

2019 业绩稳健增长，自产元器件新产品和材料业务布局稳步推进

买入（维持）

2020 年 03 月 18 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

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,569	3,016	3,483	4,002
同比（%）	26.9%	17.4%	15.5%	14.9%
归母净利润（百万元）	381	501	613	772
同比（%）	14.5%	31.3%	22.5%	25.9%
每股收益（元/股）	0.84	1.11	1.35	1.71
P/E（倍）	30.80	23.46	19.15	15.22

2019 年收入快速增长，毛利率略有下滑

2019 公司实现营业收入 25.69 亿元，同比增长 26.92%，实现归母净利润 3.81 亿元，同比增长 14.49%，扣非归母净利润 3.55 亿元，同比增长 15.8%。营业收入中，自产元器件总收入 7.46 亿元，同比增长 38.30%，主要源于军工订单的增长，毛利率 67.54%，同比-3.21pct；代理业务实现收入 17.42 亿元，毛利率 15.65%，同比-6.12pct，主要因为民用 MLCC 价格下降；材料业务实现收入 4381 万元，毛利率 72.84%，同比+12.17pct。2019 年综合毛利率 32.12%，同比-2.95pct。费用方面，2019 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.11%、5.49%、2.19%、1.02%，除研发费用率增长 0.4pct，其余费用率均有所下降。

整体上看公司 2019 年业绩稳健增长，毛利率下降导致利润增速不及收入增速。

自产元器件业务板块经营稳健，新产品布局稳步推进

2019 年，自产元器件板块的主营产品陶瓷电容器实现收入 6.31 亿元，同比增长 34.18%，单层电容器实现收入 4431 万元，同比增长 197.66%，钽电容实现收入 4192 万元，同比增长 24.11%，自产元器件各类产品的毛利率同比均有所下降，但整体仍维持在较高水平（钽电容 39%，其他类别在 57%-71%之间，具体情况见附录表格）。同时，公司加强了新产品产能建设和民用元器件布局：投资建设小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目，建成后将新增年产 840,000 万只小体积薄介质层陶瓷电容器；子公司广州天和福建毫米积极扩产，单层片式瓷介电容器、温度补偿衰减器等新产品进展顺利。

整体上看，自产元器件业务板块作为公司当前主要的利润来源，2019 年经营稳健，新产品布局稳步推进。

新材料盈利水平大幅提升，业务板块盈亏平衡

当前材料业务板块的对外销售主体子公司立亚新材 2019 实现营业收入 7626 万元，净利润 1745 万元，同比增长 181%，净利润率 22.88%，同比+12.45pct。子公司立亚化学作为高性能陶瓷材料的先驱体（PCS）产业化基地，已全面完成主体建设、设备安装、调试、试生产方案、环境、安全应急预案申报等一系列前置工作，已计划试投产。2019 年整个材料业务板块基本实现盈亏平衡。

公司材料业务的成本中固定成本（折旧）占比大，我们认为在 2019 年接近盈亏平衡基础上，2020 年产销量的持续增长将带来利润水平显著提升，从而开始贡献增量利润。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.01 亿元、6.13 亿元、7.72 亿元，对应 PE 为 23 倍，19 倍，15 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：立亚化学产线建设进度不及预期；新材料项目进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.95
一年最低/最高价	18.12/35.64
市净率(倍)	3.34
流通 A 股市值(百万元)	11746.79

基础数据

每股净资产(元)	6.88
资产负债率(%)	27.98
总股本(百万股)	452.67
流通 A 股(百万股)	452.67

相关研究

- 1、《火炬电子（603678）：整体经营稳健，新材料和单片陶瓷电容器布局持续推进》2019-10-28
- 2、《火炬电子（603678）：拟发可转债加码自产元器件业务，保障公司长期成长》2019-09-08
- 3、《火炬电子（603678）：军工电子带动业绩增长，整体业绩符合预期》2019-08-12

附录

表1：2019年火炬电子收入分类情况（元）

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
自产元器件	746,400,208.90	242,278,924.73	67.54	38.30	53.49	减少 3.21 个百分点
自产新材料	43,807,145.84	11,898,155.57	72.84	70.61	17.81	增加 12.17 个百分点
代理业务	1,741,670,156.59	1,469,169,799.85	15.65	22.58	32.17	减少 6.12 个百分点
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
陶瓷电容器	631,465,830.45	188,241,404.19	70.19	34.18	45.88	减少 2.39 个百分点
钽电容器	41,920,704.75	25,468,909.85	39.25	24.11	34.54	减少 4.71 个百分点
陶瓷材料	43,807,145.84	11,898,155.57	72.84	70.61	17.81	增加 12.17 个百分点
单层电容器	44,307,785.54	17,713,767.61	60.02	197.66	258.61	减少 6.80 个百分点
薄膜元器件	24,614,747.50	10,417,579.55	57.68	30.72	125.44	减少 17.78 个百分点
其他	4,091,140.66	437,263.53	89.31	155.58	40.54	增加 8.75 个百分点
代理产品	1,741,670,156.59	1,469,169,799.85	15.65	22.58	32.17	减少 6.12 个百分点

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：2019年火炬电子产品产销量情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
陶瓷电容器	只	2,311,298,954.00	2,379,009,58	263,668,240	9.58	27.78	-20.86

			2.00	.00			
钽电容器	只	42,859,632.00	33,933,253.00	34,086,300.00	-3.64	55.71	35.48
陶瓷先驱体材料	kg	11,165.17	1,730.00	2,582.75	267.05	752.22	202.07
陶瓷材料1	kg	4,576.87	1,655.400	3,692.49	201.96	206.77	246.74
陶瓷材料2	m²	665.30	73.030	961.98	62.15	235.00	150.58
陶瓷材料3	米	102.95	100.600				
单层电容器	只	11,986,064.00	10,054,032.00	3,750,617.00	208.68	159.71	35.54
薄膜元器件	只	3,015,587.00	3,861,838.00	2,906,158.00	39.65	73.55	-25.42

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3：2019年材料业务板块子公司盈利情况（万元）

公司名称	注册 资本	持股 比例 (%)	主营业务	资产总额	净资产	净利润
立亚新材	5,000	100	高性能陶瓷材料的技术研发、制造、销售	94,410.77	91,942.96	1,745.45
立亚特陶	2,000	60	高性能陶瓷材料的技术研发、制造、销售	13,679.27	6,215.67	-659.65
立亚化学	5,000	100	高性能陶瓷先驱体材料技术研发、生产、销售	29,733.26	12,318.50	-1,260.33

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

火炬电子三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,890	2,999	3,673	4,098	营业收入	2,569	3,016	3,483	4,002
现金	442	996	956	1,522	减:营业成本	1,744	1,960	2,174	2,409
应收账款	1,190	584	1,179	847	营业税金及附加	16	18	21	25
存货	708	723	864	894	营业费用	131	164	239	294
其他流动资产	551	697	674	835	管理费用	141	223	279	307
非流动资产	1,527	1,635	1,747	1,865	财务费用	26	12	7	-3
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-7	21	24	28
固定资产	671	806	933	1,064	加:投资净收益	6	14	17	15
在建工程	415	379	355	338	其他收益	0	-23	-6	-7
无形资产	144	158	172	182	营业利润	470	608	750	950
其他非流动资产	296	292	287	282	加:营业外净收支	-0	1	-0	-0
资产总计	4,417	4,635	5,420	5,963	利润总额	470	609	750	950
流动负债	1,077	897	1,170	1,031	减:所得税费用	83	112	140	176
短期借款	318	318	318	318	少数股东损益	5	-4	-3	2
应付账款	601	465	717	593	归属母公司净利润	381	501	613	772
其他流动负债	158	113	135	120	EBIT	485	611	743	935
非流动负债	158	137	113	89	EBITDA	570	686	835	1,045
长期借款	141	119	96	71					
其他非流动负债	18	18	18	18					
负债合计	1,236	1,033	1,284	1,120					
少数股东权益	68	64	61	63					
归属母公司股东权益	3,113	3,537	4,076	4,780					
负债和股东权益	4,417	4,635	5,420	5,963					
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	232	885	255	874	每股收益(元)	0.84	1.11	1.35	1.71
投资活动现金流	68	-192	-193	-221	每股净资产(元)	6.88	7.81	9.00	10.56
筹资活动现金流	-66	-139	-103	-87	发行在外股份(百万股)	453	453	453	453
现金净增加额	236	554	-40	566	ROIC(%)	11.0%	12.4%	13.4%	14.6%
折旧和摊销	85	74	92	110	ROE(%)	12.2%	13.8%	14.7%	16.0%
资本开支	350	109	112	118	毛利率(%)	32.1%	35.0%	37.6%	39.8%
营运资本变动	-296	292	-442	1	销售净利率(%)	14.8%	16.6%	17.6%	19.3%
					资产负债率(%)	28.0%	22.3%	23.7%	18.8%
					收入增长率(%)	26.9%	17.4%	15.5%	14.9%
					净利润增长率(%)	14.5%	31.3%	22.5%	25.9%
					P/E	30.80	23.46	19.15	15.22
					P/B	3.77	3.32	2.88	2.46
					EV/EBITDA	20.87	16.47	13.54	10.25

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>

