

中航证券金融研究所
分析师: 张超
证券执业证书号: S0640519070001
研究助理: 宋博
证券执业证书号: S0640118080024
电话: 010-59562534
邮箱: songbo@avicsec.com

宏达电子 (300726) 2019 年半年报点评: 钽电容业务稳健增长, 平台型军工电子集团起航

行业分类: 国防军工

2019 年 8 月 30 日

公司投资评级	持有
当前股价 (8.30)	26.36
基础数据	
沪深 300	3799.59
总股本 (亿)	4.00
流通 A 股 (亿)	1.08
流通 A 股市值 (亿)	28.40
每股净资产 (元)	4.10
PE	44.77
PB	6.99



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

事件: 8 月 30 日, 公司公布 2019 年半年报, 公司 2019H1 营收 4.03 亿 (+30.19%), 归母净利润 1.81 元 (+39.66%), 毛利率 68.35% (+0.02pcts), 净利润率 45.96% (+4.01pcts)。

投资要点:

● 深耕钽电容器领域, 非固体钽电容快速增长

公司 2019H1 营收 4.03 亿 (+30.19%), 归母净利润 1.81 元 (+39.66%); 公司持续专注钽电容领域, 整体分为三大业务: 固体电解质电容器, 非固体电解质电容器和其他业务 (以单片电容、电源类产品为主), 2019H1 固体电解质电容器营收 1.19 亿 (-4.74%), 毛利率 56.24% (-5.49pcts); 非固体电解质电容器营收 1.85 亿 (+37.34%), 毛利率 79.66% (+0.57pcts); 其他业务 (以单片电容、电源类产品为主) 营收 0.99 亿 (+97.60%), 毛利率 61.68% (+5.97pcts)。

① 钽电容器自主可控, 稳固公司军工市场地位

钽电容器是公司传统主营业务, 在公司营收中占据绝对优势, 2016-2018 年钽电容器营收分别为 3.95 亿, 4.53 亿和 5.17 亿, 占总营收比例高达 87.98%, 86.45% 和 81.29%, 2019H1 营收 3.04 亿, 占总营收比例 75.43%, 公司自主研发的钽电容器因其高可靠性广泛应用在电子信息、武器、航空、航天、舰艇等多个军事领域, 受益于我军武器装备信息化水平的不断推进以及电力、安防、电器等产业的快速发展, 业务快速增长。公司拥有非固体电解质钽电容器生产线、片式固体电解质钽电容器生产线、固体电解质钽电容器生产线、多层片式瓷介固定电容器生产线、片式膜固定电阻器生产线、片式电感器生产线 6 条贯彻国军标认证生产线, 稳固军工钽电容器市场地位。

② 积极布局陶瓷电容器业务, 民品业务不断扩大

公司子公司进入民用陶瓷电容器领域, 子公司宏达陶电成立于 2014 年 2 月, 专注 MLCC (片式多层陶瓷电容器) 研发, 2019H1 营收 0.26 亿 (+66.15%); 全球格局来看, 陶瓷电容器国际市场呈现日本一家独大的格局, 村田, 三星电机、TDK、太阳诱电、国巨电子等海外公司凭借技术优势和规模优势领先其他厂商, 尤其在大容量 MLCC 领域领先优势明显, 国内厂商多生产中低端 MLCC。公司在陶瓷电容器领域重点完成高电压、大容量片式多层陶瓷电容器开发, 推进宇高级生产线建设, 提升公司陶瓷电容器的性能与可靠性, 未来继续提高公司在该领域的竞争力。

单片电容在光通信领域有较为广泛的应用, 子公司宏达恒芯成立于 2015 年 12 月, 专注于单层陶瓷电容、薄膜集成电路的研发, 2019H1 营收 848.01 万 (+49.93%)。随着 5G 建设周期到来, 光通信模块需求大幅提升带动单片电容需求明显爆发, 公司持续加大单片电容领域投入, 未来将不断提高在该领域的市场竞争力。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 深圳市深南大道 3024 号航空大厦 29 楼
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 0755-83692635
传真: 0755-83688539

③ 电源类产品高速增长，再次助力公司业绩

公司控股子公司宏达微电子业务以电源模块为主，2019H1 营收 0.28 亿 (+122.10%)，参股公司展芯半导体专注电源管理芯片。电源行业在欧美国家发展较为成熟，国内技术较欧美起步晚，由于模块电源应用于航空、航天、军工等高可靠领域，国产化趋势较为明显。公司将集中研发替代进口产品的高可靠航空电源系列产品，宏达电子凭借与军工集团稳定的合作关系，为电源类产品带来较大市场空间。

