

公司研究/公告点评

2021年01月07日

电子/电子元件

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 32.90
目标价格(元): 42.79

胡剑 SAC No. S0570518080001
研究员 SFC No. BPX762
021-28972072
hujian@htsc.com

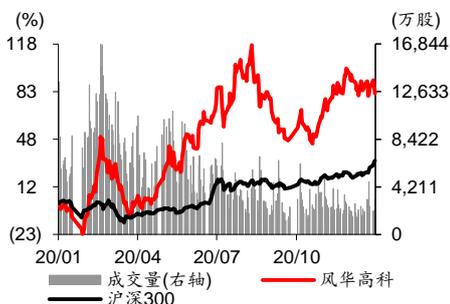
刘叶 SAC No. S0570519060003
研究员 SFC No. BKS183
021-38476703
liuye@htsc.com

李梓澎 SAC No. S0570120090023
联系人 lizipeng@htsc.com

相关研究

- 1《风华高科(000636 SZ,买入): Q3 营收环比提升, 诉讼索赔拖累净利》2020.10
- 2《风华高科(000636 SZ,买入): 业绩拐点确立, 毛利率环比再攀升》2020.08
- 3《风华高科(000636 SZ,买入): 瘦身健体成效显, 研发投入收获丰》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

MLCC 缺货, 拟定增 50 亿全力扩产

风华高科(000636)

全球 MLCC 供应短缺公司迎黄金发展机遇, 拟定增 50 亿全力扩产

21年1月6日, 公司发布定增预案, 拟募集资金不超过50亿元, 用于“祥和工业园高端电容基地建设项目”及“新增月产280亿只片式电阻器技改扩产项目”。大股东广晟承诺认购不低于本次募资总额的20.03%, 体现广晟对公司发展的支持和信心。在疫情冲击全球供给, “宅经济”拉动需求, 造成MLCC供需失衡、景气上行的“疫情剪刀差”催化下, 我们认为, 若定增完成, 风华有望逐步兑现450亿只/月MLCC扩产并实现业绩高增长, 预计20-22年EPS为0.61/1.43/2.00元, 目标价42.79元, 维持买入。

大股东广晟承诺认购不低于募资总额 20.03%, 彰显对公司发展的信心

根据公告, 公司拟募资不超过50亿元, 其中40亿元用于祥和工业园高端电容基地建设项目, 预计将新增高端MLCC产能450亿只/月; 10亿元用于片式电阻器技改扩产项目, 预计将新增片式电阻器产能280亿只/月。此外, 公司大股东广晟承诺认购金额不低于本次募资总额的20.03%, 与广晟3Q20末的持股比例(20.03%)一致。根据2020再融资新规, 广晟不参与本次发行竞价, 应接受市场询价结果并以相同价格认购, 我们认为广晟此举体现了控股股东对公司股权的重视, 对公司未来发展的支持和信心。

菲律宾地震或加剧 MLCC 供应短缺态势, 公司有望紧抓良机加速国产替代

根据台湾经济日报20年12月24日报道, 全球MLCC龙头村田、太阳诱电通知客户再度延长交货期14-28天, 延长后交货期将长达112-118天, 同时台湾被动元件巨头国巨、华新科库存也偏低, 凸显MLCC供应紧张。20年12月25日菲律宾民都洛岛发生6.3级地震, 根据台湾经济日报, 全球前三大MLCC厂商村田、太阳诱电、三星等均在当地设有工厂, MLCC供应紧张态势或将加剧。我们看好风华在全球MLCC缺货涨价的背景下, 通过450亿只/月MLCC扩产项目实现客户结构升级, 加速国产替代进程。

公司拟投资广晟研究院 10% 股权, 短期不会对经营和现金流造成较大冲击

根据20年12月29日公告, 公司将投资9779.13万元受让大股东广晟持有广晟研究院的10%股权。广晟研究院注册资本10亿元, 其中实缴资本5500万元, 剩余未缴注册资本9.5亿元认缴期限为十年。本次交易金额包括评估基准日净资产评估值10%(329.13万元)以及承接10%(9450万元)未缴注册资本出资义务。我们认为, 短期所需支付的329.13万元与公司3Q20末20.58亿元货币资金相比较小, 未缴注册资本后续将根据具体项目进行补充缴纳, 因此短期不会对公司经营和现金流造成较大冲击。

5G 时代 MLCC 成长空间广阔, 缺货涨价迎国产替代良机, 维持买入评级

我们维持20-22年0.61/1.43/2.00元的EPS预期, 参考可比公司21年Wind一致预期均值34.86倍PE, 考虑到公司仍面临投资者诉讼索赔风险, 给予21年30倍PE估值, 目标价42.79元(前值: 39.94元), 维持买入。

风险提示: 定增失败或进度慢于预期的风险; 此前受到行政处罚, 存在治理风险; 奈电诉讼风险; 疫情拖累需求风险; 扩产进度风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	895.23
流通A股 (百万股)	895.23
52周内股价区间 (元)	14.04-39.43
总市值 (百万元)	29,453
总资产 (百万元)	8,439
每股净资产 (元)	6.75

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,580	3,293	4,612	6,910	9,554
+/-%	36.51	(28.10)	40.04	49.84	38.26
归属母公司净利润 (百万元)	1,017	338.85	547.94	1,277	1,790
+/-%	312.06	(66.69)	61.71	133.03	40.18
EPS (元, 最新摊薄)	1.14	0.38	0.61	1.43	2.00
PE (倍)	28.96	86.92	53.75	23.07	16.45

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 风华高科单季度营收及同比增速



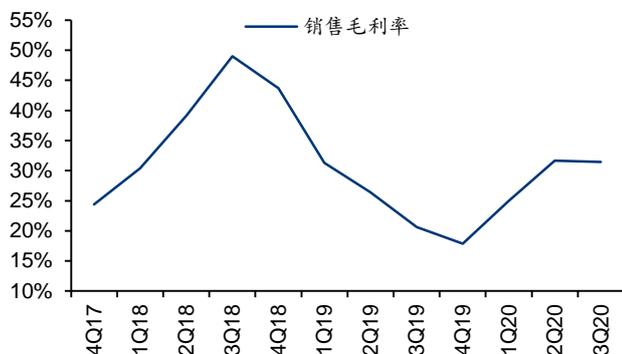
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 风华高科单季度归母净利润及同比增速



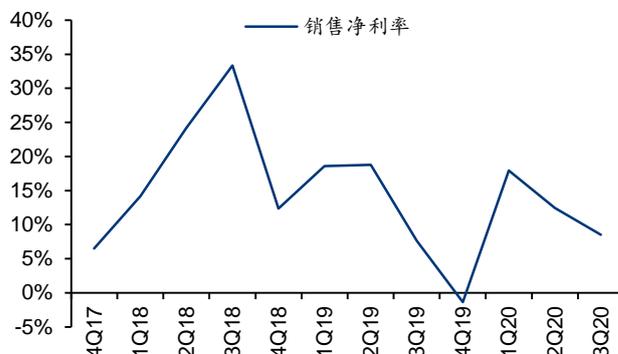
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 风华高科单季度销售毛利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 风华高科单季度销售净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 可比公司 Wind 一致预期估值表 (截至 2021 年 1 月 6 日)

代码	公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002138 CH	顺络电子	25.75	207.63	0.69	0.90	37.25	28.75
603678 CH	火炬电子	79.50	365.58	1.21	1.60	65.97	49.75
603989 CH	艾华集团	24.58	97.40	1.00	1.24	24.50	19.78
300408 CH	三环集团	35.97	653.54	0.72	0.93	49.84	38.65
600563 CH	法拉电子	105.62	237.65	2.35	2.83	45.01	37.36
平均				1.19	1.50	44.51	34.86

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

定增失败或进度慢于预期的风险。公司在 2021 年 1 月 6 日发布的《2021 年度非公开发行 A 股股票预案》中假设在 2021 年 6 月末完成本次非公开发行，且本次非公开发行尚需提交公司股东大会审议批准，并在中国证监会核准后方可实施，因此存在定增失败或进度慢于预期的风险。

公司此前受到行政处罚，存在治理风险；公司于 18 年 8 月 7 日收到中国证监会《调查通知书》(粤证调查通字 180161 号)。公司因涉嫌信息披露违反证券法律法规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证监会决定对公司进行立案调查。19 年 8 月 27 日公司及相关当事人收到中国证监会广东监管局下发的《行政处罚事先告知书》(广东证监处罚字[2019]12 号)，公司涉嫌信息披露违法违规一案，已由中国证监会广东监管局调查完毕，依法拟对公司及相关当事人作出行政处罚。

