

2015-1-14

公司报告(点评报告)


评级


首次
火炬电子 (603678)

军用陶瓷电容器知名厂商

 建议询价区间: 0~0
 上市首日定价区间: 0~0


分析师: 高小强


 (8621) 68751090

 gaoxq1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513070002

联系人: 莫文宇

 (8627)65799824

 mowu@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514090001

联系人:



发行数据

总股本(万股)	12,480.00
发行数量(万股)	4,160.00
网下发行(万股)	
网上发行(万股)	1,660.00
保荐机构	
发行日期	2015-1-14
发行方式	网下询价, 上网定价

报告要点
■ 火炬电子是国内军用和民用高端电容器市场的知名供应商

公司主要从事电容器及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务, 其主营业务包括自产业务和代理业务。自产业务包括军用和民用用途, 主要适用于航空、航天等军工市场及工业控制设备、消费类电子产品等民用市场。代理业务主要通过下属公司完成, 主要适用于电力、轨道交通、汽车电子、智能手机等民用市场。

■ 自产业务和代理业务的优势

在自产业务上, 公司有技术优势、质量优势、军工资质优势、销售渠道和专业服务优势、用户及品牌优势; 在代理业务上, 公司有较强的技术服务能力, 能为客户提供专业的售前售后服务, 与上游原厂有着长期、稳定的合作关系, 能得到原厂的有力支持和配合。

■ 募资将提升公司市场竞争力与赢利能力

募资用于建设的高可靠多层陶瓷电容器生产线、多芯组陶瓷电容器生产线、脉冲功率多层陶瓷电容器生产线将丰富公司的产品生产品种及质量, 增加新的利润增长点, 提高公司的盈利能力。

■ 盈利预测

我们预计公司 2014-2016 年销售收入为 9.25、10.78、12.57 亿元, 归属于母公司所有者的净利润为 1.45、1.70、2.03 亿元, 按发行新股摊薄后计算的 EPS 分别是 0.87、1.02、1.22 元。比较相关企业估值状况, 我们认为公司相对 2015 年合理的估值水平为 15-20 倍, 股价的合理区间应为 15.3-20.4 元。

主要财务指标

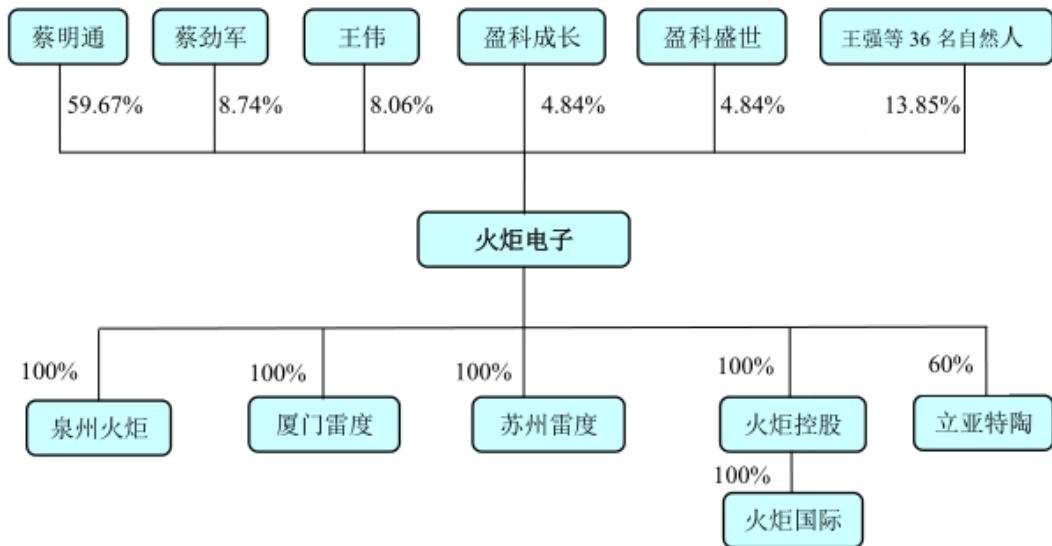
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	804	925	1078	1257
增长率(%)	13%	15%	17%	17%
归属母公司所有者净利润(百万元)	120.9	144.6	170.4	202.5
增长率(%)	7%	20%	18%	19%
每股收益(元)	0.969	1.158	1.024	1.217
净资产收益率(%)	23.6%	22.7%	14.1%	14.6%
每股经营现金流(元)	0.58	0.76	0.90	0.99

公司概况介绍

股权结构

火炬电子成立于 2007 年 12 月 20 日，系在火炬电子厂以 2007 年 10 月 31 日为基准日进行整体改制的基础上，火炬电子厂原股东以火炬电子厂经评估净资产折股出资，同时由其原股东蔡明通、蔡劲军以及其他管理人员、核心技术人员、部分员工以现金出资共同发起设立的股份公司。本次发行前，蔡明通先生持有公司 59.67% 的股份，担任公司董事长；蔡劲军先生系蔡明通先生之子，持有公司 8.74% 的股份，担任公司副董事长、总经理；蔡明通是本公司控股股东，蔡明通、蔡劲军是本公司实际控制人。本次发行前公司总股本为 12,480 万股，本次公开发行股票的数量不超过 4,160 万股，占发行后公司总股本的比例不低于 25.00%，全部为新股发行，本次发行原股东不公开发售老股。

图 1：公司股权结构示意图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

本次发行前公司总股本为12,480万股，假设本次公开发行股份数量为4,160万股，本次发行前公司股本结构如下图所示：

表 1：发行前后公司的股权结构（单位：股，%）

序号	股东名称	持股数（股）	股权比例	序号	股东名称	持股数（股）	股权比例
1	蔡明通	74,469,136	59.672%	22	史春兰	65,654	0.053%
2	蔡劲军	10,905,032	8.738%	23	蔡鹏仪	65,654	0.053%
3	王伟	10,064,379	8.065%	24	卜吟	65,277	0.052%
4	盈科成长	6,038,651	4.839%	25	陈雅玲	65,277	0.052%
5	盈科盛世	6,038,651	4.839%	26	黄芸玲	65,277	0.052%
6	王强	4,677,955	3.749%	27	蔡祝影	65,277	0.052%
7	傅孙奄	4,091,005	3.278%	28	徐春芳	65,277	0.052%
8	黄海峰	1,630,480	1.307%	29	潘云	65,277	0.052%

9	陈婉霞	980,336	0.786%	30	苏晓莉	65,277	0.052%
10	郑平	978,312	0.784%	31	朱珠	65,277	0.052%
11	郑秋婉	815,269	0.653%	32	史爱珍	65,277	0.052%
12	王从宁	815,269	0.653%	33	蔡明清	32,667	0.026%
13	张子山	326,144	0.261%	34	蔡火跃	32,667	0.026%
14	蔡澍炜	326,144	0.261%	35	黄君晓	32,667	0.026%
15	贺伟	326,144	0.261%	36	柯雪莲	32,667	0.026%
16	蔡纯纯	326,144	0.261%	37	唐志勇	32,667	0.026%
17	赵丽	326,144	0.261%	38	叶进发	32,667	0.026%
18	陈小吟	163,101	0.131%	39	黄进荣	32,264	0.026%
19	白荫瑞	163,101	0.131%	40	曾小力	32,667	0.026%
20	杨文辉	163,101	0.131%	41	郑志原	32,667	0.026%
21	雷财万	163,101	0.13%	合计		124,800,000	100%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司共有 5 家控股子公司，具体情况如下：

表 2：控股子公司业务构架

序号	公司	生产业务	销售业务
1	泉州火炬电子有限公司	不生产	销售电子元器件
2	火炬集团控股有限公司	不生产	不销售
3	苏州雷度电子有限公司	不生产	销售电子元器件，提供技术服务
4	厦门雷度电子有限公司	不生产	销售电子元器件、技术服务及技术咨询
5	福建立亚特陶有限公司	高性能陶瓷材料的技术研发、制造；化学纤维的研发、制造	高性能陶瓷材料、化学纤维的销售








资料来源：招股说明书，长江证券研究部







公司主营业务

公司主要从事电容器及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，其主营业务包括自产业务和代理业务。自产业务主要产品包括片式多层陶瓷电容器（MLCC）、引线式多层陶瓷电容器以及多芯组陶瓷电容器，涉及 5 个军用质量等级，主要适用于航空、航天、舰船、兵器、电子对抗等武器装备军工市场及部分高端民用领域；涉及 1 个国标质量等级，主要适用于系统通讯设备、工业控制设备、医疗电子设备、消费类电子产品等民用市场。代理业务主要通过下属公司完成，产品主要包括 AVX 的钽电解电容器、AVX 金属膜电容器、KEMET 铝电解电容器、太阳诱电的大容量陶瓷电容器等，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。公司及其前身自成立以来一直从事电容器的相关业务，主营业务未发生变化。