● **综合毛利率 68.35%，未来民品扩张可能导致毛利下滑，应收账款及存货占比较高**

2019H1 公司综合毛利率为 68.35%，整体维持高水平(2013-2018 年综合毛利率区间为 66.05%-76.39%)。我们认为，公司综合毛利率长期维持较高水平主要原因是：公司主营产品以军品为主，军品业务超过 8 成，军工钽电容器相比于民品具有高毛利率特点，导致公司整体毛利率整体偏高。目前公司正在扩大民品业务，未来随着民品业务占比逐步提升，公司整体毛利率可能下滑，但整体营收规模有望扩大。

2019H1 公司扣非后归母净利润 1.37 亿 (+8.31%)，增速明显小于公司归母净利润增速 (+39.66%)，源于公司持有交易性金融资产到期产生投资收益 4174.54 万所致；随着公司营收规模扩大，2019H1 应收账款为 6.26 亿 (+55.73%)，占总资产比例 34.59% (+10.65pcts)，应收账款占总资产比例大幅提高主要是公司军工客户推迟付款速度，一定程度上影响了公司资金回笼。2019H1 公司存货 2.93 亿 (+12.60%)，占总资产比例 16.21% (+0.70pcts)，存货占比较高主要是军品交付存在一定验收周期，影响了公司存货余额。

● **子公司协同效应显著，平台型军工电子集团前景可期**

公司是国内钽电容器领域领先企业，自 2014 年起设立多个控股和参股公司。从钽电容器领域横向拓展快速进入电源、MLCC、单片电容等多个细分领域。子公司依托集团与军工企业良好的合作关系，2019H1 平台下属子公司业绩快速提升，不断提高军工细分领域市场份额。随着人工智能、虚拟现实、5G 通信等多个行业爆发，多种电子元器件需求旺盛，公司民品业务将稳步增长，平台型军工电子集团前景可期。

投资建议

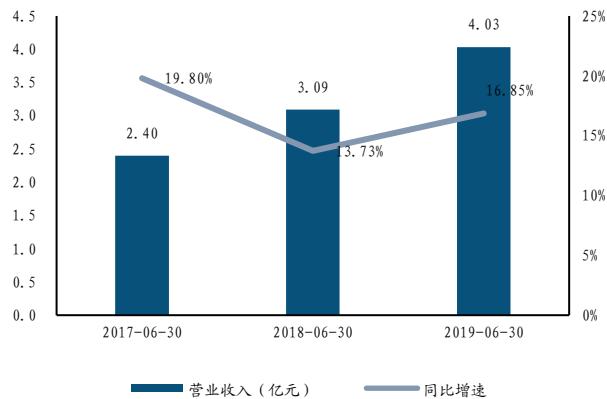
我们认为，在军工信息化持续推进的背景下，公司传统钽电容业务将保持快速增长，同时 5G 建设周期将带动公司民品业务爆发增长，我们预计 2019-2021 年营业收入分别为 7.64 亿元，9.20 亿元和 11.15 亿元，归母净利润分别为 2.40 亿元，2.67 亿元和 3.10 亿元，EPS 分别为 0.60 元，0.67 元和 0.78 元，当前股价分别对应 44 倍，39 倍和 34 倍 PE。

● **风险提示：应收账款及应收票据余额较大的风险，高毛利率不可持续风险。**

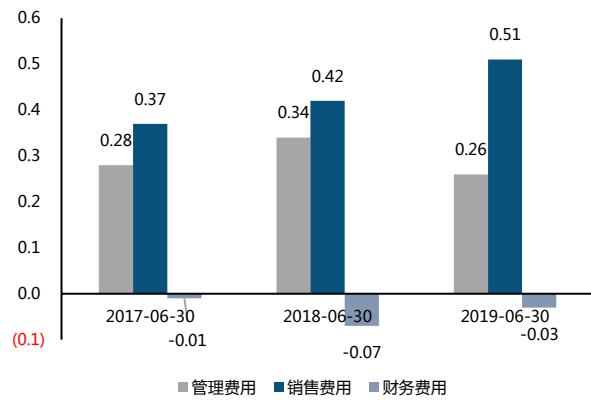
● **盈利预测**

单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	636.31	764.34	919.58	1115.45
增长率(%)	21.35	20.12	20.31	21.30
归属母公司股东净利润	222.99	239.70	267.42	310.24
增长率(%)	11.59	7.49	11.56	16.01
每股收益(EPS)	0.56	0.60	0.67	0.78

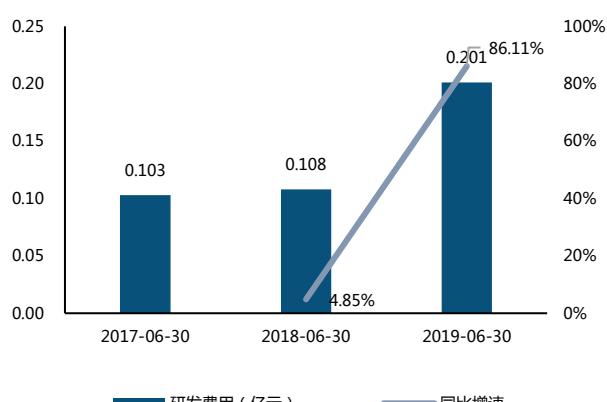
数据来源：wind，中航证券金融研究所

公司主要财务数据
图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


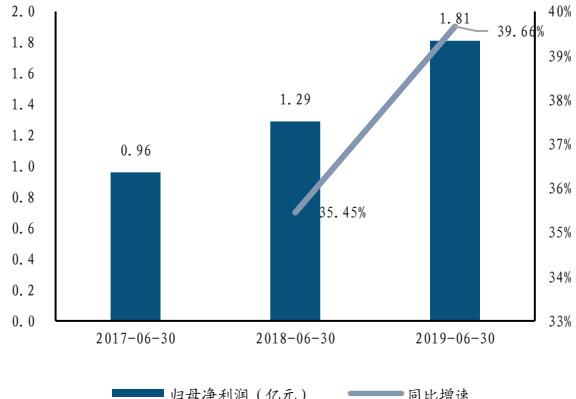
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司营业成本: 三费 (单位: 亿元)


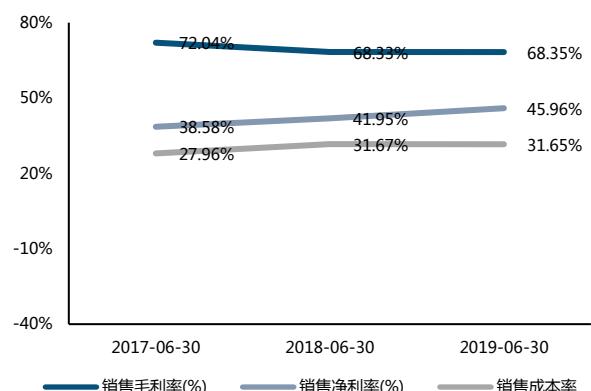
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 公司研发投入情况 (单位: 亿元; %)


