

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

鸿远电子 (603267) 2019 年年报点评: 军品订单助推业绩上升, 对外投资打通合作渠道

行业分类: 电子

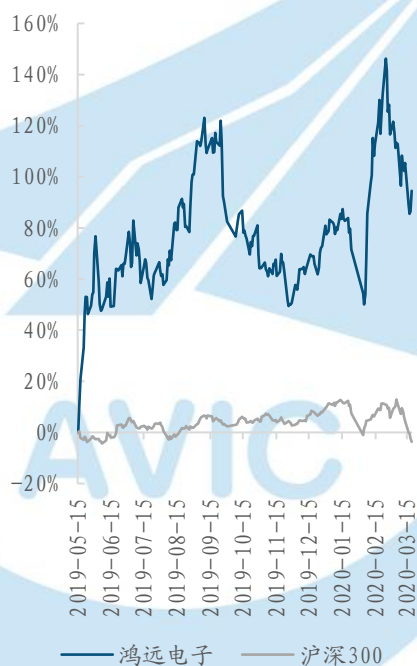
2020 年 03 月 20 日

投资评级

买入

当前价格 (元/股)	56.25
目标价格 (元/股)	66.88
基本数据 (2020/3/19)	
总市值 (亿元)	93.00
流通市值 (亿元)	23.25
总股本 (百万股)	165.34
流通股本 (百万股)	41.34
上市以来价格区间	28.92/71.20

上市以来公司与沪深 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 (10.54 亿元, +14.19%); 归母净利润 (2.79 亿元, +27.62%), 扣非后归母净利润 (2.52 亿元, +24.18%)

◆ 投资要点:

军品需求增加带动业绩增长。2019 年实现营收 (10.54 亿元, +14.19%); 归母净利润 (2.79 亿元, +27.62%), 扣非后归母净利润 (2.52 亿元, +24.18%)。长期来看, 公司近五年营收复合增长率 14.98%, 归母净利润复合增长率 29.76%, 业绩成长稳健。2019 年, 公司毛利率 (50.48%, -0.83pct), 毛利率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。其中自产业务毛利率 (78.97%, -1.00pct), 代理业务毛利率 (13.83%, -5.00pct)。自产业务毛利率小幅波动, 主要由当期销售的产品质量等级及型号构成变动所致。代理业务毛利率下降幅度较大, 主要因为: 2018 年四季度开始 MLCC 价格回落明显, 公司利润率下降; 下游客户相应提高库存使得 2019 年电子元器件需求萎缩; 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。三费方面, 公司销售费用 (7221.70 万元, +3.21%), 管理费用 (9030.14 万元, +19.25%), 研发费用 (3204.84 万元, +7.79%), 财务费用 (-94.70 万元, -108.10%)。公司 IPO 产生的相关费用和人工费用的增加加大了管理费用的支出。募集资金扩充了公司闲置资金的利息收入且节省了银行贷款的利息费用, 使得财务费用大幅减少。另外, 公司业务规模的持续扩大使应收账款 (5.83 亿元, +21.09%) 与存货 (2.01 亿元, +12.35%) 有所增加, 公司的经营活动产生的现金流净额 (1.75 亿元, +232.64%) 增长显著。公司已连续七年被中国电子元件行业协会评为“中国电子元件百强企业”, 2019 年排名比上年提升 18 名至 66 名, 并荣获 2019 年中国电子元件百强盈利能力最强的十家企业的第 4 名, 看好公司未来成长性。

自产业务产品出新, 下游客户稳定。公司自产业务的核心产品为 MLCC, 占比 98% 以上。2019 年, 随着军工元器件需求量上升, 公司自产电子元器件实现营业收入上升 (5.89 亿元, +20.60%)。公司的直流滤波器也取得了快速的发展, 2019 年实现销售收入 (659.98 万元, +109.05%)。另外, 公司丰富了产品线, 成功开发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, 并在陶瓷等材料方面取得研发成果, 逐步提高自主可控能力。公司下游客户稳定且订单明确, 前五名客户均为我国军工集团, 收入占比达到 75.06%。目前公司共承担 24 项军工科研任务, 且有 8 项在研外部项目, 均为国家重点项目研制配套用的电子元器件

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

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

项目。公司的募投项目也有所进展，电子元器件生产基地项目和直流滤波器项目基建主体工程已完成，预计在 2020 年 12 月完成并使用。随着我国信息化、智能化、国产化的推进，未来公司业绩有望持续增长。

光伏产业回暖推动公司代理业务发展。公司的代理业务实现营业收入（46,206.33 万元，+6.88%）。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，帮助公司实现业务量增长。同时，公司拓展了代理产品范围与客户，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。

投资宏明电子，打通同行业合作通道。2019 年 12 月 6 日，公司从第三方公司拉萨星晴网络科技有限公司购买宏明电子 178.20 万股股份，占宏明电子股本总额的 2.0001%。宏明电子是我国军用 MLCC 及民用精密组件产品的核心供应商之一。其元器件产品主要销往国内大型军工集团及其下属分公司及研究所，精密组件产品主要销往为苹果公司代工的富士康等大型跨国企业。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。

