

鸿远电子（603267）：高壁垒高成长的军用MLCC龙头

2020年02月10日

强烈推荐/维持

鸿远电子 公司报告

报告摘要：

宇航级 MLCC 门槛高，新玩家难以介入。MLCC 是电阻电容电感三大元器件里的“皇冠”，技术难度最大，壁垒最高。日本的村田、京瓷、太阳优电等公司是 MLCC 全球龙头，国内这项技术的突破难度不亚于半导体，尤其是高端电容。而军用 MLCC 在生产技术中工艺质控难度更大，专项检测技术要求更高。军用客户在选用时，均将配套厂家的产品使用**可靠性历史**作为必备条件，采用严格的供应商目录管理模式。军工重点工程的配套信息通过专用渠道传达交流，保密要求高。这对行业外潜在竞争对手进入该市场形成较大障碍。同时，军品价格远远高于民品。

军用 MLCC 客户大力扶持国内现有厂家。当前，国内军用 MLCC 厂商受制于技术、规模等因素，供应远不能满足军品需求。其中，高端产品主要依赖进口，部分产品被国外品牌垄断，价格和交货周期等受制于人。这导致部分 MLCC 产品需要筛选使用，增加了军工用户采购成本和设备维护成本。在自主可控大背景下，国家大力鼓励高端 MLCC 产品国产化，军工用户实际采购也更偏好于本土企业，并能给予合理的利润空间。预计国内军工客户的本土化采购需求将越发强烈，为鸿远电子等企业打开了广阔市场。公司军用瓷介电容器单价为民用的 865 倍，充分说明军用瓷介电容器的技术壁垒之高，以及行业内玩家稀缺，可以说军用 MLCC 生产能力是公司的核心竞争力所在。

公司 22% 的 ROE 水平还将快速提升。鸿远电子拥有很强的管理能力。分析财务报表可知，公司近三年固定资产基本没有增长，但营业收入快速增长。同时，公司的固定资产周转率从 2014 年的 3.5 提升至 2018 年的 7.3。也就是说，公司的资本开支不用随着营收增长而同步提升。另外，公司自由现金流水平也较好。2018 年公司的 ROE 水平达 22%，我们预计以公司目前 24% 的净利润率叠加较高的资产周转率，未来 ROE 水平还将提升。

公司募投项目建设顺利扩产在即。公司 IPO 募投项目为苏州生产基地，该基地已于 2017 年 6 月开建，预计今年下半年投产。达产后军用 MLCC 将新增产能 7,500 万只/年，达到 1.25 亿只/年，通用 MLCC 新增产能 19.25 亿只/年。军品单价 6.92 元/只是民品单价 0.008 元/只的 865 倍，2022 年全面达产后可新增军品销售额 5.19 亿元。

盈利预测：预计公司 19-21 年分别实现营收 10.57 亿元、13.66 亿元和 18.56 亿元，净利润 2.72/4.24 亿元/6.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.65 元、2.56 元和 4.08 元，PE 分别为 33X、21X 和 13X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：航天任务进度不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	736.67	923.43	1,057.57	1,365.85	1,856.01
增长率（%）	12.98%	25.35%	14.53%	29.15%	35.89%
归母净利润（百万元）	122.01	218.36	272.48	423.94	674.11
增长率（%）	3.48%	78.97%	24.78%	55.59%	59.01%
净资产收益率（%）	14.13%	19.66%	22.33%	31.97%	45.10%
每股收益（元）	0.98	1.76	1.65	2.56	4.08
PE	54.78	30.50	32.57	20.94	13.17
PB	7.71	5.99	7.27	6.69	5.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主营业务为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电子元器件的研发生产，客户涵盖航天科技、航天科工、航空工业等军工集团，产品广泛应用于航空航天和各类武器装备领域。此外还有一部分代理业务。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	53.68-29.15
总市值（亿元）	88.75
流通市值（亿元）	22.19
总股本/流通 A 股（万股）	16534/4134
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	12.8

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

分析师：王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：朱雨时

010-66555574

Zhuys@dxzq.net.cn

1. 高端 MLCC 是我国短板，亟待攻克

MLCC 是电阻电容电感三大元器件里的“皇冠”，技术难度最大，壁垒最高。日本的村田、京瓷、太阳诱电等公司是 MLCC 领域全球龙头，国内这项技术的突破难度不亚于半导体芯片，尤其是高端电容以及直流滤波器。

