开源证券

风华高科（000636.SZ） 需求回暖改善毛利率，扩产顺利助力公司高成长

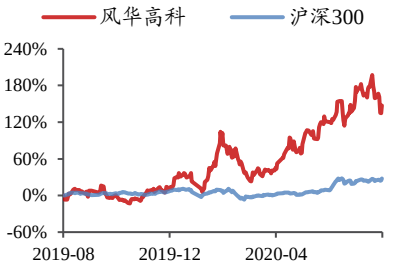
2020 年 08 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/28
当前股价(元)	32.78
一年最高最低(元)	39.69/11.21
总市值(亿元)	293.46
流通市值(亿元)	293.46
总股本(亿股)	8.95
流通股本(亿股)	8.95
近 3 个月换手率(%)	335.95

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-扩产把握 MLCC 国产替代，“瘦身强体”提升效率》-2020.7.21

刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

傅盛盛（分析师）
fushengsheng@kysec.cn
证书编号：S0790520070007

● **2020H1 业绩符合预期，毛利率改善明显，维持“买入”评级。**

2020H1，公司实现营收 17.76 亿元，同比增长 10.04%，实现归母净利润 2.54 亿元，同比下滑 14.61%，2020Q2 单季度归母净利润 1.3 亿元，同比-7.86%，二季度毛利率较 2020Q1 改善 6.6pcts，业绩基本符合预期。2020H1 归母净利润下滑主要系二季度预提诉讼赔偿款 8995 万元所致。2020Q2 毛利率改善主要得益于疫情恢复后产能利用率的提升。**考虑到元器件国产化带来的订单饱满、扩产项目进展顺利、毛利率明显改善，我们上调 2020-2022 年归母净利润至 7.27/11.57/16.84 亿元（前值 6.58/9.69/14.07 亿元），EPS 为 0.81/1.29/1.88 元（前值 0.74/1.08/1.57），对应 PE 为 40.37x、25.37x、17.43x，维持“买入”评级。**

● **MLCC、电阻受益行业需求回暖和国产替代加速，收入毛利率持续改善。**

受益被动元器件行业库存消化、5G 带来的新增需求和国产替代加速，公司 MLCC 和片式电阻需求继续向好。2020H1，片式电容收入 5.39 亿元，同比增长 5.5%，毛利率 44.49%，同比减少 0.64 个百分点，但环比 2019H2 大增 10.77pcts。片式电阻 2020H1 实现收入 5.23 亿元，同比增长 22.76%，毛利率 33.86%，环比 2019H2 增加 10.9pcts。我们认为，随着 5G 需求的逐渐放量，元器件国产化加速推进，未来公司元器件毛利率有望继续保持稳定向上趋势。

● **扩产项目推进顺利，公司进入发展新阶段。**

MLCC 进口替代规模大，每年有将近 500-600 亿进口规模，2017-2018 年国巨涨价风波和中美贸易冲突使的元器件国产化诉求空前高涨。公司积极扩产把握国产替代大趋势，2020H1 公司主要扩产项目推进顺利，其中月产 56 亿只 MLCC 进度已达 82.69%，2020H2 有望实现全部达产；月产 450 亿只 MLCC 项目顺利启动。我们预计上述项目达产后，公司总体规模上将超过台湾国巨成为行业前三。庞大的进口替代需求叠加产能扩张，公司进入发展新阶段。

● **风险提示：**扩产进度低于预期；客户导入进度缓慢、MLCC 价格下跌风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,580	3,293	4,272	6,006	8,964
YOY(%)	36.5	-28.1	29.7	40.6	49.2
归母净利润(百万元)	1,017	339	727	1,157	1,684
YOY(%)	312.1	-66.7	114.5	59.1	45.6
毛利率(%)	41.7	24.0	32.0	34.9	35.1
净利率(%)	22.2	10.3	17.0	19.3	18.8
ROE(%)	18.6	6.2	11.6	15.8	18.9
EPS(摊薄/元)	1.14	0.38	0.81	1.29	1.88
P/E(倍)	28.9	86.6	40.4	25.4	17.4
P/B(倍)	5.4	5.3	4.7	4.0	3.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3421	3346	3989	4549	6424
现金	1212	1519	760	1315	718
应收票据及应收账款	1247	637	1807	1629	3499
其他应收款	24	10	34	28	65
预付账款	12	12	20	25	41
存货	503	457	657	841	1389
其他流动资产	423	712	712	712	712
非流动资产	3622	3655	4806	6531	9096
长期投资	500	577	682	790	900
固定资产	2170	2133	2831	3991	5743
无形资产	111	104	84	64	45
其他非流动资产	841	842	1210	1685	2408
资产总计	7043	7002	8796	11080	15520
流动负债	1334	1131	1467	2082	3879
短期借款	85	35	35	35	757
应付票据及应付账款	766	829	1022	1469	2240
其他流动负债	483	267	410	578	881
非流动负债	181	231	949	1522	2549
长期借款	0	0	717	1290	2318
其他非流动负债	181	231	231	231	231
负债合计	1515	1363	2416	3603	6428
少数股东权益	95	65	79	106	142
股本	895	895	895	895	895
资本公积	2407	2407	2407	2407	2407
留存收益	2019	2118	2739	3722	5186
归属母公司股东权益	5433	5574	6301	7370	8949
负债和股东权益	7043	7002	8796	11080	15520

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1462	793	-219	2122	773
净利润	1029	348	741	1184	1720
折旧摊销	281	317	326	466	649
财务费用	-6	-29	0	60	90
投资损失	-60	-71	-100	-82	-78
营运资金变动	19	125	-1186	494	-1607
其他经营现金流	198	102	0	0	0
投资活动现金流	-470	-176	-1377	-2109	-3136
资本支出	482	227	1046	1616	2455
长期投资	-29	50	-105	-111	-110
其他投资现金流	-17	102	-436	-603	-791
筹资活动现金流	-268	-325	837	541	1044
短期借款	-197	-50	0	0	0
长期借款	0	0	717	573	1027
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0	0
其他筹资现金流	-73	-275	120	-32	16
现金净增加额	732	292	-759	554	-1319

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4580	3293	4272	6006	8964
营业成本	2672	2503	2905	3909	5821
营业税金及附加	55	35	45	63	98
营业费用	93	76	85	120	179
管理费用	287	228	296	416	621
研发费用	177	144	192	270	403
财务费用	-6	-29	0	60	90
资产减值损失	194	-88	40	42	40
其他收益	56	62	100	120	140
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	60	71	100	82	78
资产处置收益	4	1	0	0	0
营业利润	1227	393	908	1328	1930
营业外收入	3	4	14	7	7
营业外支出	7	6	90	6	6
利润总额	1224	391	832	1329	1931
所得税	195	43	91	145	211
净利润	1029	348	741	1184	1720
少数股东损益	12	9	14	27	36
归母净利润	1017	339	727	1157	1684
EBITDA	1474	665	1151	1838	2703
EPS(元)	1.14	0.38	0.81	1.29	1.88

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	36.5	-28.1	29.7	40.6	49.2
营业利润(%)	286.5	-68.0	131.1	46.3	45.3
归属于母公司净利润(%)	312.1	-66.7	114.5	59.1	45.6
获利能力					
毛利率(%)	41.7	24.0	32.0	34.9	35.1
净利率(%)	22.2	10.3	17.0	19.3	18.8
ROE(%)	18.6	6.2	11.6	15.8	18.9
ROIC(%)	17.7	5.3	10.0	13.4	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	21.5	19.5	27.5	32.5	41.4
净负债比率(%)	-17.5	-22.6	5.0	6.1	33.1
流动比率	2.6	3.0	2.7	2.2	1.7
速动比率	1.9	2.2	2.0	1.6	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	2.9	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	0.38	0.81	1.29	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	0.89	-0.24	2.37	0.86
每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.23	7.04	8.23	10.00
估值比率					
P/E	28.9	86.6	40.4	25.4	17.4
P/B	5.4	5.3	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA	19.3	41.8	25.5	16.1	11.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn