

鸿远电子（603267）

高 ROE 军工电子白马，持续受益于行业景气

买入（首次）

2019 年 10 月 17 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）	923	1,031	1,219	1,431
同比（%）	25.4%	11.7%	18.1%	17.5%
归母净利润（百万元）	218	278	351	435
同比（%）	79.0%	27.2%	26.3%	24.0%
每股收益（元/股）	1.32	1.68	2.12	2.63
P/E（倍）	38.81	30.50	24.16	19.48

■ 公司简介：国内军工 MLCC 主流供应商

公司前身为北京元六鸿远电子技术有限公司，成立于 2001 年，2019 年 5 月在上交所上市，目前公司实际控制人为郑红、郑小丹父女，合计持股比例 31.95%。公司核心团队来自原北京市无线电元件六厂，在军工电容器领域深耕近 20 年，目前鸿远电子是国内军工陶瓷电容器三家主流供应商之一，产品主要包括片式多层瓷介电容器、金属支架多层瓷介电容器、直流滤波器等，广泛应用于航天、航空、船舶、兵器、电子信息、轨道交通、新能源等行业；同时公司代理元器件业务包括陶瓷电容、铝电解电容、薄膜电容、钽电解电容等，主要面向工业类及消费类民用市场。

■ 军工被动元件行业：高景气，高壁垒，高盈利

受益于国防信息化的持续推进，军工电子元件一直是军工行业中景气度较高的细分领域，主流厂商的历史业绩增速超过国防支出增速，当前我国武器装备信息化水平仍在不断提升，同时国内卫星星座建设计划并直接带动对电子元件的需求，军工电子国产替代加速，因此 2018 年以来军工电子元件行业高度景气，预计市场需求将继续快速增长。同时，由于军用高可靠电子元件供应商要经过严苛的认证，以及要满足客户方“小批量、多品种、定制化”的要求，具有极强的先发优势，行业壁垒很高，主流供应商数量少（军用 MLCC 主要是鸿远电子、火炬电子、宏科电子），行业竞争格局稳定，盈利水平高。

■ 公司掌握核心技术，高效管理带来高 ROE

作为军工电容器主流供应商，公司掌握产品核心技术，包括陶瓷材料配方技术、陶瓷薄膜制备技术、金属陶瓷共烧技术等，目前多种自产电容器产品广泛应用于航天、航空、电子、兵器等领域，其中相对高端的航天应用占比 40% 以上。同时，公司 ROE 水平在同行公司中位居前列，2018 年为 22.13%，2019H1 为 11.22%，高 ROE 主要来自于军工业务的高盈利水平以及公司高效管理下的运营效率。我们认为，公司受益于行业景气，在业绩快速增长的同时，随着此次募投项目逐渐开始贡献收益，ROE 水平还将持续提升。

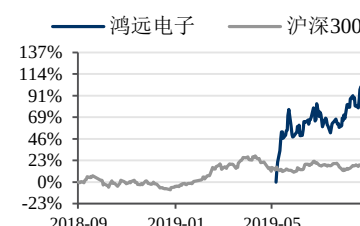
■ 盈利预测与投资评级：

我们预测公司 2019-2021 年营收分别为 10.31 亿元，12.19 亿元，14.31 亿元，归母净利润 2.78 亿元，3.51 亿元，4.35 亿元，EPS 为 1.68 元、2.12 元、2.63 元，对应 2019-2021 年 PE 为 31 倍、24 倍、19 倍。

我们认为，未来公司一方面能够受益于军工元件行业的景气，收入利润持续增长，另一方面公司是军工板块中少有的高 ROE 标的，未来随着募投项目开始贡献收益，公司凭借优秀的生产管理能力和 ROE 水平将继续上升。因此我们认为当前估值水平下，鸿远电子能够带来稳健的投资回报，给予公司“买入”评级。

风险提示：应收账款余额较大的风险，自产军用产品降价的风险，次新股股价波动较大的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.25
一年最低/最高价	28.92/65.46
市净率(倍)	4.31
流通 A 股市值(百万元)	2129

基础数据

每股净资产(元)	11.88
资产负债率(%)	12.61
总股本(百万股)	165.34
流通 A 股(百万股)	41.34

相关研究

内容目录

1. 公司简介：国内军工 MLCC 主流供应商	4
2. 军工被动元件行业：高景气，高壁垒，高盈利	5
2.1. 行业快速增长驱动力：航天领域带动+国产替代	6
2.2. 行业壁垒高，格局稳定，盈利水平高	8
3. 公司掌握核心技术，高效管理带来高 ROE	10
3.1. 掌握核心技术，产品结构高端	10
3.2. 高盈利能力和高效管理带来高 ROE	13
3.3. 代理业务维持稳定	16
3.4. 募投项目将显著提升自产元器件产能	17
4. 盈利预测和投资评级	19
5. 风险提示	21

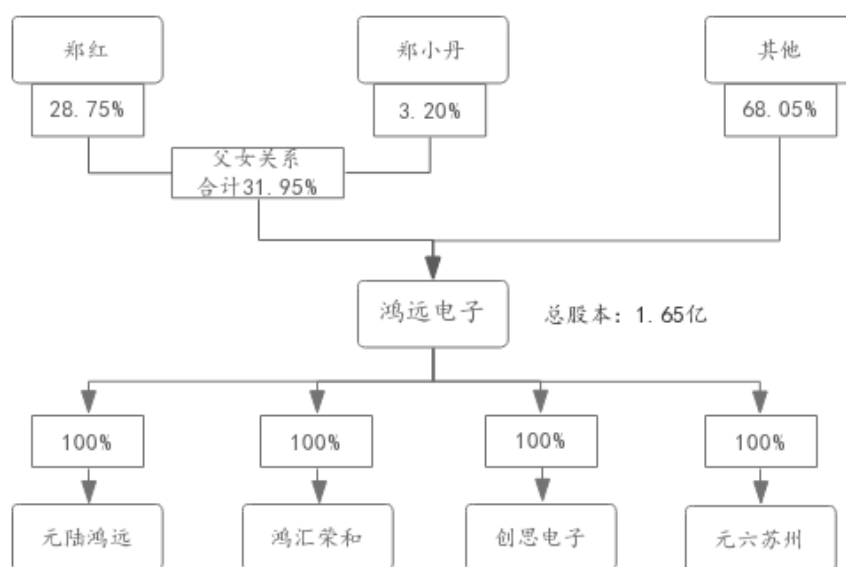
图表目录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 2014-2019H1 公司业绩情况 (百万元)	5
图 3: 2018 年公司收入构成 (百万元)	5
图 4: 电子元器件分类	5
图 5: 从事军工电子的上市公司相关业务收入及增速 (亿元)	6
图 6: 鸿雁星座首科试验星发射	7
图 7: 军工电容器上市公司毛利率情况 (%)	10
图 8: 公司自产业务收入和毛利率情况	12
图 9: 片式多层瓷介电容器生产工序	15
图 10: 鸿远电子固定资产和自产业务收入情况 (亿元)	15
图 11: 公司代理业务收入与毛利润	17
表 1: 元器件生产保证质量分级	8
表 2: 国内军工陶瓷电容器供应商情况	9
表 3: 公司自产元器件产品情况	11
表 4: 公司自产业务前 5 大客户情况	12
表 5: 2018 年军工电子元件上市公司 ROE 情况 (%)	13
表 6: 2019H1 军工电子元件上市公司 ROE 情况 (%)	13
表 7: 2018 年军工电子元件上市公司资产周转率情况 (%)	14
表 8: 2019H1 军工电子元件上市公司资产周转率情况 (%)	14
表 9: 公司部分代理产品及应用领域	16
表 10: 募集资金投资项目 (万元)	17
表 11: 电子元器件生产基地投产后前后产能情况	18
表 12: 电子元器件生产基地相关经济效益指标预测 (万元)	18
表 13: 直流滤波器项目相关经济效益指标预测 (万元)	19
表 14: 公司收入分类预测 (百万元)	19
表 15: 可比公司业务及估值情况	20

