍实现了营业利润的正向成长。

公司 2016 年 3 月停牌筹划收购 Maxford Technology Limited，并于当年 7 月 13 日公告暂时中止收购，并提出中止原因：“以目标公司 2016 年度实现净利润及 2017 年预计净利润情况，经双方协商后，以 10.73 倍 PE 确定交易对价，以现金分期支付方式收购标的资产，但由于该标的 2016 年业绩目标尚存不确定性，公司暂时终止本次交易。”当时公告中亦同时提出：“公司同意根据目标公司 2016 年度实现净利润及 2017 年预计净利润情况，经双方协商后，以 10.73 倍 PE 确定交易对价，以现金分期支付方式收购标的资产，标的资产的最终交易价格应以经公司聘请的评估机构对标的资产进行评估并经广东省国资委备案或批准的《评估报告》中所载明的标的资产截至评估基准日的评估值为基础，并为交易对方接受。具体交易由双方届时启动本次交易时签订正式协议再行确定。倘若正式协议未能於 2017 年 2 月 28 日前签订，交易对方有权终止本次交易，且无需承担本协议项下之任何责任。”

在今年 2 月 28 日协议约定期满后，虽然收购案依然没有新的消息，但公司曾在投资者交流平台以及媒体的电话采访中表示交易对方没有终止交易，与上市公司领导层的沟通也仍在进行之中。从其他上市公司层面来看，目前交易标的也并没有被其他的公司收购，所以我们判断风华高科后续仍有希望重启与 Maxford 的相关收购，如收购切实落地，公司今年的备考利润将大幅上升。

3、全新的管理，切实的激励

3.1、业务调整与制度革新使公司面貌焕然一新

我们在去年的报告中提及，公司在过去的两年中积极推进业务调整、产品结构升级与产品线团队更替，客观来看，公司的内部治理与外部市场环境都在发生着积极向好的变化。

过去公司的业绩表现与各个细分业务部门之间的关联度较低，未能充分调动企业员工的积极性，这其实本质上也是过去十年我国大型国有企业所面临的共性问题。2015年后，这一问题开始引起公司的重视并逐渐开始进行调整：

一、2015年末通过股份收购珠海奈电后引入民营资本，民营资本由于股份资产与公司股价的直接关联，会倒逼公司加强整体治理，对公司经营提出更高的要求。

二、2016年初迅速完成一期员工持股计划，虽然这次员工持股计划有一个八折的优惠，但这是风华高科第一次通过员工持股计划实现公司管理层和全体股东间利益绑定，是公司管理制度改革的重要进步。

三、2015-2016年期间公司开始重点裁整亏损部门，并同时加强优势部门的盈利考核，关键岗位如做不出业绩就直接换人，更换新团队，内部岗位以业绩考核竞争上岗，亏损部门若无法短期扭亏则直接关停或处理。经过两年的改进，成效非常明显，2017年公司上半年亏损部门的拖累已明显减少，阻容感等优势部门的盈利开始逐步显现。

风华高科除了传统阻容感业务以外，其实还广泛布局了分立器件、软磁元器件、集成电路与半导体封装、电子材料与制造装备等多个领域，但是真正实现盈利的业务主要还是在阻容感这几个方面，其他领域诸如软磁铁氧体、半导体封装等产品线一直处于亏损状况。公司去年在阻容感盈利的情况下，最后母公司盈利数据却很难看的主要原因就是这些部门的亏损与止血处理，去年开始公司已经处理了好几个持续亏损部门，今年留下的包袱已经相对较轻，如能在今年实现全产品线盈利，阻容感这三大主业的盈利能力将能够得到很好的体现。

我们认为公司这两年的业务调整与制度革新所带来的变化正在逐步显现，2017年公司的营业收入与盈利水平有望实现双升。制度调整与管理优化为企业带来的增益是具备持续性的，我们看好公司在新董事长幸建超的带领下对阻容感等各项业务的调整与精进，今年公司的业绩表现将非常值得期待。

3.2、员工持股价格区间奠定安全边际

公司于2016年1月9日发布公告，以回购股票的方式实施员工持股计划，再以回购股票平均价格的8折售与员工委托的资产管理计划。在之后的1月11日至20日之间，公司迅速完成了员工持股股票的回购，回购总数量约644.986万股，

占公司总股本 0.72%，总金额约 5508 万元。回购股票最高价格为 8.81 元/股，最低价格为 7.887 元/股，公司在公告中并没有公布最终买入平均价格，我们推测平均价格约在 8.4 元左右。

2016 年 5 月 31 日，公司完成了《员工持股计划》的股票过户手续。公司回购的股票由“公司回购专用证券账户”过户至“公司第一期员工持股计划证券账户”。完成过户后，锁定期为 12 个月，自标的股票过户至员工持股计划名下起算。因此，该员工持股计划将于 2017 年 5 月 31 日届满。

自 2017 年 3 月底开始的市场调整幅度较大，公司股价从 11 元左右调整至 8.2 元左右，下调间达到 25%，而且这个价格也基本下探至去年员工持股价格的买入平均线以下。客观来看，虽然员工持股价格公司有 8 折的折扣，但以今年公司的业绩成长性来看，若 5 月 31 日后公司股价仍在 8-9 元这一区间，员工持股计划账户直接售出的可能性较低，这一价格区间的安全边际非常明确。

4、盈利预测与评级

在前述市场背景与发展假设预期下，基于审慎性原则，暂不考虑 Maxford 收购，我们预测公司 2017-2019 年有望实现营收约 34.5、42.2、51.1 亿营收，对应 2017-2019 年净利润约 2.88、4.05、4.93 亿，公司当前市值对应 2017-2019 年市盈率估值分别为 27、19、16 倍，在当下的极佳市场环境下这一市值显然有一定程度的被低估。若下半年台湾国巨、日本罗姆等市场龙头继续施行激进的提价策略，村田、TDK 等企业在 MLCC 等中低端品种的停产或减产依然延续，伴随苹果新机发行前后所带来的智能终端拉货效应，公司所经营的被动元器件等相关产品有取得更超预期成长的可能，我们看好公司未来两年的持续性成长能力，维持公司买入评级。

5、风险提示

- 1) 公司阻容感以外领域的其他业务亏损不能在上半年得到有效改善；
- 2) 2017 年市场被动元器件缺货程度与价格上调幅度不及预期；
- 3) 公司在消费电子与汽车电子等领域的市场开拓进度与力度不及预期；
- 4) Maxford 收购的不确定性；
- 5) 未来原材料价格波动对业绩的不确定性影响。

表 1: 风华高科盈利预测

证券代码:	000636.SZ				股价:	8.70	投资评级:	买入	日期:	2017-05-19
财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值					
盈利能力					每股指标					
ROE	3.08%	6.08%	8.00%	9.03%	EPS	0.16	0.32	0.45	0.55	
销售毛利率	20.04%	24.00%	24.50%	24.80%	P/E	56.07	27.02	19.22	15.79	
销售净利率	5.27%	8.79%	10.11%	10.16%	P/B	1.73	1.64	1.54	1.43	
成长能力					P/S					
收入增长率	43.04%	24.39%	22.28%	21.04%						
利润增长率	125.70%	107.54%	40.54%	21.72%						
营运能力					资产负债表(百万元)					
总资产周转率	0.43	0.55	0.61	0.67	货币资金	271.75	1133.72	2035.75	2809.79	
应收账款周转率	2.40	2.64	2.80	3.03	应收和预付款项	1200.92	1357.78	1561.40	1752.65	
存货周转率	4.83	3.97	4.55	4.08	存货	459.29	660.73	699.86	940.49	
偿债能力					其他流动资产					
资产负债率	28.48%	23.33%	25.10%	26.79%	长期股权投资	461.99	461.99	461.99	461.99	
流动比	1.64	2.92	3.18	3.33	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
速动比	0.89	1.93	2.31	2.44	固定资产和在建工程	2082.88	1582.72	1080.56	565.40	
					无形资产和开发支出	454.98	432.46	409.93	387.41	
					其他非流动资产	679.61	36.80	0.00	0.00	
利润表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	资产总计	6392.45	6286.25	6899.58	7637.84	
营业收入	2774.35	3451.00	4220.00	5108.00	短期借款	598	0	0	0	
营业成本	2218.30	2622.76	3186.10	3841.22	应付和预收款项	1040.51	1278.26	1540.50	1851.07	
营业税金及附加	29.08	36.17	44.23	53.54	长期借款	153	153	153	153	
销售费用	71.43	82.82	101.28	122.59	其他负债	28.56	35.20	38.15	42.10	
管理费用	406.26	362.36	438.88	531.23	负债合计	1820.37	1466.46	1731.65	2046.17	
财务费用	12.82	0.39	-37.23	-58.28	股本	895.23	895.23	895.23	895.23	
资产减值损失	57.26	35.00	37.00	50.00	资本公积	2413.20	2413.20	2413.20	2413.20	
投资收益	173.49	0	0	0	留存收益	1198.58	1431.13	1757.97	2155.78	
公允价值变动损益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	4507.02	4739.57	5066.41	5464.22	
其他经营损益	0	0	0	0	少数股东权益	65.06	80.21	101.52	127.45	
营业利润	152.67	311.50	449.74	567.70	股东权益合计	4572.08	4819.79	5167.93	5591.67	
其他非经营损益	34.70	45.50	52.00	43.00	负债和股东权益总计	6392.45	6286.25	6899.58	7637.84	
利润总额	187.37	357.00	501.74	610.70	现金流量表(百万元)					
所得税	41.16	53.55	75.26	91.60	经营性现金净流量	210.26	874.56	907.36	785.16	
净利润	146.21	303.45	426.48	519.09	投资性现金净流量	-1303.69	644.63	44.17	36.53	
少数股东损益	7.30	15.16	21.30	25.93	筹资性现金净流量	193.52	-657.22	-49.50	-47.65	
归属母公司股东净利	138.91	288.29	405.18	493.16	现金流量净额	-897.72	861.97	902.04	774.04	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

凌琳，华东师范大学微电子学士，金融硕士，2016 年加入国海证券。

方竞，半导体行业从业近 4 年，熟悉电子产业链，2017 年加入国海证券，从事电子行业及公司研究。

【分析师承诺】

王凌涛，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。