

# 风华高科 (000636)

证券研究报告

2021年06月18日

## 产能扩张、业绩释放，步入成长周期

**事件：**风华高科 (000636) 发布公告，拟通过公开挂牌方式引入战略投资者，对全资子公司奈电科技进行增资扩股。增资完成后公司持股 30%，新引入战略投资者持股 70%，奈电科技将不再纳入公司合并报表范围。

**点评：**子公司奈电拟引入战略投资者，落地后将出表，公司聚焦主业发展。公司重研发+推激励+稳扩产塑造发展底气，450 亿只电容扩产等项目逐步推进，未来发展可期。21Q1 扣非归母净利润倍增，毛利率提升，步入业绩释放期。我们看好全球格局变化下 MLCC+片阻等国产化大机遇、21 年行业顺周期业绩弹性以及国企治理持续改善背景下的投资机会。随扩产有序推进，业绩将逐步释放。

### 1. 聚焦主业发展，子公司奈电拟引入战略投资者，落地后不再并表。

公司 4 月 28 日发布公告，拟通过公开挂牌方式引入战略投资者，对全资子公司奈电科技进行增资扩股。引入战略投资者将加快奈电科技产品结构优化调整以及技改扩产投入，提高经营效益和管控效率，促进其发展转型升级。奈电科技原为公司并表子公司，2020 年亏损 1.1 亿元，拖累主营业务。增资完成后，公司持有奈电科技的股权比例将下降至 30%，新引入战略投资者持股 70%，奈电科技将不再纳入公司合并报表范围，公司将更加聚焦主业发展。

### 2. 公司 21Q1 扣非归母净利润倍增，毛利率提升，步入业绩释放期。

2020 年，奈电科技商誉减值计提完毕、投资者诉讼充分计提，2021 轻装上阵，拐点确立，步入业绩释放期。21Q1 业绩高速增长，扣非归母净利润倍增：(1) 21Q1 公司实现营业收入 11.74 亿元，yoy+68.08%；扣非归母净利润 1.79 亿元，yoy+116.13%。(2) 21Q1 单季度毛利率 30.37%，yoy+5.39pct，qoq+1.37pct。

### 3. 行业复苏叠加国产替代，重研发+推激励+稳扩产塑造发展底气，开启高速增长周期

目前全球电子产业步入复苏周期，叠加 5G、电动车等发展新动能；核心元器件加速国产替代成为产业大背景。被动元件产能趋紧，部分片阻及 MLCC 原厂已有涨价计划。台厂国巨拟自 6.1 起对一线大型组装大厂为全面性调价，芯片电阻和钽电容平均调涨约 10%，MLCC 涨幅约 1%至 3%；在此之前，国巨在今年 Q1 已经对代理调高报价；Q2 又对小型合约客户调涨报价，芯片电阻、MLCC 涨幅 10%~20%，被动元件行业高景气持续。

公司重研发+推激励+稳扩产塑造发展底气，长期发展潜力将逐步显现，开启高速增长周期。(1) 加快技术追赶，注重研发投入：持续研发高投入为公司战略转型高端化市场领域提供有力保障。(2) 技术&高管齐激励：薪酬激励政策推行增强活力。(3) 立足长远目标，稳步推进扩产：因扩产项目厂房建设及购入机器设备增加，21Q1 末在建工程 12.2 亿元，环比 20Q4 末增长 104.5%。月产 56 亿只片容技改扩产项目已于 2020 年顺利达产；总投资 75 亿元的新增月产 450 亿只高端电容基地项目已完成投资 30 亿元；2020 年底立项投资 10 亿元的新增月产 280 亿只电阻技改扩产项目，目前正在加速推进。

**4. 投资建议：**我们看好公司作为国产 MLCC 龙头，在景气复苏周期+国产化加速背景下，公司治理改善产能扩张带来的高成长机遇。考虑奈电科技亏损，我们调整公司 21-23 年净利润预测为 13.3/18.2/24.5 亿元（原值 15.6/23.4/30.3 亿元）。维持目标价 51 元，维持买入评级。

**风险提示：**MLCC 扩产不及预期；下游发展不及预期；技术进步不及预期；相关诉讼可能败诉引发高额赔偿；增资方案能否成功尚存在不确定性等

### 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	26.54 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)	23,759.49
流通 A 股市值(百万元)	23,759.49
每股净资产(元)	6.87
资产负债率(%)	31.75
一年内最高/最低(元)	39.69/24.45

