

投资评级 优于大市 调高

股票数据

03月26日收盘价(元)	19.23
52周股价波动(元)	17.08-28.08
总股本/流通A股(百万股)	1743/1656
总市值/流通市值(百万元)	33516/31843

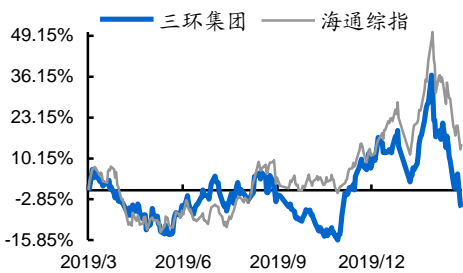
相关研究

《短期利润受拖累，中长期成长逻辑不变》
2019.11.01

《短期业绩承压，中长期仍具价值》
2019.08.30

《引领国产化趋势的先进材料专家》
2019.05.07

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-22.7	-17.2	-13.7
相对涨幅(%)	-13.5	-9.5	-5.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:钮宇鸣

Tel:(021)23219420

Email:yumniu@htsec.com

证书:S0850511010040

分析师:相姜

Tel:(021)23219945

Email:xj11211@htsec.com

证书:S0850519090002

MLCC 持续扩产，国产化大趋势不变

投资要点:

- **公司短期业绩承压。**2019年公司实现营业收入27.26亿元，实现归母净利润8.71亿元，实现归母扣除非经常性损益的净利润7.95亿元，分别同比下滑27.30%、33.93%和38.09%。公司为上游基础元器件生产企业，全球宏观经济不确定增强、智能手机出货疲软、2018年同期被动元器件处于景气高点导致同期业绩基数较高、下游厂家处于去库存周期等因素，对公司业绩产生了不利影响。
- **通信部件与电子元件及材料两个板块收入下滑较大。**通信部件板块：收入同比下滑31.14%，毛利率同比提升4.32PCT；由于智能手机终端出货疲软，手机陶瓷外观件销售量下滑。电子元件及材料板块：收入同比下滑38.42%，毛利率同比下滑15.33PCT；下游厂商去库存，我们估计公司陶瓷基片量价齐跌，MLCC出货量高增长但价格下降。半导体板块：收入同比下滑17.38%，毛利率同比提升0.55PCT；陶瓷封装基座销售回暖，指纹识别陶瓷片处于衰退期。整体毛利率同比下降5.14PCT至49.06%，但相对于2011-2019年平均水平仍处于高位，证明了公司优秀的成本控制能力。
- **公司期间费用率有所上升，政府补助及理财收益同比有所增加。**公司各项期间费用同比均有所上升，由于公司营业收入下滑，整体期间费用率同比上升3.51PCT至17.60%。分拆来看，研发费用率上升幅度较大，同比上升2.19PCT至6.47%。公司逆势增大研发投入，投入规模同比上升9.81%，积极研发新产品，推进在研项目投产，优化现有产品技术工艺。管理费用率同比上升0.99PCT，虽然股权激励费用降低，但工资福利、办公、折旧、业务招待等费用有所上升。销售费用率及财务费用率上升幅度较小。政府补助产生的其他收益9285.79万元及理财产品实现投资收益8455.76万元均同比增加。
- **公司现金流情况良好，ROE降低。**2019年经营性现金流净流入17.15亿元，经营性现金流净流入/净利润的比值达到1.96。由于支付股利及偿还贷款等导致筹资现金流净流出6.74亿元。公司保持较高固定资产投资，投资活动现金净流出8.56亿元。公司账面现金继续积累至10.78亿元。公司存货周转天数、应收账款周转天数相对2018年同期变长，净营业周期变长，资产周转率降低。同时由于销售净利率从35.17%下滑至31.96%，权益乘数减小，2019年公司ROE下降8.44PCT至12.02%。
- **MLCC成为公司下一个重要增长极。**尽管2019年电子元器件受去库存影响，但公司电子元件及材料类毛利率仍高于2017和2016年，并高于大部分日韩台企业，证明了公司在生产成本方面存在优势。我们估计2019年公司MLCC销售情况良好，产能利用率较高。公司同时发布定增预案，将投资22.85亿