公司产品主要包括片式多层陶瓷电容器、引线式多层陶瓷电容器及多芯组陶瓷电容器，涉及的规格型号众多，具体情况如下：

表 3: 公司主要产品

产品名称	产品类别	图片	应用范围
宇航级片式 1 类多层陶瓷电容器	片式多层陶瓷电容器		适用于航天(空间)等有高可靠要求领域
宇航级片式 2 类多层陶瓷电容器			
国军标片式 1 类多层陶瓷电容器			适用于航空、海域以及国防重点工程等领域
国军标片式 2 类多层陶瓷电容器			
军用七专片式 1 类多层陶瓷电容器			适用于航天、航空等地面电子设备及民用高端设备
军用七专片式 2 类多层陶瓷电容器			
军用筛选片式 1 类多层陶瓷电容器			适用于一般军事武器装备应用及民用高端设备
军用筛选片式 2 类多层陶瓷电容器			
一般军用片式 1 类多层陶瓷电容器			适用于一般军用及民用高端设备
一般军用片式 2 类多层陶瓷电容器			
CT41 型片式多层陶瓷电容器			民用设备
CC41型片式多层陶瓷电容器			
CT48 型高压片式多层陶瓷电容器			民用高端设备
CC48型高压片式多层陶瓷电容器			

宇航级径向引线模压式 1 类多层陶瓷电容器	模压引线式 多层陶瓷电 容器		适用于航天（空间） 等有高可靠要求领域
宇航级径向引线模压式 2 类多层陶瓷电容器			
国军标模压径向引线模压式1 类多层陶瓷电容器			适用于航空、海域以 及国防重点工程等领 域
国军标模压径向引线模压式2 类多层陶瓷电容器			
军用七专引线式 1 类多层陶瓷电容器	涂装引线式 多层陶瓷电 容器		适用于航天、航空等 地面电子设备及民用 高端设备
军用七专引线式 2 类多层陶瓷电容器			
军用筛选引线式 1 类多层陶瓷电容器			适用于一般军事武器 装备应用及民用高端 设备
军用筛选引线式 2 类多层陶瓷电容器			
一般军用引线式 1 类多层陶瓷电容器			适用于一般军用及民 用高端设备
一般军用引线式 2 类多层陶瓷电容器			
CT4 型独石电容器			民用设备
CC4 型独石电容器			

多芯组陶瓷电容器	CT4502 型	多芯组陶瓷电容器		适用于航天、航空等地面电子设备及民用高端设备
	CT4302 型			
	CT4203 型			
	CCS49 型			
	CCK49 型			适用于航天、航空等地面电子设备及民用高端设备
CCJ 型精密陶瓷电容器				适用于航天、航空等地面电子设备及民用高端设备

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司分析——打造电子陶瓷器件领先企业

公司财务分析

(一) 收入分析

报告期内，公司营业收入结构如下：

表 4：营业收入结构（单位：万元，%）

项目	2014年1-6月		2013年度		2012年度		2011年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入	45,025.86	99.76%	80,226.39	99.73%	70,703.20	99.64%	55,113.49	99.72%
其他业务收入	109.03	0.24%	217.25	0.27%	254.39	0.36%	157.34	0.28%
合计	45,134.88	100.00%	80,443.64	100.00%	70,957.59	100.00%	55,270.83	100.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司自成立以来，一直致力于电容器及相关产品的研发、生产、销售、检测和服务业务，报告期各年度主营业务收入占营业收入的比例均在 99% 以上。其他业务收入主要为技术服务收入，报告期内金额占比较小。

表 5：主营业务收入按产品类别分类（单位：万元，%）

项目	2014年1-6月		2013年度		2012年度		2011年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例

自	片式多层陶瓷电容器	8,491.08	18.86%	14,242.75	17.75%	14,622.58	20.68%	12,380.63	22.46%
产	引线式多层陶瓷电容器	5,015.17	11.14%	9,960.60	12.42%	10,080.69	14.26%	11,830.74	21.47%
业									
务	多芯组陶瓷电容器	637.33	1.42%	713.95	0.89%	498.88	0.71%	208.67	0.38%
小计		14,143.58	31.41%	24,917.29	31.06%	25,202.15	35.64%	24,420.04	44.31%
代理业务		30,882.28	68.59%	55,309.10	68.94%	45,501.05	64.36%	30,693.45	55.69%
合计		45,025.86	100.00%	80,226.39	100.00%	70,703.20	100.00%	55,113.49	100.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

