

鸿远电子(603267)

公司研究/深度报告

高可靠电容专家，自产业务发展迅速

深度研究报告/军工行业

2019 年 11 月 1 日

报告摘要：

● 高可靠电容专家，业绩实现不断突破

公司为军用陶瓷电容器专家，15-18 年，公司营收复合增速达 20.69%，归母净利润复合增速达 42.08%。2019Q3，公司实现营收 8.00 亿元，同比增长 12.84%；归母净利润 2.37 亿元，同比增长 21.89%。代理业务营收占比自 2017 年后开始下降，自产 MLCC 业务实现不断突破，2019Q3 两大板块营收占比分别为 39.46% 和 60.36%。近年来，公司毛利率维持在 80% 左右，期间费用率不断下降。

● 自产业务需求快速增长，市场前景广阔

我国是 MLCC 最大消费国，预计 2019 年我国多层陶瓷电容器市场规模将达 600 亿元。在国防信息化建设不断推进下，2019 年军用 MLCC 市场规模有望达 29.5 亿元。公司在军用 MLCC 的市场竞争中具有优势，目前公司与火炬电子、宏明电子呈现三足鼎立局势。民品市场空间广阔，下游消费电子、新能源汽车等领域需求较大，公司民品业务有望放量。公司自产 MLCC 以军品为主，占比约为 98%，2019Q3 实现同比增长 26.27%。近年来公司自产业务毛利率保持在 80% 左右。公司募投项目达产后有望新增营收 5.35 亿元，较 2018 年营收提高 58%。

● 代理业务核心客户稳定，下游产业决定板块发展

代理业务主要分为工业类和消费类，其中工业类占比接近 90%。2019Q3 营收占比占比为 39.46%。从前五大客户分析，公司代理业务下游产业主要包括光伏、区块链、消费电子等，2018 年光伏和区块链客户销售额占比均超过 10%。代理业务受下游客户所属产业的发展影响严重，17 年以来板块营收增速趋缓。

● 直流滤波器蓄势待发，未来有望成为新增长点

公司自产直流滤波器于 2015 年开始小批量试制，目前营收增速保持较高水平；毛利率方面，自小批量以来维持在 55% 左右。直流滤波器主要在电路中起到抑制电磁干扰的作用，我国军用市场国产替代需求强烈。募投项目达产后，将贡献近 5000 万元的营业收入。

● 投资建议：公司是军用自产 MLCC 龙头，直流滤波器业务有望快速增长，我们看好公司长期发展。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.66、2.06 和 2.56 元，对应 PE 为 29X、23X 和 19X，可比公司估值平均数 48X，给予“推荐”评级。

● 风险提示：军费预算增长低于预期；募投项目进度低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	923	1,058	1,219	1,420
增长率（%）	25.4%	14.6%	15.2%	16.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	218	274	341	424
增长率（%）	79.0%	25.4%	24.4%	24.5%
每股收益（元）	1.76	1.66	2.06	2.56
PE（现价）	27.0	28.7	23.0	18.5
PB	5.3	5.7	4.6	3.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

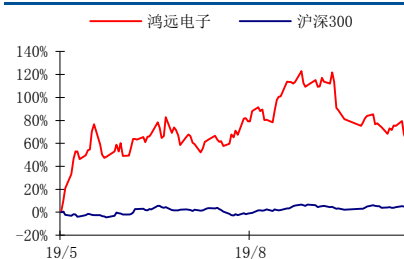
当前价格： 47.48 元

交易数据

2019-10-31

近 12 个月最高/最低(元)	64.17/28.92
总股本（百万股）	165.34
流通股本（百万股）	41.34
流通股比例（%）	25%
总市值（亿元）	78.50
流通市值（亿元）	19.63

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：王一川

执业证号： S0100518020001

电话： (010)85127513

邮箱： wangyichuan@mszq.com

相关研究

1. 鸿远电子(603267)简评报告：业绩增长超预期，自产业务提升显著
20190826

目录

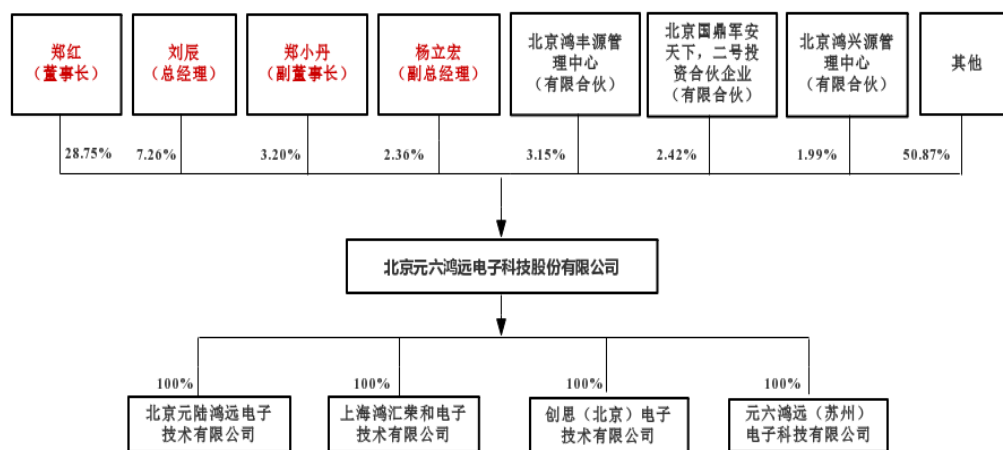
一、高可靠电容专家，业绩实现不断突破	3
（一）多层瓷介电容器为核心，出色完成航天发射配套任务	3
（二）归母净利润逐年提升，毛利率水平稳中有升	4
二、自产业务需求快速增长，市场前景广阔	5
（一）我国 MLCC 市场规模增长稳定，未来发展前景广阔	7
（二）国防信息化建设推动军用 MLCC 增长，市场竞争呈现三足鼎立格局	8
（三）民用 MLCC 市场受下游需求带动，市场竞争日益激烈	10
（四）多层瓷介电容器为核心，军民市场需求持续增长	11
（五）募投项目增加 MLCC 产能，销售额有望大幅提升	14
三、代理业务核心客户稳定，下游产业决定板块发展	14
（一）代理业务营业收入占比下降，毛利贡献较小	15
（二）客户集中度提升，市场竞争激烈	16
四、直流滤波器蓄势待发，未来有望成为新增长点	18
（一）直流滤波器快速发展，成长空间广阔	18
（二）直流滤波器市场潜力十足，国产化趋势创造新机遇	18
（三）募投项目扩大产能，市场前景开阔	19
五、盈利预测与投资建议	19
（一）盈利预测	19
（二）估值分析	20
六、风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

一、高可靠电容专家，业绩实现不断突破

(一) 多层瓷介电容器为核心，出色完成航天发射配套任务

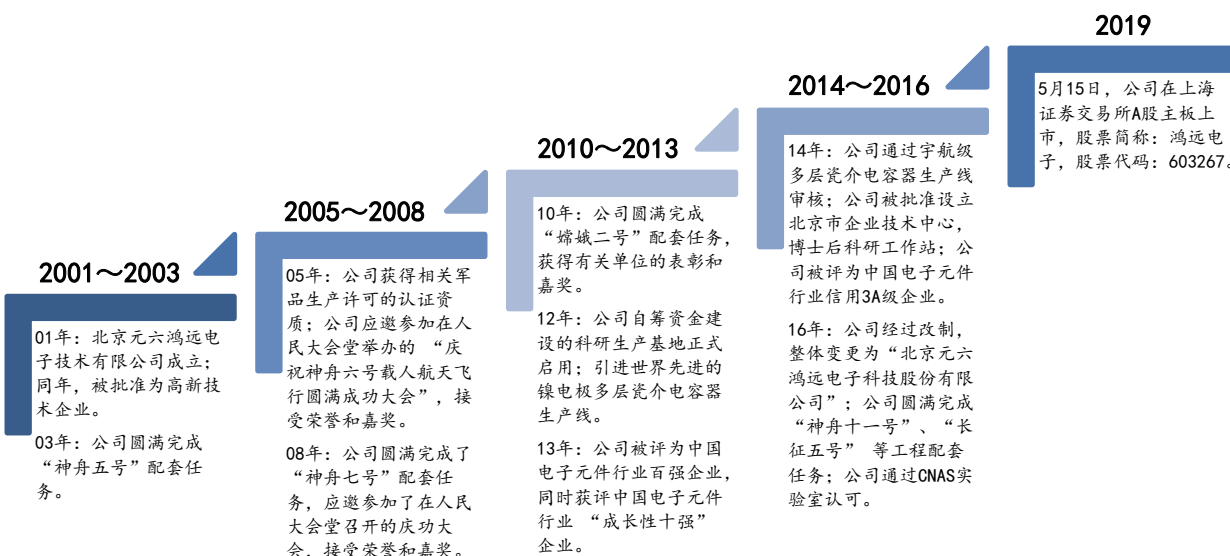
公司于 2001 年成立，以电容器等电子元器件的研发、生产、销售为主营业务。2019 年 5 月 15 日，公司在上海证券交易所 A 股主板上市。现已拥有两条世界最先进的生产线和一个瓷料研究中心，能够进行高品质多层瓷介电容器的自主研发和生产；拥有一支由博士、硕士、归国留学人员、行业资深专家组成的专业研发团队；并与清华大学等高校进行产学研合作，设立了 5 个联合实验室，在多层瓷介电容器的研究和应用上进行多方位合作。在公司的发展历程中，多次完成重大航天发射配套任务，自 2013 年起成为中国电子元器件百强企业。

