

# 鸿远电子 (603267)

证券研究报告  
2021年06月29日

## 指数级需求提升叠加品类扩展, “十四五”有望再上新台阶

### ● 军用 MLCC 寡头供应商, “自产+代理”业务双轮驱动齐增长

公司是我国军用多层瓷介电容器 (MLCC) 核心供应商, 主营产品以多层瓷介电容器 (MLCC)、直流滤波器等电子元器件的研发、生产为核心, 下游广泛应用于航空航天、电子信息等军用领域及新能源、消费电子等民用领域, 下游客户包括航天科技、航天科工、中航工业、中电科、兵器工业和中国船舶等多家国内军工集团。

2020年, 公司“自产+代理”业务均显著放量, 业绩大幅提升。2020年公司实现营收17.00亿元, 同比+61.22%; 实现归母净利润4.86亿元, 同比+74.43%, 2016-20年公司营业收入/归母净利润复合增长率达到27.07%/42.46%。2020年7月以来, 军品下游客户需求显著提升; 代理业务扩品类扩张以及下游需求旺盛, 公司营收和归母净利润实现大幅增长, 创2014年以来最大增幅。其中, 自产业务实现营收8.86亿元 (同比+50.58%), 代理业务实现营收8.08亿元 (同比+74.87%)。2021Q1, 公司归母净利润为2.18亿元, 同比增长198.83%, 环比20Q4提升31.3%, 表明高景气度延续, 全年有望持续高速增长。

### ● “十四五”: 新一代武器装备带来用量提升, 军工电子迎来最好成长阶段

《十四五规划和2035年远景目标纲要》中指出, 我军在“十四五”期间要全面加强练兵备战、确定2027年建军目标新节点、加快武器升级换代, 同时加快智能化武器发展、加速战略性颠覆性武器装备发展、加快机械化\信息化\智能化融合发展。新一代武器装备或将在“十四五”及2035年远期具备高景气, 其中军工电子元器件将在“十四五”各类新型装备中作为信息化的主要实施载体, 具备单位装备价值量占比和装备排产双升逻辑, 产业趋势参考其它信息化成熟领域, 如智能手机、汽车的电子元器件应用趋势。

“十四五”军工全产业链景气度传导趋势已确认, 下游备货大额预付带动上游军工电子元器件率先进入景气扩张拐点。2021Q1, 军工电子利润表(收入/归母净利)、资产负债表(预收款+合同负债总额)同比增幅较大(>30%)。军工电子本轮高景气我们预计将伴随五年计划的逐年实施稳步兑现, 目前仅为起始阶段, 下游备货采购预计伴随产能建设进度, 预计不局限于短周期, 为长期成长类型。

### ● 军用市场规模持续扩大, 民品有望快速发展

军用 MLCC 市场呈现三足鼎立格局, 鸿远电子、火炬电子、成都宏明为主要供应商。2020年下半年下游需求大幅增长, 全年鸿远、火炬自产军品营收提升显著, 推测军用 MLCC 市场规模已明显增长, 我们认为“十四五”期间军用 MLCC 市场规模有望持续提升。另外, 公司持续拓展新品类单层 SLCC、射频 MLCC 等, 国产替代空间显著。

目前, 公司代理多个国际知名厂商的多条产品线, 经营产品种类几十种, 合作客户数量千余家, 新签约 Amphenol (安费诺)、普思等品牌代理, 横向拓宽产品种类及行业领域。我们认为, 公司代理业务产品品类丰富, 并具有良好的客户基础, 有望随下游需求的提升实现持续高速增长。

**盈利预测与评级:** 综上所述我们认为, 公司作为我国军用 MLCC 核心供应商, 军品业务有望充分受益于“十四五”跨越式武器装备需求驱动, 未来3-5年有望持续放量; 民品端, 自产民品将在部分细分市场逐步突破, 代理业务有望延续较快增长。在此假设下, 2021-23年预计公司实现营业收入25.90/35.11/45.89亿元, 对应归母净利润为8.47/12.14/16.35亿元, 对应EPS为3.64/5.23/7.04元, 对应PE为34.07/23.76/17.64x, 给予目标价160.16元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 自产军用产品降价的风险, 代理业务下游市场需求变动的风险, 应收账款余额较大的风险, 产品质量控制风险

### 投资评级

行业	国防军工/航天装备
6个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	124.14元
目标价格	160.16元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	232.40
流通A股股本(百万股)	157.51
A股总市值(百万元)	28,850.63
流通A股市值(百万元)	19,553.58
每股净资产(元)	12.12
资产负债率(%)	16.17
一年内最高/最低(元)	157.50/40.60

### 作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
张健	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010002	
zjian@tfzq.com	
刘明洋	联系人
liumingyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,054.46	1,700.04	2,590.28	3,510.56	4,589.18
增长率(%)	14.19	61.22	52.37	35.53	30.72
EBITDA(百万元)	385.06	661.17	1,000.80	1,439.04	1,936.02
净利润(百万元)	278.67	486.07	846.88	1,214.28	1,635.40
增长率(%)	27.62	74.43	74.23	43.38	34.68
EPS(元/股)	1.20	2.09	3.64	5.23	7.04
市盈率(P/E)	103.53	59.36	34.07	23.76	17.64
市净率(P/B)	13.87	11.15	8.74	6.78	5.16
市销率(P/S)	27.36	16.97	11.14	8.22	6.29
EV/EBITDA	21.30	43.79	28.03	19.43	14.40

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 内容目录

1. 军用 MLCC 核心供应商，“自产+代理”业务双轮驱动齐增长	4
1.1. 深耕领域多年，军用多层瓷介电容器（MLCC）核心供应商	4
1.2. 经营业绩稳步发展，“自产+代理”业务双轮驱动持续放量	5
1.3. 电子元器件产业深耕多年，核心供应商产品谱系全面	6
2. 军/民 MLCC 需求持续提升，双侧需求带动企业打开市场空间	8
2.1. 跨越式武器装备驱动军工电子产品需求，或进入跨年扩张阶段	8
2.2. 民用 MLCC 需求持续提升，公司产品品类丰富有望长期快速发展	11
3. 募投项目年底全面建成，产能有望实现快速提升	11
4. 首次股权激励计划+回购计划，彰显公司长期快速发展信心	12
5. 盈利预测与投资建议	12
6. 风险提示	13
6.1. 自产军用产品降价的风险	13
6.2. 代理业务下游市场需求变动的风险	13
6.3. 应收账款余额较大的风险	13
6.4. 产品质量控制风险	13

