

鸿远电子

603267

审慎增持 (维持)

国防信息化推动公司长期发展
募投项目达产望促进盈利回升

2020年03月20日

市场数据

市场数据日期	2020-03-19
收盘价(元)	56.25
总股本(百万股)	165.34
流通股本(百万股)	41.34
总市值(百万元)	9300.38
流通市值(百万元)	2325.38
净资产(百万元)	2079.88
总资产(百万元)	2359.63
每股净资产	12.58

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1054	1202	1358	1535
同比增长(%)	14.2%	14.0%	13.0%	13.0%
净利润(百万元)	279	342	392	445
同比增长(%)	27.6%	22.7%	14.8%	13.5%
毛利率(%)	50.5%	51.0%	51.2%	51.2%
净利润率(%)	26.4%	28.4%	28.9%	29.0%
净资产收益率(%)	13.4%	14.1%	13.9%	13.7%
每股收益(元)	1.69	2.07	2.37	2.69
每股经营现金流(元)	1.06	2.22	2.23	1.67

相关报告

《鸿远电子 2019 年中报点评：军工旺盛需求带动自产业务高速增长，营收利润均超年初预期》
2019-08-30

分析师：

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

张亚滨

zhangyabin@xyzq.com.cn

S0190520010001

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

团队成员：石康、张亚滨、黄艳、李博彦、李雅哲

投资要点

- 公司发布 2019 年年报：公司实现营收 10.54 亿元，同比增长 14.19%；实现归母净利润 2.79 亿元，同比增长 27.62%；扣非后归母净利润 2.52 亿元，同比增长 24.18%；经营活动产生的现金流量净额 1.75 亿元，同比增长 232.64%；基本每股收益 1.88 元/股，同比增长 6.82%；加权平均净资产收益率 16.62%，同比减少 5.51 个百分点。公司以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.1 元（含税），同时向全体股东每 10 股以资本公积金转增 4 股。
- 2019 年公司营收保持稳健增长，国防信息化建设推动了军工电子元器件行业快速发展。公司科研成果转化成效显著，在军工电子元器件领域持续实现国产化替代。同时，公司代理业务收入不断提高。2015-2019 年，公司营收复合增速 19.06%，归母净利润复合增速 38.49%。在国防信息化建设的推动下，公司有望继续长期保持成长。2019 年公司购买成都宏明 2.0001% 股份，有助于形成产业协同，并获得投资收益。
- 公司自产电子元器件业务实现营业收入 5.89 亿元，同比增长 20.60%，近 5 年营收复合增速 21.16%，5 大军工集团的收入占公司自产收入的比例始终在 70% 以上。公司代理业务实现营业收入 4.62 亿元，同比增长 6.88%，近 5 年营收复合增速 21.15%。
- 公司毛利率稳定在 50% 左右，净利润率大幅提高至 26.43%，募投项目尚未达产贡献收入，使得 ROE 同比下降 5.51 个百分点，随着未来公司募投项目达产，公司盈利能力有望显著回升。2019 年公司自产业务毛利率 78.97%，同比减少 1 个百分点；代理产品毛利率 13.83%，同比减少 5 个百分点。公司期间费用率明显下降。全年期间费用 1.94 亿元，同比增长 3.47%，占营业收入比例 18.36%，同比减少 1.90 个百分点。2019 年公司首次公开发行股票并成功上市募资，使得财务费用大幅减少。
- 我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 12.02/13.58/15.35 亿元，归母净利润分别为 3.42/3.92/4.45 亿元，EPS 分别为 2.07/2.37/2.69 元/股，对应 3 月 19 日收盘价 PE 为 27/24/21 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：新品研发进度不及预期，客户采购进度不及预期，民品价格下滑风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