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3750	2726	3612	4462	5454
(+/-)YoY(%)	19.8%	-27.3%	32.5%	23.5%	22.2%
净利润(百万元)	1319	871	1183	1472	1801
(+/-)YoY(%)	21.7%	-33.9%	35.8%	24.5%	22.4%
全面摊薄EPS(元)	0.76	0.50	0.68	0.84	1.03
毛利率(%)	54.2%	49.1%	48.7%	49.4%	49.6%
净资产收益率(%)	18.9%	11.6%	14.3%	16.0%	17.5%

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

元扩产 MLCC。我们判断 MLCC 将接棒陶瓷插芯产品成为公司下一个重要增长极。2019 年 MLCC 已经历一年的去库存周期，未来需求端恢复后，补库存周期带来的 MLCC 涨价将为公司带来较大的业绩弹性。

预计 2020 年公司业绩前低后高。公司预告一季度受疫情影响，产品销售额下降，归母净利润同比下降 15%-30%，盈利区间为 1.60-1.95 亿元。全年来看，5G 基建投资及对消费电子的拉动将对公司业绩产生正面影响。我们判断疫情结束、经济恢复后，公司业绩将取得较好增长。我们预计：5G 基建和 IDC 建设将拉动陶瓷插芯需求；5G 手机陆续推出，多款手机采用公司陶瓷背板方案；MLCC 价格有望企稳回升，公司 MLCC 产能扩张，订单充足；陶瓷基片量价企稳；公司 PKG 封装基座市占率进一步提升；新产品电阻浆料、半导体封装劈刀及 SAW 陶瓷基座等逐渐形成规模销售。

横向拓展空间大，国产化大趋势不变，长期看好公司成长能力。我们认为公司在材料方面具备很深的技术积累，自主研发打通材料、工艺、装备全方位技术储备，核心技术延续性强，未来持续看好公司横向拓展产品品类。不断降低制造成本、持续保持相对较高的毛利率水平是公司重要的护城河。公司的陶瓷插芯、陶瓷基片已取得较高市占率，我们期待公司未来有更多产品复制这一过程。我们判断：目前公司的 PKG 和 MLCC 正处于国产替代过程中，市占率逐步提升；陶瓷劈刀、SAW 陶瓷基座逐步导入市场，开启国产化进程；在中国半导体和 5G 产业发展下，未来公司在半导体部件、电子元件及材料方面有望拓展更多新产品。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.68、0.84、1.03 元。相关可比公司 2020 年平均预测 PE 为 28 倍。我们认为公司长期成长逻辑不改，技术壁垒较高，给予 2020 年预测 PE 27-30 倍，对应合理价格区间为 18.36-20.40 元，上调至“优于大市”评级。

风险提示：全球宏观经济疲软；公司新产品市场拓展进展缓慢。

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)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
顺络电子	002138.SZ	20.80	0.71	0.91	1.15	29.23	22.84	18.09
国瓷材料	300285.SZ	21.00	0.66	0.80	0.94	32.05	26.34	22.25
天孚通信	300394.SZ	44.9	1.15	1.46	-	39.00	30.80	-
风华高科	000636.SZ	17.66	0.92	1.39	-	19.12	12.70	-
火炬电子	603678.SH	23.32	1.15	1.44	1.75	20.33	16.19	13.35
可比公司平均						27.95	21.77	17.89

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 3 月 26 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	108379.47	114478.48	112988.91
	毛利率	49.96%	54.28%	51.69%	53.71%	54.69%
半导体部件	营业收入 (万元)	58069.35	47975.13	53602.00	68396.00	77937.68
	毛利率	43.21%	43.76%	44.59%	45.97%	46.32%
电子元件及材料	营业收入 (万元)	136459.72	84026.10	142199.91	194634.42	275145.08
	毛利率	62.01%	46.68%	47.92%	48.41%	48.84%

