

**建议申购**
**火炬电子 (603678)**

2015 年 1 月 13 日

## 国内电容器及相关产品知名厂商

 电子行业高级分析师: 董瑞斌  
 SAC 执业证书编号: S0850514060002  
 drb9628@htsec.com  
 021-23219816

 电子行业分析师: 陈平  
 SAC 执业证书编号: S0980513070006  
 cp9808@htsec.com  
 021-23219646

联系人: 陈基明

cjm9742@htsec.com

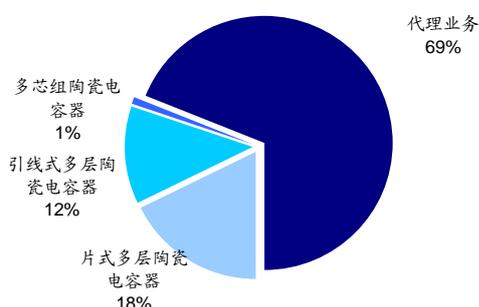
021-23212214

以公开发行 4160 万股计算:

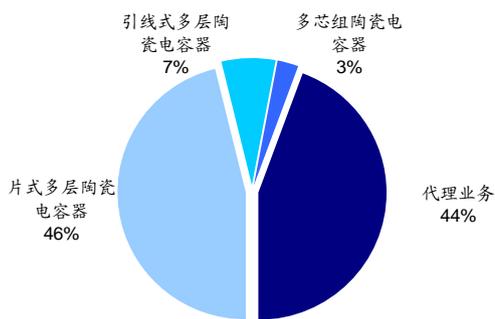
每股发行价格: 10.38 元; 合理申购价格区间: 16.96-21.20 元

### 公司分析:

公司主营电容器及相关产品, 是国内军用和民用高端电容器市场的知名供应商。公司主营业务包括自产业务和代理业务, 其中自产业务的核心产品包括片式多层陶瓷电容器、引线式多层陶瓷电容器以及多芯组陶瓷电容器; 代理业务由下属公司进行, 产品主要是 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。

**图 1 火炬电子 2013 年主营业务收入结构**


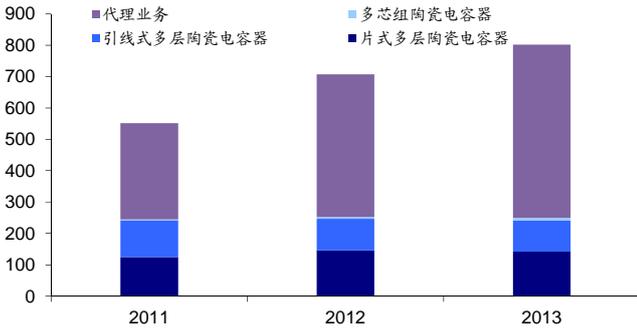
资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

**图 2 火炬电子 2013 年毛利结构**


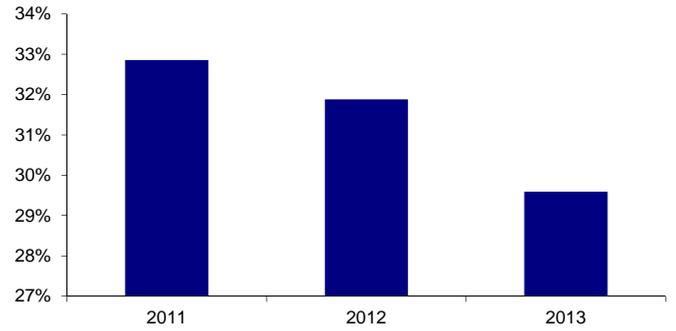
资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

公司近 3 年营收稳定增长, 但产品结构向低毛利率的代理业务倾斜, 导致公司整体毛利率水平有所下滑。公司 2013 年完成主营业务收入 8.04 亿元, 实现净利润 1.21 亿元。其中代理业务占公司营收比重 68.94%, 毛利比重 44.37%, 是公司营业收入的主要来源。