## 图表目录

图 1：公司自产业务主营产品——“片式多层瓷介电容器（MLCC）”	4
图 2：公司自产业务主营产品——“直流滤波器”	4
图 3：公司股权结构图（截至 2020 年年报）	4
图 4：2016A-2020A 公司营业收入及增速	5
图 5：2016A-2020A 公司归母净利润及增速	5
图 6：2020 年公司主营业务营收及占比（单位：亿元）	5
图 7：2020 年公司主营业务毛利润及占比（单位：亿元）	5
图 8：2019Q1-2021Q1 公司单季度营业收入（单位：亿元）	6
图 9：2019Q1-2021Q1 公司单季度归母净利润（单位：亿元）	6
图 10：2016-2020 年公司期间费用率情况	6
图 11：2016-2020 年公司毛利率、净利率情况	6
图 12：公司主营业务所处产业链情况	7
图 13：军工电子或迎持续性景气上行，被动元器件、集成电路两大优质赛道值得关注	10
图 14：2020 年我国军用 MLCC 市场规模为 32.48 亿元	10
图 15：2019 年我国单层 SLCC 市场规模为 26.9 亿元	10
图 16：2018A-2023E 全球 MLCC 销量（单位：亿只）	11
图 17：2018A-2023E 全球 MLCC 市场规模（单位：亿美元）	11
表 1：公司主要控股参股公司情况（单位：万元）	5
表 2：公司自产业务产品型号、等级及其主要应用领域	7

表 3: 公司部分代理产品的类别及主要应用领域 .....	8
表 4: 2021Q1 军工各子板块基本面情况 .....	9
表 5: 2021 年四大主机厂 2021 年关联交易销售/采购货物预计值及同比情况 (整体法) .....	9
表 6: 公司募集资金拟投资项目情况 (单位: 万元) .....	11
表 7: 公司主要产品投产前年产能与投产后新增年产能情况 (单位: 万只) .....	12
表 8: 2021-2023 年公司核心业务预测假设以及收入情况 .....	12
表 9: 2021-2023 年公司盈利预测 .....	13
表 10: 可比公司 2021 年备考 PE (时间截至 2021/6/26) .....	13

## 1. 军用 MLCC 核心供应商，“自产+代理”业务双轮驱动齐增长

### 1.1. 深耕领域多年，军用多层瓷介电容器（MLCC）核心供应商

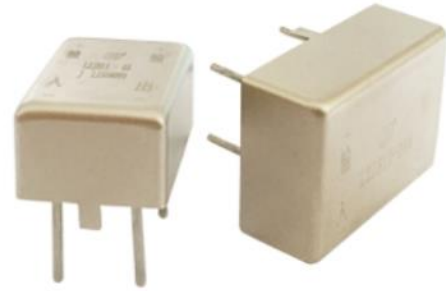
鸿远电子作为我国军用多层瓷介电容器（MLCC）核心供应商，成立于 2001 年，并于 2019 年 5 月在上交所上市。目前公司主营业务分为自产业务与代理业务两大板块，产品主要为多层瓷介电容器（MLCC）、直流滤波器等电子元器件，下游广泛应用于航天、航空、电子信息等军用领域及新能源、消费电子等民用领域。

图 1：公司自产业务主营产品——“片式多层瓷介电容器（MLCC）”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

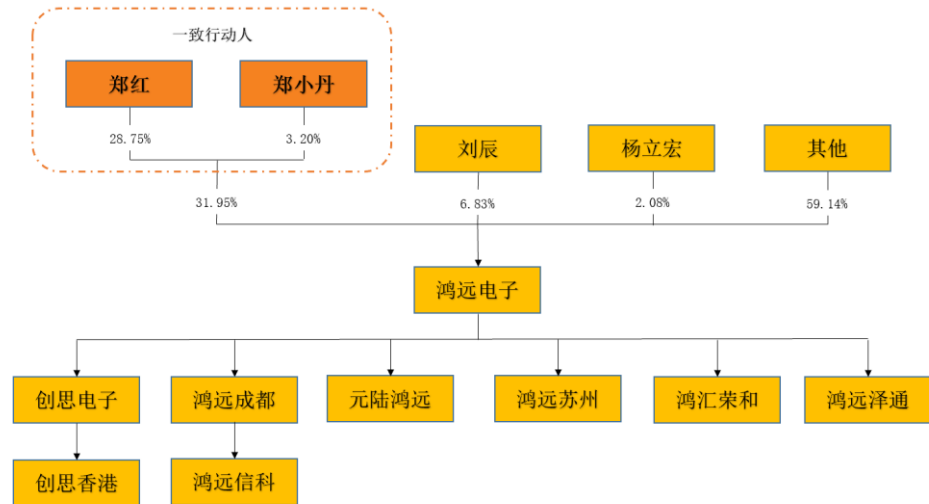
图 2：公司自产业务主营产品——“直流滤波器”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权较为集中，有利于提高公司管理决策效率。据公司公告披露，公司控股股东、实际控制人为郑红先生、郑小丹女士，二人系父女关系。截至 2021Q1，二人共持有公司 31.95% 的股份。我们认为，公司实际控制人持股比例高将有效提高公司管理决策效率；同时由于与公司利益相关度较大，参与公司事务的积极性较大，将进一步利好公司运营发展。

图 3：公司股权结构图（截至 2020 年年报）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前，公司旗下设元陆鸿远、鸿汇荣和、创思电子、鸿远泽通、鸿远苏州、鸿远成都六家全资子公司，并通过创思电子、鸿远成都间接控制创思香港、鸿远信科 100% 股份。其中，元陆鸿远、鸿远苏州、鸿远成都、鸿远信科主营电子元器件的技术研发、产品生产和销售，鸿汇荣和、创思电子、鸿远泽通仅负责电子元器件的销售，创思香港主要经营境外电子元器件的销售。据公司公告披露，截至 2020 年元六苏州仍处于建设期，创思香港尚未开展任何实质性业务活动。

表 1：公司主要控股参股公司情况（单位：万元）

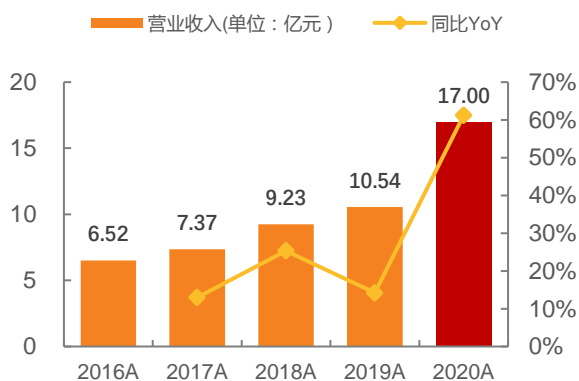
公司名称	持股比例	主营业务	2020 年净利润
元陆鸿远	100%	电子元器件的技术研发、产品生产和销售	927.75
鸿汇荣和	100%	电子元器件的销售	333.02
鸿远泽通	100%	电子元器件的销售	-69.75
鸿远苏州	100%	电子元器件和电子材料的技术研发、产品生产和销售	-1164.59
鸿远成都	100%	电子元器件、集成电路、微波组件等产品的研发、生产及销售	-14.44
鸿远信科	100%（间接）	电子元器件、集成电路等产品的研发、生产及销售	0
创思电子	100%	电子元器件的销售	255.59
创思香港	100%（间接）	电子元器件的销售	-0.11

资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 1.2. 经营业绩稳步发展，“自产+代理”业务双轮驱动持续放量

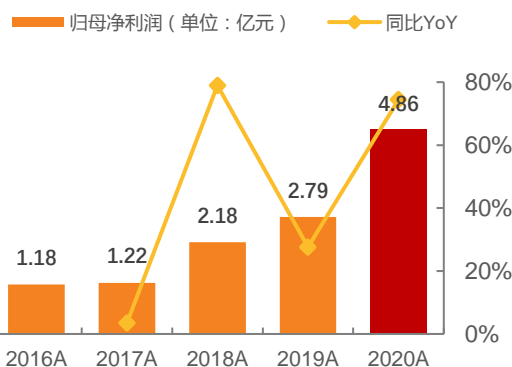
2020 年营收、业绩大幅提升，主要系公司主营自产+代理业务持续放量所致。据公司公告披露，公司 2020 年实现营业收入 17.00 亿元，同比+61.22%；实现归母净利润 4.86 亿元，同比+74.43%，2016-20 年公司营业收入/归母净利润复合增长率达到 27.07%/42.49%。2020 年 7 月以来，军品下游客户需求显著提升；代理业务扩品类扩张以及下游需求旺盛，公司营收和归母净利润实现大幅增长，创 2014 年以来最大增幅。

图 4：2016A-2020A 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

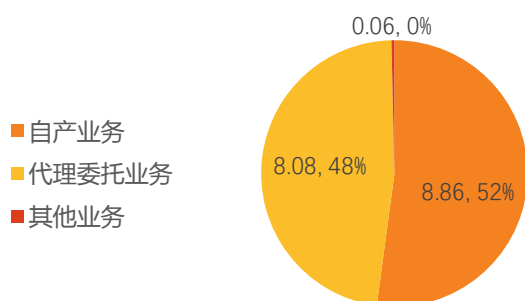
图 5：2016A-2020A 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

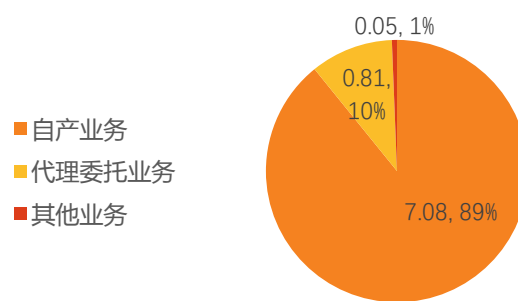
其中，2020 年自产业务实现营收 8.86 亿元（同比+50.55%），代理业务实现营收 8.08 亿元（同比+74.87%），占公司总营收比重分别为 52%/48%，占公司毛利润比重分别为 89%/10%。我们认为，公司自产业务和代理业务均将保持较快增速，“十四五”期间业绩有望持续高速增长。

图 6：2020 年公司主营业务营收及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2020 年公司主营业务毛利润及占比（单位：亿元）

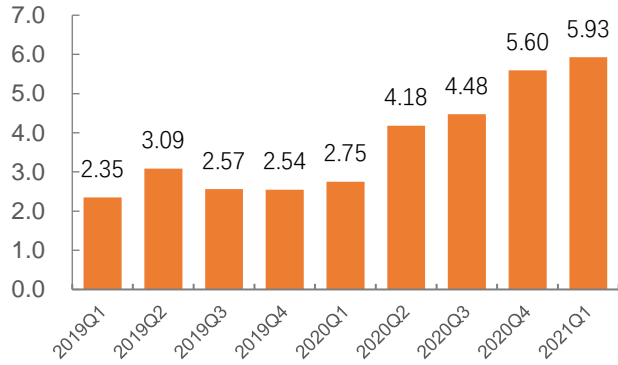


资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年下半年营收、归母净利润大幅增长，21Q1 延续高景气。以往公司上半年营收、归母净利润整体高于下半年，但 2020 年下半年公司营收、归母净利润呈现大幅增长，尤其是 2020Q4，实现营收 5.6 亿元（同比+120.03%）、归母净利润 1.66 亿元（同比

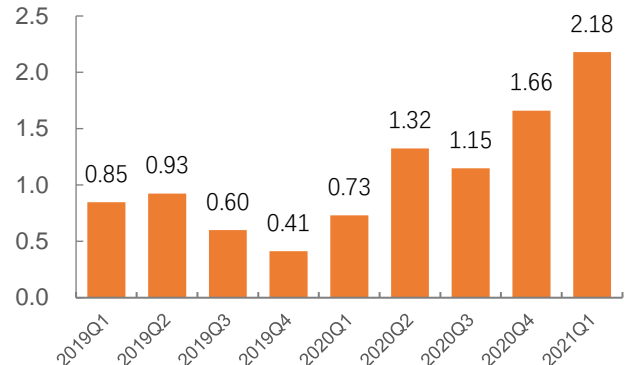
+301.35%)。我们认为主要原因是公司 7 月以来军品订单呈现快速提升趋势，代理业务由于品类拓展与下游客户行业景气度提升导致销量增长，因此 2020Q2-Q4 营收水平逐季提升。2021Q1，公司实现营业收入 5.93 亿元，同比增长 115.81%；归母净利润为 2.18 亿元，同比增长 198.83%，环比 20Q4 提升 31.3%，表明高景气度延续，全年有望持续高增长。

图 8：2019Q1-2021Q1 公司单季度营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2019Q1-2021Q1 公司单季度归母净利润（单位：亿元）

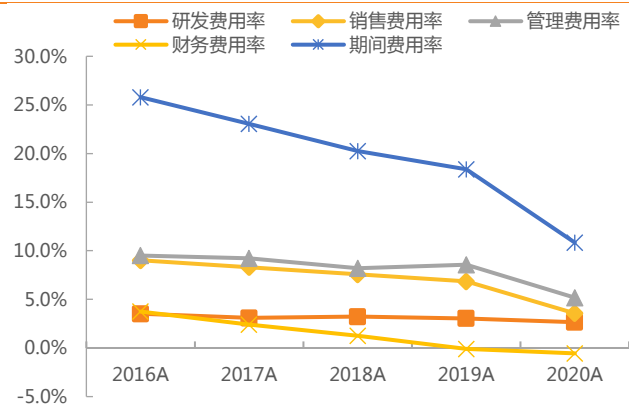


资料来源：Wind，天风证券研究所

**2020 年公司期间费用率下降显著，研发费用提升 40.82%。**2020 年公司期间费用率为 10.84%，较上年同期大幅下降 7.52pct，其中销售费用、管理费用在绝对数上出现下滑，主要原因为收入准则更新，原本销售费用中的销售人员提成和运输费转计入营业成本；由于股份支付摊销于 2020 年 10 月结束，2020 全年相较 19 年减少 2 个月费用，另外 2020 年 2 月起国家减免企业三项保险费用。研发费用方面，2020 年为 4513 万元，同比增长 40.82%，我们认为公司仍将持续提升研发费用，以保证公司在多个新领域获得竞争力。