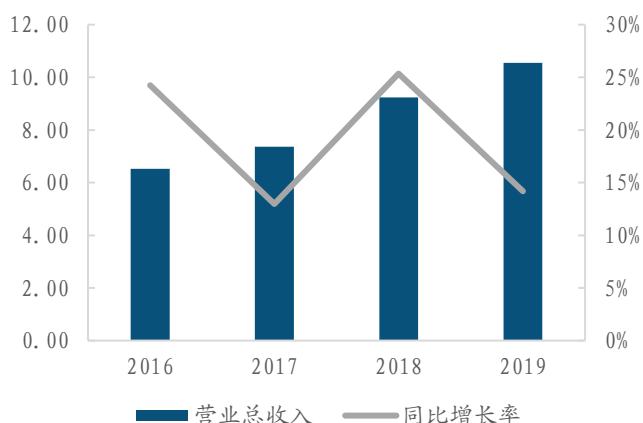
◆ 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.46 亿元、4.28 亿元和 5.32 亿元，EPS 分别为 2.09 元、2.59 元和 3.22 元，对应 PE 分别为 26、21、17 倍。按照 2020 年 32 倍 PE，对应目标价 66.88 元/股，给予“买入”评级。

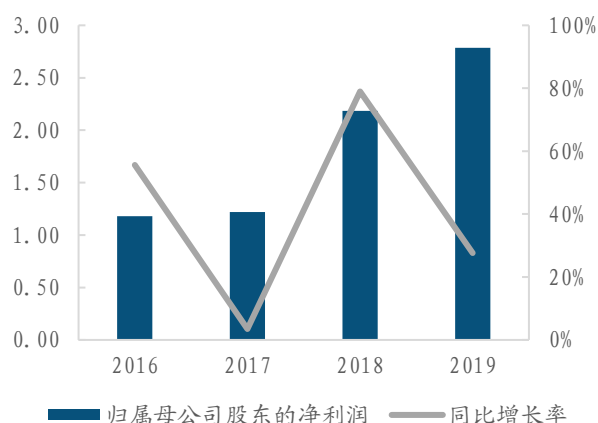
◆ 风险提示：军品订单不及预期，自产军用产品降价风险；下游市场需求与价格变动风险；应收账款余额较大的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	10.54	11.91	13.96	16.96
增长率	14.19%	12.97%	17.22%	21.46%
归属母公司净利润（亿元）	2.79	3.46	4.28	5.32
增长率	27.62%	24.25%	23.52%	24.44%
每股收益 EPS（元）	1.69	2.09	2.59	3.22
净资产收益率 ROE	13.40%	14.27%	14.98%	15.72%
PE	32	26	21	17
PB	4.29	3.67	3.12	2.63

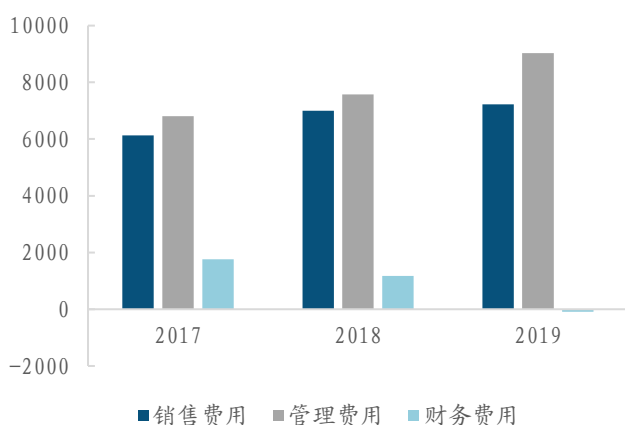
资料来源：Wind，中航证券金融研究所

图 1：2016-2019 营业总收入及增速（单位：亿元，%）


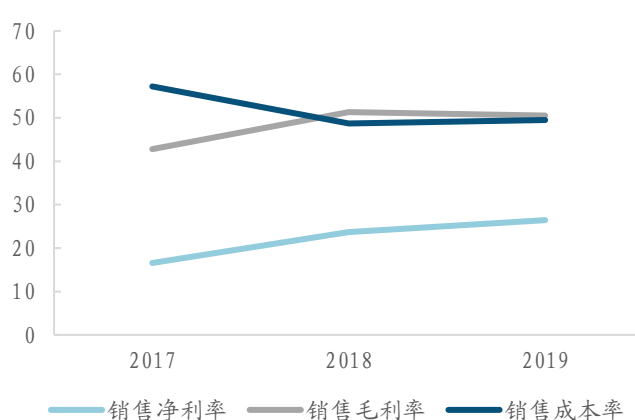
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图 2：2016-2019 归母净利润及增速（单位：亿元，%）


