

投资评级 优于大市 调高

股票数据

10月30日收盘价(元)	31.03
52周股价波动(元)	17.08-34.98
总股本/流通A股(百万股)	1738/1656
总市值/流通市值(百万元)	53926/51383

相关研究

《把握国产化替代趋势，业绩重回增长》  
2020.09.03

《短期业绩下滑，看好国产替代新机遇》  
2020.05.01

《MLCC 持续扩产，国产化大趋势不变》  
2020.03.27

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	7.5	14.3	10.0
相对涨幅 (%)	5.1	17.4	9.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师:钮宇鸣

Tel:(021)23219420

Email:yymniu@htsec.com

证书:S0850511010040

分析师:相姜

Tel:(021)23219945

Email:xj11211@htsec.com

证书:S0850519090002

## 被动元器件迎来景气周期，业绩高增长

### 投资要点:

- **公司 Q3 业绩实现高速增长。**2020 年前三季度公司实现营业收入 27.48 亿元，归母净利润 10.02 亿元，分别同比增长 37.59%和 50.14%。其中 Q3 单季度实现营业收入 10.98 亿元，归母净利润 4.46 亿元，分别同比增长 73.06%和 124.64%，环比 Q2 上升 4.84%和 20.05%。被动元器件行业处于景气周期，我们判断公司电子元器件及材料业务量价提升，是驱动公司业绩的主要因素。预计公司新产品劈刀、浆料等逐渐开始量产，为公司贡献了新的业绩增长点。
- **被动元器件景气上行，公司毛利率提升明显。**2020 年 Q3 单季度毛利率为 54.03%，同比上升 7.25PCT，环比上升 4.88PCT，接近 2018 年 Q4 高点。我们认为受益于 5G 加速推进、国产替代驱动和海外疫情转单，公司的 MLCC、陶瓷基片和封装基座的价格和毛利率提升。电子元器件及材料出货量增长也提高了其收入占比，公司整体毛利率水平与被动元器件行业关联度增大。
- **费用端稳中有降，净利率明显提升。**2020 年 Q3 单季度整体期间费用率环比下降 0.84PCT 至 9.69%，其中管理费用率和销售费用率略有所上升，分别环比增加 0.61PCT 和 0.16PCT。研发费用率和财务费用率略有下降，均分别环比下降 0.81PCT。单季度公司毛利率与期间费用率的剪刀差环比提升 5.72PCT，净利率环比提升 5.17PCT。单季度净利率达到 40.65%，处于公司上市以来的较高水平，仅次于 2018 年 Q4 高点。
- **盈利能力强，资金充盈，积极扩产 MLCC 打造增长点。**在国产化替代的大趋势下，公司积极扩产 MLCC。公司定增获证监会批复，拟投建 2400 亿只/年 5G 通信用 MLCC 新产能和封装劈刀产业化项目。MLCC 国产替代潜力巨大，公司在技术方面储备深厚，成本控制具有优势，长期有望成为全球 MLCC 产业链中的重要玩家。
- **盈利预测及投资评级:**我们认为公司核心技术延续性强，伴随着技术进步、成本降低，公司的陶瓷插芯、陶瓷基片已实现国产化，并在全球取得较高市占率，未来 MLCC、PKG、陶瓷劈刀、SAW 陶瓷基座、电子浆料等将有望不断复制这一过程。被动元器件处于景气周期，我们上调业绩预期，2020-2022 年 EPS 分别为 0.82、1.00、1.31 元。相关可比公司 2020 年平均预测 PE 为 44 倍，维持公司 2020 年预测 PE 至 40-45 倍。对应合理价格区间为 32.8-36.9 元，上调至“优于大市”评级。
- **风险提示:**公司新产品市场拓展进展缓慢；陶瓷插芯、基片及 MLCC 价格下滑。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3750	2726	4050	5196	6687
(+/-)YoY(%)	19.8%	-27.3%	48.5%	28.3%	28.7%
净利润(百万元)	1319	871	1426	1743	2269
(+/-)YoY(%)	21.7%	-33.9%	63.7%	22.3%	30.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.76	0.50	0.82	1.00	1.31
毛利率(%)	54.2%	49.1%	51.9%	50.0%	50.4%
净资产收益率(%)	18.9%	11.6%	16.8%	18.0%	20.1%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 可比公司估值**

公司名称	股票代码	股价 (元)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			PEG
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
顺络电子	002138.SZ	25.77	0.69	0.90	1.13	37.37	28.78	22.72	1.25
国瓷材料	300285.SZ	41.00	0.62	0.78	0.96	66.61	52.38	42.57	2.45
天孚通信	300394.SZ	59.2	1.40	1.85	2.41	42.34	31.95	24.53	1.30
风华高科	000636.SZ	27.11	0.79	1.30	1.89	34.27	20.82	14.33	0.53
火炬电子	603678.SH	48.19	1.21	1.59	2.09	39.84	30.25	23.11	1.26
可比公司平均						44.09	32.84	25.45	1.36

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 10 月 30 日的收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期值

**表 2 2020-2022 公司主要板块营收预测**

板块名称	会计科目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
通信部件	营业收入 (万元)	135551.13	93343.80	123023.18	149427.82	174591.99
	毛利率	49.96%	54.28%	51.43%	51.43%	51.43%
半导体部件	营业收入 (万元)	58069.35	47975.13	66182.61	85411.54	101842.01
	毛利率	43.21%	43.76%	44.56%	46.10%	46.91%
电子元件及材料	营业收入 (万元)	136459.72	84026.10	167754.31	225475.93	325454.55
	毛利率	62.01%	46.68%	55.40%	50.13%	50.67%

资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

表 3 单季度合并损益表分析

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入 (万元)	74670.75	61557.91	63464.17	72952.35	60165.01	104758	109828.78
同比增长	-7.39%	-36.56%	-40.09%	-20.20%	-19.43%	70.18%	73.06%
营业总成本 (万元)	51486.59	39544.71	44086.19	54945.49	43958.26	65244.44	62040.33
营业成本 (万元)	36718.43	29310.55	33776.35	39086.26	32384.45	53263.72	50485.63
毛利率	50.83%	52.39%	46.78%	46.42%	46.17%	49.16%	54.03%
营业税金及附加 (万元)	1235.36	361.39	432.7	1153.74	917.57	944.96	907.5
营业税金及附加/营业收入	1.65%	0.59%	0.68%	1.58%	1.53%	0.90%	0.83%
销售费用 (万元)	1380.62	1254.87	1150.11	1444.96	1162.55	1338.79	1583.05
销售费用率	1.85%	2.04%	1.81%	1.98%	1.93%	1.28%	1.44%
管理费用 (万元)	6456.15	5518.48	3691.87	8149.18	4726.81	5581.83	6524.59
管理费用率	8.65%	8.96%	5.82%	11.17%	7.86%	5.33%	5.94%
研发费用 (万元)	4272.66	4257.49	4366.68	4756.22	5292.05	5976.57	5377.98
研发费用率	5.72%	6.92%	6.88%	6.52%	8.80%	5.71%	4.90%
财务费用 (万元)	1423.37	-1158.07	668.48	355.13	-525.17	-1861.43	-2838.42
财务费用率	1.91%	-1.88%	1.05%	0.49%	-0.87%	-1.78%	-2.58%
其他经营收益 (万元)	3947.59	6133.39	4288.24	4159.72	5690.32	4580.34	4929.94
其他收益 (万元)	2444.25	1874.72	2934.91	2031.91	2759.9	1208.82	1904.45
投资净收益 (万元)	1588.96	3114.66	1283.81	2618.75	3196.29	3428.15	3138.14
资产处置收益 (万元)	34.84	0.00	-46.14	-6.59	-134.17	-13.70	2.10
资产减值损失 (万元)	-120.46	120.46		-11.54			
信用减值损失 (万元)		1023.55	115.66	-472.81	-131.7	-42.93	-114.75
营业利润 (万元)	27131.75	28146.59	23666.22	22166.58	21897.07	44093.9	52718.39
同比增长	-9.24%	-23.47%	-46.99%	-48.71%	-19.29%	56.66%	122.76%
营业外收入 (万元)	246.79	281.41	40.72	88.76	172.64	400.39	187.12
营业外支出 (万元)	108.96	5.00	0.40	19.20	14.31	18.52	0.28
利润总额 (万元)	27269.57	28423.00	23706.54	23706.54	22055.39	44475.77	52905.23
同比增长	-9.05%	-23.04%	-47.22%	-45.49%	-19.12%	56.48%	123.17%
所得税 (万元)	4319.72	4361.87	3770.78	1798.49	3516.00	7300.47	8255.13
有效所得税率	15.84%	15.35%	15.91%	7.59%	15.94%	16.41%	15.60%
净利润 (万元)	22949.85	24061.13	19935.76	21908.05	18539.39	37175.3	52905.23
同比增长	-9.19%	-20.18%	-47.66%	-43.62%	-19.22%	54.50%	165.38%
净利润率	30.73%	39.09%	31.41%	30.03%	30.81%	35.49%	48.17%
少数股东损益 (万元)	57.53	64.91	83.36	75.6	75.74	28.92	54.05
归属于母公司股东净利润 (万元)	22892.32	23996.22	19852.4	21832.45	18463.66	37146.37	44596.05
同比增长	-9.03%	-20.07%	-47.76%	-43.56%	-19.35%	54.80%	124.64%
基本每股收益 (元)	0.13	0.14	0.11	0.13	0.11	0.21	0.26

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2726</b>	<b>4050</b>	<b>5196</b>	<b>6687</b>
每股收益	0.50	0.82	1.00	1.31	营业成本	1389	1947	2596	3320
每股净资产	4.32	4.88	5.59	6.49	毛利率%	49.1%	51.9%	50.0%	50.4%
每股经营现金流	0.99	0.54	0.91	1.14	营业税金及附加	32	40	52	67
每股股利	0.20	0.25	0.30	0.40	营业税金率%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	52	63	73	87
P/E	61.89	37.82	30.93	23.77	营业费用率%	1.9%	1.6%	1.4%	1.3%
P/B	7.18	6.36	5.56	4.78	管理费用	238	283	348	435
P/S	19.84	13.32	10.38	8.06	管理费用率%	8.7%	7.0%	6.7%	6.5%
EV/EBITDA	34.19	29.69	24.07	18.45	EBIT	839	1469	1815	2378
股息率%	<b>0.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>	财务费用	13	-7	-9	-13
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	49.1%	51.9%	50.0%	50.4%	资产减值损失	0	12	9	11
净利润率	32.0%	35.2%	33.6%	33.9%	投资收益	86	119	127	167
净资产收益率	11.6%	16.8%	18.0%	20.1%	<b>营业利润</b>	<b>1011</b>	<b>1662</b>	<b>2031</b>	<b>2647</b>
资产回报率	10.2%	14.4%	15.3%	17.1%	营业外收支	5	7	7	7
投资回报率	18.1%	23.4%	26.6%	34.2%	<b>利润总额</b>	<b>1017</b>	<b>1669</b>	<b>2038</b>	<b>2654</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1105	1761	2145	2747
营业收入增长率	-27.3%	48.5%	28.3%	28.7%	所得税	143	238	289	377
EBIT 增长率	-43.3%	75.1%	23.6%	31.0%	有效所得税率%	14.0%	14.3%	14.2%	14.2%
净利润增长率	-33.9%	63.7%	22.3%	30.1%	少数股东损益	3	5	6	8
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>871</b>	<b>1426</b>	<b>1743</b>	<b>2269</b>
资产负债率	12.4%	14.1%	14.7%	15.0%					
流动比率	11.1	7.5	7.0	7.1	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	9.6	6.3	6.0	6.3	货币资金	1079	1645	2295	3256
现金比率	2.3	2.1	2.2	2.5	应收账款及应收票据	993	1664	2135	2748
<b>经营效率指标</b>					存货	647	854	925	1000
应收帐款周转天数	170.0	150.0	150.0	150.0	其它流动资产	2580	1660	1810	2373
存货周转天数	175.3	160.0	130.0	110.0	流动资产合计	5298	5822	7165	9378
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	长期股权投资	103	104	105	106
固定资产周转率	1.5	2.1	2.6	3.0	固定资产	1827	1946	2128	2272
					在建工程	644	1144	1144	644
					无形资产	326	358	394	426
					非流动资产合计	3273	4061	4229	3912
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>8572</b>	<b>9883</b>	<b>11394</b>	<b>13290</b>
净利润	871	1426	1743	2269	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	3	5	6	8	应付票据及应付账款	152	293	391	500
非现金支出	259	304	340	380	预收账款	22	32	42	53
非经营收益	-39	-147	-152	-198	其它流动负债	306	453	597	765
营运资金变动	620	-651	-350	-474	流动负债合计	479	778	1030	1319
<b>经营活动现金流</b>	<b>1715</b>	<b>936</b>	<b>1587</b>	<b>1985</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-579	-936	-541	-39	其它长期负债	582	615	647	673
投资	-360	999	-101	-501	非流动负债合计	582	615	647	673
其他	82	5	195	185	<b>负债总计</b>	<b>1062</b>	<b>1393</b>	<b>1677</b>	<b>1992</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-856</b>	<b>68</b>	<b>-446</b>	<b>-355</b>	实收资本	1743	1738	1738	1738
债权募资	-228	0	0	-7	归属于母公司所有者权益	7510	8485	9707	11280
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	5	11	18
其他	-446	-438	-490	-661	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>8572</b>	<b>9883</b>	<b>11394</b>	<b>13290</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-674</b>	<b>-438</b>	<b>-490</b>	<b>-669</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>185</b>	<b>566</b>	<b>650</b>	<b>962</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 30 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

钮宇鸣 中小市值团队  
相姜 中小市值团队

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： 蓝色光标,三角轮胎,三环集团,元隆雅图,共进股份,道恩股份,奥美医疗,稳健医疗

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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述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。