东兴证券 DONGXING SECURITIES

鸿远电子（603267）：对标美国ATC公司，深耕射频MLCC利基市场

2020 年 07 月 07 日

强烈推荐/维持

鸿远电子 | 公司报告

我国 MLCC 产业链拥有巨大的国产替代空间。MLCC 产业链整体可分为上游材料，中游器件制造，下游需求应用三大领域。上游高端陶瓷粉末等被国外厂商占据。中游主要是采用纳米粉体技术、BME 金属浆料技术、金属与陶瓷高温共烧技术等生产 MLCC 产品，鸿远电子是我国该领域主要公司之一。下游 MLCC 应用分三大类：军用 MLCC、工业类 MLCC 和消费类 MLCC，目前我国还需要进口大量高端 MLCC 来满足市场需求。如射频 MLCC 主要依赖进口，其应用包括民品市场（通讯、WLAN、医疗电子等）与军品市场（导弹系统、飞机雷达及导航系统等）。

公司在高端 MLCC 国产替代方面具备竞争优势。在未来 3-5 年军用 MLCC 竞争逐渐加剧的情况下，只有深耕军用 MLCC 行业的公司才能取得竞争优势，形成护城河。鸿远电子采用纵向一体化战略，向上游拓展陶瓷浆料，向下游拓展滤波器，前向后向均与 MLCC 高度相关。另外，军用 MLCC 在生产技术中工艺质控难度很大，专项检测技术要求高。军用客户在选用 MLCC 时，将厂家的产品使用可靠性历史作为必备条件。公司已在产业链、技术、产能、客户关系等方面已形成了一定竞争优势，同时开展军转民技术转化推广，加快民品市场国产替代。

公司对标美国陶瓷技术公司（ATC），深耕射频 MLCC 利基市场，有望实现戴维斯双击。鸿远电子与 ATC 共同之处：同样在发展初期供应军品与航空航天市场，为其产品奠定了高可靠性的基础；发展方向专注于陶瓷电容器以及相关的上下游技术，打造高自主可控能力。我们认为，未来业绩上，公司存在较大的业绩弹性，军用射频 MLCC 利基市场拥有较大替代空间；估值上，民用高频段基站需要大量采购国内射频 MLCC，国内可以供应的公司有限，公司估值存在抬升的可能。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 3.50、4.43 和 5.49 亿元，对应 EPS 分别为 1.52、1.93 和 2.39 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 30X、23X 和 19X。维持"强烈推荐"评级。

风险提示：军品业务订单不及预期；新产品研发不及预期；扩产能不及预期；军用产品转民用不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	923.43	1,054.46	1,245.47	1,575.93	1,987.43
增长率（%）	25.35%	14.19%	18.11%	26.53%	26.11%
归母净利润（百万元）	218.36	278.67	352.17	446.14	552.30
增长率（%）	78.97%	27.62%	26.38%	26.68%	23.79%
净资产收益率（%）	19.66%	13.40%	15.39%	18.08%	20.53%
每股收益(元)	1.76	1.88	1.52	1.93	2.39
PE	25.63	23.99	29.64	23.40	18.90
PB	5.04	3.59	4.56	4.23	3.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

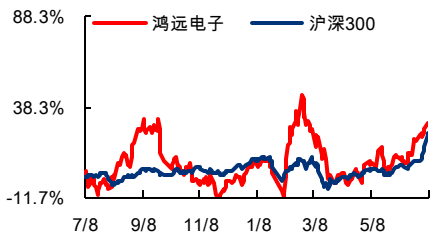
公司主营业务为片式多层瓷介电容器、有引线多层瓷介电容器、金属支架多层瓷介电容器以及直流滤波器等电子元器件的研发生产，客户涵盖航天科技、航天科工、航空工业等军工集团，产品广泛应用于航空航天和各类武器装备领域。此外还有一部分面向民用的代理业务。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	50.85-30.87
总市值（亿元）	104.4
流通市值（亿元）	71.04
总股本/流通 A 股（万股）	23,148/15,751
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	8.87

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲
010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480517080001

分析师：沈繁呈
010-66554013 shenfch@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520050004

研究助理：朱雨时
010-66555574 Zhuysh@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070040

目 录

1. 鸿远电子在 MLCC 市场中的一些基本问题 3
1.1 世界 MLCC 竞争环境是怎样的？ 3
1.2 我国 MLCC 竞争环境是怎样的？ 4
1.3 鸿远电子为什么定位国内 MLCC 利基市场？ 4
2. 为什么鸿远电子能抢占国内 MLCC 利基市场？ 4
2.1 比较优势 1：聚焦于 MLCC 进行纵向、深度布局 4
2.2 比较优势 2：积极研发陶瓷浆料核心技术 5
盈利预测及投资评级 5
风险提示 5
相关报告汇总 7

