

艾华集团 (603989) / 元件

毛利率大幅改善是亮点, 充分受益快充大功率趋势

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 22.65

分析师: 刘翔

执业证书编号: S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com

分析师: 周梦缘

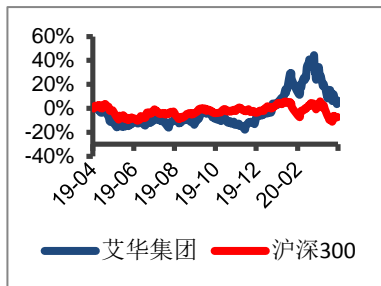
执业证书编号: S0740518080001

Email: zhoumy@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	390
流通股本(百万股)	390
市价(元)	22.65
市值(百万元)	8,834
流通市值(百万元)	8,834

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1. 利润单季新高拐点明确, 客户突破启动新成长周期
2. 毛利率维持改善趋势, 静待行业需求好转
3. 毛利率改善是亮点, 静待需求拐点共振

### 公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,166	2,254	2,630	3,200	3,880
增长率 yoy%	20.8%	4.1%	16.7%	21.7%	21.3%
净利润	299	338	406	501	606
增长率 yoy%	2.4%	13.0%	20.2%	23.5%	20.9%
每股收益(元)	0.77	0.87	1.04	1.29	1.55
每股现金流量	0.59	0.40	1.98	0.77	1.24
净资产收益率	14.5%	14.8%	15.1%	17.4%	19.6%
P/E	29.6	26.2	21.8	17.6	14.6
PEG	12.47	2.01	1.08	0.75	0.70
P/B	4.3	3.9	3.3	3.1	2.9

备注:

### 投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2019 年实现收入 22.54 亿元, 同比增长 4.10%; 净利润 3.38 亿元, 同比增长 13.04%; 扣非净利润 2.84 亿元, 同比增长 7.48%; 其中 Q4 单季收入 6.33 亿元, 同比增长 12.91%; 净利润 1.21 亿元, 同比增长 63.41%; 扣非净利润 1.07 亿元, 同比增长 84.98%。
- **毛利率大幅改善, Q4 单季收入利润均创新高:** 2019 年 Q3 元器件库存周期接近尾声, Q4 产业链拉货逐渐积极, 带动公司收入恢复增长, 迎来拐点, 单季度收入创历史新高。但对于公司而言, 利润率提升趋势更值得关注, 从 Q4 单季度数据来看, 毛利率达 41.45%, 环比 Q3 提升近 9pct; 净利率 18.92%, 环比 Q3 增长约 5pct。具体拆解来看, 一方面是 Q4 稼动率提升, 按照电容器材料/收入约 50% 占比来看, 考虑到 Q4 收入环比增加 7000 万左右, 预计稼动率提升, 对毛利率提升贡献约 4pct, 意味着更重要的是产品结构改善、原材料自给率提高后, 带动成本持续下降, 进而推动利润率持续改善。展望未来, 毛利率提升趋势有望维持, 且消费类受益于快充提升趋势、工业类客户端不断突破, 我们预计, 一季度因宏观环境影响 3 周左右生产, 对一季度略有影响, 从二季度开始, 向上拐点有望持续。
- **手机快充功率加速提升, 驱动公司景气度持续上行:** 5G 手机功耗普遍更大, 消费者对充电速度要求日趋提高, 对应手机充电器功率快速提升, 2019 年旗舰机型普遍以 30-40W 快充为主, 2020 年年初 5G 旗舰机型已将功率提升至 55W、65W 级别, 带动配套电容器规格与数量提升。根据拆解数据, 65W 充电头单机价值量较 40W 产品提升 50% 以上。同时, 公司作为国内 3C 电源类产品电容核心供应商, 此前以供应充电头厂商为主, 自 2019 年开始, 公司大客户直供获得重大突破, 份额持续提升, 为充电功率提升的核心受益标的。此外, 公司还积极拓展笔记本电源等市场, 将进一步打开消费类产品成长空间。此外, 近年来日系三巨头对铝电解投入逐步降低, 而需求端稳定增长, 目前终端厂商进口替代意识大幅增强, 给国内龙头厂商持续向上突破提供了良好的产业环境, 公司在固态、MLPC 等领域的持续突破, 有望带动公司进一步超预期。
- **打造全新智能化工厂, 竞争内核持续强化。** 公司拥有上游核心设备设计能力, 其 5 厂新扩产能按照最新自动化标准建设, 满产人员配置不到 300 人, 对应人均产出较目前翻倍以上增长, 转债募投新工厂按此标准设计, 预计 19 年底前后有望投产, 届时收入增长的同时人工成本有望降低, 盈利能力中枢有望抬升,

这点在 2019 年已经逐步得到验证，后续依然有进一步提升空间。

- **投资建议：**毛利率改善与需求回暖共振驱动利润创历史新高，考虑到一季度实际产业情况，我们下调公司 2020/21/22 年净利润至 4.06/5.01/6.06 亿元（前次预测为 2019/20/21 年净利润 3.31/4.37/5.37 亿元），EPS 为 1.04 /1.29/1.55 元，增速为 20.24%/23.52%/20.86%， “买入” 评级。

**风险提示：**产能释放进度低预期，高端市场拓展力度低预期、手机出货量大幅下滑。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2728	2944	3057	3221	<b>营业收入</b>	2254	2630	3200	3880
货币资金	209	1479	1152	919	营业成本	1504	1710	2070	2497
交易性金融资产	585	0	0	0	营业税金及附加	16	22	29	35
应收账款	693	769	929	1148	销售费用	136	163	202	244
其他应收款	14	13	17	21	管理费用	111	263	320	388
存货	557	563	724	849	财务费用	26	27	19	31
<b>非流动资产</b>	1099	1244	1468	1677	资产减值损失	-6	10	12	15
可供出售金融资产	0	3	2	2	公允价值变动	2	1	1	1
长期股权投资	6	7	7	7	投资收益	37	35	32	35
投资性房地产	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	386	471	581	705
固定资产	939	1018	1160	1314	营业外收入	10	17	15	14
在建工程	68	134	217	258	营业外支出	2	10	6	6
油气资产	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	394	478	590	713
无形资产	31	32	33	35	所得税	57	69	86	103
<b>资产总计</b>	3827	4188	4525	4898	净利润	337	408	504	610
<b>流动负债</b>	911	767	921	1099	少数股东损益	-1	2	3	4
短期借款	10	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	338	406	501	606
应付票据	268	242	346	405	<b>EPS (元)</b>	0.87	1.04	1.29	1.55
应付账款	339	409	476	578					
其他	294	117	100	116	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	594	690	680	654	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他	594	690	680	654	营业收入增长率	4.1%	16.7%	21.7%	21.3%
<b>负债合计</b>	1505	1457	1601	1754	营业利润增长率	14.1%	22.0%	23.3%	21.4%
股本	390	390	390	390	净利润增长率	13.0%	20.2%	23.5%	20.9%
资本公积	837	837	837	837					
未分配利润	710	1243	1382	1537	<b>盈利能力</b>				
少数股东权益	36	39	42	45	毛利率	33.3%	35.0%	35.3%	35.6%
<b>股东权益合计</b>	2322	2731	2924	3144	净利率	15.0%	15.4%	15.7%	15.6%
<b>负债及权益合计</b>	3827	4188	4525	4898	ROE	14.8%	15.1%	17.4%	19.6%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万元					资产负债率	39.3%	34.8%	35.4%	35.8%
<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	流动比率	2.99	3.84	3.32	2.93
净利润	337	406	501	606	速动比率	2.38	3.10	2.52	2.15
折旧和摊销	108	58	79	108					
资产减值准备	6	11	10	12	<b>营运能力</b>				
无形资产摊销	5	3	4	4	资产周转率	63.1%	65.6%	73.5%	82.3%
公允价值变动损失	-2	1	1	1	应收帐款周转率	334.5%	343.2%	357.9%	354.9%
财务费用	35	27	19	31					
投资损失	-40	-35	-32	-35	<b>每股资料(元)</b>				
少数股东损益	-1	2	3	4	每股收益	0.87	1.04	1.29	1.55
营运资金的变动	-287	-320	305	239	每股经营现金	0.40	1.98	0.77	1.24
<b>经营活动产生现金流量</b>	156	772	300	484	每股净资产	5.86	6.90	7.39	7.95
<b>投资活动产生现金流量</b>	-67	411	-272	-271					
<b>融资活动产生现金流量</b>	-112	87	-356	-446	<b>估值比率(倍)</b>				
现金净变动	-26	1270	-327	-233	PE	26.2	21.8	17.6	14.6
现金的期初余额	235	209	1479	1152	PB	3.9	3.3	3.1	2.9
现金的期末余额	209	1479	1152	919					

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。