

## 火炬电子 (603678) 2021 年中报点评: 下游需求持续景气, 新材料扭亏为盈

行业分类: 军工

2021 年 8 月 26 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2021.8.25)	79.11
目标价格	95.47

基础数据 (2021.8.25)	
上证指数	3,540.38
总股本 (亿股)	459.86
流通 A 股 (亿股)	459.03
资产负债率 (2021H1)	31.55%
ROE (2021H1 摊薄)	12.91%
PE (TTM)	41.08
PB (LF)	8.66

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司发布 2021 年中报, 2021 年上半年公司实现营业收入 (24.12 亿元, +60.92%), 归母净利润 (5.51 亿元, +100.55%), 扣非后归母净利润 (5.42 亿元, +102.82%), 毛利率 (36.42%, +3.09pcts)。

➤ **投资要点:**

● **元器件需求景气持续, 新材料扭亏为盈**

2021 年上半年公司实现营业收入 (24.12 亿元, +60.92%), 归母净利润 (5.51 亿元, +100.55%), 扣非后归母净利润 (5.42 亿元, +102.82%), 毛利率 (36.42%, +3.09pcts)。公司现有 7 家全资子公司及 3 家控股子公司, 形成“元器件、新材料、贸易”三大战略格局。

① **元器件板块**实现营收 (8.07 亿元, +69.18%)。受下游市场强劲需求, 公司军工客户及贸易业务订单迅速提升, 本期元器件收入取得较大增幅。另外, 公司小体积薄介质陶瓷电容器高技术产业化项目设备陆续导入生产, 部分设备带料试产, 达产后将有效缓解产能瓶颈。另外, 公司出资 2000 万元设立全资子公司南京紫华电子, 主要从事电子元器件、通讯设备、电子芯片的研发和销售, 进一步优化公司战略布局, 有利于实现公司可持续发展。

② **新材料板块**主要由立亚系公司承担。立亚新材实现营业收入 (4,611.27 万元, +6.10%), 净利润 (1,162.62 万元, +48.26%)。立亚新材、立亚特陶、立亚化学合计净利润为 (105.83 万元, 去年同期-372.69 万元), 扭亏为盈。公司陶瓷新材料产业化的自主保障能力进一步提升。公司 CASAS-300 特种陶瓷材料以技术独占许可的方式, 掌握了“高性能特种陶瓷材料”产业化的一系列专有技术, 处于国内、外同行业的领先水平。

③ **贸易板块**营收 (15.47 亿元, +58.30%) 快速增长。公司下游汽车电子、电脑、安防及工业设备等行业客户需求强劲, 同时公司有针对性的进行推广, 持续增大与原有客户的合作力度, 订单需求增长。

我们认为“十四五”期间军工行业下游需求上升明确, 在我国军工信息化不断发展的战略下, 信息化装备数量和单位装备价值有望进一步提升, 军工元器件作为信息化发展中的主要载体, 业绩增长确定性较强。

费用方面, 公司销售费用为 (0.58 亿元, +42.68%), 管理费用为 (0.80 亿元, +40.11%), 财务费用为 (0.11 亿元, -23.50%)。公司规模扩大促进销售人员的增加及薪资的上涨导致了销售费用和管理费

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

用的上升，且资产折旧摊销的增加加速了管理费用的提升。财务费用的减少主要由于借款利息减少以及利息收入增加导致。2021年上半年公司研发投入（0.40亿元，+85.31%）快速增长。目前公司拥有CNAS实验室认可的火炬电子实验室、省级企业技术中心、省级工程研究中心，并设立国家博士后科研工作站。报告期内，公司拥有221项专利，其中发明专利51项、实用新型专利164项、外观设计专利6项。

● **公司规模扩大，积极备货，现金流大幅向好**

2021年上半年，由于下游需求上升，公司积极备货，公司存货（10.27亿元，+37.28%）增加，其中原材料（1.81亿元，+41.85%），在产品（0.99亿元，+28.00%）。与此同时，公司预付款（21.37亿元，+28.90%）增加，主要系预付供应商货款增加，由于特种领域产品多为以销定产，预付款的增加也表明了公司产品需求旺盛。公司经营活动产生的现金流净额（3.83亿元，+122.67%）大幅向好，回款显著增加。

● **股权激励激发企业内在活力，彰显信心**

公司连续三年以自有资金通过集中竞价交易方式回购公司部分股份，用于实施员工持股计划或股权激励。报告期内，公司使用2999.45万元回购股份560,600股，占总股本的0.12%，回购均价53.50元/股，回购完成后回购专用证券账户合计持有1,953,300股，占总股本的0.42%。同期，公司实施2021年限制性股票激励，向公司（含控股子公司）任职的董事、高管、核心骨干及20年以上工龄资深员工合计147人，授予股票82.68万股，占总股本的0.18%，授予价格为30.00元/股。公司层面考核目标：第一个解除限售期以2020年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于30%或以2020年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于30%；第二个解除限售期以2020年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于69%或以2020年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于69%。我们认为股权激励将充分激发企业内在活力，稳固优秀人才。

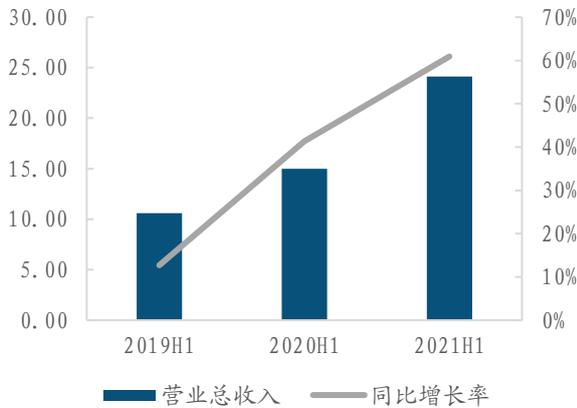
➤ **投资建议：**

公司作为国内高可靠MLCC主要的生产厂家之一，且为首批通过宇航级产品认证的企业，承担过多项国家军工科研任务，已与多数军工企事业单位等建立了良好的合作关系。我们认为“十四五”期间军工行业下游需求上升明确，在我国军工信息化不断发展的战略下，信息化装备数量和单位装备价值有望进一步提升，军工元器件作为信息化发展中的主要载体，业绩增长确定性较强。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为10.16亿元、13.02亿元和16.28亿元，EPS分别为2.21元、2.83元和3.54元，对应PE分别为35.8、27.9、22.3倍。基于公司所处行业地位以及产品未来发展前景，我们维持“买入”评级，目标价95.47元/股，分别对应2021-2023年PE 43.2、33.7、27.0倍。

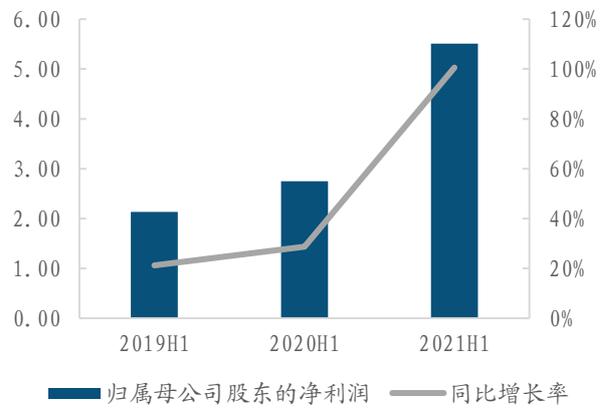
指标/年度	2020A	2021B	2022E	2023E
营业收入（亿元）	36.56	52.86	69.34	89.36
增长率	42.30%	44.57%	31.18%	28.87%
归属母公司净利润（亿元）	6.09	10.16	13.02	16.28
增长率	59.79%	66.75%	28.10%	25.04%
每股收益EPS（元）	1.33	2.21	2.83	3.54
净资产收益率ROE	15.67%	20.93%	21.86%	22.24%