插图目录

图 1： 常规多层瓷介与射频微波多层瓷介电容器的对比 3

1. 鸿远电子和 MLCC 行业的一些基本情况

MLCC 产业链概况

MLCC（Multi-layer Ceramic Capacitors）即片式多层陶瓷电容器，是一种电路中广泛应用的电容器，又被称为“独石电容器”。MLCC 产业链整体可分为上游材料，中游器件制造，下游需求应用三大领域。上游主要涵盖陶瓷粉末、电极金属等，其中陶瓷粉末因其制备难度大，绝大部分市场份额被日韩供应商占有，银、镍等电极金属则主要由国内厂商供应。中游产品主要是采用纳米粉体技术、BME 金属浆料技术、金属与陶瓷高温共烧技术生产出来的产品。下游 MLCC 应用分三大类：军用 MLCC（航天、航空、船舰、兵器、电子对抗等）、工业类 MLCC（系统通讯设备、工业控制设备、医疗电子设备、汽车电子、精密仪表仪器、石油勘探设备、轨道交通等）和消费类 MLCC（笔记本电脑、数码相机、手机、录音录像设备等消费类产品）。

1.1 世界 MLCC 竞争环境是怎样的？

目前，世界 MLCC 厂商可分为三个梯队：

1）第一个梯队是以日本村田等日企为代表的高端电容厂商，其核心壁垒为高端浆料、设备。在全球前十大 MLCC 厂商中，日系厂商全球市场销量占有率为五成左右，日系各大厂商在高端产品及核心原材料陶瓷粉末技术上领先其他厂商，产能规模上也大于其他地区，在行业内有较大话语权，优势明显。

2）第二个梯队是以韩国三星电机、台湾国巨等为代表的中低端通用电容厂商，其核心壁垒为产能。三星电机的 MLCC 目前产出约在 700 亿只/月。目前有 4 座工厂（韩国 2 座，天津、菲律宾各 1 座）。韩国本部负责超高容、新品及汽车品的生产。国巨 YAGEO 的 MLCC 现产出约在 400 亿只/月，主要生产工厂在苏州和台湾，苏州工厂负责普通品，台湾工厂负责 01005、0201、高压、高容和一些特殊品。

3）第三个梯队是以美国陶瓷技术(ATC)为代表的 MLCC 利基市场，如生产军民两用的射频 MLCC。利基市场指市场中通常为大企业忽略的某些细分市场，市场利基指市场利基者通过专业化经营而获取的更多的利润。ATC 公司就是 MCLL 市场中典型的市场利基者，以应用于射频的电容器起家，并专注于此行业。ATC 的电容器全尺寸、全频率覆盖，从小型号 0201 到大尺寸 1206，最高频率可达 100GHz。

图1：常规多层瓷介与射频微波多层瓷介电容器的对比

对比的相关项目	常规多层瓷介电容器	射频微波多层瓷介电容器
依据国内最高标准	GJB192A-98/I、II 类	GJB192A-98/射频微波类
美国军用标准情况	MIL-C-55681D/1、2、3	MIL-PRF-55681D/4
串联谐振频率	不要求	要求
等效串联电阻	不要求	要求
Q 值/一定使用频率	不要求	要求
通过的功率/电流	不要求	要求提供设计保证
瓷介质	高耐压、绝缘和低损耗	超高耐压、绝缘和超低损耗
结构设计理念	常规指标	常规指标、微波指标
可靠性保证	常规指标	常规指标、微波指标
应用领域	信号为直流或频率较低、弱	信号频率高、强

资料来源：《射频微波多层瓷介电容器的研制》东兴证券研究所

1.2 我国 MLCC 竞争环境是怎样的？

我国 MLCC 团队目前主要分为二种类型：

1）第一类是以风华高科、三环集团为代表的通用电容厂商，在民用市场对标上述第二个梯队国巨、三星电机等公司的发展模式，迅速扩大产能，加快满足国内替代需求。同时，以风华高科为代表的民用厂商成为军用 MLCC 新进入者，民参军成为趋势。

2）第二类是以鸿远电子、火炬电子、宏明电子为代表的军用 MLCC 厂商。它们生产的 MLCC 大量应用于卫星、飞船、火箭、雷达、导弹等武器装备，按照不同的军用标准，在高温、高压、严寒、高冲击等极端条件下进行严格的可靠性控制和检验，保证产品能适应不同的军备和作战需求。同时，这些厂商正在加快民用技术转化推广，成为 MLCC 领域军转民的代表。

1.3 鸿远电子为什么定位国内 MLCC 利基市场？

1）对于高端电容市场，长期以来由村田占据。村田等日企已构建了高壁垒和护城河，按照目前国内 MLCC 产业的投资程度与技术水平，短期内国内企业难以全面替代村田的高端产品。

2）对于通用电容市场，国巨、三星电机、风华高科与三环集团等公司都进行了大量产能布局，具有先发优势。

3）对于射频 MLCC 等利基市场，鸿远电子在产业链、技术、产能、客户关系等方面已形成了一定竞争优势，有望对标 ATC 公司，抢占 ATC 公司占据的市场份额。**射频 MLCC 的主要应用包括民品市场（通讯、WLAN、医疗电子等）与军品市场（导弹系统、飞机雷达及导航系统等）。**ATC 公司以射频电容器起家并长期专注于此行业，先后推出了 100 系列 MLCC 用于微波与射频、700 系列自共振 MLCC，200 系列 BX 军用 MLCC、毫米波长单层电容器等等产品。目前 ATC 的产品已做到 300KHz 至 100GHZ 的全尺寸覆盖（从小型号 0201 到大尺寸 1206）。**ATC 与鸿远电子的有许多共同之处：ATC 同样在发展初期供应军品与航空航天市场，为其产品奠定了高可靠性的基础；ATC 的发展方向也专注于陶瓷电容器以及相关的上下游技术，打造高自主可控能力。**

基于以上考虑，我们认为鸿远电子定位国内 MLCC 利基市场是最佳选择。

2. 为什么鸿远电子能抢占国内 MLCC 利基市场？

2.1 比较优势 1：聚焦于 MLCC 进行纵向、深度布局

鸿远深耕军用 MLCC 行业，取得竞争优势：军用 MLCC 在军品采购里面属于竞争性采购，虽然各个军工集团采购具备单一企业持续性，但是预计整个行业平均价格会逐渐降低。在未来 3-5 年军用 MLCC 竞争逐渐加剧的情况下，只有深耕军用 MLCC 行业的公司才能取得竞争优势，形成护城河保证价格不降低。鸿远电子采用纵向一体化战略，向上游拓展陶瓷浆料，向下游拓展滤波器，前向后向均与 MLCC 高度相关。从招股说明书与财务报表可以看出，鸿远电子的 MLCC 单价远高于国内其他企业，其原因可能产品结构原因，公司以航天军用客户为主。鸿远电子军品新产品包括军用射频 MLCC、单层电容器、金端 MLCC、脉冲储能 MLCC 等，在市场中具有较大竞争优势。

宇航级 MLCC 门槛高，新厂家难以介入。MLCC 是电阻电容电感三大元器件里的“皇冠”，技术难度最大，壁垒最高。射频 MLCC 需要达到特定的性能适应高频率，包括尺寸、容值、温度和等效串联电阻（ESR）等指

标。另外，军用 MLCC 在生产技术中工艺质控难度更大，专项检测技术要求更高。军用客户在选用 MLCC 时，将厂家的产品使用可靠性历史作为必备条件，采用严格的供应商目录管理模式。军工重点工程的配套信息通过专用渠道传达交流，保密要求高。这些对行业外潜在竞争对手进入该市场形成较大障碍。

2.2 比较优势 2：积极研发陶瓷浆料核心技术

材料研发帮助公司提升自主可控能力：以村田为例，掌握以材料配方及分散技术、薄层化技术及烧制技术为代表的核心技术，是其产品强大竞争力的内涵。而其中，MLCC 所用电子陶瓷粉料的微细度、均匀度和可靠性直接决定了下游 MLCC 产品的尺寸、电容量和性能的稳定。为此，鸿远电子建立了瓷料研究中心，围绕核心产品开展相应支持材料的研究开发，重点围绕高可靠 MLCC 瓷料、射频微波瓷料、LTCC 瓷料及生膜带、以及与瓷料相匹配的电极浆料。材料研发帮助公司逐步加强在瓷介电容器领域的技术深度和自主可控能力，同时可以降低公司产品的成本且提高毛利率。公司已经成功开发了低介电常数低温共烧陶瓷材料、多层瓷介电容器银端电极浆料、高可靠 BY 特性瓷料，为公司开发高可靠 MLCC 奠定基础。2019 年在美国波特兰市召开的国际材料科学与技术大会上，由公司与林业大学合作的超宽温 MLCC 瓷料论文荣获美陶最佳论文奖，也是唯一电子元器件类学术奖励。并且公司首次以第一作者单位发布了一篇关于新型 LTCC 材料的论文，系统研究了开发过程中材料的理论与应用相结合的问题。

盈利预测及投资评级

预计公司未来三年复合增长率在 25%以上，2020-2022 年净利润分别为 3.50、4.43 和 5.49 亿元，对应 EPS 分别为 1.52、1.93 和 2.39 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 30X、23X 和 19X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示

军品业务订单不及预期；新产品研发不及预期；扩产能不及预期；军用产品转民用不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1240	2075	2217	2567	3017
货币资金	211	276	315	378	457
应收账款	482	583	614	777	980
其他应收款	9	8	10	12	16
预付款项	13	6	-1	-9	-20
存货	179	201	216	251	315
其他流动资产	2	521	523	526	530
非流动资产合计	213	285	303	323	346
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	128	130	127	128	129
无形资产	25	25	24	22	21
其他非流动资产	3	26	26	26	26
资产总计	1453	2360	2519	2890	3363
流动负债合计	342	231	182	372	624
短期借款	213	64	0	162	373
应付账款	71	98	108	136	171
预收款项	4	1	6	8	12
一年内到期的非流动负债	0	2	2	2	2
非流动负债合计	0	49	49	49	49
长期借款	0	28	28	28	28
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	342	280	231	421	673
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	124	165	231	231	231
资本公积	571	1303	1303	1303	1303
未分配利润	370	537	643	776	941
归属母公司股东权益合计	1111	2080	2288	2468	2691
负债和所有者权益	1453	2360	2519	2890	3363

现金流量表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	53	175	273	202	246
净利润	218	279	352	446	552
折旧摊销	41.36	43.06	0.00	13.98	15.50
财务费用	12	-1	1	3	14
应收帐款减少	0	0	-31	-163	-203
预收帐款增加	0	0	5	1	5
投资活动现金流	-23	-638	-24	-29	-34
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
长期投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-19	528	-210	-109	-133
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	0	41	66	0	0
资本公积增加	29	733	0	0	0
现金净增加额	10	65	39	64	79

利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	923	1054	1245	1576	1987
营业成本	450	522	608	764	959
营业税金及附加	11	11	13	16	20
营业费用	70	72	90	110	137
管理费用	76	90	107	133	167
财务费用	12	-1	1	3	14
研发费用	30	32	62	79	99
资产减值损失	30.57	-6.54	-6.54	-6.54	-6.54
公允价值变动收益	0.00	0.58	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：其他收益	13.08	23.37	23.37	23.37	23.37
营业利润	259	333	395	501	620
营业外收入	3.03	2.00	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.29	0.58	0.58	0.58	0.58
利润总额	261	334	397	502	622
所得税	43	56	44	56	70
净利润	218	279	352	446	552
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	218	279	352	446	552

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	25.35%	14.19%	18.11%	26.53%	26.11%
营业利润增长	84.02%	28.79%	18.67%	26.78%	23.86%
归属于母公司净利润增长	26.38%	26.68%	26.38%	26.68%	23.79%
获利能力					
毛利率(%)	51.31%	50.48%	51.20%	51.53%	51.74%
净利率(%)	23.65%	26.43%	28.28%	28.31%	27.79%
总资产净利润（%）	15.03%	11.81%	13.98%	15.44%	16.42%
ROE(%)	19.66%	13.40%	15.39%	18.08%	20.53%
偿债能力					
资产负债率(%)	24%	12%	9%	15%	\`
流动比率		8.99	12.19	6.89	4.84
速动比率		8.12	11.00	6.22	4.33
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.55	0.51	0.58	0.64
应收账款周转率	2	2	2	2	2
应付账款周转率	13.51	12.49	12.08	12.90	12.95
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.76	1.88	1.52	1.93	2.39
每股净现金流(最新摊薄)	0.08	0.39	0.17	0.27	0.34
每股净资产(最新摊薄)	8.96	12.58	9.89	10.66	11.62
估值比率					
P/E	25.63	23.99	29.64	23.40	18.90
P/B	5.04	3.59	4.56	4.23	3.88
EV/EBITDA	17.95	19.40	24.75	19.73	15.95

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	鸿远电子（603267）：自主可控，快速成长	2020-03-22
公司报告	鸿远电子（603267）：高壁垒高成长的军用 MLCC 龙头	2020-02-10
公司报告	鸿远电子（603267）：低轨卫星爆发打开增长空间	2020-02-07
行业深度报告	模拟芯片产业报告：龙头如何崛起？	2020-05-06
行业普通报告	卫健委发布疫情防控相关防控技术指南的通知，红外测温行业持续受益	2020-04-13
行业深度报告	疫情导致全球股市回调，有哪些优质海外科技资产超跌？	2020-03-27
行业普通报告	OPPO 与华为相继发布手表新品，持续看好全年智能手表销量	2020-03-27
行业深度报告	半导体设备：刻蚀机走在国产替代前列	2020-03-27
行业深度报告	5G 智能机加速渗透，塑胶结构件重获新生	2020-03-06
行业普通报告	红外测温仪供不应求，测温需求预计贯穿全年	2020-02-23
行业事件点评报告	从苹果财报看可穿戴设备：明星产品供不应求，健康监测将成为卖点	2020-02-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

沈繁呈

北京航空航天大学硕士，CIIA，4 年证券从业经验，2020 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019 年加入东兴证券。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526