



国防军工

2019-10-28

公司点评报告

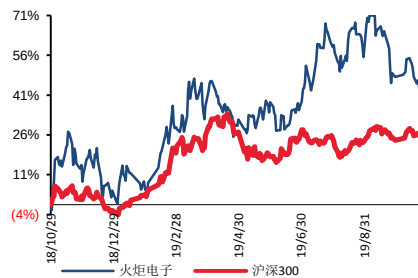
买入/维持

火炬电子(603678)

昨收盘: 21.29

三季报点评：三季度贸易产品出货占比较高，扣非净利润增速亮眼

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	453/451
总市值/流通(百万元)	9,637/9,608
12个月最高/最低(元)	25.42/14.69

相关研究报告：

火炬电子(603678)《事件点评：募
资布局高端 MLCC 产能，国产替代空
间广阔》——2019/09/11

证券分析师：马捷

电话：010-88695137

E-MAIL: majie@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519070002

证券分析师：刘倩倩

电话：010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190514090001

证券分析师：马浩然

电话：010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120003

事件：公司发布三季报，2019Q1-Q3，公司实现营业收入 17.27 亿元(+19.72%)，归母净利润 2.91 亿元(+15.23%)，扣非归母净利润 2.77 亿元(+27.66%)，EPS 为 0.64 元(+14.29%)。

Q3 单季度，公司实现营业收入 6.66 亿元(+32.88%)，归母净利润 7740 万元(+1.42%)，扣非归母净利润 7670 万元(+33.02%)。

点评：

Q3 单季度贸易产品出货占比较高，前三季度扣非净利润增速亮眼。 Q1-Q3 利润增速低于收入增速主要因为毛利率的降低，前三季度，公司毛利率为 34.25%，同比减少 1.1 个百分点。Q3 单季度，公司营业收入同比增长 32.88%，较 Q2 单季度环比提升 11.75%，增速放大明显。单季度毛利率为 19.05%，较上半年减少 18.47 个百分点。我们推测是由于 Q3 公司低毛利率的代理产品销售占比较高导致公司整体盈利能力减弱。Q1-Q3，公司非经常性损益 1334 万元（去年同期为 3500 万元），Q3 单季度为 70 万元（去年同期为 186 万元），剔除非经常性损益影响，Q3 扣非归母净利润增速高达 33.02%，较上半年增速提升显著。

费用率同比下降，经营性现金流净额改善明显。从费用端来看，由于业务规模扩大导致销售费用同比增长 35.21%；研发费用虽同比减少 41.90%，但并不意味着公司研发投入的减少，主要由于部分研发费用计入其他业务成本引起。总体来看，前三季度费用率为 12.92%，较去年 14.39%下降 1.47 个百分点。前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.00 亿元(+127.46%)，较去年改善明显。因军品销售规模扩大导致回款周期较长，公司应收账款为 11.19 亿元，同比增加 32.90%。

老树开新花：传统电子元器件业务迎来全新发展机遇。

(1) 自产业务：元器件板块是公司传统业务领域，公司是国内首批通过“宇航级”多层陶瓷电容器产品认证的企业，打破了原先我国宇航级多层陶瓷电容器产品需要进口的局面，填补了国内空白。

军品：我国近年来国防事业发展迅速，国防军费增长稳定，装备现代化需求迫切，军用高可靠 MLCC 作为基础元件，市场前景向好。中国军用陶瓷电容器市场规模近年来常年保持 10%以上增长，预计在 2019 年市场规模将达到 29.5 亿元，年均复合增速达到 12.7%，高于工业和消费电子领域。目前，军用 MLCC 市场三足鼎立，行业集中度指数(CR3)约为 60%以上。我们认为，军用客户在选用 MLCC 产品时，均将配套厂家的产品使用可靠性历史作为其至关重要的必备条件，供货

商与军方建立了长期合作关系，尽管目前军品市场趋向于竞争化，也不乏有外部竞争者能做出同等质量的产品，但是武器装备，特别是航空航天装备不容一点差池，且对成本不敏感，倾向于选择长期供货的企业。

民品：近年来，我国逐渐成为了全球最主要的电子信息产品生产基地，对各类电容器需求都在提升。从 2009 年-2017 年，我国 MLCC 市场规模从 225.9 亿元增长到 522.8 亿元，年复合增长率为 11.06%。2017 年，大陆地区 MLCC 消费量达到 3.058 亿只，占全球消费量 68.4%。据智研咨询预测，到 2024 年，我国 MLCC 市场规模将达到 894.7 亿元。同时，在 5G、新能源汽车等领域的带动下，电子设备对电子元器件的需求爆发性增长。从供给端来看，日韩龙头企业战略中心向高端市场转移，中低端市场供给仍有缺口。MLCC 价格自 2018Q4 价格下跌至今，库存基本消化完毕，市场回归理性后，在产能缺口叠加需求回暖的刺激下，MLCC 价格有望止跌企稳。2019 年 9 月，公司拟募投新增 840,000 万只小体积薄介质层陶瓷电容器产能，达产后年均实现销售收入 6.24 亿元，将极大提升公司传统业务的盈利能力。

(2) 贸易板块：公司目前代理业务收入占比约为 70%，代理产品主要包括 AVX 的钽电解电容器、AVX 金属膜电容器、KEMET 铝电解电容器、太阳诱电的大容量陶瓷电容器等，主要客户包括小米、京东方、海康威视等知名企业。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。我们认为，在全球电子元器件产业稳步增长的背景下，公司代理业务也将同样受益，未来将持续贡献可观的利润。

面朝大海，陶瓷复材不可限量。陶瓷基复合材料是有望替代高温合金在发动机高温部件上应用最具有应用潜力的材料。**制造陶瓷基复合材料的核​​心原材料——碳化硅纤维产品和技术长期遭国外封锁，公司技术处于国内、外同行业的领先水平。**SiC 纤维位于 SiC/SiC 陶瓷基复合材料的上游，是整个产业链至关重要的一环，世界上仅日本和美国能批量提供通用级和商品级的 SiC 纤维，也是巴黎统筹会禁运军事敏感物资。火炬电子目前的 CASAS-300 特种陶瓷材料以技术独占许可的方式，掌握了“高性能特种陶瓷材料”产业化的一系列专有技术，形成了“高性能特种陶瓷材料”的核心技术，该技术属国内首创，处于国内、外同行业的领先水平。公司于 2015 年募投陶瓷材料业务，原定 2019 年 8 月投产，但由于主要设备到货不及预期，推迟到 2020 年 9 月完工。预计本项目投产后可实现年均销售收入 5.29 亿元，年均净利润 3.05 亿元，利润规模将再造一个火炬。

盈利预测和评级。预计公司 2019-2021 年的净利润为 4.34 亿元、5.94 亿元、7.80 亿元，EPS 为 0.96 元、1.31 元、1.72 元，对应 PE 为 23 倍、17 倍、13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：募投项目进展不及预期；元器件贸易代理业务下降。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2024.35	2351.37	2852.70	3426.46
(+/-%)	7.21%	16.15%	21.32%	20.11%
净利润(百万元)	333.18	434.37	593.77	780.28
(+/-%)	40.71%	30.37%	36.70%	31.41%
摊薄每股收益(元)	0.74	0.96	1.31	1.72
市盈率(PE)	29.43	22.57	16.51	12.57

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	247	186	810	447	1685	营业收入	1888.1	2024.3	2351.4	2852.7	3426.5
应收和预付款项	1045	1240	1027	1722	1579	营业成本	1402.8	1314.3	1560.2	1796.7	2060.1
存货	347	565	258	690	397	营业税金及附加	10.55	13.92	17.87	22.82	29.12
其他流动资产	619	428	428	428	428	销售费用	73.31	107.61	134.03	171.16	215.87
流动资产合计	2110	2258	2419	2524	3287	管理费用	132.95	116.64	138.73	176.87	215.87
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	12.21	28.95	10.03	(2.29)	(10.71)
投资性房地产	29	30	28	25	21	资产减值损失	14.82	24.20	10.00	10.00	10.00
固定资产	189	566	630	781	663	投资收益	23.85	22.57	0.00	0.00	0.00
在建工程	263	129	269	0	0	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	100	95	153	135	118	营业利润	265.31	404.99	480.48	677.42	906.25
长期待摊费用	7	22	22	11	0	其他非经营损益	(0.88)	(0.80)	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	203	146	138	138	138	利润总额	264.44	404.18	520.48	717.42	946.25
资产总计	2901	3246	3686	3640	4254	所得税	46.91	76.32	76.11	105.65	139.97
短期借款	241	25972	40095	0	0	净利润	217.52	327.87	444.37	611.77	806.28
应付和预收款项	369	351	343	456	460	少数股东损益	(8.25)	2.56	10.00	18.00	26.00
长期借款	46	82	82	82	82	归母股东净利润	236.77	333.18	434.37	593.77	780.28
其他负债	17	24	24	24	24						
负债合计	692	857	448	561	565	预测指标					
股本	453	453	453	453	453						
资本公积	1094	1082	1082	1082	1082	毛利率	25.7%	35.1%	33.6%	37.0%	39.9%
留存收益	977	1244	1597	2079	2713	销售净利率	11.5%	16.2%	18.9%	21.4%	23.5%
归母公司股东权益	2524	2778	3131	3614	4248	销售收入增长率	25.7%	7.2%	16.2%	21.3%	20.1%
少数股东权益	30	51	61	79	105	EBIT 增长率	12.9%	56.5%	40.2%	35.0%	30.9%
股东权益合计	2554	2829	3192	3693	4353	净利润增长率	22.4%	40.7%	40.2%	36.7%	31.4%
负债和股东权益	3246	3687	3641	4254	4918	ROE	9.4%	12.0%	13.9%	16.4%	18.4%
						ROA	7.3%	9.0%	11.9%	14.0%	15.9%
						ROIC	10.3%	13.3%	13.2%	23.0%	22.6%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.52	0.74	0.96	1.31	1.72
经营性现金流	89	138	1074	(296)	1329	PE (X)	41.41	29.43	22.57	16.51	12.57
投资性现金流	(212)	(177)	36	36	36	PB (X)	3.88	3.53	3.13	2.71	2.31
融资性现金流	(69)	(25)	(487)	(102)	(127)	PS (X)	5.19	4.84	4.17	3.44	2.86
现金增加额	(196)	(63)	623	(362)	1238	EV/EBITDA (X)	31.32	20.27	13.77	11.25	7.89

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610)88321761

传真: (8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。