事件

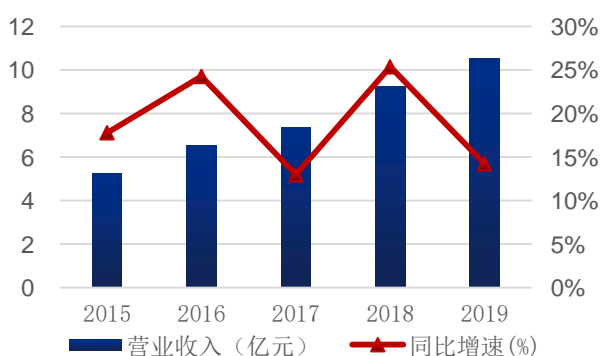
- 公司发布 2019 年年报：公司实现营收 10.54 亿元，同比增长 14.19%；实现归母净利润 2.79 亿元，同比增长 27.62%；扣非后归母净利润 2.52 亿元，同比增长 24.18%；基本每股收益 1.88 元/股，同比增长 6.82%；经营活动产生的现金流量净额 1.75 亿元，同比增长 232.64%；加权平均净资产收益率 16.62%，同比减少 5.51 个百分点。公司以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.1 元（含税），同时向全体股东每 10 股以资本公积金转增 4 股。

点评

- **信息化建设推动公司营收保持高增长，入股成都宏明加强产业协同**

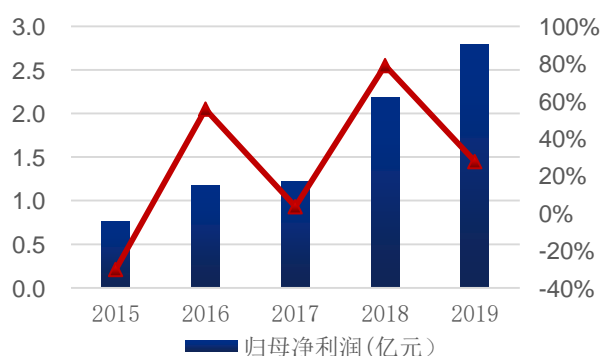
2019 年公司实现营收 10.54 亿元，同比增长 14.19%，保持稳健增长。国防信息化建设推动了包括军用 MLCC 在内的电子元器件行业的快速发展。在此背景下，公司科研成果转化成效显著，在军工电子元器件领域持续实现国产化替代。同时，公司代理业务收入不断提高，共同推动公司营收规模持续增长。2015-2019 年，公司营收复合增速 19.06%，归母净利润复合增速 38.49%。在国防信息化建设的推动下，公司有望继续长期保持成长。

图 1、2015-2019 年公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2015-2019 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

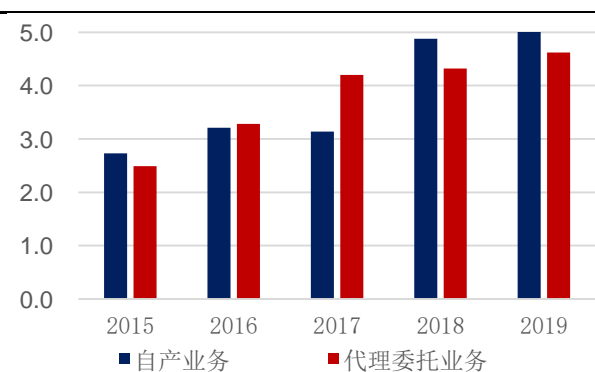
2019 年 12 月 6 日，公司以 5796 万元的价格购买成都宏明电子股份有限公司 178.20 万股股份，占宏明电子股本总额的 2.0001%。宏明电子前身是国营第 715 厂，是国家“一五”期间重点投资建设 156 项重点工程之一，连续多年被评为全国电子元器件百强企业，是国内军用 MLCC 的核心供应商之一。公司投资宏明电子成为股东，一方面有利于公司在科研、技术和业务等多方面与宏明电子建立起合作通道，共同推动电子元器件、尤其是 MLCC 产品的发展；另一方面有利于公司从宏明电子持续发展中获取投资收益。

● 自产业务持续突破保持高增长，代理业务增速有所放缓

公司自产电子元器件业务实现营业收入 5.89 亿元，同比增长 20.60%，近 5 年营收复合增速 21.16%。自产业务的核心产品是多层瓷介电容器，占公司自产业务收入的比重在 98% 以上。公司近年来推出的新产品直流滤波器取得快速的发展，2019 年实现销售收入 659.98 万元，同比增长 109.05%。公司自产业务积极拓宽销售渠道，客户数量突破 700 家，新增 100 余家，并与多家客户保持紧密合作。