1. 公司简介：国内军工 MLCC 主流供应商

公司前身为北京元六鸿远电子技术有限公司，成立于 2001 年，是国家级高新技术企业，以研发、生产、经营电容器等电子元器件为主营业务，2016 年公司经过改制，整体变更为“北京元六鸿远电子科技股份有限公司”，2019 年 5 月在上交所上市。目前公司实际控制人为郑红、郑小丹父女，合计持股比例 31.95%。

图 1：公司股权结构

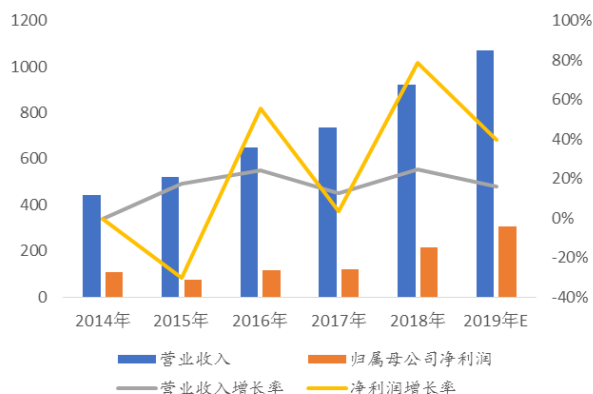


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司董事长、总经理等核心高管团队主要来自原北京市无线电元件六厂，在军工电容器领域深耕超过 20 年，目前鸿远电子是国内军工陶瓷电容器三家主流供应商之一，产品主要包括片式多层瓷介电容器、金属支架多层瓷介电容器、直流滤波器等，广泛应用于航天、航空、船舶、兵器、电子信息、轨道交通、新能源等行业，满足军工及民用高端工程对产品的技术要求和应用需求；同时公司代理元器件业务包括陶瓷电容、铝电解电容、薄膜电容、钽电解电容等，主要面向工业类及消费类民用市场。

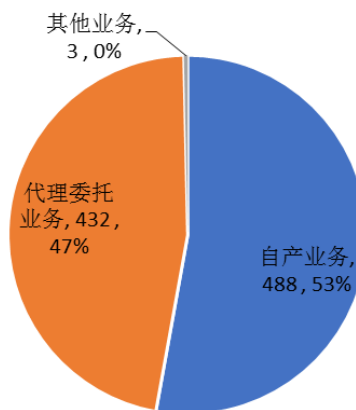
受益于军工电子行业景气，近年来公司业绩持续增长，2018 年实现营业收入 9.23 亿元，同比增长 25.35%，其中自产收入 4.88 亿元，代理收入 4.32 亿元，由于自产业务毛利率高（2018 年为 79.98%），因此自产贡献了绝大部分毛利润，占比为 82%，2018 年公司实现归母净利润 2.18 亿元，同比增长 78.97%；2019 上半年公司实现营业收入 5.44 亿元，同比增长 14.14%，实现归母净利润 1.77 亿元，同比增长 39.25%。

图 2：2014-2019H1 公司业绩情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2018 年公司收入构成（百万元）

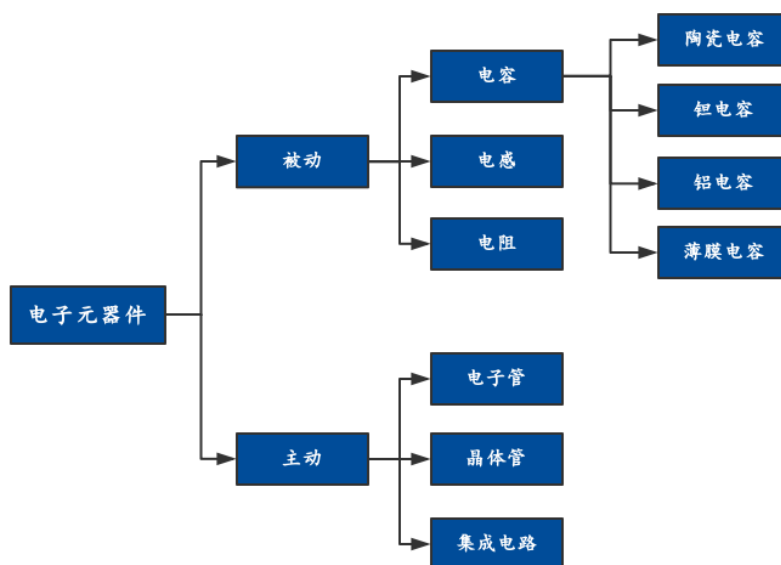


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 军工被动元件行业：高景气，高壁垒，高盈利

军工元器件包括被动元件（电容、电阻、电感）和主动器件（电子管、晶体管、集成电路），在整个军工产业链中处于上游。在军工的各细分领域中，对元器件性能要求最高、产品附加值最高的是航天，下面依次是航空、电子、船舶和兵器。

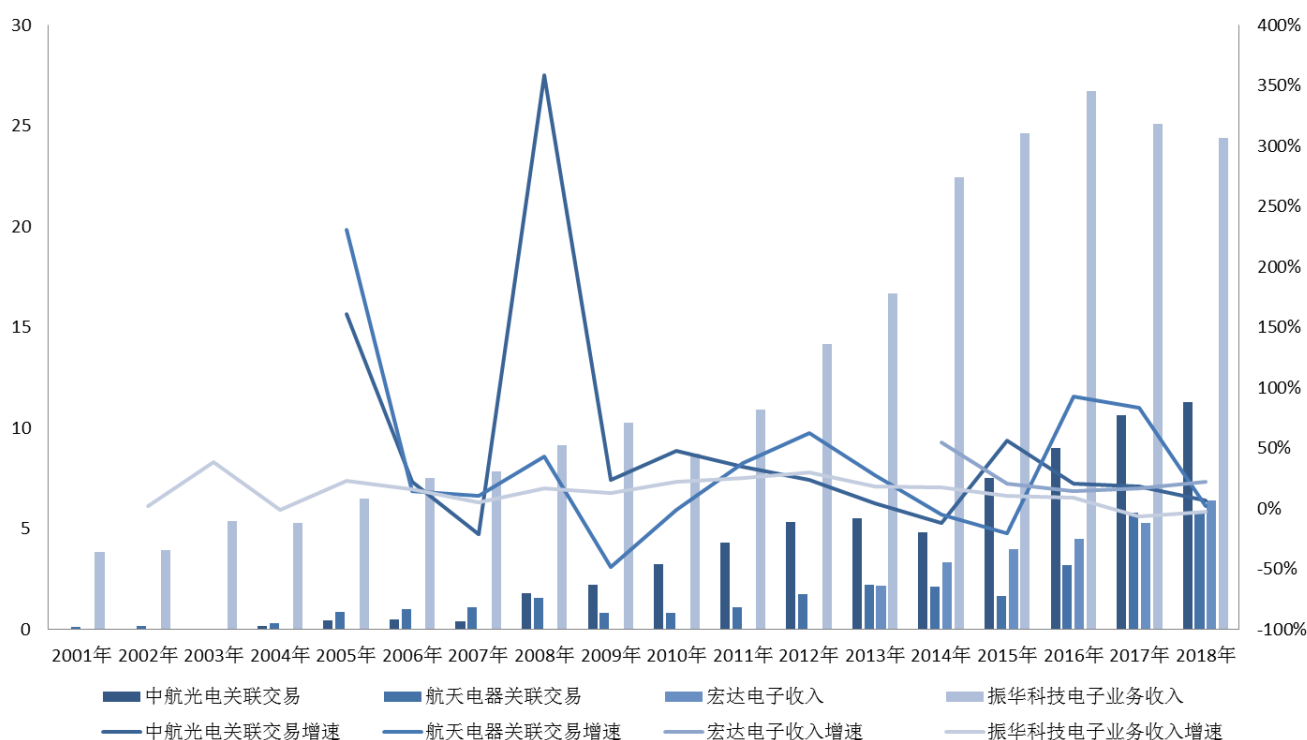
图 4：电子元器件分类



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

军工电子行业过去几年稳健增长，从相关上市公司的财报数据可以看出，军工电子的复合增速超过了国防支出的增速（中航光电关联交易 2009-2018 复合增速 23%；航天电器关联交易 2011-2018 复合增速 28%；宏达电子收入 2013-2018 复合增速 24%；振华科技电子业务收入 2010-2018 复合增速 14%），原因在于随着国防信息化的推进，武器装备在升级换代过程中，电子设备的价值量越来越高，所需的电子元器件数量也随之增加，需求的增速超过行业整体增速。

图 5：从事军工电子的上市公司相关业务收入及增速（亿元）



注：振华科技 2018 年数据采用 7 家电子类子公司收入之和

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

2.1. 行业快速增长驱动力：航天领域带动+国产替代

在军工行业中，航天领域所需的电子元件是附加值最高的，当前我国航天领域的发展将直接带动对电子元器件的需求。由中国航天科技集团有限公司自主建设的低轨卫星通信系统——鸿雁星座，将由 300 颗低轨道小卫星及全球数据业务处理中心组成。2018 年 12 月鸿雁星座首颗试验卫星实现发射，按照规划，鸿雁星座一期预计在 2022 年建成并投入运营，系统由 60 颗核心骨干卫星组成，主要实现全球移动通信、物联网、导航增强、航空监视等功能；二期预计 2025 年完成建设，系统由数百颗宽带通信卫星组成，

可实现全球任意地点的互联网接入。两期系统建成后，数百只“小鸿雁”可填补地球表面的通信空白，构建我国自主“海、陆、空、天”一体的卫星移动通信与空间互联网接入系统。

图 6：鸿雁星座首科试验星发射



数据来源：国资委网站，东吴证券研究所

除“鸿雁星座”之外，国内民营企业也陆续公布了众多卫星星座计划：2018 年 4 月，华讯方舟集团与北京零重空间技术有限公司发起“灵鹊”遥感星座计划，该星座初期计划由 132 颗立方星构成，远期规划增加至 378 颗；民营卫星公司国星宇航则在 2018 年 9 月公布了一个包含 192 颗卫星的遥感星座计划；银河航天公布的 AI 星座计划，该公司计划在 2022 年之前发射 650 颗微纳卫星，实现遥感数据的实时智能推送；深圳航星光网空间技术有限公司（LaserFleet）则规划了包含 288 颗卫星的通信星座。如果所有计划能够按照预期实施，未来十年，中国将发射的微小卫星将超过 2100 颗。**航天用被动元件是所有被动元件中产品附加值最高的，我们认为卫星星座建设的推进将直接带动高端被动元件需求快速增长。**

另外，2018 年 8 月，美国宣布对中国 44 家军工企业实施制裁，其中包括航天科工集团、电子科技集团下属研究所和企业。我们认为，美国此次制裁，将倒逼国内军工领域元器件国产替代的加速，从而使供应商面临更大的发展机遇。

整体上看，受益于航天领域带动+国产替代加速，军工电子行业将继续保持快速增

长。

2.2. 行业壁垒高，格局稳定，盈利水平高

行业壁垒方面，虽然近年来国家鼓励民营企业进入军工上游配套领域，出台多项政策降低准入门槛，但实际上军工元器件领域的壁垒依然很高，主要体现在两个方面，首先是严苛的认证和质量等级，第二是军工客户的高要求，使已有厂商具备极强先发优势和客户黏性。

目前我国实施的军用电子元器件质量认证是世界通行的几种认证制度中最为严格的一种，认证模式是型式试验+工厂管理体系审查+产品工厂抽检+质量管理体系复查的形式，将鉴定合格的产品列入 QPL（合格产品目录），内容包括产品标识、试验或合格鉴定号以及制造商和销售商的名称与工厂的地址等，将鉴定合格的工艺/材料及相关产品列入 QML（合格制造厂目录），并对合格资格进行持续的监督，督促其不断提高质量管理水平和产品质量水平。

在大多数军工产品中，采用国产元器件的质量等级分为：普军品、（七专）7905、（七专）8406、（七专）840611A（半导体分立器件）、（七专）补充技术协议、国军标（GJB）等 6 种。前 5 种可以认为是 5 种质量等级，而国军标由于参照采用了美国军用（MIL）标准，其质量等级的分类方法比较复杂，器件分为 3~4 个质量保证等级；元件分为有可靠性指标和无可靠性指标的两类，对于有可靠性指标的元件可分为若干个失效率等级。有质量保证等级的国军标级元器件一般都被列入 QPL。