### 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-年报点评报告:2021 轻装上阵，稳步扩产助力高速增长》2021-03-23
- 《风华高科-公司点评: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》2021-01-11
- 《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

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,293.17	4,331.98	6,874.36	9,570.51	11,963.14
增长率(%)	(28.10)	31.54	58.69	39.22	25.00
EBITDA(百万元)	885.18	1,320.28	1,761.90	2,542.47	3,143.16
净利润(百万元)	338.85	358.71	1,329.55	1,821.74	2,450.37
增长率(%)	(66.69)	5.86	270.65	37.02	34.51
EPS(元/股)	0.38	0.40	1.49	2.03	2.74
市盈率(P/E)	70.12	66.24	17.87	13.04	9.70
市净率(P/B)	4.26	3.97	2.32	2.00	1.70
市销率(P/S)	7.21	5.48	3.46	2.48	1.99
EV/EBITDA	12.43	21.01	13.69	8.86	6.70

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,519.22	2,013.76	1,374.87	1,914.10	2,392.63
应收票据及应收账款	636.53	947.33	2,715.27	2,383.81	3,990.04
预付账款	11.92	15.49	34.31	33.95	46.63
存货	456.68	507.81	1,231.02	1,147.71	1,737.11
其他	718.66	469.29	602.25	630.20	591.09
<b>流动资产合计</b>	<b>3,343.02</b>	<b>3,953.69</b>	<b>5,957.72</b>	<b>6,109.78</b>	<b>8,757.50</b>
长期股权投资	576.72	588.89	588.89	588.89	588.89
固定资产	2,133.18	2,395.43	7,211.68	8,664.67	8,250.69
在建工程	193.90	596.49	914.47	0.00	0.00
无形资产	103.76	243.71	230.05	216.39	202.74
其他	647.88	994.38	355.79	357.49	484.68
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,655.44</b>	<b>4,818.89</b>	<b>9,300.89</b>	<b>9,827.45</b>	<b>9,527.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,001.51</b>	<b>8,778.93</b>	<b>15,259.96</b>	<b>15,939.03</b>	<b>18,287.66</b>
短期借款	35.04	505.26	1,569.56	1,087.01	60.33
应付票据及应付账款	829.32	1,030.78	2,080.90	2,169.18	2,986.19
其他	266.84	678.31	495.55	449.80	695.48
<b>流动负债合计</b>	<b>1,131.19</b>	<b>2,214.35</b>	<b>4,146.02</b>	<b>3,705.99</b>	<b>3,741.99</b>
长期借款	0.00	0.00	567.64	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	231.48	502.21	201.56	208.30	304.02
<b>非流动负债合计</b>	<b>231.48</b>	<b>502.21</b>	<b>769.20</b>	<b>208.30</b>	<b>304.02</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,362.68</b>	<b>2,716.56</b>	<b>4,915.22</b>	<b>3,914.29</b>	<b>4,046.01</b>
少数股东权益	64.74	76.72	108.63	160.11	234.09
股本	895.23	895.23	895.23	895.23	895.23
资本公积	2,407.41	2,407.41	5,728.11	5,728.11	5,728.11
留存收益	4,525.44	4,884.15	9,340.88	10,969.40	13,112.33
其他	(2,253.99)	(2,201.14)	(5,728.11)	(5,728.11)	(5,728.11)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,638.83</b>	<b>6,062.37</b>	<b>10,344.75</b>	<b>12,024.74</b>	<b>14,241.65</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,001.51</b>	<b>8,778.93</b>	<b>15,259.96</b>	<b>15,939.03</b>	<b>18,287.66</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	348.23	372.49	1,329.55	1,821.74	2,450.37
折旧摊销	317.48	327.83	379.42	475.14	477.64
财务费用	4.06	17.05	12.57	29.21	(41.03)
投资损失	(70.74)	(48.98)	(120.00)	(120.00)	(150.00)
营运资金变动	(338.13)	66.39	(1,283.01)	486.81	(1,224.22)
其它	531.74	(69.19)	(119.22)	(76.70)	(12.39)
<b>经营活动现金流</b>	<b>792.63</b>	<b>665.59</b>	<b>199.31</b>	<b>2,616.19</b>	<b>1,500.37</b>
资本支出	179.65	741.53	5,800.65	993.25	(45.72)
长期投资	76.60	12.17	0.00	0.00	0.00
其他	(431.84)	(1,619.80)	(11,179.98)	(1,797.34)	317.09
<b>投资活动现金流</b>	<b>(175.59)</b>	<b>(866.10)</b>	<b>(5,379.33)</b>	<b>(804.09)</b>	<b>271.37</b>
债权融资	35.04	505.26	2,138.05	1,087.61	60.81
股权融资	70.47	89.77	3,101.90	(29.17)	41.07
其他	(430.21)	109.52	(698.83)	(2,331.31)	(1,395.09)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(324.70)</b>	<b>704.55</b>	<b>4,541.13</b>	<b>(1,272.87)</b>	<b>(1,293.22)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>292.34</b>	<b>504.04</b>	<b>(638.89)</b>	<b>539.23</b>	<b>478.53</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3,293.17</b>	<b>4,331.98</b>	<b>6,874.36</b>	<b>9,570.51</b>	<b>11,963.14</b>
营业成本	2,503.36	3,047.54	4,605.82	6,316.54	7,895.67
营业税金及附加	34.80	34.89	34.37	47.85	59.82
营业费用	76.30	61.04	137.49	191.41	239.26
管理费用	228.11	328.90	446.83	622.08	777.60
研发费用	143.63	230.27	206.23	287.12	358.89
财务费用	(29.16)	(36.88)	12.57	29.21	(41.03)
资产减值损失	(87.65)	(125.58)	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.07	(151.14)	(128.18)	(86.37)
投资净收益	70.74	48.98	120.00	120.00	150.00
其他	(39.79)	46.84	62.27	16.36	(127.27)
<b>营业利润</b>	<b>392.84</b>	<b>695.90</b>	<b>1,369.91</b>	<b>2,038.12</b>	<b>2,706.55</b>
营业外收入	3.69	4.51	200.00	120.00	200.00
营业外支出	5.63	233.56	5.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>390.90</b>	<b>466.85</b>	<b>1,564.91</b>	<b>2,153.12</b>	<b>2,901.55</b>
所得税	42.67	94.36	203.44	279.91	377.20
<b>净利润</b>	<b>348.23</b>	<b>372.49</b>	<b>1,361.47</b>	<b>1,873.22</b>	<b>2,524.35</b>
少数股东损益	9.38	13.78	31.91	51.48	73.98
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>338.85</b>	<b>358.71</b>	<b>1,329.55</b>	<b>1,821.74</b>	<b>2,450.37</b>
每股收益(元)	0.38	0.40	1.49	2.03	2.74

