

# 火炬电子 (603678)

## 募投项目加快军民品扩张, 达产产能有望增加 4 倍

三十年专注电容器研发生产, MLCC 军用为主民用为辅

公司长期专注于电容器及相关产品的研发/生产/销售, 主营产品涵盖 MLCC、引线式多层陶瓷电容器、多芯组陶瓷电容器、钽电容器等元器件。公司下游产品应用以军品为主, 民品为辅, 现已形成“元器件、新材料、贸易”三大板块经营战略。疫情下公司持续稳健经营, 存货提升揭示公司业务增长高持续性。据公司公告披露, 2020Q1 公司营业收入 6.05 亿元 (+30.29%), 归母净利润 0.69 亿元 (-4.82%), 扣非归母净利润 0.68 亿元 (+3.98%), 主要得益于外贸业务收入快速提升 (4.52 亿元, +48.01%)。此外, 公司 2020Q1 存货达到 7.99 亿元 (+32.59%), 创近 5 年新高, 我们认为, 随着疫情发展的缓解, 公司存货或快速消化, 业绩有望持续兑现。

MLCC 需求持续提升, 国产化替代打开产业市场空间

MLCC 下游应用产品几乎覆盖电子工业全领域, 消费民用市场涵盖移动电话、笔记本电脑等产品, 工业民用市场涵盖汽车、医疗设备等产品, 军用市场主要应用于航天航空、船舶、兵器等国防领域。2019 年陶瓷电容器的市场规模为 578 亿元, 同比增长 6.2%, 占全电容器行业市场比重 54%, 现已成为电容器行业主要品类。

我们认为, 随着 5G、汽车电子、物联网产业的快速发展, MLCC 终端产品将会加速迭代, 倒逼上游陶瓷电容市场持续放量; 此外, MLCC 上游核心技术仍有待突破, 高端陶瓷材料目前仍依赖进口, 国产化替代需求日益迫切, 产业有望步入新一轮景气周期。

新材料多领域驱动, 新能源车功率器件需求量增长, 航空航天望替代单晶

公司新材料板块主营产品为 CASAS-300 高性能特种陶瓷材料, 主要由子公司立亚新材实施, 子公司利亚化学为其提供先驱体。据公司公告披露, 目前立亚新材已获得军工相关资质, 完成建设的三条生产线具备先行优势, 目前仍有三条生产线项目在建, 预计今年 9 月完工。先驱体生产基地立亚化学已全面完成主体建设, 计划进行试投产工作。该类高性能特种陶瓷材料在产业中可实现多领域应用: (1) 功率器件: 2024 年市场规模预计达到 19.3 亿美元, 新能源汽车将成为主要需求端, 占比超 49%; (2) 航空航天: 可用于航空发动机主要热端结构件, 对高温合金进行替代。

募集资金产能或大幅提升, 提质增效进一步释放利润

5 月 24 日, 公司发布《公开发行可转换公司债券募集说明书》, 拟发行可转债 6 亿元, 4.47 亿计划用于投资小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目, 1.53 亿计划用于补充流动资金。可转债期限为自发行之日起六年, 初始转股价为 25.33 元/股。

公司陶瓷电容器产能长期处于饱和状态, 2017 年-2019 年每年产能 20 亿只, 产能利用率分别为 103.43%、105.46%和 115.56%。目前产能主要以军工市场配套产能为主, 而民用市场需求日益增长, 2019 年产销率达 102.93%。据公司公告披露, 本次募投项目后, 公司有望实现每年 84 亿只不同型号的小体积薄介质层陶瓷电容的新增产能, 年平均销售收入/净利润预计达到 6.24/2.30 亿元, 占 2019 年总营收/归母净利润的 24.30%/60.37%, 我们认为项目完成后, 公司业绩或大幅增厚。同时, 本次募集资金中 1.5 亿元将用于补充流动资金, 我们认为该举措将进一步提升公司的财务稳健性, 公司有望提质增效从而进一步释放利润。

