

火炬电子（603678）财务分析点评

财务状况健康，持续看好公司发展前景 买入（维持）

2019 年 07 月 28 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

盈利预测与估值	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）	33.26	25.45	19.20	14.87

■ **前言：**军工产业链有其特殊的运行模式，从而影响着行业内上市公司的财务指标，我们结合军工行业的运行模式和市场关注的问题，对火炬电子的现金流、存货等财务指标以及募集资金运用情况进行分析，并与同行公司对比。

■ 经营性现金流较少，系军工行业上游特征

火炬电子的经营性净现金流小于净利润，主要原因在于军工产业链业务模式，作为偏上游的电子元件企业，公司处于产品链最上游，资金链最下游，因此交货早，收款晚，导致了现金流一直小于净利润。同样从事军工被动元件业务的中航光电、航天电器、鸿远电子、宏达电子，近 5 年经营性净现金流与归母净利润比例为 49%、86%、44%、18%，火炬电子为 49.4%，处于行业中等水平。

■ 代理业务存货测算，跌价空间小

火炬电子 2018 年报存货增加较多，市场担心增量中的相当部分是贸易业务存货，2019 年民用 MLCC 预计会降价，从而导致存货减值。我们根据公司报表数据估算出公司贸易业务存货约 3 亿，在最悲观的假设下，存货减值影响利润 2190 万元。2019 年我们预测公司整体归母净利润为 4.35 亿元，2190 万的跌价减值影响并不大。

■ 资产负债表结构处于行业平均水平

从资产负债表结构来看，军工被动元件公司流动资产中占比较大的科目主要有货币资金、应收、存货，火炬电子的货币资金、存货占比与同行公司基本相当，应收占比相对较小；非流动资产中火炬电子的固定资产和在建工程占比较大，主要是因为公司投资了新材料项目；公司整体资产负债率 23.34%，与同行公司相比处于平均水平。

■ 新材料项目募集资金严格按照规划运用

2016 年公司实施了增发，募集资金投资特种陶瓷材料，项目总投资 8.27 亿元，其中固定资产 6.77 亿元，铺底流动资金 1.5 亿元，项目建设期 3 年。截至 2018 年末，新材料项目累计转固金额为 2.12 亿元，还有 1.35 亿元在建资产，工程进度 65%，除此之外公司还有一些直接购置的固定资产，从数据上看该项目固定资产投资进度与披露的进度数据一致。

■ 其他风险排除：商誉、关联交易、债务

商誉方面，公司 2019Q1 账上商誉 2014 万元，是 2018 年收购天极电子形成，整体商誉金额小，并且以天极电子业务发展情况和盈利能力来看，不存在商誉减值风险。关联交易方面，公司购销商品、提供和接受劳务不存在关联交易，只有一些租赁、为子公司担保性质的关联交易。债务方面，公司资产负债率 23.34%，流动比率等偿债能力指标均大于 1。

■ 盈利预测与投资评级

我们认为公司整体财务状况健康，财务指标反映了军工电子行业特征，各项指标在同行中处于中等水平，预计在公司稳健经营下，未来业绩将持续增长。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 25 倍，19 倍，15 倍，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)	24.48
一年最低/最高价	14.09/27.96
市净率(倍)	3.89
流通 A 股市值(百万元)	11081

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）：减持如期完成，压制股价因素解除》2019-07-07
- 2、《火炬电子（603678）：2018 全年维持高增速，2019Q1 业绩超预期》2019-04-26
- 3、《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

前言

军工产业链有其特殊的运行模式，从而影响着行业内上市公司的财务指标，我们结合军工行业的运行模式和市场关注的问题，对火炬电子的现金流、存货等财务指标以及募集资金运用情况进行分析，并与同行公司对比，**我们的结论是：公司整体财务状况健康，财务指标反映了军工电子行业特征，各项指标在同行中处于中等水平，预计在公司稳健经营下，未来业绩将持续增长，我们持续看好公司的发展前景。**

1. 经营性现金流较少，系军工行业上游特征

火炬电子的经营性净现金流小于净利润，主要原因在于军工产业链业务模式，作为偏上游的电子元件企业，公司处于产品链最上游，资金链最下游，因此交货早，收款晚，导致了现金流一直小于净利润。