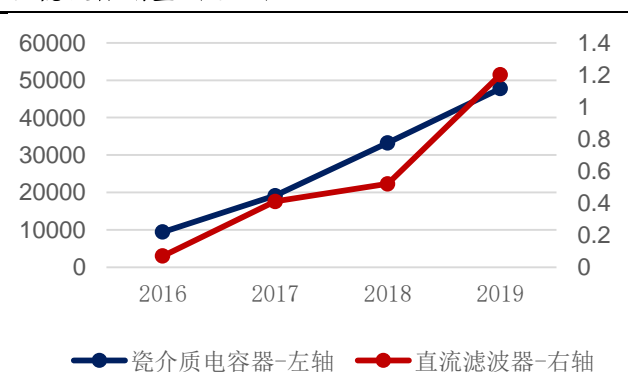
公司代理业务实现营业收入 4.62 亿元，同比增长 6.88%，近 5 年营收复合增速 21.15%。公司代理业务合作客户数量千余家，新签约 Amphenol（安费诺）、普思等品牌代理，横向拓宽产品种类及行业领域，积极响应市场需求。公司代理电子元器件主要为国际知名厂商生产的电容器、电阻、滤波器等，销售集中在新能源、消费电子、轨道交通、区块链等民用领域。2019 年风电及光伏发电等新能源行业回暖，公司光伏类客户业务恢复较快；同时，公司拓展了代理产品范围与客户，使得公司代理业务在中国经济增速放缓的背景下实现了增长。

图 3、2015-2019 年公司分业务营业收入（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

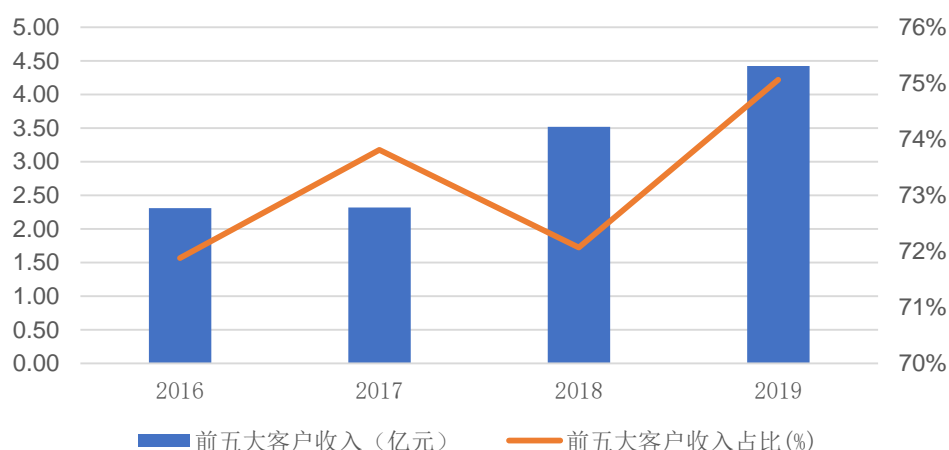
图 4、2015-2019 年公司自产业务瓷介质电容器和直流滤波器销量（万只）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从公司历史客户结构来看，前五大客户主要包括航天科技集团、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，来自 5 大军工集团的收入占公司自产业务收入的比例始终在 70% 以上。

图 5、公司面向前五大客户收入及占自产业务比例



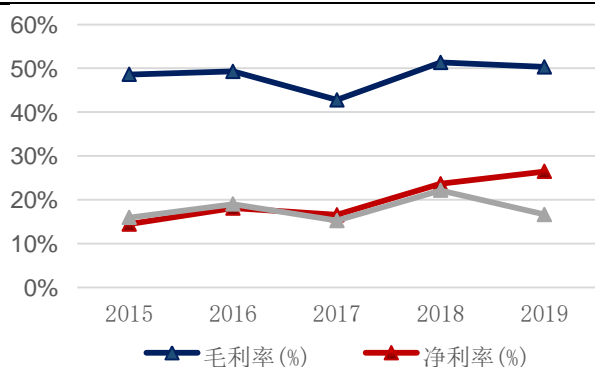
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利能力持续提高，未来募投项目达产有望推动 ROE 回升