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

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业总收入 (万元)	80627.22	97025.85	105930.89	91423.33	74670.75	61557.91	63464.17	72952.35
同比增长	19.13%	53.63%	31.76%	-10.15%	-7.39%	-36.56%	-40.09%	-20.20%
营业总成本 (万元)	52389.31	63719.34	65976.63	47700.57	51607.05	38400.70	44086.18	54945.48
营业成本 (万元)	38474.14	46197.02	47188.99	39901.31	36718.43	29310.55	33776.35	39086.26
毛利率	52.28%	52.39%	55.45%	56.36%	50.83%	52.39%	46.78%	46.42%
营业税金及附加 (万元)	661.44	988.26	1168.75	1285.55	1235.36	361.39	432.7	1153.74
营业税金及附加/营业收入	0.82%	1.02%	1.10%	1.41%	1.65%	0.59%	0.68%	1.58%
销售费用 (万元)	1443.17	1530.62	1486.24	1543.01	1380.62	1254.87	1150.11	1444.96
销售费用率	1.79%	1.58%	1.40%	1.69%	1.85%	2.04%	1.81%	1.98%
管理费用 (万元)	6082.08	6415.67	9038.08	7502.47	6456.15	5518.48	3691.87	8149.18
管理费用率	7.54%	6.61%	8.53%	8.21%	8.65%	8.96%	5.82%	11.17%
研发费用 (万元)	4213.18	4395.45	3645.86	3821.61	4272.66	4257.49	4366.68	4756.22
研发费用率	5.23%	4.53%	3.44%	4.18%	5.72%	6.92%	6.88%	6.52%
财务费用 (万元)	629.37	598.25	162.63	340.99	1423.37	-1158.07	668.48	355.13
财务费用率	0.78%	0.62%	0.15%	0.37%	1.91%	-1.88%	1.05%	0.49%
资产减值损失 (万元)	885.93	3594.06	3286.08	-6694.39	120.46	-120.46		-11.54
信用减值损失 (万元)						-1023.55	-115.66	472.81
其他经营收益 (万元)	1656.23	3470.91	4692.13	-502.18	4068.05	4989.38	4172.58	4644.07
公允价值变动净收益 (万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益 (万元)	476.76	2567.2	3700.59	-3527.33	1588.96	3114.66	1283.81	2618.75
资产处置收益 (万元)	0.00	0.00	0.00	1.28	34.84	0.00	-46.14	-6.59
其他收益 (万元)	1179.47	903.71	991.54	3023.87	2444.25	1874.72	2934.91	2031.91
营业利润 (万元)	29894.14	36777.42	44646.4	43220.58	27131.74	28146.58	23666.23	22189.66
同比增长	14.62%	65.84%	46.53%	-8.20%	-9.24%	-23.47%	-46.99%	-48.66%
营业外收入 (万元)	111.8	161.6	273.72	271.15	246.79	281.41	40.72	88.76
营业外支出 (万元)	21.72	6.07	5.39	2.79	108.96	5.00	0.40	19.20
利润总额 (万元)	29984.22	36932.95	44914.72	43488.93	27269.57	28423.00	23706.54	23706.54
同比增长	8.43%	60.38%	41.05%	-1.44%	-9.05%	-23.04%	-47.22%	-45.49%
所得税 (万元)	4713.19	6787.58	6829.14	4628.51	4319.72	4361.87	3770.78	1798.49
有效所得税率	15.72%	18.38%	15.20%	10.64%	15.84%	15.35%	15.91%	7.59%
净利润 (万元)	25271.03	30145.37	38085.59	38860.42	22949.85	24061.13	19935.76	21908.05
同比增长	8.66%	52.53%	40.34%	1.14%	-9.19%	-20.18%	-47.66%	-43.62%
净利润率	31.34%	31.07%	35.95%	42.51%	30.73%	39.09%	31.41%	30.03%
少数股东损益 (万元)	107.72	123.72	80.24	177.8	57.53	64.91	83.36	75.6
归属于母公司股东净利润 (万元)	25163.31	30021.65	38005.35	38682.62	22892.32	23996.22	19852.4	21832.45
同比增长	8.31%	51.96%	41.00%	0.73%	-9.03%	-20.07%	-47.76%	-43.56%
基本每股收益 (元)	0.14	0.17	0.22	0.22	0.13	0.14	0.11	0.13

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
每股指标 (元)					营业总收入	2726	3612	4462	5454
每股收益	0.50	0.68	0.84	1.03	营业成本	1389	1854	2258	2747
每股净资产	4.31	4.73	5.27	5.91	毛利率%	49.1%	48.7%	49.4%	49.6%
每股经营现金流	0.98	0.62	0.68	0.99	营业税金及附加	32	40	49	60
每股股利	0.20	0.25	0.30	0.40	营业税金率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	52	61	71	82
P/E	39.63	29.19	23.45	19.17	营业费用率%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%
P/B	4.60	4.19	3.76	3.35	管理费用	238	260	312	376
P/S	12.67	9.56	7.74	6.33	管理费用率%	8.7%	7.2%	7.0%	6.9%
EV/EBITDA	34.19	22.66	17.93	14.38	EBIT	839	1198	1535	1916
股息率%	0.9%	1.3%	1.5%	2.0%	财务费用	13	-6	-7	-10
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	49.1%	48.7%	49.4%	49.6%	资产减值损失	0	7	9	7
净利润率	32.0%	32.7%	33.0%	33.0%	投资收益	86	87	87	87
净资产收益率	11.6%	14.3%	16.0%	17.5%	营业利润	1011	1379	1716	2101
资产回报率	10.2%	12.3%	13.9%	15.1%	营业外收支	5	6	6	6
投资回报率	18.1%	23.1%	26.4%	30.7%	利润总额	1017	1384	1721	2107
盈利增长 (%)					EBITDA	1105	1465	1829	2229
营业收入增长率	-27.3%	32.5%	23.5%	22.2%	所得税	143	198	244	300
EBIT 增长率	-43.3%	42.8%	28.1%	24.8%	有效所得税率%	14.0%	14.3%	14.2%	14.2%
净利润增长率	-33.9%	35.8%	24.5%	22.4%	少数股东损益	3	4	5	6
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	871	1183	1472	1801
资产负债率	12.4%	13.9%	13.3%	13.4%					
流动比率	11.1	8.4	8.9	8.5	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	9.6	7.5	7.9	7.7	货币资金	1079	1336	1749	2491
现金比率	2.3	1.8	2.2	2.5	应收账款及应收票据	993	1492	1923	2349
经营效率指标					存货	647	660	742	753
应收账款周转天数	170.0	150.7	157.3	157.2	其它流动资产	2580	2669	2722	2769
存货周转天数	175.3	130.0	120.0	100.0	流动资产合计	5298	6157	7135	8361
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	长期股权投资	103	104	105	106
固定资产周转率	1.5	1.9	2.4	2.9	固定资产	1827	1888	1867	1847
					在建工程	644	744	794	844
					无形资产	326	358	393	426
					非流动资产合计	3273	3429	3483	3547
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	8572	9586	10618	11908
净利润	871	1183	1472	1801	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	3	4	5	6	应付票据及应付账款	152	293	346	425
非现金支出	259	275	303	320	预收账款	22	19	25	32
非经营收益	-39	-49	-93	-93	其它流动负债	306	420	435	524
营运资金变动	620	-337	-500	-315	流动负债合计	479	731	805	980
经营活动现金流	1715	1076	1187	1719	长期借款	0	0	0	0
资产	-579	-454	-353	-370	其它长期负债	582	605	609	613
投资	-360	-1	-1	-1	非流动负债合计	582	605	609	613
其他	82	81	99	88	负债总计	1062	1336	1415	1594
投资活动现金流	-856	-375	-255	-283	实收资本	1743	1743	1743	1743
债权募资	-228	0	0	-7	普通股股东权益	7510	8246	9195	10299
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	4	9	15
其他	-446	-444	-519	-686	负债和所有者权益合计	8572	9586	10618	11908
融资活动现金流	-674	-444	-519	-693					
现金净流量	185	257	413	742					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 26 日

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： 江山欧派,蓝色光标,三角轮胎,汉威科技,三环集团,元隆雅图,共进股份,道恩股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。