

火炬电子

信息化推荐#1：产销两旺，首次覆盖给予“跑赢行业”评级

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖火炬电子（603678）给予跑赢行业评级，目标价 53.11 元，对应 2020 年 45.4X P/E。理由如下：

- ▶ **三大业务齐头并进，特种领域业务增长较快。**2019 年公司主营业务中，代理电容、自产电容、新材料业务营收占比分别是 69%、29%、2%，毛利润占比是 34%、62%、4%。自产电容是公司利润的主要贡献者，并且受装备信息化和国产化需求增长，呈现产销两旺局面，产能扩张项目或将进一步加快业绩释放；代理业务受消费电子、汽车电子、5G 通信等需求拉动，1H20 同比 48% 的增速预示着行业的高景气度；新材料业务正处于培育期，未来具有较大的发展潜力。
- ▶ **公司成立以来专注特种电容量业务，MLCC 产销两旺。**1) MLCC 大量应用于航天/航空/电子/兵器/船舶等领域，市场前景广阔，我们预计 2023 年我国特种领域 MLCC 市场规模将达到 44.4 亿元，需求旺盛。2) 2020 年公司发行可转债募集资金总额 6 亿元，主要用于小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目建设，项目建成完全达产后公司将年新增 84 亿只不同型号小体积薄介质层陶瓷电容器产能，年均实现销售收入 6.24 亿元，对比 19 年营收增长 24.29%，自产业务营收增长 83.60%；年平均净利润 2.30 亿元。
- ▶ **新材料业务拓展逐见成效，航空发动机应用市场较大。**1) 陶瓷基复合材料具有低密度、高温抗氧化、耐腐蚀、低蠕变等优点，是替代高温合金在航空发动机高温部件上应用较有潜力的材料。2) 根据 markets and markets 预测，全球 2019 年陶瓷基复合材料市场空间约为 94 亿美元，预计到 2029 年将扩大至 233 亿美元。目前公司在新材料领域已经形成了研发、试制到量产以及原材料供应的全产业链布局，且营收快速增长，有望成为新的利润增长点。

我们与市场的最大不同？随着公司小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化建设项目的顺利进展，以及在新材料领域的拓展逐见成效，我们认为，公司业绩增长确定性强，竞争力强，市场认可度进一步提升，迎来业绩增长和价值重估双重利好。

潜在催化剂：募投项目进展超预期，新材料业务进展超预期。

盈利预测与估值

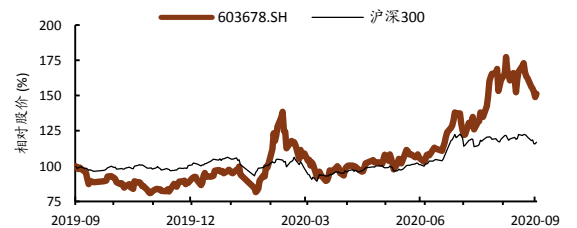
我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.17 元、1.50 元、1.90 元，CAGR 为 27.3%。公司当前股价对应 2020/2021 年 31.8x/24.9x P/E，同行业比较处于被低估位置。基于 SOTP 估值，我们给予公司 53.11 元目标价，对应 2020/2021 年 P/E 为 45.4x/35.4x，潜在涨幅 43%。

风险

代理业务毛利率下降；新材料产品产能释放不及预期。

首次覆盖跑赢行业

股票代码	603678.SH
评级	* 跑赢行业
最新收盘价	人民币 37.26
目标价	人民币 53.11
52 周最高价/最低价	人民币 44.45~19.11
总市值(亿)	人民币 169
30 日日均成交额(百万)	人民币 393.49
发行股数(百万)	453
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	9.72
主营行业	科技



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	2,024	2,569	3,603	4,656
增速	7.2%	26.9%	40.2%	29.2%
归属母公司净利润	333	381	530	678
增速	40.7%	14.5%	38.9%	28.0%
扣非后净利润	307	355	530	678
增速	49.1%	15.8%	49.1%	28.0%
每股净利润	0.74	0.84	1.17	1.50
每股净资产	6.14	6.88	7.95	9.31
每股股利	0.16	0.10	0.14	0.18
每股经营现金流	0.29	0.51	0.80	0.27
市盈率	50.6	44.2	31.8	24.9
市净率	6.1	5.4	4.7	4.0
EV/EBITDA	33.0	29.3	21.5	17.6
股息收益率	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%
平均总资产收益率	9.4%	9.3%	10.5%	11.0%
平均净资产收益率	12.6%	12.9%	15.8%	17.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

尹会伟

孔令鑫

分析师

分析师

huiwei.yin@cicc.com.cn

lingxin.kong@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080519120004

SAC 执业编号：S0080514080006

SFC CE Ref: BDA769



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
营业收入	2,024	2,569	3,603	4,656	营业收入	7.2%	26.9%	40.2%	29.2%
营业成本	1,314	1,744	2,432	3,146	营业利润	47.6%	12.4%	38.7%	27.9%
税金及附加	14	16	22	28	EBITDA	53.1%	11.3%	32.1%	24.5%
营业费用	108	131	184	238	净利润	40.7%	14.5%	38.9%	28.0%
管理费用	153	197	291	375	扣非后净利润	49.1%	15.8%	49.1%	28.0%
财务费用	29	26	25	19	盈利能力				
其他	35	22	20	3	毛利率	34.4%	31.5%	31.9%	31.8%
营业利润	418	470	652	834	营业利润率	20.6%	18.3%	18.1%	17.9%
营业外收支	-1	0	0	0	EBITDA 利润率	25.8%	22.6%	21.3%	20.5%
利润总额	417	470	651	833	净利率	16.5%	14.8%	14.7%	14.6%
所得税	81	83	115	147	扣非后净利率	15.2%	13.8%	14.7%	14.6%
少数股东损益	3	5	7	8	偿债能力				
归属母公司净利润	333	381	530	678	流动比率	2.95	2.68	2.96	2.88
扣非后净利润	307	355	530	678	速动比率	2.27	2.03	2.22	2.10
EBITDA	522	581	767	955	现金比率	0.26	0.41	0.70	0.43
资产负债表					资产负债率	24.7%	28.0%	35.5%	35.3%
货币资金	218	442	940	709	净债务资本比率	6.6%	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	1,237	1,687	1,968	2,649	回报率分析				
预付款项	5	11	16	20	总资产收益率	9.4%	9.3%	10.5%	11.0%
存货	565	708	987	1,277	净资产收益率	12.6%	12.9%	15.8%	17.4%
其他流动资产	429	42	47	51	每股指标				
流动资产合计	2,454	2,890	3,957	4,706	每股净利润 (元)	0.74	0.84	1.17	1.50
固定资产及在建工程	899	1,086	1,269	1,443	每股净资产 (元)	6.14	6.88	7.95	9.31
无形资产及其他长期资产	403	441	468	495	每股股利 (元)	0.16	0.10	0.14	0.18
非流动资产合计	1,302	1,527	1,737	1,937	每股经营现金流 (元)	0.29	0.51	0.80	0.27
资产合计	3,756	4,417	5,693	6,643	估值分析				
短期借款	424	376	351	351	市盈率	50.6	44.2	31.8	24.9
应付账款及票据	405	695	974	1,268	市净率	6.1	5.4	4.7	4.0
其他流动负债	2	7	10	12	EV/EBITDA	33.0	29.3	21.5	17.6
流动负债合计	832	1,077	1,335	1,631	股息收益率	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%
长期借款和应付债券	82	141	169	198					
其他非流动负债	13	18	517	519					
非流动负债合计	95	158	686	716					
负债合计	926	1,236	2,021	2,348					
归母所有者权益	2,778	3,113	3,598	4,213					
少数股东权益	51	68	75	83					
负债及股东权益合计	3,756	4,417	5,693	6,643					
现金流量表									
净利润	333	381	530	678					
折旧和摊销	76	85	90	103					
营运资本变动	-439	-307	-282	-679					
其他	163	73	26	20					
经营活动现金流	133	232	364	122					
资本开支	-338	-266	-293	-295					
其他	161	334	-29	-23					
投资活动现金流	-177	68	-323	-319					
股权融资	2	0	0	0					
银行借款	93	17	501	29					
其他	-120	-82	-45	-63					
筹资活动现金流	-25	-66	456	-34					
汇率变动对现金的影响	2	2	0	0					
现金净增加额	-68	236	498	-230					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

火炬电子的前身泉州火炬电子元件厂始创于 1989 年，2007 年改制成为股份有限公司，2015 年在上海证券交易所上市。公司主要从事以电容器为主的电子元器件的研发、生产、销售，电子元器件代理业务以及陶瓷新材料的研发、生产、销售业务。目前主营业务收入的主要来源为以电容器为主的电子元器件生产和销售业务。同时，公司陶瓷新材料的生产已经形成一定的规模，新材料板块的战略布局初显效益。



目录

投资概要	5
受益于装备信息化和国产化需求增加，自产 MLCC 市场前景广阔	5
新材料业务拓展逐见成效	6
估值具备吸引力，给予“跑赢行业”评级，目标价 53.11 元	6
三十年专注电容器发展，特种应用领域龙头企业之一	7
电容器业务：深耕多年，面临较好发展机遇	12
自产元器件业务：产销两旺，产能扩张	12
代理业务：消费电子、汽车电子、5G 通信等需求推动行业成长	17
新材料业务：有望成为新的利润增长点	22
国内唯一一家从事陶瓷基复合材料业务的上市公司	22
陶瓷基复合材料性能优异，在航空发动机高温部件上有较大应用市场	23
同行业对比：规模大，毛利率和期间费用率低	26
给予“跑赢行业”评级，目标价 53.11 元	28
盈利预测	28
投资建议	29
风险提示	31

图表

图表 1：火炬电子 2019 年主营业务收入中自产业务占 3 成（左图）；主营业务毛利润中自产业务占 6 成（右图）	5
图表 2：可转债募投项目建设期 2 年，建成后 3 年内达产，达产后营收、销量及产能释放比例测算（公司公告）	5
图表 3：新材料营业收入增长趋势	6
图表 4：公司新材料业务布局	6
图表 5：公司发展历程	7
图表 6：公司股东结构及控股子公司（截止 2020 年中报）	7
图表 7：火炬电子 2011~2019 营业收入 CAGR 达到 21.2%（左图）；归母净利润 CAGR 为 19.1%（右图）	8
图表 8：自产业务 2018 年开始出现快速增长（左图）；营收结构变化和毛利率变化对整体毛利率产生影响（右图）	8
图表 9：火炬电子毛利率（左图）和期间费用率（右图）	9
图表 10：火炬电子研发投入及费用率	9
图表 11：电容行业头部企业研发费用在 0.3~0.6 亿元之间	9
图表 12：经营性现金流净额持续为正，2019 年回款加速	10
图表 13：公司 2015 年上市时有较大的股价上涨	10
图表 14：公司上市以来股价通常能够跑赢行业	10
图表 15：公司股价的盈利和估值驱动因素分析	10
图表 16：公司历史股价表现（截至 2020/9/11）	11
图表 17：火炬电子元器件板块营收及毛利润结构	12
图表 18：电容器类型	12
图表 19：公司陶瓷电容器产品	13
图表 20：火炬电子、鸿远电子和风华高科产能及产销量对比	13
图表 21：2019 全球 MLCC 主要企业产能情况（左图）及 2020 年扩产情况（右图）	13
图表 22：募资方案	14
图表 23：可转债募投项目建设期 2 年，建成后 3 年内达产，达产后营收、销量及产能释放比例测算（公司公告）	14
图表 24：MLCC 产业链	15
图表 25：MLCC 特种应用领域和中国 MLCC 特种应用市场规模趋势及预测	15



图表 26: 公司钽电容超级电容产品	16
图表 27: 全球钽电容市场规模趋势及预测（左图）和国内钽电容市场规模及预测（右图）	16
图表 28: 代理业务营业收入趋势	17
图表 29: 公司代理业务竞争优势	17
图表 30: 2019 全球 MLCC 主要企业市场份额分布图（左图）与全球 MLCC 品牌分布格局（右图）	18
图表 31: 单台 iphone 需要的 MLCC 数量（左图）及全球车用 MLCC 需求预测（右图）	19
图表 32: 全球 MLCC 销量（左图）和市场规模（右图）	19
图表 33: 中国 MLCC 产量（左图）和销量（右图）趋势	20
图表 34: 中国 MLCC 市场规模趋势及预测	20
图表 35: 火炬电子库存商品周转天数（2019 年年报数据）	21
图表 36: 陶瓷基复合材料生产过程	22
图表 37: 陶瓷基复合材料产业链	22
图表 38: 陶瓷基复合材料与高温合金对比	23
图表 39: 陶瓷基复合材料在不同温度下的特性及寿命	23
图表 40: 陶瓷基复合材料在航空发动机上的应用（以 GP7000 为例）	24
图表 41: 陶瓷基复合材料在航空发动机上的应用	24
图表 42: 2019~2029 年全球陶瓷基复合材料市场规模预测和各应用市场份额	25
图表 43: 同行业营业收入及其 YoY 对比	26
图表 44: 同行业归母净利润及其 YoY 对比	26
图表 45: 同行业毛利率及净利率对比	27
图表 46: 同行业 ROE 及期间费用率对比	27
图表 47: 分产品收入预测	28
图表 48: 分产品毛利预测	28
图表 49: 财务报表预测	29
图表 50: SOTP 估值	30
图表 51: 可比公司估值表	30
图表 52: 历史 P/E	30
图表 53: 历史 P/B	30



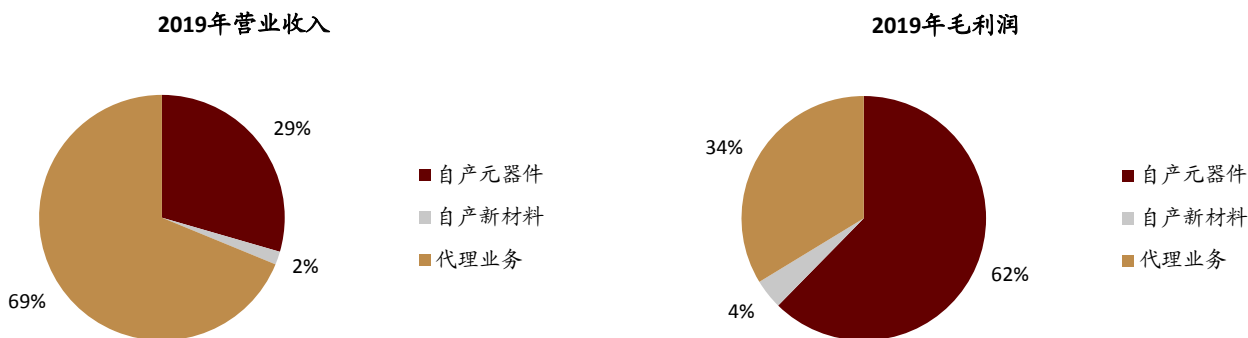
投资概要

我们首次覆盖火炬电子，给予“跑赢行业”评级，目标价 53.11 元，潜在涨幅 43%。推荐理由如下：1) 公司自成立以来专注于电容器领域，受益于装备信息化需求增加及国产替代，自产 MLCC 产销两旺，且公司正在进行新一轮产能扩张。代理电容受消费电子、汽车电子、5G 通信等需求拉动，1H20 同比 48% 的增速预示着行业的高景气度；2) 公司作为国内唯一一家从事陶瓷基复合材料业务的上市公司，在新材料领域的布局初见成效。3) 站在目前的位置看，我们认为公司的股价处于被低估的位置，存在较大上升空间。

受益于装备信息化和国产化需求增加，自产 MLCC 市场前景广阔

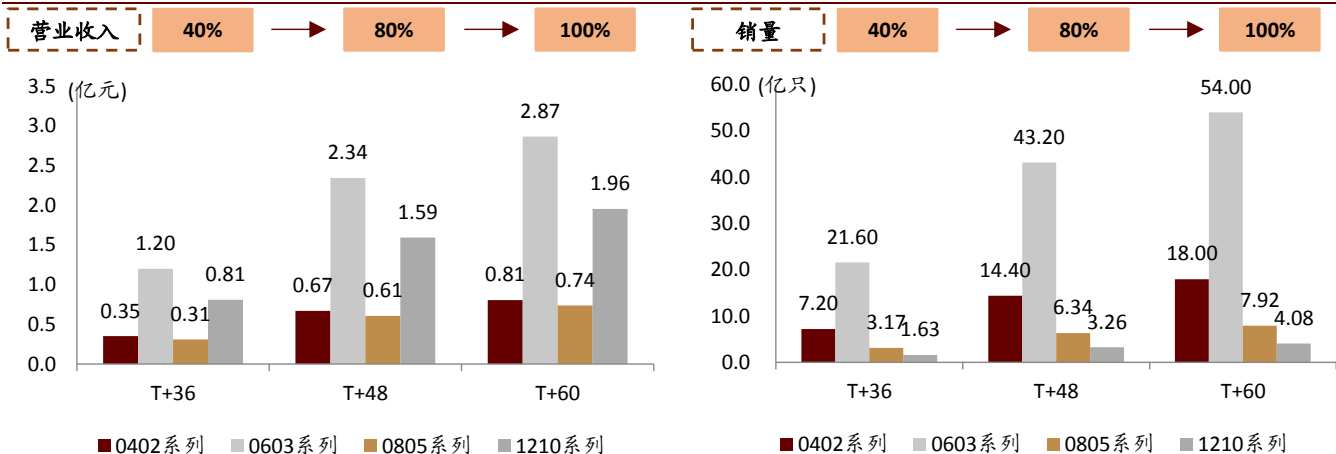
火炬电子自成立以来持续专注电容器领域，MLCC 产销两旺。MLCC 大量应用于航天、航空、电子、兵器和船舶等领域，市场前景广阔，我们预计 2023 年我国特种领域 MLCC 市场规模将达到 44.4 亿元。为了应对快速增长的需求，2020 年 5 月公司发行可转债募集资金总额 6 亿元，用于小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目建设（4.47 亿元）以及补充流动资金（1.53 亿元）。根据公司公告，该项目建设期 2 年，建成后 3 年内达产，完全达产后公司将年新增 84 亿只不同型号小体积薄介质层陶瓷电容器产能，年均实现销售收入 6.24 亿元，对比 19 年总收入增长 24.29%，自产业务收入增长 83.60%（新增产能应用于特种装备和消费领域等）；年平均净利润 2.30 亿元。

图表 1：火炬电子 2019 年主营业务收入中自产业务占 3 成（左图）；主营业务毛利润中自产业务占 6 成（右图）



资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

图表 2：可转债募投项目建设期 2 年，建成后 3 年内达产，达产后营收、销量及产能释放比例测算（公司公告）



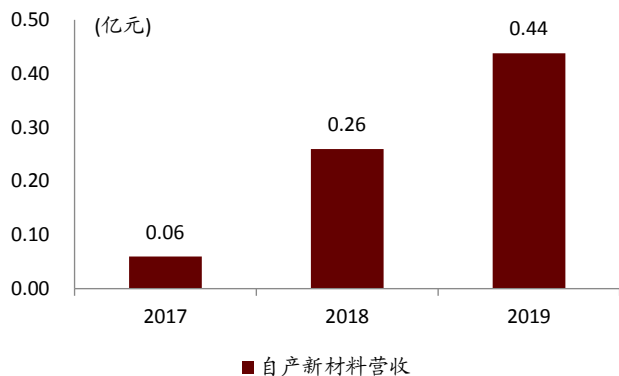
资料来源：公司公告，中金公司研究部 注：T+36 为投产后第一年；T+48 为投产后第二年；T+60 为投产后第三年



新材料业务拓展初见成效

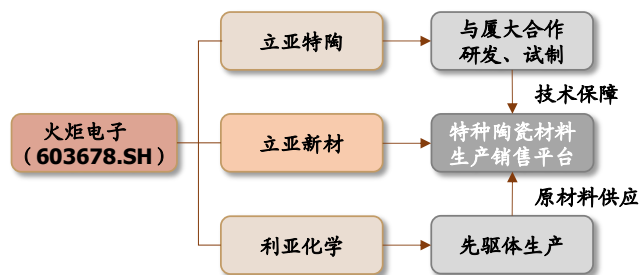
陶瓷基复合材料在航空高温部件上有较大应用市场，公司在新材料领域的业务拓展初见成效。现有的高温材料体系已经难以满足先进航空发动机的需求，陶瓷基复合材料具有低密度、高温抗氧化、耐腐蚀、低热膨胀系数、低蠕变等优点，是替代高温合金在航空发动机高温部件上应用较有潜力的材料。根据 Markets and Markets 预测，全球 2019 年陶瓷基复合材料市场空间约为 94 亿美元，预计到 2029 年将扩大至 233 亿美元。目前公司在新材料领域已经形成了研发、试制到量产以及原材料供应的全产业链布局，且营收呈快速增长趋势，有望成为新的利润增长点。

图表 3：新材料营业收入增长趋势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4：公司新材料业务布局



资料来源：公司官网，中金公司研究部

估值具备吸引力，给予“跑赢行业”评级，目标价 53.11 元

我们预计公司 2020 年~2022 年营业收入分别为 36.03 亿元、46.56 亿元、56.49 亿元，净利润分别为 5.30 亿元、6.78 亿元、8.58 亿元，CAGR 为 27.3%。

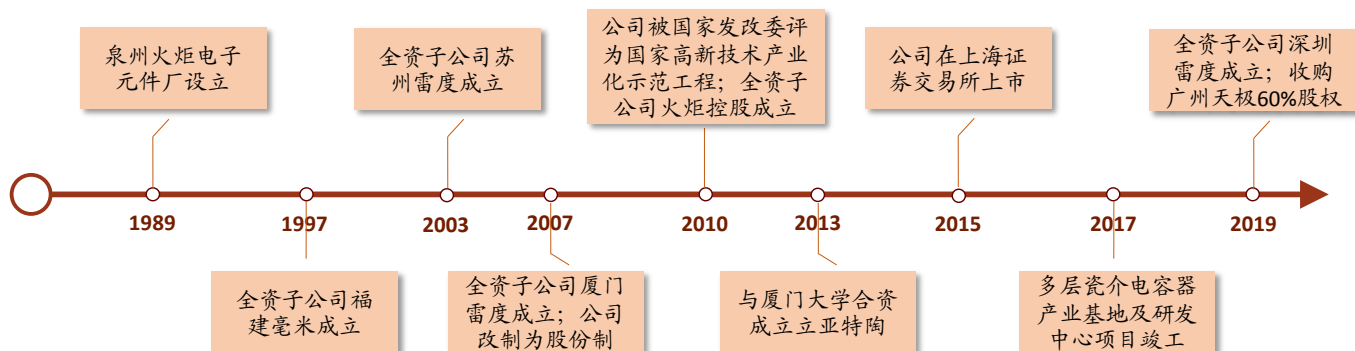
当前公司股份对应 2020/2021 年 31.8x/24.9x P/E。我们认为，随着小体积薄介质层陶瓷电容器项目逐渐建成投产，自产电容器业务未来会有较大增长；在新材料业务领域的拓展将初见成效，公司竞争力不断强化，市场认可度有望进一步提升。我们认为，当前估值未能反映公司竞争力，基于 SOTP 估值法，给予公司 53.11 元目标价，对应 2020/2021 年 45.4x/35.4x P/E，潜在涨幅 43%。



三十年专注电容器发展，特种应用领域龙头企业之一

公司三十年专注电容器发展，现已形成三大业务平台格局。火炬电子前身是创立于1989年的泉州火炬电子元件厂，2007年改制为股份有限公司，2015年上市。公司主要从事电容器研发、制造、销售和服务工作，是我国首批通过宇航级产品认证的企业。2016年起，公司形成“元器件、新材料和贸易”三大板块平台战略，向具有渠道和技术协同效应的其他类型元器件产品延伸，并积极推进陶瓷基复合材料的研发。

图表 5: 公司发展历程

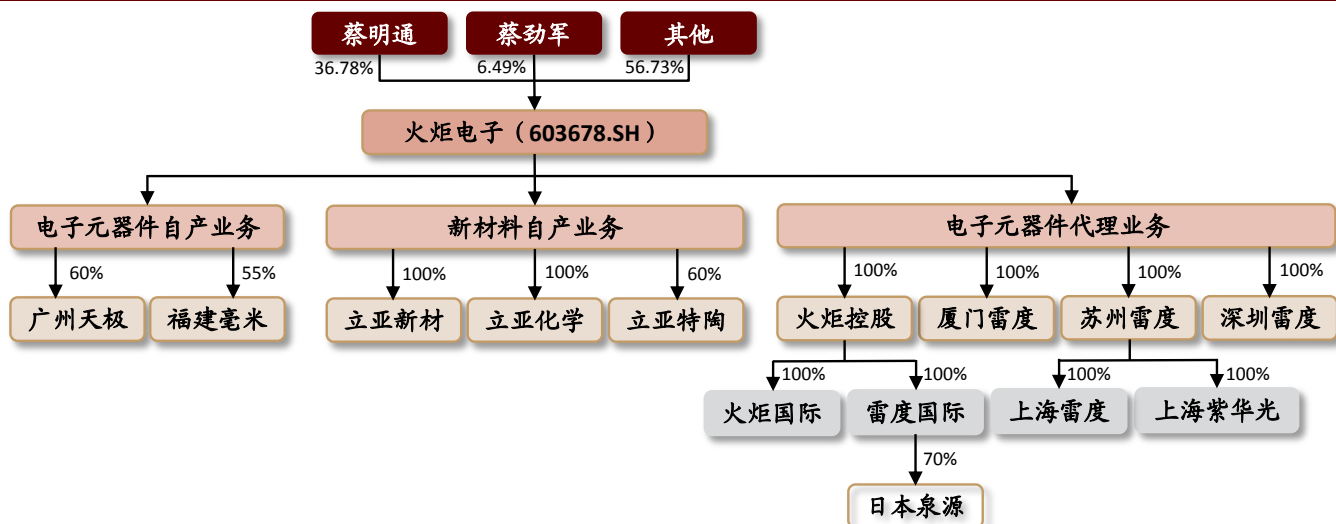


资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部

下辖9家子公司，业务分工明确。公司现有6家全资子公司及3家控股子公司，业务分工明确。其中比较重要的事件是，2013年成立立亚特陶，2015年成立立亚新材，2017年成立立亚化学，构成了新材料业务板块的三个主要子公司。

公司实控人为蔡明通、蔡劲军父子，二人合计持有公司43.27%的股权（截至1H20）。股权质押方面，截至1H20，公司股权质押总量为908万股，均为蔡明通质押，占总股本2.01%，占其持有股份数的5.45%，质押风险较低。

图表 6: 公司股东结构及控股子公司（截止2020年中报）



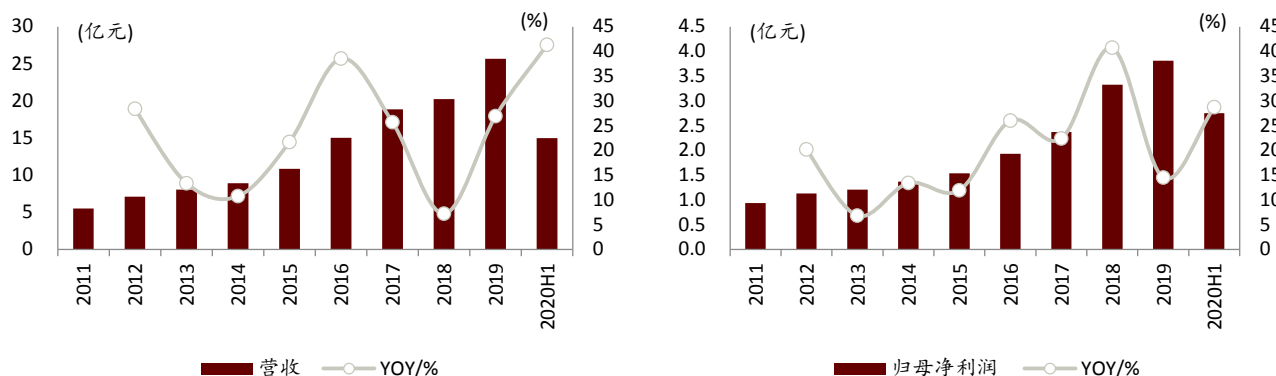
资料来源：公司公告，中金公司研究部



营收和利润近 8 年复合增速约 20%，自产业务是利润的主要贡献者

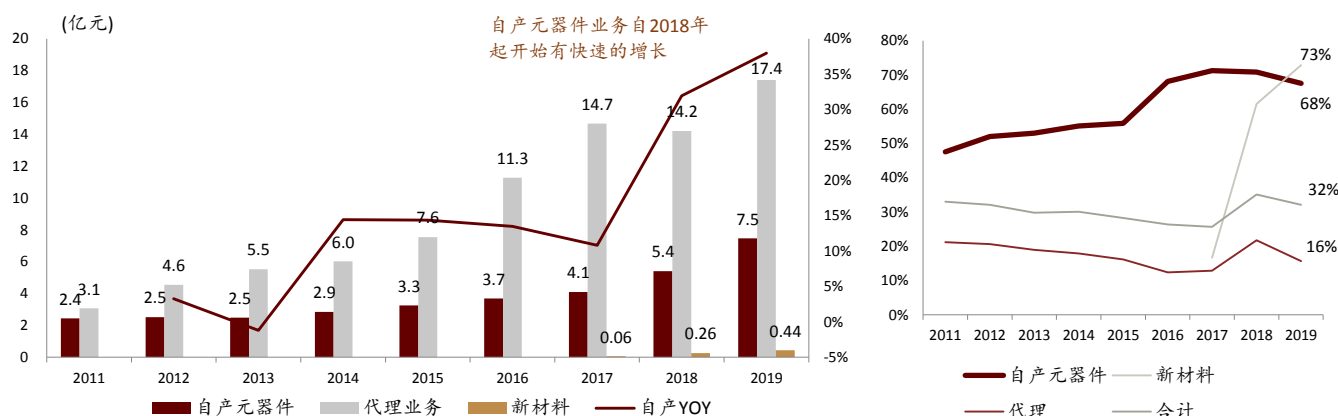
- **营收端：**公司 2011~2019 年营收持续增长，CAGR 达到 21.2%。2019 年营收为 25.7 亿元，同比增长 26.9%；2020H1 营业收入为 14.99 亿元，同比增长 41.3%。在三块自业务中，自产元器件自 2018 年开始出现快速的增长，2018~2019 年同比增速分别是 32%、38%。自产业务主要应用于航空/航天/兵器/船舶/电子等特定领域，显示出高端装备制造行业的高景气度。自产业务是公司利润的主要贡献者，2019 年占 3 成营收和 6 成毛利润
- **利润端：**增长趋势与营收一致，2011~2019 年 CAGR 为 19.1%。2019 年归母净利润 3.81 亿元，同比增长 14.5%。2020H1 归母净利润为 2.75 亿元，同比增长 28.7%。
- **值得注意的是，公司 2018 和 2019 年营收及利润增速的相反情况，原因主要是：**1) 2018 年自产业务增长较快，其毛利率较高（71%），代理业务营收略降，同时由于涨价等因素毛利率提升，因此 2018 年公司营收增速是 20.2%，但归母净利润增速为 40.7%，创了历史新高；2) 2019 年自产业务（YOY +38%）和代理业务（YOY +23%）均出现快速增长，但由于代理业务整体毛利率较低，且 2019 年需求不振导致价格下调，毛利率下降，所以导致 2019 年利润端增速低于营收端增速。

