

中航证券金融研究所
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 联系人: 宋子豪
 电话: 010-64818451
 邮箱: songzh@avicsec.com

火炬电子 (603678) 2019 年年报点评: 2019 年业绩稳健, 军品业务快速发展

行业分类: 电子

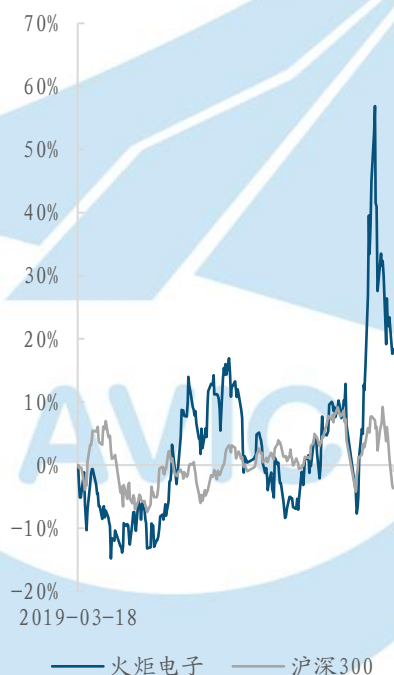
2020 年 03 月 18 日

投资评级

买入

当前价格 (元/股)	25.95
目标价格 (元/股)	30.51
基本数据 (2020/3/17)	
总市值 (亿元)	117.47
流通市值 (亿元)	117.47
总股本 (百万股)	452.67
流通股本 (百万股)	452.67
12 个月价格区间	18.67/34.38

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

事件: 公司发布 2019 年年报, 公司 2019 年实现营收 (25.69 亿元, +26.92%); 归母净利润 (3.81 亿元, +14.49%), 扣非后归母净利润 (3.55 亿元, +15.80%)。

◆ 投资要点:

公司 2019 年规模扩大, 业绩增长稳健。2019 年实现营收 (25.69 亿元, +26.92%); 归母净利润 (3.81 亿元, +14.49%), 扣非后归母净利润 (3.55 亿元, +15.80%)。公司毛利率 (32.12%, -2.95pct), 毛利下降的原因与规模扩大、成本上升和代理业务的价格下调有关。其中自产元器件毛利率 (67.54%, -3.21pct), 自产新材料毛利率 (70.61%, +12.17pct), 代理业务毛利率 (15.65%, -6.12pct)。三费方面, 公司加大研发投入, 开发新产品新工艺并推进产品升级, 加强公司核心竞争力。公司销售费用 (1.31 亿元, +22.00%), 管理费用 (1.41 亿元, +20.91%), 研发费用 (5626.5 万元, +55.10%), 财务费用 (2621.6 万元, -9.43%)。另外, 源于规模的扩大, 公司应收账款 (11.90 亿元, +41.33%) 与存货 (7.08 亿元, +25.31%) 有所增加。现金流方面, 2019 年公司经营活动产生的现金流净额为 (2.32 亿元, +74.44%)。

军工订单的增长驱动公司自产元器件营业收入增长 38.30%。2019 年, 公司自产主营产品陶瓷电容器 (不含单层电容) 实现销售收入 (6.31 亿元, +34.18%), 综合毛利率为 70.19%; 单层电容器实现销售收入 (4430.78 万元, +197.66%), 综合毛利率为 60.02%; 钽电容实现销售收入 (4192.07 万元, +24.11%), 综合毛利率为 39.25%。公司募集资金投资小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目, 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。公司子公司福建毫米新产品开发进展顺利, 目前已建成单层片式瓷介电容器生产线、温度补偿衰减器生产线、片式膜固定电阻器生产线。自产方面公司是军用 MLCC 领域龙头, 军工信息化的不断发展与订单的落地帮助公司业绩稳步增长。