按自产业务产品类别分析，片式多层陶瓷电容器销售主要面向军工类等客户。公司 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 1-6 月自产业务中片式多层陶瓷电容器实现销售收入分别为 12,380.63 万元、14,622.58 万元、14,242.75 万元及 8,491.08 万元。其中，2012 年较上年增加 2,241.95 万元，增幅 18.11%，主要是由于公司通过技术研发投入，开发出更多满足客户需求的新产品，新产品价格一般较高，同时，军工类等客户的销售规模大，其对于产品要求较高，价格也相对较高，从而使得公司片式陶瓷电容器产品平均单价较上年增长了 18.92%。2013 年公司片式多层陶瓷电容器产品整体销量、平均单价基本保持稳定，实现的销售收入也基本与 2012 年持平。

引线式多层陶瓷电容器销售主要面向消费类客户。公司 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 1-6 月自产业务中引线式陶瓷电容器产品实现收入分别为 11,830.74 万元、10,080.69 万元、9,960.60 万元及 5,015.17 万元。其中 2012 年较上年减少 1,750.05 万元，降幅 14.79%，2013 年较上年减少 120.09 万元，降幅 1.19%，主要是由于 2012、2013 年，整个宏观经济处于较为疲软的态势，电子元件行业景气度较为低迷，公司引线式陶瓷电容器产品平均销售单价分别下降为 0.07 元/只、0.06 元/只，致使当年该产品的销售收入有所下降。

多芯组陶瓷电容器是公司 2009 年研发的产品，目前尚未实现量产。该产品主要应用于军工领域，2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 1-6 月实现收入分别为 208.67 万元、498.88 万元、713.95 万元及 637.33 万元，取得了良好的经济效益。

表 6：按应用领域划分的主营业务结构（单位：万元，%）

项目	2014年1-6月		2013年度		2012年度		2011年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
军工类	8,726.26	61.70%	13,918.70	55.86%	13,634.05	54.10%	10,106.11	41.38%
工业类	1,624.25	11.48%	2,996.94	12.03%	3,085.61	12.24%	3,932.12	16.10%
消费类	3,793.08	26.82%	8,001.66	32.11%	8,482.49	33.66%	10,381.81	42.51%
自产收入合计	14,143.58	100.00%	24,917.29	100.00%	25,202.15	100.00%	24,420.04	100.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

按自产业务客户性质分析，在军工类产品方面，公司作为首批通过宇航级认证的企业，打破了原先我国宇航级多层陶瓷电容器产品需要进口的局面，填补了国内空白，在军用电容器方面建立了良好的市场声誉。公司 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 1-6 月军工类产品实现营业收入分别为 10,106.11 万元、13,634.05 万元、13,918.70 万元及 8,726.26 万元。

在工业类产品方面,公司 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 1-6 月工业类产品实现营业收入分别为 3,932.12 万元、3,085.61 万元、2,996.94 万元及 1,624.25 万元。凭借高技术含量、高可靠等产品品质优势,依靠多年来技术、质量、服务方面的积累,得到了用户的认可。

在消费类产品方面,公司 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 1-6 月消费类产品实现营业收入分别为 10,381.81 万元、8,482.49 万元、8,001.66 万元及 3,793.08 万元。由于消费类产品受宏观经济环境、电子元件行业景气度的影响较大,2012 年、2013 年整体宏观经济仍处于较为疲软的态势,电子元件行业景气度依然不高,相应产品价格有所下降,2012 年度、2013 年度公司消费类产品销售金额较上年同期分别下降了 1,899.32 万元、480.83 万元。同时,随着公司在自产业务中优先发展军工用户,重点发展民用工业类用户,选择性为民用消费类产品配套的发展战略持续实施,也对公司自产产品的消费类用户收入占比产生了影响。

(二) 成本分析

表 7: 营业成本构成(单位:万元)

项目	2014年1-6月		2013年度		2012年度		2011年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务成本	31,438.17	99.99%	56,484.88	100.00%	48,160.86	99.99%	37,008.26	99.98%
其他业务成本	4.65	0.01%	-	-	4.69	0.01%	8.93	0.02%
合计	31,442.82	100.00%	56,484.88	100.00%	48,165.56	100.00%	37,017.20	100.00%

资料来源:招股说明书,长江证券研究部

公司报告期内公司业务成本占营业成本比重在 99%以上。以下仅分析公司主营业务成本。

2011 年至报告期,公司的主营业务成本构成与主营业务收入构成及变动趋势基本一致。

表 8: 按业务类别列示的主营业务成本构成(单位:万元)

项目	2014年1-6月		2013年度		2012年度		2011年度		
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例	
自产业务	片式	1,921.05	6.11%	3,283.30	5.81%	3,926.09	8.15%	3,849.04	10.40%
	引线式	4,174.26	13.28%	8,341.91	14.77%	8,090.67	16.80%	8,930.07	24.13%
	多芯组	97.13	0.31%	84.54	0.15%	66.04	0.14%	29.83	0.08%
小计	6,192.44	19.70%	11,709.75	20.73%	12,082.80	25.09%	12,808.94	34.61%	
代理业务	25,245.73	80.30%	44,775.13	79.27%	36,078.06	74.91%	24,199.32	65.39%	
合计	31,438.17	100.00%	56,484.88	100.00%	48,160.86	100.00%	37,008.26	100.00%	

资料来源:招股说明书,长江证券研究部

报告期内,公司自产业务的主营业务成本分别为 12,808.94 万元、12,082.80 万元、11,709.75 万元及 6,192.44 万元。公司自产业务主营业务成本 2012 年较 2011 年降幅 5.67%,同期自产业务营业收入同比增长 3.20%;2013 年较 2012 年降幅 3.09%,同期自产业务营业收入同比下降 1.13%;主要是由于毛利率较高的片式陶瓷电容器以及多芯组产品的合计收入占比逐步提高所致。

报告期内,主营业务成本按性质构成情况如下:

表 9: 按原材料成本、人工费用和制造费用列示的主营业务成本构成(单位:万元)

原材料	2014年1-6月		2013年度		2012年度		2011年度	
	占自产业		占自产业		占自产业		占自产业	
	成本金额	主营业务成本比	成本金额	主营业务成本比	成本金额	主营业务成本比	成本金额	主营业务成本比
直接材料	5,497.18	88.77%	10,241.30	87.46%	10,611.10	87.82%	11,827.85	92.34%
制造费用	527.58	8.52%	1,123.20	9.59%	1,137.57	9.41%	769.37	6.01%
直接人工	167.69	2.71%	345.25	2.95%	334.13	2.77%	211.73	1.65%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司自产业务产品的成本主要为直接材料、直接人工及制造费用，其中直接材料包括陶瓷粉末、内外电极、电容器芯片等，报告期内，其占自产业务主营业务成本的比重分别为 92.34%、87.82%、87.46%及 88.77%。制造费用主要为厂房、机器设备折旧、水电费及车间管理人员薪酬等，占自产业务主营业务成本的比重分别为 6.01%、9.41%、9.59%及 8.52%。直接人工占自产业务主营业务成本的比重分别为 1.65%、2.77%、2.95%及 2.71%。公司自产业务产品成本构成相对稳定。

(三) 毛利率分析

报告期内，公司各类产品的毛利及毛利贡献率情况如下：

表 10：主营业务毛利按业务类别构成

项目	2014年1-6月		2013年度		2012年度		2011年度		
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例	
自产业务	片式	6,570.03	48.35%	10,959.45	46.16%	10,696.49	47.45%	8,531.59	47.12%
	引线式	840.91	6.19%	1,618.69	6.82%	1,990.02	8.83%	2,900.67	16.02%
	多芯组	540.2	3.98%	629.41	2.65%	432.84	1.92%	178.84	0.99%
小计	7,951.14	58.52%	13,207.54	55.63%	13,119.35	58.20%	11,611.10	64.13%	
代理业务	5,636.55	41.48%	10,533.97	44.37%	9,422.99	41.80%	6,494.13	35.87%	
合计	13,587.69	100.00%	23,741.51	100.00%	22,542.34	100.00%	18,105.23	100.00%	

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

报告期内，公司毛利主要来自于自产业务，公司自产业务综合毛利率提升主要是由于片式陶瓷电容器毛利率提升所致。公司 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 1-6 月自产片式陶瓷电容器的毛利率分别为 68.91%、73.15%、76.95%及 77.38%，毛利率变动的主要原因主要是由于该产品销售主要面向军工等高端客户，军工产品毛利率相对较高，随着军工销售规模的扩大，军工销售占比提高，片式陶瓷电容器毛利率也相应提升。

引线式多层陶瓷电容器销售主要面向消费类客户，其毛利率与片式陶瓷电容器、多芯组陶瓷电容器相比较低。公司 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 1-6 月自产引线式陶瓷电容器产品毛利率分别为 24.52%、19.74%、16.25%及 16.77%，2012 年度、2013 年毛利率下降的主要原因是：全球宏观经济走势持续疲软，电子元件行业市场景气度不高，产品市场价格持续下滑，致使引线式多层陶瓷电容器产品毛利率及毛利贡献度均出现下降。