表 1：元器件生产保证质量分级

元器件类别	依据标准	生产保证质量分级（从低到高）
半导体分立器件	GJB33A-1997	JP（普通军）、JT（特军级）、JCT（超特级军）、JY（宇航级）
半导体集成电路	GJB597A-1996	B1 级、B 级、S 级
混合集成电路	GJB2438A-2002	D 级、G 级、H 级、K 级
有可靠性指标的元件	相应的元件总规范	失效率等级分为：1) GJB2649-1996：I.（亚五级）、M（五级）、P（六级）、S（八级）2) GB/T1772-1979：Y（亚五级）、W（五级）、L（六级）、Q（七级）、B（八级）、J（九级）、S（十级）

数据来源：《国内外电子元器件质量等级体系研究》，东吴证券研究所

军工产品具有“小批量、多品种、定制化”的特点，军工电容器需要满足严酷或极端的使用环境，同时还要具有较强的抗干扰能力、环境适应能力和更长的寿命。一般来说，军工客户会提前给电容器供应商提供其需要的技术标准、产品尺寸、性能要求以及

配套系统等参数，供应商需要根据要求先期提供样品测试、验证，特别情况下，还需参与客户整体设计过程，且需做到每件产品生产流程可追溯，严格满足客户的质量控制要求。下游客户在选择电容器时，极为看重产品的品质及供应商的连续性，甚至对供应商的生产流程和供应链管理进行监控。军工用户整机定型后，要求配套的电子元器件保持技术状态不变，对供应商具有较强的采购路径锁定特性，很少更换新的供应商，行业外潜在竞争对手很难进入，因此已有供应商具有极强的先发优势和客户粘性。

由于壁垒高，每一类军工电子元件产品的主流厂商数量都不多，且行业格局稳定，以陶瓷电容器为例，主流供应商有鸿远电子、火炬电子、宏科电子（715），都是在行业内深耕多年的老牌供应商，另外宏达电子有少量陶瓷电容业务，几家公司占据了几乎所有的市场份额，竞争格局稳定。

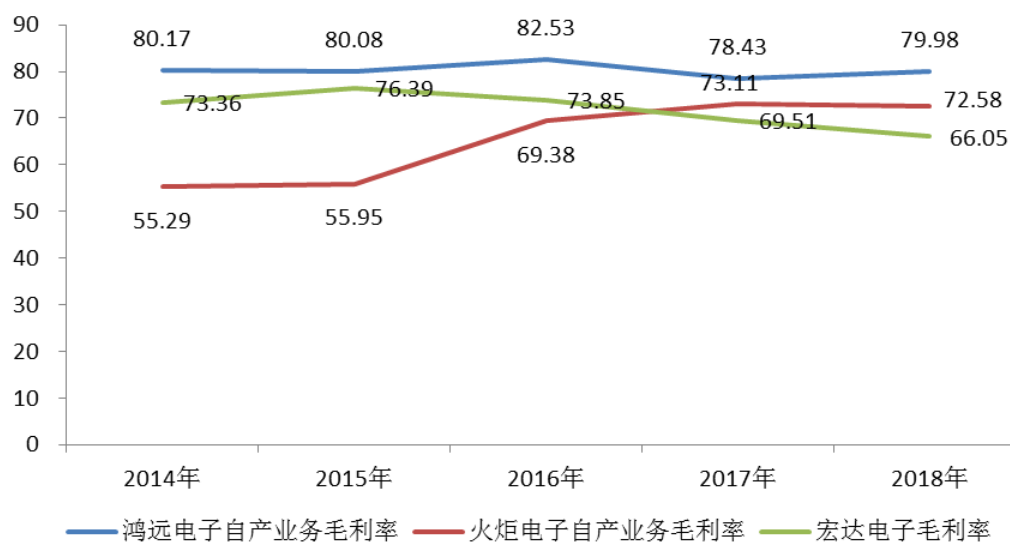
表 2：国内军工陶瓷电容器供应商情况

公司	历史沿革和体制	业务概况	收入利润体量
火炬电子	前身是 1988 年成立的集体所有制的鲤城火炬电子元件厂，法人代表是蔡明通，2001 年改为股份合作制，2015 年在上交所上市，目前实际控制人为蔡明通、蔡劲军父子。	三块主营业务：代理元器件、自产元器件、新材料，其中自产元器件大部分是陶瓷电容器，下游多应用于军工。	2018 年自产收入 5.4 亿元，毛利率 71%。
宏科电子（715）	1999 年由 715 厂和国家“211”重点高校共同发起成立，截止 2016 年，公司注册资金 9670 万元，总资产 6 亿元。	公司下设 4 个经营实体（片式电容厂、特种电容厂、电子瓷料厂、微波事业部），从事多层片式瓷介电容器，单层微波瓷介电容器、芯片微波瓷介电容器等，应用于航天、航空、兵器、船舶、石油勘探、医疗、通讯、汽车电子等领域。	
鸿远电子	创始人来自北京无线电元件六厂，2001 年成为有限公司，2016 年成为股份制，2019 年 5 月上市。	两块主营：自产业务，主要是陶瓷电容器；代理元器件业务。	2018 年自产收入 4.88 亿元，毛利率 79.98%。
宏达电子	公司前身为宏达有限，1993 年由无线电十厂与香港怡利共同投资举办，2015 年变更为股份制公司，2017 年在深交所上市，目前实际控制人为曾琛、曾继疆、钟若农。	产品主要为军工钽电容，有少量陶瓷电容。	2018 年收入 6.26 亿元，毛利率 66.05%，其中陶瓷电容收入 4081 万元。

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

由于行业高壁垒以及客户对产品性能极高的要求，从事军工元件的主流厂商盈利水平都很高，三家上市公司火炬电子、鸿远电子和宏达电子 2018 年毛利率在 65%-80% 之间（火炬电子和鸿远电子采用自产业务口径）。同时，电容器在武器装备整体中的价值量占比很小，根据鸿远电子招股说明书披露，有特种要求的 MLCC 产品，单位成本在 1.3-1.5 元/只，按照 80% 毛利率计算，单只价格为 6.5-7.5 元/只。电容器在武器装备总成本中占比极低但对武器装备的整体性能至关重要，因此军工客户对于电容器这类基础元件的价格并不敏感，高品质、高可靠性才是核心考虑因素，即使考虑到未来军品定价机制改革后，部分产业链中游和上游厂商面临被压价的可能，我们认为军工电容器的价格和厂商的盈利水平依然能保持稳定。

图 7：军工电容器上市公司毛利率情况（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 公司掌握核心技术，高效管理带来高 ROE

3.1. 掌握核心技术，产品结构高端

公司自产产品主要包括片式多层瓷介电容器、有引线多层瓷介电容器、金属支架多层瓷介电容器、直流滤波器等。其中瓷介电容器类产品作为基本的无源元件在电子设备中得到广泛应用，在电子电路中起滤波、耦合、储能、旁路、谐振、移相、保持等作用；直流滤波器主要在电路中起到抑制电磁干扰的作用，应用于需要抑制或消除电磁干扰的电子电源中，如雷达系统、导弹发射车启动模块等。公司生产的上述产品主要应用于航天、航空等高可靠领域和工业电子、新能源等通用领域。