盈利预测与评级: 综上所述, 我们认为, 受益于行业需求的提升以及募投项目对产能补充, 公司自产元器件业务有望实现加速排产, 陶瓷新材料及代理业务也随需求端影响快速放量, 前景持续向好; 此外, 民品的快速上量或对公司综合毛利率造成一定影响。因此, 2020-21 年营收从 31.43/38.66 亿元上调至 35.46/44.70 亿元, 2022 年营收为 56.42 亿元, 对应归母净利润为 5.15/6.44/8.01 亿元, EPS 为 1.14/1.42/1.77 元, PE 为 25.21/20.18/16.22x。对标我国军工电子领军企业风华高科 36.86x 的 2020 年预测 P/E, 公司目标价 42.02 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 军用 MLCC 交付放缓; 高端陶瓷新材料放量低于预期; 新产品产量低于预期带来生产设备的较高折旧成本等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,024.35	2,569.39	3,545.74	4,469.76	5,641.67
增长率(%)	7.21	26.92	38.00	26.06	26.22
EBITDA(百万元)	537.16	626.52	762.38	942.05	1,157.44
净利润(百万元)	333.18	381.44	515.22	643.70	800.50
增长率(%)	40.71	14.49	35.07	24.94	24.36
EPS(元/股)	0.74	0.84	1.14	1.42	1.77
市盈率(P/E)	38.98	34.05	25.21	20.18	16.22
市净率(P/B)	4.67	4.17	3.63	3.15	2.70
市销率(P/S)	6.42	5.05	3.66	2.91	2.30
EV/EBITDA	13.49	16.36	16.75	13.65	11.02

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/元件
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	28.69 元
目标价格	42.02 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	452.67
流通 A 股股本(百万股)	452.67
A 股总市值(百万元)	12,986.99
流通 A 股市值(百万元)	12,986.99
每股净资产(元)	7.04
资产负债率(%)	25.89
一年内最高/最低(元)	35.64/19.25

### 作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
许利天	联系人
xulitian@tfzq.com	

### 股价走势

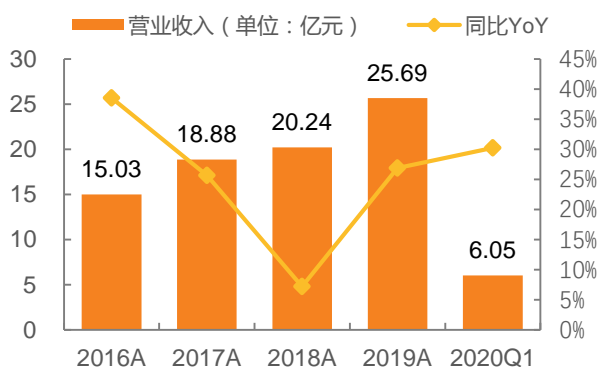


资料来源: 贝格数据

### 相关报告

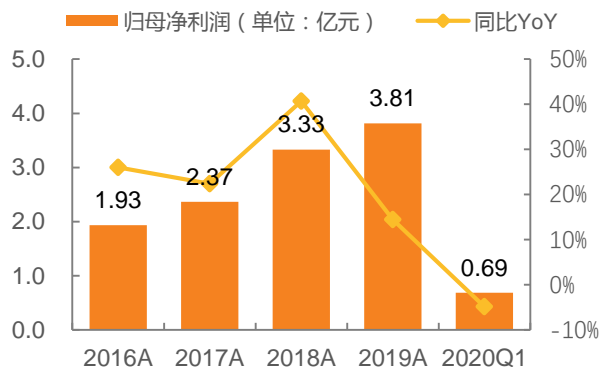
- 《火炬电子-首次覆盖报告:MLCC 受益提价, 陶瓷基材料或迎航空发动机/EV/功率器件多风口》2020-02-20
- 《火炬电子-半年报点评:新材料进展顺利, 传统主业稳健扩张》2017-08-07
- 《火炬电子-年报点评报告:新材料产线建设顺利, MLCC 稳健增长》2017-03-23

