

# 鸿远电子(603267)

公司研究/深度报告

## 军品需求显著提升，新品类有望快速发展

深度研究报告/军工行业

2021年2月23日

### 报告摘要:

#### ● 军用电容器核心供应商，业绩不断突破

公司为航天军用电容器核心供应商，15-19年，公司营收复合增速达19.03%，归母净利润复合增速达38.42%。2020年全年，预计实现归母净利润46259万元至49324万元，同比提升66%-77%，业绩增长超市场预期。“十四五”期间，受益于下游武器装备放量、信息化程度提升、国产化率加强，公司军用自产业务有望快速发展。近年来，公司自产业务毛利率稳中有升，期间费用率不断下降。

#### ● “十四五”期间自产业务有望快速发展，新产品国产替代需求强烈

公司自产业务主要包括陶瓷电容器和直流滤波器，产品广泛应用于航天、航空、船舶、兵器、电子信息等行业，军品业务占比达98%。目前军用MLCC市场呈现三足鼎立格局，公司与火炬电子、宏明电子的市场份额相近，合计占据超过70%的军用市场，未来集中度有望进一步提升。民品市场空间广阔，下游消费电子、新能源汽车等领域需求较大，公司民品业务有望放量。公司苏州电子元器件生产基地募投项目已于2020年11月建设完成，预计达到预定可使用时间为2021年12月，达产后将提升7500万只高可靠MLCC和19.25亿只通用型MLCC产能。另外，公司于2020年中报披露，单层SLCC和射频MLCC已经形成批量生产，该领域此前主要依靠进口国外工业级产品，未来国产化率有望显著提升。

#### ● 光伏客户推动代理业务高增长，不断开拓新品类寻求持续发展

代理业务主要包括各式电容、电阻、滤波器等，面向新能源、消费电子、轨道交通、区块链等民用领域。由于光伏发电等新能源行业上半年景气度较高，公司光伏类客户业务推动代理业务快速发展。另外，公司新签约安费诺、普思等品牌代理，横向拓展产品种类和行业领域。未来公司将继续布局5G、汽车电子、物联网等新兴领域，我们预计代理业务保持稳定增长。

#### ● 投资建议

公司是航天MLCC核心供应商，单层SLCC和射频MLCC有望快速提升，我们看好公司长期发展。预计公司2020~2022年EPS分别为2.06、3.09和4.34元，对应PE为58X、39X和28X，可比公司平均估值50X，由于公司产品需求有望于21年开始显著提升，后续业绩增速较快，维持“推荐”评级。

#### ● 风险提示：军费预算增长低于预期；军品订单不及预期；募投项目进度低于预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,054	1,667	2,541	3,441
增长率(%)	14.2%	58.1%	52.5%	35.4%
归属母公司股东净利润(百万元)	279	477	716	1,004
增长率(%)	27.6%	71.1%	50.2%	40.3%
每股收益(元)	1.88	2.06	3.09	4.34
PE(现价)	63.9	58.4	38.9	27.7
PB	9.6	10.9	8.5	6.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

维持评级

当前价格：120.20元

### 交易数据 2021-2-22

近12个月最高/最低(元)	150.59/33.63
总股本(百万股)	231.48
流通股本(百万股)	157.51
流通股比例(%)	68%
总市值(亿元)	278.23
流通市值(亿元)	189.33

### 该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

### 分析师：王一川

执业证号：S0100518020001

电话：(010)85127513

邮箱：wangyichuan@mszq.com

### 研究助理：刘明洋

执业证号：S0100119070002

电话：(010)85127513

邮箱：liumingyang@mszq.com

### 相关研究

1. 鸿远电子(603267)简评报告：自产+代理快速发展，全年业绩实现高增长 20210126
2. 鸿远电子(603267)简评报告：Q3自产业务大幅提升，全年业绩有望高增长 20201030
3. 鸿远电子(603267)深度报告：高可靠电容专家，自产业务发展迅速 20191101

## 目录

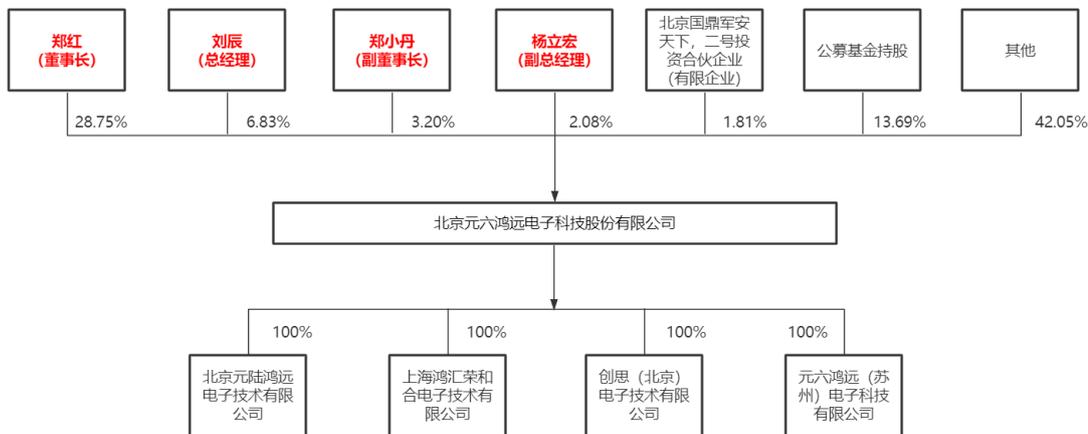
<b>1 军用电容器核心供应商，业绩实现不断突破</b>	<b>3</b>
1.1 多层瓷介电容器为核心，航天领域主要供应商	3
1.2 归母净利润逐年提升，自产毛利率稳中有升	4
<b>2 “十四五”期间自产业务有望快速发展，新产品国产替代需求强烈</b>	<b>6</b>
2.1 我国 MLCC 市场规模增长稳定，未来发展前景广阔	7
2.2 国防信息化建设推动军用 MLCC 增长，市场竞争呈现三足鼎立格局	8
2.3 民用 MLCC 市场受下游需求带动，市场竞争日益激烈	9
2.4 射频 MLCC 及单层 SLCC 实现量产，国产替代需求强烈	11
2.5 Q3 军品业务环比快速提升，募投项目投产满足需求大幅增长	12
<b>3 光伏客户推动代理业务高增长，不断开拓新品类寻求持续发展</b>	<b>14</b>
3.1 代理业务同比大幅增长，毛利率出现显著下滑	14
3.2 客户集中度提升，市场竞争激烈	15
<b>4 直流滤波器蓄势待发，未来有望成为新增长点</b>	<b>16</b>
4.1 直流滤波器快速发展，成长空间广阔	16
4.2 直流滤波器市场潜力十足，国产化趋势创造新机遇	16
4.3 募投项目扩大产能，市场前景开阔	17
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>18</b>
5.1 盈利预测	18
5.2 估值分析	18
<b>6 风险提示</b>	<b>19</b>
<b>插图目录</b>	<b>21</b>
<b>表格目录</b>	<b>21</b>

# 1 军用电容器核心供应商，业绩实现不断突破

## 1.1 多层瓷介电容器为核心，航天领域主要供应商

公司于 2001 年成立，以多层瓷介电容器等电子元器件的技术研发、产品生产和销售为主营业务的民营企业。2019 年 5 月 15 日，公司在上海证券交易所 A 股主板上市。作为高新技术企业，公司现拥有博士后科研工作站、北京市企业技术中心、CNAS 认可实验室及多个联合实验室，积极开展相关产学研合作。公司拥有自产和代理两大类业务，产品广泛应用于航天、航空、船舶、兵器、电子信息、轨道交通、新能源等行业，服务于高可靠领域和通用领域。在公司的发展历程中，多次完成重大航天发射配套任务，自 2013 年起成为中国电子元器件百强企业。