表 3：公司自产元器件产品情况

产品类别	产品型号	产品图片	质量等级	
片式多层瓷介电容器	CCS41、CTS41		宇航级	航天、航空、兵器、船舶等有高可靠领域的各类装备中
	CCK41、CTK41		国军标、专项工程	
	CC41、CT41		七专加严、七专、普军、军筛	
			国标	工业电子、新能源等领域
	CC41Q		专项工程、七专、普军、军筛	航天、航空、兵器、船舶等领域的微波、射频、中频放大器、混频器、振荡器、低噪声放大器、滤波网络、计时电路、延时电路
			国标	工业电子、通讯、医疗等领域
	CCL1		七专、普军、军筛	用于计算机的发射大量噪声的外围设备，以及其他产生大量噪声和辐射的电路和高阻抗电路
	CTL1			
	CT41H		七专、普军、军筛	用于温度较高的工作环境，如新型车载电子控制装置、航空航天、石油勘探、高温测量等设备
	CT41A		七专、普军、军筛	用于砷化镓、氮化镓芯片的外围电路、微组装电路中的滤波与静噪
CT41				
有引线多层瓷介电容器	CCK4、CTK4		国军标、专项工程	航天、航空、兵器、船舶等有高可靠特殊要求领域的各类装备
	CC4、CT4		七专加严、七专、普军、军筛	
			国标	工业电子、新能源等领域
	CC401		企军标	航天、航空、兵器、船舶等有高可靠特殊要求领域的各类装备
	CT401			
金属支架多层瓷介电容器	CT41P1		专项工程、七专、普军、军筛	用于高频大电流开关电源输入输出端滤波、电源滤波、DC-DC 转换器，以及使用环境应力条件较复杂的电路，如采用铝基板和陶瓷基板的电路
	CT41P			
	CT4901			
	CT4904			
直流滤波器	LZJB		专项工程、七专、普军、军筛	用于收发系统、发射车、火箭弹、雷达等各类武器装备的电源系统

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

作为军工电容器主流供应商，公司掌握产品核心技术，包括陶瓷材料配方技术、陶

瓷薄膜制备技术、金属陶瓷共烧技术等。下游应用方面，航天占比最大，2017 和 2018 年公司向航天科技集团和航天科工集团销售金额占自产业务收入比重超过 40%。

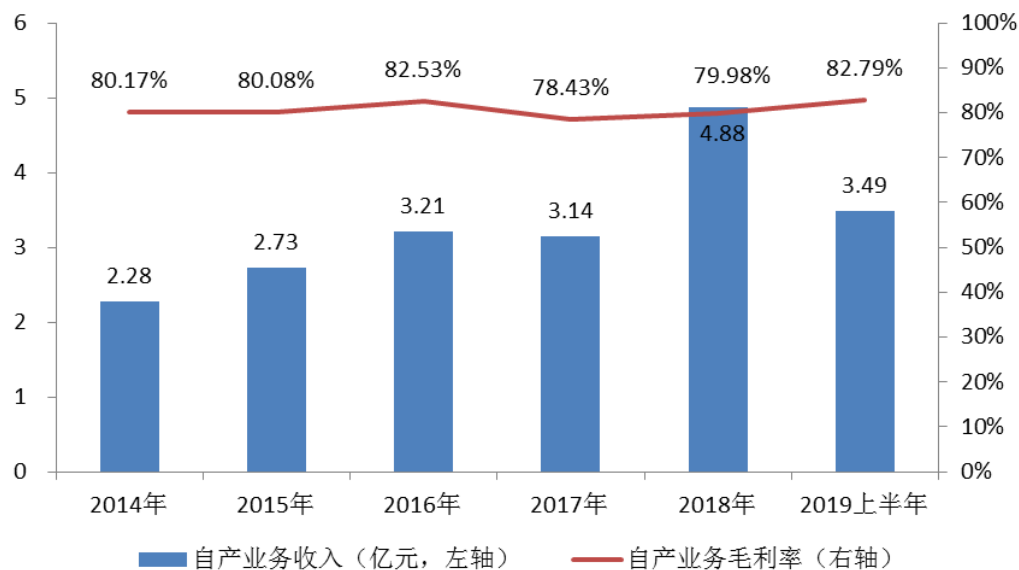
表 4：公司自产业务前 5 大客户情况

年度	序号	客户名称	销售金额（万元）	销售金额占自产业务收入比重
2018 年度	1	航天科技集团	10,307.84	21.12%
	2	航天科工集团	9,665.77	19.81%
	3	电子科技集团	6,438.75	13.19%
	4	航空工业集团	3,918.50	8.03%
	5	兵器工业集团	2,705.89	5.55%
	合计		33,036.75	67.70%
2017 年度	1	航天科技集团	6,672.41	21.25%
	2	航天科工集团	6,200.96	19.74%
	3	电子科技集团	4,181.62	13.31%
	4	航空工业集团	2,596.11	8.27%
	5	兵器工业集团	2,015.40	6.42%
	合计		21,666.50	68.99%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2014 年以来，公司自产业务收入稳步增长，从 2014 年 2.28 亿元增长至 2018 年 4.88 亿元，毛利率维持在 80% 上下。

图 8：公司自产业务收入和毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 高盈利能力和高效管理带来高 ROE

2018 年，鸿远电子 ROE 为 22.13%，是军工被动元件类上市公司中最高水平，在所有军工上市公司中也位居前列，2019 年 5 月，鸿远电子实现上市，一般来说公司进行股权融资后，由于总资产和股东权益增加，短期内 ROE 会有较大幅度下降，然后再逐渐回升，2019H1 鸿远电子 ROE 为 11.22%，横向对比仅略低于宏达电子，在同行中依然位居前列，与 2018 全年做纵向对比，也没有出现大幅下滑，并且随着公司募投项目开始贡献收益，预计 ROE 水平还将上升。

表 5：2018 年军工电子元件上市公司 ROE 情况 (%)

	鸿远电子	火炬电子	宏达电子	振华科技	中航光电	航天电器
ROE	22.13	12.57	15.25	5.77	17.44	14.18
归母净利润/总收入	23.65	16.46	35.04	4.85	12.20	12.67
权益乘数	1.34	1.33	1.08	2.13	2.13	1.80
总资产周转率	0.70	0.57	0.40	0.56	0.67	0.62

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 6：2019H1 军工电子元件上市公司 ROE 情况 (%)

	鸿远电子	火炬电子	宏达电子	振华科技	中航光电	航天电器
ROE	11.22	7.44	11.32	4.40	9.08	6.79
归母净利润/总收入	32.59	20.11	44.85	10.08	12.47	11.55

权益乘数	1.20	1.35	1.09	1.85	2.19	1.77
总资产周转率	0.29	0.27	0.23	0.24	0.33	0.33

数据来源：wind，东吴证券研究所

我们从杜邦分析可看出公司高 ROE 的来源：

首先是净利率，鸿远电子 2018 和 2019H1 的净利率为 23.65%和 32.59%，仅低于宏达电子。一般来说，军工电子元件业务的利润率水平都很高并且维持稳定，不同公司之间利润率的差别主要与业务结构有关，与火炬电子、振华科技等公司相比，鸿远电子的军工业务占比更大且下游应用高端（航天占比大），2018 年自产（军工为主）收入占比 53%，毛利占比 82%，2019H1 自产业务快速增长，收入占比提升至 64%，毛利占比为 89%；

第二是权益乘数，与同行相比鸿远电子的权益乘数处于偏低水平，并且在上市之后进一步下降，因此杠杆并不是公司高 ROE 的来源；

第三是总资产周转率，2018 年鸿远电子总资产周转率是同行上市公司中最高，2019H1 鸿远电子上市，总资产规模由 2018 期末的 15 亿元扩大到 23 亿元，然而上半年的总资产周转率与同行相比仍然处于平均偏上水平。我们选取了各公司资产中占比最大的科目——存货、应收账款、固定资产，进一步分析各公司的资产周转情况，**鸿远电子的存货和应收账款周转率都处于行业平均水平，但固定资产周转率显著高于同行，意味着相同的固定资产投入，鸿远电子的产出和收益更大。**

表 7：2018 年军工电子元件上市公司资产周转率情况（%）

	鸿远电子	火炬电子	宏达电子	振华科技	中航光电	航天电器
存货周转率	2.96	2.88	0.97	2.91	3.19	5.13
应收账款周转率	2.08	2.51	1.65	3.70	2.37	2.11
固定资产周转率	7.31	3.39	5.09	3.72	5.59	5.43

数据来源：wind，东吴证券研究所

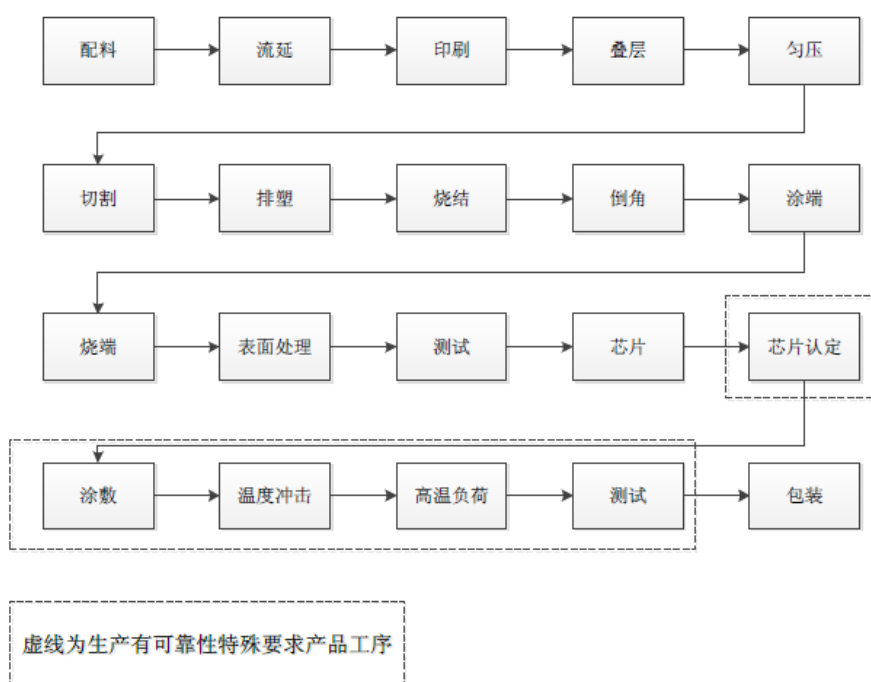
表 8：2019H1 军工电子元件上市公司资产周转率情况（%）

	鸿远电子	火炬电子	宏达电子	振华科技	中航光电	航天电器
存货周转率	1.18	1.06	0.46	1.12	1.50	2.43
应收账款周转率	0.86	1.13	0.78	1.19	1.05	0.86
固定资产周转率	4.19	1.66	2.36	1.66	2.90	2.86

数据来源：wind，东吴证券研究所

军工电子订单具有“小批量、多批次、定制化”的特点，并且生产工序复杂，在民用产品的基础上，军用产品增加了涂覆、温度冲击、高温负荷、测试等提升可靠性的工序，产品检测的项目和频次也更多，不同规格产品的生产工序也有所差别，因此定制化军品的生产效率远低于标准化民品。

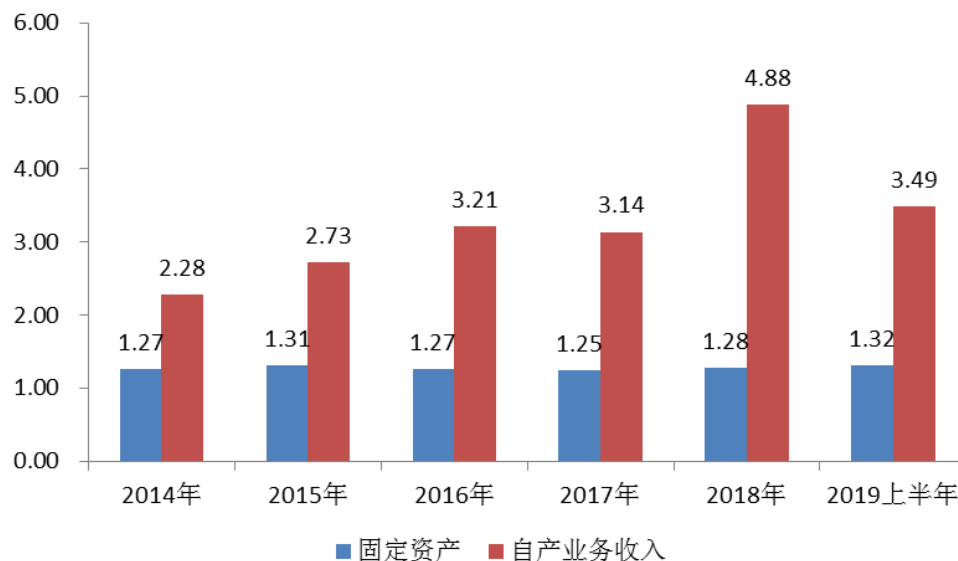
图 9：片式多层瓷介电容器生产工序



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

而具有优秀生产管理能力的供应商，能够不断优化生产流程，提升设备使用效率，以最小的投入获得最大的收益。从报表上看，鸿远电子 2014 年以来固定资产的账面价值几乎没有增长，但自产业务收入逐年增长。我们认为，鸿远电子对固定资产的使用效率更高，是公司 ROE 水平高于同行的重要原因。