但是 2011-2013 年间, 公司低毛利率产品的代理业务营收占比持续提升, 并且由于近几年代理业务毛利率持续下滑, 导致公司整体毛利率水平逐步下降。而同期公司高毛利率的自产业务则增长缓慢, 显示公司自产业务市场拓展并不顺利, 营收主要依靠代理业务增长拉动, 我们希望公司能够加强自产业务研发和市场拓展, 从长期内逐步改善公司的业务结构。

**图 3 火炬电子近三年主营业务收入结构 (百万元)**


资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

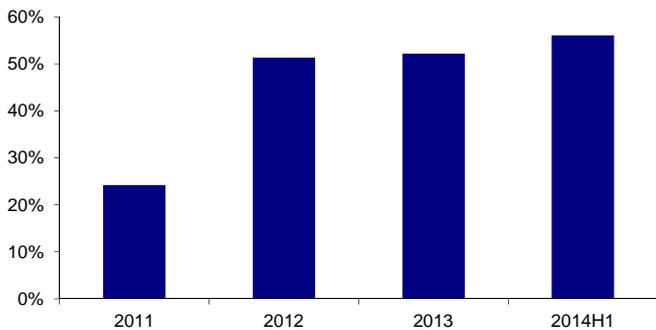
**图 4 火炬电子近三年毛利率水平持续下滑**


资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

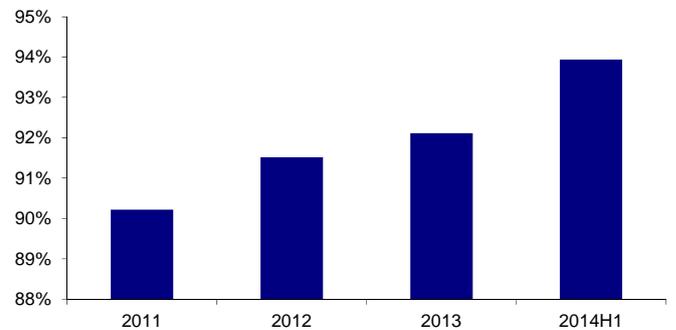
**公司有较强的技术研发实力和技术服务能力。** (1) 技术研发优势明显。公司是国家火炬计划重点高新技术企业，拥有国家高新技术产业化示范项目，并独立开发了 62 项专利，参与了众多产品技术标准的制定，多项产品达到了国际先进水平。

(2) 技术服务能力出众。公司根据不同的产品质量标准等级对不同种类的产品采取不同的管理模式，有效地保证了产品的高可靠性，同时公司利用自产业务的积累和优势，能为客户提供专业的售前售后服务，及时快速地满足客户多样化、一站式配齐的采购要求，贴身服务客户。

**公司上下游主要客户和主要供应商相对集中。** (1) 公司客户以最终客户为主，公司采取买断式向全部下游客户进行销售。2011-2013 年及 2014 年 1-6 月间，公司向前五名客户销售总额占当期营业收入的比例分别为 24.23%、51.31%、52.12% 和 56.02%，下游客户相对集中；(2) 公司拥有合格健全的供应商制度，与各主要供应商保的合作关系长期稳定良好，2011-2013 年及 2014 年 1-6 月间，公司整体业务向前五大供应商采购金额占采购总金额的比例分别为 90.22%、91.51%、92.11% 及 93.93%，存在主要供应商集中度偏高的风险。

**图 5 火炬电子前五大客户销售占比逐步提升**


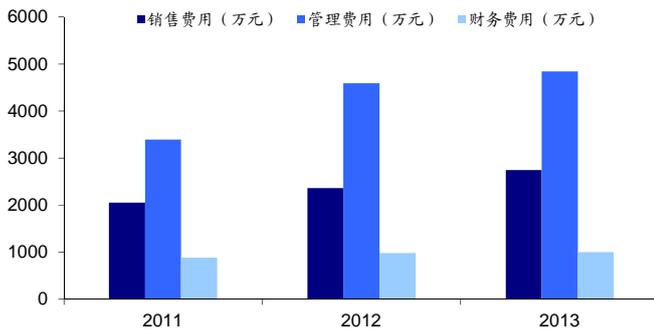
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

