创新技术与企业服务研究中心

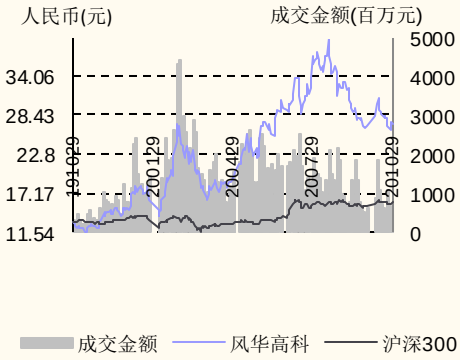
风华高科 (000636.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：27.27 元
目标价格（人民币）：46.00-46.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.95
已上市流通 A 股(亿股)	8.95
总市值(亿元)	244.13
年内股价最高最低(元)	39.43/11.54
沪深 300 指数	4773
深证成指	13520



相关报告

1.《MLCC 需求多点开花，国产替代大有可为-风华高科深度报告》，2020.9.6

樊志远 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520090004
liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号：S1130520080003
dengxiaolu@gjzq.com.cn

需求向好，期待新产能释放

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,580	3,293	3,874	5,628	8,012
营业收入增长率	36.51%	-28.10%	17.64%	45.27%	42.35%
归母净利润(百万元)	1,017	339	584	1,180	1,696
归母净利润增长率	312.06%	-66.69%	72.33%	102.13%	43.68%
摊薄每股收益(元)	1.136	0.379	0.652	1.318	1.894
每股经营性现金流净额	1.63	0.90	0.91	1.65	2.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.72%	6.08%	9.77%	16.91%	19.96%
P/E	9.45	39.34	50.76	25.11	17.48
P/B	1.77	2.39	4.96	4.25	3.49

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2020 年前三季度营收为 29 亿元、同增 22%，归母净利为 3.5 亿元、同减 2%，归母扣非净利为 4.27 亿元、同增 44%；公司 Q3 营收为 11.4 亿元、同增 48%，归母净利为 0.92 亿元、同增 66%，归母扣非净利为 1.49 亿元、同增 315%。

经营分析

- **短期受益产品价格回暖，公司营收、盈利能力向好。**1）公司 Q3 营收达 11 亿元、同增 48%，毛利率达 31%、较去年同期提升 10.8pct，主要系下游需求向好，公司电容、电阻产品价格回暖，助力公司营收、毛利率增长。2）公司 Q3 净利率为 8.1%、较去年同期仅提升 0.9pct，净利率提升幅度远低于毛利率提升幅度主要系根据投资者诉讼案件一审判决结果计提预计负债 0.8 亿元所致。3）公司前三季度应收账款周转天数下降 17 天至 67 天，存货周转天数下降 7 天至 67 天，营运能力向好。
- **长期受益 MLCC 国产替代浪潮，公司扩产稳步推进。**1）目前 MLCC 国产化率极低、不足 10%，严重依赖进口，2018 年中国 MLCC 进口数量达 2.6 万亿只，中美贸易摩擦背景下，国产替代需求迫切。2）公司持续推进大规模扩产，今年上半年月产能约为 130 亿只，预计今年四季度，月产 56 亿只项目将陆续投产。2020 年 3 月公司公告“新增月产 450 亿只 MLCC 项目”，投资额 75 亿元，建设期 28 个月，预计达产后增厚营收 49 亿元，**截止 Q3 末，按签订合同金额统计，该项目项目已完成投资 20.53 亿元。**我们认为伴随公司产能逐步释放，助力公司未来 2 年快速增长。

投资建议：

- 考虑公司计提大额预计负债，我们下调公司 2020 年业绩至 5.8 亿元（下调幅度为 18%），维持公司 2021、2022 年预测，预计公司 2021、2022 年业绩为 11.8、17.0 亿元。维持“买入”评级，目标价 46 元（35*2021EPS）。