图表 7：火炬电子 2011~2019 营业收入 CAGR 达到 21.2%（左图）；归母净利润 CAGR 为 19.1%（右图）



资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

图表 8：自产业务 2018 年开始出现快速增长（左图）；营收结构变化和毛利率变化对整体毛利率产生影响（右图）

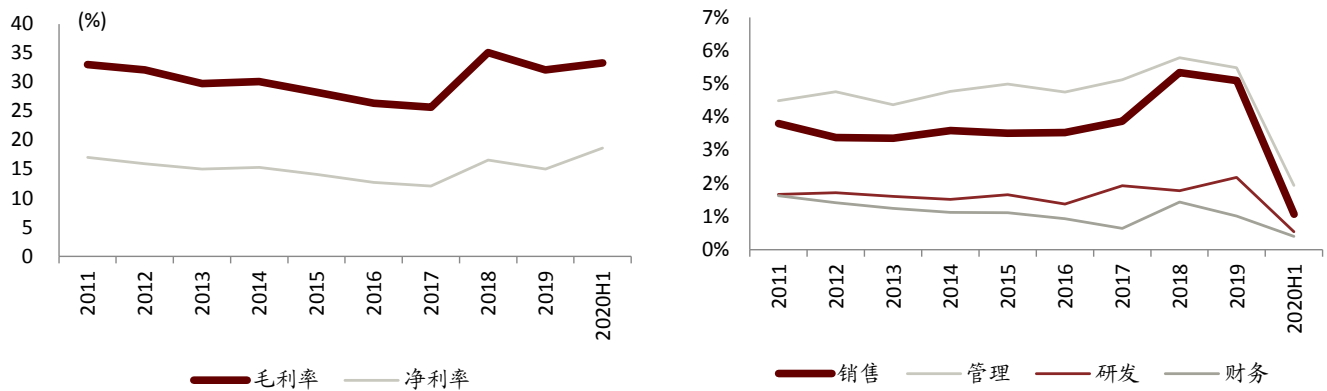


资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部



毛利率：2019 年，营收中代理业务占比 69%，自产元器件占比 29%，大约是 7: 3；毛利润中代理业务占比 34%，自产元器件占比 62%，大约是 3:6。自产元器件毛利率为 68%，显著高于代理业务毛利率 16%。

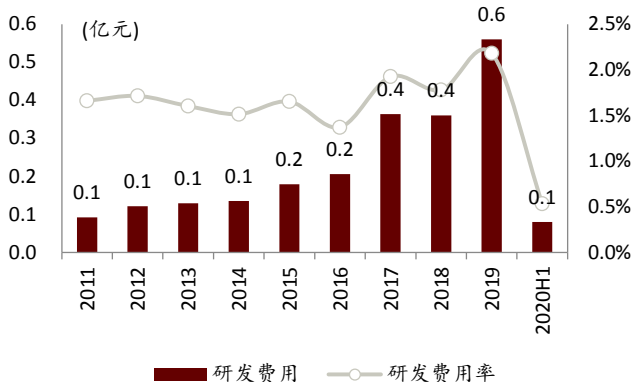
图表 9：火炬电子毛利率（左图）和期间费用率（右图）



资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

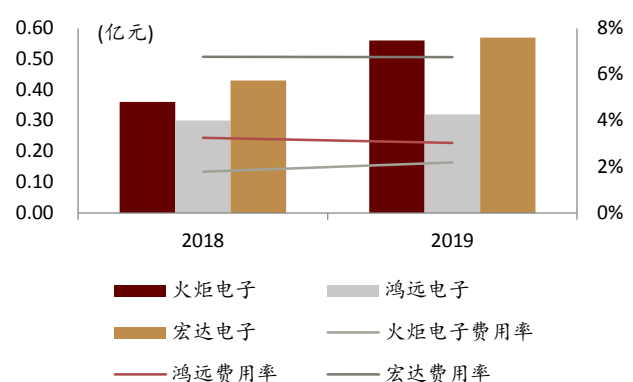
2019 年研发投入有较大增长。公司近三年研发投入分别为 0.36 亿、0.36 亿和 0.56 亿元，营收占比分别为 1.9%、1.8%和 2.2%。从研发金额上与行业头部企业接近，若假设研发投入主要在自研业务和新材料业务上，2019 年研发费用率为 7.1%，处于行业领先地位。

图表 10：火炬电子研发投入及费用率



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 11：电容行业头部企业研发费用在 0.3~0.6 亿元之间

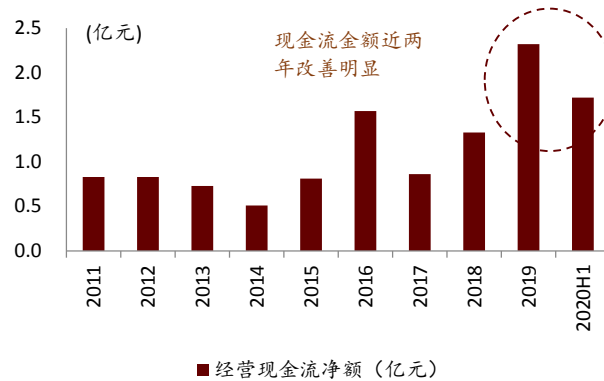


资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

近三年经营现金流净额加速上升。近三年公司经营现金净流入呈加速上升态势。2019 年经营现金流净额为 2.32 亿元，同比增长 74.7%，回款能力显著提升。通过统计航空航天等装备制造行业数据可知，2019 年企业回款出现好转，主要原因可能是在体制机制改革后，企业经营恢复正常，订单补偿式增长；2020H1 经营现金流净额为 1.72 亿元，同比增长 99.6%。



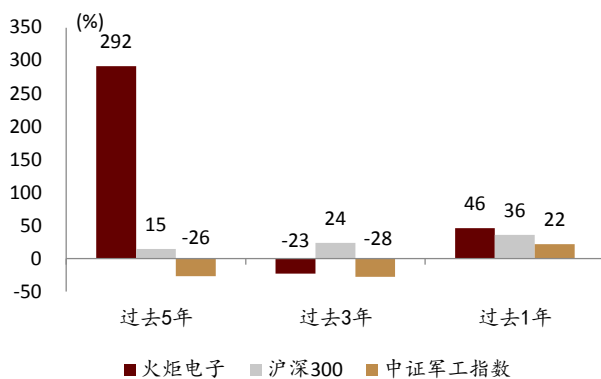
图表 12：经营性现金流净额持续为正，2019 年回款加速



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

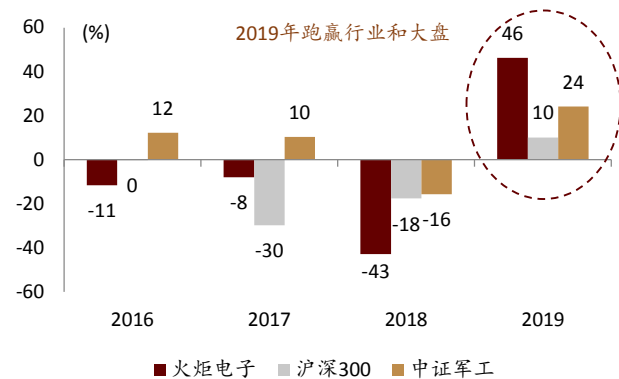
股价复盘，上市以来年度基本均能跑赢行业，阿尔法属性明显：公司自 2015 年上市以来（截至 2019/12/31），累计涨跌幅 292%（同期沪深 300 指数累计涨幅为 15%、中证军工指数累计涨跌幅为 -26%），显著跑赢行业和大盘，具有 α 属性。2016~2018 年公司业绩稳健增长，但由于估值长期处于低位，股价连续三年下跌（即使在这样的情况下，2016~2017 年公司股价跑赢行业）。2019 年在盈利与估值双重因素驱动下，公司股价上涨过 46%。

图表 13：公司 2015 年上市时有较大的股价上涨



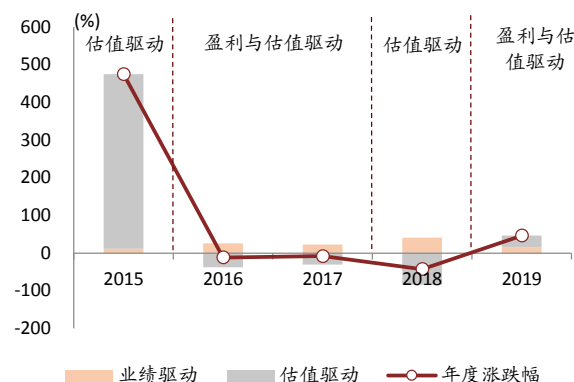
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 14：公司上市以来股价通常能够跑赢行业



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

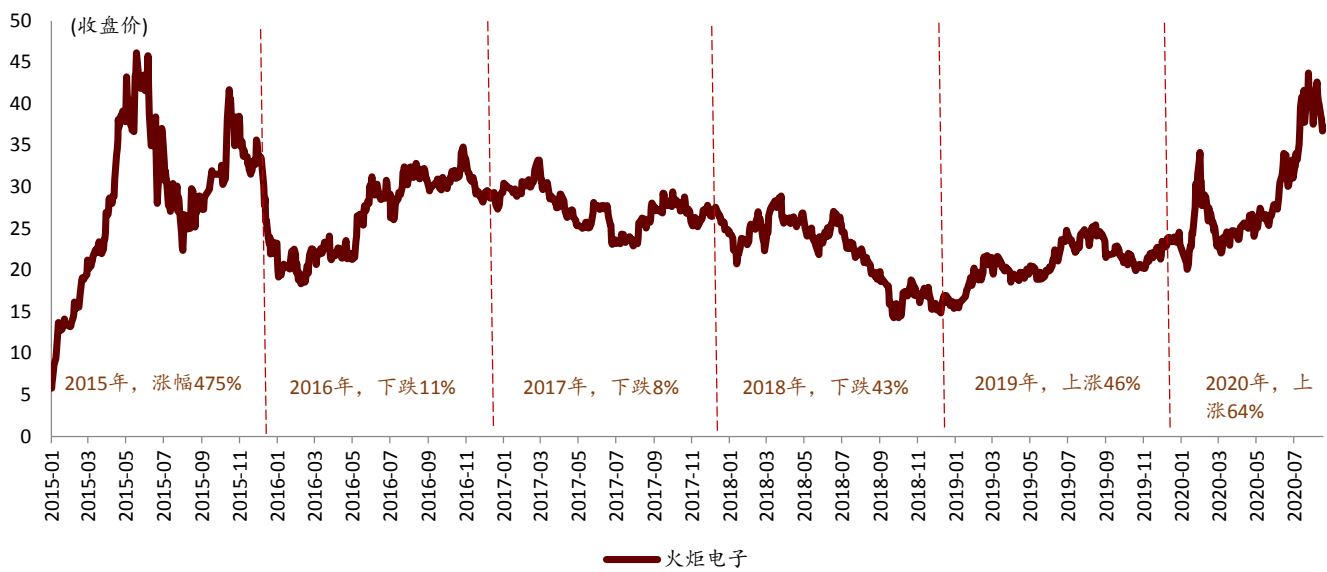
图表 15：公司股价的盈利和估值驱动因素分析



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部



图表 16: 公司历史股价表现 (截至 2020/9/11)



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



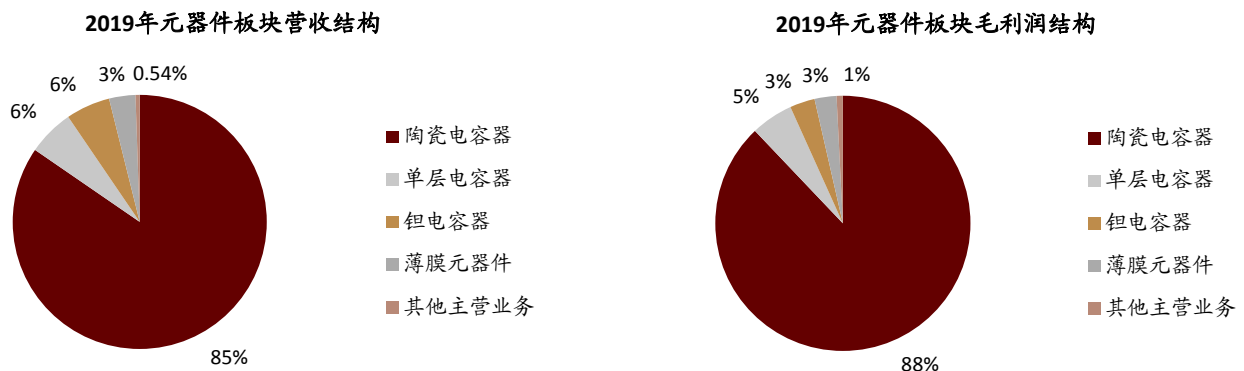
电容器业务：深耕多年，面临较好发展机遇

自产元器件业务：产销两旺，产能扩张

公司自成立以来一直专注电容器领域，主要成熟产品包括片式多层陶瓷电容器（MLCC）、引线式多层陶瓷电容器、多芯组陶瓷电容器等。公司于2016年推出“火炬牌”钽电容器，在超级电容器、脉冲功率陶瓷电容器等新产品领域开始布局，产品广泛应用于航空、航天、电力、轨道交通、船舶及通讯、新能源等高端领域。公司主要通过营销中心采用直销方式开拓国内市场，分别在北京、西安、上海、成都、武汉、洛阳、合肥、深圳、天津、杭州、南京等地设立分公司及办事处。

公司元器件板块中，陶瓷电容器占比最大。2019年公司元器件板块营收结构和毛利润结构中，陶瓷电容器分别占比85%和88%，为元器件板块的核心业务。

图表 17：火炬电子元器件板块营收及毛利润结构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 18：电容器类型

	陶瓷电容器	铝电解电容器	钽电解电容器	薄膜电容器
				
优点	1) 工作温度范围宽；2) 电容量范围宽；3) 介质损耗小；4) 稳定性高；5) 体积小，适合自动化贴片生产且价格相对较低等。	1) 电容量大；2) 价格低。	1) 电容量稳定；2) 漏电损失低；3) 受温度影响小。	1) 频率特性好；2) 较高的耐压特性。
缺点	电容量相对铝、钽电解电容器而言较小。	1) 温度特性差；2) 高频特性不佳；3) 等效串联电阻大，漏电流和介质损耗也较大。	1) 钽为资源性材料，生产量小，市场规模相对较小；2) 单价高。	体积大，难以小型化。
主要应用范围	噪声旁路、电源滤波、储能、微分、积分、振荡电路。	低频旁路，电源滤波。	低频旁路，储能、电源滤波。	滤波器，积分、振荡、定时、储能电路。