依据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证监会广东监管局对风华高科信息披露违法违规一案进行了立案调查、审理，并依法向当事人告知了作出行政处罚的事实、理由、依据及当事人依法享有的权利。尽管根据公司公告(2019-67)，该案现已调查、审理终结，但依旧反映了公司之前存在的治理风险。

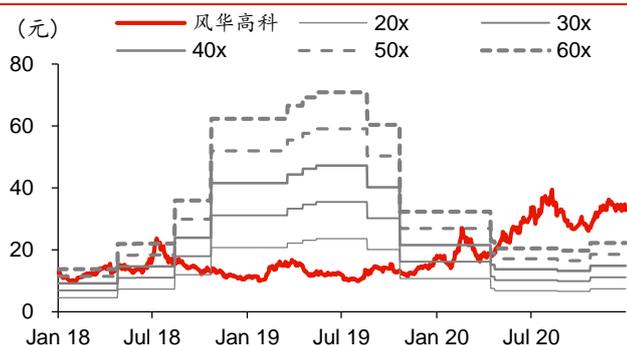
奈电产品质量问题的诉讼风险。根据公司 19 半年报，18 年 12 月 20 日宁波舜宇光电就产品质量问题向奈电提起诉讼索赔 4030.55 万元，诉讼金额占风华 17 年末净资产比例为 0.88%，索赔实际涉及相关批次的物料不含税金额为 191 万元，占 18 年 FPC 总收入的 2.62%。19 年 2 月 26 日，舜宇光电与奈电诉讼案件第一次开庭，双方均已向法院提交书面材料证明。公司已就相关事项在 19 年 6 月 10 日披露的《关于对 2018 年年报问询函回复的公告》中予以披露。截至目前，奈电与舜宇光电质量纠纷诉讼尚在法院审理中，尚未结案，存在败诉赔偿风险。

疫情造成下游需求不及预期。由于新冠疫情在全球蔓延的趋势仍在持续，作为全球 3C 加工中心的中国面临因物流不畅、海外消费下滑等原因造成的终端销售不及预期风险，进而影响到对于上游片容、片阻的采购需求，拖累公司业绩。

公司扩产进度低于预期。产能问题长期以来是制约公司实现客户结构升级的主要瓶颈，尽管公司已经制定了大规模的扩产计划，但在具体的落地节奏、产能爬坡进度上仍存在不确定性风险。

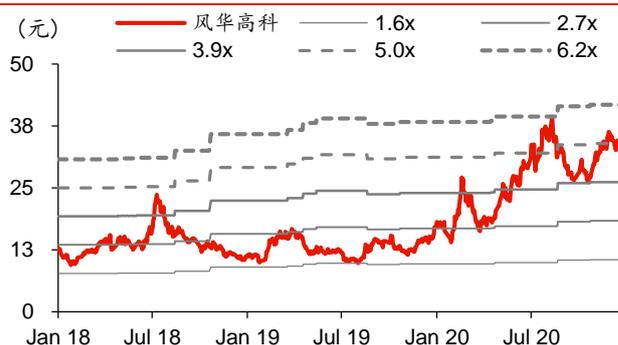
PE/PB - Bands

图表6： 风华高科历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7： 风华高科历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,421	3,346	4,411	4,410	4,819
现金	1,212	1,519	2,647	2,076	1,720
应收账款	904.94	636.53	782.43	1,060	1,328
其他应收账款	24.10	10.17	51.60	32.41	76.93
预付账款	12.35	11.92	29.05	27.04	45.11
存货	502.52	456.68	702.76	962.25	1,328
其他流动资产	765.15	711.53	199.02	252.30	320.08
非流动资产	3,622	3,655	3,827	5,574	7,224
长期投资	500.12	576.72	639.35	717.16	802.23
固定投资	2,170	2,133	2,279	3,399	4,511
无形资产	111.06	103.76	83.44	61.72	40.50
其他非流动资产	840.98	841.78	824.71	1,396	1,870
资产总计	7,043	7,002	8,238	9,985	12,042
流动负债	1,334	1,131	1,519	2,051	2,388
短期借款	85.00	35.04	298.81	259.88	386.17
应付账款	654.18	727.07	813.55	1,147	1,372
其他流动负债	594.79	369.09	406.26	644.10	629.95
非流动负债	181.32	231.48	507.59	461.61	408.36
长期借款	0.00	0.00	1.04	19.02	20.47
其他非流动负债	181.32	231.48	506.56	442.59	387.90
负债合计	1,515	1,363	2,026	2,513	2,796
少数股东权益	94.61	64.74	90.14	148.55	217.03
股本	895.23	895.23	895.23	895.23	895.23
资本公积	2,407	2,407	2,407	2,407	2,407
留存公积	2,019	2,118	2,558	3,638	5,146
归属母公司股东权益	5,433	5,574	6,122	7,324	9,029
负债和股东权益	7,043	7,002	8,238	9,985	12,042