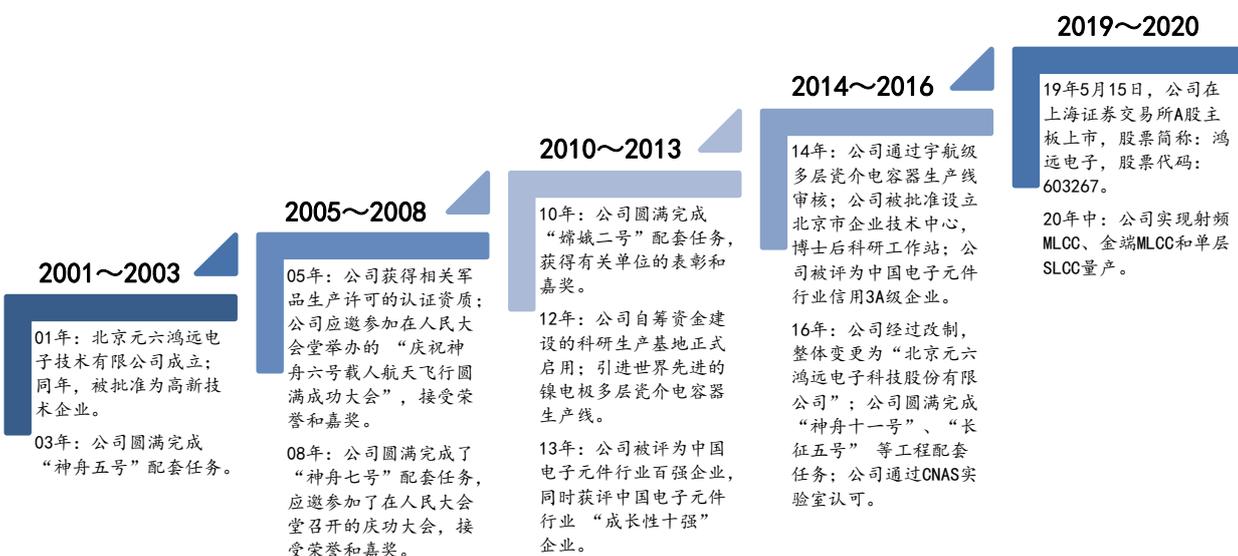
图 1：鸿远电子股权结构



资料来源：公司三季报，民生证券研究院

注：公募基金持股比例为2020Q4数据

图 2：鸿远电子历史重大事件

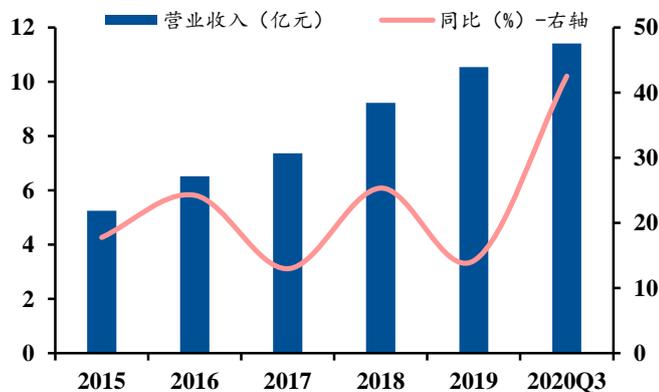


资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 1.2 归母净利润逐年提升，自产毛利率稳中有升

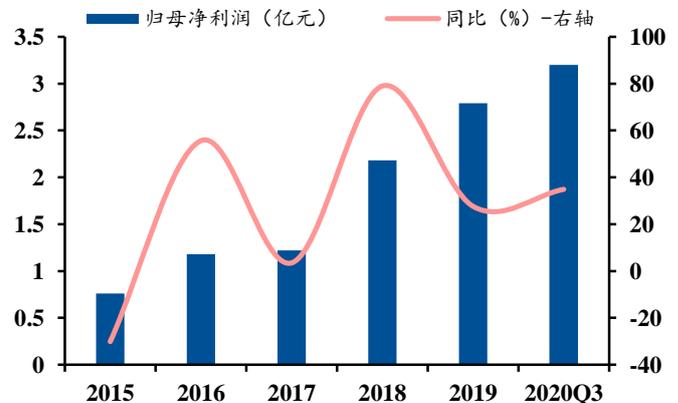
15-19年，营收复合增速达19.03%，归母净利润复合增速达38.42%。2015年以来，公司营业收入和归母净利润始终保持增长趋势，由于2016年军改的影响，导致2017年营收和归母净利润增速下滑。2015~2019年，公司营业收入从5.25亿元稳定增长至10.54亿元，年复合增长率达19.03%；归母净利润从0.76亿元增长至2.79亿元，年复合增长率达38.42%。2020Q3公司实现营收11.41亿元，同比增长42.53%；归母净利润3.2亿元，同比增长34.88%，全年有望高增长。根据最新2020年业绩预告，预计20年全年实现归母净利润约为46259万元—49324万元，同比增长66%—77%，业绩增速显著提升，超过市场预期。我们认为公司核心自产业务在“十四五”期间将实现突破，推动公司业绩持续快速提升。

图3：2020Q3 营收同比大幅增长42.53%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2020Q3 归母净利润年同比增长34.88%

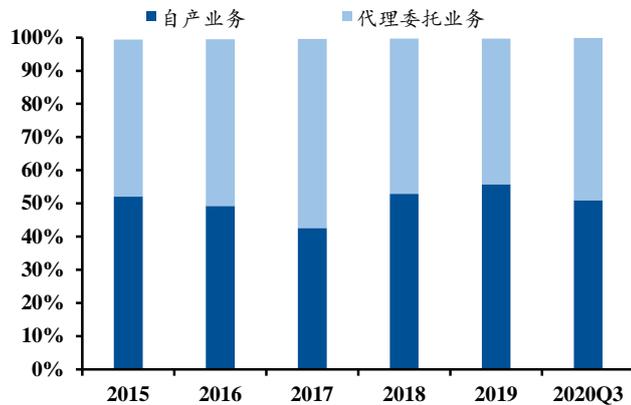


资料来源：wind，民生证券研究院

**自产 MLCC 为核心业务，代理业务增长显著。**公司主营业务包括自产业务和代理业务两大类。自产业务主要包括多层瓷介电容器和直流滤波器，其中98%为军品业务；代理业务集中在民用领域，覆盖了汽车电子、轨道交通、新能源、智能电网、通讯、消费电子、医疗设备等多个领域。公司以自产多层瓷介电容器为主业，2015年至2019年多层瓷介电容器业务收入占比分别为51.92%、49.14%、42.36%、52.53%和55.19%，受军改的影响，2017年自产业务收入占比有所下滑。2018和2019年，公司部分军品业务逐步恢复，新增批产项目较多且批产数量增大，公司自产业务收入和占比均持续提升。2020年前三个季度，自产业务占比下降，主要是代理业务受益于光伏客户采购大幅提升而实现高增长，相对而言自产业务增速低于代理业务。

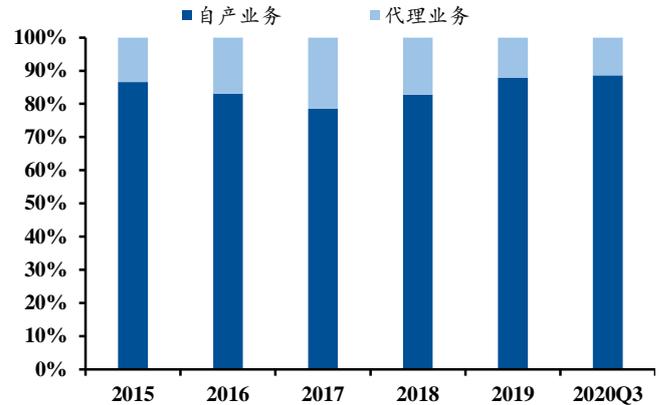
**自产业务贡献绝大部分毛利，为公司发展的重点。**从毛利角度看，公司自产业务15-19年的毛利占比为86.57%、83.07%、78.50%、82.75%、87.94%，自产业务贡献了公司绝大部分毛利；公司代理业务15-19年的毛利占比为13.43%、16.93%、21.50%、17.25%、12.06%，2017年后代理业务毛利占比下降显著。2020Q3，自产业务毛利占比达到了88.62%，代理业务毛利占比仅为11.38%。虽然代理业务营收占比提升，但由于其毛利率下降，毛利占比再次下滑。