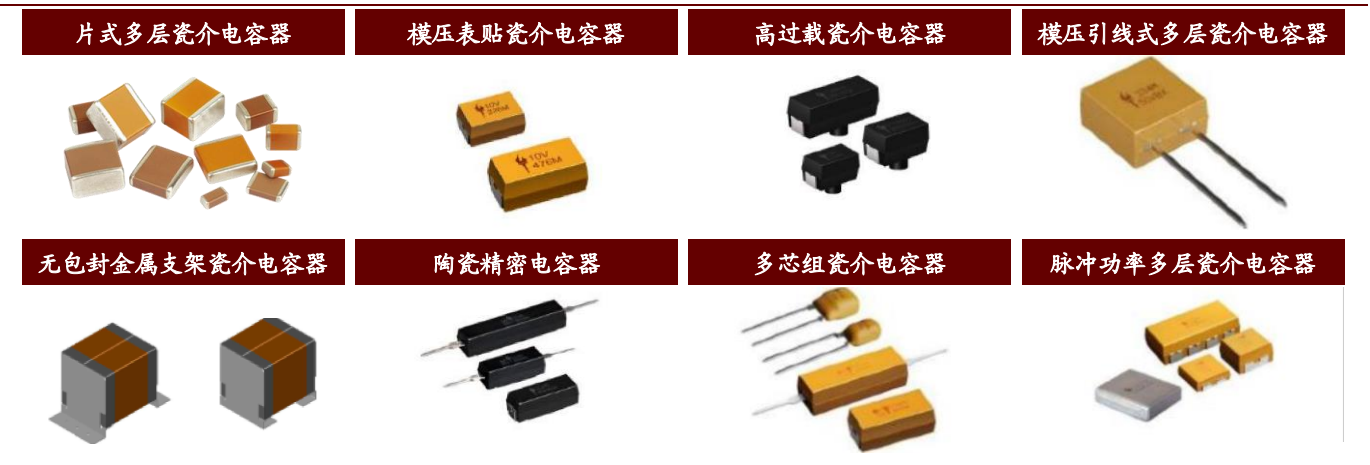
资料来源：火炬电子公开发行可转换公司债券募集说明书，中金公司研究部



陶瓷电容器

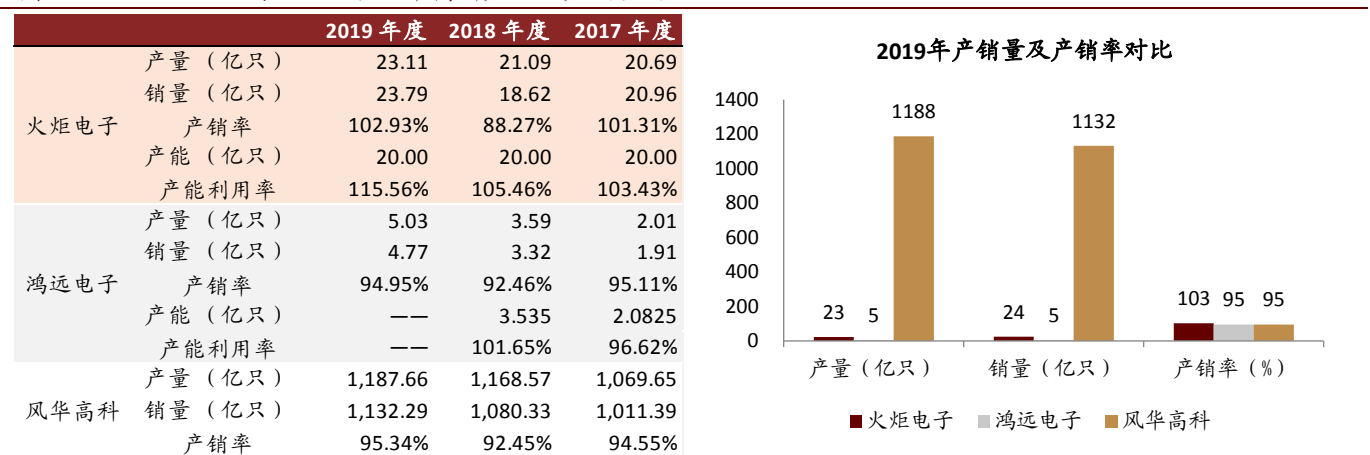
目前有 14 条陶瓷电容器生产线，正在进行产能的扩充。公司 2015 年上市以来，通过产线结构的调整，截至 2019 年底已拥有 14 条陶瓷电容生产线，产品包括片式多层陶瓷电容器（MLCC）、引线式多层陶瓷电容器、多芯组陶瓷电容器等。根据公司公告，截至 2019 年底，公司陶瓷电容器产能为 20 亿只/年。

图表 19：公司陶瓷电容器产品



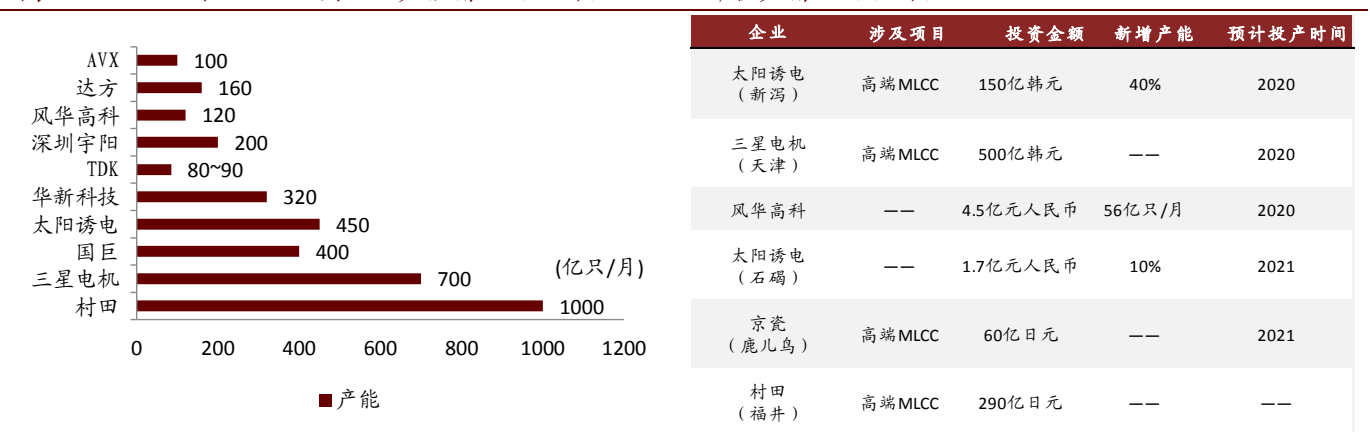
资料来源：火炬电子公开发行可转换公司债券募集说明书，公司官网，中金公司研究部

图表 20：火炬电子、鸿远电子和风华高科产能及产销量对比



资料来源：火炬电子公开发行可转换公司债券募集说明书，鸿远电子招股说明书，风华高科年报，中金公司研究部

图表 21：2019 全球 MLCC 主要企业产能情况（左图）及 2020 年扩产情况（右图）



资料来源：中国电子元件行业协会信息中心，中国产业信息网，中金公司研究部



小型化、大容量、高可靠陶瓷电容器是 MLCC 产品发展的主要趋势。MLCC 应用电压和电容值范围较大，同时兼有工作稳定范围宽、介质损耗小、体积小等特点，是当前生产规模最大、发展最快的片式元器件之一。随着 MLCC 下游应用领域产品向小型化、大容量化、高可靠性和低成本的方向发展，具有小型化、大容量、高可靠性特点的陶瓷电容器成为 MLCC 产品的主要发展趋势。

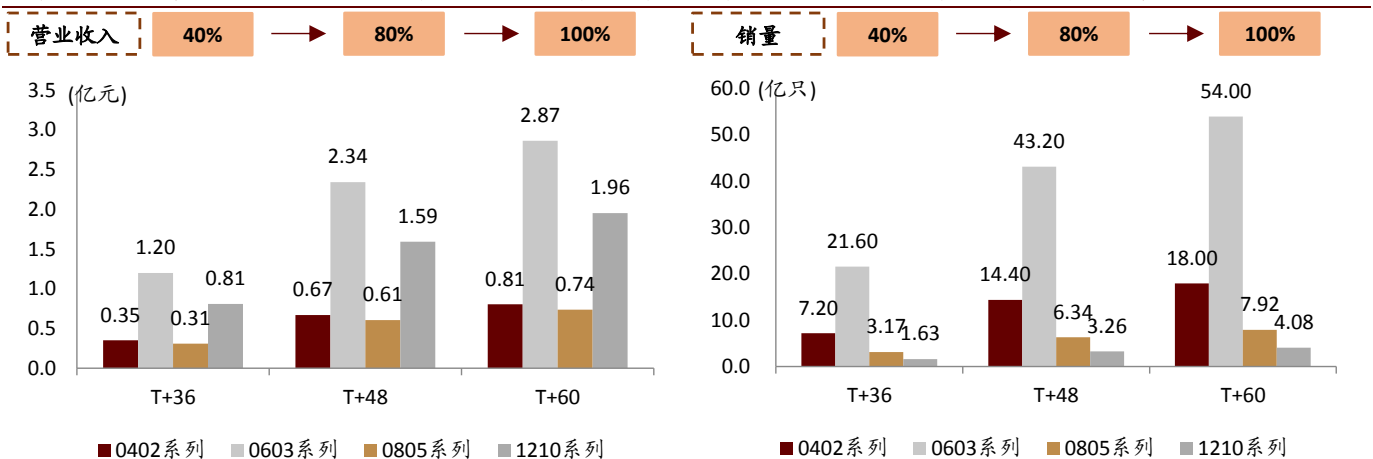
2020 年 5 月公司公开发行可转债募集资金总额 6 亿元，主要用于小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目建设（4.47 亿元）以及补充流动资金（1.53 亿元）。根据公司公告，该项目建设期 2 年，建成后 3 年内达产，完全达产后公司将年新增 84 亿只不同型号小体积薄介质层陶瓷电容器产能，年均实现销售收入 6.24 亿元，对比 19 年总收入增长 24.29%，自产业务收入增长 83.60%（新增产能应用于特种装备和消费领域等）；年平均净利润 2.30 亿元；税前内部收益率约为 27.06%。我们认为该项目的实施将有利于丰富公司产品结构，有望培育新的利润增长点。

图表 22：募资方案

项目名称	项目投资总额（亿元）	募集资金拟投入金额（亿元）
小体积薄介质陶瓷电容器高技术产业化项目	5.55	4.47
补充流动资金	1.53	1.53
合计	7.08	6.00

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 23：可转债募投项目建设期 2 年，建成后 3 年内达产，达产后营收、销量及产能释放比例测算（公司公告）



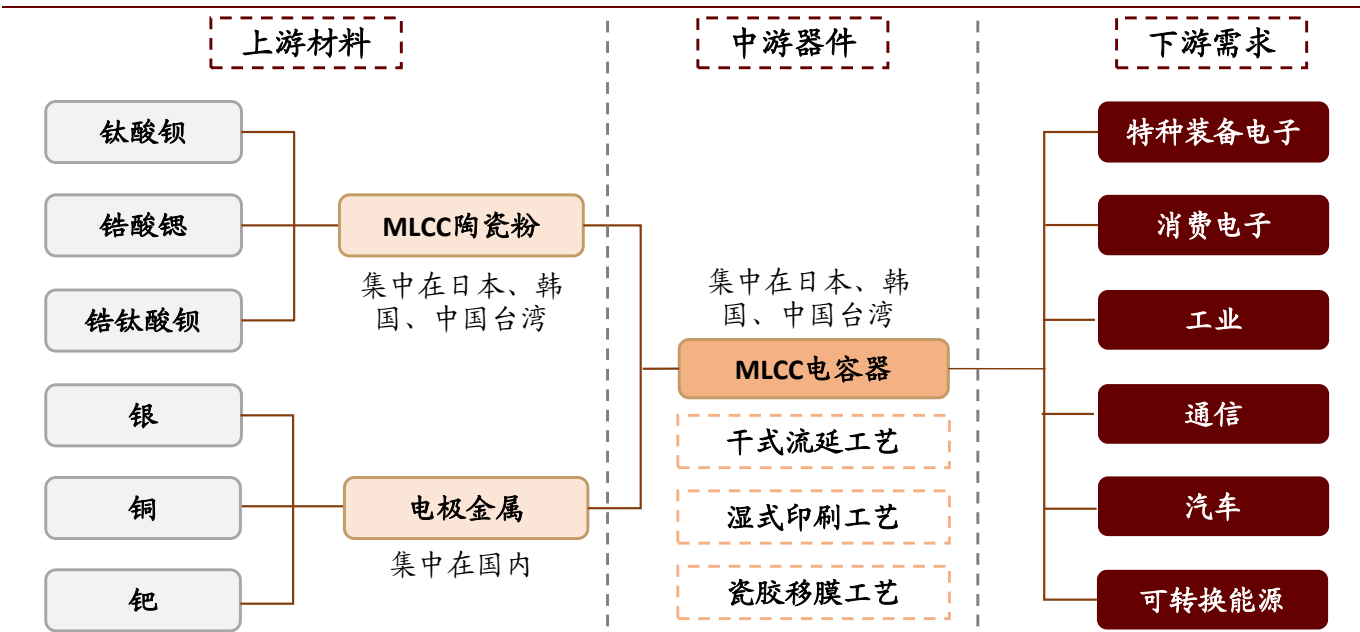
资料来源：公司公告，中金公司研究部 注：T+36 为投产后第一年；T+48 为投产后第二年；T+60 为投产后第三年

陶瓷电容器产业链及市场空间

MLCC 市场规模约占陶瓷电容器市场的 93%。陶瓷电容器可以分为单层陶瓷电容器、片式多层陶瓷电容器和引线式陶瓷电容器，其中片式多层陶瓷电容器也称 MLCC，约占陶瓷电容器市场规模的 93%。MLCC 具有低 ESR（等效串联电阻）、耐高压高温、体积小、电容范围宽等特点，被广泛应用于军民用电电子整机的振荡、耦合、滤波、旁路电路中。MLCC 以镍、锡和铜等贱金属替代传统贵金属银、钼电极，大大降低了生产成本，同时自动贴片技术的发展为 MLCC 规模化生产奠定了基础。



图表 24: MLCC 产业链

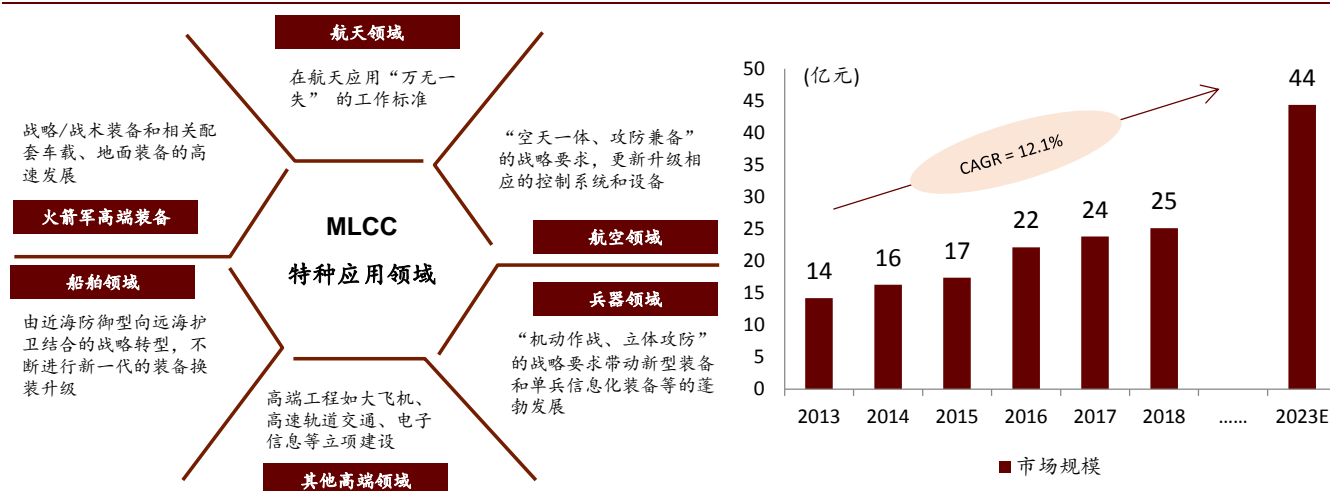


资料来源：SMD MLCC for High Power Applications-KEME，中金公司研究部

受益于装备更新换代和信息化程度提升以及国产化需求，我国特种领域高可靠 MLCC 市场前景广阔。根据鸿远电子招股说明书，2013~2018 年我国特种领域用 MLCC 市场规模的复合增长率为 12.8%，2019 年中国特种领域 MLCC 市场规模为 25.1 亿元。我们假设未来按照 12.1% 的复合增长率，预计 2023 年我国特种 MLCC 市场规模将达到 44.4 亿元。

国内 MLCC 特种应用市场格局稳定，基本由三家瓜分。MLCC 特种应用领域市场工艺质量控制难度大，准入门槛高。当前，国内能够生产可靠 MLCC 的厂家为数不多。且客户在选用 MLCC 产品时，均将配套厂家产品使用的可靠性历史作为必备条件。目前特种领域市场 MLCC 供应商主要有火炬电子、鸿远电子和宏科电子（未上市），其中火炬电子的市占率约为 1/3。

图表 25: MLCC 特种应用领域和中国 MLCC 特种应用市场规模趋势及预测



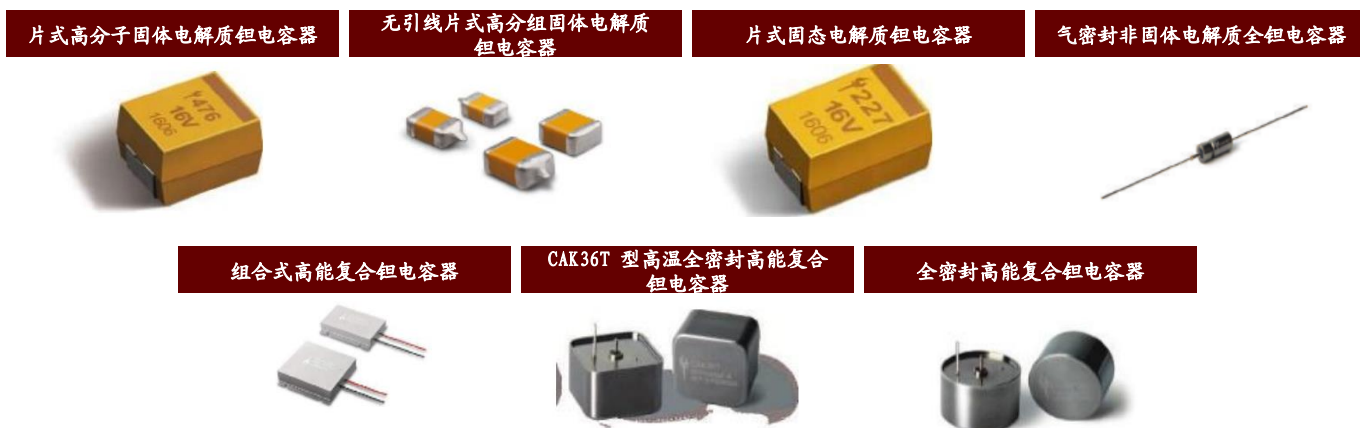
资料来源：鸿远电子招股说明书，中金公司研究部



钽电容

2016 年公司推出“火炬牌”钽电容器，布局超级电容器、脉冲功率陶瓷电容器等系列新品，主要通过营销中心采用直销方式开拓国内市场，产品广泛应用于航空、航天、船舶及通讯、电力、轨道交通、新能源等高端领域。

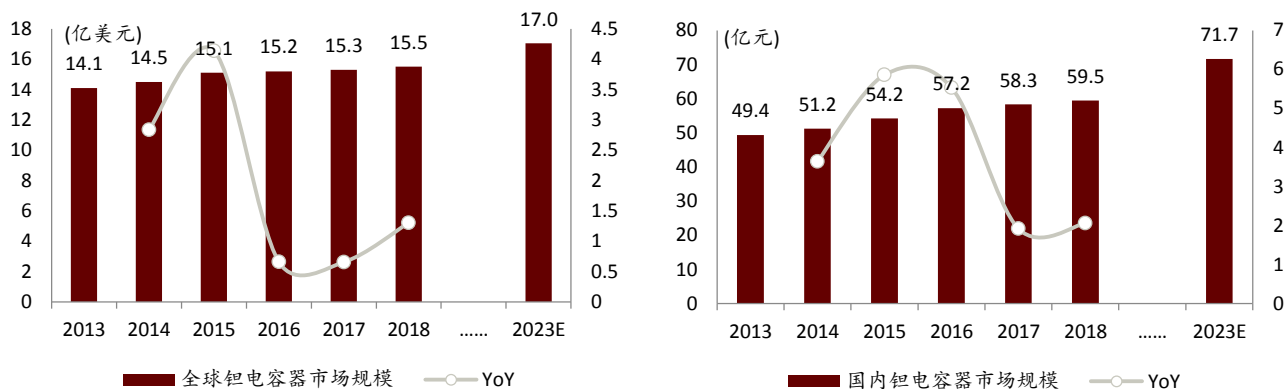
图表 26：公司钽电容超级电容产品



资料来源：公司官网，中金公司研究部

钽电容器市场规模逐渐扩大，我们预计 2023 年我国钽电容器市场将达 72 亿元。根据中国产业信息网，2018 年，全球钽电容器市场规模接近 16 亿美元，我国钽电容器市场约 60 亿元。按照前五年的复合增长率持续增长，我们预计 2023 年全球钽电容器市场规模将达 17 亿美元，我国钽电容器市场将达 72 亿元。

图表 27：全球钽电容市场规模趋势及预测（左图）和国内钽电容市场规模及预测（右图）



资料来源：中国产业信息网，中金公司研究部

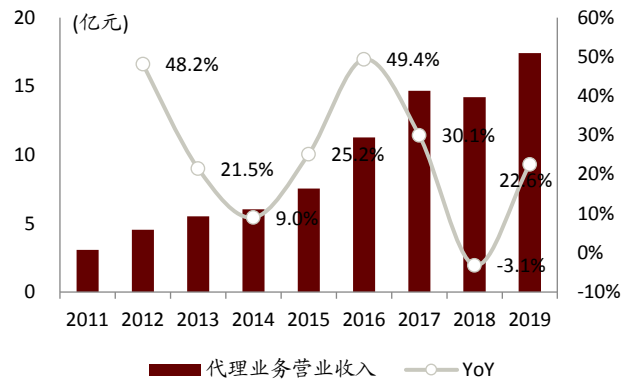
国内特种领域钽电容器主要生产厂商包括振华新云（振华科技子公司）、宏达电子、火炬电子等公司。

- ▶ **振华新云**：公司为振华科技子公司，主要生产各类钽电解电容器、铝电解电容器、片式电阻器、厚膜混合集成电路、电容器零部件等产品。
- ▶ **宏达电子**：总部位于湖南省株洲市，具有多年特种领域电子元器件研发生产经验，2017 年在深圳证券交易所创业板挂牌上市模式一家专注于高端高可靠电子元器件及电路模块研发、生产、销售及服务的的高新技术企业。公司以特种领域电容为优势，产品包多层陶瓷电容、单层陶瓷电容、薄膜电容、电感器、电阻器等多种产品。



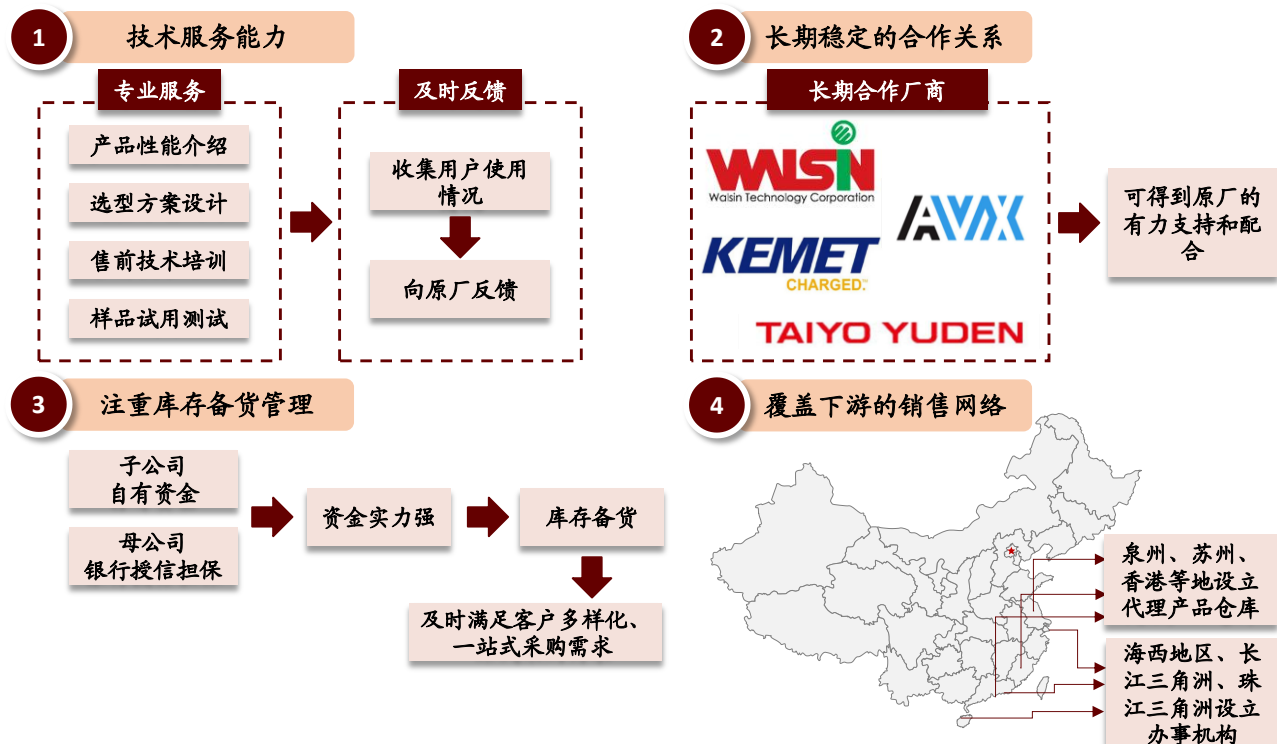
代理业务：消费电子、汽车电子、5G 通信等需求推动行业成长

公司代理业务营收近年来呈增长趋势，约占公司营收 70%。代理产品主要包括大容量陶瓷电容器、钽电解电容器、金属膜电容器、铝电解电容器、电感器、双工器、滤波器等产品，主要适用于电力、轨道交通、风能、太阳能、汽车电子、智能手机等民用市场。

图表 28：代理业务营业收入趋势

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司的代理业务为授权代理模式，主要由子公司苏州雷度、厦门雷度、火炬国际经营。公司作为授权代理商，能够从原厂得到稳定的供货，易取得原厂的价格优惠，同时可以及时掌握新产品推广资料。公司主要代理太阳诱电、KEMET、AVX 等品牌，与这些厂商多年的合作使得公司熟悉这些国际厂商的业务发展方向、产品规格型号、技术路线和营销导向，能够更好地保证产品质量和售后服务。

图表 29：公司代理业务竞争优势

资料来源：公司公告，中金公司研究部



从全球 MLCC 市场来看，Murata、Semco、TDK、太阳诱电、国巨等厂商凭借长期积累的陶瓷粉材料配方及研发技术优势，产品规格齐全，占据了全球大部分 MLCC 市场份额。大部分国际知名陶瓷电容器厂商在我国均设有生产基地，凭借技术、规模优势，占据了我国民用陶瓷电容器市场较大的份额，部分高端产品更是处于垄断地位。与国外知名厂商相比，国内的陶瓷电容器生产厂家规模偏小，产品以中低端为主，近年华新科技、宇阳、风华等国内厂商不断实现技术突破，也开始在国际市场中崭露头角。

图表 30: 2019 全球 MLCC 主要企业市场份额分布图（左图）与全球 MLCC 品牌分布格局（右）



资料来源：中国电子元件行业协会信息中心，中国产业信息网，中金公司研究部

民用 MLCC 市场需求：消费电子、汽车电子、5G 通信等需求推动行业成长。为了满足电子整机不断向小型化、大容量化、高可靠性和低成本的方向发展。MLCC 也随之迅速向前发展：种类不断增加，体积不断缩小，性能不断提高，技术不断进步，材料不断更新，轻薄短小系列产品已趋向于标准化和通用化。

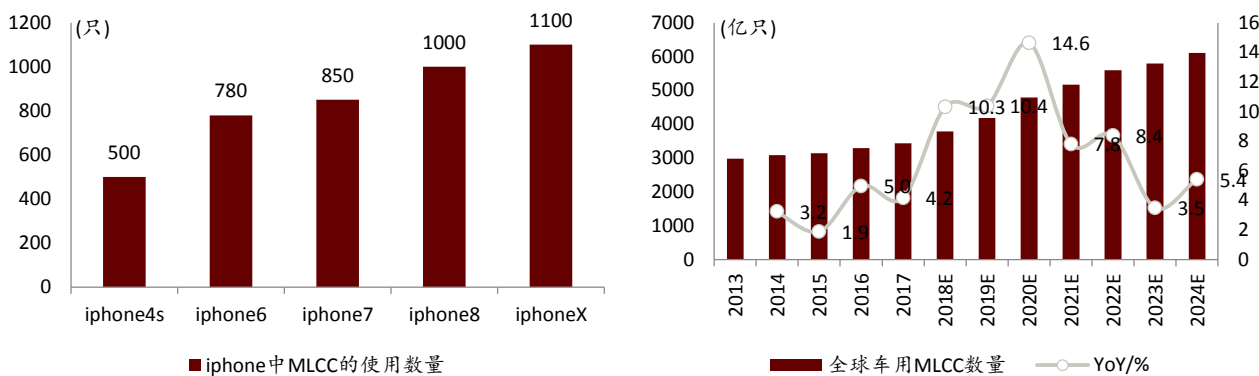
- ▶ **消费电子：**消费电子占民用 MLCC 最大消费量份额。随着消费电子产品不断升级换代，智能音频设备、个人电脑、智能手机等消费电子产品对 MLCC 的市场需求不断增加。以 iPhone 手机为例，iPhone4s 单台 MLCC 使用量为 500 颗，iPhone6 为 780 颗，iPhone7 为 850 颗，iPhone8 为 1000 颗，iPhoneX 为 1100 颗，且高规格 MLCC 占比持续增长。
- ▶ **汽车电子：**根据中国电子元件行业协会，传统燃油汽车的智能化、电动化，其动力引擎、转向引擎、发动机驱动等多个电控电路，均大量使用 MLCC。智能化程度越高，要求的控制模块越多，对 MLCC 的需求量越大。目前，平均每辆车使用的 MLCC 数量为 4000 只左右。相对于传统燃油汽车，混合动力汽车在传统汽车智能化的基础上增加了混合动力/插电混动、微混合动力、智能节油等模块，大幅提高了对 MLCC 的需求，平均每辆车 MLCC 需求量为 10000 只左右。我们预计未来几年车用 MLCC 的全球需求量年均增速将为 8% 以上。
- ▶ **5G 通信：**2019 年 6 月，我国工信部向中国电信、中国移动、中国联通和中国广电发放 5G 商用牌照，标志着中国进入 5G 商用元年。根据《2018 中国 5G 产业与应用发展白皮书》，到 2026 年，我国 5G 产业总体市场规模将达到 1.15 万亿元，相比 4G 产业总体市场规模增长接近 50%¹。5G 市场中对小型化、中压高容、高频低功耗的 MLCC 有着较大的需求量²。