公司毛利率保持稳定，净利润率持续提高。2019 年公司毛利率 50.48%，同比减少 0.83 个百分点；净利润率 26.43%，同比增加 2.78 个百分点；ROE 为 16.62%，同比下降 5.51 个百分点，主要原因是公司公开发行新股获得募集资金净额 7.5 亿元，使得公司总资产和归属于上市公司股东的净资产同比增长 62.40% 和 87.28%，而募投项目尚未达产贡献收入。随着未来公司募投项目达产，公司盈利能力有望显著回升。

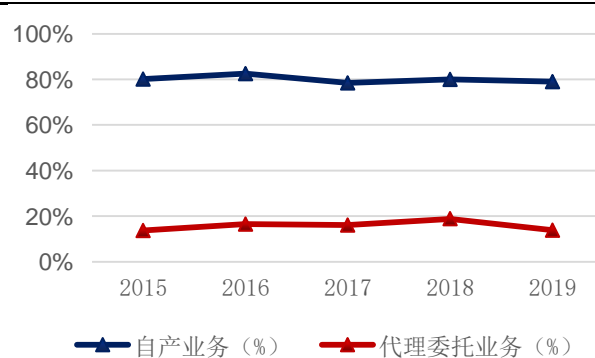
2019 年公司自产业务毛利率 78.97%，同比减少 1 个百分点，其中瓷介质电容器毛利率 79.27%，同比减少 1.09 个百分点；直流滤波器毛利率 70.12%，同比增加 18.79 个百分点。自产业务毛利率小幅波动，主要由于销售产品的质量等级及型号构成变动。代理产品毛利率 13.83%，同比减少 5 个百分点。代理业务毛利率下降幅度较大，主要由于 1) 2018 年 MLCC 涨价明显，使得当年毛利率高于历史平均水平；2) 2019 年需求增加但客户对价格敏感，公司主动降价；3) 2019 年公司新开拓的主动电子元件产品本身具有高周转、低毛利的特点。

图 6、2015-2019 年公司毛利率、净利率和 ROE



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

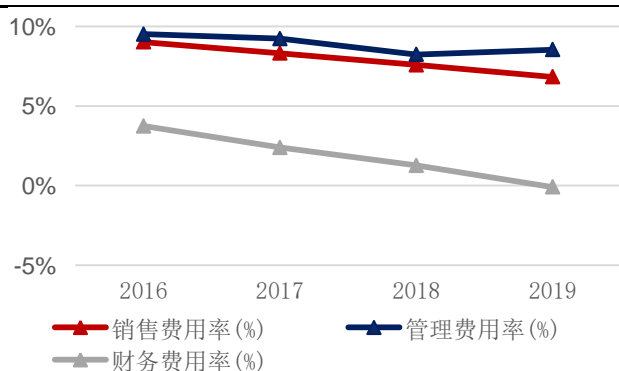
图 7、2015-2019 年公司分产品毛利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

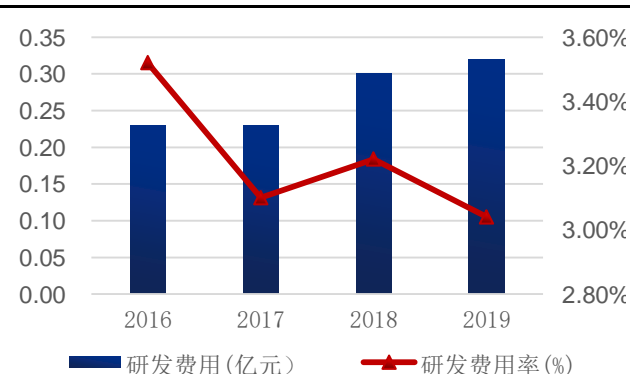
公司期间费用率明显下降。全年期间费用 1.94 亿元，同比增长 3.47%，占营业收入比例 18.36%，同比减少 1.90 个百分点。其中销售费用 7221.70 万元，同比增长 3.21%，占营业收入比例 6.85%，同比下降 0.37 个百分点；管理费用 9030.14 万元，同比增长 19.25%，占营业收入比例 8.56%，同比增加 0.36 个百分点，管理费用增长一是由于业绩持续增长导致人工成本增加，二是公司 2019 年首次公开发行股票并成功上市产生相关一次性费用；财务费用-94.7 万元，同比减少 1264.53 万元，主要由于公司公开发行股票募资产生部分闲置资金使得利息收入增加，同时减少了银行贷款，节省了利息费用；研发费用 3204.84 万元，同比增长 7.79%，占营业收入比例 3.04%，同比减少 0.18 个百分点。

图 8、2016-2019 年公司三费率 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2016-2019 年公司研发投入及研发费用率



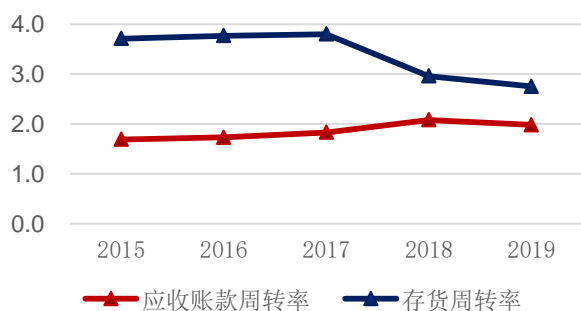
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

作为高新技术企业，公司多年来保持持续稳定的研发投入。2019 年公司成功开发了金端多层瓷介电容器、模压表贴瓷介电容器、大功率直流滤波器等新产品，进一步丰富了公司产品线。同时，公司成功开发了低介电常数低温共烧陶瓷资料、多层瓷介电容器银端电极浆料、高可靠 BY 特性资料，为公司开发高可靠 MLCC 奠定基础。通过材料研发，公司逐步加强在瓷介电容器领域的技术深度，并逐步提高自主可控能力。公司共承担 24 项军工科研任务，目前尚有 8 项在研外部项目，均为国家重点研发计划配套用的电子元器件项目。公司自主立项投入内部科研项目 30 项，主要围绕公司核心产品的品类拓展及其支撑材料的开发。

● 应收账款和存货有所增加，营运能力基本保持稳定

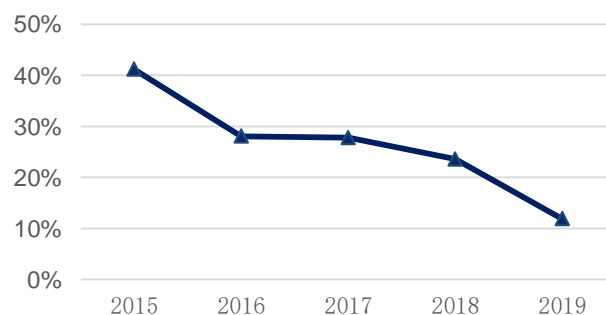
截至 2019 年底，公司应收票据、应收账款及应收款项融资合计 10.03 亿元，同比增长 21.38%；存货 2.01 亿元，同比增长 12.35%。公司应收账款周转率 1.98 次，同比增加 0.1 次，存货周转率 2.75 次，同比下降 0.21 次，公司营运能力基本保持稳定。2019 年，公司资产负债率 11.86%，同比下降 11.71 个百分点，资产负债率大幅下降，主要原因是公司 2019 年公开发行股票募资，显著改变资产结构。

图 10、2015-2019 年公司应收账款周转率和存货周转率（次）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2015-2019 年公司资产负债率（%）

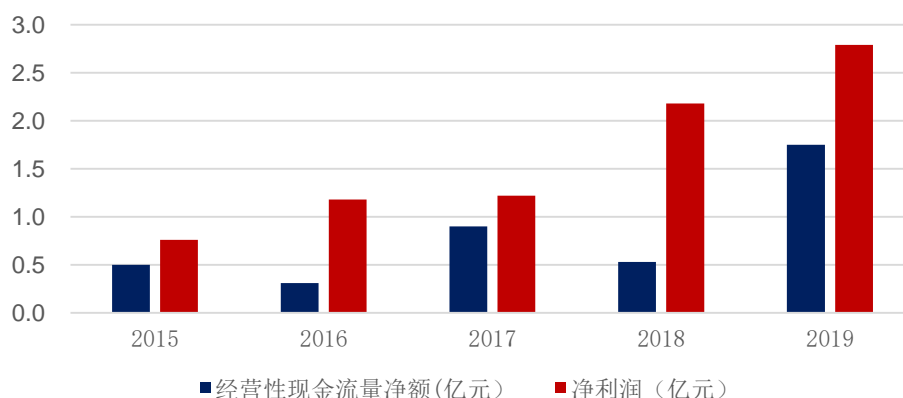


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营性现金流大幅增加，现金流情况有所改善

2019 年公司经营活动产生的现金流量净额 1.75 亿元，同比增长 232.64%，主要原因是公司业务规模持续扩大以及经营业绩持续向好，且整体回款情况较好；投资活动产生的现金流量净额-6.38 亿元，同比减少 6.15 亿元，主要原因是公司利用暂时闲置募集资金购买结构性存款以及购买宏明电子股份；筹资活动产生的现金流量净额 5.28 亿元，同比减少 5.48 亿元，主要原因是公司 2019 年首次公开发行股票取得募集资金。

图 12、2015-2019 年公司经营性现金流量净额与净利润（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 12.02/13.58/15.35 亿元，归母净利润分别为 3.42/3.92/4.45 亿元，EPS 分别为 2.07/2.37/2.69 元/股，对应 3 月 19 日收盘价 PE 为 27/24/21 倍，维持“审慎增持”评级。

● 风险提示

新品研发进度不及预期，客户采购进度不及预期，民品价格下滑风险。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2075	2477	2980	3473
货币资金	276	725	1093	1405
交易性金融资产	59	39	46	43
应收账款	583	652	737	835
其他应收款	8	10	11	13
存货	201	77	85	96
非流动资产	285	270	240	214
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	130	154	153	138
在建工程	88	44	22	11
油气资产	0	0	0	0
无形资产	25	25	25	25
资产总计	2360	2747	3219	3687
流动负债	231	282	338	340
短期借款	64	114	97	103
应付票据	0	0	0	0
应付账款	98	105	120	135
其他	69	63	121	103
非流动负债	49	43	66	86
长期借款	28	42	58	76
其他	21	1	8	10
负债合计	280	325	404	426
股本	165	165	165	165
资本公积	1303	1303	1303	1303
未分配利润	537	844	1197	1597
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2080	2422	2815	3261
负债及权益合计	2360	2747	3219	3687

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	279	342	392	445
折旧和摊销	19	21	25	27
资产减值准备	7	-9	5	6
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	1	-0	-6	-12
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-170	38	-61	-192
经营活动产生现金流	175	367	369	276
投资活动产生现金流	-638	18	-8	1
融资活动产生现金流	528	63	6	35
现金净变动	65	449	368	312
现金的期初余额	211	276	725	1093
现金的期末余额	276	725	1093	1405

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1054	1202	1358	1535
营业成本	522	589	663	749
营业税金及附加	11	11	11	11
销售费用	72	75	83	92
管理费用	90	132	152	173
财务费用	-1	-0	-6	-12
资产减值损失	-7	-12	-13	-11
公允价值变动	1	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	333	409	470	533
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	334	409	470	533
所得税	56	67	78	88
净利润	279	342	392	445
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	279	342	392	445
EPS(元)	1.69	2.07	2.37	2.69

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.2%	14.0%	13.0%	13.0%
营业利润增长率	28.8%	22.8%	14.9%	13.5%
净利润增长率	27.6%	22.7%	14.8%	13.5%
盈利能力(%)				
毛利率	50.5%	51.0%	51.2%	51.2%
净利率	26.4%	28.4%	28.9%	29.0%
ROE	13.4%	14.1%	13.9%	13.7%

偿债能力(%)				
资产负债率	11.9%	11.8%	12.6%	11.6%
流动比率	8.99	8.80	8.81	10.20
速动比率	8.04	8.51	8.54	9.90
营运能力(次)				
资产周转率	55.3%	47.1%	45.5%	44.5%
应收帐款周转率	188.0%	185.2%	185.9%	185.6%
每股资料(元)				
每股收益	1.69	2.07	2.37	2.69
每股经营现金	1.06	2.22	2.23	1.67
每股净资产	12.58	14.65	17.03	19.72
估值比率(倍)				
PE	33.4	27.2	23.7	20.9
PB	4.5	3.8	3.3	2.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn