

电子元器件行业

2009 年 03 月 13 日

风华高科 (000636)

当前股价: 3.99 元

意外因素已经消除, 重回良性发展轨道

投资要点:

- 公司是中国最大的片式元件生产商, 拥有国内最强的研发实力和最丰富的产品系列。同时还具备上游电子材料以及生产设备的配套能力。
- 公司此前受到了一些意外因素的不利影响, 05、06 年大股东占款、07 年大股东破产所持公司股权被拍卖, 08 年新的大股东入主产生人事变动, 等都对公司的经营稳定造成了一定影响。不过此番广晟入主后承诺把风华做大做强, 风华有可能成为其电子信息类资产的整合平台。
- 广晟资产经营有限公司是广东省大型国企之一。主要从事有色金属工业、电子信息产业、酒店旅游业、工程建筑房地产业, 是中国电信股份有限公司第二大股东、中金岭南有色金属股份有限公司的控股股东。截止 2008 年底, 公司资产总额为 453 亿元人民币。
- 我们认为广晟入主后影响公司发展的意外因素基本消除, 公司有望在新领导班子的带领下放开手脚, 加强管理, 提高激励。一旦管理水平提高, 公司在研发、成本、产业链方面的优势将会体现。新产品的推出和毛利率的提升都将使业绩稳步提升。
- 此外, 广晟可能就公司实际情况将原旗下相关资产进行整合, 可能的产品有半导体芯片、锂电池、TD 射频芯片、多声道数字音频编解码国家行业标准等, 但目前尚难确定具体方案。
- 虽然 08 年由于股票投资损失较大, 每股预计亏损 0.12 元。我们认为公司最坏的情况已经过去, 随着公司管理水平的提升, 盈利将趋于好转, 预计公司 09-10 年每股收益分别为 0.10 元和 0.14 元。目前 PB 为 1.26 倍, 低于市场平均 2.33 倍水平。如果给予公司 1.5 倍 PB, 则对应股价 4.74 元, 我们给予“推荐”的投资评级, 股价如跌至 1 倍 PB 以下可以果断介入。

研究员: 孙华

电 话: 025-84457777-217

E-mail: yjssh@mail1.htsc.com.cn

http://www.htsc.com.cn

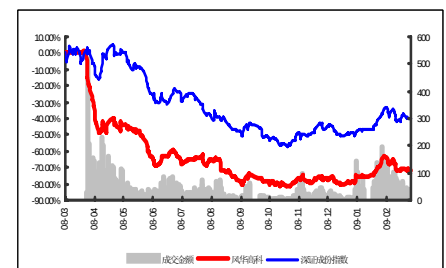
地 址: 南京市中山东路 90 号

投资评级

推荐 (首次)

目标价: 4.74 元

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本(万)	67097
流通 A 股(万)	54844
52 周内股价区间(元)	2.47-12.54
总市值(亿)	26.7
总资产(亿)	33.73
每股净资产(元)	3.17

主要经营指标预测

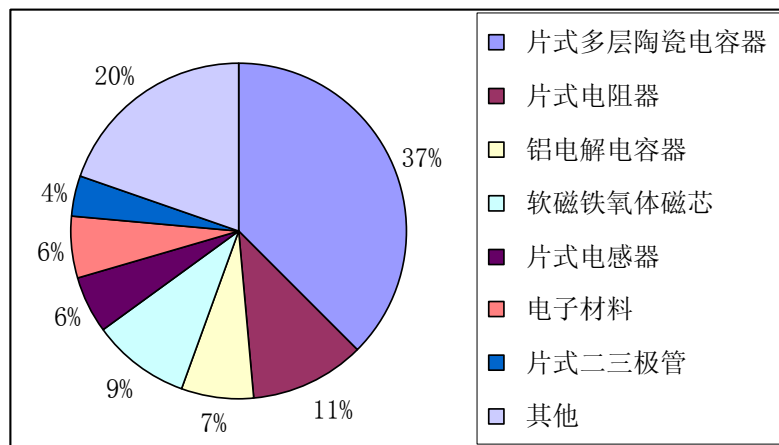
(百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1933	1886	1918	2175
+/-%	4%	-2%	2%	13%
净利润	172	-78	66	94
+/-	109%	-145%	84%	43%
EPS (元)	0.26	-0.12	0.10	0.14
P/E (X)	15.56	-34.47	40.75	28.41

一、国内最大的电子元件生产商

公司是国内最早引进片式多层陶瓷电容器（MLCC）生产线的公司之一，并在竞争中脱颖而出，成为中国最大的 MLCC 生产商。经过 20 多年的努力，公司形成系列元器件产品、上游电子材料以及生产设备的国内最大的元器件产业基地之一。

公司产品众多包括：片式多层陶瓷电容器、片式电阻器、片式电感器、片式压敏电阻器、铝电解电容器、片式钽电解电容器、片式铝电解电容器、固体铝电解电容器、片式二、三极管、集成电路封装、厚膜集成电路、软磁铁氧体磁芯、电子陶瓷材料、浆料、电子化工材料、电子专用设备、精密机械等。