¹ 《2018 中国 5G 产业与应用发展白皮书》

² 《MLCC 在 5G 领域的应用及发展趋势》



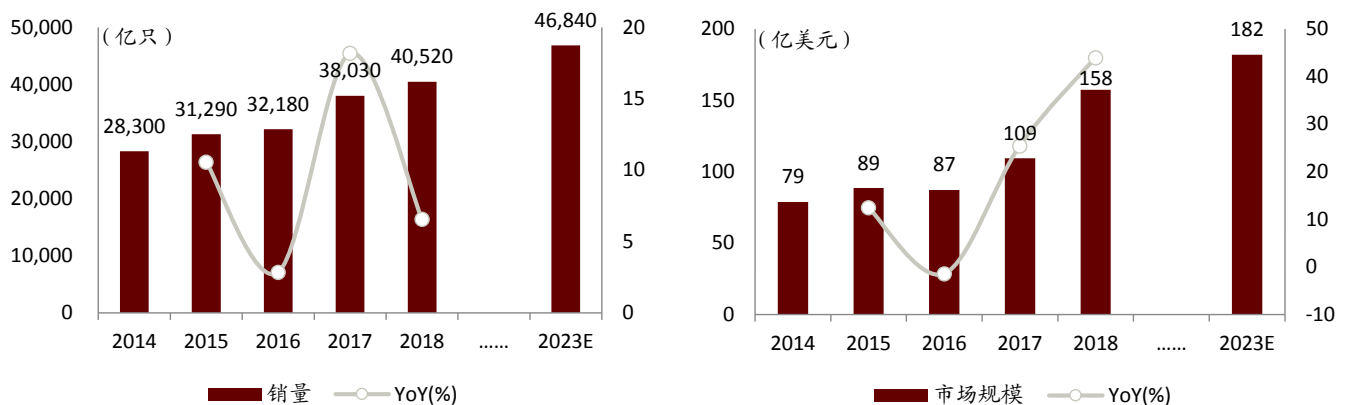
图表 31: 单台 iPhone 需要的 MLCC 数量 (左图) 及全球车用 MLCC 需求预测 (右图)



资料来源：火炬电子公开发行可转换公司债券募集说明书，观研天下，中金公司研究部

2018 年全球 MLCC 销量约为 40,520 亿只，市场规模为 157.5 亿美元。根据中国电子元件行业协会信息中心的《2019 年版中国 MLCC 市场竞争研究报告》，2018 年全球 MLCC 销量为 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%。

图表 32: 全球 MLCC 销量 (左图) 和市场规模 (右图)



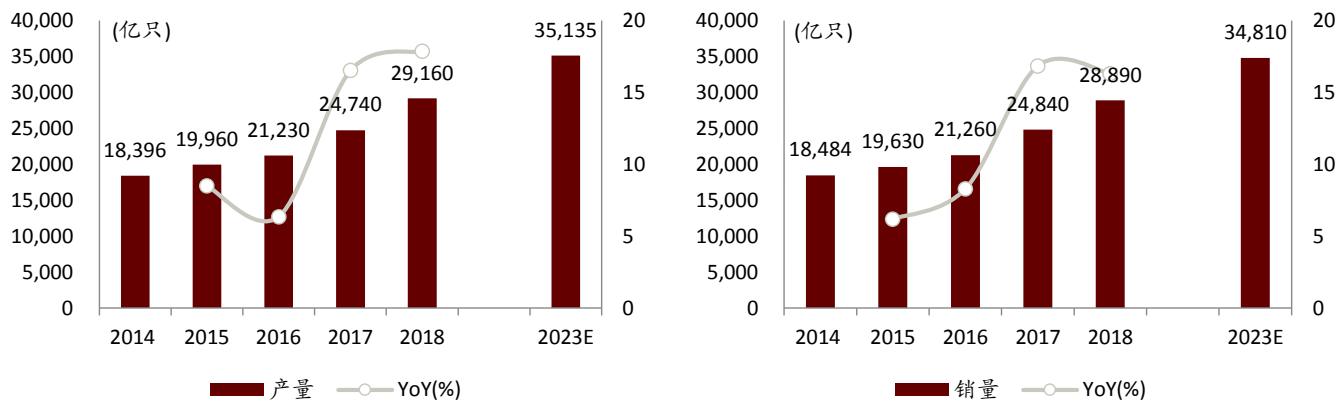
资料来源：中国电子元件行业协会信息中心，中金公司研究部

国内市场上，近几年 MLCC 的产销量显著提升。根据中国电子元件行业协会信息中心的《2019 年版中国 MLCC 市场竞争研究报告》，2018 年中国 MLCC 产量为 29,160 亿只，同比增长 17.9%，销量为 28,890 亿只，同比增长 16.3%；预计 2023 年产量将达 35,135 亿只，销量将达 34,810 亿只。

2009 年以来国内 MLCC 市场规模保持 11.06% 的复合增速。2009~2017 年，国内 MLCC 市场规模以 11.06% 的复合增长率从 225.9 亿元增长到 522.8 亿元。根据智研咨询的预测，到 2023 年我国 MLCC 市场规模将达到 836.4 亿元。

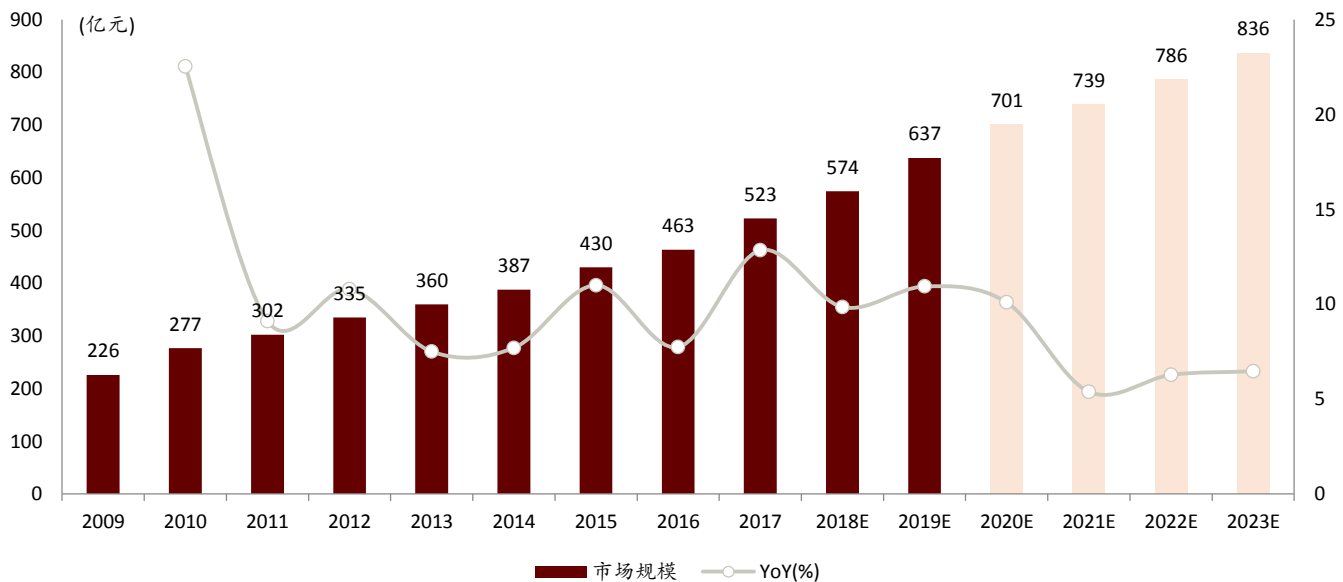


图表 33: 中国 MLCC 产量（左图）和销量（右图）趋势



资料来源：中国电子元件行业协会信息中心，中国产业信息网，中金公司研究部

图表 34: 中国 MLCC 市场规模趋势及预测



资料来源：中国电子元件行业协会信息中心，中国产业信息网，中金公司研究部



MLCC 涨价对公司业绩的影响分析：

2019 年 9 月底，中国台湾国巨和三星电机由于产能紧张，MLCC 产品启动调价，涨幅为 5%~10%。2020 年上半年由于新冠肺炎的冲击，MLCC 厂商整体复工率较低，再加上库存不足，供给端的严重收缩带来了 MLCC 价格的大幅上涨。2020 年 3 月 1 日国巨正式调涨 MLCC 报价，涨幅为 50%³。但我们判断 MLCC 涨价对公司来说整体影响不大，原因如下：

- ▶ **自产业务：**公司自产业务主要面向特定领域客户，价格较为稳定。
- ▶ **代理业务：**公司代理业务主要面向工业或消费级市场，终端产品价格变动会对生产企业产生影响，但公司作为代理商受到的影响有限。我们测算公司 2019 年代理产品的存货周转天数分别是 28 天（营收角度）和 34 天（成本角度），周期大约是 1 个月。因此，假设价格变动周期小于公司代理产品周转周期，公司从中受益，否则 MLCC 价格变动对公司影响有限。

图表 35：火炬电子库存商品周转天数（2019 年报数据）

	库存量（亿只）	单价（元/只）	账面价值（亿元）	营业收入（亿元）	周转天数（天）
陶瓷电容器	2.6367	0.2654	0.6999	6.3100	
钽电容器	0.3409	1.2354	0.4211	0.4200	
单层电容器	0.0375	4.4070	0.1653	0.4400	
薄膜元器件	0.0291	6.3738	0.1852	0.2500	
代理产品			1.3589	17.4200	28
库存商品合计			3.7212	25.2800	54

资料来源：公司公告，中金公司研究部

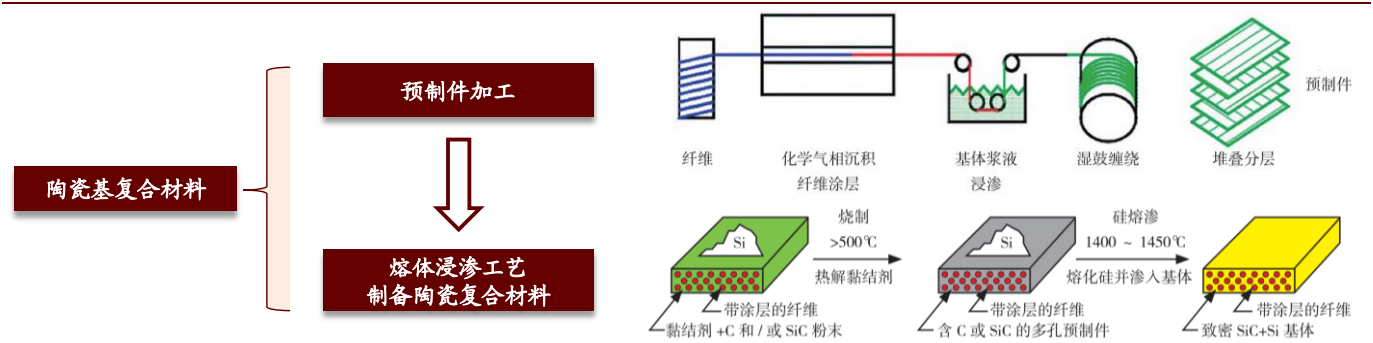
³ <https://tech.sina.com.cn/roll/2020-02-26/doc-iimxstf4405472.shtml>

新材料业务：有望成为新的利润增长点

国内唯一一家从事陶瓷基复合材料业务的上市公司

公司新材料板块主营产品为 CASAS-300 高性能特种陶瓷材料，由子公司立亚新材实施，立亚化学是原材料供应基地，提供高性能陶瓷材料的先驱体。“CASAS-300 特种陶瓷材料产业化项目”实施主体立亚新材已获得特种领域相关资质，截至 2019 年底，已完成建设三条生产线，另外三条生产线已完成纺丝、交联工序调试工作，但热解炉、热处理炉生产和交付周期较长，相关设备受供应商产能排期影响，交付时间延后。公司公告将项目延期至 2020 年 9 月。立亚化学作为高性能陶瓷材料的先驱体（PCS）产业化基地，已全面完成主体建设、设备安装、调试、试生产方案、环境、安全应急预案申报等一系列前置工作，2020 年已计划试投产。

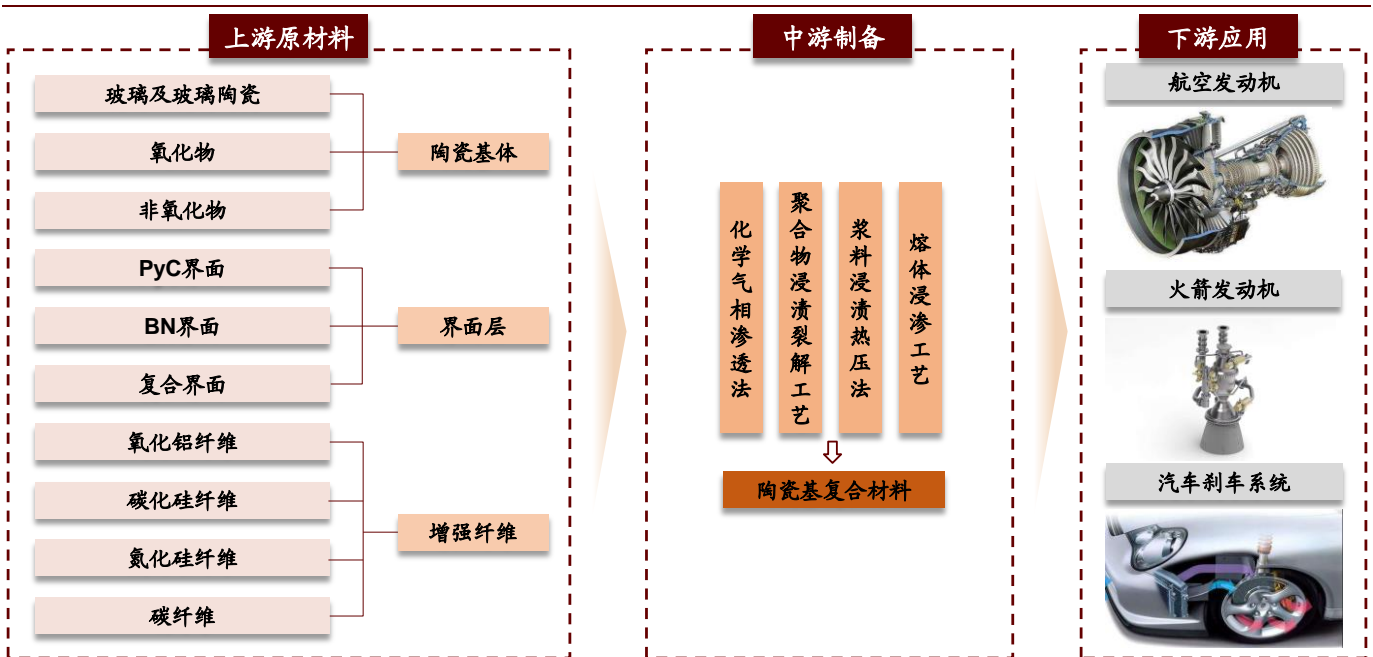
图表 36：陶瓷基复合材料生产过程



资料来源：《GE 的陶瓷基复合材料发展概述》，中金公司研究部

特种陶瓷材料是高性能材料发展的重点领域之一。20 世纪 70~80 年代，美国与日本陆续开展高性能陶瓷材料研发。目前世界上仅有美国和日本等少数国家能够实现高性能陶瓷材料批量供应。国内有部分高校较早地开展陶瓷新材料技术和工艺的研究，目前火炬电子等一些企业也已开展陶瓷基体材料等新型材料的研发、生产和应用拓展。