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-28.10%	31.54%	58.69%	39.22%	25.00%
营业利润	-68.00%	77.14%	96.85%	48.78%	32.80%
归属于母公司净利润	-66.69%	5.86%	270.65%	37.02%	34.51%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.98%	29.65%	33.00%	34.00%	34.00%
净利率	10.29%	8.28%	19.34%	19.03%	20.48%
ROE	6.08%	5.99%	12.99%	15.35%	17.49%
ROIC	8.25%	16.21%	33.85%	16.98%	21.81%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	19.46%	30.94%	32.21%	24.56%	22.12%
净负债率	-26.32%	-24.88%	7.38%	-6.87%	-16.37%
流动比率	2.96	1.79	1.44	1.65	2.34
速动比率	2.55	1.56	1.14	1.34	1.88
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.50	5.47	3.75	3.75	3.75
存货周转率	6.87	8.98	7.91	8.05	8.29
总资产周转率	0.47	0.55	0.57	0.61	0.70

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.38	0.40	1.49	2.03	2.74
每股经营现金流	0.89	0.74	0.22	2.92	1.68
每股净资产	6.23	6.69	11.43	13.25	15.65
<b>估值比率</b>					
市盈率	70.12	66.24	17.87	13.04	9.70
市净率	4.26	3.97	2.32	2.00	1.70
EV/EBITDA	12.43	21.01	13.69	8.86	6.70
EV/EBIT	18.06	26.82	17.45	10.90	7.90

### 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