

公司研究

产销两旺推升 2020 年业绩，持续扩产分享行业高景气红利

——风华高科（000636.SZ）跟踪报告之一

买入（维持）

当前价：30.52 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

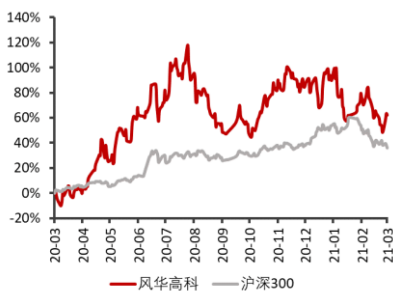
021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.95
总市值(亿元)	273.23
一年最低/最高(元)	15.92/39.69
近3月换手率	168.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.32	-22.03	26.32
绝对	-13.72	-24	62.28

资料来源：Wind

相关研报

中国 MLCC 龙头强势崛起，比特币火爆驱动嘉楠科技高速增长——光大证券通信电子行业周观点第 3 期（2021-03-07）

一个世界，两套系统：G2 时代下的国产替代和智能创新——电子行业 2021 年投资策略（2021-01-12）

要点

事件：2021 年 3 月 23 日，风华高科发布 2020 年年度报告，公司全年实现营业收入 43.32 亿元，同比增长 31.54%；归母净利润 3.59 亿元，同比增长 5.86%，扣非归母净利润 4.32 亿元，同比增长 67.03%。Q4 实现营业收入 14.12 亿元，同比增长 55.90%，环比增长 23.53%；归母净利润 0.12 亿元，同比扭亏，环比下滑 86.96%。

点评：

全年营收稳健增长，Q4 利润短期承压。2020 年，受益于电子元器件需求旺盛，同时公司技改扩产 56 亿只片容项目于 2020 年 9 月顺利达产，公司营业收入呈逐季上升趋势，20Q2-20Q4 环比增速分别为 54.30%、6.09%、23.53%。利润方面，Q4 利润环比下滑，主要系①公司对奈电科技的商誉计提减值 0.91 亿元及对存货、固定资产计提减值准备 0.28 亿元；②公司薪酬及社保水平调增，导致管理费用率环比 Q3 提升 2.6pct；③公司计提 0.63 亿元的投资者诉讼支出。若剔除上述非经常性损益及奈电科技持续亏损（2020 年全年净亏损 1.07 亿元）的影响，公司主营业务经营情况良好。目前公司商誉净值为 0 元，诉讼支出已充分计提，且公司未来将进一步强化对奈电科技管控和改革创新，促进奈电科技转型发展，业绩拖累因素充分消化，叠加 21 年扩充产能逐步释放，长期业绩向好。

产销两旺推升容阻业务收入，被动元件龙头盈利能力进一步增强。受益于 5G 通信和汽车电子等行业驱动，电子元器件行业景气度提升，2020 年公司主营产品销售较大幅增加，元器件整体产销量分别上升 36.40%、34.18%，其中，片阻产品产销量分别上升 40.52%、36.31%；片容产品产销量分别上升 26.29%、29.22%；电感产品产销量分别上升 69.54%、46.54%。其中片容产品实现营业收入 12.79 亿元，同比增加 29.19%；片阻产品实现营业收入 12.56 亿元，同比增加 41.76%。受益行业景气度提升，公司产能利用率高企，客户结构不断优化，并持续提升管控与治理效能，盈利能力大幅提升。全年综合毛利率达 29.65%，同比增长 5.67pct，其中片阻毛利率同比增长 10.09pct，片容毛利率同比增长 4.99pct。

供需格局改善推动 MLCC 价格上涨，国产替代浪潮下行业发展空间广阔。需求方面，汽车电子化和驾驶自动化的大趋势下，车用高容 MLCC 需求显著提升。得益于包括 5G 基础建设、智能手机、居家办公及线上授课等需求带动，加之车用需求逐步恢复，行业需求旺盛。供给方面，受原材料价格上涨及晶圆短缺影响，行业供给受阻，MLCC 迎来涨价行情，台系厂商率先涨价，3 月 8 日，国巨向客户发出涨价通知，预计调涨 10-20%；华新科也于近期发出涨价通知，调价幅度约为 30-40%。同时，随着华为事件等爆发，国产替代进程加速。根据海关总署数据，以最近三年每年平均进口数量 2.4 万亿只 MLCC 测算，若替代 50%，国产替代市场规模高达 1.2 万亿只。

公司大力推进产能扩张，充分受益行业机遇实现快速发展。为迎合市场需求，提升全球市场份额，公司自 2017 年起持续扩大产能，总投资 4.5 亿元的新增月产 56 亿只片容技改扩产项目已顺利达产，目前已逐步发挥产能，产生效益；投资 75 亿元的新增月产 450 亿只高端电容基地项目按合同签订金额已完成投资 29.88 亿元；投资 10 亿元的新增月产 280 亿只电阻技改扩产项目于 2020 年 12 月完成立项，目前正在加速推进。目前，公司 MLCC 产能已攀升至 200~210 亿只/月，并预计在 21 年 6 月实现 MLCC 高端电容基地建设项目达产 50 亿只/月。扩产项目全面落地后，公司电容月产能将达到 650 亿只，全球排名从第七名上升到第五名，未来有望优先受益行业高景气度及国产替代，实现市场份额快速增长。