图 10：鸿远电子固定资产和自产业务收入情况（亿元）



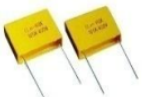
数据来源：wind，东吴证券研究所

整体上看，鸿远电子作为国内军用 MLCC 的主流供应商之一，行业地位稳固，产品结构高端，在受益于行业高度景气的同时，还能够通过高效的管理提升整体 ROE 水平，当前公司是军工板块中少有的高 ROE 标的，未来随着募投项目逐渐投产，新增资产开始贡献收益，我们认为公司凭借优秀的生产管理能力，ROE 水平仍将继续上升。

3.3. 代理业务维持稳定

公司还从事电子元器件代理业务，代理产品包括陶瓷电容、铝电解电容、薄膜电容、贴片电阻、热敏电阻、传感器等，上游供应商包括 EPCOS、村田、基美等，下游客户包括京东方、大豪科技等，主要面向工业类及消费类民用市场。

表 9：公司部分代理产品及应用领域

产品类别	产品图片示例	电路典型应用	主要应用领域
陶瓷电容		旁路、耦合、滤波、振荡等	消费、通讯、电表、汽车等行业
铝电解电容		耦合、滤波、时序等	工业、新能源、消费、汽车等行业
薄膜电容		旁路、耦合、滤波、振荡等	工业、新能源、汽车电子、通讯等行业

钽电解电容



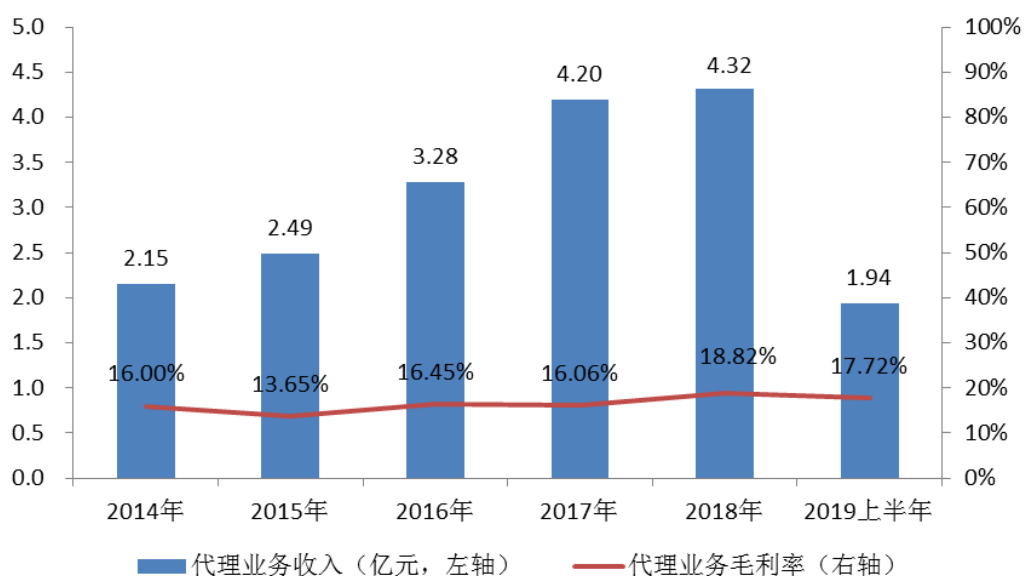
耦合、滤波、时序等

通讯、汽车、消费、工业等行业

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2014 年以来，公司代理业务收入持续增长，毛利率也较为稳定，维持在 16% 左右，2018 年受 MLCC 涨价影响毛利率小幅上升，2019H1 有所回落。预计未来公司代理业务收入和盈利水平都将维持稳定。

图 11：公司代理业务收入与毛利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

3.4. 募投项目将显著提升自产元器件产能

公司 2019 年 5 月上市，共募集资金净额 7.45 亿元，投资于电子元器件生产基地、直流滤波器、营销网络及信息系统升级、补充流动资金等项目。

表 10：募集资金投资项目（万元）

项目名称	投资总额	募集资金使用金额	投入时间	项目实施周期
电子元器件生产基地项目	48600	48600	2017 年 6 月	36 个月
直流滤波器项目	4900	4900	2017 年 6 月	36 个月
营销网络及信息系统升级	6000	6000	2017 年 3 月	36 个月
补充流动资金	15000	15000		
合计	74500	74500		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电子元器件生产基地项目将扩大多层瓷介电容器的生产规模，公司现阶段相关规格型号的 MLCC 产品的产能已接近饱和，急需提升以满足市场需求。项目实施后，高可靠多层瓷介电容器产品将新增产能 7,500 万只/年，通用多层瓷介电容器产品新增产能 192,500 万只/年。

表 11：电子元器件生产基地投产前后产能情况

项目名称	项目主要产品名称	募投项目投产前后产能变化	
		投产前现有产能	投产后新增产能
电子元器件生产基地项目	高可靠多层瓷介电容器	5000 万只/年	7500 万只/年
	通用多层瓷介电容器	30000 万只/年	192500 万只/年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

该项目由元六苏州组织实施，已于 2017 年 6 月投入建设。项目建设期为 3 年，预计 2020 年竣工，项目建成后第 3 年达到 100%设计产能，项目达产后，预计新增年均销售收入 5.34 亿元（不含税），年均利润总额 2.78 亿元，年均净利润 2.36 亿元。

表 12：电子元器件生产基地相关经济效益指标预测（万元）

指标		数值
年均销售收入		53,445.47
年均利润总额		27,750.96
年均净利润		23,588.32
内部收益率	税前	28.10%
	税后	24.42%
回收期	税前	7.03 年
	税后	7.46 年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

直流滤波器项目将有效扩大公司直流滤波器的生产规模，项目由元六苏州组织实施，已于 2017 年 6 月投入建设，建设期为 3 年，预计 2020 年竣工。项目建成后第 2 年达到 100%设计产能，达产后预计新增直流滤波器产能 8 万只/年，预计新增年均销售收入 4376.07 万元（不含税），年均利润总额 1816.28 万元，年均净利润 1543.83 万元，内部收益率 23.67%。

表 13：直流滤波器项目相关经济效益指标预测（万元）

指标		数值
年均销售收入		4,376.07
年均利润总额		1,816.28
年均净利润		1,543.83
内部收益率	税前	23.67%
	税后	20.16%
回收期	税前	6.66 年
	税后	7.85 年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

整体上看，此次募投项目将显著提升公司自产元器件产能，为公司长期增长奠定基础。

4. 盈利预测和投资评级

公司业务主要包括自产和代理两大类：

自产业务：2019 上半年，受益于军工被动元件行业景气，公司自产业务收入增长 36%，毛利率也有所提升，我们认为由于军工信息化的持续推进和国产替代加速，军工被动元件行业景气度将持续，预计公司 2019-2021 年自产业务都将快速增长，预计增速为 31%、25%、23%，同时由于产品价格比较稳定，毛利率也将维持在较高水平，预计 2019-2020 年毛利率为 83%、82%、81%。