图 1 2006 年公司主要产品收入比重



资料来源：wind 资讯

2007 年，公司主导产品包括片式多层陶瓷电容器、片式电阻器、片式电感器产销量累计分别突破 950 亿只，国内排名第一，同时也是全球排名前十位的厂商。

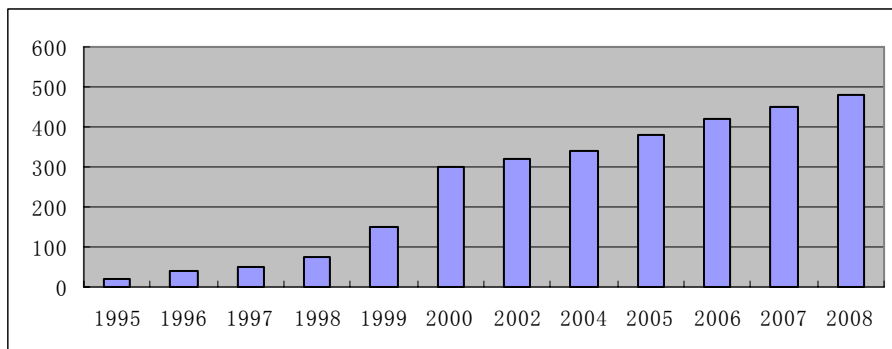
二、阻碍公司大步发展的不利因素逐步消除

一、连续遭遇意外因素放慢发展脚步

纵观公司上市后，先后经历了 2000 前后快速发展和缓慢前进的过程。公司 1996 年发行上市后到 2000 年产能快速增长，一方面是行业需求的不断扩大，另一方面是募集资金起到了很大的支持作用。但 2000 年以后由于行业大幅扩产，需求受到网络泡沫破灭不利影响，行业出现了开工率严重不足，价格大幅下跌的不利局面，公司的扩张速度明显放慢。但就在 2000 后公司缓慢发展的同时，台湾厂商进行了大规模的行业整合，其中台湾国巨收购的飞利浦的相关研发部门、兼并了华亚，华新科兼并日通工、汇侨工、一等高完成了规模扩张。同时台商还通过到大陆设厂降低制造成本，增强竞争力，成为行业内第

二梯队的主力厂商。

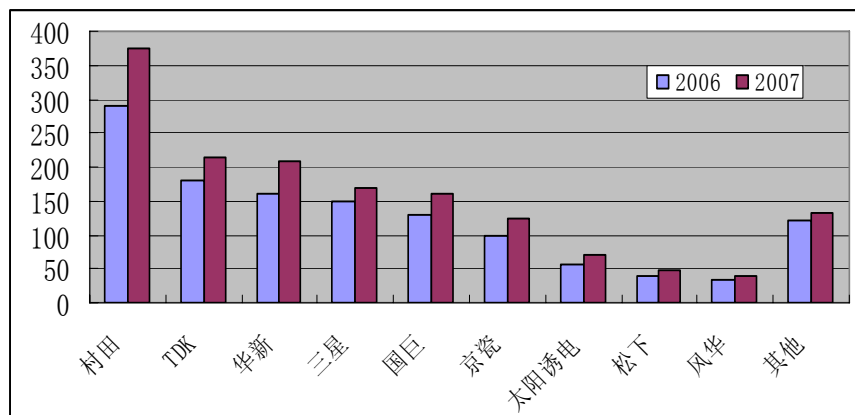
图 2 公司 1995-2007 年 MLCC 产能变化



资料来源：公司公告

02 年后公司领导班子经历了几次调整，影响了经营管理的稳定性，05 年行业逐步复苏，日韩台厂商积极扩张产能，但是风华由于大股东占用资金 3.5 亿元，造成风华扩张资金不足，只能小幅扩产，影响了规模的扩张。此后，06 年股改、清理大股东占款，07 年大股东破产，08 年新的大股东入主都在一定程度上影响了公司的发展。虽然公司的运营没有受到影响，但对公司各项发展规划的实施都产生了不利的影响，错过了一次发展的机会。从下图可以看到 06-07 年各大公司中风华的产能扩张最小。

图 3 2006-2007 年行业内主要厂商扩产情况



资料来源：华泰证券研究所

公司近年虽然受到上述因素的影响，发展速度受到较大牵制，但是作为国内最大电子元件生产商的地位一直没有受到撼动。主要是因为这一行有较高的技术和资金进入壁垒。

二、广晟入主后公司发展将摆脱阴影，实现梦想

2008 年公司大股东破产，广东广晟资产经营有限公司成为公司的实际控股公司。广晟资产经营有限公司是广东省大型国企之一。主要从事有色金属工业、电子信息产业、酒店旅游业、工程建设房地产业。

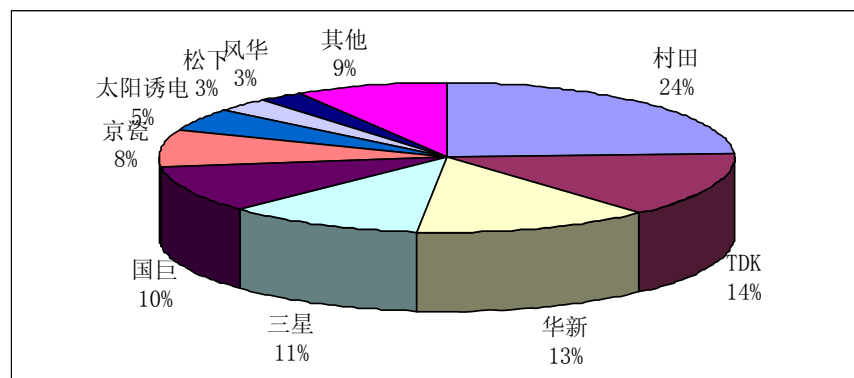
是中国电信股份有限公司第二大股东、中金岭南有色金属股份有限公司的控股股东。不久前成功重组了 ST 聚酯（现更名为 ST 有色），成为旗下第三只上市公司。截止 2008 年底，公司资产总额为 453 亿元人民币。

广晟入主风华虽然一定程度上说是政府行为，但广晟旗下本来就有一块电子信息资产，广晟把入住风华高科的战略意图描述为做大做强广晟电子信息产业，将风华高科打造成“高科技、国际化”的电子信息产业航空母舰奠定发展基础，也是合乎广晟发展战略的。风华新的领导班子把 2009 年定位为“管理年”、“调整年”。以夯实发展基础为主题，以结构调整为主线，坚持内涵式与外延式发展相结合，强化股份公司整体经营能力，消除诸侯经济，提升管理水平和产品竞争力，为公司实现长远发展战略目标奠定坚实的基础。这样的规划也是对症下药，切合实际的。充分表明广晟入主并非短期行为，而确实是要做大做强风华，实现风华人做世界一流元器件厂商的梦想。

三、日企把持高端产品，台资企业是风华的追赶对象

目前片式元件（MLCC、片式电阻、片式电感）主要生产厂商是日本、欧美、韩国和台企业。其中日企包括村田制作所（Murata）、TDK、太阳诱电（Taiyo Yuden）和京瓷（KYOCERA/AVX）不但产量大而且基本把持了高端产品，处于第一梯队；欧美企业包括 KEMET、韩厂三星电机（Semco）、日商松下、台湾国巨、华新处于第二梯队；台湾天扬、禾伸堂、以及大陆风华高科、宇阳等处于第三梯队。

图 4 2007 年 MLCC 各厂商产能份额



资料来源：台湾工研院

MLCC 厂商中日本厂商由于掌握了关键的原材料和制造工业，不论在技术和产能上都占据主导地位，目前产品主要在高端运用。而第二梯队中欧美和韩国厂商技术上逊于日企，而在制造成本上高于台湾厂商，中低端产品市场被台厂抢夺。第三梯队厂商不论技术和产能上

都还处于追赶过程中。

片式电阻领域技术门槛低，标准产品出货量大，价格竞争激烈。台湾厂商在生产成本具优势下，逐步抢占日商市场。目前台湾厂商产量市场占有率超过 50%，国巨为全球片式电阻第一大厂，产量市场占有率 30%，目前产能水平约为 380 亿只每月。

片式电感器的生产企业主要分布在日本、美国、欧洲、韩国、台湾和珠江三角洲地区。日本是生产片式电感器最早的国家，TDK、村田、Tokin 和太阳诱电都是具有大规模生产能力的厂商。其中 TDK 占全球片式电感市场的 32%，村田的市场占有率是 18%，太阳诱电为 16%。目前片式电感器元件发展的主要趋势是大功率、高感量、高频化、集成化和抗电磁干扰。

以 MLCC 为例，从技术上看日商由于掌握上游关键原料陶瓷粉末的配方和制造工艺，产品层数可达 1000 以上，介质层厚达到 1 微米，水平高高在上。而台资厂商层数也可达到 500 以上，介质厚度 4 微米。目前风华的水平产品可做到 300 层，5-10 微米，假以时日完全可以追赶台厂。

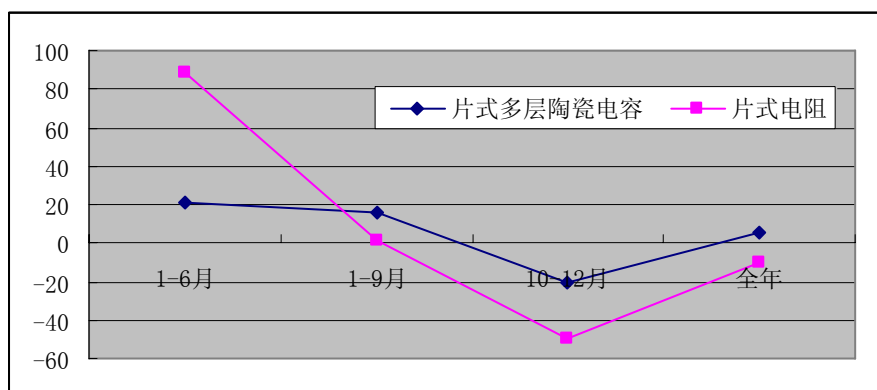
四、金融危机造成的行业衰退短期难改

一、金融危机对行业冲击 09 年还将继续

08 年四季度下游需求跌入低谷

自去年三季度金融危机波及实体经济，电子产品手机、电脑、MP3、液晶电视需求都受影响。元器件行业受到了明显影响，订单下滑，开工率下降。其中 MLCC 和片式电阻四季度出口额同比都出现了不小的负增长，而且从新公布一月份的海关数据看，一月出口金额环比仍有 20% 左右的下滑，这其中有春节假期的因素，但形势不容乐观。

图 5 2008 年中国 MLCC 出口额增速前后变化



资料来源：电子元器件产业网

09 年下游需求不振，产能已然过剩

2007 年日韩以及台湾的主要 MLCC 制造商都进行了大规模的扩

产，其中日系和台资主要在高容产品扩产。村田、TDK 及太阳诱电的高容产品扩充都在 20%-30%，台资更是成倍增长，产能都已在 08 年陆续开出。而 08 年需求量的增长估计在 15% 左右，08 年总体产能过剩在 20% 左右。当行业 08 年四季度遭遇需求急剧下降，产能利用率降至 5-6 成。

2009 年下游需求整体偏弱，尤其是预期手机销量下滑 9.5%，但 PC 总体和液晶电视的销量都会继续增长，而且 iSuppli 预测 PC 中 NB 会有两位数增长，而 NB 中片式元件的用量是要大于台式机。