图 1：鸿远电子股权结构



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 2：鸿远电子历史重大事件

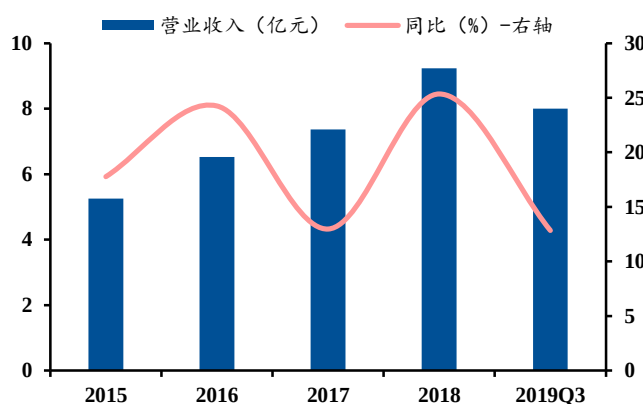


资料来源：公司官网，民生证券研究院

(二) 归母净利润逐年提升，毛利率水平稳中有升

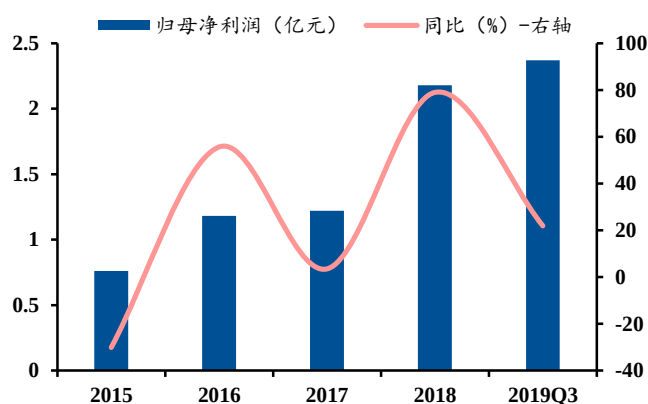
15-18 年，营收复合增速达 20.69%，归母净利润复合增速达 42.08%。2015 年以来，公司营业收入和归母净利润始终保持增长趋势，由于 2016 年军改的影响，导致 2017 年营收和归母净利润增速下滑。2015~2018 年，公司营业收入从 5.25 亿元稳定增长至 9.23 亿元，年复合增长率达 20.69%；归母净利润从 0.76 亿元增长至 2.18 亿元，年复合增长率达 42.08%。2019 年前三季度完成营收 8.00 亿元，同比增长 12.84%；归母净利润 2.37 亿元，同比增长 21.89%，全年有望保持高速增长。随着军改影响的逐渐消除，军队采购恢复性增长有望推动公司业绩持续向好。

图 3：15-18 年公司营业收入年复合增速为 15.15%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：15-18 年公司归母净利润年复合增速为 30.14%

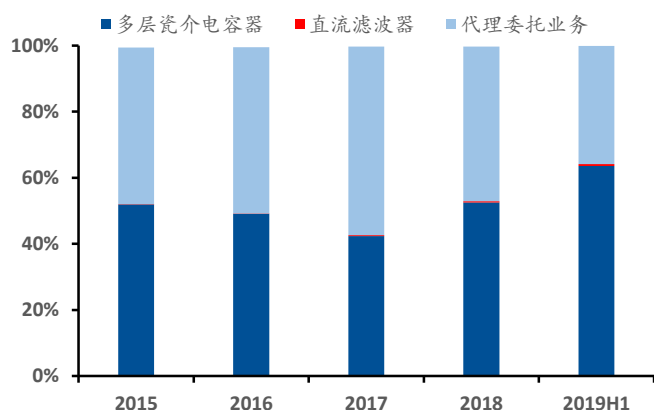


资料来源：wind，民生证券研究院

自产 MLCC 为核心业务，直流滤波器有望成为新增长点。公司主营业务包括自产业务和代理业务两大类。自产业务主要包括多层瓷介电容器和直流滤波器，其中 98% 为军品业务；代理业务集中在民用领域，覆盖了汽车电子、轨道交通、新能源、智能电网、通讯、消费电子、医疗设备等多个领域。公司以自产多层瓷介电容器为主业，2015 年至 2018 年多层瓷介电容器业务收入占比分别为 51.92%、49.14%、42.36% 和 52.53%，受军改的影响，2017 年自产业务收入占比有所下滑。2018 年，公司部分军品业务逐步恢复，新增批产项目较多且批产数量增大，公司自产业务收入和占比均得到提升。2019 年上半年，自产业务占比提升显著，达到了 63.59%。近年来公司开始在直流滤波器领域布局，2019 年上半年实现销售收入 277.18 万元，较上年同期增幅达到 38.87%，目前来看其营收占比仍较小，随着未来募投项目的落成，该领域有望成为新的业绩增长点。

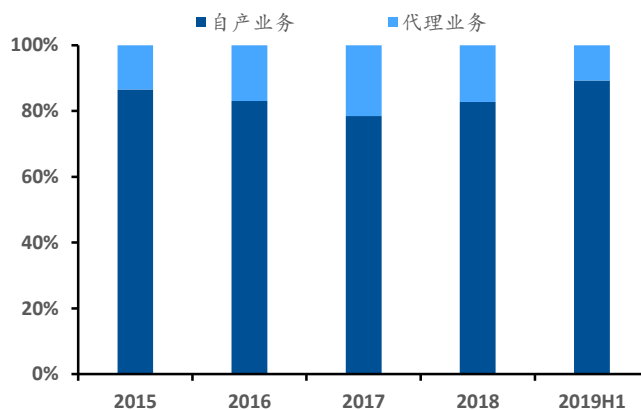
自产业务贡献绝大部分毛利，为公司发展的重点。从毛利角度看，公司自产业务 15-18 年的毛利占比为 86.57%、83.07%、78.50%、82.75%，自产业务贡献了公司绝大部分毛利；公司自产业务 15-18 年的毛利占比为 13.43%、16.93%、21.50%、17.25%，基本稳定在 15%-20% 之间。2019H1，自产业务毛利占比达到了 89.33%，代理业务毛利占比仅为 10.66%。从趋势上看，公司自产业务毛利贡献将不断提升，这与公司重点发展自产业务的思路相符。

图 5: 2019H1 多层瓷介电容器营收占比达 63.59%



资料来源: wind, 民生证券研究院

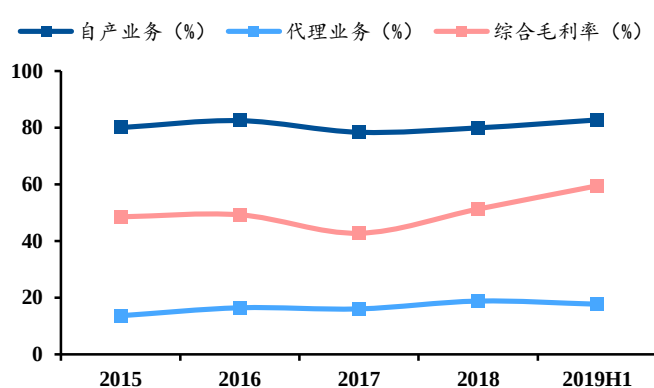
图 6: 2019H1 自产业务毛利占比达 89.34%



资料来源: wind, 民生证券研究院

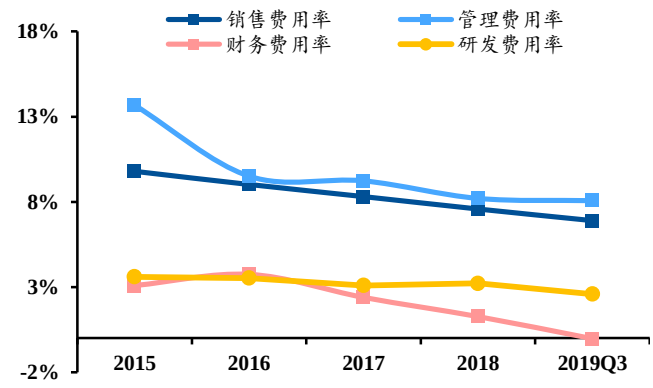
综合毛利率水平不断提高，自产业务毛利率始终保持高位。公司综合毛利率持续增长，主要原因为近年来毛利率水平较高的自产业务比重不断提升，且自产业务自身毛利率也在增长。2019 年上半年，公司综合毛利率到达了 59.53%，为历史最高值，其中自产业务和代理业务毛利率分别为 82.79%和 17.72%，主要系毛利水平较高的自产业务收入占比大幅提升所致。

图 7: 2019H1 公司综合毛利率提高至 59.53%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 各项费用率持续降低



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司各项费用率持续降低，费用控制效果显著。自 2015 年以来，公司各项期间费用率均呈现下降趋势，尤其是管理费用率和销售费用率下降显著。相对而言，研发费用率稳定在 3%左右。从绝对数角度，各项费用均逐年增长，但由于公司费用控制效果显著，费用增速不及营收增速，导致费用率不断下降。我们认为，公司费用控制能力有望保持较高水平，期间费用率仍有下降空间。

二、自产业务需求快速增长，市场前景广阔

公司自产业务以多层瓷介电容器为主。主要产品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以及直流滤波器等，采用国标、国军标、宇航用行业标准以及各类专项工程用规范，涉及宇航级、国军标、七专、普军等 11 个军用质量等级和 1 个国标等级。公司产品广泛应用于航天、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。