代理业务：2019 上半年，由于区块链行业客户受外部不利因素影响需求放缓，公司代理业务收入同比下降 11.5%，同时由于 2018 年民用 MLCC 涨价高峰已过，2019 上半年代理业务毛利率也小幅回落。一般情况下代理业务没有明显季节性波动，我们预计 2019 全年的增速和毛利率情况与上半年基本一致，假设全年增速为 -10%，毛利率为 17.5%。2020-2021 年，预计代理业务将维持稳定增长，增速为 7%、7%，毛利率稳定在历史平均水平 16.5%。

表 14：公司收入分类预测（百万元）

单位：百万元	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
自产业务收入	487.98	348.69	639.25	799.07	982.85
增长率	55.38%	36.33%	31.00%	25.00%	23.00%
毛利率	79.98%	82.79%	83.00%	82.00%	81.00%
代理业务收入	432.32	194.34	389.09	416.32	445.47

增长率	2.89%	-11.50%	-10.00%	7.00%	7.00%
毛利率	18.82%	17.72%	17.50%	16.50%	16.50%
其他业务收入	3.13	0.64	3.13	3.13	3.13
增长率	28.04%		0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	68.36%	81.50%	68.36%	68.36%	68.36%
合计收入	923.43	543.67	1,031.47	1,218.52	1,431.45
合计增长率	25.34%	14.24%	11.70%	18.13%	17.47%
综合毛利率	51.25%	59.53%	58.25%	59.59%	60.90%
合计毛利润	473.26	323.65	600.81	726.07	871.75
毛利润增长率	50.33%		26.95%	20.85%	20.06%

数据来源：wind，东吴证券研究所

我们预测公司 2019-2021 年营收分别为 10.31 亿元，12.19 亿元，14.31 亿元，归母净利润 2.78 亿元，3.51 亿元，4.35 亿元，EPS 为 1.68 元、2.12 元、2.63 元，对应 2019-2021 年 PE 为 31 倍、24 倍、19 倍。

可比公司方面，国内从事军工元件的上市公司还有火炬电子、宏达电子、振华科技、中航光电、航天电器。

表 15：可比公司业务及估值情况

证券代码	公司简称	主营业务情况	2019 预期 PE
603678.SH	火炬电子	三块主营业务：军民用 MLCC，电子元器件代理，特种陶瓷材料	24
300726.SZ	宏达电子	主营军工钽电容器	40
000733.SZ	振华科技	7 家军工电子子公司产品覆盖电容、电阻、电感等多种电子元器件	26
002179.SZ	中航光电	主营连接器，产品应用在军工、通讯、新能源汽车等领域	35
002025.SZ	航天电器	主营连接器，产品应用在军工、通讯等领域	25
平均值			30

注：2019 年预期 PE 数据，收盘价为 2019 年 10 月 15 日数据，宏达电子、振华科技、中航光电、航天电器为 wind 一致预期

数据来源：wind，东吴证券研究所

鸿远电子当前估值略高于军工元件行业平均水平，与火炬电子、振华科技等公司相

比，鸿远电子军工电容器业务占比更大，更能直接反映行业景气，同时公司 2019 年 5 月上市，一般情况下市场也能给予次新股一定溢价，因此我们认为鸿远电子合理估值应高于可比公司平均水平。我们认为当前估值水平下，鸿远电子能够带来稳健的投资回报，给予公司“买入”评级。

5. 风险提示

应收账款余额较大的风险。公司自产业务产品大部分面向航天、航空、船舶、兵器等领域的客户。销售回款时间需要根据客户整体项目的拨款进度而定，付款周期相对较长。报告期内随着公司高可靠类产品销售规模的增长，应收账款相应增加。若应收账款无法收回将可能导致实际发生的坏账损失超过公司计提的坏账准备，对公司经营产生不利影响。

自产军用产品降价的风险。当前的定价方法是，公司参照相同或类似产品的历史价格，并结合客户的具体要求及供货量等，最终与客户协商达成销售价格，产品定价遵循市场化原则，定价机制相对稳定。若公司的核心技术及产品未能及时满足客户未来持续更新的需求，或者主要军方客户采购模式、定价机制发生重大变化，又或者行业内竞争进一步加剧，则公司存在因自产军用产品降价导致利润下滑的风险。

次新股股价波动较大的风险。公司于 2019 年 5 月上市，当前属于次新股，流通盘较小，预计在短期内股价波动较大。

鸿远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	1,240	1,883	2,033	2,275	营业收入	923	1,031	1,219	1,431
现金	211	665	524	444	减:营业成本	450	431	492	560
应收账款	482	604	713	923	营业税金及附加	11	14	15	17
存货	179	195	252	281	营业费用	70	100	129	150
其他流动资产	369	419	543	627	管理费用	76	116	137	153
非流动资产	213	409	642	826	财务费用	12	10	2	8
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	31	30	26	23
固定资产	128	209	311	389	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	44	155	284	387	其他收益	0	0	0	0
无形资产	25	29	32	35	营业利润	259	332	417	520
其他非流动资产	16	16	15	15	加:营业外净收支	3	8	6	6
资产总计	1,453	2,293	2,675	3,100	利润总额	261	340	423	526
流动负债	342	118	150	140	减:所得税费用	43	62	72	91
短期借款	213	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	71	60	90	80	归属母公司净利润	218	278	351	435
其他流动负债	58	58	60	60	EBIT	268	333	405	511
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	285	352	435	554
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	342	119	150	141	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	1.32	1.68	2.12	2.63
					每股净资产(元)	6.72	13.15	15.27	17.90
归属母公司股东权益	1,111	2,174	2,525	2,960	发行在外股份(百万股)	124	165	165	165
负债和股东权益	1,453	2,293	2,675	3,100	ROIC(%)	16.9%	12.5%	13.3%	14.3%
					ROE(%)	19.7%	12.8%	13.9%	14.7%
					毛利率(%)	51.3%	58.2%	59.6%	60.9%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	23.6%	26.9%	28.8%	30.4%
经营活动现金流	53	106	124	155	资产负债率(%)	23.6%	5.2%	5.6%	4.5%
投资活动现金流	-23	-215	-263	-227	收入增长率(%)	25.4%	11.7%	18.1%	17.5%
筹资活动现金流	-19	563	-2	-8	净利润增长率(%)	79.0%	27.2%	26.3%	24.0%
现金净增加额	10	454	-141	-80	P/E	38.81	30.50	24.16	19.48
折旧和摊销	18	19	30	43	P/B	7.63	3.90	3.36	2.86
资本开支	23	196	233	184	EV/EBITDA	29.69	22.19	18.26	14.49
营运资本变动	-250	-200	-259	-331					

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>