对国内需求而言，家电下乡和 3G 投资都会提升需求。从风华目前的订单看由于家电下乡和 3G 投资带来的订单出现了明显的增长。

表 1 未来三年下游主要产品需求增长的估计

	手机	液晶电视	台式机	NB	PC
2009 年出货增速	-9.5%	17%	-5%	15%	4.3%

资料来源：DisplaySearch、iSuppli，华泰证券研究所整理

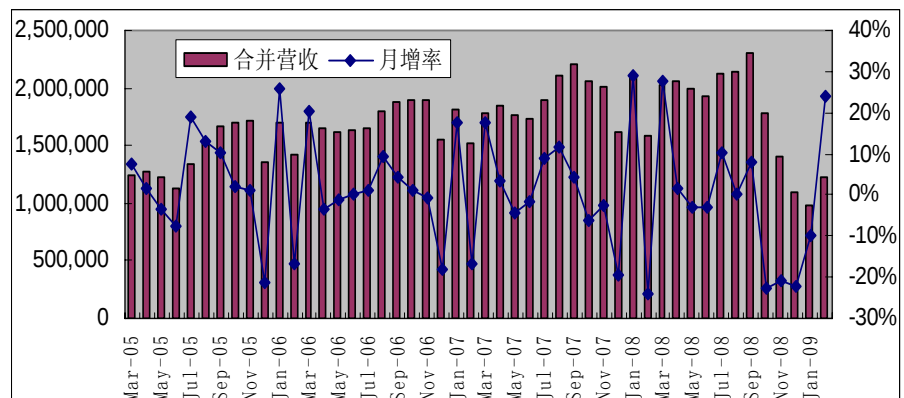
MLCC 价格 09 年有望企稳

2008 年韩元贬值，由于有了降价的优势，韩国厂商大打价格战。同时由于产能扩张，导致业内厂商跟进降价，普通产品降价在 10% 左右，而高容产品 2008 年降幅达到 35%。

此轮价格下降已经使部分厂商出现亏损，而且村田和 TDK 三季度起已经开始裁员降产，同时产业链中库存已经大幅下降，09 年产品价格有望企稳。不过由于开工率不足，涨价甚难。

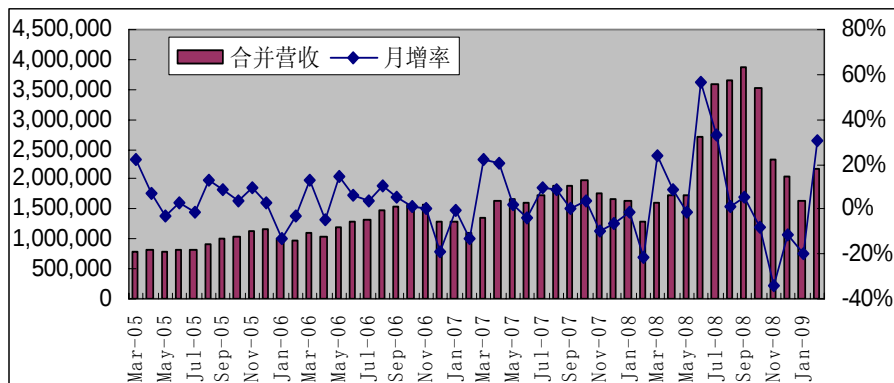
从台湾国巨和华新二月份环比已经出现增长，不过由于其中一月有春节因素，回升趋势显得不甚明朗。而同比数据国巨仍然下降，不过华新已经出现增长。国巨在二月份营收报告中称回升的主要原因是“大中华区终端客户回补库存所带动”，表明下游需求已有转好苗头。

图 6 05 年 3 月到 09 年 2 月国巨月度营收及环比变化



资料来源：华泰证券研究所

图 7 05 年 3 月到 09 年 2 月华新月度营收及环比变化



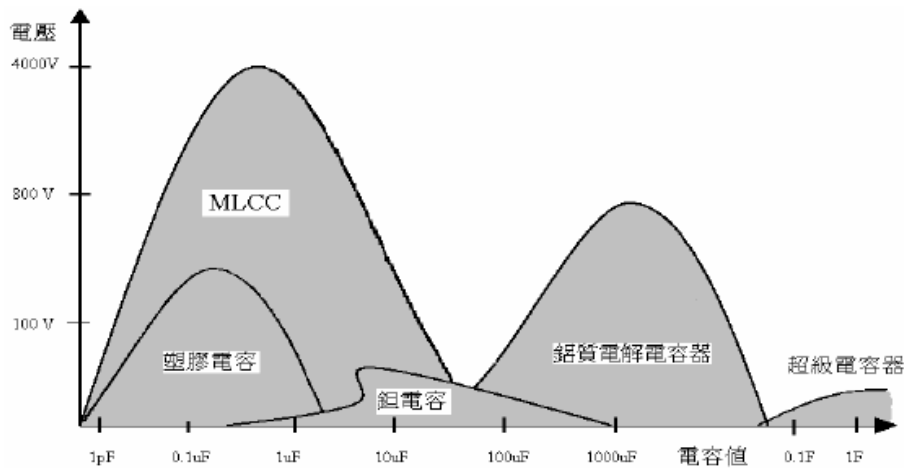
资料来源：华泰证券研究所

二、长期看 MLCC 前景仍然看好

应用领域继续扩展

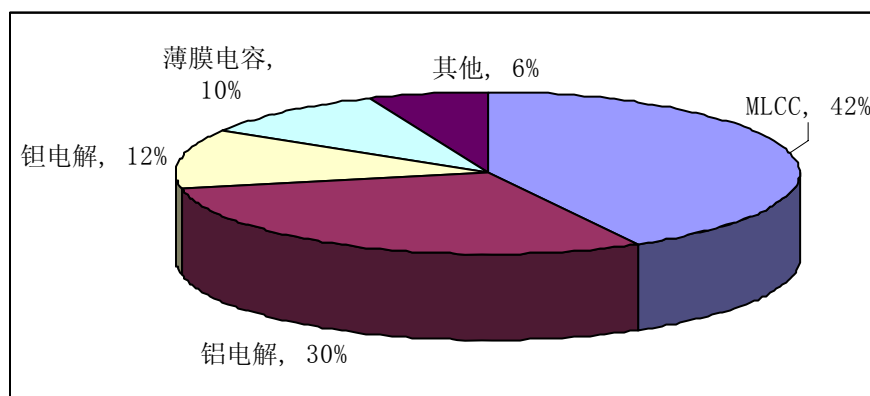
MLCC 主要的优势在于体积小、耐压高、可高频使用，而且性价比好，因此广泛运用在数字电路中，而且随着技术的不断前进还在不断侵蚀本来属于钽电容和铝电解电容器的运用领域，未来仍然是电容器品种最有发展前景的品种。

图 8 各种不同电容器应用范围图



资料来源：台湾工研院

图 9 2005 年电容器行业各品种市场份额比例

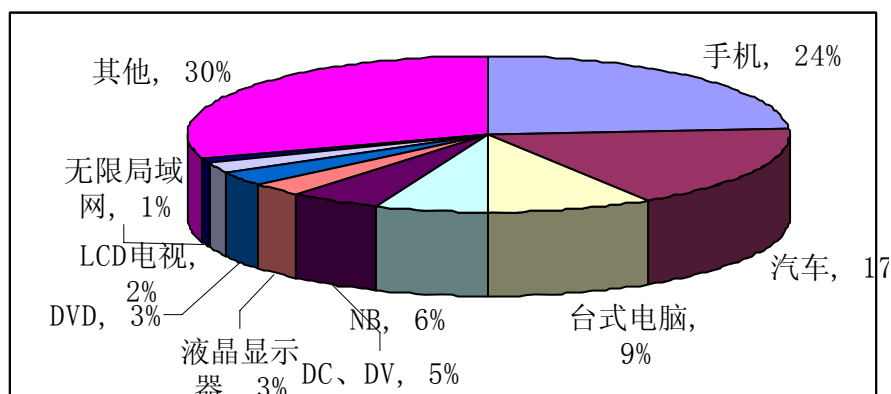


资料来源：台湾工研院

单个整机产品对 MLCC 需求数量提高

消费电子产品数字化和复杂化使得每个产品对 MLCC 用量仍在增长。典型的表现是平板电视对老式 CRT 电视的替代，使得彩电中 MLCC 用量大增；3G 手机及其他升级电子产品对 MLCC 的用量也会提高。

图 10 2005 年 MLCC 下游应用市场比例



资料来源：台湾工研院

表 2 下游单个整机产品对 MLCC 的用量

产品	MLCC 用量	产品	MLCC 用量	产品	MLCC 用量
NB	350~800	2G 手机	100~240	LCD TV	500~750
P4 主板	350~450	3G 手机	150~340	PDP	400~600
P5 主板	440~560	数据机	80~100	数码相机	100~300
LCD 显示器	60~120	网卡	50~75	游戏机	250~350
电源	20~120	PDA	150~200	VCD	70~100
扫描仪	100~200			DVD	150~250
绘图卡	30~40			汽车电子	1000~2000

资料来源：台湾建华综研处

不必过分担忧下游需求

一季度本例就是传统的淡季，产能利用率不高也符合常理。从国巨披露的二月份的销售情况看，欧洲和北美的销售较一月仍然下滑，不过亚太地区特别是大陆已经回升明显。如果考虑到一月份春节因素，而比较去年 12 月发现不论是大中华区域还是欧美都是增长的。国内对经济的刺激计划对维持居民消费信心会有巨大的支撑作用，对未来下游的预期不必过于悲观。而且家电下乡对公司主要产品的拉动是明显的。

表 3 国巨 2 月不同地区收入同比及环比变化

	台湾及亚太	大陆	欧洲	北美	集团合计
2 月营收	2.47	7.09	2.46	0.19	12.22
去年同期	4.22	6.78	4.62	0.26	15.88
1 月营收	2.04	4.5	3.05	0.25	9.84
12 月营收	2.48	6.02		2.43	10.93

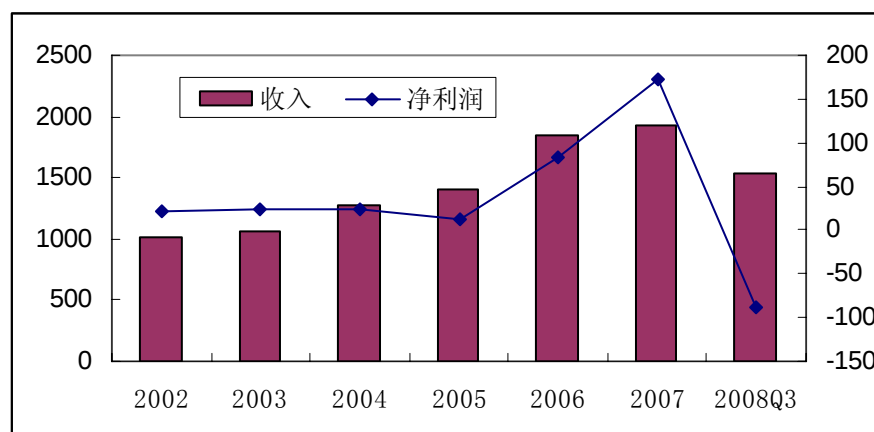
资料来源：国巨网站披露信息

五、解决现有不足后，必有大踏步前进

一、扩大产能规模，提升产品档次

公司近年来收入呈现不断上升趋势，主要是产能利用率的提高和不断小幅扩产。不过盈利 07-08 年受到投资收益影响波动较大。

图 11 2002-2008 三季度公司收入及净利润变化



资料来源：Wind 资讯

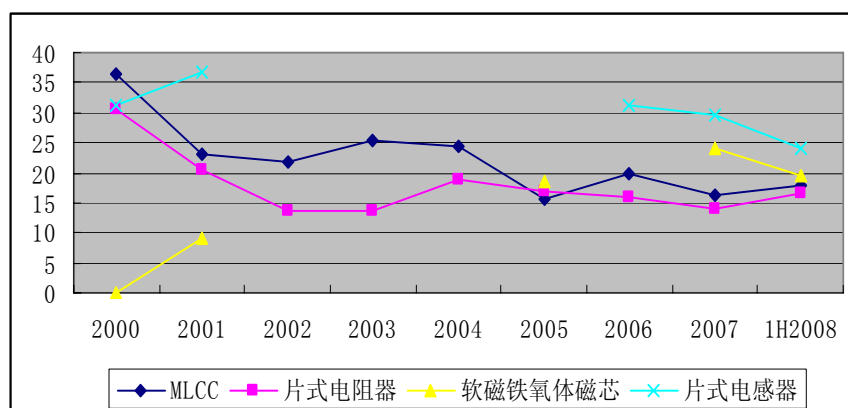
从产能看，目前公司 MLCC、片式电阻、片式电感和软磁铁氧体的产能分别是 40 亿片/月、45 亿片/月、24 亿片/年和 7000 吨/年，而台厂国巨目前 MLCC 月产能约为 200 亿/月、片式电阻 380 亿/月，规模差距明显。

从产品尺寸结构看公司目前 MLCC 以 0603 规格为主，比例约为 60%，0805 大约为 20%，而市场最主流的 0402 大约占 10%。表明

公司在市场主流品种上竞争力不足。我们认为原因在于首先是公司产能不足，因为 0402 规格下游的主要运用是手机，而手机厂对量的要求非常大，如果没有一定的规模作为支撑，既无法保障供应，价格上也没有优势。其次，0402 规格对原料和工艺的要求更高，公司做 0603 已经轻车熟路，大规模切换 0402 面临一定的工艺风险，为保障现有生产线的盈利，不宜贸然更换产品，同时也是保持现有客户。公司已经获得了部分主流手机厂商如摩托罗拉和索爱的产品认证，但是由于产能和质量稳定性的考虑没有向这些厂商大规模供应。

从下游用途看，目前 MLCC 产品 50%-60%用于家电，20%用于 PC，其余用于手机、数码产品和通讯。片式电阻产品 40%用于通讯，30%用于家电，其他占 30%。一般 MLCC 下游最大宗的运用是手机和汽车，公司尚有一大块市场需要加强开发。不过由于公司大量产品用于家电类，此番家电下乡计划也给公司带来不少以外的订单。此外，我们还了解到由于国内通讯产业投资加大，2 月份来自中兴的订单已经超过去年全年水平，这也是一个好现象。不过总的看来，公司二月份的产能利用率仍然比较低，MLCC 在 6 成，片阻在 7-8 成。

图 11 2000-2008 上半年公司主要产品毛利率变化



资料来源：Wind 资讯

从毛利率水平看，公司目前 MLCC 毛利率同片式电阻基本处在同一水平，正常情况下 MLCC 毛利率水平应当高于片式电阻，因为，片式电阻技术含量低，基本靠规模取胜。这也从侧面说明公司现有 MLCC 产品档次有待提高。

二、加强激励，促进研发，发挥上下游一体化优势

研发实力一流，拥有多项核心技术

公司研发实力国内一流，同时拥有“国家级企业技术中心”、“国家新型电子元器件工程技术研究中心”和“国家高技术电子元件工程技术联合开发中心”。公司是全国 36 家扩大开展博士后工作试点企业，目前带项目在站进行研发课题的博士后 10 人，留站博士后 5 人。

公司曾在 1994 年攻克 MLC 低温烧结高性能 Y5V 瓷料这一国际

性技术难关，填补了国内空白，为我国关键元器件的国产化作出了重要贡献。

公司拥有核心技术多项，其中包括电子专用陶瓷粉体技术、电容及电阻内浆和端浆技术、片式多层陶瓷电容器技术（包括贱金属电极 MLCC、高压 MLCC、高容量 MLCC 等）、电子敏感元件技术（包括压敏、温敏和气敏器件的制备技术）、其他片式元器件制造技术（包括片式铝电解电容技术、片式电阻器技术和片式电感器技术）、电子专用设备技术（包括生产表面贴装设备、电子元器件专用生产设备和各类窑炉设备的技术）。以上技术专利申请量达 134 项，其中发明专利 73 项，已获授权专利 60 项。

