

公司研究

高可靠高景气，非钽业务有效拓展

——宏达电子（300726.SZ）2020年度报告点评

买入（维持）

当前价：65.00元

作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

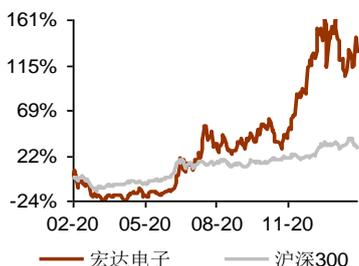
联系人：刘宇辰

liuyuchen0@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.00
总市值(亿元):	260.07
一年最低/最高(元):	23.48/83.79
近3月换手率:	87.39%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.16	-6.81	123.82
绝对	-11.85	-9.53	157.03

资料来源：Wind

相关研报

国防信息化+民用国产化，高速增长有望持续——宏达电子（300726.SZ）2020年度业绩预告点评（2021-01-20）

下游需求持续提升，Q3业绩大幅增长——宏达电子（300726.SZ）2020年三季度报告点评（2020-10-21）

非钽拓展效果显著，民用需求大幅增加-宏达电子（300726.SZ）2020年半年度报告点评（2020-08-28）

要点

事件：

公司发布2020年度报告，全年实现营业收入14.01亿元，同比增长65.97%；实现归母净利润4.84亿元，同比增长65.12%，略超我们此前的预期。与2018年同期相比，公司营业收入增长120%，归母净利润增长117%，两年时间收入、业绩实现翻倍。

点评：

2020年公司业绩实现高速增长，主要有两个方面的因素：一是传统主业钽电容业务无论是高可靠领域还是民用领域均实现了高速增长；二是瓷介电容器、电源模块等新培育业务拓展得当，同样实现了高速增长。

我们看好公司未来的成长，其主要成长逻辑包括：

高可靠领域“十三五”顺利收官，“十四五”景气度持续：随着我国经济的飞速成长，国家大力发展高可靠项目，多年来我国高可靠项目开支实现稳步上升。公司高可靠产品覆盖车辆、飞行器、船舶、雷达、电子等系统工程和装备客户，2020年为“十三五”阶段最后一年，高可靠项目订单出现大规模释放。根据年报，公司预付账款比上年同期增长159.80%，主要是因为备货预付供应商原材料款增加；存货比上年同期增长64.63%，主要是因为随着公司各个板块业务规模的壮大，主要原材料备货及发出商品增加。从预付账款及存货来看，公司业务的景气程度将在2021即“十四五”阶段的开局之年得以延续。

“非钽”业务实现有效拓展：随着公司不断拓展非钽电容产品市场，经过几年的推广铺垫，市场逐渐打开，非钽电容产品如瓷介电容器、电源模块等业务收入规模快速提升；并且在钽电容业务收入以较高增速增长的同时，实现了收入占比的持续提升。公司“非钽”新业务拓展的积极有效性持续得到验证。

军转民、国产化替代乃是军工电子乃至军工行业增长的重要逻辑：由于人工智能、虚拟现实、5G通信、电动汽车等行业需求的激增，以及疫情未得到有效控制使海外供应链产能受限，大量配套订单转向国内厂商，民用电子元器件需求急剧上升。随着美国及其他部分国家对我国高端产业的打压，国外供应链安全成为国内企业面临的最大风险之一，为保障供应链安全，电子产品厂商对元器件、电路模块等产品的国产化需求不断加强，国内民用电子信息产业迎来新一轮快速扩张机遇。公司持续加大民品投入，民品业务规模实现大幅提高。

盈利预测、估值与评级：我们认为国防建设需求的提升有望促使公司高可靠产品业绩实现稳定且高速增长；民用产品的国产化替代有望为公司业绩提升带来弹性；公司业务拓展、管理方面的提升有望使盈利能力进一步增强。我们看好公司未来发展，小幅上调对公司的盈利预测，2021-2022年净利润预测为6.66亿元（上调2%）和8.91亿元（上调1%），并预测2023年净利润为11.47亿元。2021-2023年EPS分别为1.66、2.23、2.87元，当前股价对应PE分别为39X、29X、23X。维持“买入”评级。

风险提示: 高可靠产品销量不及预期的风险; 高可靠产品毛利率下降的风险; 国外疫情逐渐得到控制后竞争对手产能恢复导致民品价格回落、毛利率下降的风险; 新产品市场拓展进度不及预期的风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	844	1,401	1,885	2,463	3,118
营业收入增长率	32.65%	65.97%	34.55%	30.66%	26.61%
净利润 (百万元)	293	484	666	891	1,147
净利润增长率	31.39%	65.12%	37.58%	33.84%	28.71%
EPS (元)	0.73	1.21	1.66	2.23	2.87
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.69%	22.89%	24.52%	25.31%	25.18%
P/E	89	54	39	29	23
P/B	14.8	12.3	9.6	7.4	5.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-03-25

图 1: 钽电容 (非固体) 收入实现较快增长 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 钽电容 (固体) 收入实现较快增长 (单位: 百万元)