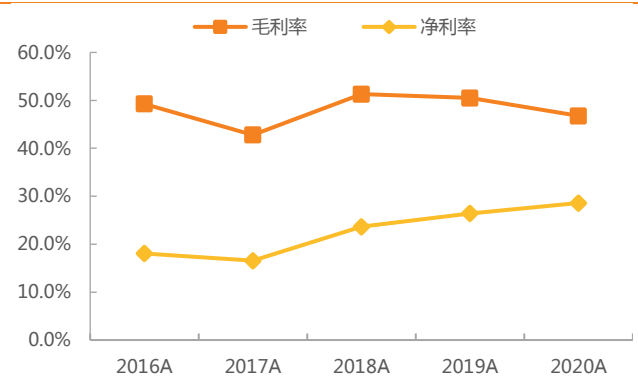
**2020 年毛利率小幅下滑，净利率提升显著。**2020 年，公司实现毛利率 46.75%，同比下降 3.73pct，主要原因为低毛利率的代理业务报告期内增速较快，产品结构变化导致毛利率下降；实现净利率 28.59%，同比增长 2.16pct，主要原因为公司费用控制较好。长期来看，我们认为公司毛利率和净利率将趋于稳定。

图 10：2016-2020 年公司期间费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2016-2020 年公司毛利率、净利率情况

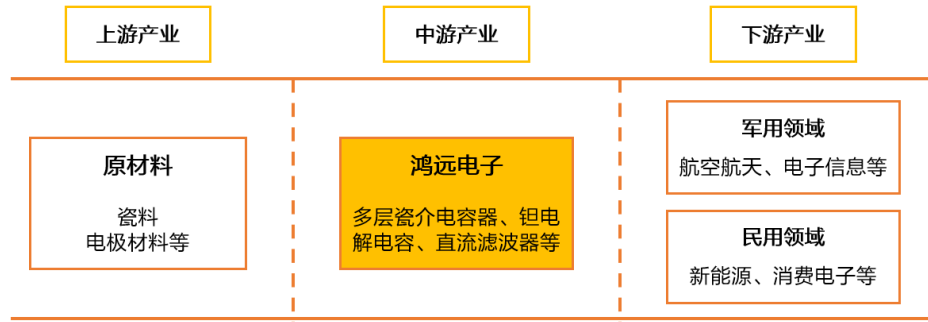


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 电子元器件产业深耕多年，核心供应商产品谱系全面

公司主营业务为以多层瓷介电容器（MLCC）为主的电子元器件的技术研发、产品生产和销售。从产业链层级看，公司主营 MLCC 产品上游主要为瓷料、电极材料等原材料供应商。其中，瓷料全球供货商较为集中，美国及日本的材料公司处于全球市场领先地位。我国普通型瓷料已基本实现国产化，综合性能已经基本能够满足一般性产品的要求。MLCC 产品下游客户几乎涵盖了所有需要电子设备的领域，包括航空航天、电子信息等武器装备领域及新能源、消费电子等工业和消费领域。

图 12：公司主营业务所处产业链情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前，公司主营业务分为自产业务和代理业务两大类：

- **自产业务**：主要产品包括多层瓷介电容器（MLCC）和直流滤波器，其中多层瓷介电容器包括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，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。目前，公司已实现射频 MLCC、金端 MLCC 和单层 SLCC 的批量生产与销售，未来国产替代需求强烈。

表 2：公司自产业务产品型号、等级及其主要应用领域

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		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
			国标	工业电子、通讯、医疗等领域
	CCL1		七专、普军、军筛	用于计算机和发射大量噪声的外围设备，以及其他产生大量噪声和辐射的电路和高阻抗电路
	CTL1			
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	
	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	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端滤波、电源滤波、DC-DC 转换器，以及使用环境应力条

电容器	CT41P		件较复杂的电路，如采用铝基板和陶瓷基板的电路
	CT4901		
	CT4904		
直流滤波器	LZJB		专项工程、七专、普军、军筛 用于收发系统、发射车、火箭弹、雷达等各类武器装备的电源系统

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

- **代理业务：**以代理陶瓷电容、电解电容、薄膜电容等面向工业类及消费类民用市场的电子元器件产品为主，下游覆盖新能源、5G 通讯、消费电子、汽车电子、轨道交通、工业/人工智能、物联网等多个领域。近年来，公司不断拓展代理业务品类，已新增 Amphenol（安费诺）、普思等品牌的主动元器件代理。

表 3：公司部分代理产品的类别及主要应用领域

产品类别	产品图片	电路典型应用	主要应用领域
陶瓷电容		旁路、耦合、滤波、振荡等	消费、通讯、电表、汽车等行业
钽电解电容		耦合、滤波、时序等	通讯、汽车、消费、工业等行业
EMC 滤波器		抑制和消除干扰	新能源、汽车、工业自动化等行业
铝电解电容		耦合、滤波、时序等	工业、新能源、消费、汽车等行业
薄膜电容		旁路、耦合、滤波、振荡等	工业、新能源、汽车电子、通讯等行业

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 军/民 MLCC 需求持续提升，双侧需求带动企业打开市场空间

### 2.1. 跨越式武器装备驱动军工电子产品需求，或进入跨年扩张阶段

“十四五”发展基础：上游军工电子元器件是我军装备跨越式发展的基础支撑，新型武器装备进入批产突破期，关键核心技术突破及下游需求显著增长将推动新型电子元器件产品放量。《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中指出，我军在“十四五”期间要全面加强练兵备战、确定 2027 年建军目标新节点、加快武器升级换代，同时加快智能化武器发展、加速战略性颠覆性武器装备发展、加快机械化\信息化\智能化融合发展。新一代武器装备或将在“十四五”及 2035 年远期具备高景气，其中军工电子元器件望在“十四五”各类新型装备中作为信息化的主要实施载体，具备单位装备价值量占比和装



备排产双升逻辑，产业趋势参考其它信息化成熟领域，如智能手机、汽车的电子元器件应用趋势。

下游备货大额预付带动上游军工电子元器件率先进入景气扩张拐点，“十四五”军工全产业链景气度传导趋势已确认。2021 一季报显示，利润表(收入/归母净利)、资产负债表(预收款+合同负债总额)同比增幅较大(>30%)的板块均为中上游，如军工电子、新材料、航空中游配套、导弹等细分板块。中上游厂商产品交付节奏靠前，业绩释放早于下游整机厂商，“十四五”期间业绩突破有望自上而下传导。

表 4：2021Q1 军工各子板块基本面情况

细分板块	21Q1 营收 (亿元)	21Q1 营收 增速%	21Q1 归母净利润(亿元)	21Q1 归母净利润 增速%	21Q1 净利率	20Q1 净利率	21Q1 存货 (亿元)	21Q1 存货 同比%	21Q1 合同 负债+预收 款(亿元)	21Q1 合同 负债+预收 款同比%
地面兵装	51.88	41.03%	2.69	272.84%	5.18%	1.96%	80.61	12.01%	138.91	46.59%
航空中游配套	81.55	52.76%	5.12	221.50%	6.28%	2.98%	162.32	17.11%	14.73	87.08%
航天	88.87	24.91%	4.36	199.30%	4.91%	2.05%	201.18	10.63%	49.21	38.29%
导弹	59.38	62.49%	7.48	158.18%	12.60%	7.93%	121.37	22.48%	21.66	46.85%
<b>军工电子</b>	<b>122.72</b>	<b>66.12%</b>	<b>24.90</b>	<b>136.87%</b>	<b>20.29%</b>	<b>14.23%</b>	<b>139.32</b>	<b>34.75%</b>	<b>11.18</b>	<b>64.64%</b>
新材料	64.63	32.68%	10.83	85.53%	16.75%	11.98%	97.90	11.25%	10.46	19.61%
航空中间工序环节	29.81	49.99%	3.69	66.10%	12.38%	11.18%	54.45	42.59%	3.33	24.56%
主机厂	199.70	12.34%	7.13	-7.23%	3.57%	4.32%	725.06	10.72%	187.14	56.79%
信息化	65.10	73.63%	3.07	扭亏为盈	4.71%	-3.38%	173.24	40.25%	44.68	31.38%
船舶	263.43	31.20%	5.24	扭亏为盈	1.99%	-0.32%	824.48	54.63%	926.79	38.01%

资料来源：Wind，天风证券研究所

**军工电子 21Q1：营收 122.72 亿元 (+66.12%)，归母净利润 24.90 亿元 (+136.87%)，净利率 20.29% (+6.06pct)，合同负债+预收款同比增长 64.64%。**军工电子作为产业链上游，业绩释放节奏靠前，随着 2020 年下半年下游需求大幅提升，20 年业绩已经实现显著增长，21Q1 环比 20Q4 业绩仍然提升 26.44%，表明行业景气度持续提升，存货及合同负债提升表明上游企业订单充足正积极备产。我们认为，军工电子板块共振放量业绩一致性较强，未来将叠加下游武器装备放量和信息化程度提升带来的用量增加双重逻辑，“十四五”前期增速将高于其他板块。

下游需求放量明显，大额预付款或下达并逐级向上游传导。据各主机厂 2021 年度日常关联交易预计公告数据显示，主机厂 2021 年关联交易销售货物预计值 565.64 亿元，指标较 2020 年同比增长 25.78%；2021 年关联交易采购货物预计值 528.68 亿元，指标较 2020 年同比增长 25.71%。我们认为，军工计划经济特点下（五年计划，逐年年度稳步落实），下游企业“十四五”期间逐年扩产将带来逐年提升的原材料备货需求，下游排产提升与军工电子价值量占比提升将推动军工电子元器件率先进入高景气，另外从沈飞向集团财务公司归结存款推测甲方的大额预付款或下达，产业链自下而上的全面经营改善有望逐级传导。军工电子本轮高景气我们预计将伴随五年计划的逐年实施稳步兑现，目前仅为起始阶段，下游备货采购预计伴随产能建设进度，预计不具备短周期特点，为长期成长类型。

表 5：2021 年四大主机厂 2021 年关联交易销售/采购货物预计值及同比情况（整体法）

关联交易指标	2020 年关联交易预计值 (单位：亿元)	2021 年关联交易预计值 (单位：亿元)	预计值同比
销售货物	449.69	565.64	25.78%
采购货物	420.54	528.68	25.71%

资料来源：中航沈飞、中直股份、洪都航空、航发动力公司公告，天风证券研究所

我们预计，未来军工电子作为武器装备产业链上游，其需求量将持续增长，军用被动元器件（如 MLCC、钽电容、连接器、新型电子元器件）和军用集成电路（如红外芯片、射频芯片、FPGA 芯片）等赛道将有望迎来贯穿“十三五”至“十四五”的 5-10 年高景气发展机遇。

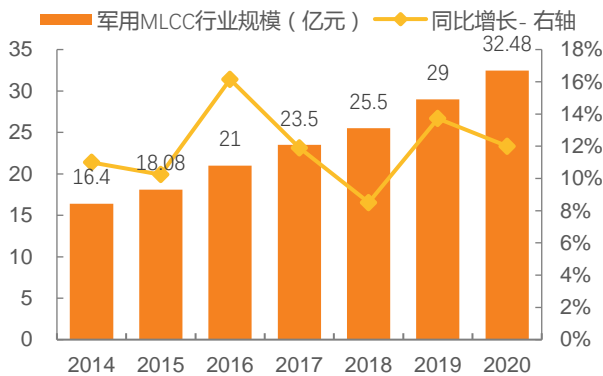
图 13：军工电子或迎持续性景气上行，被动元器件、集成电路两大优质赛道值得关注



资料来源：火炬电子、鸿远电子、宏达电子、振华科技、中航光电、航天电器、睿创微纳、紫光国微官网及年报、和而泰年报、央视网，天风证券研究所

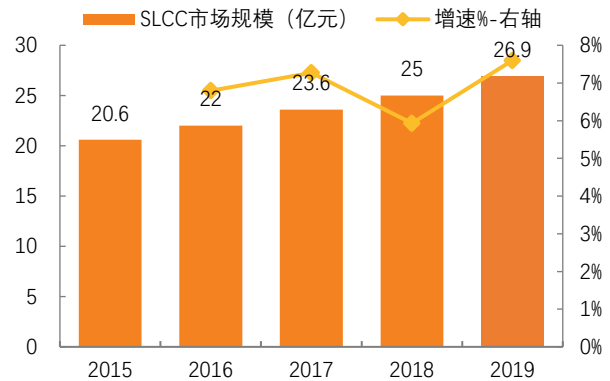
**军用 MLCC 市场呈现三足鼎立格局，赛道有望逐渐拓宽。**军用 MLCC 市场的核心供应商主要有**鸿远电子、火炬电子、成都宏明**，根据中国电子元器件行业协会数据，2020 年我国军用 MLCC 市场规模为 32.48 亿元，同比提升 12%，2014-2020 年复合增速为 12.06%。随着 2020 年中期下游需求的大幅增长，2020 年鸿远、火炬自产军品营收提升显著，军用 MLCC 市场规模已明显增长，我们认为“十四五”期间军用 MLCC 市场规模有望持续提升。