公司新材料板块实现“从 0 到 1”, 未来业绩增长可期。2019 年公司陶瓷新材料产品实现收入 4380.71 万元, 毛利率 72.84%。报告期内, “CASAS-300 特种陶瓷材料产业化项目”实施主体立亚新材已获得军工相关资质, 完成建设的三条生产线, 其产品已形成先行优势。立亚新材实现收入 7625.98 万元, 净利润 1745.45 万元, 布局已初显成效。另外三条生产线已完成纺丝、交联工序调试工作, 有望于 2020 年 9 月完成。立亚化学作为原材料供应基地, 提供高性能陶瓷材料的先驱体。其 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

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
 资本大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传 真: 010-59562637

急预案申报等一系列前置工作，目前已计划试投产。未来随着产能释放，立亚化学有望扭亏为盈。同时，立亚化学计划将落实环境安全主体责任，有望推动 HSE 体系落地。特种陶瓷材料在航空航天等耐高温材料领域有着广阔的应用前景，我们认为随着产能的释放，新材料板块有望为公司业绩带来较大边际增量。

贸易板块依托平台力量，积极拓展下游客户。2019 年，公司代理业务实现营收（17.42 亿元，+22.58%），毛利率（15.65%，-6.12pct），毛利率的下降主要源于市场行情的影响导致价格下调所致。报告期内，贸易板块以上海紫华光作为重要平台，持续引入新产品线，丰富产品品类，已与 JAE、JDI、CITIZEN、ALPS 等品牌建立合作关系，其产品主要应用于安防、通讯、工业类电子等。公司在不断开发新客户的同时在老客户中寻找新的交易机会，保证代理业务的整体稳定发展。

◆ 投资建议

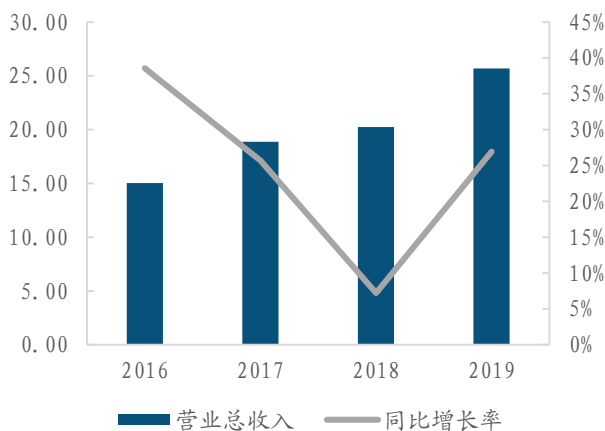
我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.13 亿元，6.41 亿元和 7.93 亿元，EPS 分别为 1.13 元，1.42 元和 1.75 元，对应 PE 分别为 22、18、14 倍。按照 2020 年 27 倍 PE，对应目标价 30.51 元/股，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**军品订单不及预期；新材料业务进展不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	25.69	28.91	33.89	40.24
增长率	26.92%	12.52%	17.22%	18.73%
归属母公司净利润（亿元）	3.81	5.13	6.41	7.93
增长率	14.49%	34.43%	25.02%	23.63%
每股收益 EPS（元）	0.84	1.13	1.42	1.75
净资产收益率 ROE	12.16%	14.10%	15.23%	16.13%
PE	30	22	18	14
PB	3.54	3.10	2.68	2.29

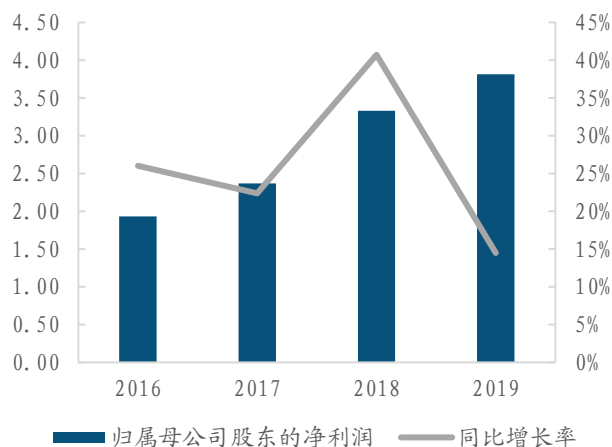
资料来源：Wind，中航证券金融研究所

图 1: 2016-2019 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %)