表 1: 公司主要自产产品

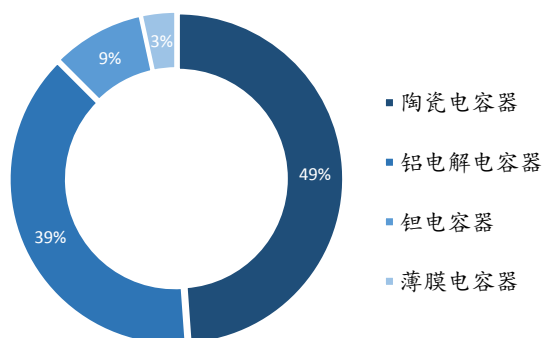
产品类别	产品型号	产品图片	质量等级	产品主要应用领域
片式多层瓷介电容器	CCS41、CTS41		宇航级	航天、航空、兵器、船舶等有高可靠领域的各类装备中
	CCK41、CTK41		国军标、专项工程	
	CC41、CT41		七专加严、七专、普军、军筛	
	CC41Q		国标	工业电子、新能源等领域
			专项工程、七专、普军、军筛	航天、航空、兵器、船舶等领域的微波、射频、中频放大器、混频器、振荡器、低噪声放大器、滤波网络、计时电路、延时电路
		国标	工业电子、通讯、医疗等领域	
	CCL1		七专、普军、军筛	用于计算机和发射大量噪声的外围设备,以及其他产生的大量噪声和辐射的电路和高阻抗电路
	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、高温测量设备
	CT41A			
CT41		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	
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	
	CC401		国标	
	CT401		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
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

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

(一) 我国 MLCC 市场规模增长稳定，未来发展前景广阔

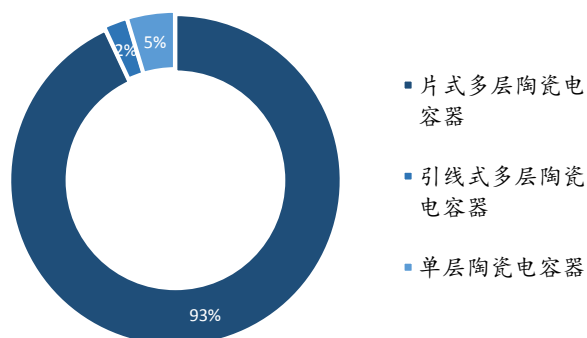
电容器市场中陶瓷电容器份额最大，MLCC 占据大壁江山。根据中国产业信息网资料，我国各类电容器中陶瓷电容器的市场份额最大，达到了 49%，其次铝电解电容器、钽电容器和薄膜电容器的市场份额分别为 39%、9%和 3%。而在陶瓷电容器中，多层陶瓷电容器（MLCC）占比达到 93%。MLCC 具有等效电阻低、体积小、耐高压/高温、大容量范围宽的特点，在各种新兴领域应用广泛，因此占据了较大的市场份额。

图 9：2018 年陶瓷电容器占电容器 49%市场份额



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

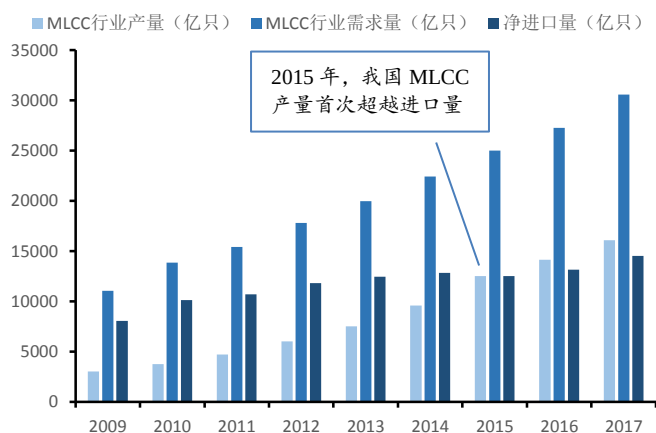
图 10：2018 年 MLCC 占陶瓷电容器 93%市场份额



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

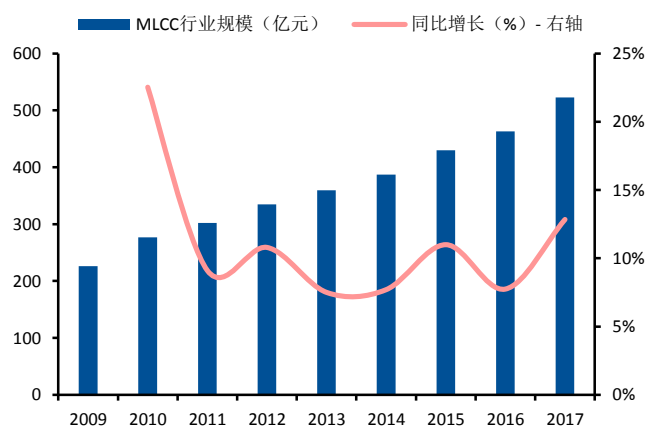
我国是全球最大的 MLCC 消费国，国内 MLCC 市场规模不断提升。2017 年中国 MLCC 需求量达到 3.058 万亿只，同期全球 MLCC 需求量约为 4.47 万亿只，中国 MLCC 需求量占全球需求量的 68.4%。2015 年以前，我国 MLCC 主要依靠进口，但自 2015 年起，我国 MLCC 产量首次超越进口量。随着中国日益成为全球主要的电子信息产品制造地，国内电子元器件市场需求总量呈现快速增长态势，其中 MLCC 行业规模持续扩张，2009-2017 年复合增长率达 9.77%。我国已经成为 MLCC 最大消费国，据产业信息网预测，到 2019 年我国多层陶瓷电容器市场规模将达 600 亿元。

图 11：2015 年起我国 MLCC 产量超越进口量



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

图 12：2009-2017 年中国 MLCC 行业市场规模不断提升

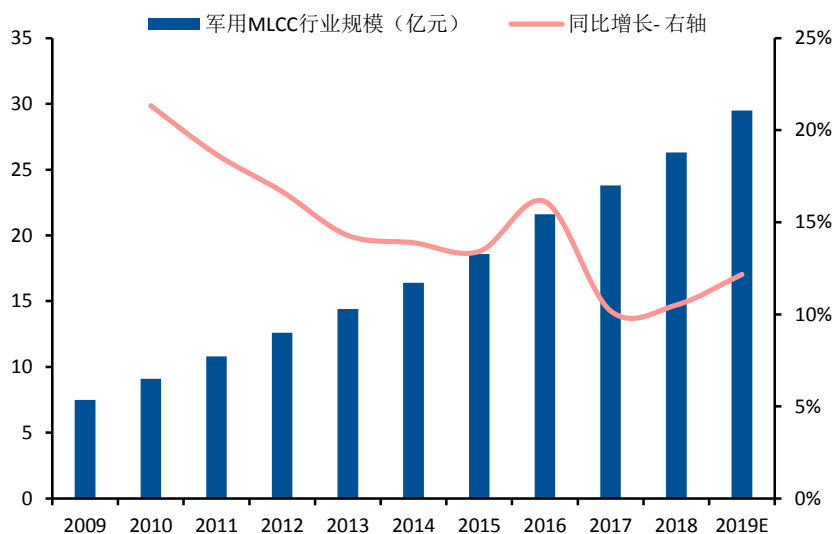


资料来源：产业信息网，民生证券研究院

(二) 国防信息化建设推动军用 MLCC 增长，市场竞争呈现三足鼎立格局

国防信息化建设推动军用 MLCC 需求增长，我国军品 MLCC 市场规模复合增速达 12.7%。十三五规划中提出，要大力推进国防信息化建设，特别是装备电子化、信息化、智能化、国产化，因此高性能、高可靠的 MLCC 作为基础元件需求量增长明显。根据中国电子元件行业协会电容器分会的数据显示，中国军用陶瓷电容电容器市场规模常年保持 10% 以上的增长，其预测中国军用领域陶瓷电容器市场规模将由 2013 年的 14.4 亿元增长到 2019 年的 29.5 亿元，年均复合增速达到 12.7%。

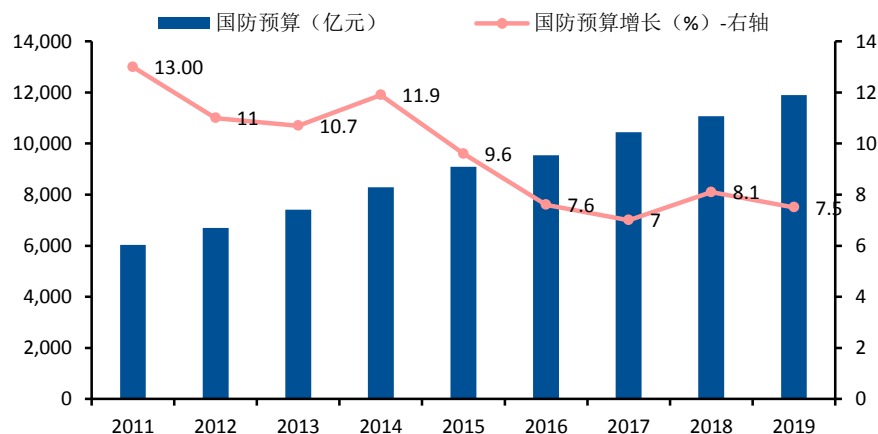
图 13：2019 年我国军用 MLCC 市场规模有望达到 29.5 亿元



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

军费稳定增长，装备费占比提升。近年来，我国军费预算增长稳定，增速保持在 7.5% 左右，自 2017 年以来连续三年军费预算突破万亿。我国军费的构成包括人员生活费、训练维持费和装备费。根据《新时代的中国国防》白皮书披露，装备费的占比持续提升，自 2010 年的 33.2% 提升至 2017 年的 41.1%。随着我国军费稳定增长以及装备费支出比例的提升，装备采购力度有望加大，作为基础元器件的军用 MLCC 需求也将随之增长。