图表 37：陶瓷基复合材料产业链



资料来源：《连续纤维增强陶瓷基复合材料的研究进展》，《陶瓷基复合材料研究现状和应用前景》，中金公司研究部



陶瓷基复合材料性能优异，在航空发动机高温部件上有较大应用市场

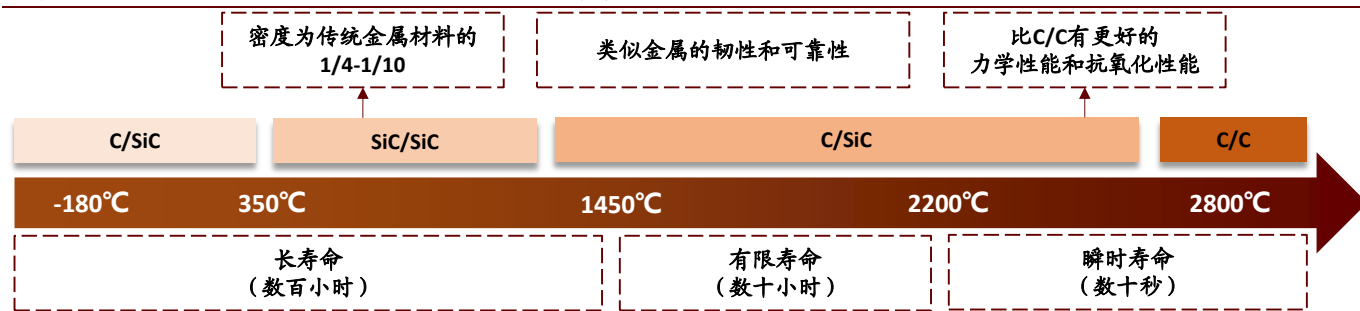
高性能特种陶瓷材料也被称作先进陶瓷、新型陶瓷，主要是指以高纯度人工合成的无机化合物为原料，采用现代材料工艺制备，具有独特和优异性能的陶瓷材料。因此，该材料被用于陶瓷基复合材料（CMC）的制备，具有低密度、高温抗氧化、耐腐蚀、低热膨胀系数、低蠕变等优点，在航空/航天/兵器/船舶等高新技术领域有着广泛应用。

图表 38：陶瓷基复合材料与高温合金对比

	耐高温性	热膨胀系数	密度
陶瓷基复合材料	1450°C 具有长寿命 2000°C 具有有限寿命	$3\sim 4 \times 10^{-6}/K$ 热膨胀系数低，高温不易变形	$2\sim 3g/cm^3$ 密度仅为高温合金的 $1/3\sim 1/4$
高温合金	1100°C 左右	$14 \times 10^{-6}/K$	$8\sim 9g/cm^3$

资料来源：《浅谈陶瓷基复合材料的分类及性能特点》，中金公司研究部

图表 39：陶瓷基复合材料在不同温度下的特性及寿命

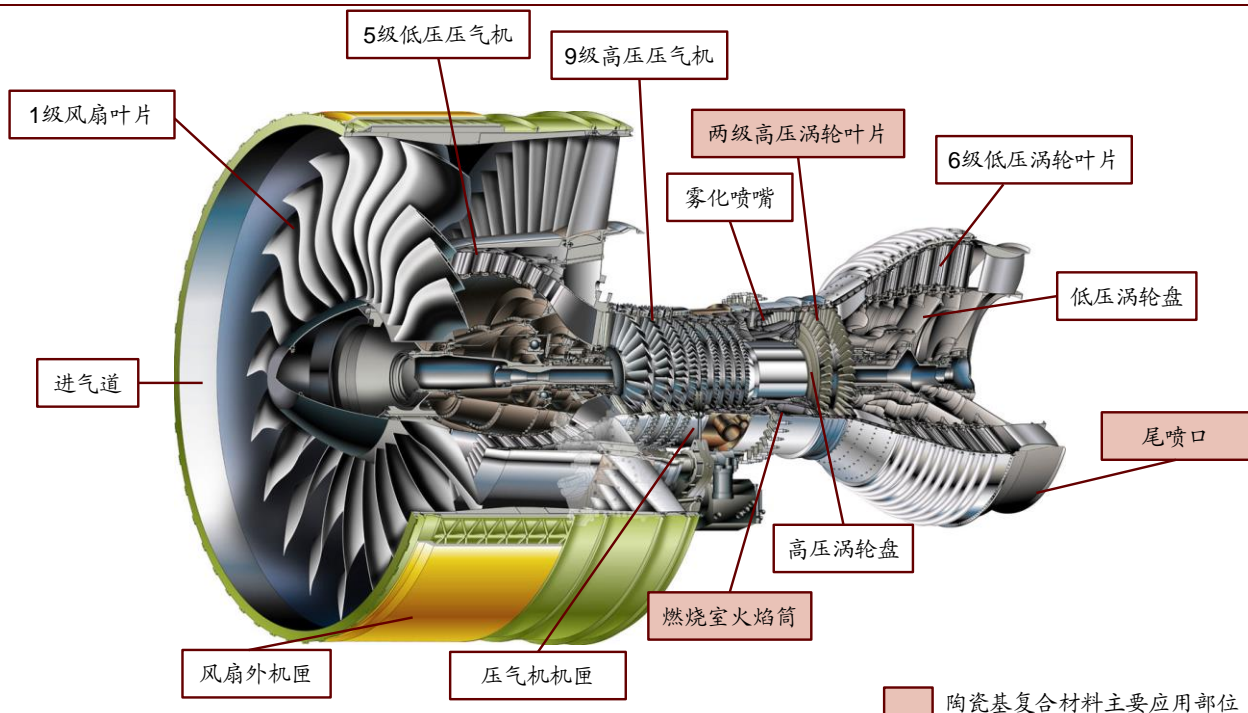


资料来源：西安鑫珪公司官网，中金公司研究部

现有的高温合金体系已经难以满足先进航空发动机的性能需求，必须开发新型轻质、高强度、耐高温、长寿命的热端部件材料。陶瓷基复合材料低密度、高温抗氧化、耐腐蚀、低热膨胀系数、低蠕变等性能特点使其成为替代高温合金在航空发动机高温部件上应用最有应用潜力的材料。综合对比国内外航空发动机用 CMC-SiC 构件的研究进展，虽然国内在制备技术方面取得了很大的进展，达到了国际先进水平，但是在构件考核验证和应用方面尚处于起步阶段，应用范围和累计考核时间等均非常有限，与国外工程化应用研究存在巨大差距。



图表 40: 陶瓷基复合材料在航空发动机上的应用 (以 GP7000 为例)



资料来源: 航空制造网, 中金公司研究部

图表 41: 陶瓷基复合材料在航空发动机上的应用

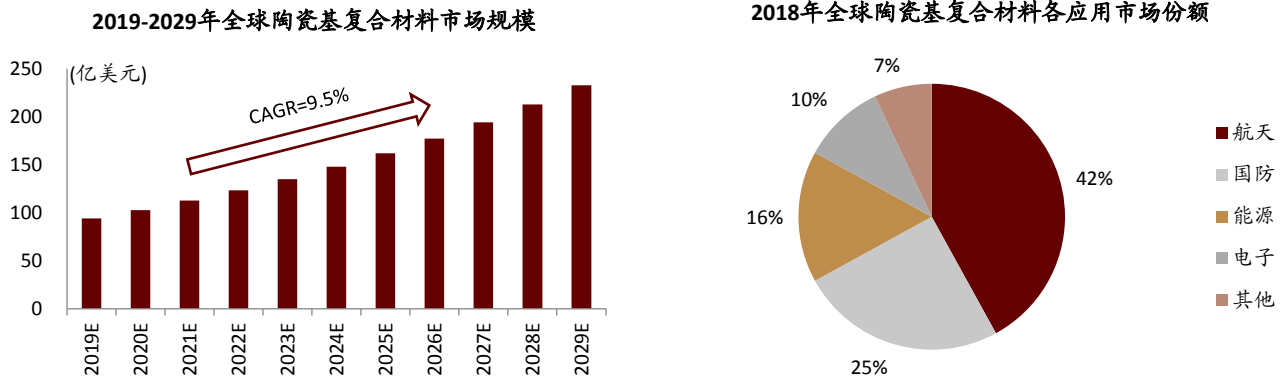
涡轮		Trent800发动机 (B777) SiC → 涡轮外环 可大幅度节省冷却气量, 提高工作温度, 降低结构重量并提高使用寿命		LEAP-X发动机 (C919) 2010年9月 CMC-SiC → 高压涡轮外环 质量减轻2/3, 推力提高10%, 随部件和整机完成20000h试验
		F414发动机 (F/A-18E/F) 20世纪90年代 CMC-SiC → 涡轮导叶和动叶 耐温性明显高于带冷却叶片		F414发动机 (F/A-18E/F) 20世纪90年代 CMC-SiC → 燃烧室火焰筒 工作温度提升, 寿命变长, 需要的冷却空气减少
		EJ200发动机 (EF-2000) 20世纪80年代 SiCf/SiC → 燃烧室火焰稳定器 通过验证, 高温高压下未受损伤		F119发动机 (F-35) 21世纪初期 SiCf/SiC → 尾喷口调节片和密封片 减重、隐身并提高耐久性
燃烧室		M88-2发动机 (“阵风” D) 1996年 C/SiC → 尾喷口调节片 强度可保持250MPa (25~700°C) 左右, 相比镍基高温合金减重30%		F100发动机 (F-15/F-16) 21世纪初期 CMC-SiC → 密封片 累计工作1300h, 1200°C/100h, 减重50%~60%
		F110发动机 (F-16) 20世纪90年代 CMC-SiC → 尾喷口调节片 累计工作时间500h, 1200°C/100h, 增加推力35%		
尾喷口				

资料来源: 《碳化硅陶瓷基复合材料在航空发动机上的应用需求及挑战》, 《陶瓷基复合材料在欧美军民航空发动机上的发展》, 中金公司研究部



全球范围来看，根据 markets and markets 预测，2019 年陶瓷基复合材料市场空间约为 94 亿美元，预计到 2029 年将扩大至 233 亿美元。从下游应用领域来看，特种装备行业是陶瓷基复合材料最主要的应用领域，合计占比高达 67%，其中航空航天领域占比最高为 42%（2018 年数据）。

图表 42: 2019~2029 年全球陶瓷基复合材料市场规模预测和各应用市场份额



资料来源: markets and markets, Grand viewer research, 中金公司研究部

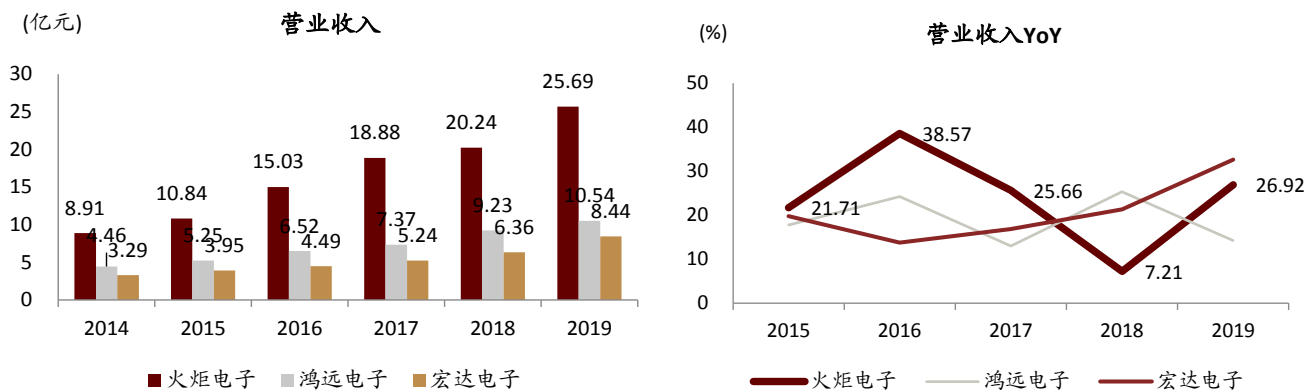


同行业对比：规模大，毛利率和期间费用率低

同行业中，与火炬电子同样主营电容器业务的上市公司有鸿远电子和宏达电子。鸿远电子主营业务为 MLCC 为主的电子元器件自产和代理两大业务板块。宏达电子以特种领域钽电容为优势，产品包多层陶瓷电容、单层陶瓷电容、薄膜电容、电感器等多种产品。

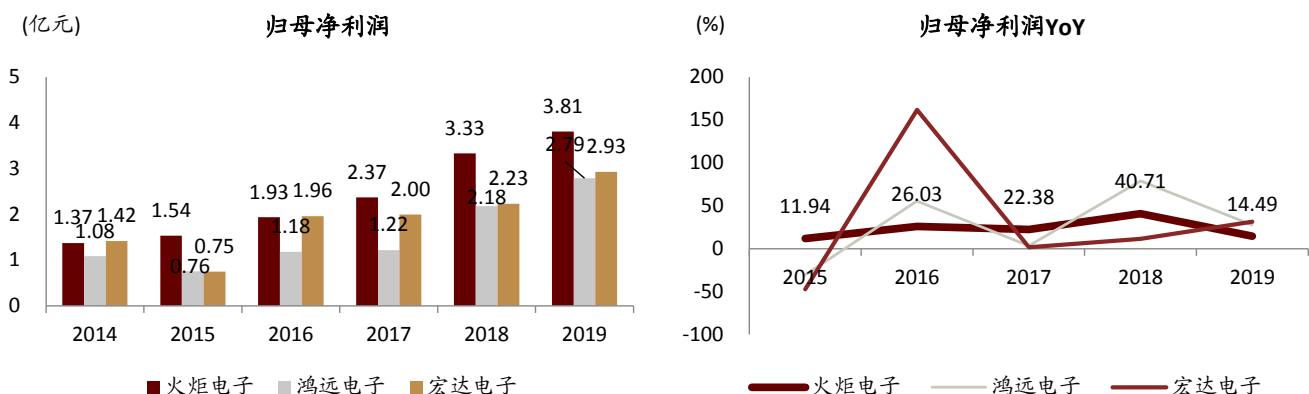
- ▶ 从营业收入和归母净利润来看，火炬电子比同行业公司高，主要是因为公司多年专注电容器业务形成了显著的技术优势、质量优势、资质优势和营销渠道及专业服务优势。
- ▶ 从毛利率和净利率来看，火炬电子均低于行业平均水平。因为公司毛利率较低的代理业务（2019 年毛利率为 15.65%）营收占比约为 70%。
- ▶ 从期间费用率来看，火炬电子低于行业平均水平，表明公司的费用管控能力较同行业公司强。

图表 43：同行业营业收入及其 YoY 对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

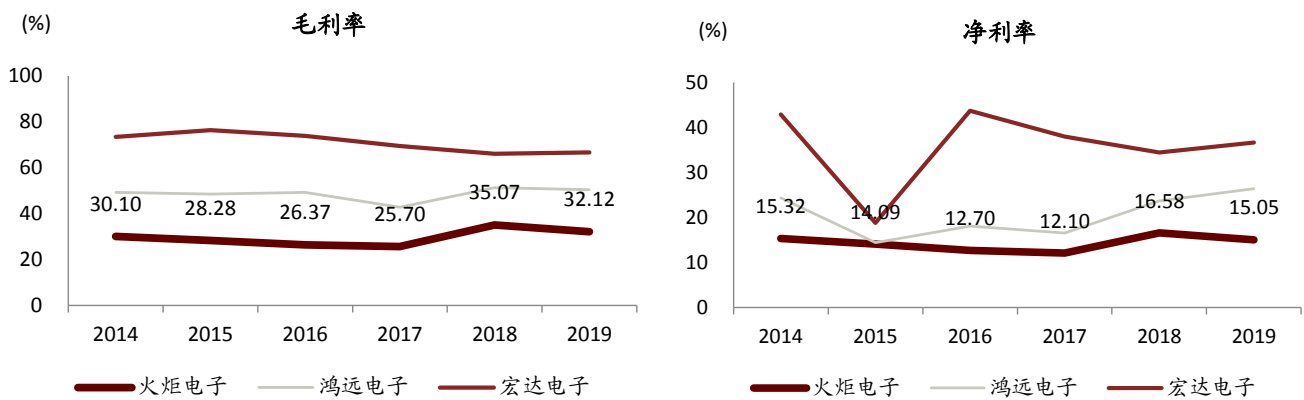
图表 44：同行业归母净利润及其 YoY 对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

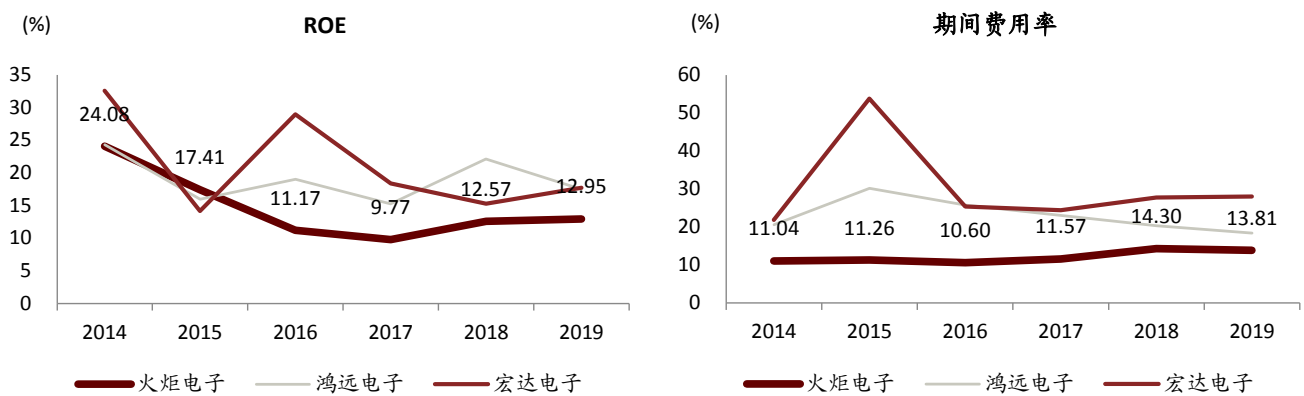


图表 45: 同行业毛利率及净利率对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 46: 同行业 ROE 及期间费用率对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部



给予“跑赢行业”评级，目标价 53.11 元

盈利预测

我们预计公司 2020 年~2022 年营业收入分别为 36.03 亿元、46.56 亿元、56.49 亿元，净利润分别为 5.30 亿元、6.78 亿元、8.58 亿元，CAGR 为 27.3%。

- ▶ 自产元器件：我们预计公司自产元器件业务将保持持续增长，将受益于装备信息化需求增加以及国产替代。
- ▶ 代理产品：公司代理业务下游客户需求旺盛，且公司不断丰富代理产品品类。我们预计代理业务将保持稳健增长。
- ▶ 自产新材料：我们预计公司在新材料领域的拓展将会逐见成效，未来三年新材料业务保持高速增长。

图表 47：分产品收入预测

分产品主营业务收入（百万元）和增速	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
自产元器件	410	540	746	967	1,341	1,676
(+/-%)	11.0%	31.5%	38.3%	29.6%	38.6%	25.0%
代理产品	1,467	1,421	1,742	2,524	3,148	3,706
(+/-%)	30.0%	-3.2%	22.6%	44.9%	24.7%	17.7%
自产新材料	6	26	44	74	129	229
(+/-%)	0.0%	296.0%	70.6%	70.0%	73.5%	77.2%
其他	4	38	38	38	38	38
(+/-%)	-12.3%	820.1%	-1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	1,888	2,024	2,569	3,603	4,656	5,649
(+/-%)	25.7%	7.2%	26.9%	40.2%	29.2%	21.3%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 48：分产品毛利预测

分产品毛利（百万元）和毛利率	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
自产元器件	292	382	504	662	923	1,157
%	71.1%	70.8%	67.5%	68.4%	68.8%	69.0%
代理产品	189	309	273	442	485	542
%	12.9%	21.8%	15.6%	17.5%	15.4%	14.6%
自产新材料	2	16	32	54	89	150
%	29.2%	60.7%	72.8%	72.8%	69.0%	65.6%
其他	2	3	17	13	13	13
%	54.7%	8.6%	44.6%	35.9%	35.9%	35.9%
合计	485	710	825	1,171	1,510	1,863
%	25.7%	35.1%	32.1%	32.5%	32.4%	33.0%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 49：财务报表预测

损益表（人民币百万元）	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,888	2,024	2,569	3,603	4,656	5,649
营业成本	1,403	1,314	1,744	2,432	3,146	3,786
税金及附加	11	14	16	22	28	34
销售费用	73	108	131	184	238	289
管理费用	97	117	141	208	268	326
研发费用	36	36	56	83	107	130
财务费用	12	29	26	25	19	23
资产减值准备	15	24	7	18	18	17
投资收益	24	23	6	6	6	6
营业利润	283	418	470	652	834	1,054
营业外收入	0	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0	0
利润总额	282	417	470	651	833	1,054
所得税	54	81	83	115	147	186
归属于母公司所有者净利润	237	333	381	530	678	858
现金流量表						
经营活动现金流净额	86	133	232	364	122	423
投资活动现金流净额	-212	-177	68	-323	-319	-325
融资活动现金流净额	-69	-25	-66	456	-34	-52
资产负债表						
货币资金	283	218	442	940	709	755
应收款项	773	842	1,190	1,517	2,064	2,504
预付账款	6	5	11	16	20	25
存货	347	565	708	987	1,277	1,536
流动资产合计	2,300	2,454	2,890	3,957	4,706	5,603
固定资产	566	630	671	728	794	866
在建工程	129	269	415	541	649	742
无形资产	95	153	144	162	180	196
非流动资产合计	1,014	1,302	1,527	1,737	1,937	2,129
资产总计	3,313	3,756	4,417	5,693	6,643	7,732
短期借款	260	401	318	318	318	318
应付票据	0	0	15	21	27	33
应付款项	366	348	601	838	1,084	1,304
预收账款	2	2	0	0	0	0
流动负债合计	711	832	1,077	1,335	1,631	1,901
长期负债合计	49	95	158	686	716	747
负债总计	760	926	1,236	2,021	2,348	2,649
归属于母公司所有者权益合计	2,524	2,778	3,113	3,598	4,213	4,991
负债和权益	3,313	3,756	4,417	5,693	6,643	7,732
财务指标						
毛利率	25.7%	35.1%	32.1%	32.5%	32.4%	33.0%
息税前利润率	15.6%	22.0%	19.3%	18.8%	18.3%	19.1%
净利润率	12.5%	16.5%	14.8%	14.7%	14.6%	15.2%
净资产收益率	9.4%	12.0%	12.3%	14.7%	16.1%	17.2%
总资产收益率	7.1%	8.9%	8.6%	9.3%	10.2%	11.1%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：此表中毛利=营业收入-营业成本；第二页财务数据中毛利率=（营业收入-营业成本-税金及附加）/（营业收入）

投资建议

当前公司股价对应 2020/2021 年 31.8x/24.9x P/E。我们认为，公司具有竞争优势，随着小体积薄介质层陶瓷电容器项目逐渐建成投产，自产电容器业务未来会有较大增长；在新材料业务领域的拓展将逐见成效，公司竞争力不断强化，市场认可度有望进一步提升。我们认为公司当前估值未能反映公司竞争力，基于 SOTP 估值法，1）自产业务应用于高端领域，参考航空航天科技行业估值中枢，给予 2021 年 45X P/E；2）代理业务主要是工业和消费级产品，参考风华高科、三环集团等同行业公司给予 2021 年 20X P/E；3）新材料业务目前正处于培育期，给予 2021 年 8X P/S。综上，给予公司 53.11 元目标价，对应 2020/2021 年 45.4x/35.4x P/E，潜在涨幅 43%。



图表 50: SOTP 估值

SOTP	Rmb mn	2017	2018A	2019A	2020E	2021E
自产元器件						
净利润		142.38	179.19	233.01	299.39	414.50
净利率		35%	33%	31%	31%	31%
P/E						45.0
市值						18,652
代理产品						
净利润		92.37	145.14	125.95	199.87	217.79
净利率		6%	10%	7%	8%	7%
P/E						20.0
市值						4,356
新材料						
营业收入		6.48	25.68	43.81	74.47	129.21
P/S						8.0
市值						1,034
各业务市值加总						24,042
全面摊薄总股本 (百万股)						453
股价						53.11

资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部

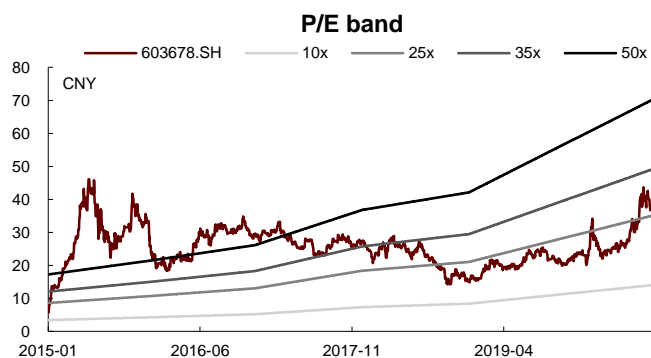
图表 51: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价 09-11	市值 (百 万元)	每股收益 (财报货币)			市盈率			市净率			财报货币	交易货币
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
603267.SH	鸿远电子	68.59	15,872	1.34	1.48	1.94	51.1	46.5	35.4	7.6	6.5	5.6	CNY	CNY
300726.SZ	宏达电子	40.32	16,131	0.73	0.99	1.31	53.1	40.8	30.8	8.8	8.0	6.8	CNY	CNY
000733.SZ	振华科技*	39.57	20,371	0.58	0.71	0.90	68.4	55.6	44.0	3.8	3.6	3.3	CNY	CNY
002179.SZ	中航光电*	45.14	49,694	0.97	1.11	1.29	46.4	40.7	35.0	6.1	5.3	4.7	CNY	CNY
002025.SZ	航天电器*	47.44	20,352	0.94	1.14	1.43	50.6	41.7	33.3	6.7	5.9	5.1	CNY	CNY
平均值			24,484	0.91	1.08	1.37	53.9	45.1	35.7	6.6	5.9	5.1		
中值			20,352	0.94	1.11	1.31	51.1	41.7	35.0	6.7	5.9	5.1		
000636.SZ	风华高科	29.50	26,408	0.38	0.77	1.27	89.7	38.3	23.2	4.4	4.3	3.7	CNY	CNY
300408.SZ	三环集团*	26.15	45,445	0.50	0.75	1.04	52.2	34.8	25.1	6.1	5.4	4.7	CNY	CNY
603989.SH	艾华集团	27.46	10,734	0.87	1.04	1.29	28.2	26.5	21.4	4.5	4.2	3.8	CNY	CNY
600563.SH	法拉电子*	65.44	14,724	2.03	2.25	2.56	32.3	29.1	25.5	5.6	5.2	4.8	CNY	CNY
平均值			24,328	0.94	1.20	1.54	50.6	32.2	23.8	5.1	4.8	4.2		
中值			20,566	0.69	0.90	1.28	42.2	32.0	24.1	5.1	4.7	4.3		
603678.SH	火炬电子*	37.26	16,866	0.84	1.17	1.50	44.2	31.8	24.9	5.4	4.7	4.0	CNY	CNY

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期；标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

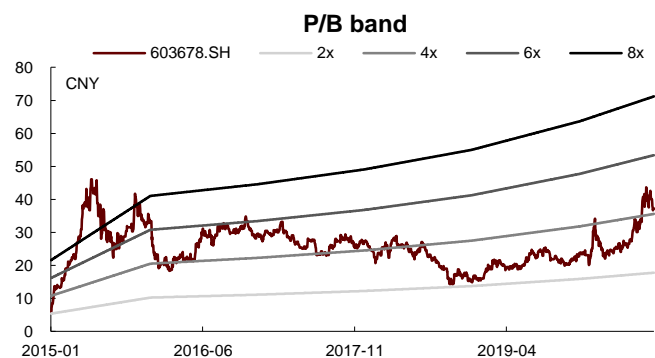
资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 52: 历史 P/E



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 53: 历史 P/B



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部



风险提示

下游市场需求变动风险

陶瓷电容器作为基础电子元件，在消费电子、医疗电子设备、工业控制设备、安防等领域均有较大规模的应用。陶瓷电容器市场需求规模变动与下游各个产业领域的市场规模及需求变动具有较强的相关性。随着消费电子、5G、汽车电子等下游市场的快速发展，公司近年来营业收入实现较快增长。如果下游市场规模或者其增长速度出现不利调整，公司以陶瓷电容器为主的电子元器件业务收入也将受到一定程度的影响。

市场竞争风险

公司主要产品电容器所属的电子元件制造行业为资金、技术密集型行业。大部分国际知名电容器生产企业已形成技术、规模优势，占据电容器市场较大份额，国内的电容器生产企业规模、技术、产品结构与国际知名电容器生产企业仍然存在一定的差距。区别于传统应用领域，5G、汽车电子、消费电子等对电容器产品尤其高性能电容器产品的市场需求将得到快速释放。如果国内电容器生产企业不能通过加大资金投入，持续完善产品结构来积极应对新型市场需求，则在与国际知名企业的竞争中将处于不利地位。

经营规模扩大导致的管理风险

为了保证公司持续快速发展，公司持续加大资金投入，资金规模、人员规模、业务规模等都有一定程度的提升。2020 年 5 月公司公开发行可转债，募集资金用于小体积薄介质层陶瓷高技术产业化项目，该项目的实施有利于丰富公司产品结构，培育新的利润增长点。随着募投项目的实施，公司经营规模将得到进一步提升。经营规模的不断扩大对公司生产、销售、财务、人力资源等方面的管理水平都提出更高的要求。如果公司不能持续提升管理水平，建立与经营规模相适应的管理流程以及内部控制制度，将在一定程度上影响公司的持续快速发展。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