图 14：2020 年我国军用 MLCC 市场规模为 32.48 亿元



资料来源：中国电子元器件行业协会，天风证券研究所

图 15：2019 年我国单层 SLCC 市场规模为 26.9 亿元



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

**陶瓷电容小型化、高性能趋势明显，高端产品亟需国产替代。**由于新型武器装备性能指标要求更高，基础元器件呈现小型化、高性能趋势，小尺寸 MLCC、单层陶瓷电容器 (SLCC)、射频 MLCC 需求显著提升。单层 SLCC 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；射频微波 MLCC 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，在通信、医疗、轨交、半导体制造、军用领域应用广泛。目前，我国高端电容器产品仍然以进口为主，单层 SLCC 实现批产的厂商仅有火炬电子-天极科技、鸿远电子、宏达电子，射频 MLCC 实现批产的厂商仅为鸿远电子 (军品)、达利凯普 (民品)。根据产业信息网数据，2019 年我国单层 SLCC 市场规模已达 26.9 亿元，已与军用 MLCC 市场规模相当。我们认为，武器装备国产化趋势明显，高端电容器领域国产渗透率有望随着我国厂商型号批产加速得到持续提升，相关厂商未来或逐渐受益。

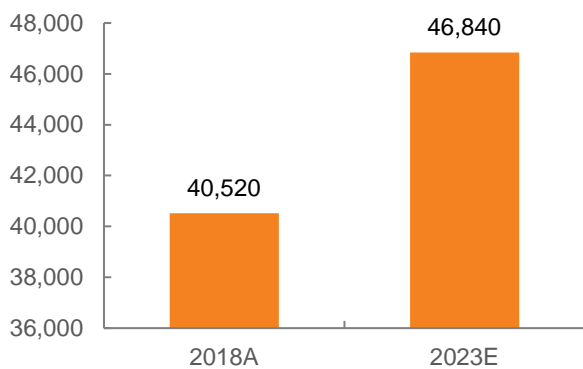
公司自产业务深耕多年，目前已经通过国军标生产线认证且能生产宇航级产品，相关宇航级产品通过了原总装备部指定检测机构的鉴定。公司参与并圆满完成了**神舟系列、嫦娥、天宫系列以及大推力火箭、新一代战机、大飞机**等重点工程型号的配套任务，为我国军用 MLCC 主要生产商。从客户结构看，公司下游客户包括**航天科工、航天科技、中航工业、中电科、兵器工业和中国船舶**等多家国内军工集团，2020 年前五大客户占比为 74.6%，近年来核心客户结构较为稳定。公司与航天、航空等国防工业领域的多个客户签

署有中长期的战略合作伙伴协议，具有较强的先发优势。我们认为，伴随跨越式武器装备发展进入颠覆性技术突破期，公司军工电子元器件作为我军装备跨越式发展的基础支撑，未来 2-3 年内下游需求提升较为确定，订单有望持续提升。

## 2.2. 民用 MLCC 需求持续提升，公司产品品类丰富有望长期快速发展

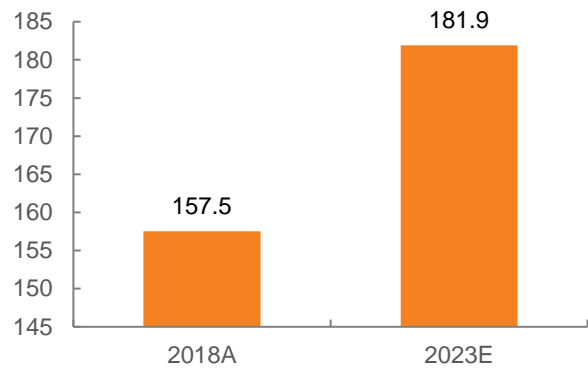
作为整个电子信息产业的基础支撑，电子元器件产品有着小型化、高集成化、大容量化的发展趋势，叠加近年来随着物联网、5G 通信、光伏发电、汽车电子及其他消费电子产业的迅猛发展，对于 MLCC 的刚性需求长期存在并不断提高，未来发展空间广阔。据中国电子元件行业协会信息中心数据披露，2018 年全球 MLCC 销量约为 40,520 亿只，同比增长约 6.6%；市场规模约为 157.5 亿美元，同比增长 47.1%。预计全球 MLCC 市场销量 2023 年将达 46,840 亿只；市场规模将达 181.9 亿美元。

图 16：2018A-2023E 全球 MLCC 销量（单位：亿只）



资料来源：中国电子元件行业协会信息中心，天风证券研究所

图 17：2018A-2023E 全球 MLCC 市场规模（单位：亿美元）



资料来源：中国电子元件行业协会信息中心，天风证券研究所

目前，公司代理多个国际知名厂商的多条产品线，经营产品种类几十种，合作客户数量千余家，新签约 Amphenol（安费诺）、普思等品牌代理，横向拓宽产品种类及行业领域。公司与原厂合作，向客户提供售前、售中、售后的技术支持，包含产品性能介绍、产品选型及方案推荐、样品提供及协同测试等专业服务。同时依托公司的技术研发和质量保证能力，对相关产品可提供检验、实验及可靠性分析等支持。2020 年，公司代理业务前五大客户为京东方、锦浪科技、中国中车、金风科技和爱士惟，累计营收占代理业务的比重为 61.73%，同比增长 16.64pct，代理业务集中度显著提升。我们认为，公司代理业务产品品类丰富，并具有良好的客户基础，有望随下游需求的提升实现持续高增长。

## 3. 募投项目年底全面建成，产能有望实现快速提升

公司 IPO 募投项目拟公开发行人民币普通股 4,134 万股、募集资金 74,500 万元用于“电子元器件生产基地项目”、“直流滤波器项目”、“营销网络及信息系统升级”及补充流动性资金，项目投资总额分别为 48,600 万元、4,900 万元、6,000 万元及 15,000 万元。

表 6：公司募集资金拟投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	预定可使用状态时间
1	电子元器件生产基地项目	48,600.00	2021 年 12 月
2	直流滤波器项目	4,900.00	2021 年 12 月
3	营销网络及信息系统升级	6,000.00	2021 年 12 月
4	补充流动资金	15,000.00	
	合计	74,500.00	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

截至 2020 年 12 月 31 日，公司电子元器件生产基地项目及直流滤波器项目基建主体工程已竣工启用，部分产线已投产，预计可实现多层瓷介电容器产能 7 亿只/年，能较好地满足日益增长的客户订单需求。公司电子元器件生产基地项目和直流滤波器项目预计 2021 年底将整体达到预定可使用状态。