图 14：我国军费增长稳定，近年来增速保持在 7.5% 左右



资料来源：中国军网，民生证券研究院

表 2：2010 年至 2017 年中国年度国防军费构成，装备费支出占比提升至 41.1%

	人员生活费		训练维持费		装备费		合计
	支出额	占比	支出额	占比	支出额	占比	
2010	1859.31	34.9%	1700.47	31.9%	1773.59	33.2%	5333.37
2011	2065.06	34.3%	1899.43	31.5%	2063.42	34.2%	6027.91
2012	1955.72	29.2%	2329.94	34.8%	2406.26	36.0%	6691.92
2013	2002.31	27.0%	2699.71	36.4%	2708.60	36.6%	7410.62
2014	2372.34	28.6%	2679.82	32.3%	3237.38	39.1%	8289.54
2015	2818.63	31.0%	2615.38	28.8%	3653.83	40.2%	9087.84
2016	3060.01	31.3%	2669.94	27.4%	4035.89	41.3%	9765.84
2017	3210.52	30.8%	2933.50	28.1%	4288.35	41.1%	10432.37

资料来源：《新时代的中国国防白皮书》，民生证券研究院

单位：亿元

MLCC 国内军品市场竞争格局相对稳定，呈现三足鼎立局势。目前，国内军用 MLCC 生产厂商主要包括北京鸿远电子、成都宏明电子和福建火炬电子等。军用 MLCC 产品对于质量控制要求高，军品市场的准入门槛较高，因此市场竞争格局稳定。根据公司招股说明书，目前在国产军用高可靠 MLCC 领域，以上三家公司市场份额相近。随着国防信息化发展和诸多主战装备的逐渐列装，未来高可靠 MLCC 的市场容量仍将持续快速增长。

表 3：鸿远电子军品 MLCC 主要竞争对手

公司	成立时间	主要产品	2018 年营业总收入（亿元）
成都宏明电子	1999 年 4 月	产品涵盖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、特殊类瓷介电容器	15.26
福建火炬电子	2007 年	专业从事陶瓷电容器研发、生产、销售和技术支持，产品包括片式多层陶瓷电容器、引线式多层陶瓷电容器、钽电容器、多芯组陶瓷电容器	20.20

资料来源：各公司官网、公司招股说明书，民生证券研究院

公司 ROE、销售净利率显著高于竞争对手。在与竞争对手火炬电子的对比中，公司主要财务指标均处于较高水平。其中，毛利率自 2014 年以来始终处于 50%左右，显著高于火炬电子 30%左右的毛利率水平，主要原因为公司产品结构中以高毛利率的军品为主，其营收占自产 MLCC 的比重达 98%。ROE 方面，2014 年以后公司均高于火炬电子。进行杜邦分析后发现，2018 年两家公司销售净利率分别为 23.65%和 16.58%，期间费用率分别为 20.27%和 14.3%，虽然公司期间费用率较高，但毛利率优势过于显著，销售净利率占据优势。权益乘数方面，两家公司处于同一水平，资产负债率均在 24%左右。2018 年两家公司总资产周转率分别为 0.7 和 0.57，公司总资产周转率从 14 年以来保持稳定，而火炬电子则持续下降。主要原因为火炬电子于 15 年开始布局新材料业务，固定资产投资导致其总资产不断提高，并且目前该业务产生的收益较小，直接导致其总资产周转率下降。

表 4：鸿远电子和火炬电子杜邦分析对比

		2014	2015	2016	2017	2018
鸿远电子	毛利率	49.17%	48.57%	49.27%	42.78%	51.31%
	ROE	24.28%	15.94%	19.00%	15.25%	22.13%

火炬电子	净利率	24.33%	14.44%	18.08%	16.56%	23.65%
	权益乘数	1.51	1.61	1.52	1.39	1.34
	总资产周转率	0.66	0.69	0.69	0.66	0.70
	毛利率	30.10%	28.28%	26.37%	25.70%	35.07%
	ROE	24.08%	17.41%	11.17%	9.77%	12.57%
	净利率	15.32%	14.09%	12.70%	12.10%	16.58%
	权益乘数	1.59	1.50	1.33	1.29	1.33
	总资产周转率	0.98	0.82	0.65	0.60	0.57

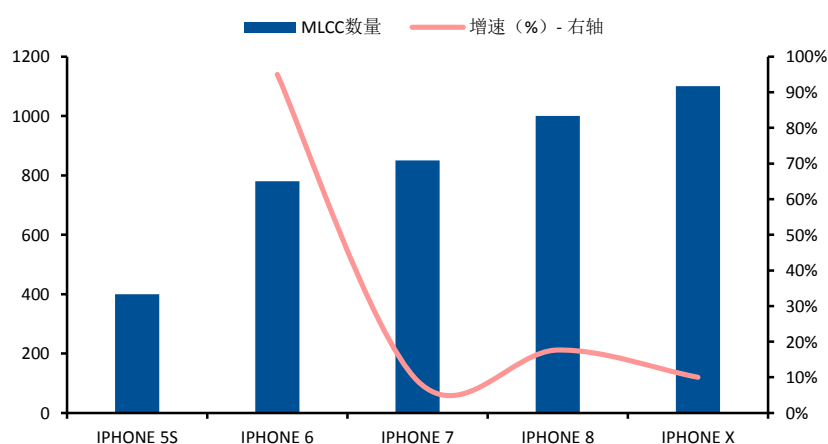
资料来源: wind, 民生证券研究院

(三) 民用 MLCC 市场受下游需求带动, 市场竞争日益激烈

消费电子、汽车电子等行业发展迅速, 民用 MLCC 市场持续扩张。MLCC 产品广泛应用于工业和消费类等民用领域, 包括消费电子、汽车电子、医疗电子设备、工业控制设备、精密仪器仪表和轨道交通。当前数字化、信息化、智能化及互联网化的发展迅速, 下游产品不断更新换代, 对 MLCC 产品的性能和产量需求不断提高, 民用 MLCC 市场发展前景广阔。

5G 时代手机 MLCC 用量增长, 平均单支手机用量将超千颗。2019 年被称为 5G 元年, 5G 商用快速推进。预计 2020 年将有 500 万支 5G 手机, 到 2025 年将暴增至 15 亿支, 其中使用的被动元件将供不应求。4G 智能手机平均每支 MLCC 用量约 550 颗到 900 颗, 预计到 5G 时代单机 MLCC 用量可提升到超过 1000 颗。根据日系厂商预测, 全球智能手机 MLCC 需求量在 2016 年约 3763 亿颗, 预计到 2020 年需求量可达 6325 亿颗, 年复合增长率约 13.9%。智能型手机是 MLCC 最大应用市场, 随着 MLCC 单机使用量和智能手机数量的增长, 其需求量将大幅提升。

图 15: 历代 iPhone 中 MLCC 使用数量不断提升



资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

新能源汽车 MLCC 用量显著提升, 需求量随新能源汽车共同增长。MLCC 常用于汽车的动力电机、转向电机、怠速停止、再生制动等部位。随着汽车电子化程度提升, MLCC 用量也大幅提升, 纯电动汽车所需的 MLCC 数量大约是传统内燃车的 6 倍。根据能源经济学家的预测, 全球电动汽车数量将继续增长, 目前纯电动车的普及率仍较低, 预计到 2030 年,

全球电动汽车销量将占新车的 15%至 30%。根据村田对不同类型汽车生产的预测数据，预计到 2024 年，汽车用 MLCC 的需求量将达到 6100 亿颗，较 2018 年的 3500 亿颗近乎翻倍。

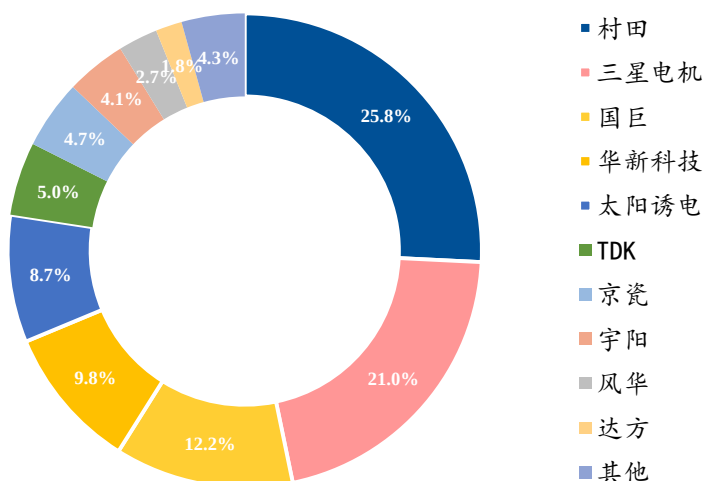
表 5：各类车型 MLCC 需求量

类型	内燃机	智能节油	混合动力	插电混动	纯电动
MLCC 需求量	3000	3900	4800	12000	18000
增长倍数	-	1.4 倍	1.6 倍	4.0 倍	6.0 倍

资料来源：产业信息网，民生证券研究院

日韩企业占据 MLCC 第一梯队，我国厂商以中低端产品为主。目前，世界 MLCC 市场可划分为三个梯队，其中以高端产品为主的日韩厂商占据第一梯队，随后是台湾的部分厂商，而我国的厂商主要聚焦中低端市场，属于第三梯队。根据中国电子元器件行业协会数据，2017 年全球 MLCC 市场中，前三名日本村田、韩国三星电机和台湾国巨分别占据了 25.8%、21% 和 12.2% 的市场份额。我国的厂商中，仅有宇阳电子和风华高科进入世界前十名，市场份额分别为 4.1% 和 2.7%。

图 16：2017 年全球 MLCC 主要企业市场份额（按销量）



资料来源：中国电子元器件行业协会，民生证券研究院

表 6：日韩公司占据全球 MLCC 第一梯队，台湾和大陆厂商分列第二和第三梯队

梯队	公司
第一梯队	村田、三星电机、太阳诱电、TDK、京瓷
第二梯队	国巨、华新科技、达方
第三梯队	宇阳电子、风华高科、三环、火炬电子

资料来源：产业信息网，民生证券研究院

（四）多层瓷介电容器为核心，军民市场需求持续增长

公司自产业务产品聚焦高端领域，主要面向军工客户。公司自产业务主要以高可靠的军工产品为主，根据招股说明书信息，公司自产业务中军品占比达 98%。公司凭借稳定、可靠的产品质量及专业、全面的销售服务，多年来与各大军工集团保持良好、稳定的合作关系。根据招股说明书的披露信息，近两年公司自产业务前五大客户结构稳定，分别为航天科技集

团、航天科工集团、电子科技集团、航空工业集团、和兵器工业集团，其中航天系统为公司主要客户，2018 年俩大航天集团客户累计占据自产业务收入的 43.76%。

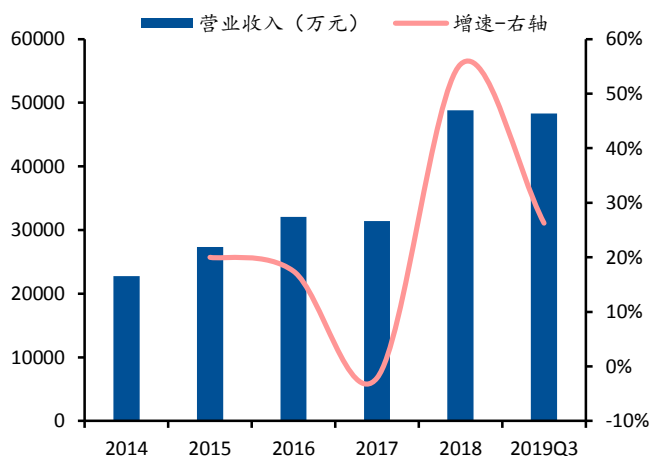
表 7: 鸿远电子自产业务前五大客户占比达 72.20%

年度	序号	客户名称	销售金额 (万元)	占自产业务 收入比例
2018 年度	1	航天科技集团	10836.06	22.21%
	2	航天科工集团	10516.56	21.55%
	3	电子科技集团	7046.32	14.44%
	4	航空工业集团	4077.59	8.36%
	5	兵器工业集团	2999.51	6.15%
		合计	35476.04	72.20%
2017 年度	1	航天科技集团	7090.96	22.58%
	2	航天科工集团	6750.61	21.50%
	3	电子科技集团	4502.60	14.34%
	4	航空工业集团	2682.69	8.54%
	5	兵器工业集团	2257.53	7.19%
		合计	23284.39	74.14%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

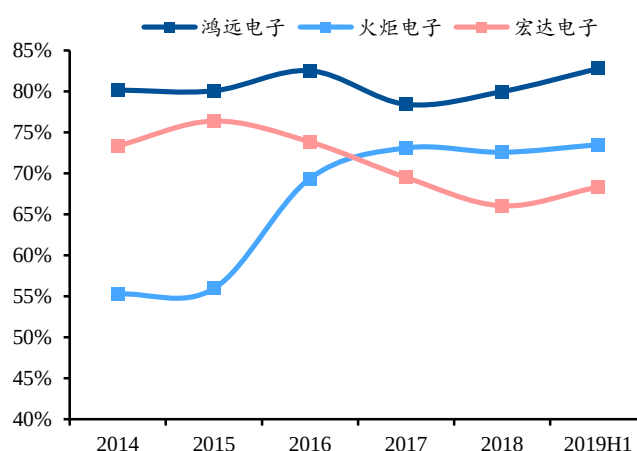
自产业务前期受军改影响，未来有望维持较高增速。由于公司自产业务以军品为主，受 2016 年军改开始的影响，公司 2017 年自产业务下滑 2.12%。随着军改落地，自产业务已恢复高速增长趋势。2019 年前三季度自产业务实现营业收入 48301.72 万元，较上年同期增长 26.27%。主要原因为公司军工客户延续了上年度对公司高可靠产品的增长需求，在价格保持相对稳定的情况下，销量增长较多。我们认为，得益于国家对军工行业的政策支持、公司自身产品质量的稳定和可靠，下游客户批产项目数量增多以及批产量的增加将推动公司自产业务营业收入持续增长。

图 17: 2019Q3 公司自产业务增速为 26.27%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 18: 公司自产业务毛利率水平保持在 80%左右



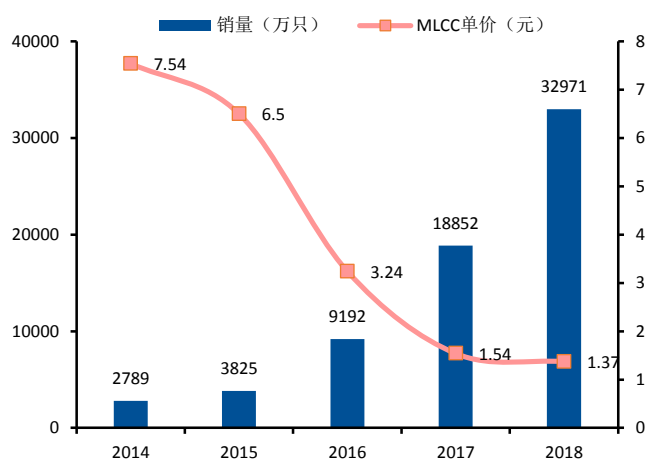
资料来源：wind，民生证券研究院

公司自产业务毛利率维持较高水平，竞争对手中优势明显。我们选取了公司同业竞争对手火炬电子和宏达电子进行比较，发现近年来公司自产业务毛利率始终保持在 80% 上下，而

对手公司自产业务的毛利率则较低且波动较大。由于公司自产业务以毛利率较高的军品为主，因此整体毛利率水平较高。我们认为，未来公司毛利率也将继续稳定在 80% 左右。

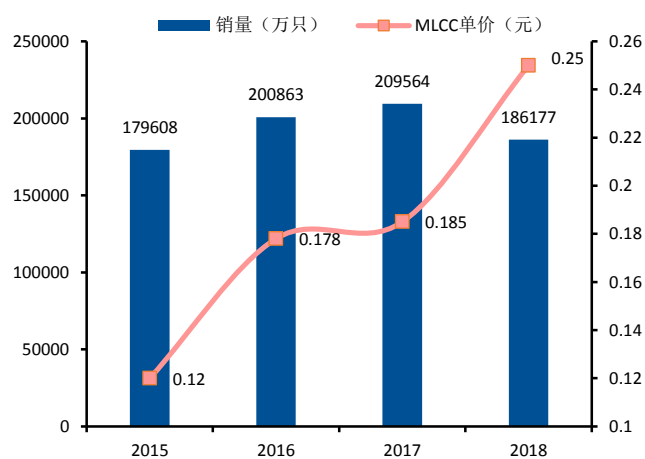
公司自产 MLCC 价格逐年下降，单价受民品数量增长而降低。2014 年以来，公司自产 MLCC 价格逐年下降，由 2014 年的 7.54 元/只下降至 2018 年的 1.37 元/只。究其原因，公司近年来民用产品销量大幅提升，根据公司招股说明书披露的信息，民品单价仅为 0.008 元/只，相对的军品价格达到 6.92 元/只，随着民品数量提升整体自产 MLCC 单价将持续下降。公司竞争对手火炬电子的自产 MLCC 单价已经处于较低水平，其产品结构中民品占比远高于公司。从下游客户需求角度看，民用产品的需求显著大于军品，因此未来公司势必将继续提升民品供货量，整体 MLCC 单价也将趋于市场平均水平。

图 19：公司自产 MLCC 单价呈逐年下降趋势



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 20：火炬电子自产 MLCC 单价逐年上涨

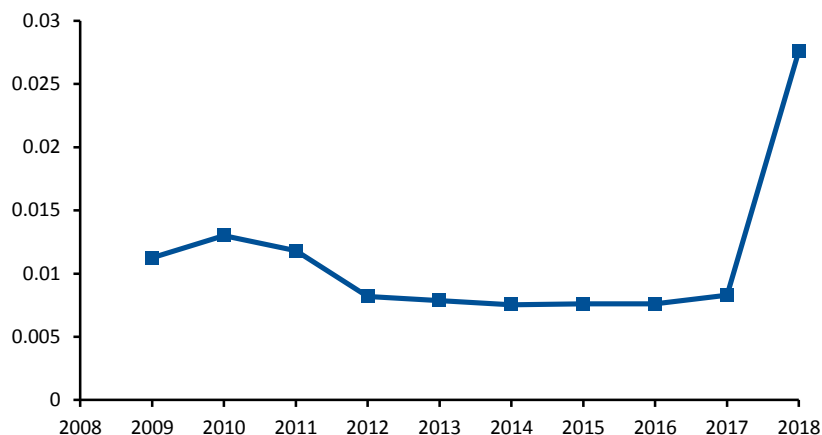


资料来源：公司年报，民生证券研究院

军用高可靠 MLCC 平均价格随客户需求变化，未来有望保持稳定。根据招股说明书披露，近三年公司高可靠产品产能稳定。考虑军改影响，我们假设 2016-2108 年军品销量分别为 4000 万只、4000 万只和 5000 万只，则 2016-2018 年高可靠 MLCC 的单价分别为 7.29、7.12 和 8.83 元/只。2017 年单价下降的原因为受军改影响，军品需求增长放缓，部分项目延期，为了获得更多订单，公司下调了部分高可靠产品的单价。2018 年单价上涨显著的原因为客户对高等级的高可靠产品采购数量增加，导致平均单价增加。我们认为，高可靠产品的平均单价受客户需求影响较大，在军改影响消除后，未来平均单价将趋于稳定。

民用 MLCC 价格先涨后跌，未来有望保持震荡上行。国际市场上 MLCC 价格在 2015 年前后开始出现上涨，并一直持续至 2018 年。价格上涨的主要原因为日韩厂商削减中低端 MLCC 的产量，供给减少推动价格上涨。但从 2018 年年底开始，各大厂商进入清库存阶段导致 MLCC 价格出现下滑。经过近一年的厂商库存去化和客户存货调节，目前价格已趋于稳定，未来有望保持震荡攀升态势。

图 21：国巨 MLCC 价格在 2018 年内大幅上涨



资料来源：国巨年报，民生证券研究院

(五) 募投项目增加 MLCC 产能，销售额有望大幅提升

MLCC 产能大幅提升，达产后销售额有望增长 58%。公司于 2017 年投资 48600 万元于苏州电子元器件生产基地项目，项目达产后，公司将扩大多层瓷介电容器的生产规模，其中高可靠多瓷电容器产品和通用多层瓷介电容器将分别新增产能 7500 万只/年和 192500 万只/年。项目预计于 2022 年达到 100%设计产能，届时高可靠 MLCC 产能达到 1.25 亿只，复合增长率约为 25.74%。根据军用高可靠 MLCC 市场目前的发展趋势，新增产能完全可以被市场需求消化，而民用市场需求更加广阔，我们预计公司未来满产后将大幅提高销售量。根据公司招股说明书，高可靠产品单价为 6.92 元/只、通用产品单价为 0.008 元/只，预计项目完成后公司销售额可增加 5.35 亿元，较 2018 年营业收入可提高 58%。

表 8：募投项目投产前后产能变化

项目名称	项目主要产品名称	募投项目投产前后产能变化	
		投资前现有产能	投资后新增产能
电子元器件生产基地项目	高可靠多层瓷介电容器	5,000 万只/年	7,500 万只/年
	通用多层瓷介电容器	30,000 万只/年	192,500 万只/年

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表 9：预计公司自产业务新增销售情况

产品分类	产量 (亿只)	均价 (元/只)	销售额 (亿元)
高可靠多层瓷介电容器	0.75	6.92	5.19
通用多层瓷介电容器	19.25	0.008	0.16

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

三、代理业务核心客户稳定，下游产业决定板块发展

公司代理业务以买断销售国际知名品牌厂商的电子元器件产品为主，主要产品包括电解电容、陶瓷电容、薄膜电容、电感变压器等，面向工业类及消费类民用市场。公司代理业务客户数量众多，行业分布广泛，稳定合作的客户达到上千家，行业覆盖了汽车电子、轨道交通

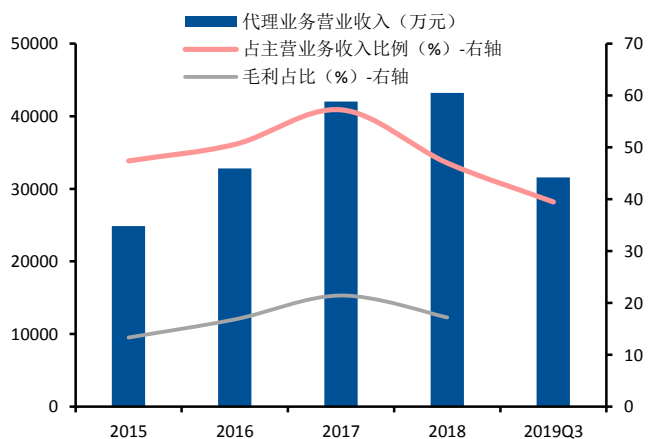
通、新能源、智能电网、通讯、消费电子、医疗设备等多个领域。

公司不断开拓新兴行业客户，业务发展更趋多元化。根据公司招股说明书，公司从 2008 年开始进入新能源行业，为客户提供电力电容、滤波器等产品的选型及定制服务，目前排名居前的风电和光伏设备制造商大部分已成为公司的客户；在智能电表领域，公司与多家国家电网稳定中标企业具有稳定的合作关系；在轨道交通行业，公司与北京铁路信号工厂及设计院具有稳定的合作关系，后又发展成为上海、沈阳、西安、成都等铁路信号工厂的合作伙伴，持续为铁路信号系统提供优质的配套服务；公司在新能源汽车行业也有所发展，与多家充电桩企业进行了合作。

（一）代理业务营业收入占比下降，毛利贡献较小

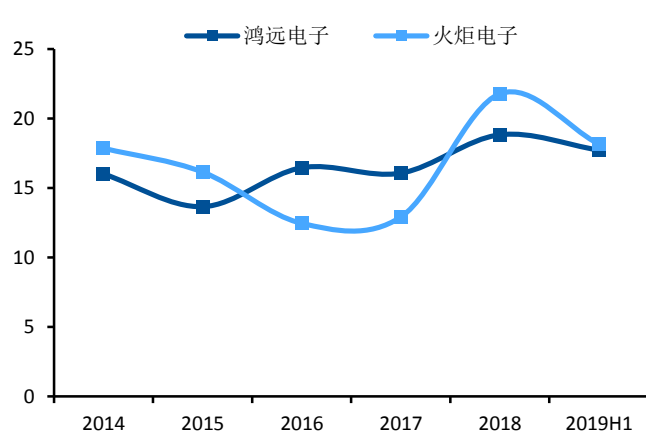
公司代理业务营收逐年增长，但营收占比下降。近年来，公司代理业务收入不断增长，2015-2018 年复合增速为 20.25%，其中 2018 年较 2017 年仅增长 2.89%，主要原因为下游客户需求下降。2017 年度，由于新能源、智能驾驶、人脸识别、人工智能等下游市场需求强劲，公司代理业务收入较 2016 年度增加 9,211.18 万元，增幅为 28.08%。2017、2018 和 2019Q3 代理业务收入占主营业务收入比例分别为 57.23%、46.98%和 39.46%，呈现下降趋势。我们认为一方面是自产业务发展迅猛导致的，更重要的是代理业务部分下游产业需求减少导致销售额下降。从毛利角度看，代理业务毛利占比在 2015 年至 2018 年处于 15%-20%区间，公司代理业务对于整体毛利贡献较小。

图 22：2019Q3 公司代理业务营收占比下降至 39.46%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：公司代理业务毛利率稳定增长



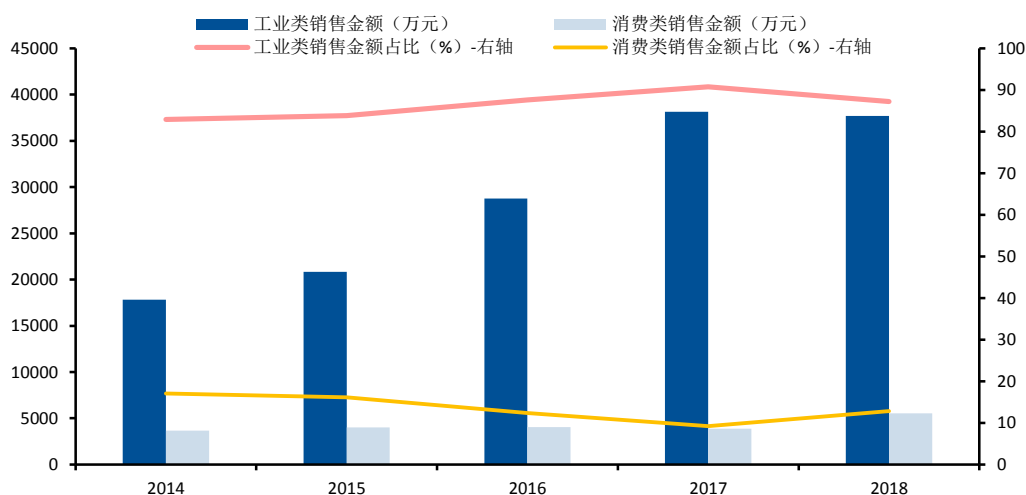
资料来源：wind，民生证券研究院

代理业务毛利率水平稳定增长，与竞争对手的毛利率水平大致相同。自 2015 年以来，公司代理业务毛利率呈现稳定增长趋势。2018 年代理业务毛利率上升至 18.82%，较 2017 年度上升 2.76pct，根据公司招股说明书解释，2018 年前三季度，代理业务市场上部分元器件产品持续处于供不应求的状态，Q4 及 2019 年上半年市场供需趋于稳定，因此 2019H1 毛利率水平略有下降。在与竞争对手火炬电子的对比中，两家公司毛利率水平比较接近，同样也都受下游市场供需关系的影响而波动。