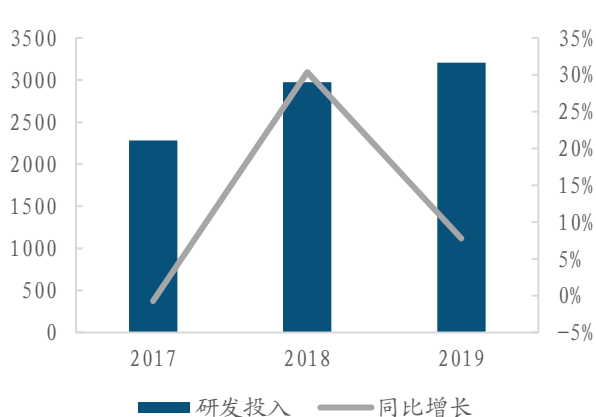
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

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					现金流量表				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10.54	11.91	13.96	16.96	净利润	2.79	3.46	4.28	5.32
营业成本	5.22	5.94	6.81	8.14	折旧与摊销	0.19	0.32	1.11	1.86
营业税金及附加	0.11	0.12	0.14	0.18	财务费用	-0.01	0.03	0.04	0.05
销售费用	0.72	0.80	0.88	1.05	资产减值损失	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07
管理费用	0.90	0.95	1.04	1.24	经营营运资本变动	-6.76	-3.43	-4.94	-6.31
财务费用	-0.01	0.03	0.04	0.05	其他	5.61	0.06	0.06	0.06
资产减值损失	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	经营性现金流净额	1.75	0.37	0.48	0.92
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.42	-0.63	-0.49	-0.35
公允价值变动损益	0.01	0.01	0.01	0.01	其他	-5.96	-0.26	-0.26	-0.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-6.38	-0.89	-0.75	-0.61
营业利润	3.33	4.14	5.12	6.37	短期借款	-1.49	-0.59	0.35	-0.18
其他非经营损益	0.01	0.01	0.01	0.01	长期借款	0.28	0.10	0.23	0.35
利润总额	3.34	4.15	5.13	6.39	股权融资	7.74	0.00	0.00	0.00
所得税	0.56	0.69	0.85	1.06	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	2.79	3.46	4.28	5.32	其他	-1.25	0.03	0.00	-0.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	5.28	-0.46	0.58	0.14
归属母公司股东	2.79	3.46	4.28	5.32	现金流量净额	0.65	-0.97	0.31	0.45

资产负债表					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2.76	1.79	2.09	2.54	成长能力				
应收和预付款项	9.64	10.89	12.76	15.50	销售收入增长率	14.19%	12.97%	17.22%	21.46%
存货	2.01	2.29	2.62	3.14	营业利润增长率	28.79%	24.36%	23.60%	24.51%
其他流动资产	6.34	6.47	7.48	8.96	净利润增长率	27.62%	24.25%	23.52%	24.44%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	21.88%	27.84%	39.67%	32.14%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建	2.18	2.40	2.36	2.10	毛利率	50.48%	50.10%	51.24%	52.01%
无形资产和开发	0.25	0.35	0.43	0.52	三费率	15.32%	14.94%	14.07%	13.81%
其他非流动资产	0.42	2.68	4.28	5.20	净利率	26.43%	29.07%	30.63%	31.38%
资产总计	23.60	26.86	32.03	37.96	ROE	13.40%	14.27%	14.98%	15.72%
短期借款	0.64	0.05	0.40	0.22	ROA	11.81%	12.89%	13.35%	14.02%
应付和预收款项	1.64	1.86	2.14	2.56	ROIC	17.34%	16.17%	16.48%	16.73%
长期借款	0.28	0.38	0.61	0.96	EBITDA/销售收入	33.28%	37.66%	44.87%	48.82%
其他负债	0.24	0.30	0.34	0.35	营运能力				
负债合计	2.80	2.59	3.49	4.10	总资产周转率	0.55	0.47	0.47	0.48
股本	1.65	1.65	1.65	1.65	固定资产周转率	8.20	7.42	7.01	8.49
资本公积	13.03	13.03	13.03	13.03	应收账款周转率	1.98	1.92	1.95	1.98
留存收益	6.12	9.58	13.86	19.18	存货周转率	2.75	2.76	2.77	2.83
归属母公司股东	20.80	24.27	28.54	33.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	20.80	24.27	28.54	33.87	资产负债率	11.86%	9.66%	10.88%	10.79%
负债和股东权益	23.60	26.86	32.03	37.96	带息债务/总负债	32.89%	16.73%	28.96%	28.92%

业绩和估值指标						2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	3.51	4.49	6.27	8.28	流动比率	8.99	11.09	9.77	10.74
PE	32.00	25.75	20.85	16.75	速动比率	8.12	9.90	8.74	9.63
PB	4.29	3.67	3.12	2.63	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PS	8.46	7.49	6.39	5.26	每股指标				
EV/EBITDA	24.607	19.295	13.815	10.390	每股收益	1.69	2.09	2.59	3.22
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	每股净资产	12.58	14.68	17.26	20.48
					每股经营现金	1.059	0.226	0.288	0.555
					每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000

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。