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,462	792.63	678.58	1,570	1,675
净利润	1,029	348.23	573.34	1,335	1,858
折旧摊销	281.35	317.48	248.12	328.65	428.07
财务费用	(5.67)	(29.16)	(25.67)	(32.79)	(7.98)
投资损失	(59.72)	(70.74)	(52.64)	(55.69)	(58.21)
营运资金变动	18.93	124.91	(99.51)	1.14	(557.33)
其他经营现金	198.05	101.92	34.94	(6.27)	12.19
投资活动现金	(470.11)	(175.59)	(90.50)	(2,032)	(2,034)
资本支出	481.61	226.78	325.17	2,013	2,001
长期投资	(28.87)	50.37	(62.63)	(77.81)	(85.07)
其他投资现金	40.38	0.81	297.31	58.76	51.87
筹资活动现金	(268.25)	(324.70)	539.28	(108.79)	(191.56)
短期借款	(197.27)	(49.96)	263.77	(38.93)	126.29
长期借款	0.00	0.00	1.04	17.98	1.45
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.85	0.32	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(72.83)	(275.05)	274.47	(87.85)	(319.30)
现金净增加额	732.03	292.00	1,127	(570.50)	(550.33)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,580	3,293	4,612	6,910	9,554
营业成本	2,672	2,503	3,081	4,411	6,045
营业税金及附加	55.26	34.80	48.18	76.19	102.04
营业费用	93.08	76.30	105.15	152.71	211.15
管理费用	287.34	228.11	332.50	504.43	678.34
财务费用	(5.67)	(29.16)	(25.67)	(32.79)	(7.98)
资产减值损失	(193.98)	(87.65)	(147.18)	(140.62)	(201.07)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	59.72	70.74	52.64	55.69	58.21
营业利润	1,227	392.84	857.00	1,503	2,090
营业外收入	3.27	3.69	4.20	3.72	3.87
营业外支出	6.82	5.63	217.61	7.96	7.92
利润总额	1,224	390.90	643.60	1,499	2,086
所得税	195.08	42.67	70.26	163.63	227.75
净利润	1,029	348.23	573.34	1,335	1,858
少数股东损益	11.65	9.38	25.40	58.41	68.49
归属母公司净利润	1,017	338.85	547.94	1,277	1,790
EBITDA	1,474	664.93	839.44	1,774	2,478
EPS (元, 基本)	1.14	0.38	0.61	1.43	2.00

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	36.51	(28.10)	40.04	49.84	38.26
营业利润	286.46	(68.00)	118.15	75.40	39.06
归属母公司净利润	312.06	(66.69)	61.71	133.03	40.18
获利能力 (%)					
毛利率	41.67	23.98	33.19	36.16	36.73
净利率	22.46	10.57	12.43	19.32	19.45
ROE	18.61	6.18	9.23	17.87	20.10
ROIC	27.61	9.37	15.29	25.45	25.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	21.51	19.46	24.59	25.16	23.22
净负债比率 (%)	(17.46)	(22.65)	(30.44)	(18.56)	(10.29)
流动比率	2.56	2.96	2.90	2.15	2.02
速动比率	1.86	2.53	2.41	1.66	1.44
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.47	0.61	0.76	0.87
应收账款周转率	5.11	4.27	6.50	7.50	8.00
应付账款周转率	3.20	3.62	4.00	4.50	4.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	0.38	0.61	1.43	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	0.89	0.76	1.75	1.87
每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.23	6.84	8.18	10.09
估值比率					
PE (倍)	28.96	86.92	53.75	23.07	16.45
PB (倍)	5.42	5.28	4.81	4.02	3.26
EV_EBITDA (倍)	19.39	41.95	32.86	15.86	11.55

免责声明

分析师声明

本人，胡剑、刘叶，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师胡剑、刘叶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com