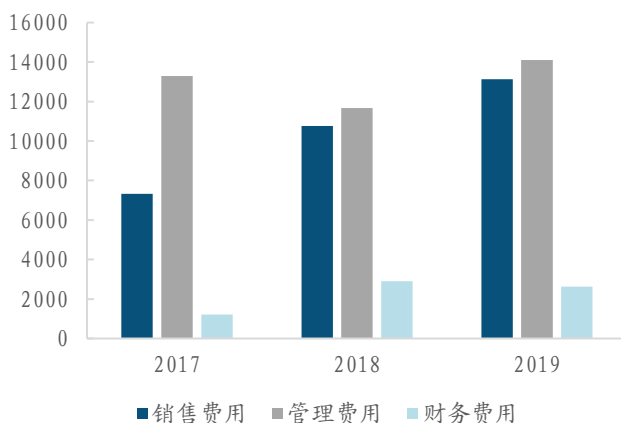
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 2: 2016-2019 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



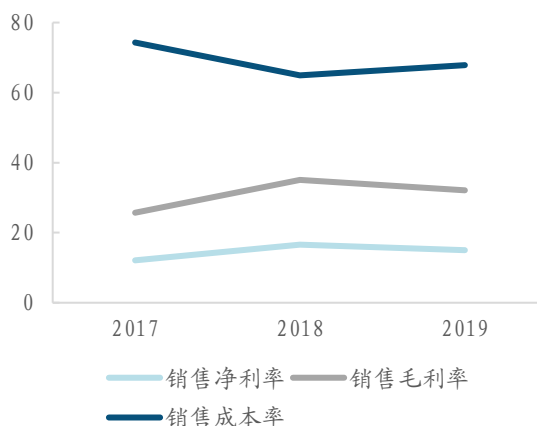
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 3: 2017-2019 三费情况 (单位: 万元)



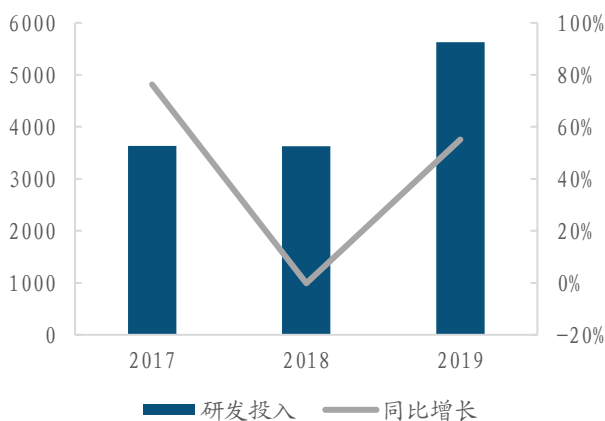
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 4: 2017-2019 销售毛利率、净利率、成本率 (%)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 5: 2017-2019 研发投入情况 (单位: 万元)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 6: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	25.69	28.91	33.89	40.24	净利润	3.87	5.13	6.41	7.93
营业成本	17.44	19.56	22.39	26.26	折旧与摊销	0.85	2.03	3.16	4.10
营业税金及附加	0.16	0.16	0.19	0.23	财务费用	0.26	0.07	0.09	0.11
销售费用	1.31	1.47	1.77	2.05	资产减值损失	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07
管理费用	1.41	1.61	1.81	2.10	经营营运资本变动	1.18	-2.84	-5.13	-6.00
财务费用	0.26	0.07	0.09	0.11	其他	-3.77	-0.06	-0.01	0.00
资产减值损失	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	经营性现金流净额	2.32	4.25	4.45	6.06
投资收益	0.06	0.13	0.08	0.07	资本支出	-1.88	-1.82	-1.15	-1.14
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	2.56	-0.39	-0.44	-0.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	0.68	-2.21	-1.59	-1.59
营业利润	4.70	6.23	7.79	9.63	短期借款	-0.83	-3.18	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.59	1.52	2.24	1.87
利润总额	4.70	6.23	7.78	9.62	股权融资	0.01	0.00	0.00	0.00
所得税	0.83	1.10	1.37	1.70	支付股利	-0.45	-0.52	-0.70	-0.87
净利润	3.87	5.13	6.41	7.93	其他	0.02	1.89	3.27	2.28
少数股东损益	0.05	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	-0.66	-0.29	4.81	3.28
归属母公司股东	3.81	5.13	6.41	7.93	现金流量净额	2.36	1.75	7.67	7.75

