



火炬电子(603678.SH)

【粤开军工公司点评】火炬电子：年报符合预期，自产元器件快速增长，新材料业务逐渐发力

2020 年 03 月 19 日

事项：

买入(首次评级)

当前价：24.89 元
目标价：32 - 35 元

分析师：刘智

执业编号：S0300519060001

电话：021-51782232

邮箱：liuzhi_bf@y kzq.com

近期报告

火炬电子发布年报。2019 年，公司实现营业总收入 2,569,393,412.72 元，同比增长 26.92%；归属于母公司股东的净利润 381,438,432.95 元，同比增长 14.49%。报告期内，公司毛利率为 32.1%，较上年降低 3.0 个百分点，净利率为 15.1%，较上年降低 1.5 个百分点。公司年报拟 10 派 1.7 元。

评论：

一、年报符合预期，主营稳健增长，毛利率有所下滑

2019 年公司实现营业总收入 2,569,393,412.72 元，同比增长 26.92%；归属于母公司股东的净利润 381,438,432.95 元，同比增长 14.49%。报告期内，公司毛利率为 32.1%，较上年降低 3.0 个百分点，净利率为 15.1%，较上年降低 1.5 个百分点。2019 年报基本符合预期，主营业务收入 25.69 亿，增长 26.92%，一如既往体现了公司高成长性，归母净利润 3.81 亿，同比增长 14.49%。净利润增速低于营收增速，主要原因是毛利率出现明显下滑。

二、代理业务稳健增长，毛利受市场波动较大

2019 年代理业务实现营收 17.42 亿，同比增长 22.58%，营收占比从去年的 70.19% 下降到 67.79%，实现营业利润 2.73 亿，同比下滑 11.9%，营业利润占比从去年 43.56% 下降到 33.02%。主要原因是因为市场价格波动导致代理产品毛利大幅下滑，2019 年代理业务毛利 15.65%，同比下滑 6.12pct。

三、自产元器件快速增长，已成为公司利润的主要来源，发债加码助力成长

2019 年公司自产元器件实现营收 7.42 亿，同比增长 38.15%，实现营业利润 5.04 亿，同比增长 31.93%。自产元器件毛利率 67.54%，同比去年下滑 3.21%，仍维持了较高的毛利水平。营业利润占公司比例从去年 53.78% 提升到 61.09%，事实上已经成为公司成长的核心业务。综合过去几年看，自产元器件业务营收从 2014 年 2.85 亿增长到 2019 年 7.46 亿，5 年复合增长 21.22%，毛利率始终保持在 55%-70% 之间的高水平。自产元器件也是元器件公司从代理成长到自主可控的元器件龙头企业典型的道路，公司自产业务更高速的增长空间，更高的毛利率，使得逐渐成为公司的核心业务，最重要的盈利增长点。

公司公开发行可转债的申请 3 月 14 日获得证监会批准，拟发行 6 亿可转债，用于投产小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目。项目建设期两年，本项目建成完全达产后公司将年新增 840,000 万只小体积薄介质层陶瓷电容器产能。预计完成达产后对公司自产元器件业务形成明显助力。

四、高性能特种陶瓷材料开始显著贡献收入，未来应用空间广泛

高性能特种陶瓷材料是公司近年来重点发展的新材料，主要应用于航空发动机、功率器件等高温高性能要求领域。公司“从 0 到 1”，不断持续投入探索发展路径，2017 年



开始贡献部分收入，到 2019 年收入量级已经达到可观的量级。2019 年报告期内，公司主要业务承载的子公司立亚新材高性能陶瓷材料实现营业收入 7,625.98 万元，净利润 1,745.45 万元，同比增长 181.15%。2019 年开始显著贡献业务收入，开始出现盈利。未来随着自主可控需求的增长，公司特种陶瓷业务有望成为另一主要增长点。