**图 6 火炬电子前五大供应商采购占比持续提升**


资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

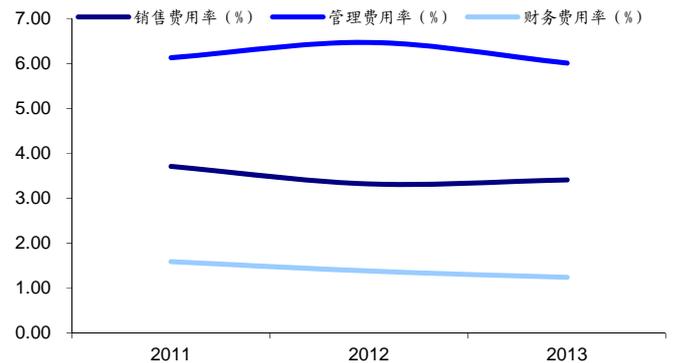
**公司最近三年期间费用率维持稳定。** 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 1-6 月，公司销售费用率与同行业上市公司的平均水平基本保持一致。公司重视产品开发，持续加大研发投入，职工人数增加且薪资水平提高，导致报告期内公司管理费用持续增长。公司财务费用主要为利息支出、利息收入、汇兑损益、承兑汇票贴息及手续费，2013 年公司财务费用增幅 1.77%，基本持平。

图 7 公司期间费用数额稳中有升



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

图 8 公司期间费用率保持稳定

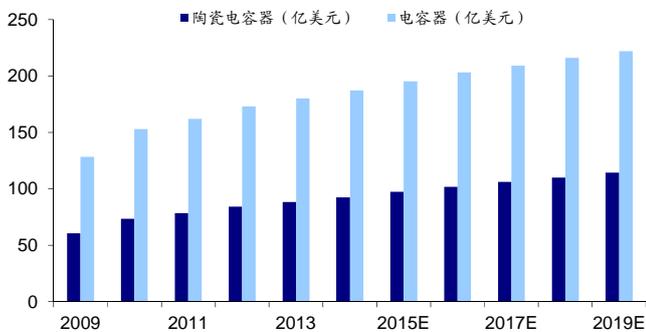


资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

## 行业分析:

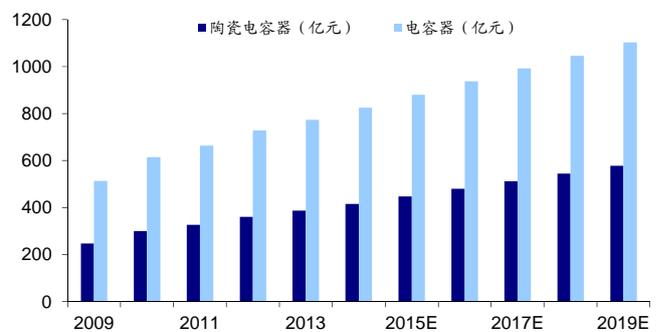
全球陶瓷电容器市场规模稳步增长, 中国市场占比高。电容器是最主要的电子元件之一, 其产量大致占到整个电子元件的 40%。其中陶瓷电容器是使用最广、用量最大的类别, 市场规模占比从 2006 年的不到 40% 上升至 2013 年的 49% 左右。由于多层陶瓷电容器具有低 ESR, 耐高压、高温, 体积小、电容量范围大等特点, 在成本和性能上都有极大的竞争优势, 下游应用领域较广, 其市场规模约占整个陶瓷电容器的 93%。根据中国电子元件协会预测, 至 2019 年全球陶瓷电容器市场规模将达到 114.2 亿美元, 整体电容器市场规模将达到 222 亿美元。其中, 中国陶瓷电容器的市场规模将达到 577.6 亿元, 整体电容器市场规模将达到 1101.6 亿元。