我们认为，募投资项目完成后，公司产能将得到有效补充，叠加下游产品对高可靠多层瓷介电容器等电子元器件产品需求持续提升，预计公司排产有望加速提升，业绩或得到快速释放。

表 7：公司主要产品投产前年产能与投产后新增年产能情况（单位：万只）

产品	投产前年产能	投产后新增年产能
高可靠多层瓷介电容器	5,000	7,500
通用多层瓷介电容器	30,000	192,500
直流滤波器	0.95	8

资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 首次股权激励计划+回购计划，彰显公司长期快速发展信心

公司发布首个股权激励计划，解锁条件为 21-23 年复合增速超过 30%。4 月 26 日，公司发布上市以来首个股权激励计划，计划向 103 名核心管理、技术人员授予 100 万股限制性股票，授予价格为每股 61.71 元，解除限售期分三期完成，分别为授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月。其中解锁条件为以 2020 年为营收或净利润为基数，21-23 年增速不低于 30%、69%、120%或 35%、76%、128%，**分别对应营收和净利润复合增速 30% 和 31.6%**。公司在上市前已成立员工持股平台，本次股权激励再次扩大员工持股人数，进一步捆绑核心员工利益，有利于公司长期保持增长活力，在“十四五”期间延续快速增长趋势。

**实施首个回购计划，未来将继续用于股权激励计划。**6 月 10 日，公司发布首个回购计划，回购股份将用于后续股权激励，本次回购价格不高于 120 元/股，回购资金不低于 3000 万元并不超过 6000 万元。在回购计划中公司披露控股股东及一致行动人、董监高在未来 3-6 个月内无减持计划。本次回购计划表明了公司对于长期稳定发展的信心，并将进一步完善公司长效激励机制。截至 6 月 24 日，公司已完成回购 22.96 万股，支付金额约 2628 万元。

#### 5. 盈利预测与投资建议

根据对下游需求的判断，我们预测公司产自业务 21-23 年增长率分别为 62%、40%、35%，代理业务增长率分别为 42%、30%、25%。毛利率方面，随着规模效应的逐渐增强，自产业务毛利率有望进一步提升，预测 21-23 年分别为 80.5%、81%、81.5%；代理业务由于 2020 年新产品的出现以及稳固客户资源而出现降价导致毛利率出现下滑，我们推测此现象为特例，预计 21-23 年毛利率可稳定在 13%。根据预测，21-23 年，自产业务收入为 14.36/20.10/27.13 亿元，代理业务收入为 11.47/14.92/18.65 亿元。

表 8：2021-2023 年公司核心业务预测假设以及收入情况

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>关键假设</b>					
自产业务增长率 (%)	20.60%	50.58%	62.0%	40.0%	35.0%
自产业务毛利率 (%)	78.97%	79.90%	80.5%	81.0%	81.5%
代理业务增长率 (%)	6.88%	74.88%	42.0%	30.0%	25.0%
代理业务毛利率 (%)	13.83%	10.08%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>收入预测</b>					
自产业务收入 (百万元)	589	886	1,436	2,010	2,713
自产业务成本 (百万元)	124	178	280	382	502
自产业务毛利 (百万元)	465	708	1,156	1,628	2,211
代理业务收入 (百万元)	462	808	1,147	1,492	1,865
代理业务成本 (百万元)	398	727	998	1,298	1,622
代理业务毛利 (百万元)	64	81	149	194	242

资料来源：Wind，天风证券研究所

综上所述我们认为，公司作为我国军用 MLCC 核心供应商，军品业务有望充分受益于

“十四五”跨越式武器装备需求驱动，未来 3-5 年有望持续放量；民品端，自产民品将在部分细分市场逐步突破，代理业务有望延续较快增长。在此假设下，2021-23 年预计公司实现营业收入 25.90/35.11/45.89 亿元，对应归母净利润为 8.47/12.14/16.35 亿元，对应 EPS 为 3.64/5.23/7.04 元，对应 PE 为 34.07/23.76/17.64x。

表 9：2021-2023 年公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,054.46	1,700.04	2,590.28	3,510.56	4,589.18
增长率(%)	14.19	61.22	52.37	35.53	30.72
净利润(百万元)	278.67	486.07	846.87	1,214.26	1,635.38
增长率(%)	27.62	74.43	74.23	43.38	34.68
EPS(元/股)	1.20	2.09	3.64	5.23	7.04
市盈率(P/E)	103.53	59.36	34.07	23.76	17.64

资料来源：Wind，天风证券研究所

采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司核心业务为自产军用电子元器件，属于军工产业链上游，我们认为其可与同为上游的元器件企业对标，如中航光电、航天电器、火炬电子、宏达电子。根据 Wind 一致性预期，4 家可比公司 2021 年备考 PE 分别为 42.4/36.8/33.9/38.4x，均值 37.9x，公司当前 2021 年备考 PE 为 33.93x，我们认为公司作为军用 MLCC 核心供应商可享受估值溢价，按照 44x 估值测算目标价为 160.16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司 2021 年备考 PE (时间截至 2021/6/26)

证券代码	公司简称	主营业务	2021 备考 PE 均值
002179.SZ	中航光电	军用、通信、新能演连接器	42.4
002025.SZ	航天电器	连接器、电机、继电器	36.8
603678.SH	火炬电子	自产 MLCC、代理业务	33.9
300726.SZ	宏达电子	钽电容、MLCC、电源模块等	38.4
		平均值	37.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6. 风险提示

### 6.1. 自产军用产品降价的风险

若公司的核心技术及产品未能及时满足客户未来持续更新的需求，或者主要军方客户采购模式、定价机制发生重大变化，又或者行业内竞争进一步加剧，则公司存在因自产军用产品降价导致利润下滑的风险。

### 6.2. 代理业务下游市场需求变动的风险

公司代理业务以销售电子元器件产品为主，产品主要应用于汽车电子、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。上述领域较易受到宏观经济环境、居民收入水平、消费者偏好等因素影响，有明显的经济周期性。如果未来全球经济或中国经济发生重大不利事件，使得下游行业需求增长减缓甚至负增长，公司将面临相关产品市场需求不足，进而导致收入及利润下滑的风险。

### 6.3. 应收账款余额较大的风险

公司自产业务产品大部分面向航天、航空、船舶、兵器等领域的客户。销售回款时间需要根据客户整体项目的拨款进度而定，付款周期相对较长。若应收账款无法收回将可能导致实际发生的坏账损失超过公司计提的坏账准备，对公司经营产生不利影响。

### 6.4. 产品质量控制风险

若公司质量控制流程导致产品质量出现问题，尤其在具有重大国内影响的的项目的应用中

出现问题，不仅会给公司造成质量索赔等经济损失，还将对公司品牌及后续供货资格造成重大不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	276.01	826.99	785.15	834.01	899.38
应收票据及应收账款	949.07	1,448.34	1,773.16	2,522.89	3,603.03
预付账款	6.50	25.43	35.06	32.32	54.58
存货	201.14	214.62	295.50	593.02	566.54
其他	642.01	178.30	289.03	382.43	296.50
<b>流动资产合计</b>	<b>2,074.72</b>	<b>2,693.69</b>	<b>3,177.90</b>	<b>4,364.67</b>	<b>5,420.04</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	129.63	233.99	289.99	348.12	394.51
在建工程	87.89	104.44	98.66	107.20	94.32
无形资产	25.38	25.59	24.33	23.06	21.79
其他	42.01	98.38	52.01	63.72	71.03
<b>非流动资产合计</b>	<b>284.91</b>	<b>462.40</b>	<b>465.00</b>	<b>542.10</b>	<b>581.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,359.63</b>	<b>3,156.09</b>	<b>3,642.90</b>	<b>4,906.77</b>	<b>6,001.68</b>
短期借款	64.00	132.00	80.00	60.00	40.00
应付票据及应付账款	97.88	304.28	152.50	477.51	237.71
其他	68.82	107.81	93.50	91.54	110.19
<b>流动负债合计</b>	<b>230.70</b>	<b>544.09</b>	<b>326.00</b>	<b>629.04</b>	<b>387.90</b>
长期借款	28.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.05	24.30	15.27	20.21	19.93
<b>非流动负债合计</b>	<b>49.05</b>	<b>24.30</b>	<b>15.27</b>	<b>20.21</b>	<b>19.93</b>
<b>负债合计</b>	<b>279.75</b>	<b>568.39</b>	<b>341.27</b>	<b>649.25</b>	<b>407.82</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	165.34	231.48	232.40	232.40	232.40
资本公积	1,303.42	1,261.37	1,261.37	1,261.37	1,261.37
留存收益	1,915.14	2,357.52	3,069.24	4,025.12	5,361.46
其他	(1,304.02)	(1,262.67)	(1,261.37)	(1,261.37)	(1,261.37)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,079.88</b>	<b>2,587.70</b>	<b>3,301.63</b>	<b>4,257.52</b>	<b>5,593.86</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,359.63</b>	<b>3,156.09</b>	<b>3,642.90</b>	<b>4,906.77</b>	<b>6,001.68</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	278.67	486.07	846.88	1,214.28	1,635.40
折旧摊销	18.88	20.37	11.04	14.61	17.75
财务费用	1.19	(3.67)	(18.47)	(20.47)	(23.23)
投资损失	0.00	(0.71)	(0.71)	(0.71)	(0.71)
营运资金变动	(737.38)	48.00	(674.60)	(808.91)	(1,220.61)
其它	613.73	(396.88)	(19.13)	12.94	(2.25)
<b>经营活动现金流</b>	<b>175.09</b>	<b>153.18</b>	<b>145.01</b>	<b>411.74</b>	<b>406.35</b>
资本支出	43.89	138.01	69.03	75.06	50.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(682.09)	226.81	(90.07)	(180.24)	(95.06)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(638.19)</b>	<b>364.82</b>	<b>(21.03)</b>	<b>(105.18)</b>	<b>(44.78)</b>
债权融资	94.00	132.00	80.67	60.89	40.52
股权融资	774.26	32.83	20.68	20.47	23.23
其他	(339.90)	(132.14)	(267.16)	(339.06)	(359.95)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>528.35</b>	<b>32.69</b>	<b>(165.81)</b>	<b>(257.70)</b>	<b>(296.20)</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>65.25</b>	<b>550.68</b>	<b>(41.84)</b>	<b>48.86</b>	<b>65.37</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>1,054.46</b>	<b>1,700.04</b>	<b>2,590.28</b>	<b>3,510.56</b>	<b>4,589.18</b>
营业成本	522.16	905.30	1,278.90	1,680.48	2,125.22
营业税金及附加	10.68	15.96	26.79	34.94	45.41
营业费用	72.22	60.59	82.89	118.72	155.20
管理费用	90.30	88.03	129.51	178.65	231.50
研发费用	32.05	45.13	59.58	91.27	115.57
财务费用	(0.95)	(9.43)	(18.47)	(20.47)	(23.23)
资产减值损失	(6.54)	(10.74)	4.43	(4.29)	(3.53)
公允价值变动收益	0.58	(0.58)	(19.13)	12.94	(2.25)
投资净收益	0.00	0.71	0.71	0.71	0.71
其他	1.02	31.30	36.83	(27.31)	3.08
<b>营业利润</b>	<b>332.95</b>	<b>573.76</b>	<b>1,008.23</b>	<b>1,444.90</b>	<b>1,941.49</b>
营业外收入	2.00	1.20	2.08	1.76	1.68
营业外支出	0.58	1.36	0.74	0.89	1.00
<b>利润总额</b>	<b>334.37</b>	<b>573.60</b>	<b>1,009.57</b>	<b>1,445.76</b>	<b>1,942.17</b>
所得税	55.70	87.53	162.68	231.48	306.77
<b>净利润</b>	<b>278.67</b>	<b>486.07</b>	<b>846.88</b>	<b>1,214.28</b>	<b>1,635.40</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>278.67</b>	<b>486.07</b>	<b>846.88</b>	<b>1,214.28</b>	<b>1,635.40</b>
每股收益(元)	1.20	2.09	3.64	5.23	7.04

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.19%	61.22%	52.37%	35.53%	30.72%
营业利润	28.79%	72.32%	75.72%	43.31%	34.37%
归属于母公司净利润	27.62%	74.43%	74.23%	43.38%	34.68%
<b>获利能力</b>					
毛利率	50.48%	46.75%	50.63%	52.13%	53.69%
净利率	26.43%	28.59%	32.69%	34.59%	35.64%
ROE	13.40%	18.78%	25.65%	28.52%	29.24%
ROIC	25.23%	26.61%	47.82%	47.73%	47.95%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	11.86%	18.01%	9.37%	13.23%	6.80%
净负债率	-8.75%	-26.86%	-21.34%	-18.16%	-15.35%
流动比率	8.99	4.95	9.75	6.94	13.97
速动比率	8.12	4.56	8.84	6.00	12.51
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.19	1.42	1.61	1.63	1.50
存货周转率	5.55	8.18	10.16	7.90	7.92
总资产周转率	0.55	0.62	0.76	0.82	0.84
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.20	2.09	3.64	5.23	7.04
每股经营现金流	0.75	0.66	0.62	1.77	1.75
每股净资产	8.95	11.13	14.21	18.32	24.07
<b>估值比率</b>					
市盈率	103.53	59.36	34.07	23.76	17.64
市净率	13.87	11.15	8.74	6.78	5.16
EV/EBITDA	21.30	43.79	28.03	19.43	14.40
EV/EBIT	22.39	45.17	28.34	19.63	14.53

## 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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com