

风华高科(000636)调研报告

——2011 年业绩增长将不容乐观

信息技术/电子元器件

中性

首次评级

发布时间: 2011 年 4 月 19 日

投资要点:

- MLCC 产品是公司主营产品收入的重要组成部分, 10 年公司 MLCC 产品实现销售额约 6.35 亿元, 同比增长 20%; 占公司营业收入的比重达到 31.22%。我们预计, 2011 年, 受下游行业景气度回落, 订单需求将面临大幅缩减的风险。
- 今年以来, 公司片阻订单需求保持较好态势, 产能利用率保持较好水平, 预计今年片阻业务在公司主营业务增长中起着更为重要的作用。公司是国内少有能够规模化生产片阻的厂商, 目前公司片阻月产 60 亿只, 未来几年将继续扩产, 预计 2012 年月产规模将在 70 亿只左右。
- 由于公司片感短期内将仍无规模优势, 而且也不是扩产的重点, 预计未来这一部分将继续保持较低的盈利能力; 公司软磁铁氧磁芯业务仍有望保持相对稳定盈利状况。
- 2011 年, 在原材料成本和人工成本上涨, 而电子元件产品价格依然保持走低趋势的形势下, 公司利润空间将受到双重挤压; 另外, 由于公司产品结构偏低端, 高端产品产业化尚需时间, 对于日本地震后一些需要转移出去的订单尚无足够承接能力; 且高端元件的供应紧缺有可能导致下游的减产, 由此给公司带来一定的订单损失; 综合考虑来看, 我们对公司 2011 年的经营形势并不乐观。
- 盈利预测及投资建议: 我们认为公司 11 年、12 年和 13 年营业收入增速分别为 16.13%、20.6% 和 14.53%, 给予 EPS 分别为 0.29 元、0.41 元和 0.48 元, 对应动态 PE 分别为 39 倍、28 倍和 24 倍, 给予“中性”投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	2034	21.91	221	286.15	0.33		35	
2011E	2362	16.13	197	-10.86	0.29		39	
2012E	2849	20.60	273	38.64	0.41		28	
2013E	3263	14.53	319	16.62	0.48		24	

走势图



市场数据

2011/4/19

收盘价:	11.51 元
52 周最高价:	16.20 元
52 周最低价:	8.00 元
平均持仓成本:	12.44 元

基本数据

2010Q4

总股本 (万股):	67,097
流通 A 股 (万股):	67,097
每股收益 (元):	0.33
每股净资产 (元):	3.53
每股经营现金流 (元):	0.62
市净率:	3.26

分析师: 吴娜

执业证书编号: S0550511020004

TEL: (8621)6336 7000-270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wun@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

MLCC 产品结构亟待快速优化

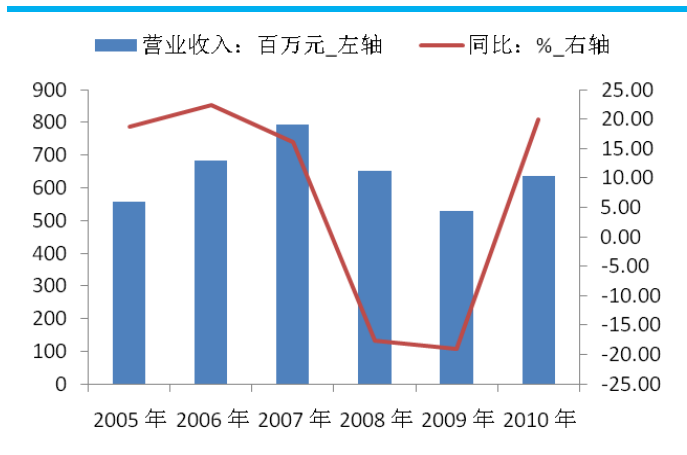
MLCC 产品是公司主营产品收入的重要组成部分，2010 年公司 MLCC 产品实现销售额约 6.35 亿元，同比增长 20%；占公司营业收入的比重达到 31.22%。我们预计，2011 年，受下游行业景气度回落，订单需求将面临大幅缩减的风险。

另外，公司 MLCC 产品结构上依然亟待进一步优化。目前，公司 MLCC 月产规模 60 亿只，预计非募集资金扩产项目将于今年下半年开始逐步达产，预计年底有望达到月产 80 亿只的产能规模，而其中比较高端的 0201 型号占比还只有 10% 左右，尚处于产业化阶段，0402 型号占比已经超过了 30%（低于市场上 40% 左右的平均水平）。