图 5: 2020Q3 自产业务营收占比为 51.03%



资料来源: wind, 民生证券研究院

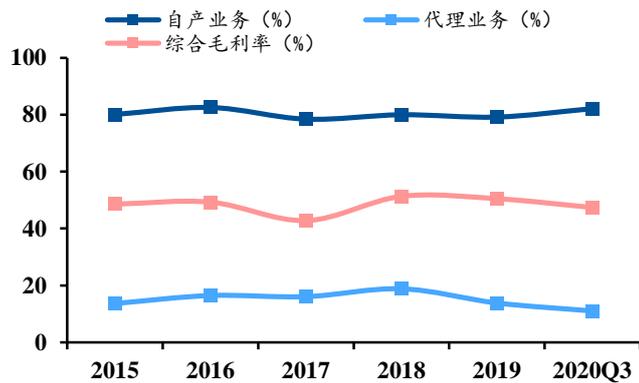
图 6: 2020Q3 自产业务毛利占比达 88.62%



资料来源: wind, 民生证券研究院

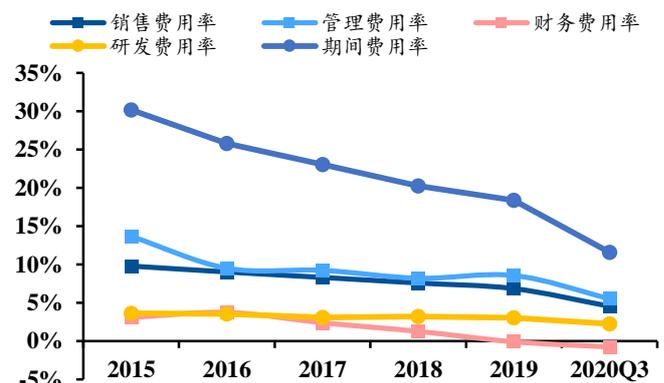
2020Q3 综合毛利率下滑, 自产业务毛利率始终保持高位。2018 年以来, 公司综合毛利率略有下滑, 主要原因为代理业务由于拓展主动元器件及维护现有客户而降价, 其毛利率下降显著。2020Q3, 公司综合毛利率为 47.39%, 其中自产业务和代理业务毛利率分别为 82.12% 和 11.03%, 自产业务毛利率水平始终维持在高位。

图 7: 2020Q3 公司综合毛利率为 47.39%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 2020Q3 公司期间费用率为 11.58%



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司各项费用率持续降低, 费用控制效果显著。自 2015 年以来, 公司各项期间费用率均呈现下降趋势, 尤其是管理费用率和销售费用率下降显著, 相对而言, 研发费用率稳定在 3% 左右。2020 年受疫情的影响, 销售费用、管理费用和财务费用均较去年同期减少, 期间费用率下降显著。我们认为, 疫情结束后公司费用控制能力有望保持较高水平, 期间费用率将维持低位。

## 2 “十四五”期间自产业务有望快速发展，新产品国产替代需求强烈

公司自产业务以多层瓷介电容器为主。公司自产业务的主要产品包括多层瓷介电容器和直流滤波器，其中多层瓷介电容器包括射频微波、金端等片式多层瓷介电容器、有引线多层瓷介电容器以及金属支架多层瓷介电容器等，产品广泛应用于航天、航空、电子信息、兵器、船舶、智能电网等行业，满足军工及民用高端工程对产品的技术要求和应用需求。

表 1: 公司主要自产产品

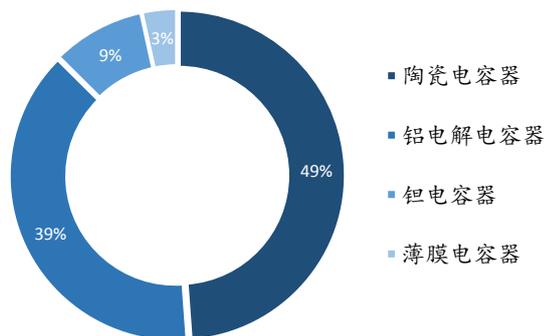
产品类别	产品型号	产品图片	质量等级	产品主要应用领域				
片式多层瓷介电容器	CCS41、CTS41		宇航级	航天、航空、兵器、船舶等有高可靠领域的各类装备中				
	CCK41、CTK41		国军标、专项工程					
	CC41、CT41		七专加严、七专、普军、军筛					
	CC41Q		国标	工业电子、新能源等领域				
			专项工程、七专、普军、军筛	航天、航空、兵器、船舶等领域的微波、射频、中频放大器、混频器、振荡器、低噪声放大器、滤波网络、计时电路、延时电路				
	CCL1		国标	工业电子、通讯、医疗等领域				
			七专、普军、军筛	用于计算机和发射大量噪声的外围设备,以及其他产生的大量噪声和辐射的电路和高阻抗电路				
			CT41H		七专、普军、军筛	用于温度较高的工作环境,如新型车载电子控制装置、航空航天、石油勘探、高温测量设备		
					CT41A		七专、普军、军筛	用于砷化镓、氮化镓芯片的外围电路、微组装电路中的滤波与静噪
							CT41	
有引线多层瓷介电容器	CCK4、CTK4		国军标、专项工程	航天、航空、兵器、船舶等有高可靠特殊要求领域的各类装备				
	CC4、CT4		七专加严、七专、普军、军筛					
	CC401		国标	工业电子、新能源等领域				
	CT401		企军标	航天、航空、兵器、船舶等有高可靠特殊要求领域的各类装备				
金属支架多层瓷介电容器	CT41P1		专项工程、七专、普军、军筛	用于高频大电流开关电源输入输出滤波、电源滤波、DC-DC 转换器,以及使用环境应力条件较复杂的电路,如采用铝基板和陶瓷基板的电路				
	CT41P							
	CT4901							
	CT4904							

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

## 2.1 我国 MLCC 市场规模增长稳定，未来发展前景广阔

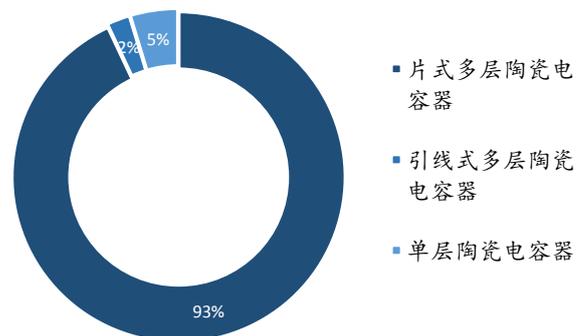
电容器市场中陶瓷电容器份额最大，MLCC 占据大壁江山。根据中国产业信息网资料，我国各类电容器中陶瓷电容器的市场份额最大，达到了 49%，其次铝电解电容器、钽电容器和薄膜电容器的市场份额分别为 39%、9%和 3%。而在陶瓷电容器中，多层陶瓷电容器（MLCC）占比达到 93%。MLCC 具有等效电阻低、体积小、耐高压/高温、大容量范围宽的特点，在各种新兴领域应用广泛，因此占据了较大的市场份额。

图 9：2018 年陶瓷电容器占电容器 49% 市场份额



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

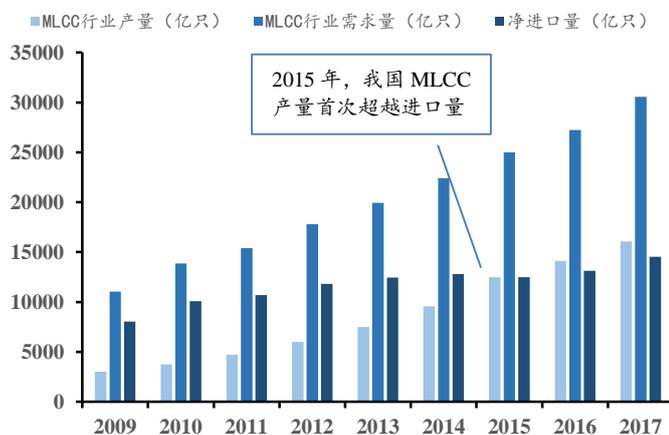
图 10：2018 年 MLCC 占陶瓷电容器 93% 市场份额



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

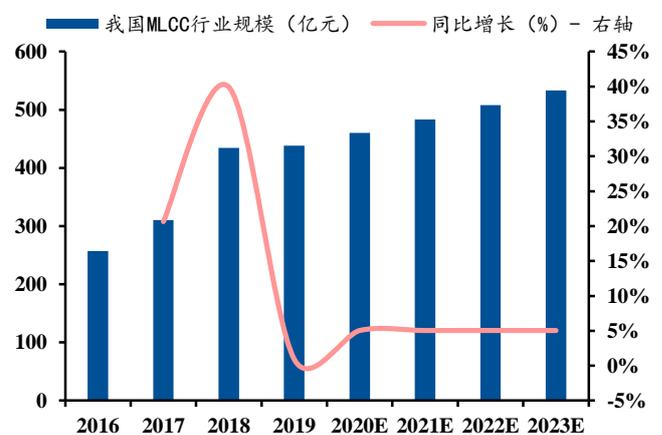
我国 MLCC 产量超过进口量，国内 MLCC 市场规模不断提升。2017 年中国 MLCC 需求量达到 3.058 万亿只，同期全球 MLCC 需求量约为 4.47 万亿只，中国 MLCC 需求量占全球需求量的 68.4%。2015 年以前，我国 MLCC 主要依靠进口，但自 2015 年起，我国 MLCC 产量首次超越进口量。随着中国日益成为全球主要的电子信息产品制造地，国内电子元器件市场需求总量呈现快速增长态势，其中 MLCC 行业规模持续扩张，2018 年受益于 MLCC 价格大幅上涨，行业规模达到 434.2 亿元，同比增长 39.93%。2019 年由于上年基数较高，并且手机、汽车等下游需求不振，规模维持 2018 年水平。2020 年受疫情影响，全球下游需求显著下滑，但我国光伏、新能源汽车等领域需求大幅提升，预计全年市场规模将稳定提升，至 2023 年复合增速为 5% 左右。

图 11：2015 年起我国 MLCC 产量超越进口量



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

图 12：我国 MLCC 行业市场规模稳定增长

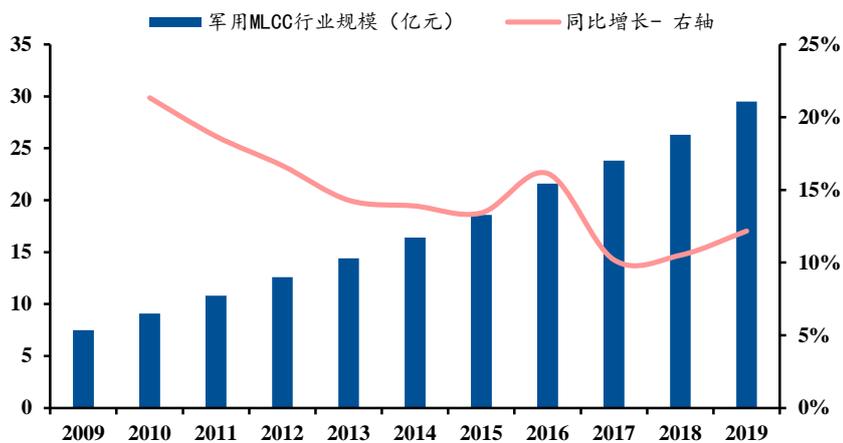


资料来源：产业信息网，民生证券研究院

## 2.2 国防信息化建设推动军用 MLCC 增长，市场竞争呈现三足鼎立格局

国防信息化建设推动军用 MLCC 需求增长，我国军品 MLCC 市场规模复合增速达 12.7%。十三五规划中提出，要大力推进国防信息化建设，特别是装备电子化、信息化、智能化、国产化，因此高性能、高可靠的 MLCC 作为基础元件需求量增长明显。根据中国电子元件行业协会电容器分会的数据显示，中国军用陶瓷电容电容器市场规模常年保持 10% 以上的增长，其预测中国军用领域陶瓷电容器市场规模将由 2013 年的 14.4 亿元增长到 2019 年的 29.5 亿元，年均复合增速达到 12.7%。

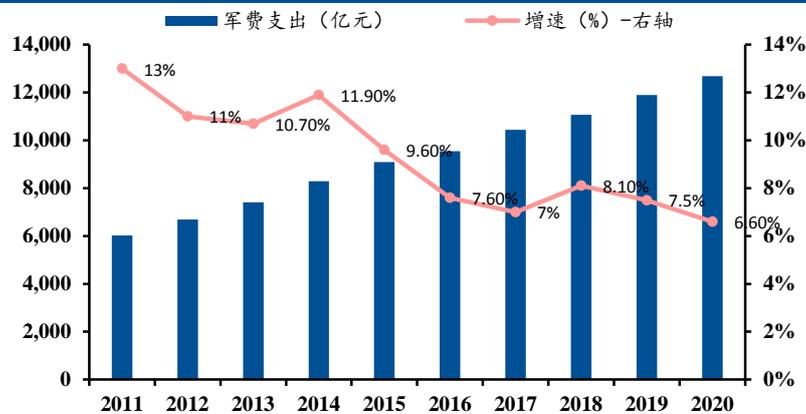
图 13：2019 年我国军用 MLCC 市场规模有望达到 29.5 亿元



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

**军费稳定增长，装备费占比提升。**近年来，我国经济总量持续稳定增长，国防投入稳步增加。2020 年，我国国防预算增速为 6.6%，规模达到约 1.27 万亿。从增速角度看，2020 年国防预算增速受疫情影响略有下滑，但仍然保持稳定增长并符合预期。我国军费的构成包括人员生活费、训练维持费和装备费。根据《新时代的中国国防》白皮书披露，装备费的占比持续提升，自 2010 年的 33.2% 提升至 2017 年的 41.1%。随着我国军费稳定增长以及装备费支出比例的提升，装备采购力度有望加大，作为基础元器件的军用 MLCC 需求也将随之增长。

图 14：受疫情影响，2020 年我国军费预算增速下滑至 6.6%



资料来源：中国军网，民生证券研究院

**MLCC 国内军品市场竞争格局相对稳定，呈现三足鼎立局势。**目前，国内军用 MLCC 生产厂商主要包括北京鸿远电子、成都宏明电子和福建火炬电子等。军用 MLCC 产品对于质

量控制要求高，军品市场的准入门槛较高，因此市场竞争格局稳定。根据公司招股说明书，目前在国产军用高可靠 MLCC 领域，三家核心供应商市场份额相近，合计占我国军用 MLCC 的 70%。随着国防信息化发展和诸多主战装备的逐渐列装，未来高可靠 MLCC 的市场容量仍将持续快速增长。

表 2：鸿远电子军品 MLCC 主要竞争对手

公司	成立时间	主要产品	2019 年自产业务营收 (亿元)
成都宏明电子	1999 年 4 月	产品涵盖多层片式瓷介电容器，单层微波瓷介电容器、芯片微波瓷介电容器、特殊类瓷介电容器	(根据产业调研，军品收入与火炬电子相当)
福建火炬电子	2007 年	专业从事陶瓷电容器研发、生产、销售和技术支持，产品包括片式多层陶瓷电容器、引线式多层陶瓷电容器、钽电容器、多芯组陶瓷电容器	6.31 (军品占比超过 70%)

资料来源：各公司官网、招股说明书，民生证券研究院

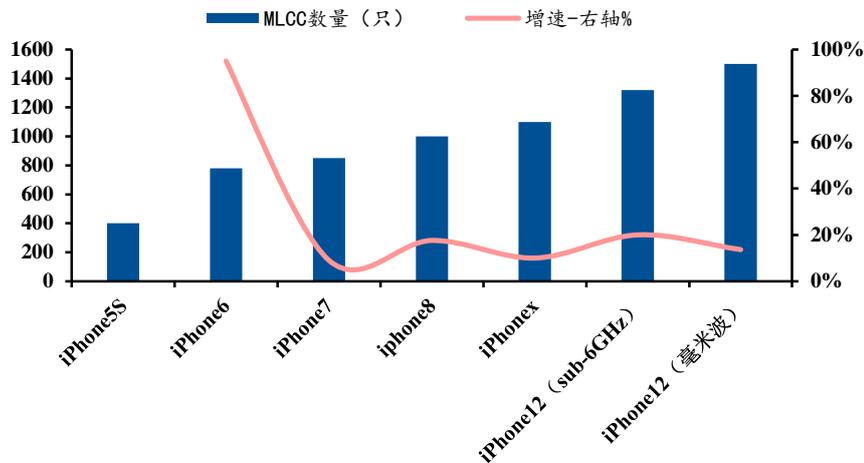
公司为航天 MLCC 核心供应商，受益于导弹+卫星需求提升。公司自产业务主要以高可靠的军工产品为主，根据招股说明书信息，公司自产业务中军品占比达 98%。近年来公司自产业务前五大客户结构稳定，分别为航天科技集团、航天科工集团、电子科技集团、航空工业集团、和兵器工业集团，其中航天系统为公司主要客户，2020 年半年报披露前五大客户集中度为 76.3%。竞争对手中，火炬电子、宏明电子的主要军品客户为航空、电子，与公司相比核心客户并不相同，由于下游应用领域存在需求差异，因此各公司业绩释放节奏不同。根据产业调研，我们预计明年开始导弹需求将加速释放，并且随着卫星互联网纳入“新基建”，导弹+卫星将推动公司自产业务快速增长。

## 2.3 民用 MLCC 市场受下游需求带动，市场竞争日益激烈

消费电子、汽车电子等行业发展迅速，民用 MLCC 市场持续扩张。MLCC 产品广泛应用于工业和消费类等民用领域，包括消费电子、汽车电子、医疗电子设备、工业控制设备、精密仪器仪表和轨道交通。当前数字化、信息化、智能化及互联网化的发展迅速，下游产品不断更新换代，对 MLCC 产品的性能和产量需求不断提高，民用 MLCC 市场发展前景广阔。

5G 时代手机 MLCC 用量增长，单部手机用量将达 1500 颗。2019 年被称为 5G 元年，5G 商用快速推进。预计 2020 年将出货 2 亿部 5G 手机，到 2025 年将暴增至 15 亿部，其中 MLCC 需求规模将显著提升。4G 智能手机平均每部 MLCC 用量约 1200 颗，预估 sub-6GHz 的 5G 手机其 MLCC 用量约较 4G 手机多出 10%，MMWave 毫米波的 5G 手机 MLCC 用量大约会增加 20-30%，达到 1500 颗/部。根据日系厂商预测，全球智能手机 MLCC 需求量在 2016 年约 3763 亿颗，预计到 2020 年需求量可达 6325 亿颗，年复合增长率约 13.9%。智能型手机是 MLCC 最大应用市场，随着 MLCC 单机使用量和智能手机数量的增长，其需求量将大幅提升。

图 15: 5G 时代手机中 MLCC 用量不断提升



资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

新能源汽车 MLCC 用量显著提升, 需求量随新能源汽车共同增长。MLCC 常用于汽车的动力电机、转向电机、怠速停止、再生制动等部位。随着汽车电子化程度提升, MLCC 用量也大幅提升, 纯电动汽车所需的 MLCC 数量大约是传统内燃车的 6 倍。根据能源经济学家的预测, 全球电动汽车数量将继续增长, 目前纯电动车的普及率仍较低, 预计到 2030 年, 全球电动汽车销量将占新车的 15% 至 30%。根据我们对于未来车用 MLCC 用量的预测, 预计 2024 年车用 MLCC 需求为 4405 亿只, 2019-2024 年复合增速为 7.3%。

表 3: 各类车型 MLCC 需求量

类型	内燃机	智能节油	混合动力	插电混动	纯电动
MLCC 需求量	3000	3900	4800	12000	18000
增长倍数	-	1.4 倍	1.6 倍	4.0 倍	6.0 倍

资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

表 4: 2024 年预计车用 MLCC 需求量为 4405 亿只

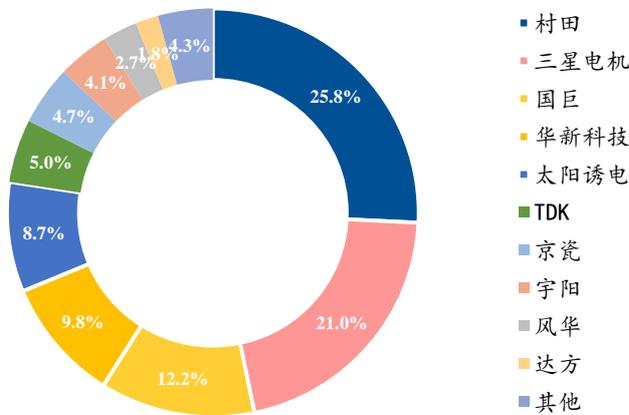
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
新能源汽车 MLCC 用量 (只)	18000	18000	18000	18000	18000	18000
新能源汽车出货量 (万台)	220	240	270	350	450	600
新能源汽车 MLCC 需求 (亿只)	<b>396</b>	<b>432</b>	<b>486</b>	<b>630</b>	<b>810</b>	<b>1080</b>
燃油车 MLCC 用量 (只)	3000	3000	3000	3500	3500	3500
燃油车出货量 (万台)	9000	8500	9000	9200	9400	9500
燃油车 MLCC 需求 (亿只)	<b>2700</b>	<b>2550</b>	<b>2700</b>	<b>3220</b>	<b>3290</b>	<b>3150</b>
总需求 (亿只)	<b>3096</b>	<b>2982</b>	<b>3186</b>	<b>3850</b>	<b>4100</b>	<b>4405</b>

资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

日韩企业占据 MLCC 第一梯队, 我国厂商以中低端产品为主。目前, 世界 MLCC 市场可划分为三个梯队, 其中以高端产品为主的日韩厂商占据第一梯队, 随后是台湾的部分厂商, 而我国的厂商主要聚焦中低端市场, 属于第三梯队。根据中国电子元器件行业协会数据, 2017 年全球 MLCC 市场中, 前三名日本村田、韩国三星电机和台湾国巨分别占据了 25.8%、21% 和 12.2% 的市场份额。我国的厂商中, 仅有宇阳电子和风华高科进入世界前十名, 市场份额

分别为 4.1% 和 2.7%。

图 16: 2017 年全球 MLCC 主要企业市场份额 (按销量)



资料来源: 中国电子元器件行业协会, 民生证券研究院

表 5: 日韩公司占据全球 MLCC 第一梯队, 台湾和大陆厂商分列第二和第三梯队

梯队	公司
第一梯队	村田、三星电机、太阳诱电、TDK、京瓷
第二梯队	国巨、华新科技、达方
第三梯队	宇阳电子、风华高科、三环、火炬电子

资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

## 2.4 射频 MLCC 及单层 SLCC 实现量产, 国产替代需求强烈

我国高端电容器产品仍依靠进口, 市场规模超过 30 亿元。根据市场调研, 我国高端瓷介电容器, 包括射频 MLCC、单层 SLCC 等, 无论军民产品仍然依靠国外进口, 但进口产品仅为工业级标准, 尤其在军用领域亟需满足各军标级国产产品的替代。2019 年我国 SLCC 市场规模为 26.9 亿元, 同比增长 7.6%。另外, 根据市场调研, 我国每年从国外采购的射频 MLCC 约价值 1 亿美元, 则目前我国射频 MLCC 市场规模约为 7 亿元。我国国产高端瓷介电容器渗透率仍然较低, 未来国产替代带来的销售额增长有望快速释放。

图 17: 2019 年我国 SLCC 市场规模为 26.9 亿元



资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

**射频 MLCC 军民应用广泛，鸿远已实现批量生产。**射频微波多层瓷介电容器主要用于射频类产品中，起阻抗匹配、调谐、耦合、隔直、滤波、旁路等作用，具有可靠性高、品质因数（Q 值）高、等效串联电阻（ESR）低、性能指标稳定、使用频率范围宽、在射频微波频率下能通过较大的射频电流等技术特点，在通信、医疗、轨交、半导体制造、军用领域应用广泛。目前，我国射频 MLCC 主要依靠进口美国 ATC 等公司的工业级产品，国内企业中大连达利凯普具有一定的先发优势，但其主要聚焦民用客户。2020 年半年报中，公司首次披露实现射频 MLCC 量产和销售，我们认为公司在军品领域客户基础雄厚，有望占据较大的军用射频 MLCC 市场份额。

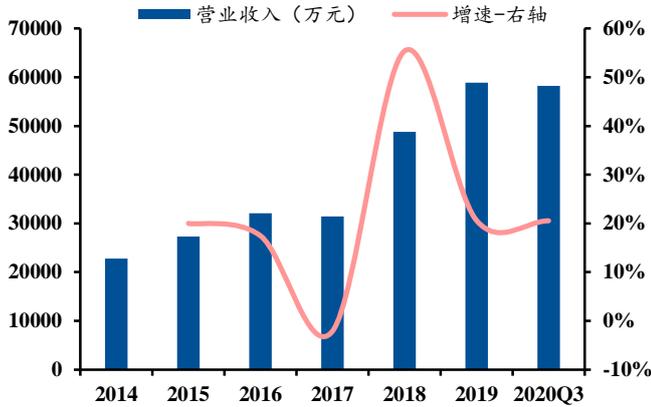
**SLCC 符合小型化、高频化发展方向，国产替代需求强烈。**单层陶瓷电容器（SLCC）适用频率 100MHz-100GHz，该产品具有尺寸小、厚度薄、等效串联电阻低、介质损耗小（高 Q 值）等优点，能够满足高频率电子线路的苛刻要求，多用于微波通讯线路以及抗电磁干扰器件等，在高频、微波、小型、微型化的场合有广阔的应用前景。我国对单层电容器技术的开发研究略晚于美、日等国家，并且此前国内 SLCC 产品仅有个别固定的容量值，并不能形成系列，因此国外进口仍然是主要的途径。随着近年来我国部分企业在 SLCC 领域持续不断的研发投入，目前火炬电子、鸿远电子、宏达电子等企业已经实现了单层瓷介电容器的批量生产和销售，由于当前国产渗透率极低，未来国产替代空间广阔。

