风华高科（000636）

电阻扩产力度强劲，被动元件综合实力持续提升

买入（维持）

2020 年 12 月 02 日

证券分析师 王平阳
执业证号：S0600519060001
021-60199775
wangpingyang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,293	4,238	5,746	7,969
同比（%）	-28.1%	28.7%	35.6%	38.7%
归母净利润（百万元）	339	578	1,096	1,491
同比（%）	-66.7%	70.7%	89.5%	36.0%
每股收益（元/股）	0.38	0.65	1.22	1.67
P/E（倍）	93.26	54.63	28.82	21.19

投资要点

- **电阻扩产力度强劲，综合实力进一步提升：**公司公告，拟投资 10.1 亿元用于“新增月产 280 亿只片式电阻器技改扩产项目”，建设期 20 个月，项目达产后，预计年新增营业收入约为 91,448 万元，财务内部收益率（所得税前）约为 23.21%，投资回收期（所得税前，含建设期）约为 4.65 年。目前公司电阻月产约 380 亿只，电容月产约 180 亿只，此前公司公告电容将扩产 450 亿只/月，此次电阻的扩产将进一步增强公司在被动元器件领域的整体综合实力。

- **容阻感竞争能力兼备，充分受益国产替代浪潮：**我们强调公司核心发展逻辑仍是元器件国产替代大趋势下的产能快速扩张及份额提升。目前，公司扩产项目仍在加速推进。电容方面，新增 56 亿只/月 MLCC 技改项目产能 Q4 已经陆续释放，祥和工业园第一期 50 亿只/月年底将建成，预计明年 Q1 逐步爬坡上量，二三期 400 亿只/月产能明年底建成，届时公司产能规模将达到 650 亿只/月，全球排名前五。电阻方面，目前公司产能约 380 亿只/月，产能排名全球前五，产品质量及一致性与行业龙头国巨差距甚小，具有较强的国际竞争力，此次扩产将进一步增强公司行业话语权。在元器件国产替代浪潮下，公司作为国内唯一兼具容阻感竞争能力的企业，将充分受益产能扩产带来的市占率提升。

- **价格保持稳定，在手订单充足，经营性业绩逐季向好：**行业价格方面，由于上半年急单涨价幅度较高，台湾国巨三季度 MLCC 降价 10-15%，目前库存约 35 天，库存水位健康，预计四季度及明年上半年价格保持平稳。风华三四季度价格保持平稳，目前主业在手订单依旧饱满，价格仍维持高利润率水平，后续随着技改及新增产能的逐步释放，预计业绩环比将持续提升。

- **人事变更落地，管理层齐心协力，经营扩产稳步推进：**风华的经营及扩产项目是集各方力量在积极推动发展，公司、大股东集团层面及下游客户都紧盯项目推进。11 月新一届董事会换届选举落地，新任董事长刘伟先生为现任广晟公司副总经理，此番管理层变更充分体现了大股东广晟公司对公司的重视和支持，有利于提升公司管理效率和决策推进。

- **盈利预测与投资评级：**风华高科作为国内容阻实力最强的龙头厂商，国产趋势替代下加速扩产提升份额是核心推动力。公司成长逻辑清晰，短期行业景气度带来业绩弹性，中长期看下游需求倒逼扩产加速，长期看国产替代和需求空间增长。预计公司 2020/2021/2022 年净利润 5.78 亿/10.96 亿/14.91 亿元，对应 PE 为 54.6/28.8/21.9 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 行业价格波动风险；扩产进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.30
一年最低/最高价	13.12/39.69
市净率(倍)	5.23
流通 A 股市值(百万元)	31601.73

基础数据

每股净资产(元)	6.75
资产负债率(%)	27.49
总股本(百万股)	895.23
流通 A 股(百万股)	895.23

相关研究

1、《风华高科（000636）：营业收入逐季提升，Q3 扣非净利润同比增长 315%》2020-10-30
2、《风华高科（000636）：国产被动元器件龙头，天时地利人和促腾飞》2020-08-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风华高科三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3,346**	**4,538**	**5,883**	**7,945**
现金	1,519	1,248	1,149	3,424
应收账款	637	1,059	1,240	1,948
存货	457	642	724	1,184
其他流动资产	734	1,589	2,770	1,388
非流动资产	**3,655**	**4,766**	**7,877**	**9,698**
长期股权投资	577	682	790	900
固定资产	2,133	2,689	3,906	5,439
在建工程	194	688	2,524	2,727
无形资产	104	83	62	40
其他非流动资产	648	624	596	592
资产总计	**7,002**	**9,303**	**13,761**	**17,643**
流动负债	**1,131**	**2,591**	**3,179**	**5,320**
短期借款	35	35	49	35
应付账款	727	1,185	1,668	2,317
其他流动负债	369	1,372	1,462	2,968
非流动负债	**231**	**473**	**3,296**	**3,609**
长期借款	0	241	3,064	3,378
其他非流动负债	231	231	231	231
负债合计	**1,363**	**3,064**	**6,475**	**8,929**
少数股东权益	65	87	124	166
归属母公司股东权益	5,574	6,153	7,162	8,548
负债和股东权益	**7,002**	**9,303**	**13,761**	**17,643**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	793	715	-65	4,158
投资活动现金流	-176	-1,289	-3,397	-2,232
筹资活动现金流	-325	303	3,349	363
现金净增加额	292	-271	-113	2,289
折旧和摊销	317	267	372	500
资本开支	227	1,005	3,003	1,711
营运资本变动	125	-63	-1,592	2,094

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,293**	**4,238**	**5,746**	**7,969**
减:营业成本	2,503	2,867	3,566	4,981
营业税金及附加	35	49	80	112
营业费用	76	91	115	159
管理费用	228	432	661	916
财务费用	-29	-2	107	120
资产减值损失	-88	-21	-29	-32
加:投资净收益	71	89	87	89
其他收益	0	-0	-0	-0
营业利润	**393**	**909**	**1,333**	**1,801**
加:营业外净收支	-2	-186	2	2
利润总额	**391**	**723**	**1,334**	**1,803**
减:所得税费用	43	123	200	270
少数股东损益	9	22	38	41
归属母公司净利润	**339**	**578**	**1,096**	**1,491**
EBIT	347	688	1,355	1,843
EBITDA	665	955	1,728	2,343

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.38	0.65	1.22	1.67
每股净资产(元)	6.23	6.87	8.00	9.55
发行在外股份(百万股)	895	895	895	895
ROIC(%)	5.3%	8.5%	10.2%	11.8%
ROE(%)	6.2%	9.6%	15.6%	17.6%
毛利率(%)	24.0%	32.3%	37.9%	37.5%
销售净利率(%)	10.3%	13.6%	19.1%	18.7%
资产负债率(%)	19.5%	32.9%	47.1%	50.6%
收入增长率(%)	-28.1%	28.7%	35.6%	38.7%
净利润增长率(%)	-66.7%	70.7%	89.5%	36.0%
P/E	93.26	54.63	28.82	21.19
P/B	5.67	5.14	4.41	3.70
EV/EBITDA	45.18	32.08	19.87	13.94

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn