

风华高科 (000636)

证券研究报告

2021年01月11日

全球车载 MLCC 高景气，定增加速扩产，进口替代速度有望超预期

事件:公司公告拟非公开发行募集不超过 50 亿元用于投资高端 MLCC 和片式电阻技改项目。

点评:电动车单车 MLCC 需求量是传统汽车 4 倍→车规级 MLCC 供不应求→日韩持续“转产”全线 mlcc 供给偏紧，我们看好公司作为国产行业龙头，在景气复苏周期+国产化加速+国企治理改善+产品升级产能扩张的高成长机遇，此次股权融资有助于公司 MLCC 产能扩张以及提升公司后续融资能力和未来潜在的产能扩张，公司新产能和新客户开拓速度有望超预期。

1.拟定增 50 亿元，450 亿只/月 MLCC、280 亿只/月片式电阻项目加速推进

公司非公开发行募集资金不超过 50 亿元，其中 40 亿元投入高端 MLCC 项目（月产能 450 亿只），10 亿元投入片式电阻项目（月产能 280 亿只），MLCC 新产能达产后公司产能份额有望达到全球 10%。此次非公开发行不超过公司总股份 30%，其中公司控股股东广晟公司拟认购不低于此次发行股份的 20.03%，体现广晟公司对公司前景的信心以及对此次扩产项目的支持力度。

从全球 MLCC 行业格局看，公司此次股权融资扩产意义重大：（1）MLCC 全球份额主要由海外公司（日本村田、太诱/韩国三星/台湾国巨等）把控，国产化率低亟待提升；（2）国内基础器件技术加速进步，产能扩张对于获取大客户的认可和订单至关重要；（3）此次扩产只是国产化的开端，未来 3-5 年是公司产能持续扩张的重要周期。

2.电动车等需求旺盛、全球 MLCC 高景气度，公司新产能、新客户推进速度有望超预期

（1）**电动车需求增量**：2020 年开始，全球电动车销量在特斯拉以及国产新势力的驱动下高速增长，电动化+智能化趋势对汽车电子化率提升有很大作用，单车 MLCC 需求量和价值量有大幅提升，根据 Kemet 数据电动车单车 MLCC 需求量是传统燃油车 4 倍左右。（2）**景气度全产品线传导**：车规级 MLCC 需求主要由日韩供应商供应，车载 MLCC 需求旺盛会通过“转产”途径传递到非车规级领域，导致 MLCC 全产品线都出现供应持续偏紧的情况，近期海外 MLCC 上市公司日本村田、太阳诱电、台湾国巨等持续创新高体现了该产业趋势。（3）**进口替代速度有望超预期**：大陆 MLCC 供应链在 19 年中美贸易战以来，产业链抱团发展，技术进步加速，未来 3-5 年是国产化率有望快速提升的关键周期，在供给偏紧的背景下，新产能和新客户导入速度有望超预期。

3.投资建议

我们预计公司 20-22 年营业收入为 44.9/68.7/95.7 亿元，归母净利润预测为 6.1/15.6/23.6 亿元，目前股价对应 PE 分别为 45/19/13，维持买入评级，维持目标价 51 元。

风险提示:非公开发行失败风险；FPC 业务业绩拖累风险；新产能释放进度不及预期风险

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 | 30.41 元 |
| 目标价格 | 51 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 895.23 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 895.23 |
| A 股总市值(百万元) | 27,224.04 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 27,224.04 |
| 每股净资产(元) | 6.75 |
| 资产负债率(%) | 27.49 |
| 一年内最高/最低(元) | 39.69/13.30 |

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com

张健 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010002
zjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《风华高科-季报点评:Q3 收入、毛利持续增长，管理层换届强化扩产成长》 2020-11-12
- 《风华高科-年报点评报告:Q1 利润拐点，持续享受高景气度和进口替代红利》 2020-05-07
- 《风华高科-年报点评报告:19Q4 MLCC 景气回升，20 年步入成长新周期》 2020-04-22

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,580.20 | 3,293.17 | 4,491.09 | 6,874.36 | 9,570.51 |
| 增长率(%) | 36.51 | (28.10) | 36.38 | 53.07 | 39.22 |
| EBITDA(百万元) | 1,589.49 | 885.18 | 948.53 | 2,325.79 | 3,317.90 |
| 净利润(百万元) | 1,017.17 | 338.85 | 608.21 | 1,558.74 | 2,357.00 |
| 增长率(%) | 312.06 | (66.69) | 79.49 | 156.28 | 51.21 |
| EPS(元/股) | 1.14 | 0.38 | 0.68 | 1.60 | 2.42 |
| 市盈率(P/E) | 26.76 | 80.34 | 44.76 | 19.00 | 12.57 |
| 市净率(P/B) | 5.01 | 4.88 | 4.60 | 2.85 | 2.37 |
| 市销率(P/S) | 5.94 | 8.27 | 6.06 | 4.31 | 3.10 |
| EV/EBITDA | 5.10 | 12.43 | 30.04 | 13.12 | 8.97 |

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) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 1,212.14 | 1,519.22 | 898.22 | 2,749.75 | 1,914.10 | 营业收入 | 4,580.20 | 3,293.17 | 4,491.09 | 6,874.36 | 9,570.51 |
| 应收票据及应收账款 | 1,247.34 | 636.53 | 2,181.68 | 1,480.92 | 3,618.16 | 营业成本 | 2,671.65 | 2,503.36 | 2,994.00 | 4,339.63 | 5,820.31 |
| 预付账款 | 12.35 | 11.92 | 23.74 | 23.19 | 39.71 | 营业税金及附加 | 55.26 | 34.80 | 22.46 | 34.37 | 47.85 |
| 存货 | 502.52 | 456.68 | 670.12 | 968.22 | 1,223.64 | 营业费用 | 93.08 | 76.30 | 58.38 | 137.49 | 191.41 |
| 其他 | 446.86 | 718.66 | 541.22 | 573.09 | 659.36 | 管理费用 | 287.34 | 228.11 | 291.92 | 446.83 | 622.08 |
| 流动资产合计 | 3,421.22 | 3,343.02 | 4,314.98 | 5,795.16 | 7,454.98 | 研发费用 | 177.08 | 143.63 | 179.64 | 206.23 | 287.12 |
| 长期股权投资 | 500.12 | 576.72 | 576.72 | 576.72 | 576.72 | 财务费用 | (5.67) | (29.16) | 65.48 | 199.01 | 182.81 |
| 固定资产 | 2,169.97 | 2,133.18 | 3,162.36 | 8,885.78 | 9,494.54 | 资产减值损失 | 193.98 | (87.65) | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 在建工程 | 194.39 | 193.90 | 1,796.34 | 1,094.45 | 0.00 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | (233.19) | 38.86 | 51.82 |
| 无形资产 | 111.06 | 103.76 | 95.12 | 86.47 | 77.82 | 投资净收益 | 59.72 | 70.74 | 90.00 | 120.00 | 150.00 |
| 其他 | 646.59 | 647.88 | 370.44 | 372.54 | 415.01 | 其他 | (179.69) | (39.79) | 286.37 | (317.73) | (403.64) |
| 非流动资产合计 | 3,622.13 | 3,655.44 | 6,000.97 | 11,015.96 | 10,564.09 | 营业利润 | 1,227.46 | 392.84 | 706.02 | 1,639.67 | 2,590.74 |
| 资产总计 | 7,043.34 | 7,001.51 | 10,316.96 | 16,812.47 | 18,020.87 | 营业外收入 | 3.27 | 3.69 | 150.00 | 200.00 | 200.00 |
| 短期借款 | 85.00 | 35.04 | 995.47 | 1,947.25 | 2,380.31 | 营业外支出 | 6.82 | 5.63 | 150.00 | 5.00 | 5.00 |
| 应付票据及应付账款 | 765.86 | 829.32 | 1,283.66 | 1,648.18 | 2,268.01 | 利润总额 | 1,223.90 | 390.90 | 706.02 | 1,834.67 | 2,785.74 |
| 其他 | 483.11 | 266.84 | 349.71 | 469.45 | 450.45 | 所得税 | 195.08 | 42.67 | 77.66 | 238.51 | 362.15 |
| 流动负债合计 | 1,333.97 | 1,131.19 | 2,628.84 | 4,064.89 | 5,098.76 | 净利润 | 1,028.82 | 348.23 | 628.36 | 1,596.16 | 2,423.60 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 1,487.48 | 2,013.26 | 7.43 | 少数股东损益 | 11.65 | 9.38 | 20.15 | 37.42 | 66.60 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 1,017.17 | 338.85 | 608.21 | 1,558.74 | 2,357.00 |
| 其他 | 181.32 | 231.48 | 191.87 | 201.56 | 208.30 | 每股收益(元) | 1.14 | 0.38 | 0.68 | 1.60 | 2.42 |
| 非流动负债合计 | 181.32 | 231.48 | 1,679.35 | 2,214.82 | 215.74 | | | | | | |
| 负债合计 | 1,515.29 | 1,362.68 | 4,308.19 | 6,279.71 | 5,314.50 | 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 94.61 | 64.74 | 84.89 | 122.31 | 188.91 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 895.23 | 895.23 | 895.23 | 974.10 | 974.10 | 营业收入 | 36.51% | -28.10% | 36.38% | 53.07% | 39.22% |
| 资本公积 | 2,407.09 | 2,407.41 | 2,407.41 | 5,483.25 | 5,483.25 | 营业利润 | 286.46% | -68.00% | 79.72% | 132.24% | 58.00% |
| 留存收益 | 4,425.74 | 4,525.44 | 5,028.65 | 9,436.36 | 11,543.36 | 归属于母公司净利润 | 312.06% | -66.69% | 79.49% | 156.28% | 51.21% |
| 其他 | (2,294.62) | (2,253.99) | (2,407.41) | (5,483.25) | (5,483.25) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 5,528.05 | 5,638.83 | 6,008.78 | 10,532.76 | 12,706.37 | 毛利率 | 41.67% | 23.98% | 33.33% | 36.87% | 39.18% |
| 负债和股东权益总计 | 7,043.34 | 7,001.51 | 10,316.96 | 16,812.47 | 18,020.87 | 净利率 | 22.21% | 10.29% | 13.54% | 22.67% | 24.63% |
| | | | | | | ROE | 18.72% | 6.08% | 10.27% | 14.97% | 18.83% |
| | | | | | | ROIC | 26.41% | 8.25% | 21.16% | 22.23% | 21.34% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资产负债率 | 21.51% | 19.46% | 41.76% | 37.35% | 29.49% |
| 净利润 | 1,028.82 | 348.23 | 608.21 | 1,558.74 | 2,357.00 | 净负债率 | -20.36% | -26.32% | 26.39% | 11.50% | 3.73% |
| 折旧摊销 | 281.35 | 317.48 | 177.02 | 487.12 | 544.34 | 流动比率 | 2.56 | 2.96 | 1.64 | 1.43 | 1.46 |
| 财务费用 | 1.69 | 4.06 | 65.48 | 199.01 | 182.81 | 速动比率 | 2.19 | 2.55 | 1.39 | 1.19 | 1.22 |
| 投资损失 | (59.72) | (70.74) | (90.00) | (120.00) | (150.00) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | 206.15 | (338.13) | (1,052.05) | 902.16 | (1,878.29) | 应收账款周转率 | 3.54 | 3.50 | 3.19 | 3.75 | 3.75 |
| 其它 | 3.47 | 531.74 | (213.03) | 76.28 | 118.42 | 存货周转率 | 9.19 | 6.87 | 7.97 | 8.39 | 8.73 |
| 经营活动现金流 | 1,461.76 | 792.63 | (504.38) | 3,103.31 | 1,174.27 | 总资产周转率 | 0.69 | 0.47 | 0.52 | 0.51 | 0.55 |
| 资本支出 | 257.45 | 179.65 | 2,839.62 | 5,490.31 | 43.25 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 35.51 | 76.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 1.14 | 0.38 | 0.68 | 1.60 | 2.42 |
| 其他 | (763.06) | (431.84) | (5,081.21) | (10,948.38) | (47.34) | 每股经营现金流 | 1.63 | 0.89 | -0.56 | 3.47 | 1.31 |
| 投资活动现金流 | (470.11) | (175.59) | (2,241.60) | (5,458.07) | (4.09) | 每股净资产 | 6.07 | 6.23 | 6.62 | 10.69 | 12.85 |
| 债权融资 | 86.60 | 35.04 | 2,483.90 | 3,961.36 | 2,388.34 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | (13.33) | 70.47 | (218.85) | 2,955.75 | (182.77) | 市盈率 | 26.76 | 80.34 | 44.76 | 19.00 | 12.57 |
| 其他 | (341.51) | (430.21) | (140.08) | (2,710.83) | (4,211.40) | 市净率 | 5.01 | 4.88 | 4.60 | 2.85 | 2.37 |
| 筹资活动现金流 | (268.25) | (324.70) | 2,124.97 | 4,206.29 | (2,005.83) | EV/EBITDA | 5.10 | 12.43 | 30.04 | 13.12 | 8.97 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBIT | 6.06 | 18.06 | 36.94 | 16.60 | 10.73 |
| 现金净增加额 | 723.41 | 292.34 | (621.01) | 1,851.53 | (835.64) | | | | | | |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 |