风险提示：

- 治理风险、败诉风险、疫情反复风险、市场竞争风险、产能投放不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,355**	**4,580**	**3,293**	**3,874**	**5,628**	**8,012**
增长率		36.5%	-28.1%	17.6%	45.3%	42.4%
主营业务成本	-2,557	-2,672	-2,503	-2,649	-3,582	-4,979
%销售收入	76.2%	58.3%	76.0%	68.4%	63.6%	62.1%
毛利	798	1,909	790	1,225	2,046	3,033
%销售收入	23.8%	41.7%	24.0%	31.6%	36.4%	37.9%
营业税金及附加	-29	-55	-35	-39	-56	-80
%销售收入	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-85	-93	-76	-77	-113	-160
%销售收入	2.5%	2.0%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-369	-287	-228	-267	-383	-537
%销售收入	11.0%	6.3%	6.9%	6.9%	6.8%	6.7%
研发费用	0	-177	-144	-174	-253	-361
%销售收入	0.0%	3.9%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润（EBIT）	315	1,296	307	667	1,241	1,895
%销售收入	9.4%	28.3%	9.3%	17.2%	22.1%	23.7%
财务费用	-36	6	29	25	-5	-43
%销售收入	1.1%	-0.1%	-0.9%	-0.7%	0.1%	0.5%
资产减值损失	-89	-194	-88	-14	-26	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	97	60	71	70	70	70
%税前利润	31.2%	4.9%	18.1%	10.0%	5.0%	3.5%
营业利润	318	1,227	393	869	1,400	2,007
营业利润率	9.5%	26.8%	11.9%	22.4%	24.9%	25.0%
营业外收支	-7	-4	-2	-170	0	0
税前利润	311	1,224	391	699	1,400	2,007
利润率	9.3%	26.7%	11.9%	18.0%	24.9%	25.0%
所得税	-49	-195	-43	-105	-210	-301
所得税率	15.7%	15.9%	10.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	262	1,029	348	594	1,190	1,706
少数股东损益	15	12	9	10	10	10
归属于母公司的净利润	**247**	**1,017**	**339**	**584**	**1,180**	**1,696**
净利率	7.4%	22.2%	10.3%	15.1%	21.0%	21.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	262	1,029	348	594	1,190	1,706
少数股东损益	15	12	9	10	10	10
非现金支出	349	475	405	366	569	844
非经营收益	-58	-61	-75	110	-42	1
营运资金变动	-148	19	125	-254	-237	-278
经营活动现金净流	**406**	**1,462**	**803**	**815**	**1,479**	**2,272**
资本开支	-416	-476	-227	-1,383	-2,110	-2,110
投资	443	-29	50	0	0	0
其他	16	35	1	70	70	70
投资活动现金净流	**43**	**-470**	**-176**	**-1,313**	**-2,040**	**-2,040**
股权募资	3	0	0	0	0	0
债权募资	-465	-197	-52	214	848	453
其他	-48	-62	-273	-180	-207	-250
筹资活动现金净流	**-510**	**-260**	**-325**	**33**	**641**	**203**
现金净流量	**-61**	**732**	**303**	**-465**	**81**	**436**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	464	1,212	1,519	1,054	1,135	1,571
应收款项	1,366	1,271	994	1,327	1,803	2,436
存货	494	503	457	508	687	955
其他流动资产	373	435	376	378	383	390
流动资产	2,698	3,421	3,346	3,268	4,008	5,351
%总资产	42.6%	48.6%	47.8%	41.9%	39.6%	41.9%
长期投资	794	785	952	952	952	952
固定资产	2,215	2,364	2,327	2,998	4,481	5,715
%总资产	35.0%	33.6%	33.2%	38.4%	44.3%	44.8%
无形资产	534	380	282	268	352	420
非流动资产	3,631	3,622	3,655	4,539	6,106	7,407
%总资产	57.4%	51.4%	52.2%	58.1%	60.4%	58.1%
资产总计	**6,329**	**7,043**	**7,002**	**7,806**	**10,113**	**12,759**
短期借款	284	87	35	0	848	1,301
应付款项	1,151	858	928	999	1,356	1,888
其他流动负债	150	390	168	243	333	468
流动负债	1,585	1,334	1,131	1,242	2,538	3,656
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	163	181	231	511	511	511
负债	**1,748**	**1,515**	**1,363**	**1,753**	**3,048**	**4,167**
普通股股东权益	**4,498**	**5,433**	**5,574**	**5,979**	**6,980**	**8,497**
其中：股本	895	895	895	895	895	895
未分配利润	740	1,593	1,659	2,064	3,066	4,582
少数股东权益	83	95	65	75	85	95
负债股东权益合计	**6,329**	**7,043**	**7,002**	**7,806**	**10,113**	**12,759**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.276	1.136	0.379	0.652	1.318	1.894
每股净资产	5.024	6.069	6.226	6.679	7.797	9.492
每股经营现金净流	0.453	1.633	0.898	0.911	1.653	2.538
每股股利	0.020	0.070	0.300	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	5.49%	18.72%	6.08%	9.77%	16.91%	19.96%
总资产收益率	3.90%	14.44%	4.84%	7.48%	11.67%	13.29%
投入资本收益率	5.42%	19.33%	4.80%	9.28%	13.24%	16.19%
增长率						
主营业务收入增长率	20.94%	36.51%	-28.10%	17.64%	45.27%	42.35%
EBIT 增长率	517.23%	311.91%	-76.31%	117.21%	86.17%	52.64%
净利润增长率	66.75%	312.06%	-66.69%	72.33%	102.13%	43.68%
总资产增长率	-4.72%	11.29%	-0.59%	11.49%	29.55%	26.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.4	71.4	85.4	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	68.0	68.1	69.9	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	138.7	114.0	100.7	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	228.7	172.9	236.4	264.2	278.0	251.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.94%	-20.36%	-32.51%	-23.18%	-9.00%	-7.20%
EBIT 利息保障倍数	8.7	-228.4	-10.5	-26.2	238.9	44.5
资产负债率	27.62%	21.51%	19.46%	22.45%	30.14%	32.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-06	买入	33.11	46.00～46.00

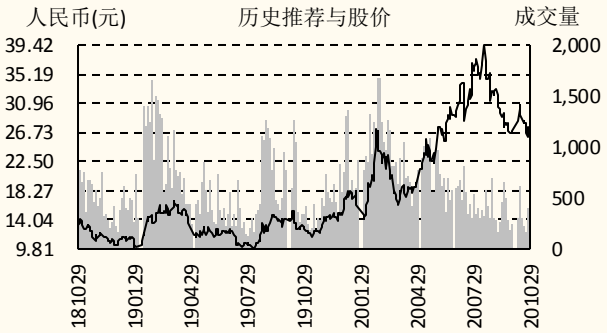
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH