



国防军工

2020-03-19

公司点评报告

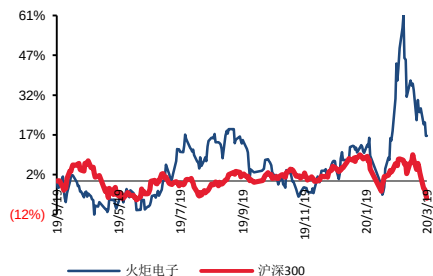
买入/维持

火炬电子(603678)

昨收盘: 24.89

年报点评：营收保持快速增长，新材料业务蓄势待发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	453/453
总市值/流通(百万元)	11,267/11,267
12个月最高/最低(元)	34.38/18.77

相关研究报告：

火炬电子(603678)《三季报点评：三季度贸易产品出货占比较高，扣非净利润增速亮眼》—2019/10/28

证券分析师：马捷

电话：010-88695137

E-MAIL: majie@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519070002

证券分析师：刘倩倩

电话：010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190514090001

证券分析师：马浩然

电话：010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120003

联系人：王睿

电话：010-88695272

事件：3月17日，公司发布2019年年报，全年实现营业收入25.69亿元(+26.92%)，归母净利润3.81亿元(+14.49%)，扣非归母净利润3.55亿元(+15.80%)，EPS为0.84元(+13.51%)。

Q4单季度，公司实现营业收入8.42亿元(+44.80%)，归母净利润0.91亿元(+12.16%)，扣非归母净利润0.78亿元(-12.94%)。

公司拟向全体股东每10股派发现金股利1.7元(含税)，合计派发现金股利7671万元。

点评：

收入端增长显著，毛利率下降导致利润增速放缓。总体来看，公司全年收入增长维持较快水平(+26.92%)，三大业务中，自产元器件业务受军工订单增长驱动，取得收入7.46亿元(+38.30%)；自产新材料业务显著增长，取得收入4380.71万元(+70.61%)；代理业务受益于下游小米等客户的良好需求，取得收入17.42亿元(+22.58%)。

从毛利率来看，自产元器件业务综合毛利率为67.54%，同比减少2.39个百分点，我们判断一方面是由于“原材料、人工成本、制造费用”等成本增加，另一方面公司新品处于推广期或降低毛利率提高竞争优势，长期看由于产品结构变化，自产业务毛利率将保持稳中有降。代理业务主要由于受市场行情的影响，价格有所下调，导致毛利率减少6.12pct至15.65%，从供需格局来看，被动元器件供给收缩，下游需求稳中有升，我们判断代理毛利率将有所提升。新材料业务产销量皆比去年同期有大幅增长，毛利率较去年增加12.17个百分点，高达72.84%，随着新材料产能利用率逐渐提高，产品毛利率有望逐步提升。

研发投入高增长，经营性现金流净额持续优化。从费用端来看，整体费用率较去年下降0.49个百分点，达到13.81%。其中，销售/管理/财务费用率分别下降0.21pct/0.27pct/0.41pct。由于子公司加强产品自主研发资金的投入，研发人员薪酬大幅增加(+95%，1034万元)，研发费用同比增长55.10%，费用率达到2.19%。因本期销售回款明显增加，经营活动产生的现金流量净额上升了74.68%，达到2.32亿元，连续两年增长。

新品元器件成长可期，募投项目提高竞争优势。本年度，公司新品钽电容器、单层电容器、薄膜电容器等皆取得较快增长，实现收入分别为4192万/4430万/2461万，同比增24.11%/197.66%/30.72%，整体增长趋势向好。公司控股子公司广州天极主打产品单层电容、薄膜电路，广泛使用于无线通讯、卫星导航、大数据、雷达、电子侦察、电子对抗和移动通讯等与微波紧密相关的行业和领域，广州天极本年

E-MAIL: wangrui@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118100007

度实现净利润 2064.28 万元，业绩处于爆发期。

公司发行可转债募资 6 亿元新增 84 亿只小体积薄介质层陶瓷电容器产能，达产后年均实现销售收入 6.24 亿元，将极大提升公司传统业务的盈利能力，目前公司可转债申请已于 3 月 14 日获得证监会批准，新产品有望极大提升公司产品竞争力和技术储备。