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4.42	6.17	13.85	21.59	成长能力				
应收和预付款项	15.79	17.77	20.83	24.73	销售收入增长率	26.92%	12.52%	17.22%	18.73%
存货	7.08	7.94	9.09	10.65	营业利润增长率	12.45%	32.56%	25.01%	23.62%
其他流动资产	1.61	0.48	0.56	0.66	净利润增长率	15.19%	32.59%	25.02%	23.63%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.76%	43.22%	32.57%	25.32%
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.24	获利能力				
固定资产和在建	10.86	10.62	9.26	7.66	毛利率	32.12%	32.33%	33.92%	34.74%
无形资产和开发	1.64	1.75	1.86	1.92	三费率	11.62%	10.90%	10.83%	10.58%
其他非流动资产	2.52	4.96	6.73	7.83	净利率	15.05%	17.74%	18.92%	19.70%
资产总计	44.17	49.94	62.41	75.29	ROE	12.16%	14.10%	15.23%	16.13%
短期借款	3.18	0.00	0.00	0.00	ROA	8.76%	10.27%	10.27%	10.53%
应付和预收款项	7.00	7.85	9.01	10.57	ROIC	12.38%	14.64%	16.51%	18.10%
长期借款	1.41	2.93	5.17	7.04	EBITDA/销售收入	22.63%	28.80%	32.58%	34.38%
其他负债	0.77	2.78	6.14	8.54	营运能力				
负债合计	12.36	13.56	20.31	26.14	总资产周转率	0.63	0.61	0.60	0.58
股本	4.53	4.53	4.53	4.53	固定资产周转率	3.95	3.77	4.00	5.25
资本公积	11.07	11.07	11.07	11.07	应收账款周转率	2.53	2.29	2.33	2.34
留存收益	15.80	20.40	26.12	33.17	存货周转率	2.66	2.61	2.63	2.66
归属母公司股东	31.13	35.70	41.41	48.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.90%	—	—	—
权益					资本结构				
少数股东权益	0.68	0.68	0.68	0.68	资产负债率	27.98%	27.15%	32.55%	34.72%
股东权益合计	31.81	36.38	42.09	49.15	带息债务/总负债	37.13%	40.09%	54.13%	58.32%
负债和股东权益	44.17	49.94	62.41	75.29	流动比率	2.68	3.12	2.98	3.06
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	速动比率	2.03	2.35	2.37	2.50
EBITDA	5.81	8.33	11.04	13.84	股利支付率	11.87%	10.11%	10.87%	10.99%
PE	29.54	21.97	17.58	14.22	每股指标				
PB	3.54	3.10	2.68	2.29	每股收益	0.84	1.13	1.42	1.75
PS	4.39	3.90	3.32	2.80	每股净资产	7.03	8.04	9.30	10.86
EV/EBITDA	18.992	13.020	9.582	7.356	每股经营现金	0.513	0.940	0.984	1.339
股息率	0.004	0.005	0.006	0.008	每股股利	0.100	0.114	0.154	0.192

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。