图 9 全球陶瓷电容器及电容器市场规模预测



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

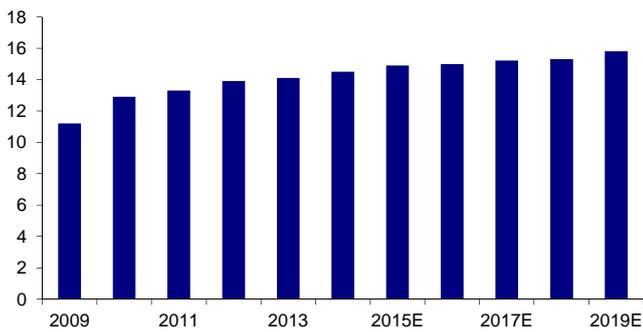
图 10 中国陶瓷电容器及电容器市场规模预测



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

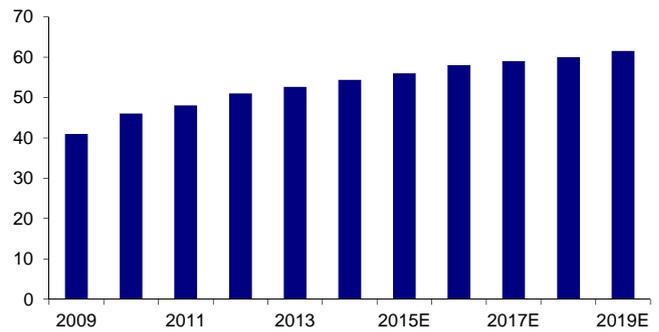
钽电解电容器被广泛应用于通讯、计算机、汽车电子、航空航天等领域, 有一定市场地位。在各类不同的电容器中, 钽电解电容器价格最高, 但其电容量要大于陶瓷电容器, 体积比铝电解电容器更小且更稳定, 其市场规模约占整个电容器市场规模的 8%。根据《2013 年中国陶瓷电容器市场竞争研究报告》, 2013 年全球钽电解电容器市场销售额达到了 14.1 亿美元, 预计 2014 年将达到 14.5 亿美元, 其中, 中国钽电解电容器市场规模 2013 年已达到 52.6 亿元, 预计 2014 年将达到 54.4 亿元。

图 11 全球钽电解电容器市场规模及预测 (亿美元)



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

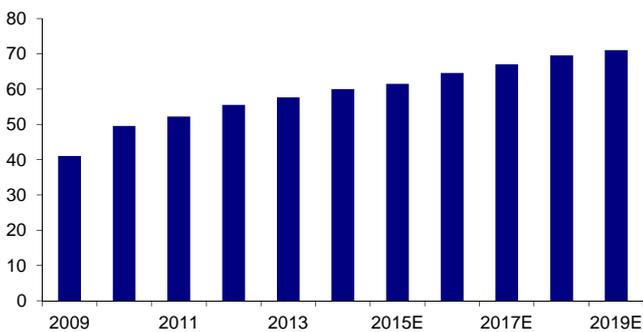
图 12 中国钽电解电容器市场规模及预测 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

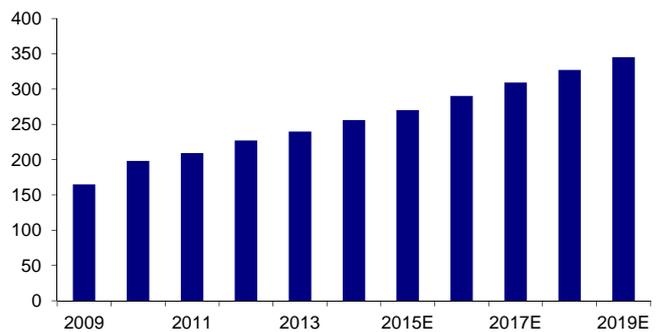
铝电解电容器的下游市场未来需求增长较快。全球铝电解电容器的主要产地是日本、中国台湾地区、韩国和中国大陆。目前铝电解电容器约占整个电容器市场规模的 32%，根据《2013 年中国陶瓷电容器市场竞争研究报告》，2013 年全球铝电解电容器市场销售额达到了 57.6 亿美元，预计 2014 年将达到 60 亿美元，其中，中国铝电解电容器市场规模 2013 年已达到 239.9 亿元，预计 2014 年将达到 255.8 亿元。

图 13 全球铝电解电容器市场规模及预测 (亿美元)



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图 14 中国铝电解电容器市场规模及预测(亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

## 募投项目分析

公司拟发行股份不超过 4160 万股，主要用途为基础设施建设和扩充产能。预计建设期为 2 年，将于第 3 年进入投产期。扣除发行费用后的募集资金，将用于以下 4 个项目，其中 3 个建设项目，合计 3.02 亿元，补充流动资金 0.8 亿元，需募集总额 3.82 亿元。

募投项目 1 将增加公司每年多层陶瓷电容器 9 亿只产能，多芯组陶瓷电容器 0.025 亿只产能。项目 2 将增加公司每年脉冲功率多层陶瓷电容器 60 万只产能。项目 3 可以提升公司现有的高可靠多层陶瓷电容器新材料的研发能力，将实验室成果产业化。

表 1 公司募投项目简介

项目名称	总投资额 (万元)	第一年使用投资 (万元)	第二年使用投资 (万元)	第三年使用投资 (万元)
1 高可靠多层瓷介电容器生产基地建设项目	16530	5411.99	8118.01	3000
2 脉冲功率多层瓷介电容器扩展项目	9000	3900	3900	1200
3 技术研发中心建设项目	4659	2329.5	2329.5	
4 补充流动资金	8000			

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

## 盈利预测与投资建议

建议申购，合理申购价格区间为 16.96-21.20 元。我们预计公司 2014-2016 年销售收入为 9.42、10.90、12.51 亿元。归属于母公司的净利润分别为 1.56、1.77、1.95 亿元，按发行 4160 万股新股后的总股本测算，对应的 EPS 分别为 0.94、1.06、1.17 元。我们梳理相关企业估值状况。得到 2014、2015、2016 年行业平均预测 PE 分别为 25.88 倍、20.89 倍、17.17 倍。基于稳健性原则，给予公司 2015 年 16-20 倍 PE 估值，对应合理申购价格区间为 16.96-21.20 元，鉴于公司新股发行价确定为 10.38 元，给予“建议申购”评级。

表 2 可比 A 股上市公司估值

证券代码	证券名称	PE(倍)			
		2013	2014E	2015E	2016E
300408.SZ	三环集团	13.85	28.88	24.28	21.26
002484.SZ	江海股份	23.38	28.86	21.87	16.57
600563.SH	法拉电子	23.50	19.91	16.53	13.69
平均 PE		20.24	25.88	20.89	17.17

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：（按 2015 年 1 月 12 日收盘价计算）

表 3 公司分产品收入与毛利率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入（百万元）					
片式	146.23	142.43	170.92	201.68	237.98
引线式	100.81	99.61	94.63	89.90	85.40
多芯组	4.99	7.14	11.07	13.50	17.15
自产业务	252.02	249.17	276.61	305.08	340.54
代理委托业务	455.01	553.09	663.71	783.18	908.48
其他收入	2.55	2.18	2.00	2.00	2.00
毛利率					
片式	73.2%	77.0%	76.5%	76.5%	76.5%
引线式	19.7%	16.3%	16.5%	16.0%	15.5%
多芯组	86.8%	88.2%	88.0%	88.0%	88.0%
自产业务	52.1%	53.0%	56.0%	57.0%	58.0%
代理委托业务	20.7%	19.1%	17.5%	16.5%	15.5%
其他收入	98.2%	99.6%	96.8%	96.8%	96.8%

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

## 风险提示：

主要客户和供应商相对集中，公司产品毛利率继续下滑，募投项目可能无法实现预期经济效益。

**表 4 公司盈利预测表 (百万元)**

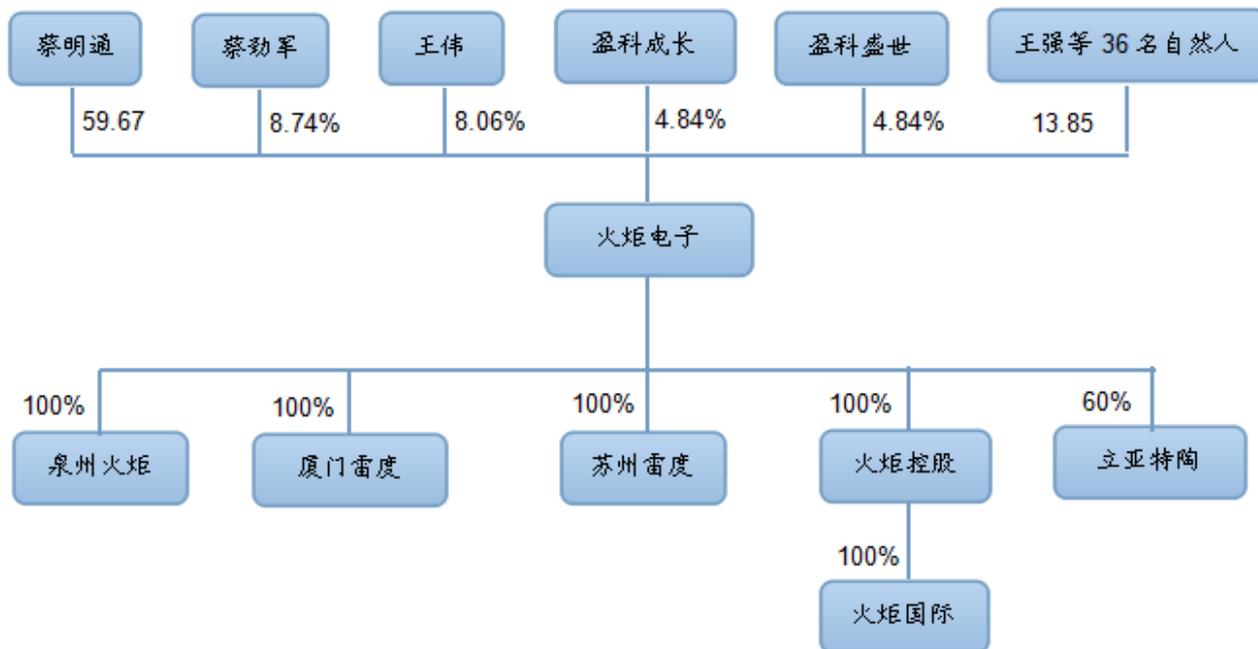
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>710</b>	<b>804</b>	<b>942</b>	<b>1,090</b>	<b>1,251</b>	<b>1,416</b>
增长率	—	13.4%	17.1%	15.7%	14.7%	13.2%
营业成本	-482	-565	-669	-785	-911	-1,039
%销售收入	67.9%	70.2%	71.0%	72.0%	72.8%	73.4%
毛利	228	240	273	305	340	377
%销售收入	32.1%	29.8%	29.0%	28.0%	27.2%	26.6%
营业税金及附加	-4	-5	-5	-6	-7	-8
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%
营业费用	-24	-27	-33	-37	-43	-49
%销售收入	3.3%	3.4%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	-46	-48	-58	-68	-77	-88
%销售收入	6.5%	6.0%	6.2%	6.2%	6.1%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	155	159	177	194	213	232
%销售收入	21.8%	19.8%	18.7%	17.8%	17.1%	16.4%
财务费用	-10	-10	10	16	19	22
%销售收入	1.4%	1.2%	-1.0%	-1.5%	-1.5%	-1.6%
资产减值损失	-9	-5	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	136	144	186	210	232	255
营业利润率	19.1%	17.9%	19.8%	19.3%	18.6%	18.0%
营业外收支	5	8	10	12	13	15
税前利润	140	152	197	223	245	270
利润率	19.8%	18.9%	20.9%	20.4%	19.6%	19.0%
所得税	-27	-31	-40	-46	-50	-55
所得税率	19.4%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%
净利润	113	121	156	177	195	214
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>113</b>	<b>121</b>	<b>156</b>	<b>177</b>	<b>195</b>	<b>214</b>
净利率	16.0%	15.0%	16.6%	16.2%	15.6%	15.1%
全面摊薄 EPS (元)	0.91	0.97	0.94	1.06	1.17	1.29

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

### 附录:

本次发行前后的股本情况: 公司本次发行前的总股本为 12480 万股, 本次公开发行新股不超过 4160 万股, 占发行后的总股本不低于 25%。

表 5 公司发行前股权结构



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

董瑞斌：电子行业高级分析师；陈平：电子行业分析师；

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：\*ST 合泰、环旭电子、晶方科技、长电科技、华天科技、力源信息、联建光电、奥拓电子、立讯精密、恒宝股份、天喻信息、天通股份、锦富新材、水晶光电、德豪润达、东软载波、洲明科技、长信科技、顺络电子、大族激光、兴森科技、国民技术、中航光电、中京电子、华灿光电、利亚德、欧菲光、奥瑞德、中芯国际。

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。