**对标美国 ATC，鸿远电子有望持续突破。**美国陶瓷技术公司（ATC）以高可靠军品为起点，在军民用射频 MLCC 和单层 SLCC 领域占据主导地位，目前我国进口的射频 MLCC 和单层 SLCC 主要来自于美国 ATC 公司。鸿远电子的自产业务中 98% 以上为军品，在高可靠军品市场占据了较大的市场份额，尤其是在高端航天 MLCC 市场。通过不断的研发投入，公司已经实现射频 MLCC 和单层 SLCC 的量产和销售，我们认为公司的发展路径与美国 ATC 公司相似，通过扎根高可靠军品实现技术水平的跃升，随后不断扩充品类在特定领域实现突破。我们认为公司鸿远电子在原有军品业务快速增长下，国产替代产品有望持续突破。

## 2.5 Q3 军品业务环比快速提升，募投项目投产满足需求大幅增长

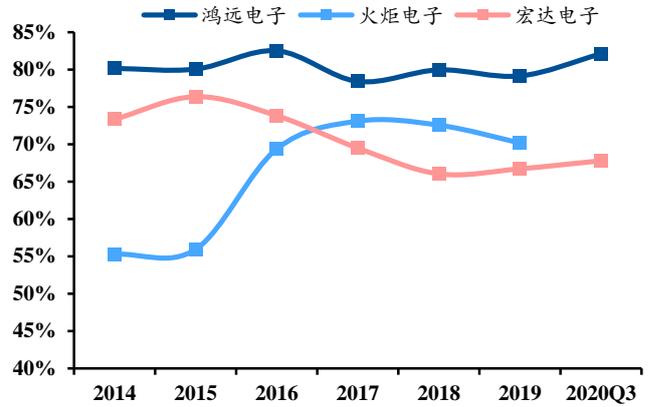
**三季度环比实现快速增长，“十四五”期间有望实现高增长。**军改落地后，自产业务恢复高速增长趋势，2018 年、2019 年营收同比增速分别为 55.38% 和 20.6%。2020 年上半年收到疫情影响，向下游客户交付节奏延后，导致上半年自产业务收入仅同比增长 7.22%。随着疫情影响消除，单三季度自产业务实现快速增长，同比提升 55%。公司自二季度开始订单增速环比大幅提升，三、四季度延续订单高增长趋势，我们认为下半年的订单将在 2020 年年报和 2021 年半年报中体现，从订单情况看，公司有望实现高增长。另外，公司是航天 MLCC 核心供应商，“十四五”期间导弹和卫星有望出现大规模放量，因此未来五年公司将延续较快增长趋势。

图 18: 2020Q3 公司自产业务增速为 20.54%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19: 公司自产业务毛利率水平保持在 80%左右



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司自产业务毛利率维持较高水平，竞争对手中优势明显。我们选取了公司同业竞争对手火炬电子和宏达电子进行比较，发现近年来公司自产业务毛利率始终保持在 80% 上下，而对手公司自产业务的毛利率则较低且波动较大。由于公司自产业务以毛利率较高的军品为主，因此整体毛利率水平较高。2020Q3，公司自产业务毛利率达到了 82.12%，与上年同期基本持平。我们认为，未来公司毛利率也将继续稳定在 80% 左右。

苏州项目建成，高可靠军品产能显著提升。2020 年 11 月 17 日，公司苏州科研生产基地正式启用，产线达产后，将新增高可靠多瓷电容器产品和通用多层瓷介电容器产能 7500 万只/年和 19.25 亿只/年。项目预计于 2022 年达到 100% 设计产能，届时高可靠 MLCC 产能达到 1.25 亿只，复合增长率约为 25.74%。新建产线全部按照军品标准建设，军民品的区别主要体现在原料、生产标准、检测标准的不同，随着下游军品需求的不断提升，公司新建产线中军品的配比可随之增加。根据当前国际局势，“十四五”武器装备采购量大幅提升较为确定，上游军工元器件厂商业绩释放有望提前，但厂商产能要与下游需求增加相匹配，对于公司来说，新增产能在军工电子元器件企业中优势显著。

表 6: 募投项目投产前后产能变化

项目名称	项目主要产品名称	募投项目投产前后产能变化	
		投资前现有产能	投资后新增产能
电子元器件生产基地项目	高可靠多层瓷介电容器	5,000 万只/年	7,500 万只/年
	通用多层瓷介电容器	30,000 万只/年	192,500 万只/年

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

表 7: 预计公司自产业务新增销售情况

产品分类	产量 (亿只)	均价 (元/只)	销售额 (亿元)
高可靠多层瓷介电容器	0.75	6.92	5.19
通用多层瓷介电容器	19.25	0.008	0.16

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

### 3 光伏客户推动代理业务高增长，不断开拓新品类寻求持续发展

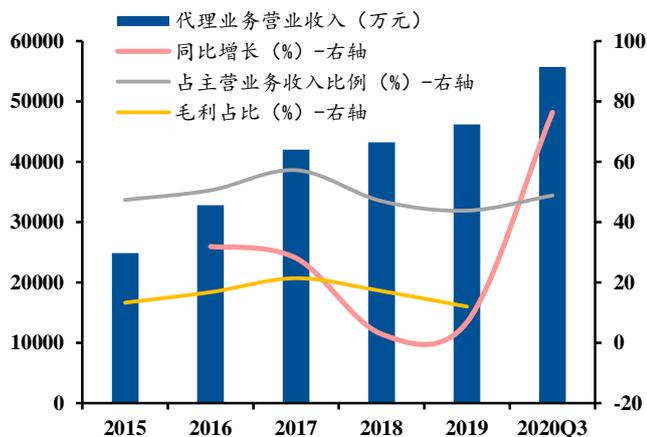
公司代理业务主要为多种系列的电子元器件，包括陶瓷电容、电解电容、薄膜电容、超级电容、贴片电阻、压敏电阻、热敏电阻、传感器、电感变压器、滤波器、断路器、继电器、连接器、电源模块、放电管、磁材、二/三极管等，主要面向工业类及消费类民用市场，行业分布广泛，覆盖了汽车电子、轨道交通、新能源、智能电网、5G 通讯、消费电子、医疗设备、工业/人工智能、物联网等多个领域。

公司不断开拓新品类和新客户，业务发展更趋多元化。2019 年年报披露，公司代理业务合作客户数量千余家，新签约 Amphenol（安费诺）、普思等品牌代理，横向拓展了主动电子元器件产品，代理业务品类逐渐丰富。根据公司招股说明书，公司从 2008 年开始进入新能源行业，为客户提供电力电容、滤波器等产品的选型及定制服务，目前排名居前的风电和光伏设备制造商大部分已成为公司的客户；在智能电表领域，公司与多家国家电网稳定中标企业具有稳定的合作关系；在轨道交通行业，公司与北京铁路信号工厂及设计院具有稳定的合作关系，后又发展成为上海、沈阳、西安、成都等铁路信号工厂的合作伙伴，持续为铁路信号系统提供优质的配套服务；公司在新能源汽车行业也有所发展，与多家充电桩企业进行了合作。

#### 3.1 代理业务同比大幅增长，毛利率出现显著下滑

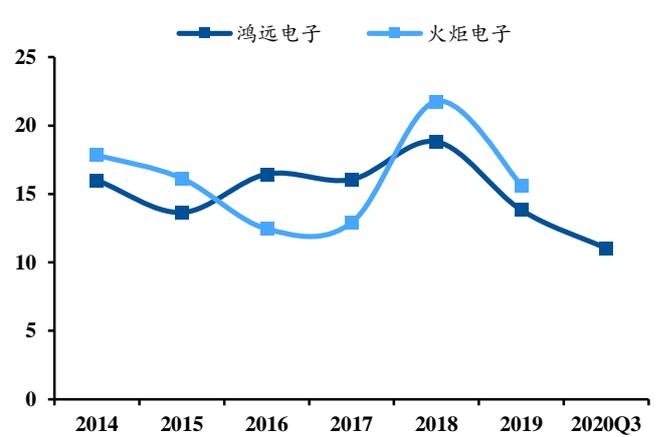
2020 年前三季度代理业务提升显著，营收占比略有回升。代理业务经过两年的缓慢增长，2020 年实现快速发展，前三季度同比增长 76.36%，主要原因是光伏客户回暖，推动代理业务快速提升。受疫情影响，公司自产业务增长放缓，因此大幅增长的代理业务营收占比出现回升。从毛利角度看，代理业务毛利占比自 2017 年以后开始持续下降，2019 年毛利占比仅 12%，公司代理业务对于整体毛利贡献较小。

图 20：2020Q3 公司代理业务营收同比增长 76.36%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：2020Q3 公司代理业务毛利率显著下降



资料来源：wind，民生证券研究院

代理业务毛利率水平下滑，略低于竞争对手。2018 年由于市场上部分元器件产品持续处于供不应求的状态，代理业务毛利率上升至 18.82%，较 2017 年度上升 2.76pct。2019 年随着市场不断去库存并且公司开始代理主动元器件，毛利率水平下滑至 13.83%。2020 年前三季度，代理业务毛利率为 11.03%，较上年同期下降 4.95pct，主要原因为：一方面公司新开拓

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

的具有高周转、低毛利特点的主动电子元器件产品收入增长较快；另一方面公司为巩固和扩展核心客户的市场份额而调整了销售价格，部分产品的毛利率水平有所下降。在与竞争对手火炬电子的对比中，公司代理业务毛利率略低，但公司代理业务体量显著低于火炬电子，因此火炬电子整体毛利率较低。

### 3.2 客户集中度提升，市场竞争激烈

**代理业务前五大客户集中度提升，光伏客户采购显著提升。**2019年、2020H1公司代理业务前五大客户占比分别为45.09%和53.53%，客户集中度显著提升，公司代理业务客户主要集中于新能源、消费电子和轨道交通领域。2020年上半年，受益于光伏行业景气度持续提升，公司代理业务实现大幅增长。

**代理业务市场竞争激烈。**受5G、移动支付、信息安全、汽车电子、物联网、新能源等领域发展的带动，整个代理业务市场发展迅速。目前与公司从事同类业务的企业数量众多，公司主要竞争对手包括厦门信和达电子、北京晶川电子、南京商络电子、创意电子等。同时，由于代理市场规模大，下游产业较为分散，因此市场竞争中各公司市占率均较小，市场竞争尤为激烈。

表8：公司代理业务主要竞争对手

公司	成立时间	代理产品	说明
厦门信和电子	2000年	TDK、EPCOS、YAGEO（台湾国巨）、Panasonic、KEMET（美国基美）、CHILISIN（台湾奇力新）、TAI-TECH（台湾台庆）、KDS（日本大真空）、H.ELE（台湾加高）、TOREX（日本特瑞仕）、LRC（乐山无线电）、PTTC（台湾聚鼎）、ATO（台湾荣创）、ISND等公司产品	非上市公司
北京晶川电子	1996年3月	英飞凌（半导体）、EPCOS（无源元件）、VAC（磁性元器件）	非上市公司
南京商络电子	1999年8月	TDK全系列元器件、EPCOS全系列产品、YAGEO全系列产品、SAMSUNG、KYOCERA、WALSIN、PDC、SUNLORD、CEC、PANDA、TA-I、CHILISIN、LRC、AVX、ROHM等产品	于2017年3月终止挂牌
创意电子	2002年	主要代理销售日本、韩国、欧美等地区的高品质元器件为主，产品涵盖电容、电阻、电感、各类感测器、开关、接插件、连接器、电位器、继电器、IC、晶振、二三极管、MOS管、IGBT等产品	香港注册的非上市公司
深圳湘海电子	2002年	主要经营电子元器件、仪器仪表、监控设备、机电产品的技术开发、技术维护及销售。代理产品包括村田、艾为、GCT、贝岭、芯导、芯凯、卓胜	非上市公司

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

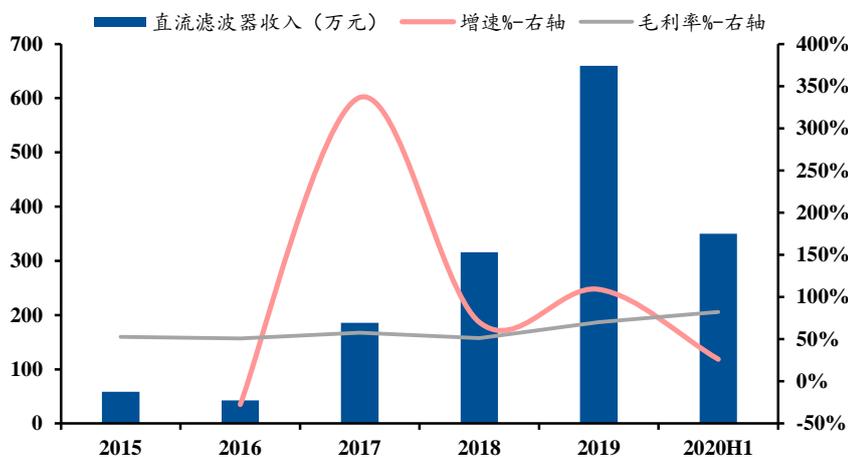
## 4 直流滤波器蓄势待发，未来有望成为新增长点

### 4.1 直流滤波器快速发展，成长空间广阔

直流滤波器应用于军工领域，公司技术已达国外优质水平。直流滤波器主要在电路中起到抑制电磁干扰的作用，应用于需要抑制或消除电磁干扰的电子设备电源中，如雷达系统、导弹发射车启动模块等。目前航天、航空等军工领域用户仍然多采用国外的滤波器产品，公司滤波器产品可以部分替代国外同类产品，满足军工领域客户国产替代的需求。凭借公司多年的相关产品研发经验，其生产的直流滤波器产品在体积和性能上都已经达到国外优质直流滤波器的规格标准，未来可逐步取代同类进口产品。

直流滤波器仍处于布局阶段，营收较少但增速较快。公司研发的直流滤波器产品于2015年实现小批量生产，并开始对外销售。2019年公司直流滤波器板块实现营收659.98万元，同比增长109%，2015-2019年复合增长率达83.23%。2020H1实现营收349.86万元，同比增长26.22%，预计全年营收将持续高增长。毛利率方面，2019年、2020H1毛利率分别为70.12%和82.14%，较2015-2018年平均55%的毛利率提升显著，但由于目前仍然处于小批量生产阶段，各期产量和销量变动较大，且以定制产品为主，各期销售产品的规格及等级相差较大，因此毛利率仍将波动。

图 22：2020H1 直流滤波器营收增速为 26.22%



资料来源：wind，民生证券研究院

### 4.2 直流滤波器市场潜力十足，国产化趋势创造新机遇

国内直流滤波器市场国产替代需求强烈，公司产品具有较强竞争力。目前，国内直流滤波器市场需求量大，但受国内厂商的生产规模和技术水平的约束，当前国内军工市场使用的高性能直流滤波器主要依靠进口。进口直流滤波器虽然满足了国内市场对高质量高性能直流滤波器的需求，但是其价格昂贵且交付周期较长的缺点给国内厂商创造了进入该市场的机遇。公司生产的直流滤波器相对进口产品性价比更具优势，将会拥有较强的竞争力，可同时满足客户对产品质量和采购价格的要求。

国内直流滤波器市场规模可观，公司与主要竞争对手仍有差距。根据公司招股说明书，

目前军用高可靠直流滤波器初步国产化市场规模大概在 2-3 亿元人民币。国内生产军用高可靠直流滤波器的企业数量约有 5 家，公司的主要竞争对手为无锡天和电子和成都必控科技。公司在直流滤波器领域刚刚起步，产品已得到下游客户的认可，但受公司生产规模限制，目前市场占有率不足 5%，而竞争对手起步较早，其市场占有率均高于公司。公司直流滤波器的技术先进、生产工艺相对成熟、产品性能优异，未来随着产能的逐步扩大，有望成为公司新的业绩增长点。

表 9：鸿远电子直流滤波器主要竞争对手

公司	成立时间	主要产品	近期财务数据 (万元)	说明
中电科 43 所	1968 年	混合集成电路 (HIC) 及相关产品的研制与生产，主要产品有功率电路 (含 EMI 滤波器)、转换器电路、精密电路、信号处理电路、放大器电路、专用混合集成电路和多芯片组件等	2017 年净利润：16234.56	科研院所
无锡天和电子	2001 年	滤波器、变换器、二三极管、放大器、稳压器，有集成电路封装生产线和微组装电子模块生产线，为国防重点工程项目配套	2017 年营收、净利润：2009.39、82.2	非上市公司
成都必控科技	2006 年	各项型号电源模块、大功率电源、定制电源、组合定制集成电源、浪涌抑制器等	2016 年营收、净利润：8102.9、407.4	于 2017 年终止挂牌

