



中信证券研究部



付宸硕
首席军工分析师
S1010520080005



陈卓
军工分析师
S1010521010004

核心观点

公司发布业绩预增公告，预计 2020 年实现归母净利润 4.54~5.13 亿元，同比 +55%~75%。根据公司预计我们计算 2020Q4 公司实现归母净利 1.18~1.76 亿元，增速中位数为 179.15%，业绩增速逐季显著提升。参考可比公司估值水平并考虑到公司军用钽电容发展前景，以及开拓 MLCC 等其他电子元器件市场为公司带来的业绩增量，维持公司“买入”评级。

■ **军民品订单收入大幅增长，全年业绩预增 55%~75%。**公司发布业绩预增公告，预计 2020 年实现归母净利润 4.54~5.13 亿元，同比+55%~75%。报告期内公司下游高可靠客户需求旺盛，主业钽电容保持行业优势地位，新产品业务订单和收入取得较大幅度增长；民用钽电容受海外疫情影响缺货涨价，国产化替代需求提升，订单和收入增长明显；公司规模效应初显，生产和管理效率提升，盈利能力进一步增强，全年业绩大幅度增长。

■ **行业景气度加速兑现，公司单季度业绩增速提升。**根据公司预计 2020 年归母净利润，我们计算 2020Q4 公司实现归母净利 1.18~1.76 亿元，同比 +123.52%~234.78%，中位数为 179.15%。2020 年前三个季度公司归母净利润分别同比增长-25.26%/19.72%/142.59%，业绩增速逐季显著提升，或显示行业景气度正加速兑现，考虑到“十四五”期间信息化建设仍将持续深入，军工行业景气度有望维持高位，公司业绩或将保持高速增长。

■ **需求集中于高端领域，公司和振华份额领先。**电容器是电子线路中必不可少的基础电子元件，钽电容器能量密度高、可靠性强，在军工电子、5G 高端民品等市场应用广泛，我们预计国内钽电容器 2020 年市场规模或达 70 亿元。国内钽电容市场参与者较少，公司高能钽混合电容器、高分子钽电容器等高端电容器产品性能优异，在细分市场市占率领先，2019 年公司募投项目落地，产能得到提升，市场地位有望进一步稳固。

■ **军民市场持续扩张，钽电容龙头业绩弹性大。**军品方面，我国军队信息化进程正加速推进，为钽电容市场提供了发展契机；民品方面，进口依赖程度较高，国产替代空间较大，公司军品主业突出，所有产品均为自产，盈利能力强于可比公司；公司客户覆盖航空、兵器、船舶、电子等领域，航空工业集团是公司第一大客户，下游整机放量有望驱动公司业绩增长。公司钽电容业务竞争优势明显，有望持续受益市场扩容。

■ **风险因素：**原材料价格上升、订单增量不及预期、竞争对手相互渗透、新品研制进度不及预期等风险。

■ **投资建议：**受益信息化持续推进以及民品市场国产替代逐步深入，钽电容市场有望保持高速增长，公司有望持续受益行业扩容。维持公司 2020/21/22 年净利润预测 5.0/7.5/10.8 亿元。公司目前股价 78.6 元，分别对应 2020/21/22 年 PE 为 63/42/29 倍。参考可比公司估值水平并考虑到公司在 陶瓷电容等领域业务拓展的潜力，给予公司 2021 年 50 倍 PE，合理目标市值为 375 亿元，对应目标价 94 元，维持公司“买入”评级。

