

2018 全年维持高增速，2019Q1 业绩超预期 买入（维持）

2019 年 04 月 26 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周佳莹

执业证号：S0600518090001
021-60199793

zhoujy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,024	2,628	3,196	3,792
同比（%）	7.2%	29.8%	21.6%	18.7%
归母净利润（百万元）	333	435	577	745
同比（%）	40.7%	30.7%	32.6%	29.1%
每股收益（元/股）	0.74	0.96	1.28	1.65
P/E（倍）	25.50	19.51	14.72	11.40

投资要点

■ 2018 全年维持高增速，2019Q1 业绩超预期

2018 年公司实现营业收入 20.24 亿，同比增长 7.21%，归母净利润 3.33 亿元，同比增长 40.71%，扣非归母净利润 3.07 亿元，同比增长 49.08%。2019Q1 公司实现营业收入 4.64 亿元，同比增长 23.53%，归母净利润 7201 万元，同比增长 31.13%，扣非归母净利润 6517 万元，同比增长 33.64%。由于公司 2018Q1 基数较高（归母净利润 5491 万元，同比增长 52%），同时民品电容器在经历去年的大幅涨价后难以维持高增速，因此市场对公司 2019Q1 业绩预期平稳。而从 2019Q1 业绩增速可以看出，公司自产和代理业务均有超预期表现，我们认为主要原因在于军工电子需求景气及日系电容器产品涨价，自产和代理业务有望带动 2019 全年业绩实现超预期增长。

三大主业持续推进，材料取得突破性进展

自产元器件实现收入 5.40 亿元，同比增长 31.55%，毛利率 70.75% 保持在较高水平；代理业务收入 14.21 亿元，同比下降 3.16%，毛利率 21.77%，同比+8.87pct，收入下滑且毛利率增加主要是受陶瓷电容市场缺货的影响；新材料板块，2018 年立亚特陶盈利情况大幅改善，立亚新材取得突破性进展扭亏为盈，主要因为高性能特种陶瓷材料实现批量化生产，产能优先供给项目任务，整体上看，公司新材料业务 2018 年持续推进并取得显著进展。

■ 减持计划正在推进，获省级国资背景纾困基金持股

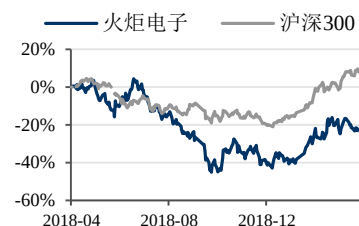
2019Q1 公司实施了大宗交易共 600 万股，最新十大股东中新进福建福州创新创投股权投资合伙企业（有限合伙），持有 600 万股，该机构成立于 2019 年 1 月，是福建投资集团首支纾困基金，规模 10 亿元，优先投向省内优质上市公司。我们认为公司获省级国资背景纾困基金持股，有益于未来股价稳定。根据证监会规定以及公司减持情况，公司 5 月 13 日前最多还可交易 305 万股，整体上看公司减持按计划推进，预计还将持续一段时间。

■ 盈利预测与投资评级

我们认为公司的三项主业 2018 年进展顺利，2019-2021 年，自产元器件将继续受益于国防信息化+国产化替代带来的军工电子行业高度景气，代理业务预计保持稳定，材料业务随着立亚化学产能建设，有望迎来业绩大幅提升。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.35 亿元、5.77 亿元、7.45 亿元，对应 PE 为 20 倍、15 倍、11 倍。可比公司宏达电子、振华科技、中航光电、航天电器 2019 年 wind 一致预期 PE 平均数为 27 倍，显著高于火炬电子，我们认为公司是目前军工电子领域被低估的高增长低 PE 标的，看好公司三项业务发展前景，维持“买入”评级。

■ 风险提示：立亚化学产线建设进度不及预期；民品电容器竞争日趋激烈。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.77
一年最低/最高价	14.16/28.11
市净率(倍)	2.98
流通 A 股市值(百万元)	8496.54

基础数据

每股净资产(元)	6.30
资产负债率(%)	23.34
总股本(百万股)	452.67
流通 A 股(百万股)	452.67

相关研究

- 1、《火炬电子 (603678)：回购股票用于员工激励，兼顾股东利益与员工积极性》2019-02-11
- 2、《火炬电子 (603678)：利润持续高增长，材料业务取得突破性进展》2018-10-31
- 3、《火炬电子 (603678)：股票回购提振投资者信心，健全激励机制》2018-09-25

事件：火炬电子发布 2018 年报与 2019 年第一季度报告。其中 2018 年公司实现营业收入 20.24 亿，同比增长 7.21%，归母净利润 3.33 亿元，同比增长 40.71%，扣非归母净利润 3.07 亿元，同比增长 49.08%。2019 年第一季度公司实现营业收入 4.64 亿元，同比增长 23.53%，归母净利润 7201 万元，同比增长 31.13%，扣非归母净利润 6517 万元，同比增长 33.64%。

1. 2018 全年维持高增速，2019Q1 业绩超预期

2018 年公司实现营业收入 20.24 亿，同比增长 7.21%，归母净利润 3.33 亿元，同比增长 40.71%，扣非归母净利润 3.07 亿元，同比增长 49.08%。

营业收入中，自产元器件实现收入 5.40 亿元，同比增长 31.55%，毛利率 70.75%，同比-0.38pct，自产新材料实现收入 2568 万元，同比增长 296%，毛利率 60.67%，同比+31.45pct，代理业务收入 14.21 亿元，同比下降 3.16%，毛利率 21.77%，同比+8.87pct。公司综合毛利率 35.07%，同比+9.37pct。三费方面，公司 2018 年销售、管理（含研发）、财务费用率分别为 5.32%、7.55%、1.43%，同比+1.44pct，+0.51pct，+0.78pct。整体上看，公司 2018 年业绩增长由三块业务共同带动：自产元器件收入与利润共同增长；代理业务毛利率大幅提升；新材料业务收入利润同比大幅增长。

2019Q1 公司实现营业收入 4.64 亿元，同比增长 23.53%，归母净利润 7201 万元，同比增长 31.13%，扣非归母净利润 6517 万元，同比增长 33.64%。由于公司 2018Q1 基数较高（归母净利润 5491 万元，同比增长 52%），同时民品电容器在经历去年的大幅涨价后难以维持高增速，因此市场对公司 2019Q1 业绩预期平稳。而从 2019Q1 业绩增速可以看出，公司自产和代理业务均有超预期表现，我们认为主要原因在于军工电子需求景气及日系电容器产品涨价，自产和代理业务有望带动 2019 全年业绩实现超预期增长。

2. 三大主业持续推进，材料取得突破性进展

公司自产元器件实现收入 5.40 亿元，同比增长 31.55%，毛利率 70.75%保持在较高水平，其中收购的天极电子 2018 年 5 月并表后，实现营业收入 3,460 万元，净利润 1,282 万元，钽电容器实现销售收入 3,378 万元，同比增长 53.64%，毛利率为 43.96%，增加了 7.91 个百分点，稳步发展。

代理业务收入 14.21 亿元，同比下降 3.16%，毛利率 21.77%，同比+8.87pct，收入下滑且毛利率增加主要是受陶瓷电容市场缺货的影响。2018 年公司新增 NDK、JAE、

CITIZEN 等品牌代理,不断的开发车载市场、物联网及工业类市场客户,切入汽车电子、5G 光通信等领域;从子公司情况看,贸易板块全资子公司厦门雷度、苏州雷度分别实现净利润 1806 万元、10432 万元,火炬国际实现净利润 3045 万港元,按当前汇率 1 港元=0.8594 人民币估算,火炬国际实现净利润 2617 万元,三家子公司合计实现净利润 1.49 亿元。

新材料板块,2018 年三家子公司立亚特陶、立亚新材、立亚化学分别实现净利润-625 万元、621 万元、-623 万元,2017 年净利润分别为-1770 万元、-122 万元、-52 万元,可以看出立亚特陶盈利情况大幅改善,立亚新材取得突破性进展扭亏为盈,主要因为高性能特种陶瓷材料实现批量化生产,产能优先供给项目任务,立亚新材 2018 年实现营业收入 5,955.85 万元(其中项目收入 3,431 万元),净利润 620.82 万元;立亚新材亏损扩大是因为 2018 年持续投入产线建设。整体上看,公司新材料业务 2018 年持续推进并取得显著进展。

3. 减持计划正在推进,获省级国资背景纾困基金持股

2018 年 12 月公司公告控股股东、实际控制人蔡明通先生以及一致行动人蔡纯纯女士计划通过集中竞价或大宗交易等方式减持公司股份数量合计不超过 1,930 万股,减持期间为 2019 年 1 月 10 日至 2019 年 7 月 8 日。截止报告披露日,蔡明通先生及蔡纯纯女士合计减持公司股份 771 万股,占公司总股本的比例为 1.70%。2019Q1 公司实施了大宗交易共 600 万股,最新十大股东中新进福建福州创新创福股权投资合伙企业(有限合伙),持有 600 万股,该机构成立于 2019 年 1 月,是福建投资集团首支纾困基金,规模 10 亿元,优先投向省内优质上市公司。我们认为公司获省级国资背景纾困基金持股,有益于未来股价稳定。

根据证监会规定,大宗减持连续 90 日内不能超过公司总股本的 2%,对应火炬电子为 905 万股,公司 2019 年 2 月 13 日和 15 日分别成交 300 万股,共 600 万股,按照规定在 5 月 13 日前,最多还可交易 305 万股。整体上看公司减持按计划推进,预计还将持续一段时间。

4. 盈利预测和投资建议

我们认为公司的三项主业 2018 年进展顺利,2019-2021 年,自产元器件将继续受益于国防信息化+国产化替代带来的军工电子行业高度景气,代理业务预计保持稳定,材料业务随着立亚化学产能建设,有望迎来业绩大幅提升。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.35 亿元、5.77 亿元、7.45 亿元,对应 PE 为 20 倍、15 倍、11 倍。可比公

司宏达电子、振华科技、中航光电、航天电器 2019 年 wind 一致预期 PE 平均数为 27 倍,显著高于火炬电子,我们认为公司是目前军工电子领域被低估的高增长低 PE 标的,看好公司三项业务发展前景,维持“买入”评级。

5. 风险提示

立亚化学产线建设进度不及预期;民品电容器竞争日趋激烈。

火炬电子三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,454	2,281	2,750	3,154	营业收入	2,024	2,628	3,196	3,792
现金	218	39	57	205	减:营业成本	1,314	1,733	2,015	2,313
应收账款	842	704	914	1,006	营业税金及附加	14	14	18	22
存货	565	637	761	843	营业费用	108	143	207	250
其他流动资产	829	902	1,018	1,100	管理费用	117	168	202	242
非流动资产	1,302	1,448	1,580	1,720	财务费用	29	30	35	35
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	24	31	38	45
固定资产	630	765	880	998	加:投资净收益	23	14	16	19
在建工程	269	261	260	264	其他收益	9	2	3	3
无形资产	153	174	196	218	营业利润	418	525	698	906
其他非流动资产	250	247	244	240	加:营业外净收支	-1	3	2	1
资产总计	3,756	3,729	4,330	4,874	利润总额	417	528	700	907
流动负债	832	836	1,058	1,082	减:所得税费用	81	97	130	171
短期借款	401	401	401	401	少数股东损益	3	-5	-8	-10
应付账款	348	594	501	756	归属母公司净利润	333	435	577	745
其他流动负债	83	-159	156	-75	EBIT	440	551	725	929
非流动负债	95	86	75	62	EBITDA	514	619	809	1,030
长期借款	82	73	62	49					
其他非流动负债	13	13	13	13					
负债合计	926	922	1,133	1,144					
少数股东权益	51	46	38	28					
归属母公司股东权益	2,778	2,761	3,159	3,702					
负债和股东权益	3,756	3,729	4,330	4,874					
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	133	516	440	615	每股收益(元)	0.74	0.96	1.28	1.65
投资活动现金流	-177	-198	-197	-219	每股净资产(元)	6.14	6.10	6.98	8.18
筹资活动现金流	-25	-497	-224	-248	发行在外股份(百万股)	453	453	453	453
现金净增加额	-68	-179	18	148	ROIC(%)	10.8%	13.8%	16.2%	18.0%
折旧和摊销	73	68	84	101	ROE(%)	11.9%	15.3%	17.8%	19.7%
资本开支	341	146	132	141	毛利率(%)	35.1%	34.1%	36.9%	39.0%
营运资本变动	-308	3	-230	-234	销售净利率(%)	16.5%	16.6%	18.1%	19.7%
					资产负债率(%)	24.7%	24.7%	26.2%	23.5%
					收入增长率(%)	7.2%	29.8%	21.6%	18.7%
					净利润增长率(%)	40.7%	30.7%	32.6%	29.1%
					P/E	25.50	19.51	14.72	11.40
					P/B	3.06	3.08	2.69	2.30
					EV/EBITDA	17.21	14.55	11.08	8.54

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