多芯组陶瓷电容器是公司通过多年的研发投入，不断进行技术创新，于 2009 年推出自主创新产品。该产品技术起点高，目前尚未量产，主要应用于军工领域，报告期内，公司多芯组陶瓷电容器的毛利率一直保持在较高水平，在一定程度上提高了公司的综合毛利率。

公司竞争力分析

自产业务竞争优势

1. 技术及研发优势

公司作为国家火炬计划重点高新技术企业、国家高新技术产业化示范工程，经过多年持续的研发投入，进行了大量的技术创新，共拥有 62 项专利，形成了从产品设计、材料开发到生产工艺的一系列陶瓷电容器制造的核心技术，如“湿法淋幕成型一体化生产工艺”、“全自动悬浮式瓷胶移膜生产工艺”、“BX 材料配方”、“BP 高频材料配方”等。公司充分认识本行业市场发展趋势，根据整体发展规划，通过不断完善产品线、稳定产品性能，提供技术标准、自主创新等一系列领先同行业厂商的差异化竞争策略，积累了一大批下游用户，也推动了行业技术标准的提升，形成了较强的技术研发优势，主要体现在以下方面：

1)参与制定产品技术标准

公司参与起草多层陶瓷电容器国家标准 4 项，参与起草或修订多层陶瓷电容器国家军用标准通用规范 4 项，主导起草多层陶瓷电容器行业军用详细规范 8 项，主导起草多层陶瓷电容器国家军用标准详细规范共 25 项，这些产品标准的制定保障了公司的技术领先优势。

2)多种渠道自主创新研发模式

公司为配合技术研发，充分利用多种渠道开展自主创新，并取得了较好的成绩：在电容器陶瓷介质材料配方研发方面，公司通过 3 年多的探索和努力，搭建实验室中试生产试验平台，将实验室 500 克级的研究成果放大至 10 千克的生产制样量级，为公司在材料配方研发的稳定性方面积累了丰富的实践经验。在新产品开发方面，以国家科研项目和市场新产品需求入手，多渠道收集产品开发信息，如公司吸收、消化国外先进技术，创新研发了多芯组陶瓷电容器，获得了用户的一致好评，取得了较好的经济效益。

3)公司多项产品达到国际水平，属于国内独创

公司产品主要包括片式多层陶瓷电容器、引线式多层陶瓷电容器及多芯组陶瓷电容器，其中，高可靠多层陶瓷电容器被列入国家级火炬计划项目，被评为中华全国工商业联合会科技进步奖优秀奖、福建省优秀新产品二等奖、福建省科学技术三等奖。随着公司研发投入加大，工艺技术进步，公司多项产品达到国际水平，属于国内独创。

2. 质量优势

公司根据不同的产品质量标准等级，对现有的 11 条生产线实施不同的生产管理，对军工产品生产采用“过程控制”管理模式，对于工业类产品参照军工产品执行“过程控制”管理模式，对消费类产品生产采用“PPM 控制+重点工序过程控制”管理模式。

“过程控制”生产管理模式，要求产品生产从原材料选择和产品设计入手，即原材料须进厂检验，生产过程的各道工序均建立测量点，自检的同时必须通过质检部门的专检方可进入下道工序，一旦该工序未达到测量值，则该批产品将被中止生产，待查明原因并整改合格后方可继续生产，要求相关的生产数据及产品检验报告均需保存，保证产品资料的可追溯性。实施“过程控制”生产管理模式所投入的时间成本、人工成本、技

术研发和检测投资均相对较高，但产品的质量一致性、可靠性及寿命等性能指标均能较好地满足设计要求，产品附加值也相应较高，适合于高可靠产品的生产。

“PPM 控制”生产管理模式，一般只关注产品参数是否达到规定要求，即成品按标准规定，在生产批次中随机抽取一定数量的样品进行检测试验，被抽检样品若符合规定，则整批产品即可判定合格品，该管理方式适合于规模化大生产，相对于“过程控制”，产品的质量控制力度较弱，产品的可靠性存在较大差距。为对消费类产品也实现更高的质量保证，公司在实际经营中对 PPM 控制进行优化，提高检验测试标准，部分关键工序也实行“过程控制”，同时引入 DPA（破坏性物理分析）、NDT（无损检测），有效地保证了产品的高可靠。

3. 军工资质优势

军工配套市场由于应用环境条件的特殊性 & 保密性要求，进入该市场前应通过一整套严格的考核，取得相关的资质认证，进入门槛较高。经过多年发展，公司的技术研发优势、质量控制优势逐步体现，先后获得了工信部国防科工局（原国防科工委）、总装备部和中国军用电子元器件质量认证委员会颁发的《武器装备科研生产许可证》、《装备承制单位注册证书》及《军用电子元器件制造厂生产线认证（QPL）合格证书》，多项代表性产品通过了军用电子元器件质量认证（QPL）。目前公司已取得军工生产相关的六项资质认证，并承担了 33 项军工科研任务。

4. 销售渠道、专业服务优势

公司自产业务遵循“卓越品质、专家服务”的营销理念，在北京、上海、成都、西安、深圳等地设立办事处，在销售过程中紧紧围绕技术推介、产品检测及质量保证和服务营销的特色，做好售前、售中、售后服务（详见本节之“六、（四）3、营销模式”）。同时，公司除立足几个大城市外，积极深入军工类厂商分布的二、三线城市，并注重挖掘潜在用户，开拓新兴市场，完善公司销售渠道，扩大市场占有率。

5. 用户及品牌优势

在军用市场方面，公司作为首批通过宇航级产品认证的企业，先后承担了国家 33 项军工科研任务，已与中国航天科技集团公司、中国航天科工集团公司、中国航空工业集团公司、中国船舶重工集团公司、中国电子科技集团公司、中国电子信息产业集团公司、中国兵器工业集团公司、中国工程物理研究院、中国科学院等建立了良好的合作关系。在民用电容器方面，公司已有 1,000 多家用户，与国网电力科学研究院、株洲南车时代电气股份有限公司、国电南瑞科技股份有限公司等企业保持紧密的业务合作。

公司依靠多年来技术、质量、服务方面的积累，在市场上树立了良好的品牌形象、用户认知度和市场信誉。火炬牌多层陶瓷固定电容器曾荣获国家重点新产品奖、高可靠多层陶瓷电容器曾荣获国家级火炬计划科技项目、福建省新产品奖、福建省科技进步奖、福建省名牌产品等荣誉称号，“火炬”牌注册商标被评为“福建省著名商标”、“福建省企业知名字号”等，品牌影响力显著。

代理业务竞争优势

经过多年的发展，公司代理业务通过加强与上游原厂的配合，利用自产业务的积累和优势，形成了自身较强的竞争优势，具体情况如下：

1. 较强的技术服务能力，能为客户提供专业的售前售后服务。

各子公司配备了技术服务、质量控制等专业技术人员，可以在售前售后为客户提供技术支持，为客户提供产品性能介绍、选型方案设计、售前技术培训、样品试用测试等专业服务，并根据用户的使用情况不断的、及时的向原厂进行反馈。此外，有客户要求时，可提供产品的质量检测报告，能够根据用户要求提供产品的评估报告，通过完善的技术服务，赢得用户的信赖，增强与客户的黏合度。

2. 与上游原厂有着长期、稳定的合作关系，能得到原厂的有力支持和配合

公司 1995 年即开始销售 AVX 的产品，2002 年开始销售 KEMET 的产品，2003 年开始销售太阳诱电产品，多年的合作使得公司非常熟悉这些知名原厂的业务发展方向、产品规格型号、技术路线和营销导向，适应其不同的运营方式和管理特点，并成为这些原厂在中国大陆的重要代理商之一。在多年的代理合作中，无论在新产品推广所需的售前指导、信息收集、技术培训，还是在供货速度、产品质量保证等方面，都得到了这些原厂的有力支持和配合。

3. 注重库存备货管理，能够及时快速地满足客户多样化、一站式配齐的采购需求。

公司代理产品包括铝电解电容器、金属膜电容器、钽电解电容器、大容量陶瓷电容器等多种不同类型电子元件，供应产品规格齐全，并且注重库存备货的管理，能够及时快速地满足用户多样化、一站式采购的需求。由于库存备货需要占用较多的营运资金，子公司除了自身的资金外，还可以利用母公司火炬电子提供银行授信担保，增强了资金实力，较之普通代理商拥有更强的竞争力。

4. 构建了覆盖下游用户的销售网络，贴身服务客户。

在代理销售网络构建方面，公司分别在香港、泉州、苏州、厦门设立子公司，在上海、深圳、南京、杭州等地设立办事机构，覆盖海西地区、长江三角洲、珠江三角洲等电容器下游用户较集中区域，贴近目标用户，及时提供技术支持及售后服务。同时，公司在泉州、苏州、香港等地设立代理产品仓库，便于更多规格产品备货，加快产品配送速度，更好地服务用户。

募集投向分析

根据公司发展战略及产品市场需求，本次募集资金扣除发行费用后拟按照顺序投向以下项目：

表 11：公司募投项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金投资		
		建设期	投产区	
		第一年	第二年	第三年
高可靠多层瓷介电容器生产基地建设项目	16,530	5,411.99	8,118.01	3,000
脉冲功率多层瓷介电容器扩展项目	9,000	3,900	3,900	1,200

技术研发中心建设项目	4,659	2,329.50	2,329.50	-
补充流动资金	8,000	-	-	-

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

1、高可靠多层瓷介电容器生产基地建设项目。多层陶瓷电容器作为关键的基础元器件，已成为世界电容器发展的主流，广泛应用于个人或家庭消费电子产品、工业控制设备、医疗电子设备、精密仪器仪表、航天、航空、舰船、兵器、电子对抗等各领域。本项目实施后将有效地提高公司生产能力、拓宽产品的规格种类，完善产品结构，提高公司实力和竞争力。

2、脉冲功率多层瓷介电容器扩展项目。脉冲功率多层陶瓷电容器能在高压条件下瞬间释放极大的能量，可应用于点火电路、引爆、频闪、电力继电保护、激光、闪光灯（脉冲照明）、油田勘探等。本项目将在利用高可靠多层陶瓷电容器生产基地项目生产能力的基础上通过新增国内外先进设备、仪器，实现新增 60 万只/年脉冲功率多层陶瓷电容器的生产能力。

3、技术研发中心建设项目。技术研发中心主要围绕高可靠多层陶瓷电容器材料配方、工艺开展研究、开发及生产应用。本项目的顺利完成将有利于公司陶瓷粉末的自主研发生产，有利于公司核心生产工艺的改良进步，从而实现部分原材料替代进口，并较大地提升产品的性能。

4、补充流动资金。公司本次发行募集资金拟投入 8,000 万元用于补充流动资金，以保证公司生产经营所需资金，进一步确保公司的财务稳健性，增强公司市场竞争能力。

盈利预测

我们预计公司 2014-2016 年销售收入为 9.25、10.78、12.57 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 1.45、1.70、2.03 亿元，按发行新股摊薄后计算的 EPS 分别是 0.87、1.02、1.22 元。比较相关企业估值状况，我们认为公司相对 2015 年合理的估值水平为 15-20 倍，股价的合理区间应为 15.3-20.4 元。

主要风险

主要客户相对集中的风险；主要供应商相对集中的风险；公司代理业务大客户采购占比较高且不断增长的风险；代理业务模式的风险；应收账款发生坏账的风险；税收优惠政策变动的风险；军工行业需求变动影响的风险；工业类、消费类产品毛利率下降的风险。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	804	925	1078	1257	货币资金	141	93	400	405
营业成本	565	650	759	882	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	240	275	320	375	应收账款	295	339	395	461
%营业收入	29.8%	29.7%	29.7%	29.8%	存货	112	129	151	175
营业税金及附加	5	6	6	8	预付账款	3	3	8	9
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	27	32	37	43	流动资产合计	617	640	1043	1154
%营业收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	48	56	65	76	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	10	6	3	0	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.2%	0.7%	0.3%	0.0%	固定资产合计	161	266	365	460
资产减值损失	5	2	2	3	无形资产	23	24	25	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	6	0	0	1
营业利润	144	174	207	247	其他非流动资产	6	6	6	6
%营业收入	17.9%	18.8%	19.2%	19.6%	资产总计	814	937	1440	1646
营业外收支	8	8	8	8	短期贷款	139	117	0	0
利润总额	152	182	215	255	应付款项	117	134	157	182
%营业收入	18.9%	19.7%	19.9%	20.3%	预收账款	1	1	1	1
所得税费用	31	37	44	52	应付职工薪酬	5	5	6	7
净利润	121	145	170	202	应交税费	19	23	27	32
归属于母公司所有者的净利润	120.9	144.6	170.4	202.5	其他流动负债	1	1	17	20
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	281	281	207	242
EPS (元/股)	0.97	1.16	1.02	1.22	长期借款	20	20	20	20
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	0	0	0	0
					负债合计	301	301	227	261
					归属于母公司	513	636	1213	1385
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	513	636	1213	1385
					负债及股东权益	814	937	1440	1646
					基本指标				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.969	1.158	1.024	1.217
					BVPS	4.11	5.10	9.72	8.32
					PE	10.72	8.96	10.13	8.53
					PEG	0.57	0.48	0.54	0.45
					PB	2.52	2.04	1.07	1.25
					EV/EBITDA	7.80	6.70	3.88	3.23
					ROE	23.6%	22.7%	14.1%	14.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。