图 1：军工产业链示意图



数据来源：东吴证券研究所

同样从事军工被动元件业务的鸿远电子、中航光电等公司，历年经营性净现金流也都小于净利润，近 5 年经营性净现金流与归母净利润比例，火炬电子为 49.4%，处于行业中等水平。为了看出火炬电子自产业务数据，我们统计了母公司数据（自产业务主要集中在母公司，代理业务和材料业务在子公司），近 5 年平均值为 45.8%，同样处于行业中等水平。

表 1：经营净现金流占归母净利润比例

		2018	2017	2016	2015	2014	平均值
603678.SH	火炬电子	39.9%	36.4%	81.0%	52.4%	37.4%	49.4%
	火炬电子母	58.4%	54.2%	73.3%	19.4%	23.5%	45.8%

公司							
603267.SH	鸿远电子	24.1%	74.1%	26.4%	66.5%	26.3%	43.5%
300726.SZ	宏达电子	-17.1%	35.9%	26.8%	6.0%	37.4%	17.8%
002179.SZ	中航光电	2.4%	58.2%	31.5%	109.7%	45.2%	49.4%
002025.SZ	航天电器	33.9%	59.6%	92.4%	176.5%	66.5%	85.8%

数据来源：wind，东吴证券研究所

从现金流量表补充资料可以进一步看出经营净现金流为什么小于净利润，原因在于存货减少和应收减少两项，由于是负数，其实是存货和应收增加。应收账款多是军工产业链上游厂商的共同特征，由于军工产品多是以销定产，存货增加则体现出订单饱满。

表 2：2018 年现金流量表补充资料（亿元）

	火炬电子	鸿远电子	宏达电子	中航光电	航天电器
净利润	3.36	2.18	2.19	10.10	4.04
加：资产减值准备	0.24	0.31	0.28	0.75	0.14
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	0.58	0.16	0.28	1.46	0.75
无形资产摊销	0.08	0.01	0.00	0.27	0.12
长期待摊费用摊销	0.06	0.01	0.02	0.06	0.06
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.04		0.00		0.00
固定资产报废损失	0.00	0.00		0.01	0.00
财务费用	0.26	0.13	0.00	0.12	0.00
投资损失	-0.23		-0.03	-0.31	
递延所得税资产减少	-0.08	-0.06	-0.08	-0.16	0.00
递延所得税负债增加	0.05			0.00	0.00
存货的减少	-2.16	-0.70	-0.84	-6.66	-0.42
经营性应收减少	-0.85	-2.01	-2.49	-13.66	-3.87
经营性应付增加	-0.06	0.20	0.26	8.04	0.38
其他	0.11	0.29		0.21	
间接法-经营活动产生的现金流量净额	1.33	0.53	-0.38	0.23	1.22

数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 代理业务存货测算，跌价空间小

火炬电子 2018 年报存货增加较多，市场担心增量中的相当部分是贸易业务存货，2019 年民用 MLCC 预计会降价，从而导致存货减值，因此我们对贸易业务存货的减值空间做一个大致测算。

公司合并报表的存货没有分拆是贸易业务还是自产业务，有两个方法可以大致看出贸易业务存货的情况，第一是用合并报表存货减去母公司存货，因为母公司是自产业务主体，减去母公司的存货大致就是贸易业务存货，真实贸易存货应比这个差值稍小一些，因为这个差值中还包含了材料业务子公司、天极电子的存货；第二是看存货明细中的库存商品，因为贸易的存货大多都放在库存商品这一项，具体数据情况如下：

表 3：火炬电子存货情况（亿元）

	2019/3/31	2018/12/31	2017/12/31
合并报表存货	6.02	5.65	3.47
母公司存货	2.92	2.68	1.83
存货差（可大致看做是贸易存货）	3.1	2.97	1.64

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 4：火炬电子 2018 存货明细（亿元）

项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	1.17		1.17	0.69		0.69
在产品	0.48	0.06	0.42	0.33	0.05	0.28
库存商品	3.58	0.28	3.30	2.30	0.15	2.15
周转材料	0.05		0.05	0.04		0.04
发出商品	0.75	0.05	0.70	0.32	0.008	0.31
合计	6.03	0.39	5.65	3.67	0.20	3.47