图 1: 2016A-2020Q1 公司营业收入及其增速



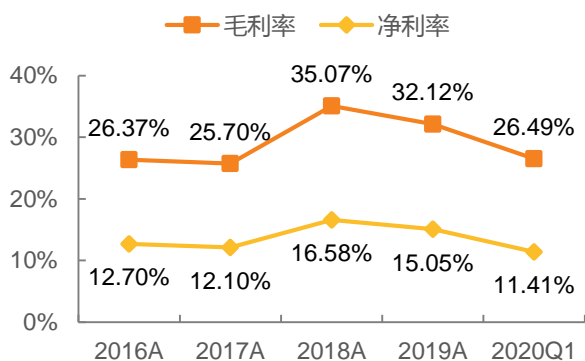
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 2016A-2020Q1 公司归母净利润及其增速



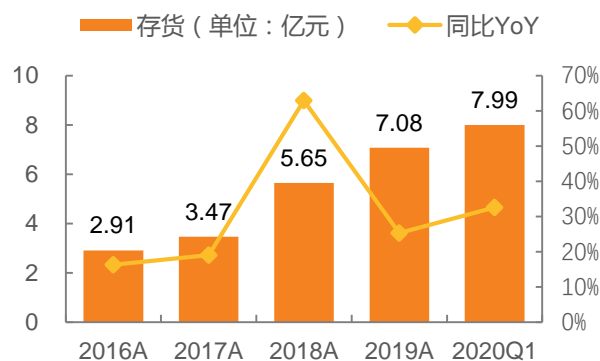
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 2016A-2020Q1 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 2016A-2020Q1 公司存货及其增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	217.92	441.68	598.45	529.65	649.69
应收票据及应收账款	1,191.63	1,506.34	1,684.83	2,039.98	2,285.30
预付账款	5.28	11.35	11.95	17.40	18.66
存货	564.84	707.69	962.47	1,097.32	1,509.78
其他	474.49	223.03	270.73	391.80	505.30
<b>流动资产合计</b>	<b>2,454.16</b>	<b>2,890.09</b>	<b>3,528.43</b>	<b>4,076.14</b>	<b>4,968.74</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	629.63	670.76	836.94	952.16	1,033.78
在建工程	268.99	415.12	308.77	262.06	238.24
无形资产	153.04	144.15	125.82	105.06	85.00
其他	249.94	296.49	258.04	295.24	329.58
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,301.60</b>	<b>1,526.51</b>	<b>1,529.56</b>	<b>1,614.51</b>	<b>1,686.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,755.77</b>	<b>4,416.61</b>	<b>5,057.99</b>	<b>5,690.65</b>	<b>6,655.33</b>
短期借款	400.95	318.27	280.23	256.89	212.68
应付票据及应付账款	347.54	615.82	774.18	804.99	1,041.71
其他	83.22	143.38	157.03	174.11	200.88
<b>流动负债合计</b>	<b>831.71</b>	<b>1,077.48</b>	<b>1,211.44</b>	<b>1,235.98</b>	<b>1,455.27</b>
长期借款	81.82	140.51	182.00	231.00	284.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12.92	17.70	11.36	13.99	14.35
<b>非流动负债合计</b>	<b>94.74</b>	<b>158.21</b>	<b>193.36</b>	<b>244.99</b>	<b>298.35</b>
<b>负债合计</b>	<b>926.45</b>	<b>1,235.68</b>	<b>1,404.80</b>	<b>1,480.98</b>	<b>1,753.62</b>
少数股东权益	50.89	67.99	75.15	84.09	95.21
股本	452.67	452.67	452.67	452.67	452.67
资本公积	1,105.35	1,106.72	1,107.92	1,108.32	1,108.82
留存收益	2,347.60	2,686.24	3,125.38	3,672.92	4,353.85
其他	(1,127.20)	(1,132.69)	(1,107.92)	(1,108.32)	(1,108.82)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,829.32</b>	<b>3,180.92</b>	<b>3,653.19</b>	<b>4,209.68</b>	<b>4,901.72</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,755.77</b>	<b>4,416.61</b>	<b>5,057.99</b>	<b>5,690.65</b>	<b>6,655.33</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	335.74	386.73	515.22	643.70	800.50
折旧摊销	73.39	85.30	100.30	124.75	147.46
财务费用	25.69	24.39	26.70	26.34	25.86
投资损失	(22.57)	(6.75)	(14.00)	(17.60)	(13.40)
营运资金变动	(117.18)	(57.84)	(301.84)	(624.88)	(579.90)
其它	(162.18)	(199.69)	7.16	8.94	11.12
<b>经营活动现金流</b>	<b>132.89</b>	<b>232.14</b>	<b>333.53</b>	<b>161.24</b>	<b>391.63</b>
资本支出	339.55	250.29	148.14	169.86	184.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(516.70)	(182.25)	(275.84)	(323.47)	(355.99)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(177.15)</b>	<b>68.03</b>	<b>(127.70)</b>	<b>(153.61)</b>	<b>(171.15)</b>
债权融资	506.32	516.38	544.13	590.19	635.18
股权融资	(35.95)	(28.99)	0.48	(25.94)	(25.36)
其他	(495.57)	(552.94)	(593.67)	(640.68)	(710.26)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(25.20)</b>	<b>(65.55)</b>	<b>(49.06)</b>	<b>(76.43)</b>	<b>(100.44)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(69.46)</b>	<b>234.62</b>	<b>156.77</b>	<b>(68.80)</b>	<b>120.03</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,024.35</b>	<b>2,569.39</b>	<b>3,545.74</b>	<b>4,469.76</b>	<b>5,641.67</b>
营业成本	1,314.34	1,744.14	2,424.42	3,089.68	3,910.65
营业税金及附加	13.92	15.55	22.34	28.16	35.54
营业费用	107.61	131.28	180.83	224.38	284.34
管理费用	116.64	141.03	189.70	230.19	287.72
研发费用	36.28	56.27	67.37	87.16	114.53
财务费用	28.95	26.22	26.70	26.34	25.86
资产减值损失	24.20	(6.85)	13.00	10.50	12.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.57	5.58	14.00	17.60	13.40
其他	(58.05)	(13.75)	(28.00)	(35.20)	(26.80)
<b>营业利润</b>	<b>417.89</b>	<b>469.92</b>	<b>635.38</b>	<b>790.96</b>	<b>984.13</b>
营业外收入	0.08	0.01	0.20	0.53	0.17
营业外支出	0.88	0.40	0.86	0.41	0.52
<b>利润总额</b>	<b>417.09</b>	<b>469.53</b>	<b>634.72</b>	<b>791.08</b>	<b>983.78</b>
所得税	81.35	82.80	112.35	138.44	172.16
<b>净利润</b>	<b>335.74</b>	<b>386.73</b>	<b>522.38</b>	<b>652.64</b>	<b>811.61</b>
少数股东损益	2.56	5.29	7.16	8.94	11.12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>333.18</b>	<b>381.44</b>	<b>515.22</b>	<b>643.70</b>	<b>800.50</b>
每股收益(元)	0.74	0.84	1.14	1.42	1.77

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.21%	26.92%	38.00%	26.06%	26.22%
营业利润	47.63%	12.45%	35.21%	24.48%	24.42%
归属于母公司净利润	40.71%	14.49%	35.07%	24.94%	24.36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.07%	32.12%	31.62%	30.88%	30.68%
净利率	16.46%	14.85%	14.53%	14.40%	14.19%
ROE	11.99%	12.25%	14.40%	15.60%	16.65%
ROIC	15.18%	14.15%	18.29%	20.06%	20.86%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.67%	27.98%	27.77%	26.02%	26.35%
净负债率	10.19%	2.35%	-1.49%	1.44%	-0.30%
流动比率	2.95	2.68	2.91	3.30	3.41
速动比率	2.27	2.03	2.12	2.41	2.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.85	1.90	2.22	2.40	2.61
存货周转率	4.44	4.04	4.25	4.34	4.33
总资产周转率	0.57	0.63	0.75	0.83	0.91
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.74	0.84	1.14	1.42	1.77
每股经营现金流	0.29	0.51	0.74	0.36	0.87
每股净资产	6.14	6.88	7.90	9.11	10.62
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.98	34.05	25.21	20.18	16.22
市净率	4.67	4.17	3.63	3.15	2.70
EV/EBITDA	13.49	16.36	16.75	13.65	11.02
EV/EBIT	15.41	18.64	19.29	15.73	12.63

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com