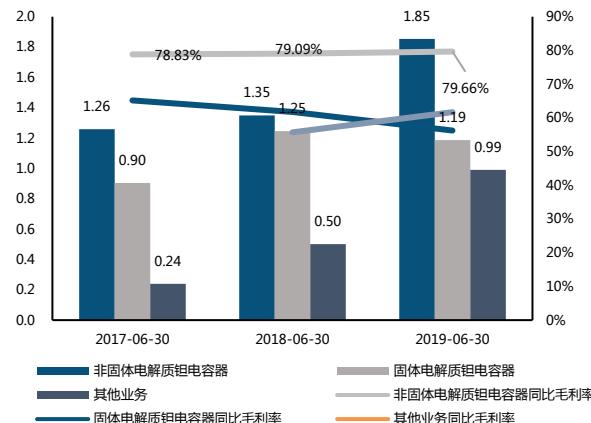
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司毛利率、净利润率及成本率 (单位: %)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 主要业务收入及毛利率 (单位: 亿元; %)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	636.31	764.34	919.58	1115.45	净利润	218.98	239.70	267.42	310.24
营业成本	216.01	228.39	286.08	350.92	折旧与摊销	30.38	32.92	52.51	69.81
营业税金及附加	8.89	11.47	13.48	16.48	财务费用	-11.20	-2.96	6.86	15.11
销售费用	85.75	102.50	123.53	149.83	资产减值损失	28.42	2.23	2.23	2.23
管理费用	98.03	146.14	177.85	221.86	经营营运资本变动	-338.91	-48.64	-280.96	-303.45
财务费用	-11.20	-2.96	6.86	15.11	其他	34.15	-12.59	1.10	-3.27
资产减值损失	28.42	2.23	2.23	2.23	经营性现金流净额	-38.18	210.67	49.17	90.67
投资收益	2.66	0.69	0.92	1.43	资本支出	-41.75	-375.00	-375.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-104.65	-6.13	-6.74	-9.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-146.40	-381.13	-381.74	-9.44
营业利润	251.83	277.27	310.47	360.43	短期借款	-0.62	1.00	403.33	5.91
其他非经营损益	6.14	6.45	6.39	6.33	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	257.97	283.72	316.86	366.76	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	38.99	44.02	49.45	56.52	支付股利	-40.01	-30.15	-43.21	-45.97
净利润	218.98	239.70	267.42	310.24	其他	2.63	4.97	-4.26	-11.79
少数股东损益	-4.01	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	-38.01	-24.18	355.86	-51.85
归属母公司股东净利润	222.99	239.70	267.42	310.24	现金流量净额	222.58	-194.64	23.29	29.38
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	309.29	114.65	137.94	167.32	成长能力				
应收和预付款项	795.33	868.09	1084.41	1308.25	销售收入增长率	21.35%	20.12%	20.31%	21.30%
存货	260.49	283.01	352.57	437.37	营业利润增长率	11.74%	10.10%	11.97%	16.09%
其他流动资产	50.34	28.77	39.89	59.53	净利润增长率	9.88%	9.46%	11.56%	16.01%
长期股权投资	1.45	1.45	1.45	1.45	EBITDA增长率	9.50%	13.36%	20.38%	20.42%
投资性房地产	0.59	0.59	0.59	0.59	获利能力				
固定资产和在建工程	177.63	520.94	844.65	776.05	毛利率	66.05%	70.12%	68.89%	68.54%
无形资产和开发支出	9.74	8.80	7.85	6.91	三费率	27.12%	32.14%	33.52%	34.68%
其他非流动资产	74.38	80.93	88.32	98.91	净利率	34.41%	31.36%	29.08%	27.81%
资产总计	1679.24	1907.21	2557.65	2856.37	ROE	13.84%	13.38%	13.27%	13.61%
短期借款	0.00	1.00	404.33	410.24	ROA	13.04%	12.57%	10.46%	10.86%
应付和预收款项	80.74	94.49	114.07	139.56	ROIC	18.57%	15.44%	13.26%	12.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	42.59%	40.20%	40.22%	39.93%
其他负债	16.64	20.30	23.63	26.69	营运能力				
负债合计	97.37	115.79	542.03	576.48	总资产周转率	0.40	0.43	0.41	0.41
股本	400.10	400.10	400.10	400.10	固定资产周转率	5.09	3.26	2.10	1.88
资本公积	669.60	669.60	669.60	669.60	应收账款周转率	1.65	1.74	1.71	1.70
留存收益	483.62	693.17	917.38	1181.65	存货周转率	0.90	0.79	0.86	0.85
归属母公司股东权益	1553.32	1762.87	1987.08	2251.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.67%	—	—	—
少数股东权益	28.54	28.54	28.54	28.54	资本结构				
股东权益合计	1581.86	1791.42	2015.62	2279.89	资产负债率	5.80%	6.07%	21.19%	20.18%
负债和股东权益合计	1679.24	1907.21	2557.65	2856.37	带息债务/总负债	0.00%	0.86%	74.60%	71.16%
					流动比率	17.40	13.24	3.10	3.57
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	速动比率	14.19	10.35	2.42	2.78
EBITDA	271.01	307.23	369.85	445.36	股利支付率	17.94%	12.58%	16.16%	14.82%
PE	47.30	44.00	39.44	34.00	每股指标				
PB	6.67	5.89	5.23	4.63	每股收益	0.56	0.60	0.67	0.78
PS	16.57	13.80	11.47	9.46	每股净资产	3.95	4.48	5.04	5.70
EV/EBITDA	37.497	33.691	28.994	24.001	每股经营现金	(0.095)	0.527	0.123	0.227
股息率	0.004	0.003	0.004	0.004	每股股利	0.100	0.075	0.108	0.115

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。