总体上来看，公司 MLCC 产品构成中依然以低端为主，这种情况下，公司很难抵御材料和人工成本上升以及价格走低趋势下盈利能力遭受损失的风险。

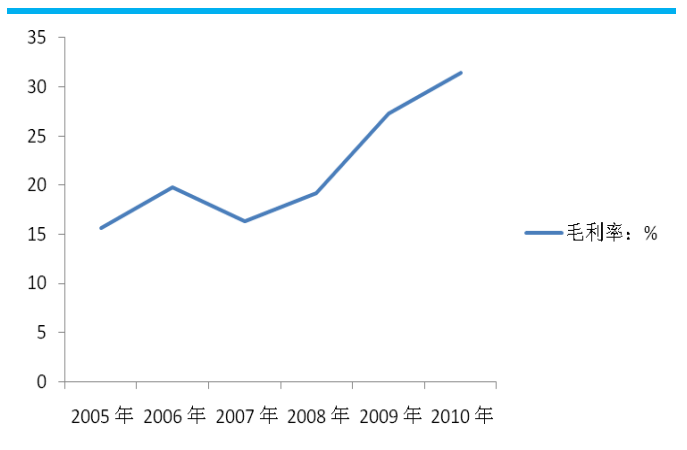
预计 2011 年公司将继续加大这一部分的投资，产能规模有望继续得到提升。其中，2011 年，对 MLCC 产品小型化、高频化、高容量的发展趋势，公司将继续加大对 0201 及高容量 MLCC 产品进行扩产的力度，优化 MLCC 产品结构，这将有助于对冲部分由于成本上涨和价格下降导致的毛利率下滑。

图 1：MLCC 产品营收及增长



数据来源：公司公开资料，东北证券。

图 2：MLCC 产品毛利率走势



数据来源：公司公开资料，东北证券。

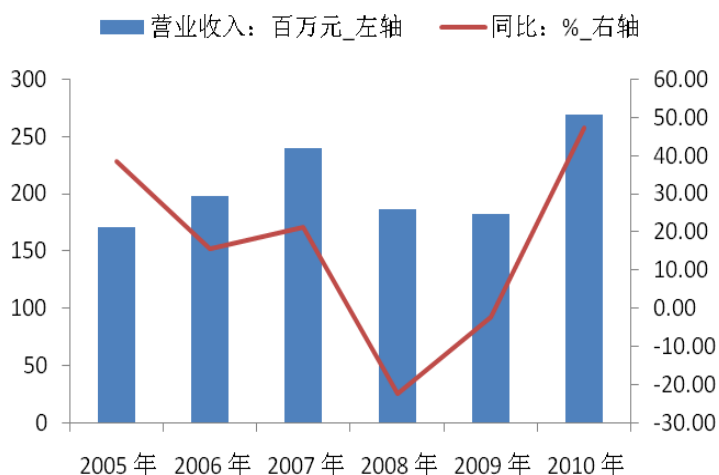
公司片阻 0201 产品实现产业化

10 年受下游行业复苏推动，公司片阻业务实现了大幅增长，实现销售额 2.69 亿元，同比增长 47.09%；占营业收入比重为 13.22%，占比继续较 09 年由明显提升。

今年以来，公司片阻订单需求保持较好态势，产能利用率保持较好水平，预计今年片阻业务在公司主营业务增长中起着更为重要的作用。

公司是国内少有能够规模化生产片阻的厂商，目前公司片阻月产 60 亿只，未来几年将继续扩产，预计 2012 年月产规模将在 70 亿只左右。片阻产品结构也在不断优化，目前 0201 型号已经实现量产，占片阻总量的 10%；02005 型号尚处于研发阶段，预计 2013 年 02005 型号有望实现量产；遵循小尺寸、大容量的产品趋势，公司预计将会考虑 01005 型号的投资，进一步优化产品结构，提升市场竞争力。

图 3：片阻业务收入及增长

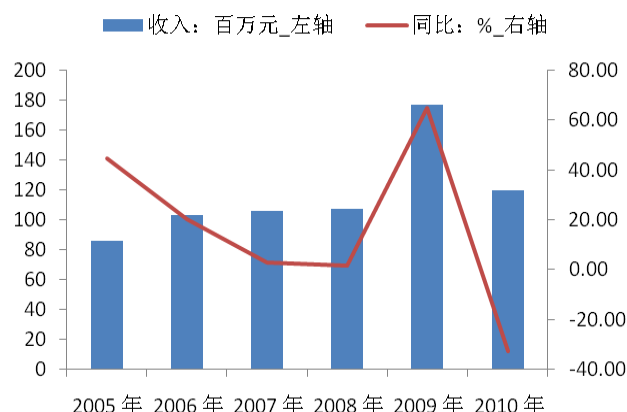


数据来源：公司公开资料，东北证券。

公司片感产品盈利能力保持低位

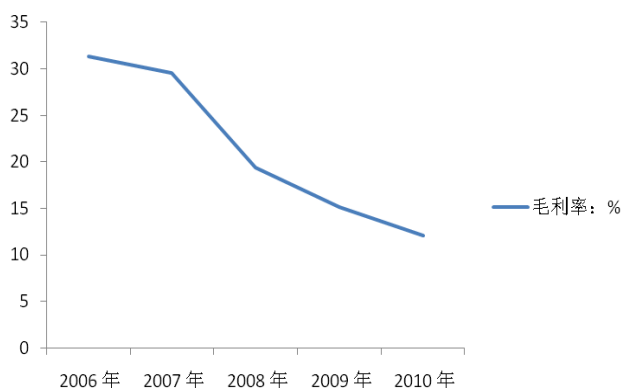
公司片感业务占比较小，10 年片感产品销售额 1.19 亿元，同比下滑 32.48%；毛利率也出现显著下滑。受产品规模化程度不高等因素的影响，公司片感产品盈利状况自 2007 年开始持续下滑。我们认为由于公司片感短期内将仍无规模优势，而且也不是扩产的重点，预计未来这一部分将继续保持较低的盈利能力。

图 4: 片感营收及增长



数据来源：公司公共资料，东北证券。

图 5: 片感毛利率走势

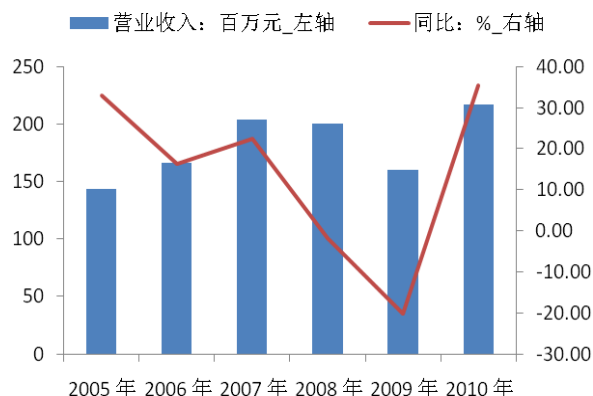


数据来源：公司公共资料，东北证券。

公司软磁铁氧磁芯产品稳定的毛利水平有望继续保持

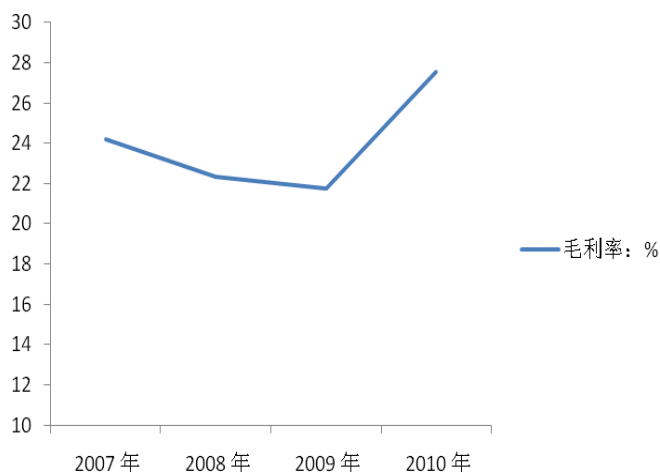
10 年公司磁芯业务实现收入 2.17 亿元，同比增长 35.45%，占公司收入比重为 10.67%。主要原因除了下游需求复苏外，上年较低的基数也是增幅较高原因。从盈利能力来看，公司磁芯业务一直以来保持相对较为稳定毛利率。

图 6: 软磁铁氧磁芯营收及增长



数据来源：公司公开资料，东北证券。

图：软磁铁氧磁芯毛利率



数据来源：公司公开资料，东北证券。

11 年公司业绩增长不容乐观

2011 年，在原材料成本和人工成本上涨，而电子元件产品价格依然保持走低趋势的形势下，公司利润空间将受到双重挤压。由于公司产品低端占比较大，高端产品产业化尚需时间，对于由于日本地震后一些需要转移出去的订单尚无足够承接能力；且高端元件的供应紧缺有可能导致下游的减产，由此给公司带来一定的订单损失。综合考虑来看，我们对公司 2011 年的经营形势并不乐观。

盈利预测和投资建议

综合前文分析，我们认为公司 11 年、12 年和 13 年营业收入增速分别为 16.13%、20.6%和 14.53%，给予 EPS 分别为 0.29 元、0.41 元和 0.48 元，对应动态 PE 分别为 39 倍、28 倍和 24 倍，给予“中性”投资评级。

表：利润表（预测：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2033.94	2362.03	2848.61	3262.64
减：营业成本	1537.29	1838.11	2169.08	2488.32
营业税金及附加	14.44	11.81	17.09	17.94
营业费用	45.36	51.96	65.52	72.43
管理费用	183.87	214.47	257.80	293.64
财务费用	19.53	28.34	33.61	32.63
资产减值损失	33.36	21.26	28.49	32.63
加：投资收益	38.57	20	32	38
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
营业利润	238.67	216.07	309.02	363.05
加：其他非经营损益	5.78	6.5	8	8
利润总额	244.45	222.57	317.02	371.05
减：所得税	22.4	24.927526	42.797899	51.205179
净利润	222.05	197.64	274.22	319.85
减：少数股东损益	0.89	0.5	0.9	1.1
归属母公司股东净利润	221.16	197.14	273.32	318.75

数据来源：公司年报，东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。