数据来源：wind，东吴证券研究所

从上面两张表估计公司贸易业务存货约 3 亿，2018 年库存商品计提跌价的比例是 7.7%，计提金额为 2759 万元。今年以来，日系 MLCC 价格没有出现大幅下降，并且火炬电子贸易业务中除了 MLCC 以外，还有大量其他的电子元器件，因此贸易业务受 MLCC 价格波动影响有限。我们悲观假设 2019 年由于市场降价，公司库存商品跌价计提比例提升到 15%，比之前的 7.7%多出来的这 7.3%，影响利润 2190 万元。2019 年我们预测公司整体归母净利润为 4.35 亿元，2190 万的跌价减值影响并不大。这是我们悲观假设下的测算结果，按照当前公司贸易业务发展情况，我们预计公司存货跌价计提比例将保持稳定。

3. 资产负债表结构处于行业平均水平

从资产负债表结构来看，军工被动元件公司流动资产中占比较大的科目主要有货币资金、应收、存货，火炬电子的货币资金、存货占比与同行公司基本相当，应收占比相对较小；非流动资产中火炬电子的固定资产和在建工程占比较大，主要是因为公司投资了新材料项目；公司整体资产负债率 23.34%，与同行公司相比处于平均水平。

表 5：2019Q1 资产负债表项目占总资产比例（%）

	火炬电子	鸿远电子	宏达电子	中航光电	航天电器
流动资产：					
货币资金	15.02	7.91	15.16	18.79	10.65
交易性金融资产			1.99		
应收票据及应收账款	30.06	61.92	48.97	47.10	60.79
预付款项	0.36	0.96	0.98	0.55	1.68
其他应收款(合计)	1.11	0.47	0.60	0.30	0.36
存货	15.91	13.92	15.00	14.46	10.27
其他流动资产	1.00	0.28	2.34	0.11	0.24
流动资产合计	63.45	85.47	85.05	81.31	83.99
非流动资产：					
固定资产(合计)	16.54	8.86	8.41	9.89	11.36
在建工程(合计)	8.15	3.04	2.77	4.13	0.24
无形资产	3.98	1.68	0.55	1.40	2.22
商誉	0.53			0.51	0.88
长期待摊费用	0.65	0.00	0.07	0.13	0.93
递延所得税资产	1.06	0.71	0.74	0.54	0.33
其他非流动资产	5.65	0.24	2.41	2.09	0.06
非流动资产合计	36.55	14.53	14.95	18.69	16.01
资产总计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
流动负债：					
短期借款	8.87	13.55		8.35	
应付票据及应付账款	8.44	3.74	3.13	28.74	26.21
预收款项	0.04	0.19	0.22		0.46
合同负债				0.59	
应付职工薪酬	0.06	1.33	1.01	0.65	0.96
应交税费	1.08	0.82	1.13	0.35	0.23
其他应付款(合计)	0.03	0.09	0.06	1.06	1.43
一年内到期的非流动负债	0.73			1.32	
流动负债合计	19.24	19.72	5.56	41.07	29.30

非流动负债：

长期借款	3.74			0.02	
应付债券				7.65	
长期应付款(合计)				-0.34	
长期应付职工薪酬				0.01	
递延所得税负债	0.26			0.11	0.00
递延收益-非流动负债	0.11	0.03	1.20	1.19	0.85
其他非流动负债					1.55
非流动负债合计	4.10	0.03	1.20	8.65	2.41
负债合计	23.34	19.75	6.76	49.73	31.70

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 新材料项目募集资金严格按照规划运用

2016 年公司实施了增发，募集资金投资特种陶瓷材料，项目总投资 8.27 亿元，其中固定资产 6.77 亿元，铺底流动资金 1.5 亿元，项目建设期 3 年。从 2016 年 8 月底完成增发算起，建设期应该到 2019 年 8 月底。

表 6：新材料项目投资计划情况

序号	工程或费用名称	估算造价（万元）
一、工程费用		60341
（一）	单体建筑工程	12415
	其中：厂房	12356
（二）	公用配套设备	711
（三）	室外总体工程	170
（四）	工艺设备及安装工程	47045
	其中：设备购置费	44000
二、征地费		1850
三、工程建设其他费用		459
四、预备费		5000
五、固定资产投资合计		67650
六、铺底流动资金		15000
七、项目总投资		82650

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2018 年末，新材料项目累计转固金额为 2.12 亿元，另外还有 1.35 亿元在建资产，工程进度 65%。除此之外公司还有一些直接购置的固定资产，从财务报表附注中能够看出，2016-2018 年公司直接购置的新增固定资产为 0.26 亿元、0.63 亿元、0.56 亿元，包括新材料项目的购置资产和其他购置资产，粗略假设其中 70%是为新材料项目购置，估算新材料项目截至 2018 年底固定资产总投资约为 4.5 亿元，占项目规划的固定资产 6.77 亿元的 66%，与披露的项目进度基本一致。

表 7：公司在建工程情况（亿元）

	2018		2017		2016	
	期末在建工程账面余额	当期转固	期末在建工程账面余额	当期转固	期末在建工程账面余额	当期转固
其他生产设备	0.16		0.12		0.15	
装修状态的一手商品房			0.07		0.05	
CASAS-300 特种陶瓷材料产业化项目	1.35	0.37	0.93	1.75	1.00	0.002
多层瓷介电容器产业基地及研发中心建设项目	0.10	0.01	0.15	1.83	1.38	0.14
立亚特陶二期厂房建设	0.01		0.0007			
特种陶瓷材料先驱体产业化项目	1.07		0.008			
金蝶 EAS 系统软件 V8.2	0.002					
南沙东涌厂房	0.01					
立亚特陶厂房建设				0.22	0.05	0.32
立亚新材厂房建设						

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 其他风险排除：商誉、关联交易、债务

商誉方面，公司 2019Q1 账上商誉 2014 万元，是 2018 年收购天极电子形成，2018 年 4 月公司以现金 4,410 万元收购广州天极电子科技有限公司 60%的股权，天极电子 2018 年 5 月并表至年末，实现营业收入 3,460 万元，净利润 1,282 万元。公司账上商誉金额小，并且以天极电子业务发展情况和盈利能力来看，不存在商誉减值风险。

关联交易方面，公司购销商品、提供和接受劳务不存在关联交易，只有一些租赁、为子公司担保性质的关联交易。

债务方面：

- 整体负债率不高：2019Q1 资产负债率 23.34%，处于行业中等水平；

- 没有存贷双高现象：2018 年报短期借款 4.01 亿，长期借款 0.82 亿，货币资金 2.18 亿元，不存在存贷双高现象
- 偿债能力足够：偿债能力各项指标均大于 1。

表 8：火炬电子 2019 一季报偿债能力指标

偿债能力	2019/3/31
流动比率	3.30
速动比率	2.47
保守速动比率	2.40
现金比率	1.21
现金到期债务比	22.98

数据来源：wind，东吴证券研究所

6. 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	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	51	46	38	28	每股收益(元)	0.74	0.96	1.28	1.65
					每股净资产(元)	6.14	6.10	6.98	8.18
归属母公司股东权益	2,778	2,761	3,159	3,702	发行在外股份(百万股)	453	453	453	453
负债和股东权益	3,756	3,729	4,330	4,874	ROIC(%)	10.8%	13.8%	16.2%	18.0%
					ROE(%)	11.9%	15.3%	17.8%	19.7%
					毛利率(%)	35.1%	34.1%	36.9%	39.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	16.5%	16.6%	18.1%	19.7%
经营活动现金流	133	516	440	615	资产负债率(%)	24.7%	24.7%	26.2%	23.5%
投资活动现金流	-177	-198	-197	-219	收入增长率(%)	7.2%	29.8%	21.6%	18.7%
筹资活动现金流	-25	-497	-224	-248	净利润增长率(%)	40.7%	30.7%	32.6%	29.1%
现金净增加额	-68	-179	18	148	P/E	33.26	25.45	19.20	14.87
折旧和摊销	73	68	84	101	P/B	3.99	4.01	3.51	2.99
资本开支	341	146	132	141	EV/EBITDA	22.24	18.73	14.28	11.05
营运资本变动	-308	3	-230	-234					

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>