资料来源：Wind，中航证券研究所

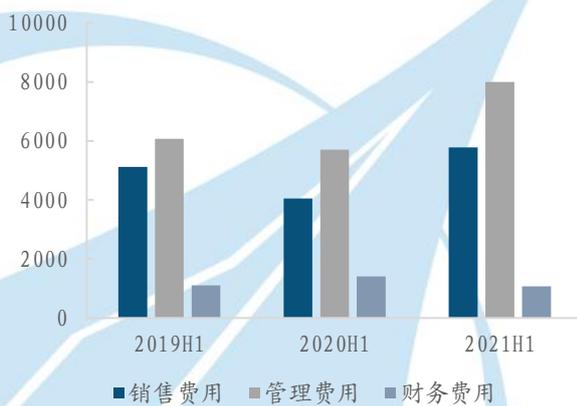
➤ **风险提示：**应收账款持续增加的风险，下游市场需求变动风险。

**图 1: 2019H1-2021H1 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %)**


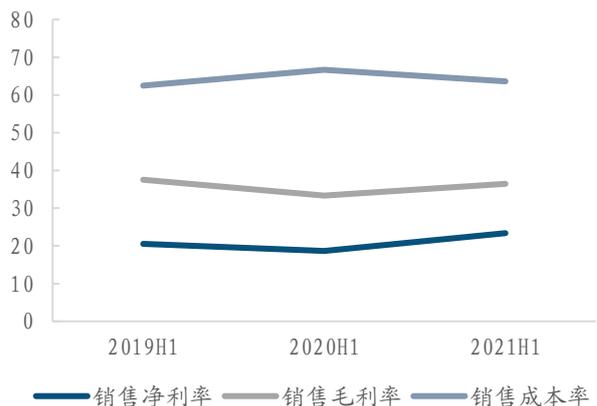
数据来源: Wind, 中航证券研究所

**图 2: 2019H1-2021H1 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)**


数据来源: Wind, 中航证券研究所

**图 3: 2019H1-2021H1 三费情况 (单位: 万元)**


数据来源: Wind, 中航证券研究所

**图 4: 2019H1-2021H1 销售毛利率、净利率、成本率 (%)**


数据来源: Wind, 中航证券研究所

**图 5: 2019H1-2021H1 研发投入情况 (单位: 万元)**


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 6: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	36.56	49.97	62.07	74.47	净利润	6.31	8.77	10.90	13.15
营业成本	24.92	33.68	41.52	49.17	折旧与摊销	0.96	2.56	2.94	3.20
营业税金及附加	0.18	0.32	0.44	0.64	财务费用	0.30	0.62	0.67	0.71
销售费用	1.21	1.97	2.54	3.27	资产减值损失	-0.24	-0.05	-0.05	-0.05
管理费用	1.47	2.98	3.84	4.80	经营营运资本变动	-7.76	-6.69	-7.81	-7.96
财务费用	0.30	0.62	0.67	0.71	其他	0.69	-0.15	-0.05	0.04
资产减值损失	-0.24	-0.05	-0.05	-0.05	<b>经营性现金流净额</b>	0.25	5.07	6.61	9.09
投资收益	-0.03	0.20	0.10	0.01	资本支出	-2.41	-1.25	-1.29	-1.33
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.91	0.92	0.82	0.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资性现金流净额</b>	-3.32	-0.33	-0.47	-0.60
<b>营业利润</b>	7.64	10.63	13.21	15.93	短期借款	2.19	-2.69	-1.89	-0.80
其他非经营损益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	长期借款	-0.69	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	7.64	10.63	13.20	15.93	股权融资	1.98	0.00	0.00	0.00
所得税	1.33	1.85	2.30	2.78	支付股利	-0.77	-1.23	-1.76	-2.19
净利润	6.31	8.77	10.90	13.15	其他	3.92	-1.77	-0.67	-0.71
少数股东损益	0.21	0.00	0.00	0.00	<b>筹资性现金流净额</b>	6.64	-5.68	-4.32	-3.70
归属母公司股东净	6.09	8.77	10.90	13.15	<b>现金流量净额</b>	3.56	-0.94	1.81	4.79
资产负债表					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8.44	7.50	9.31	14.10	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	21.40	29.24	36.32	43.57	销售收入增长率	42.30%	36.67%	24.21%	19.98%
存货	9.52	13.11	16.32	19.46	营业利润增长率	62.67%	39.11%	24.23%	20.63%
其他流动资产	2.46	0.61	0.75	0.91	净利润增长率	63.06%	39.14%	24.24%	20.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	53.12%	55.19%	21.76%	17.97%
投资性房地产	0.25	0.25	0.25	0.25	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工	13.14	11.87	10.26	8.41	毛利率	31.85%	32.59%	33.11%	33.97%
无形资产和开发支	1.67	1.71	1.75	1.81	三费率	8.15%	11.16%	11.36%	11.79%
其他非流动资产	2.46	1.66	0.86	0.06	净利率	17.25%	17.56%	17.56%	17.66%
<b>资产总计</b>	59.34	65.95	75.83	88.56	ROE	15.67%	18.60%	19.36%	19.55%
短期借款	5.38	2.69	0.80	0.00	ROA	10.63%	13.30%	14.38%	14.85%
应付和预收款项	8.32	11.25	13.87	16.45	ROIC	16.63%	19.07%	20.29%	21.30%
长期借款	0.71	0.71	0.71	0.71	EBITDA/销售收入	24.35%	27.65%	27.11%	26.65%
其他负债	4.70	4.12	4.12	4.13	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	19.10	18.77	19.51	21.29	总资产周转率	0.71	0.80	0.88	0.91
股本	4.60	4.60	4.60	4.60	固定资产周转率	4.43	4.95	6.29	8.69
资本公积	12.98	12.98	12.98	12.98	应收账款周转率	2.63	2.66	2.55	2.51
留存收益	21.12	28.67	37.81	48.77	存货周转率	2.81	2.80	2.69	2.65
归属母公司股东权	39.00	45.95	55.08	66.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.18%	—	—	—
少数股东权益	1.23	1.23	1.23	1.23	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	40.24	47.18	56.31	67.27	资产负债率	32.19%	28.46%	25.73%	24.04%
负债和股东权益合	59.34	65.95	75.83	88.56	带息债务/总负债	50.40%	36.97%	25.89%	19.96%
					流动比率	2.92	3.61	4.26	4.73
					速动比率	2.26	2.67	3.15	3.55
					股利支付率	12.59%	13.97%	16.19%	16.67%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	8.90	13.82	16.82	19.85	每股收益	1.33	1.91	2.37	2.86
PE	59.69	41.46	33.37	27.66	每股净资产	8.75	10.26	12.25	14.63
PB	9.04	7.71	6.46	5.41	每股经营现金	0.055	1.102	1.437	1.977
PS	9.95	7.28	5.86	4.89	每股股利	0.167	0.267	0.384	0.477
EV/EBITDA	40.723	26.127	21.280	17.792					
股息率	0.002	0.003	0.005	0.006					

数据来源: Wind, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

宋子豪，SAC 执业证书号：S0640520080002，美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修，福特汉姆大学金融学硕士，从事军工行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。