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

### 4.3 募投项目扩大产能，市场前景开阔

直流滤波器项目市场前景广阔，达产后有望贡献近 5000 万营收。公司直流滤波器产品自 2015 年开始小批量生产并对外销售，用户反馈良好且市场需求旺盛，但由于公司产能限制，预计未来几年销售增加将受限。为此，公司于 2017 年投资 4,900 万元于直流滤波器项目以提升公司生产能力和技术水平。项目已于 2020 年 11 月竣工，并在建成后第 2 年达到 100% 设计产能，预计新增直流滤波器产能 8 万只/年。根据调研信息，市场上军用直流滤波器的均价为 600 元/只，在项目达到完全产能后有望每年贡献约 4800 万元的营业收入。随着混合集成电路的广泛应用，模块化电源的使用量不断增加，电子设备的电磁环境更加复杂，行业内对于直流滤波器的需求，特别是军工行业对高性能、小体积的直流滤波器的需求日益增长。因此，公司直流滤波器项目具有良好的市场前景。

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

未来,公司自产业务将保持较快增长,待募投项目建成后业绩将继续突破;代理业务受下游产业景气度影响较大,后续预计营收增长稳定。预计未来三年营收和净利润将快速增长,2020-2022年,公司归母净利增速有望分别达到71%、50%、40%。

表 10: 盈利预测关键假设

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>自产业务</b>				
收入增长率	20.60%	45.0%	55.0%	45.0%
毛利率	78.97%	80.0%	82.0%	82.0%
<b>代理业务</b>				
收入增长率	6.88%	75.0%	50.0%	25.0%
毛利率	13.83%	12.0%	13.0%	14.0%

资料来源:wind,民生证券研究院

表 11: 主要业务经营测算

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>自产业务</b>				
收入	589	853	1,323	1,918
成本	124	171	238	345
毛利	465	683	1,085	1,573
<b>代理业务</b>				
收入	462	809	1,213	1,516
成本	398	712	1,055	1,304
毛利	64	97	158	212

资料来源:wind,民生证券研究院

### 5.2 估值分析

我们采用相对估值法对公司进行估值:选取4家上市公司作为可比公司,可比公司21年的PE均值为35倍、PEG均值为0.89,公司21年PE略高于可比公司均值、PEG略低于可比公司均值。公司自产高可靠MLCC技术、渠道优势显著,单层SLCC和射频MLCC有望快速发展,待募投项目达产后将业绩贡献较大,未来有望获取更大市场份额,投资价值显著。

表 12: 行业可比公司估值

排名	证券简称	代码	市盈率 PE			PEG
			TTM	2020E	2021E	
1	火炬电子	603678.SH	54	45	30	0.58
2	宏达电子	300726.SZ	69	56	40	0.99
3	中航光电	002179.SZ	54	49	36	1.01
4	航天电器	002025.SZ	54	48	35	0.96
	鸿远电子	603267.SH	77	58	39	0.77

---

均值	58	50	35	0.89
----	----	----	----	------

备注：最新收盘价为 2021 年 2 月 22 日收盘价。

---

资料来源：wind，民生证券研究院

## 6 风险提示

军费预算增长低于预期；军品订单不及预期；募投项目进度低于预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,054	1,667	2,541	3,441
营业成本	522	883	1,294	1,650
营业税金及附加	11	18	27	37
销售费用	72	78	135	213
管理费用	90	92	168	251
研发费用	32	40	76	103
EBIT	327	556	841	1,187
财务费用	(1)	3	3	2
资产减值损失	(7)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	333	570	857	1,203
营业外收支	1	2	2	2
利润总额	334	572	859	1,205
所得税	56	96	143	201
净利润	279	477	716	1,004
归属于母公司净利润	279	477	716	1,004
EBITDA	346	574	860	1,206

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	276	302	488	939
应收账款及票据	949	1233	1779	2236
预付款项	6	20	27	33
存货	201	426	501	678
其他流动资产	521	521	521	521
流动资产合计	2075	2628	3450	4545
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	130	131	133	135
无形资产	25	25	25	24
非流动资产合计	285	304	327	349
资产合计	2360	2933	3777	4894
短期借款	64	64	64	64
应付账款及票据	98	152	226	291
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	231	327	455	567
长期借款	28	28	28	28
其他长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	49	49	49	49
负债合计	280	376	504	617
股本	165	231	231	231
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2080	2557	3273	4277
负债和股东权益合计	2360	2933	3777	4894

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	14.2%	58.1%	52.5%	35.4%
EBIT 增长率	13.7%	70.0%	51.4%	41.0%
净利润增长率	27.6%	71.1%	50.2%	40.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	50.5%	47.0%	49.1%	52.1%
净利率	26.4%	28.6%	28.2%	29.2%
总资产收益率 ROA	11.8%	16.3%	19.0%	20.5%
净资产收益率 ROE	13.4%	18.6%	21.9%	23.5%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	9.0	8.0	7.6	8.0
速动比率	8.1	6.7	6.5	6.8
现金比率	1.5	1.1	1.2	1.8
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	181.7	165.0	165.0	150.0
存货周转天数	131.1	127.9	129.0	128.6
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.8
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.9	2.1	3.1	4.3
每股净资产	12.6	11.0	14.1	18.5
每股经营现金流	0.9	0.3	1.0	2.1
每股股利	0.5	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	63.9	58.4	38.9	27.7
PB	9.6	10.9	8.5	6.5
EV/EBITDA	73.1	45.0	29.3	20.6
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	279	477	716	1,004
折旧和摊销	13	18	19	19
营运资金变动	(142)	(431)	(507)	(532)
经营活动现金流	151	66	230	494
资本开支	69	36	39	39
投资	(578)	0	0	0
投资活动现金流	(638)	(36)	(39)	(39)
股权募资	760	0	0	0
债务募资	(119)	0	0	0
筹资活动现金流	528	(4)	(4)	(4)
现金净流量	41	26	186	450

## 插图目录

图 1: 鸿远电子股权结构 .....	3
图 2: 鸿远电子历史重大事件 .....	3
图 3: 2020Q3 营收同比大幅增长 42.53% .....	4
图 4: 2020Q3 归母净利润年同比增长 34.88% .....	4
图 5: 2020Q3 自产业务营收占比为 51.03% .....	5
图 6: 2020Q3 自产业务毛利占比达 88.62% .....	5
图 7: 2020Q3 公司综合毛利率为 47.39% .....	5
图 8: 2020Q3 公司期间费用率为 11.58% .....	5
图 9: 2018 年陶瓷电容器占电容器 49% 市场份额 .....	7
图 10: 2018 年 MLCC 占陶瓷电容器 93% 市场份额 .....	7
图 11: 2015 年起我国 MLCC 产量超越进口量 .....	7
图 12: 我国 MLCC 行业市场规模稳定增长 .....	7
图 13: 2019 年我国军用 MLCC 市场规模有望达到 29.5 亿元 .....	8
图 15: 5G 时代手机中 MLCC 用量不断提升 .....	10
图 16: 2017 年全球 MLCC 主要企业市场份额 (按销量) .....	11
图 17: 2019 年我国 SLCC 市场规模为 26.9 亿元 .....	11
图 18: 2020Q3 公司自产业务增速为 20.54% .....	13
图 19: 公司自产业务毛利率水平保持在 80% 左右 .....	13
图 20: 2020Q3 公司代理业务营收同比增长 76.36% .....	14
图 21: 2020Q3 公司代理业务毛利率显著下降 .....	14
图 22: 2020H1 直流滤波器营收增速为 26.22% .....	16

## 表格目录

表 1: 公司主要自产产品 .....	6
表 2: 鸿远电子军品 MLCC 主要竞争对手 .....	9
表 3: 各类车型 MLCC 需求量 .....	10
表 4: 2024 年预计车用 MLCC 需求量为 4405 亿只 .....	10
表 5: 日韩公司占据全球 MLCC 第一梯队, 台湾和大陆厂商分列第二和第三梯队 .....	11
表 6: 募投项目投产前后产能变化 .....	13
表 7: 预计公司自产业务新增销售情况 .....	13
表 8: 公司代理业务主要竞争对手 .....	15
表 9: 鸿远电子直流滤波器主要竞争对手 .....	17
表 10: 盈利预测关键假设 .....	18
表 11: 主要业务经营测算 .....	18
表 12: 行业可比公司估值 .....	18

## 分析师及研究助理简介

王一川，军工行业分析师，2018年“金牛奖”国防军工最佳金牛分析师，多年股权投资工作经验，美国福特汉姆大学金融学硕士，2015年加入民生证券研究院。

刘明洋，军工行业研究助理，美国德克萨斯大学金融学硕士，2019年加入民生证券研究院。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。