（二）客户集中度提升，市场竞争激烈

公司代理业务以工业类为主，整体前五大客户集中度提升显著。公司工业类客户主要分布于轨道交通、智能电网、工业控制设备、新能源、精密仪表仪器、石油勘探设备、汽车等工业类领域，主要客户有宁波锦浪新能源科技股份有限公司、北京大豪科技股份有限公司、艾斯玛太阳能技术股份公司、北京天诚同创电气有限公司等；消费类客户主要分布于家用电器、笔记本电脑、手机等消费领域，主要客户有京东方科技集团股份有限公司。近年来，工业类销售额占代理业务总销售的比重接近 90%。从前五大客户角度看，2016、2017 和 2018 年合计销售额占代理业务营收比例分别为 21.98%、32.97%和 40.94%，前五大客户集中度提升显著。民用市场规模庞大，且代理业务客户数量众多，因此集中度与自产业务相比较低。

图 24：公司代理业务以工业类为主，2018 年占代理业务比重达 87.19%



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表 10：鸿远电子代理业务前五大客户占比达 40.94%

年度	序号	客户名称	销售内容	销售金额 (万元)	占代理业务 收入比例
2018 年度	1	宁波锦浪新能源科技股份有限公司	薄膜电容、压敏电阻、电解电容等	4705.52	10.88%
	2	北京三合兴电子科技有限公司	薄膜电容、电解电容、钽电容等	4485.04	10.37%
	3	北京天诚同创电气有限公司	滤波器、电解电容等	3328.49	7.70%
	4	京东方科技集团股份有限公司	陶瓷电容等	2746.18	6.35%
	5	北京大豪科技股份有限公司	陶瓷电容、电阻、钽电容、直流风扇等	2436.09	5.63%
		合计		17701.32	40.94%
2017 年度	1	宁波锦浪新能源科技股份有限公司	薄膜电容、压敏电阻、电解电容等	4650.40	11.07%
	2	北京三合兴电子科技有限公司	薄膜电容、电解电容、钽电容等	2766.51	6.58%
	3	北京大豪科技股份有限公司	陶瓷电容、电阻、钽电容、直流风扇等	2344.93	5.58%
	4	京东方科技集团股份有限公司	陶瓷电容等	2138.02	5.09%

2016 年度	5	艾思玛太阳能技术股份有限公司	薄膜电容、电解电容等	1951.07	4.64%
	合计			13850.92	32.97%
	1	京东方科技集团股份有限公司	陶瓷电容等	2121.60	6.47%
	2	北京天诚同创电气有限公司	滤波器、电解电容等	1624.89	4.95%
	3	宁波锦浪新能源科技股份有限公司	薄膜电容、压敏电阻、电解电容等	1379.07	4.20%
	4	北京大豪科技股份有限公司	陶瓷电容、电阻、钽电容、直流风扇等	1092.19	3.33%
	5	艾思玛太阳能技术股份有限公司	薄膜电容、电解电容等	994.22	3.03%
	合计			7211.97	21.98%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

代理业务光伏和区块链客户占比较大，板块发展受下游行业直接影响。从招股说明书中披露的近年前五大客户信息分析，公司代理业务中光伏产业客户占比最大，其次是区块链客户。2018 年，光伏客户（宁波锦浪新能源）、区块链客户（北京三合兴科技）销售额分别占代理业务收入的 10.88%和 10.37%。其中，区块链领域受行业提振的影响销售额大幅提升。根据调研信息，2019 年以来区块链领域发展再次趋缓，而光伏领域受政策利好销售额转好。近年来代理业务营收的变化和营收结构的变化印证了下游客户产业景气度直接影响代理业务发展。

代理业务市场竞争激烈。受 5G、移动支付、信息安全、汽车电子、物联网、新能源等领域发展的带动，整个代理业务市场发展迅速。目前与公司从事同类业务的企业数量众多，公司主要竞争对手包括厦门信和达电子、北京晶川电子、南京商络电子、创意电子等。同时，由于代理市场规模大，下游产业较为分散，因此市场竞争中各公司市占率均较小，市场竞争尤为激烈。

表 11：公司代理业务主要竞争对手

公司	成立时间	代理产品	说明
厦门信和电子	2000 年	TDK、EPCOS、YAGEO（台湾国巨）、Panasonic、KEMET（美国基美）、CHILISIN（台湾奇力新）、TAI-TECH（台湾台庆）、KDS（日本大真空）、H.ELE（台湾加高）、TOREX（日本特瑞仕）、LRC（乐山无线电）、PTTC（台湾聚鼎）、ATO（台湾荣创）、ISND 等公司产品	非上市公司
北京晶川电子	1996 年 3 月	英飞凌（半导体）、EPCOS（无源元件）、VAC（磁性元器件）	非上市公司
南京商络电子	1999 年 8 月	TDK 全系列元器件、EPCOS 全系列产品、YAGEO 全系列产品、SAMSUNG、KYOCERA、WALSIN、PDC、SUNLORD、CEC、PANDA、TA-I、CHILISIN、LRC、AVX、ROHM 等产品	于 2017 年 3 月终止挂牌
创意电子	2002 年	主要代理销售日本、韩国、欧美等地区的高品质元器件为主，产品涵盖电容、电阻、电感、各类感测器、开关、接插件、连接器、电位器、继电器、IC、晶振、二三极管、MOS 管、IGBT 等产品	香港注册的非上市公司
深圳湘海电子	2002 年	主要经营电子元器件、仪器仪表、监控设备、机电产品的技术发、技术维护及销售。代理产品包括村田、艾为、GCT、贝岭、芯导、芯凯、卓胜	非上市公司

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

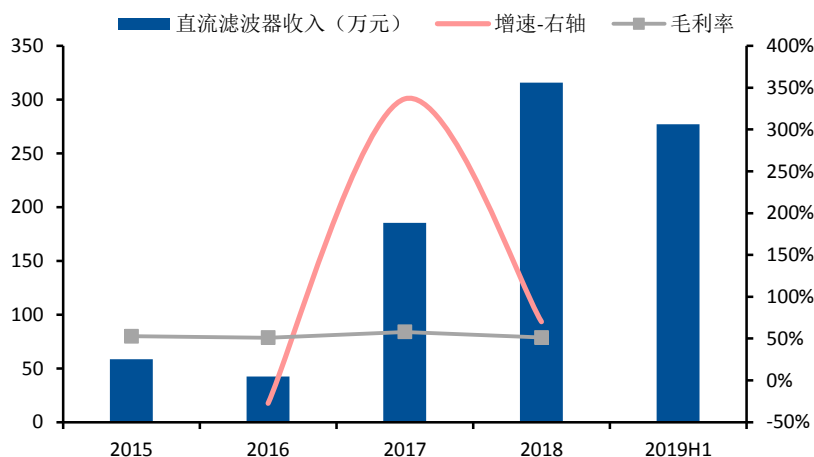
四、直流滤波器蓄势待发，未来有望成为新增长点

(一) 直流滤波器快速发展，成长空间广阔

直流滤波器应用于军工领域，公司技术已达国外优质水平。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设备电源中，如雷达系统、导弹发射车启动模块等。目前航天、航空等军工领域用户仍然多采用国外的滤波器产品，公司滤波器产品可以部分替代国外同类产品，满足军工领域客户国产替代的需求。凭借公司多年的相关产品研发经验，其生产的直流滤波器产品在体积和性能上都已经达到国外优质直流滤波器的规格标准，未来可逐步取代同类进口产品。

直流滤波器仍处于布局阶段，营收较少但增速较快。公司研发的直流滤波器产品于 2015 年实现小批量生产，并开始对外销售。2018 年公司直流滤波器板块实现营收 315.71 万元，同比增长 70%，2015-2018 年复合增长率达 75.36%。2019H1 实现营收 277.18 万元，已完成 2018 年营收的 88%，预计全年营收将继续大幅增长。毛利率方面，自 2015 年开始批产以来均处于 55% 左右的毛利率水平，但由于目前仍然处于小批量生产阶段，各期产量和销量变动较大，且以定制产品为主，各期销售产品的规格及等级相差较大，因此毛利率有小幅波动。

图 25：2018 年直流滤波器营收增速达 70.17%



资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 直流滤波器市场潜力十足，国产化趋势创造新机遇

国内直流滤波器市场国产替代需求强烈，公司产品具有较强竞争力。目前，国内直流滤波器市场需求量大，但受国内厂商的生产规模和技术水平的约束，当前国内军工市场使用的高性能直流滤波器主要依靠进口。进口直流滤波器虽然满足了国内市场对高质量高性能直流滤波器的需求，但是其价格昂贵且交付周期较长的缺点给国内厂商创造了进入该市场的机遇。公司生产的直流滤波器相对进口产品性价比更具优势，将会拥有较强的竞争力，可同时满足客户对产品质量和采购价格的要求。

国内直流滤波器市场规模可观，公司与主要竞争对手仍有差距。根据公司招股说明书，目前军用高可靠直流滤波器初步国产化市场规模大概在 2-3 亿元人民币。国内生产军用高可