改变激励机制，以研发求发展

MLCC 行业竞争激烈，提高利润根本途径就是提高技术含量，或者通过采用新工艺降低成本，来提高毛利率。因此，研发是发展之本。近几年技术人员激励不足，一定程度上影响了公司新产品的进程。08 年公司新领导班子上任后，加强了激励。2008 年度共申请专利 38 件（其中，发明专利 26 件，实用新型专利 12 件），较去年增长 28 件，创历史新高。共获授权专利 13 件（发明专利 11 件，实用新型专利 2 件），较去年增长 8 件。今年年初公司为技术人员颁发技术创新项目奖金 99.638 万元。此次重点奖励各项目第一线的主要技术骨干，分配比例均高于奖励总额的 50%，对第一线研发人员而言可谓实实在在。

我们认为公司并不缺乏研究的实力，而是有效激励不足，一旦激励问题解决，产品上的突破并不困难。从目前公司同先进厂商的产品差距看，赶超日本暂时难以实现，但追赶台湾厂商完全可能。

上下游一体化是公司打造成本优势

公司经过 20 多年发展，形成了从上游关键原料到系列元器件产品到生产设备一体化生产能力。目前公司 MLCC 制造所用的关键材料瓷粉和电极浆料除了部分高规格产品以外，基本依靠自制。关键原材料的自制除了可以保障供应外，成本也会降低。日前，风华高科通过广东省经贸委的公示，被确定为广东省装备制造业 50 家重点骨干企业。

三、加强管理，提高盈利能力

加大成本控制力度，提高毛利率水平

目前公司总体毛利率水平低于国巨、华新，但和国内的两家相关企业宇阳科技和顺络电子相比，风华的 MLCC 及片式电感毛利率也相对较低。而风华相对上述两家公司而言不论从人力成本还是关键原材料的自制以及生产设备的自制上都是有优势的。因此，我们有理由认为公司的成本管控存在相当的改善空间。如果公司能过加强管理，是

完全可以取得更高效益的。

表 4 2007 年台湾及大陆主要厂商毛利率比较

国巨	华新	风华	风华 MCCL	风华片阻	风华片感	顺络片感	宇阳 MCCL
21.2%	18.4%	16.0%	16.3%	14.0%	29.5%	32.6%	29.5%

资料来源：相关公司年报，华泰证券研究所

加速周转，提高运营效率

我们选取了电子元器件行业内 43 家上市公司 2005-2007 年数据，对营运效率等指标进行了对比。从下表中可以看到风华的固定资产周转率、总资产周转率、存货周转率以及应收账款周转率都明显低于行业平均水平，表明公司经营效率有待提高。管理费用率方面，风华低于行业平均水平。

表 5 公司周转率指标、负债率及管理费用率指标 A 股行业比较

	A 股行业平均			风华高科		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
固定资产周转率（次）	2.8	2.8	2.9	0.9	1.3	1.4
总资产周转率（次）	0.8	0.7	0.7	0.4	0.6	0.6
存货周转率（次）	5.0	4.8	5.0	2.6	3.2	3.2
应收账款周转率（次）	4.6	4.8	4.9	3.5	4.2	4.1
资产负债率（%）	46.6	44.1	36.6	36.6	38.0	37.8
管理费用率	0.09	0.08	0.07	0.06	0.07	0.06

资料来源：相关公司年报，华泰证券研究所

此外，我们还同时对比了台湾的两家上市公司国巨和华新，发现在这两家公司除了总资产周转率外，其他营运效率指标都明显好于公司，尤其是存货周转率是风华的 2-3 倍。总资产周转率方面，国巨表现不佳，华新水平同风华基本相当。

表 6 公司同国巨以及华新的营运效率指标比较

	风华高科			国巨			华新		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
固定资产周转率	0.9	1.3	1.4	1.1	1.4	1.6	1.7	2.1	1.9
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.4
存货周转率	2.6	3.2	3.2	4.5	7.1	10	5.4	7.7	7.3
应收账款周转率	3.5	4.2	4.1	4.3	4.8	4.3	3.7	3.8	4.2

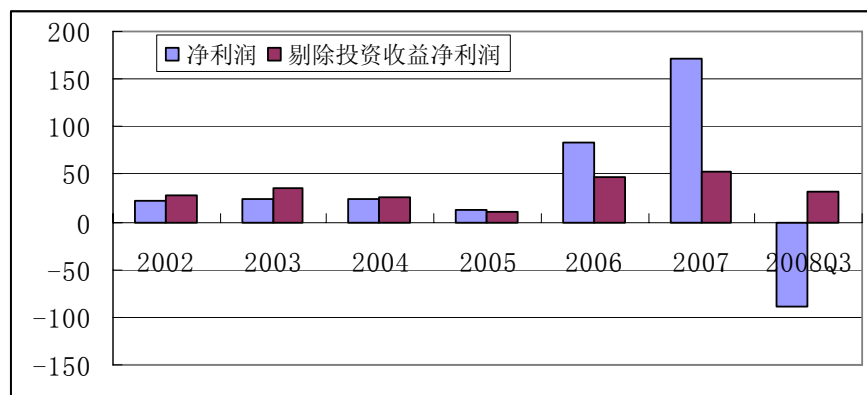
资料来源：相关公司年报，华泰证券研究所

股票投资加剧了公司业绩波动

公司投入资本市场的本金约为 3000 万元，06、07 年股票市场大涨，公司投资收益较多，尤其是 07 年投资收益近 1.2 亿元。不过在随后 08 年熊市中，股票投资也出现了大幅亏损，三季报显示投资收益为 -1.1 亿元。目前公司所持有股票已经在 08 年四季度清仓，只剩下少量

债券。未来继续做股票投资的可能性较小，不过这部分资金可能会用于 PE 类投资。

图 12 近年投资收益对公司业绩影响



资料来源：Wind 资讯

资产整合的预期

对于公司而言目前最关键的问题是通过管理释放公司的活力，因此管理的提升是最主要的。但同时我们认为大股东目前也可能对公司的部分资产进行整合。最有可能的整合对象分别是公司的片式半导体分立器件和锂电池业务。

公司的片式半导体分立器件主要是购买芯片进行封装，竞争力不强，盈利能力偏弱。广晟旗下粤晶高科股份有限公司是一家从事半导体芯片制造及封测的国内知名企业，目前年生产表面贴装器件 40 亿只和插件晶体管 20 亿只，实力较强。可能会收购公司的半导体业务，有利于公司突出主业。

广晟旗下从事锂电池业务的公司是深圳华粤宝电池有限公司，目前收入大约 2.8 亿元，新产品混合汽车用动力电池正在送样试制过程中。公司参股 27.61% 的风华锂电池有限公司目前收入约 1.5 亿元，净利润约 800 万元。对该业务整合的困难在于风华只是参股，而没有控股权。

此外，广晟电子信息产业的主要亮点是广晟微电子和广晟数码，前者是国内率先实现 TD 射频芯片商业量产的公司，在目前取得入网证的五款 TD-HSDPA 数据卡中，有四款（重邮信科、普天、新邮通）采用了广晟微电子方案。而后者开发的多声道数字音频编解码规范被信产部定为国家行业标准，对推动国内音频解码自主化有重要意义，不过产业化进程需要产业链的配合，未来具体盈利还要继续观察。

六、盈利预测及估值

我们认为随着公司大股东的更换，经营班子的逐步稳定，制约公司发展的管理因素将逐步消除，管理水平将会显著提高，公司将重新焕发增长活力。基于此，我们对公司未来做如下预测：

- 1、公司将会扩大 0402 类市场主流产品的产能，并加大新产品的研发和收入大幅度增长，09 年受经济环境制约收入小幅增长，10 年将回到较快增长阶段；
- 2、公司新产品的推出和成本控制的加强将提高公司的毛利率水平，未来年份逐步回升，预计 08-10 年综合毛利率分别为 14.4%、14.5% 和 15.3%；
- 3、营业费率 08-10 年分别为 2.3%、2.28% 和 2.24%，管理费用率分别为 6.7%、6.3% 和 6.1%；
- 4、四家主要子公司已经被认定为高新技术企业，08-10 年享受 15% 的税率，公司的认定已经公示，预计 08-10 年也将享受 15% 的所得税率。
- 5、未考虑上述可能的资产整合。

表 7 分产品销售收入（百万元）及增长率预测（2007-2010 年）

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营营业收入增长率	4.46%	-2.46%	1.73%	13.39%
片式多层陶瓷电容器	792.6	721.0	735.4	853.1
片式电阻器	240.0	228.0	239.4	268.1
软磁铁氧体磁芯	204.0	210.0	199.5	225.4
片式电感器	105.8	120.0	126.0	144.9
其他	591.0	606.8	618.1	683.8
合计	1,933.4	1,885.8	1,918.4	2,175.3

资料来源：华泰证券研究所

表 8 公司分产品毛利率预测（2007-2010 年）

单位（%）	2007A	2008E	2009E	2010E
片式多层陶瓷电容器	16.33	17.1	17.3	18.3
片式电阻器	14.00	16.1	16.3	16.6
软磁铁氧体磁芯	24.18	18.8	19.1	19.8
片式电感器	29.52	22.6	23.1	23.8
其他	11.26	7.41	7.34	7.78
综合毛利率	16.04	14.4%	14.5%	15.3%

资料来源：华泰证券研究所

表 9 损益表及预测（2007-2010 年）（单位：百万元）

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1933	1886	1918	2175
营业成本	1623	1614	1640	1842
营业税金及附加	11	11	11	12
营业费用	45	43	44	49
管理费用	120	126	121	133

财务费用	51	41	29	31
资产减值损失	54	9	6	7
公允价值变动收益	10	-1	0	0
投资净收益	119	-120	5	6
营业利润	158	-80	73	107
营业外收入	11	7	7	8
营业外支出	2	1	2	2
利润总额	167	-74	79	114
所得税	-9	3	12	17
净利润	176	-77	67	97
少数股东损益	4	1	2	2
归属母公司净利润	172	-78	66	94
EBITDA	392	119	268	313
EPS（元）	0.26	-0.12	0.10	0.14

资料来源：华泰证券研究所

预计公司 08-10 年每股收益分别为-0.12 元、0.10 元和 0.14 元。从市盈率看目前 09 年和 10 年市盈率达到 40.8 倍和 28.4 倍。A 股电子元器件股 09-10 年 PE 平均值分别为 30 倍和 21 倍。从市净率看公司 08-10 年 PB 分别是 1.26, 1.22 和 1.17 倍。目前最新的 A 股电子元器件行业的 PB 平均值（剔除异常值）为 2.33 倍。目前 PB 水平远低于市场平均，如果给予公司 1.5 倍 PB，则对应股价 4.74 元，我们给予“推荐”的投资评级，如果股价跌至 1 倍 PB 以下可以果断介入。

七、投资风险

投资风险主要来自于大股东能否确实履行做强做大公司的承诺以及公司管理水平是否能够确实提升到位，如果管理能力不提升公司业绩将仍然难以改观。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 15%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。