五、盈利预测与投资建议

考虑到军工领域对自主可控的高性能元器件需求稳健增长，公司自产业务增长空间、增长速度都具备较长的持续性，我们认为公司是中长期内优秀的军工配套企业，值得重点关注。我们预测公司 2020 年-2022 年营业收入分别为 31.89 亿、39.55 亿、47.21 亿，归母净利润分别为 5.48 亿、6.77 亿、8.22 亿，2020-2022 年 EPS 分别为 1.21 元、1.50 元、1.82 元，PE 分别为 20.56X、16.63X、13.71X，综合公司的质地、增速以及同行上市公司的估值水平，我们首次覆盖，给与买入评级。

六、风险提示

1) 军工订单需求不及预期 ; 2) 消费电子等下游需求低迷导致 MLCC 价格波动 ; 3) 系统性风险导致估值水位下移。


附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,890	3,584	4,300	4,946	经营活动现金流	232	267	334	404
货币资金	442	778	1,190	1,675	净利润	386	553	684	830
应收账款	1,190	1,428	1,785	2,232	折旧摊销	85	94	103	114
预付账款	11	13	14	14	财务费用	26	32	36	38
存货	708	814	903	1,039	营运资金变动	190	478	523	273
其他	477	525	583	653	其它	-449	-883	-1,004	-842
非流动资产	1,527	1,755	2,019	2,423	投资活动现金流	68	102	128	140
长期股权投资	0	0	0	0	资本支出	350	420	462	508
固定资产	671	906	1,132	1,358	长期投资	0	0	0	0
无形资产	144	151	159	167	其他	-282	-318	-334	-368
其他	712	783	900	1,035	筹资活动现金流	-66	-33	-49	-59
资产总计	4,417	5,339	6,319	7,368	现金净增加额	235	336	412	485
流动负债	1,077	1,293	1,487	1,859	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
应付账款	601	691	774	867	成长能力				
其他	158	236	310	549	营业收入	26.92%	24.12%	24.01%	19.37%
非流动负债	158	206	257	321	营业利润	3.27%	38.82%	23.62%	21.32%
其他	18	54	98	154	归母公司净利润	3.10%	43.84%	23.62%	21.32%
负债合计	1,236	1,499	1,744	2,180	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	32.12%	33.68%	33.81%	33.97%
归母公司股东权益	3,113	3,762	4,485	5,087	净利率	14.82%	17.18%	17.13%	17.40%
负债和股东权益	4,417	5,339	6,319	7,368	ROE	12.85%	15.76%	16.26%	17.00%
利润表（	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
营业收入	2,569	3,189	3,955	4,721	资产负债率	27.98%	28.07%	27.60%	29.59%
营业成本	1,744	2,115	2,618	3,118	流动比率	268.23%	277.17%	289.22%	266.08%
营业税金及附加	16	19	24	29	速动比率	202.55%	214.22%	228.47%	210.19%
销售费用	131	159	198	236	营运能力				
管理费用	141	172	214	250	总资产周转率	0.63	0.65	0.68	0.69
财务费用	26	32	36	38	应收帐款周转率	2.53	2.44	2.46	2.35
资产减值损失	-7	14	16	21	应付帐款周转率	3.68	3.27	3.57	3.80
营业利润	469	651	805	976	每股指标(元)				
营业外收入	0	0	0	0	每股收益	0.84	1.21	1.50	1.82
营业外支出	0	0	0	0	每股经营现金	0.51	0.59	0.74	0.89
利润总额	469	651	805	976	每股净资产	7.03	8.48	10.11	11.46
所得税	83	98	121	146	估值比率				
净利润	386	553	684	830	P/E	27.31	20.56	16.63	13.71
归母公司净利润	381	548	677	822	P/B	3.26	2.93	2.46	2.17
EBITDA	589	745	908	1,090	EV/EBITDA	18.97	16.09	13.02	10.80

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

刘智，哈尔滨工业大学机械电子工程硕士。2017 年 5 月加入粤开证券，现任研究院机械军工行业分析师，证书编号：S0300519060001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@y kzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@y kzq.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本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或期权交易,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。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真:010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券(平安财富大厦)

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址:www.ykzq.com