宏达电子	300726
评级	买入（维持）
当前价	78.60 元
目标价	94 元
总股本	400 百万股
流通股本	183 百万股
52 周最高/最低价	79.95/23.98 元
近 1 月绝对涨幅	51.71%
近 6 月绝对涨幅	160.90%
近 12 月绝对涨幅	222.00%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	636.31	844.04	1,420.05	2,051.85	2,853.61
营业收入增长率	21%	33%	68%	44%	39%
净利润(百万元)	222.99	292.99	500.48	750.06	1,081.23
净利润增长率	12%	31%	71%	50%	44%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.56	0.73	1.25	1.87	2.70
毛利率%	66%	67%	68%	69%	70%
净资产收益率 ROE%	14.36%	16.69%	23.43%	27.93%	31.19%
每股净资产 (元)	3.88	4.39	5.34	6.71	8.67
PE	141	107	63	42	29
PB	20	18	15	12	9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 18 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	636	844	1,420	2,052	2,854	货币资金	309	229	821	913	1,231
营业成本	216	281	454	630	849	存货	260	348	508	690	908
毛利率	66.05%	66.73%	68.03%	69.32%	70.26%	应收账款	402	520	947	1,465	2,163
营业税金及附加	9	8	14	20	28	其他流动资产	444	583	915	1,278	1,739
销售费用	86	115	144	184	229	流动资产	1,415	1,681	3,191	4,346	6,042
营业费用率	13.48%	13.68%	10.14%	8.99%	8.01%	固定资产	149	219	224	222	213
管理费用	59	69	84	104	126	长期股权投资	1	2	2	2	2
管理费用率	9.27%	8.23%	5.89%	5.07%	4.41%	无形资产	10	9	9	9	9
财务费用	(11)	(5)	14	43	67	其他长期资产	103	63	62	61	61
财务费用率	-1.76%	-0.63%	0.97%	2.10%	2.37%	非流动资产	264	293	296	294	285
投资收益	3	45	15	15	15	资产总计	1,679	1,974	3,488	4,640	6,327
营业利润	252	366	622	933	1,344	短期借款	0	0	1,102	1,599	2,361
营业利润率	39.58%	43.36%	43.82%	45.45%	47.11%	应付账款	32	73	85	125	183
营业外收入	7	0	0	0	0	其他流动负债	49	81	74	100	128
营业外支出	1	1	0	0	0	流动负债	81	154	1,261	1,824	2,672
利润总额	258	365	622	933	1,344	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	39	56	95	143	206	其他长期负债	16	23	23	23	23
所得税率	15.11%	15.34%	15.34%	15.34%	15.34%	非流动性负债	16	23	23	23	23
少数股东损益	(4)	16	26	39	57	负债合计	97	177	1,284	1,847	2,695
归属于母公司股东的净利润	223	293	500	750	1,081	股本	400	400	400	400	400
净利率	35.04%	34.71%	35.24%	36.56%	37.89%	资本公积	670	671	671	671	671
						归属于母公司所有者权益合计	1,553	1,756	2,136	2,686	3,467
						少数股东权益	29	41	68	107	164
						股东权益合计	1,582	1,797	2,204	2,793	3,631
						负债股东权益总计	1,679	1,974	3,488	4,640	6,327

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	258	365	622	933	1,344
所得税支出	-39	-56	-95	-143	-206
折旧和摊销	30	41	39	46	53
营运资金的变化	-306	-253	-957	-1,052	-1,369
其他经营现金流	18	-15	43	83	130
经营现金流合计	-38	83	-348	-133	-48
资本支出	-87	-92	-41	-41	-41
投资收益	3	45	15	15	15
其他投资现金流	-62	4	-2	-2	-3
投资现金流合计	-146	-42	-28	-28	-29
发行股票	5	1	0	0	0
负债变化	1	0	1,102	497	763
股息支出	-40	-100	-120	-200	-300
其他融资现金流	-4	-3	-14	-43	-67
融资现金流合计	-38	-102	968	254	395
现金及现金等价物净增加额	-223	-62	593	92	318

主要财务指标					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	21.35%	32.65%	68.24%	44.49%	39.08%
营业利润增长率	11.74%	45.31%	70.04%	49.87%	44.15%
净利润增长率	11.59%	31.39%	70.82%	49.87%	44.15%
毛利率	66.05%	66.73%	68.03%	69.32%	70.26%
EBITDA Margin	43.53%	47.52%	45.70%	47.86%	49.32%
净利率	35.04%	34.71%	35.24%	36.56%	37.89%
净资产收益率	14.36%	16.69%	23.43%	27.93%	31.19%
总资产收益率	13.28%	14.84%	14.35%	16.16%	17.09%
资产负债率	5.80%	8.96%	36.81%	39.80%	42.60%
所得税率	15.11%	15.34%	15.34%	15.34%	15.34%
股利支付率	44.86%	40.97%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 IN2000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。