虽然我国已经成为全球最大的 MLCC 消费国，但还不是最大的 MLCC 生产国。目前 MLCC 产业链基本上都由海外厂商主导，因此我国每年仍还需要大量进口。现阶段，全球 MLCC 的生产主要集中在日本、韩国和我国台湾。其中全球前十大 MLCC 厂商，仅日系厂商在全球市场销量占有率就达到 40% 以上。

具体来看，以村田、TDK、太阳诱电和京瓷为主的多个日本企业和韩国三星电机在 MLCC 领域技术最为先进，处于第一梯队位置，占据了全球主要市场份额。我国台湾地区的国巨和华新科等企业技术水平则仅次于第二梯队，在全球也占据了一定的市场份额。而我国大陆地区的鸿远电子、风华高科、三环集团、宇阳、火炬电子等企业则处于 MLCC 产业的第三梯队，市场份额还有待提高。

不同档次的 MLCC 价格差别很大，鸿远电子的 MLCC 单价和毛利率很高。公司的两个募投项目中，高可靠性 MLCC 的产量比通用 MLCC 的产量低很多，但是产值正好相反。原因在于，军品单价 6.92 元/只是民品单价 0.008 元/只的 865 倍。

高端 MLCC 大量应用于卫星、飞船、火箭、雷达、导弹等武器装备。上述各类军用电子系统所处的环境更严酷，具有特殊性，不仅要求电容器常温特性优良，还需要按照不同的军用标准，在高温、高压、严寒、高冲击等条件下进行严格的可靠性控制和检验，以适应不同的武器装备总体要求。

由于 MLCC 产品在生产技术中工艺质量控制难度较大，专项检测技术要求较高，军品使用的市场准入门槛也很高。更为关键的是，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。

目前，航天、航空等军品市场的配套者基本为产品可靠性高、配套历史长的国内企业，行业用户主要采用定制供应商目录的管理模式。军工类重点工程的配套需求信息通过专用的渠道进行传达和交流，具有严格的保密要求。对行业外潜在竞争对手进入该市场形成较大障碍。

（1）、军用 MLCC 的特殊性

军工领域关乎国家安全，所以在业务认证、产品标准、生产流程管控、用户领域等方面与其他产品相比具有较大的差异，具体如下：

表 1：军品生产的特殊性

方面	特殊性
业务认证方面	对于军工类产品，进入军工市场前应先通过一整套严格的考核，取得相应的军工资质认证，其中，武器装备质量体系认证（原名军工产品质量体系认证）、保密体系认证、武器装备科研生产许可证、装备承制单位注册证书这四种为国家规定必须取

	得的业务认证；军用电子元器件制造厂生产线（QPL）认证、军用电子元器件质量（QPL）认证为可选择的业务认证，但通过该两种认证后可以粘贴专用的军用标识，军工客户在同等条件下采购时会优先选择已被列入 QPL 目录的产品。对于其他产品，公司满足下游用户自身的采购要求即可。
产品标准方面	军工类产品涉及宇航级、国军标、七专、军筛、普军 5 个军用质量等级，分别执行相应的国家军用标准、企业军用标准；其他产品则一般执行国家标准。
生产管控方面	对于军工类产品生产采取“过程控制”管理模式，对于工业类产品参照军工产品执行“过程控制”管理模式。过程控制从原材料和产品结构设计开始管控，每道生产工序均需自检、专检通过方可继续生产，生产数据及产品检验报告均需保存，保证产品资料可追溯性，适合于高可靠产品生产；对于消费类产品生产则采取“PPM 控制+重点工序过程控制”管理模式，PPM 控制一般只关注随机抽取的样品检测是否满足规定要求，适合于规模化大生产。
用户领域方面	军工类产品一般适用于航空、航天、舰船、兵器、电子对抗等武器装备军工市场及部分高端民用领域；其他产品则一般适用于系统通讯设备、工业控制设备、医疗电子设备、消费类电子产品等民用市场。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

（2）、军用 MLCC 的主要发展趋势如下：

表 2：军用 MLCC 发展趋势

指标	特殊性
小型化、大容量、模块化	随着军用电子装备对微型化、高速度、集成化、智能化等性能的迫切要求，则要求更多“小尺寸，大容量”的 MLCC 集成到装备的电路结构中。
高性能高频化、高电压大电流、抗干扰技术	为适应毫米波的技术发展，MLCC 产品的工作范围已进入毫米波工作频段，日益呈现高性能、高频化。同时，为满足重大军事设施内部电源系统的要求，地面电源、电力系统等供电系统都需要大电流高电压 MLCC。抗干扰技术已经成为世界各国 MLCC 制造商关注的焦点。
工作温度范围宽、耐焊接高温、更长使用寿命	部分军用电子设备和特殊电子设备对电子元件的工作温度范围及耐焊接高温有着严格要求，如在发动机控制系统的耐高温电子设备中，需要能耐受 300-600℃ 高温。同时，军用电子设备要求更长的使用寿命，有的甚至要使用二、三十年或更长时间，在某些整机设备的设计要求会更高。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

目前国内军用电容器厂商受制于技术、规模等因素，产品供应远不能满足我国军工市场的需要。其中，高端产品主要依赖进口，一些技术含量较高的产品规格甚至被国外品牌所垄断，产品价格、交货期等合同条款受制于人，加剧了市场的供不应求，导致部分类型的陶瓷电容器产品需要筛选使用，增加军工用户采购成本和设备维护成本。

另一方面，出于战略和安全等诸方面考虑，国家从政策上大力鼓励高端电容器产品国产化，军工用户实际采购也更偏好于本土化企业，并能给予合理的利润空间。随着我国国防事业的持续稳定发展，本土化采购需求将越发强烈，给国内电容器生产厂商提供了更为广阔的市场空间。

2. 公司管理水平较高，ROE 水平持续提升

我们认为，鸿远电子拥有很强的管理能力。分析财务报表可知，近三年公司的固定资产基本没有增长，但营业收入快速增长。同时，公司的固定资产周转率提升的很快，从 2014 年的 3.5 提升至 2018 年的 7.3。也就是说，公司的资本开支不用随着营收增长而同步提升。另外，公司的“构建固定无形长期资产支付的现金”数额也远低于 CFO（经营性现金流净值），说明自由现金流水平较好。在这种情况下，2018 年公司的 ROE 水平达 22%。公司目前 24% 的净利润率再叠加上较高的资产周转率，将形成较高的 ROE 水平。我们预计未来公司 ROE 水平还将进一步提升。

表 3：鸿远电子财务状况良好

	2015	2016	2017	2018	2019
固定资产（亿元）	1.31	1.27	1.25	1.28	1.30
固定资产周转率	4.06	5.04	5.84	5.84	7.31
构建无形长期资产支付的现金（亿元）	0.16	0.15	0.10	0.23	0.41
经营性现金流（亿元）	0.50	0.31	0.90	0.53	-0.21
ROE 加权（%）	15.89	20.55	15.45	22.13	15.12

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3. 产能扩充在即

公司本次上市募集资金拟在苏州投资建设生产基地，该基地已于 2017 年 6 月开始建设，预计今年下半年投产。

表 4：公司募投资金使用方向

项目名称	投资总额（万元）	募集资金使用金额（万元）
电子元器件生产基地项目	48,600	48,600
直流滤波器项目	4,900	4,900
营销网络及信息系统升级	6,000	6,000
补充流动资金	15,000	15,000
合计	74,500	74,500

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

军用 MLCC 产品需求具有小批量、多品种、定制化、一致性要求高、可靠性高的特点。而 MLCC 需要生产线稳定运转的情况下才能保障产品的一致性，生产批量越大，一致性越好。为了保证其产品性能的一致性指标，在军品生产的同时仍然要保证生产线的满载生产。因此，本项目以“军民两用”、“军民融合”设计理念，在保障军用等高可靠市场需求的同时，进一步拓展智能电网、新能源、轨道交通、汽车电子等民用领域的市场。

通过项目的实施，公司将扩大多层瓷介电容器的生产规模，军用 MLCC 产品将新增产能 7,500 万只/年，通用 MLCC 产品新增产能 192,500 万只/年。

表 5：公司募投资金使用方向

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	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：公司公告、东兴证券研究所

项目预计于 2022 年达到 100%设计产能，当年军品产能达到 1.25 亿只，较 2018 年增加 7500 万只，复合增长率约为 25.74%。按照军品市场目前发展趋势，新增产能可被市场需求消化。通用产品产能达 22.25 亿只。通用产品的市场接近大宗商品化，相关产品单价较低，利润空间较小。但军用产品的质量一致性和可靠性需要以通用产品大批量生产为依托和保障，因此通用产品的产能是保证军用产品的基础。

募投项目实施完毕后，预计公司相关产品的新增销售情况如下：

表 6：公司军民品瓷介电容器产量价格情况

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：公司公告、东兴证券研究所

可以发现，应用于军品领域的高可靠多层瓷介电容器的均价为 6.92 元/只，而应用于民用领域的通用多层瓷介电容器价格为 0.008 元/只，二者价格相差约 865 倍。如此巨大的价格差异充分说明了军用瓷介电容器的技术壁垒，以及行业内玩家的稀缺，这正是公司核心竞争力所在。我们认为公司能够充分发挥本次募投资金的效果：1）使军品实现产量和质量的双升；2）有效提升直流滤波器的技术水平，为后续进一步拓展客户和国产化替代打下坚实基础。

4. 投资建议

2020 年我国已规划的各类航天任务繁多，包含探月、探火、空间站建设、新型火箭试验以及低轨卫星网络建设等。考虑到公司在 MLCC 领域的强大技术实力，以及国内相对封闭的竞争空间，我们认为公司将从 2020 年起进入快速增长期。预计 2019-2021 年分别实现营收 10.57 亿元、13.66 亿元和 18.56 亿元，净利润 2.72 亿元、4.24 亿元和 6.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.65 元、2.56 元和 4.08 元，PE 分别为 33X、21X 和 13X。维持“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

航天任务进度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1032	1240	1132	1235	1478	营业收入	737	923	1058	1366	1856
货币资金	201	211	405	467	464	营业成本	422	450	513	614	748
应收账款	406	482	522	561	763	营业税金及附加	8	11	12	16	21
其他应收款	2	9	10	13	17	营业费用	61	70	80	98	130
预付款项	18	13	8	1	-7	管理费用	68	76	74	82	93
存货	125	179	169	168	205	财务费用	18	12	3	-4	-3
其他流动资产	1	2	3	5	9	研发费用	23	30	53	68	93
非流动资产合计	163	213	231	251	275	资产减值损失	6.30	30.57	30.57	30.57	30.57
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	125	128	125	126	128	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	23	25	24	22	21	加：其他收益	9.71	13.08	13.08	13.08	13.08
其他非流动资产	0	3	3	3	3	营业利润	140	259	304	475	756
资产总计	1195	1453	1363	1487	1753	营业外收入	7.46	3.03	3.03	3.03	3.03
流动负债合计	331	342	142	160	258	营业外支出	0.36	0.29	0.29	0.29	0.29
短期借款	211	213	0	0	71	利润总额	148	261	307	477	759
应付账款	66	71	80	96	116	所得税	26	43	34	53	85
预收款项	5	4	8	11	16	净利润	122	218	272	424	674
一年内到期的非流	10	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1	0	0	0	0	归属母公司净利润	122	218	272	424	674
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	332	342	143	161	258	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	12.98%	25.35%	14.53%	29.15%	35.89%
实收资本(或股本)	124	124	165	165	165	营业利润增长	3.79%	84.02%	17.61%	56.09%	59.35%
资本公积	542	571	571	571	571	归属于母公司净利润	24.78%	55.59%	24.78%	55.59%	59.01%
未分配利润	174	370	410	472	570	获利能力					
归母公司股东权益	863	1111	1220	1326	1495	毛利率(%)	42.78%	51.31%	51.45%	55.06%	59.71%
负债和所有者权益	1195	1453	1363	1487	1753	净利率(%)	16.56%	23.65%	25.76%	31.04%	36.32%
现金流量表						总资产净利润(%)	10.21%	15.03%	20.00%	28.51%	
单位：百万元						ROE(%)	14.13%	19.66%	22.33%	31.97%	45.10%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	90	53	636	443	502	资产负债率(%)	28%	24%	10%	11%	
净利润	122	218	272	424	674	流动比率				7.71	5.73
折旧摊销	38.75	41.36	0.00	13.78	15.30	速动比率				6.66	4.94
财务费用	18	12	3	-4	-3	营运能力					
应付账款的变化	0	0	-40	-40	-201	总资产周转率	0.66	0.70	0.75	0.96	1.15
预收账款的变化	0	0	4	2	5	应收账款周转率	2	2	2	3	3
投资活动现金流	-10	-23	-63	-68	-73	应付账款周转率	14.97	13.51	14.02	15.57	17.52
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.98	1.76	1.65	2.56	4.08
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	0.37	0.08	1.17	0.37	-0.02
筹资活动现金流	-34	-19	-379	-314	-432	每股净资产(最新摊)	6.96	8.96	7.38	8.02	9.04
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	54.78	30.50	32.57	20.94	13.17
普通股增加	0	0	41	0	0	P/B	7.71	5.99	7.27	6.69	5.94
资本公积增加	29	29	0	0	0	EV/EBITDA	33.91	21.37	26.35	17.32	11.01
现金净增加额	46	10	194	62	-3						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	鸿远电子（603267）：低轨卫星爆发打开增长空间	2020-02-07

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017 年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019 年加入东兴证券。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。