盈利预测、估值与评级：风华高科是国内 MLCC 龙头厂商，产品质量及可靠性国际领先，考虑到公司于 2021 年迎来产能快速释放阶段，未来有望深度受益于国产替代加速及下游应用拓展，我们上调风华高科 21-22 年归母净利润为 12.48、16.17 亿元，上调幅度分别为 4.36%、6.20%，新增 2023 年归母净利润预测为 22.49 亿元，当前 273 亿元市值对应 PE 分别为 22x、17x、12x，维持“买入”评级。

风险提示：行业景气度波动风险；公司扩产进度不及预期风险。

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)	3,293.17	4,331.98	5,753.35	8,308.80	11,749.13
营业收入增长率	-28.10%	31.54%	32.81%	44.42%	41.41%
净利润 (百万元)	338.85	358.71	1,248.11	1,617.42	2,248.90
净利润增长率	-66.69%	5.86%	247.95%	29.59%	39.04%
EPS (元)	0.38	0.40	1.39	1.81	2.51
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.08%	5.99%	17.36%	19.04%	21.75%
P/E	81	76	22	17	12
P/B	5	5	4	3	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-26

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,293	4,332	5,753	8,309	11,749
营业成本	2,503	3,048	3,750	5,507	7,791
折旧和摊销	276	286	34	42	49
税金及附加	35	35	58	83	117
销售费用	76	61	115	166	235
管理费用	228	329	345	499	705
财务费用	(29)	(37)	(27)	(31)	(31)
研发费用	144	230	288	415	587
投资收益	71	49	70	70	70
营业利润	393	696	1,639	1,903	2,646
利润总额	391	467	1,468	1,903	2,646
所得税	43	94	220	285	397
净利润	348	372	1,248	1,617	2,249
少数股东损益	9	14	0	0	0
归属母公司净利润	339	359	1,248	1,617	2,249
EPS(按最新股本计)	0.38	0.40	1.39	1.81	2.51

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	793	666	594	1,129	1,611
净利润	339	359	1,248	1,617	2,249
折旧摊销	276	286	34	42	49
净营运资金增加	(903)	116	1,041	1,058	1,435
其他	1,080	(95)	(1,729)	(1,589)	(2,122)
投资活动产生现金流	(176)	(866)	(68)	30	30
净资本支出	(227)	(1,256)	(39)	(40)	(40)
长期投资变化	577	589	0	0	0
其他资产变化	(526)	(199)	(30)	70	70
融资活动现金流	(325)	705	(523)	(281)	(373)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	(52)	470	(505)	0	0
无息负债变化	(101)	884	(97)	584	759
净现金流	292	501	2	878	1,267

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	24.0%	29.7%	34.8%	33.7%	33.7%
EBITDA 率	23.5%	27.9%	22.7%	22.2%	22.1%
EBIT 率	13.9%	20.3%	22.1%	21.7%	21.7%
税前净利润率	11.9%	10.8%	25.5%	22.9%	22.5%
归母净利润率	10.3%	8.3%	21.7%	19.5%	19.1%
ROA	5.0%	4.2%	13.3%	14.4%	16.2%
ROE (摊薄)	6.1%	6.0%	17.4%	19.0%	21.8%
经营性 ROIC	11.0%	15.1%	19.4%	23.1%	26.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	19%	31%	23%	24%	25%
流动比率	2.96	1.79	2.84	2.94	3.06
速动比率	2.55	1.56	2.45	2.49	2.58
归母权益/有息债务	159.09	11.85	NA	NA	NA
有形资产/有息债务	190.42	16.50	NA	NA	NA

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	7,002	8,779	9,380	11,270	13,874
货币资金	1,519	2,014	2,016	2,894	4,161
交易性金融资产	350	0	100	101	101
应收帐款	637	939	1,431	2,067	2,923
应收票据	0	8	0	0	0
其他应收款 (合计)	10	16	20	28	39
存货	457	508	650	1,001	1,458
其他流动资产	359	453	453	453	453
流动资产合计	3,346	3,960	4,689	6,571	9,174
其他权益工具	328	398	398	398	398
长期股权投资	577	589	589	589	589
固定资产	2,133	2,395	2,543	2,648	2,720
在建工程	194	596	458	354	276
无形资产	103	242	237	232	228
商誉	91	0	0	0	0
其他非流动资产	46	356	356	356	356
非流动资产合计	3,655	4,819	4,691	4,699	4,700
总负债	1,363	2,717	2,115	2,699	3,458
短期借款	35	505	0	0	0
应付账款	727	948	938	1,377	1,948
应付票据	102	83	0	0	0
预收账款	28	0	35	50	70
其他流动负债	0	340	340	340	340
流动负债合计	1,131	2,214	1,651	2,235	2,994
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	207	462	462	462	462
非流动负债合计	231	502	464	464	464
股东权益	5,639	6,062	7,266	8,571	10,416
股本	895	895	895	895	895
公积金	2,866	2,901	2,901	2,901	2,901
未分配利润	1,659	1,983	3,186	4,491	6,336
归属母公司权益	5,574	5,986	7,189	8,494	10,339
少数股东权益	65	77	77	77	77

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2%	1%	2%	2%	2%
管理费用率	7%	8%	6%	6%	6%
财务费用率	-1%	-1%	0%	0%	0%
研发费用率	4%	5%	5%	5%	5%
所得税率	11%	20%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.05	0.35	0.45	0.63
每股经营现金流	0.89	0.74	0.66	1.26	1.80
每股净资产	6.23	6.69	8.03	9.49	11.55
每股销售收入	3.68	4.84	6.43	9.28	13.12

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	78	73	21	16	12
PB	4.7	4.4	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	34	22	19	13	9
股息率	0%	0%	1%	2%	2%

原点资产

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
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------