靠直流滤波器的企业数量约有 5 家，公司的主要竞争对手为无锡天和电子和成都必控科技。公司在直流滤波器领域刚刚起步，产品已得到下游客户的认可，但受公司生产规模限制，目前市场占有率不足 5%，而竞争对手起步较早，其市场占有率均高于公司。公司直流滤波器的技术先进、生产工艺相对成熟、产品性能优异，未来随着产能的逐步扩大，有望成为公司新的业绩增长点。

表 12：鸿远电子直流滤波器主要竞争对手

公司	成立时间	主要产品	近期财务数据 (万元)	说明
中电科 43 所	1968 年	混合集成电路 (HIC) 及相关产品的研发与生产，主要产品有功率电路 (含 EMI 滤波器)、转换器电路、精密电路、信号处理电路、放大器电路、专用混合集成电路和多芯片组件等	2017 年净利润：16234.56	科研院所
无锡天和电子	2001 年	滤波器、变换器、二三极管、放大器、稳压器，有集成电路封装生产线和微组装电子模块生产线，为国防重点工程项目配套	2017 年营收、净利润：2009.39、82.2	非上市公司
成都必控科技	2006 年	各项型号电源模块、大功率电源、定制电源、组合定制集成电源、浪涌抑制器等	2016 年营收、净利润：8102.9、407.4	于 2017 年终止挂牌

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

(三) 募投项目扩大产能，市场前景开阔

直流滤波器项目市场前景广阔，达产后有望贡献近 5000 万营收。公司直流滤波器产品自 2015 年开始小批量生产并对外销售，用户反馈良好且市场需求旺盛，但由于公司产能限制，预计未来几年销售增加将受限。为此，公司于 2017 年投资 4,900 万元于直流滤波器项目以提升公司生产能力和技术水平。项目预计 2020 年竣工，并在建成后第 2 年达到 100% 设计产能，预计新增直流滤波器产能 8 万只/年。根据调研信息，市场上军用直流滤波器的均价为 600 元/只，在项目达到完全产能后有望每年贡献约 4800 万元的营业收入。随着混合集成电路的广泛应用，模块化电源的使用量不断增加，电子设备的电磁环境更加复杂，行业内对于直流滤波器的需求，特别是军工行业对高性能、小体积的直流滤波器的需求日益增长。因此，公司直流滤波器项目具有良好的市场前景。

五、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

未来，公司自产业务将保持较快增长，待募投项目建成后业绩将继续突破；代理业务受下游产业景气度影响较大，后续预计营收增长稳定。预计未来三年营收和净利润将快速增长，2019-2021 年，公司归母净利增速有望分别达到 25%、24%、25%。

表 13：盈利预测关键假设

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
自产业务				
收入增长率	55.38%	32.0%	25.0%	25.0%
毛利率	79.98%	74.0%	74.0%	73.0%

代理业务

收入增长率	2.89%	-5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	18.82%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: wind, 民生证券研究院

表 14: 主要业务经营测算

单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
自产业务				
收入	488	644	805	1,006
成本	98	167	209	272
毛利	390	477	596	735
代理业务				
收入	432	411	411	411
成本	351	349	349	349
毛利	81	62	62	62

资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 估值分析

我们采用相对估值法对公司进行估值: 选取 4 家上市公司作为可比公司, 可比公司 19 年的 PE 均值为 48 倍。公司自产高可靠 MLCC 技术、渠道优势显著, 募投项目达产后将对业绩贡献较大, 未来有望获取更大市场份额, 投资价值显现。

表 15: 行业可比公司估值

排名	证券简称	代码	市盈率 PE		
			TTM	2019E	2020E
1	火炬电子	603678.SH	25	23	18
2	宏达电子	300726.SZ	38	38	32
3	中航光电	002179.SZ	36	35	28
4	景嘉微	300474.SZ	99	95	75
	鸿远电子	603267.SH	30	29	23
	均值		50	48	38

备注: 宏达电子市盈率为 wind 一致预测, 最新收盘价为 2019 年 10 月 31 日收盘价。

资料来源: wind, 民生证券研究院

六、风险提示

军费预算增长低于预期; 募投项目进度低于预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	923	1,058	1,219	1,420
营业成本	450	518	560	622
营业税金及附加	11	13	14	17
销售费用	70	74	91	104
管理费用	76	93	110	127
研发费用	30	37	42	49
EBIT	288	323	402	501
财务费用	12	9	8	7
资产减值损失	31	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	259	324	405	505
营业外收支	3	4	4	4
利润总额	261	329	409	509
所得税	43	55	68	85
净利润	218	274	341	424
归属于母公司净利润	218	274	341	424
EBITDA	305	340	419	518

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	211	388	516	800
应收账款及票据	827	959	1101	1284
预付款项	13	21	21	23
存货	179	145	215	182
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	1240	1516	1863	2295
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	128	127	128	128
无形资产	25	27	29	30
非流动资产合计	213	220	230	242
资产合计	1453	1737	2094	2536
短期借款	213	213	213	213
应付账款及票据	71	76	85	94
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	342	352	368	387
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	342	352	369	387
股本	124	165	165	165
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1111	1384	1725	2149
负债和股东权益合计	1453	1737	2094	2536

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	25.4%	14.6%	15.2%	16.5%
EBIT 增长率	86.1%	12.3%	24.4%	24.6%
净利润增长率	79.0%	25.4%	24.4%	24.5%
盈利能力				
毛利率	51.3%	51.0%	54.1%	56.2%
净利率	23.6%	25.9%	27.9%	29.9%
总资产收益率 ROA	15.0%	15.8%	16.3%	16.7%
净资产收益率 ROE	19.7%	19.8%	19.7%	19.7%
偿债能力				
流动比率	3.6	4.3	5.1	5.9
速动比率	3.1	3.9	4.5	5.5
现金比率	0.6	1.1	1.4	2.1
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	172.9	186.5	183.6	182.8
存货周转天数	121.7	112.7	115.7	114.7
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.8	1.7	2.1	2.6
每股净资产	9.0	8.4	10.4	13.0
每股经营现金流	0.4	1.2	1.0	1.9
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	27.0	28.7	23.0	18.5
PB	5.3	5.7	4.6	3.7
EV/EBITDA	23.4	20.4	16.4	12.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	218	274	341	424
折旧和摊销	48	17	17	17
营运资金变动	(222)	(89)	(203)	(128)
经营活动现金流	53	207	160	318
资本开支	23	20	23	24
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(23)	(20)	(23)	(24)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2	0	0	0
筹资活动现金流	(19)	(9)	(9)	(9)
现金净流量	10	177	128	285

插图目录

图 1: 鸿远电子股权结构	3
图 2: 鸿远电子历史重大事件	3
图 3: 15-18 年公司营业收入年复合增速为 15.15%	4
图 4: 15-18 年公司归母净利润年复合增速为 30.14%	4
图 5: 2019H1 多层瓷介电容器营收占比达 63.59%	5
图 6: 2019H1 自产业务毛利占比达 89.34%	5
图 7: 2019H1 公司综合毛利率提高至 59.53%	5
图 8: 各项费用率持续降低	5
图 9: 2018 年陶瓷电容器占电容器 49% 市场份额	7
图 10: 2018 年 MLCC 占陶瓷电容器 93% 市场份额	7
图 11: 2015 年起我国 MLCC 产量超越进口量	7
图 12: 2009-2017 年中国 MLCC 行业市场规模不断提升	7
图 13: 2019 年我国军用 MLCC 市场规模有望达到 29.5 亿元	8
图 15: 历代 iPhone 中 MLCC 使用数量不断提升	10
图 16: 2017 年全球 MLCC 主要企业市场份额 (按销量)	11
图 17: 2019Q3 公司自产业务增速为 26.27%	12
图 18: 公司自产业务毛利率水平保持在 80% 左右	12
图 19: 公司自产 MLCC 单价呈逐年下降趋势	13
图 20: 火炬电子自产 MLCC 单价逐年上涨	13
图 21: 国巨 MLCC 价格在 2018 年内大幅上涨	14
图 22: 2019Q3 公司代理业务营收占比下降至 39.46%	15
图 23: 公司代理业务毛利率稳定增长	15
图 24: 公司代理业务以工业类为主, 2018 年占代理业务比重达 87.19%	16
图 25: 2018 年直流滤波器营收增速达 70.17%	18

表格目录

表 1: 公司主要自产产品	6
表 2: 2010 年至 2017 年中国年度国防军费构成, 装备费支出占比提升至 41.1%	9
表 3: 鸿远电子军品 MLCC 主要竞争对手	9
表 4: 鸿远电子和火炬电子杜邦分析对比	9
表 5: 各类车型 MLCC 需求量	11
表 6: 日韩公司占据全球 MLCC 第一梯队, 台湾和大陆厂商分列第二和第三梯队	11
表 7: 鸿远电子自产业务前五大客户占比达 72.20%	12
表 8: 募投项目投产前后产能变化	14
表 9: 预计公司自产业务新增销售情况	14
表 10: 鸿远电子代理业务前五大客户占比达 40.94%	16
表 11: 公司代理业务主要竞争对手	17
表 12: 鸿远电子直流滤波器主要竞争对手	19
表 13: 盈利预测关键假设	19
表 14: 主要业务经营测算	20
表 15: 行业可比公司估值	20

分析师简介

王一川，军工行业分析师，2018年“金牛奖”国防军工最佳金牛分析师，多年股权投资工作经验，美国福特汉姆大学金融学硕士，2015年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。