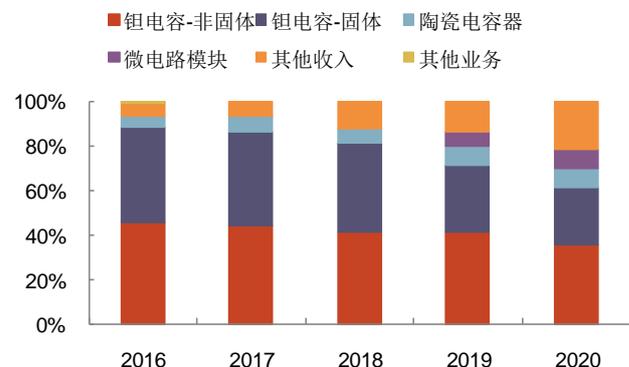
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 陶瓷电容器业务获得有效拓展 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: “非钽” 业务收入占比逐渐提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	844	1,401	1,885	2,463	3,118
营业成本	281	432	619	814	1,042
折旧和摊销	39	53	149	228	318
税金及附加	8	18	24	31	39
销售费用	115	179	237	305	380
管理费用	69	108	140	176	213
研发费用	57	82	110	144	183
财务费用	-5	-2	-11	-12	-17
投资收益	45	2	2	2	2
营业利润	366	617	829	1,092	1,390
利润总额	365	617	829	1,091	1,389
所得税	56	88	118	155	197
净利润	309	529	711	936	1,192
少数股东损益	16	45	45	45	45
归属母公司净利润	293	484	666	891	1,147
EPS(按最新股本计)	0.73	1.21	1.66	2.23	2.87

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	83	257	228	494	747
净利润	293	484	666	891	1,147
折旧摊销	39	53	149	228	318
净营运资金增加	261	361	697	731	832
其他	-511	-641	-1,282	-1,356	-1,550
投资活动产生现金流	-42	-185	-306	-313	-376
净资本支出	-91	-209	-263	-315	-378
长期投资变化	2	7	0	0	0
其他资产变化	47	16	-43	2	2
融资活动现金流	-102	-119	142	52	105
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	6	46	-51	0
无息负债变化	80	576	332	413	477
净现金流	-62	-48	65	233	476

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	66.7%	69.1%	67.2%	67.0%	66.6%
EBITDA 率	47.5%	50.5%	52.2%	53.9%	54.9%
EBIT 率	42.6%	46.5%	44.3%	44.6%	44.7%
税前净利润率	43.2%	44.0%	44.0%	44.3%	44.6%
归母净利润率	34.7%	34.5%	35.3%	36.2%	36.8%
ROA	15.7%	17.9%	17.8%	18.0%	17.6%
ROE (摊薄)	16.7%	22.9%	24.5%	25.3%	25.2%
经营性 ROIC	18.6%	25.9%	25.2%	27.0%	28.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	9%	26%	28%	29%	29%
流动比率	10.91	4.13	4.05	4.43	4.65
速动比率	8.65	3.11	2.99	3.29	3.50
归母权益/有息债务	-	384.21	52.88	-	-
有形资产/有息债务	-	526.35	76.63	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,974	2,963	3,988	5,200	6,756
货币资金	229	188	252	486	962
交易性金融资产	40	39	39	39	39
应收帐款	520	659	930	1,216	1,539
应收票据	465	770	1,036	1,354	1,714
其他应收款 (合计)	11	33	47	60	76
存货	348	573	839	1,117	1,442
其他流动资产	55	36	20	0	-22
流动资产合计	1,681	2,330	3,210	4,333	5,828
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	2	7	7	7	7
固定资产	219	214	344	429	470
在建工程	17	269	240	227	227
无形资产	9	33	33	33	33
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	18	70	114	114	114
非流动资产合计	293	633	778	868	927
总负债	177	758	1,137	1,499	1,976
短期借款	0	6	51	0	0
应付账款	73	341	489	643	823
应付票据	0	8	11	14	18
预收账款	15	0	0	0	0
其他流动负债	0	5	9	15	21
流动负债合计	154	564	793	977	1,252
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	194	343	522	723
非流动负债合计	23	194	343	522	723
股东权益	1,797	2,204	2,851	3,702	4,780
股本	400	400	400	400	400
公积金	761	798	865	865	865
未分配利润	594	915	1,450	2,255	3,288
归属母公司权益	1,756	2,113	2,715	3,520	4,553
少数股东权益	41	91	137	182	227

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	13.68%	12.78%	12.58%	12.38%	12.18%
管理费用率	8.23%	7.74%	7.44%	7.14%	6.84%
财务费用率	-0.63%	-0.16%	-0.61%	-0.48%	-0.53%
研发费用率	6.74%	5.86%	5.86%	5.86%	5.86%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.16	0.21	0.28	0.36
每股经营现金流	0.21	0.64	0.57	1.24	1.87
每股净资产	4.39	5.28	6.79	8.80	11.38
每股销售收入	2.11	3.50	4.71	6.16	7.79

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	89	54	39	29	23
PB	14.8	12.3	9.6	7.4	5.7
EV/EBITDA	65.0	37.1	26.7	19.7	15.1
股息率	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		
A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------