高性能特种陶瓷材料“从 0 到 1”，前景不可限量。本年度，立亚新材实现营业收入 7625 万元，净利润 1745 万元，同比增长 181.15%，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。另外三条生产线已完成纺丝、交联工序调试工作，但热解炉、热处理炉生产和交付周期较长，相关设备受供应商产能排期影响，交付时间延后，项目延期至 2020 年 9 月。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，目前已计划试投产。陶瓷基复合材料是有望替代高温合金在发动机高温部件上应用最具有应用潜力的材料，公司技术处于国内、外同行业的领先水平。预计本项目投产后可实现年均销售收入 5.29 亿元，年均净利润 3.05 亿元，利润规模将再造一个火炬。

盈利预测和评级。公司业务涉及军工电子以及军工新材料，其中电子元器件业务有望稳步增长，新材料业务前景广阔，未来将充分享受下游军民领域需求井喷的红利。预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 5.06 亿元、6.44 亿元、8.03 亿元，EPS 为 1.12 元、1.42 元、1.77 元，对应 PE 为 23 倍、18 倍、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：募投项目进展不及预期；元器件贸易代理业务毛利率下降。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2569.39	2879.81	3359.83	3821.89
(+/-%)	26.92%	12.08%	16.67%	13.75%
归母净利(百万元)	381.44	506.22	643.88	803.40
(+/-%)	14.49%	32.71%	27.19%	24.77%
摊薄每股收益(元)	0.84	1.12	1.42	1.77
市盈率(PE)	30.24	22.78	17.91	14.36

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2020E	2021E	2022E	
货币资金	186	391	815	885	1889	营业收入	2024.3	2879.8	3359.8	3821.9	
应收和预付款项	1240	1579	1445	2083	1930	营业成本	1314.3	1887.3	2154.8	2379.5	
存货	565	708	422	868	556	营业税金及附加	13.92	17.28	20.49	23.70	
其他流动资产	428	42	42	42	42	销售费用	107.61	146.87	171.35	194.92	
流动资产合计	2110	2258	2419	2720	2724	管理费用	116.64	221.75	255.35	286.64	
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	28.95	8.73	(4.31)	(15.47)	
投资性房地产	29	30	28	24	20	资产减值损失	24.20	18.00	18.00	18.00	
固定资产	189	566	630	671	935	投资收益	22.57	0.00	0.00	0.00	
在建工程	263	129	269	415	0	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	
无形资产开发支出	100	95	153	144	126	营业利润	404.99	579.86	744.19	934.60	
长期待摊费用	7	22	22	25	12	其他非经营损益	(0.80)	20.00	20.00	20.00	
其他非流动资产	203	146	138	181	181	利润总额	404.18	599.86	764.19	954.60	
资产总计	2901	3246	3686	4201	4020	所得税	76.32	86.25	110.90	139.46	
短期借款	241	25972	40095	31827	0	净利润	327.87	513.62	653.29	815.14	
应付和预收款项	351	624	334	760	448	少数股东损益	2.56	7.40	9.41	11.74	
长期借款	82	141	141	141	141	归母股东净利润	333.18	506.22	643.88	803.40	
其他负债	24	59	59	59	59	预测指标					
负债合计	857	1142	534	959	648	毛利率	35.1%	34.5%	35.9%	37.7%	
股本	453	453	453	453	453	销售净利率	16.2%	17.8%	19.4%	21.3%	
资本公积	1082	1077	1077	1077	1077	销售收入增长率	7.2%	12.1%	16.7%	13.8%	
留存收益	1244	1584	2004	2538	3205	EBIT 增长率	56.5%	40.2%	24.9%	23.7%	
归母公司股东权益	2778	3113	3533	4068	4735	净利润增长率	40.7%	40.2%	27.2%	24.8%	
少数股东权益	51	68	75	85	97	ROE	12.0%	14.3%	15.8%	17.0%	
股东权益合计	2829	3181	3609	4153	4831	ROA	9.0%	12.6%	12.9%	15.0%	
负债和股东权益	3687	4323	4142	5112	5479	ROIC	13.3%	15.2%	21.2%	22.6%	
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.74	1.12	1.42	1.77	
经营性现金流	138	225	810	148	1097	PE (X)	34.62	22.78	17.91	14.36	
投资性现金流	(177)	68	21	21	21	PB (X)	4.15	3.26	2.84	2.44	
融资性现金流	(25)	(66)	(407)	(98)	(113)	PS (X)	5.70	4.01	3.43	3.02	
现金增加额	(63)	229	424	70	1004	EV/EBITDA (X)	23.72	14.25	11.86	9.14	

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610)88321761

传真: (8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。