

2018年09月18日

证券研究报告·公司研究报告

飞荣达(300602) 电子

增持(首次)

当前价: 39.00元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩稳步增长, 新型天线振子构筑护城河

投资要点

- **深耕电磁屏蔽及导热领域, 分享下游增长盛宴。**公司是国内较早进入电磁屏蔽及导热材料领域的自主研发型企业。2014年以来, 公司的电磁屏蔽材料及器件收入一直维持较高增长, 特别是2017-2018年, 公司通过拓展新客户增加业绩, 增加老客户供货稳定增长, 有力提升了公司产品销量。2018年上半年, 得益于公司自主研发的材料及产品在优质客户的产品中得以更广泛和普遍的应用, 电磁屏蔽材料及器件销售收入同比增长45.03%, 收入几乎占营业收入的一半。未来在通讯设备方面, 随着5G建设, 通信设备的开发和应用复杂度将会进一步提高, 电磁干扰与辐射, 发热量等复杂问题带来的电磁屏蔽及导热需求进一步提升。在智慧生活领域方面, 电子产品智能化水平越来越高, 近年来市场存量仍然巨大; 数据中心建设方面, 涉及复杂的通信及存储设备, 数据通信连接、环境控制设备、监控设备以及各种安全装置也将带来电磁屏蔽与导热材料需求, 公司将充分受益于下游的旺盛需求。
- **并购下游布局天线全产业链, 创新型振子方案有望成5G主流方案。**5G时代, 大规模天线技术的出现让单面天线振子数量成倍增长, 传统的天线振子由于重量, 成本方面达不到要求而难以适用于5G布局。公司提前布局, 创新性研发的非金属天线振子区别于现有金属天线振子, 采用塑料制造, 在传统工艺技术有所提升, 具有工作性能稳定, 安全性能高等优势, 并在技术、专利和认证三大门槛提前占据先发地位, 公司3D塑料天线振子将有望成为5G主流方案, 占据较大市场份额, 带来新的业务增长点。此外, 2018年8月, 公司先后公告拟收购广东博纬通信科技有限公司51%的股权和润星泰51%的股权, 两家企业产品涉及4G/5G基站壳体、散热器、滤波器、天线基座等, 这将助力公司完成天线全产业链布局, 协同产业链资源, 共同进行5G天线技术研发。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2018-2020年EPS分别为0.81元、1.18元和1.68元。考虑到公司技术行业领先, 天线振子产品具有巨大业绩弹性, 看好公司在5G无线建设中发挥潜力, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**5G网络投资或不及预期、5G天线方案具有不确定性、汇率波动的风险、并购事项推进或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1036.41	1257.63	1829.88	2559.37
增长率	22.95%	21.35%	45.50%	39.87%
归属母公司净利润(百万元)	108.15	165.46	241.71	343.20
增长率	-6.68%	52.99%	46.08%	41.99%
每股收益EPS(元)	0.53	0.81	1.18	1.68
净资产收益率ROE	11.38%	16.36%	20.63%	25.41%
PE	74	48	33	23
PB	8.26	7.73	6.67	5.79

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 王彦龙

电话: 010-57631191

邮箱: wangyanl@swsc.com.cn

联系人: 程硕

电话: 010-57631190

邮箱: chengs@swsc.com.cn

联系人: 黄弘扬

电话: 021-58351773

邮箱: hhy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.04
流通A股(亿股)	0.62
52周内股价区间(元)	26.68-72.9
总市值(亿元)	79.64
总资产(亿元)	15.55
每股净资产(元)	5.04

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 专业的电磁屏蔽及导热解决方案服务商	1
2 深耕电磁屏蔽及导热领域，充分受益下游增长	4
2.1 电磁屏蔽及导热产品是通信设备必需品，国产化率亟待提升.....	4
2.2 加强导热产品布局，外延发展稳步推进.....	5
2.3 依托优质客户资源，分享下游增长盛宴.....	5
3 5G 天线振子新龙头，提前布局全产业链	7
3.1 传统技术亟待更替，塑料天线振子有望成 5G 主流方案.....	7
3.2 并购下游协同发展，布局天线全产业链.....	8
4 盈利预测与估值	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司主要产品.....	1
图 2: 飞荣达股权结构图.....	2
图 3: 公司近几年营业总收入及增速.....	2
图 4: 公司主要合作伙伴.....	2
图 5: 公司近几年营业收入构成.....	3
图 6: 公司近几年归属母公司净利润及增速.....	3
图 7: 公司近几年分业务毛利率及增速.....	3
图 8: 公司近几年三费率.....	3
图 9: 全球电磁屏蔽材料规模预测.....	4
图 10: 全球导热界面材料规模预测.....	4
图 11: 2012-2020 年中国 IDC 市场规模预测.....	6
图 12: 天线振子分类.....	7

表 目 录

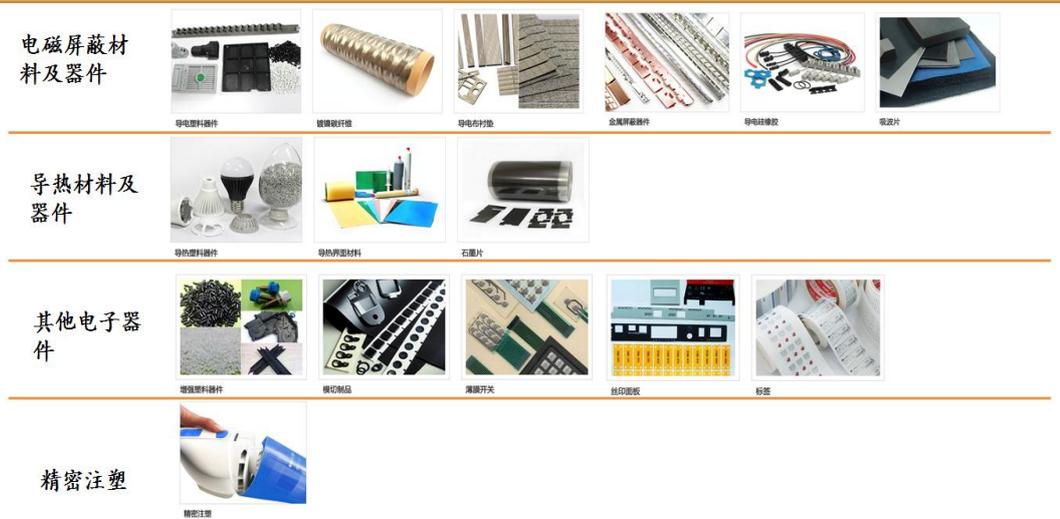
表 1: 国际及国内从事电磁屏蔽及导热器件及材料企业.....	4
表 2: 全球各平台智能手机出货量预测.....	6
表 3: 分业务收入及毛利率.....	9
表 4: 可比公司估值.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

1 专业的电磁屏蔽及导热解决方案服务商

深耕电磁屏蔽及导热领域，自主研发不断突破。公司于1993年在深圳成立，并在2017年1月26日在深交所创业板挂牌上市，是全国领先的创新性专业电磁屏蔽及导热解决方案服务商。公司主要从事电磁屏蔽材料及器件、导热材料及其他器件的研发、设计、生产与销售，并能够为客户提供电磁屏蔽及导热应用解决方案，凭借优秀的技术研发能力，能够为客户提供一体化应用解决方案服务，成为电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件行业的优秀企业。目前，公司产品已通过ISO9001国际质量管理体系、ISO14001国际环境管理体系、QC080000有害物质过程管理体系、OHSAS18001职业健康安全管理体系、TATF16949汽车行业质量管理体系等的认证，并已获得专利共计91项，其中发明专利29项，实用新型专利62项，创新能力业界领先。

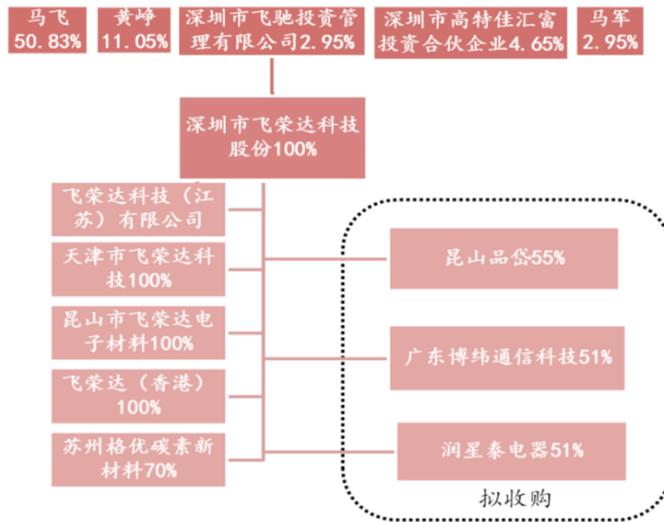
产品种类丰富，应用领域广泛。公司产品涵盖通讯设备、计算机、智能手机、汽车和家用电器等，主要产品包括电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件及其他电子器件等三大类。电磁屏蔽材料及器件包括导电塑料器件、导电硅胶、导电布衬垫、金属屏蔽器件、吸波器件和导电胶等；导热材料及器件包括导热界面器件、石墨片、导热石墨膜等；其他电子器件包括单双面胶、保护膜、标识产品、绝缘片、防尘网等。此外，公司创新开发的全新一代塑料天线振子，具有独特的技术方案优势，形成新的利润增长点。

图1：公司主要产品



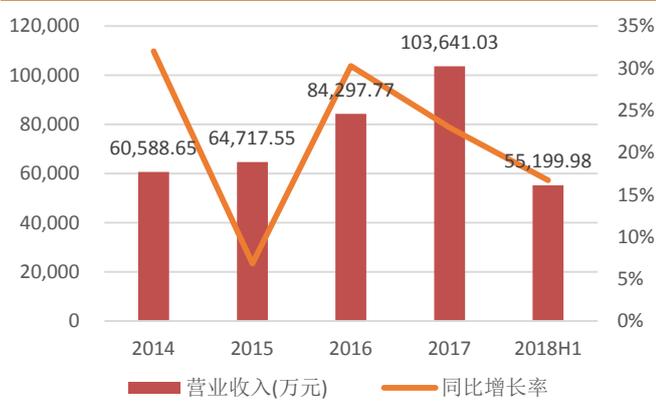
数据来源：公司官网，西南证券整理

外延并购加码导热产品，布局天线产业链迎接5G。截止2018年上半年，公司实际控制人为公司董事长马飞，持有50.83%公司股份，黄崢与马军分别持有11.05%与2.95%公司股份，公司旗下目前有5家控股子公司，分别为天津市飞荣达科技，飞荣达科技（江苏）有限公司，昆山市飞荣达电子材料，飞荣达（香港）有限公司与苏州格优碳素新材料有限公司，除飞荣达（香港）从事电子材料贸易之外，其余四家均从事电子材料制造业务。此外，据公司公告披露，公司计划以增资及股权收购的方式取得昆山品岱55%的股权，拟通过本次交易获得昆山品岱的控制权，从而进一步完善公司导热系列产品的类别；拟以不超过现金1.53亿元收购博维通信51%的股权，拟以自有资金以增资和股权收购的方式取得润星泰51%的股权，这两家企业均为通信天线行业下游公司，公司此举旨在打通天线全产业链布局，打开盈利空间。

图 2：飞荣达股权结构图


数据来源：公司公告，西南证券整理

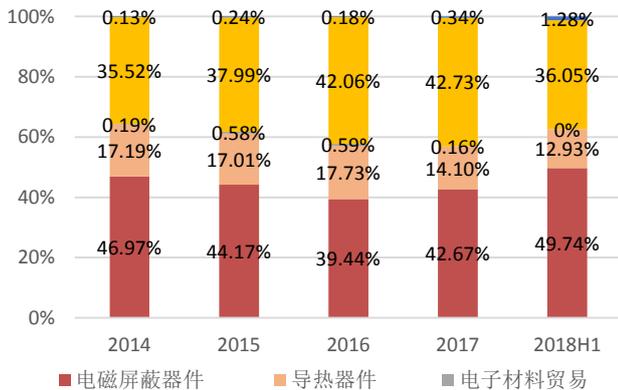
客户拓展及产品升级带动业绩增长。2014年，公司营业收入为6.06亿，2017年增长至10.36亿，年复合增长率为19.58%，2018年上半年公司营业收入达到5.52亿，同比增长16.70%，收入稳步提升。公司产品应用于通信设备、手机终端、计算机、数据中心、汽车电子等领域，客户包括华为、中兴、诺基亚、联想、思科、微软、苹果、三星、OPPO、VIVO等。公司还在继续拓展新客户，目前已经通过三星、Facebook等国内外知名企业的材料认证，充分说明公司积极拓展市场，产品得到业界广泛认可。从公司历史经营情况来看，公司营业收入主要构成是电磁屏蔽器件，导热和其他电子器件。2018年上半年，得益于公司自主研发的材料及产品在优质客户的产品中得以更广泛和普遍的应用，电磁屏蔽材料及器件销售收入稳步提升，同比增长45.03%，收入占总营业收入49.74%，几乎占营业收入的一半；导热材料及器件由于通讯设备市场处于4G到5G的过渡期，需求显著放缓而导致业绩基本与去年同期持平，占总收入比例下降到12.93%；其它电子产品器件收入同比略有下滑，占总收入的比例为36.05%。总体来看，公司业绩与通讯行业周期性波动相关，2017年通信行业结束两年来的高速增长，触顶后折返下滑，市场加剧洗牌，竞争尤为激烈，公司收入及净利润增速在2017年有所放缓，2018年通过公司成本管控，开拓市场，业绩改善明显。

图 3：公司近几年营业总收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司主要合作伙伴


数据来源：公司公告，西南证券整理

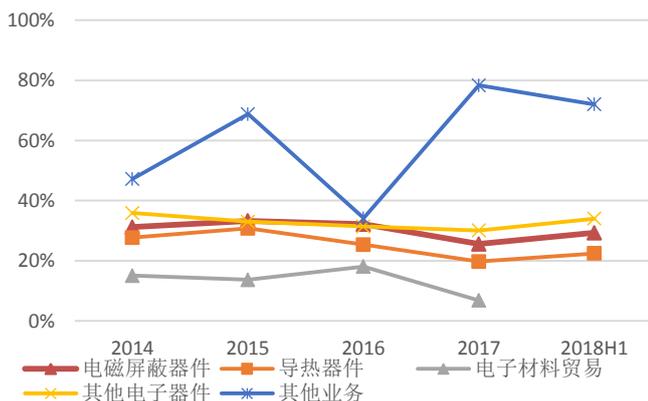
图 5：公司近几年营业收入构成


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 6：公司近几年归属母公司净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司毛利率维持稳定，成本管控得当，盈利水平明显改善。过去几年，公司产品总体毛利率维持在 30%左右，小幅波动与公司当年销售布局，产品结构和细节管理有关。2017 年，公司毛利率为 26.85%，有所下滑，缘于电磁屏蔽与导热市场竞争加剧。2018 年上半年，公司不断提升产品技术与优化产品结构，加强细节管理，严格控制费用，毛利率同比回升到 30.65%。费用方面，公司三费率保持稳定，2018 年上半年管理费用小幅增加主要是限制性股票费用摊销及搬迁费用增加所致。2014 年，公司归母净利润 8392 万元，2017 年增长至 1.1 亿，年复合增长率为 9.52%。2018 年上半年，公司归母净利润同比增速达到 94.11%，主要原因是公司建立了完善的供应商管理制度，严格的采购控制程序和采购产品检验控制程序，采用“以销定产”为主，自行生产的方式，并建立完善的销售网络体系，配备了一批高素质的专业技术支持人员和客户服务人员，能够快速响应客户需求，成本管控模式成熟，系统完善。

图 7：公司近几年分业务毛利率及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司近几年三费率

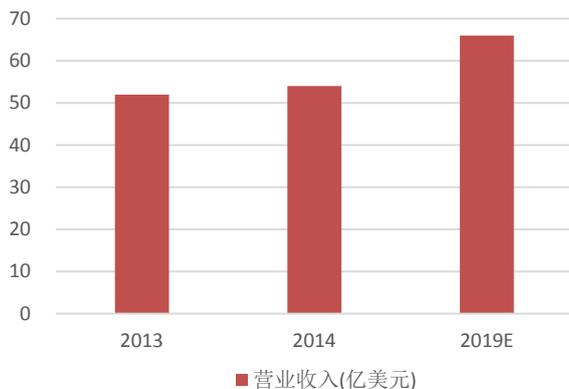

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 深耕电磁屏蔽及导热领域，充分受益下游增长

2.1 电磁屏蔽及导热产品是通信设备必需品，国产化率亟待提升

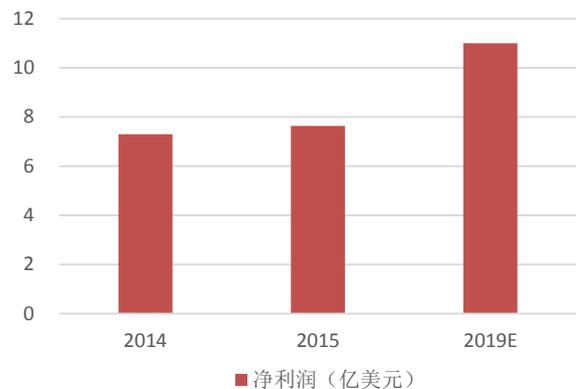
电子屏蔽及导热材料和器件广泛应用于通信设备等电子产品，帮助解决电子设备正常散热的问题。未来行业下游电子产品的发展趋势是用户对产品的速度要求更高，结构要求更精密，产品会配置更多内置无线设备，更大更清晰的屏幕，更高的性能。下游电子市场的快速发展，将带来电子屏蔽器件和材料的巨大需求。根据 BCC Research 的预测，全球 EMI/RFI 屏蔽材料市场规模将从 2014 年的 54 亿美元提高到 2019 年的 66 亿美元，复合增长率为 4.4%，而全球界面导热材料的市场规模将从 2015 年的 7.64 亿美元提高到 2020 年的 11 亿美元，复合增长率为 7.1%。

图 9：全球电磁屏蔽材料规模预测



数据来源：BCC Research, 西南证券整理

图 10：全球导热界面材料规模预测



数据来源：BCC Reserach, 西南证券整理

行业具有多重进入壁垒，维持高毛利水平。首先，电磁屏蔽材料和导热材料行业属于技术密集型行业，行业更新迭代迅速，要求持续研发投入和深厚的技术积累，形成了行业壁垒；其次，一般电子产品的品牌商对都会建立供应商认证体系，在合作开始之前对于潜在的零配件供应商进行产品质量审核，并且保持长期合作，因此形成供应商壁垒；再次，电子产品欧洲地区设有 CE 认证、ENEC 认证，美国设有 UL 认证，跨区域认证形成国际壁垒。高壁垒将形成较为稳定的市场格局，上游供应商供货维持稳定价格，因此行业毛利率维持高水平。

行业国际竞争格局稳定，国内逐渐崛起。国际市场上，3M、莱尔德、顾美丽等大厂凭借品牌优势和研发能力在国外市场分别占有一席之地，国内厂商仍望尘莫及。国内市场方面，我国电磁屏蔽及导热领域起步较晚，失去先发优势。但近年来市场需求不断提高，国内企业迅速成长，少数企业逐渐具备了研发能力，形成品牌效应及规模优势并积极向电子屏蔽及导热应用的解决方案商转型，形成自主品牌并且得到终端客户的认证。

表 1：国际及国内从事电磁屏蔽及导热器件及材料企业

国际企业	国内企业
Minnesota Mining and Manufacturing (3M 公司)	苏州安洁科技股份有限公司
Laird (美国莱尔德电子材料集团)	领胜电子科技(深圳)有限公司
Chomerics (美国固美丽)	深圳市长盈精密技术股份有限公司
	深圳市飞荣达科技股份有限公司

国际企业	国内企业
	北京中石伟业科技股份有限公司 碳元科技股份有限公司

数据来源：各公司官网，西南证券整理

公司较早进入电磁屏蔽及导热材料领域，成长为自主研发型企业。2000年至2005年，公司主要靠对国外领先产品的简单开发满足客户要求，产品包括金属屏蔽及导热界面器件，导电布衬垫等。2006年，公司开始进行自主研发生产铍铜簧片、导电布衬垫和金属屏蔽罩等系列电磁屏蔽产品，打破了国内无自主研发电磁屏蔽产品的僵局，部分替代了国外大牌产品。2009年，公司研发导电塑料和导电硅胶材料并成功开发在导电粒子的分散并具有高可靠性和良好导电性能的配方。2010年开始，公司在电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件领域已经可以进行提供完整的设计生产服务解决方案，产品种类丰富多样，行业内保持技术领先。2015年，公司通过控股苏州格优进入导热石墨膜领域。凭借持续不断的研发和低价策略，公司先后成为华为、戴尔的供货商，在国内外具有非常高知名度。2014年以来公司主营电磁屏蔽材料及器件收入一直维持较高增长，特别是2017-2018年，公司通过拓展新客户增加业绩，增加老客户供货稳定增长，有力提升了公司产品销量。

2.2 加强导热产品布局，外延发展稳步推进

公司拟收购昆山品岱，进一步打开导热产品盈利空间。公司计划以增资及股权收购的方式取得昆山品岱55%的股权，交易金额预计7150万元。昆山品岱主营业务为电子产品中散热模组、散热器及相关配套产品（如：热管、冲压件、风扇）的研发、制造和销售。拥有多款自主研发的散热产品，主要应用在服务器、医疗器械、军工产品、新能源以及消费电子等领域，专注为客户在散热解决方案提供从设计到产品的一站式服务。除此之外，昆山品岱旗下还有一家子公司上海品克信息科技有限公司，主要产品为电子散热器与水冷设备。产品与咨询服务涉足领域包括电脑行业、通讯行业、消费电子行业、电力行业、电子元器件行业等等。产品主要包括笔记本散热模组、电信设备散热器、服务器散热器、工控板散热器。昆山品岱依托优质的服务能力及专业化技术水平得到国内外优质客户的普遍认可，在未来具有广阔的市场空间。

昆山品岱散热研发能力助力公司完善导热领域布局。在智能电子产品时代，高精密度的智能手机、笔记本电脑等对导热散热要求更高；5G时代的到来，导热产品在通信领域亦有着广泛的应用，新兴领域如车联网系统也会为电磁屏蔽和导热材料产品带来更广阔的应用市场空间。公司目前已是华为等手机厂商的石墨散热片供应商，公司拟通过本次交易获得标的公司的控制权，借助昆山品岱散热方向的研发能力，协同公司原有的电磁屏蔽及导热产品，加强公司在智能手机散热市场上的竞争力，进一步完善公司导热系列产品的类别，对公司战略布局具有积极意义。

2.3 依托优质客户资源，分享下游增长盛宴

通讯设备行业发展迅速，5G建设带来巨大增量。电磁屏蔽和导热材料及器件在通讯领域有着广泛应用，在5G时代，通信设备的开发和应用复杂度将会进一步提高，电磁干扰与辐射，发热量等复杂问题带来的电磁屏蔽及导热需求进一步提升。5G时代由于基站投资和

基站数量的快速增长，程控交换机和移动通讯基站设备将会快速增长，带来导热材料、EMI屏蔽材料等产品的巨大需求，公司产品广泛应用于通讯领域，将会打开巨大增长空间。

互联网生活带来电子产品需求，存量市场催生市场空间。5G 的主要应用场景之一在智慧生活领域，电子产品智能化水平越来越高，近年来市场存量仍然巨大。根据 IDC 预测，2018 年全球智能手机出货量将达到 16.8 亿部。新型智能电子产品对有害电磁波过滤要求更高，催生出不断更新迭代的电磁屏蔽及导热需求。另一方面，国产手机在全球市场上份额不断提升，比如中国手机市场上国产品牌的比例已经从 2012 年的 80% 左右提升到 2017 年的 90%，而且华为、OPPO、vivo 等国产品牌的全市场占有率也在不断提升。国产手机的崛起也将带领上游零部件厂商业量的增长。

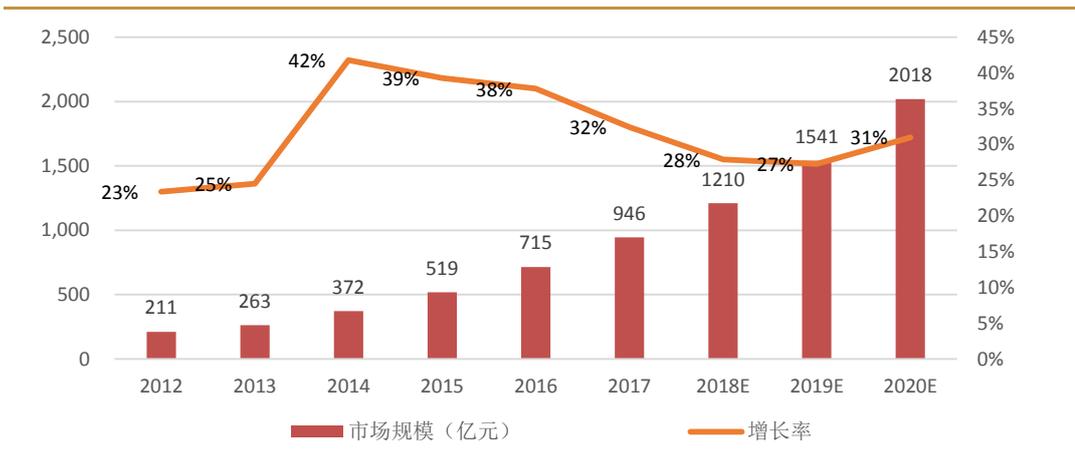
表 2：全球各平台智能手机出货量预测

平台	2017 年出货量 (百万)	2017 市场份额	2022 年出货量预测	2022 年市场份额预测	2017-2022CAGR 预测
Android	1244.0	85.1%	1435.8	85.5%	2.9%
ios	215.8	14.8%	242.4	14.4%	2.4%
Others	2.2	0.1%	0.7	0.0%	-32.2%
Total	1462.0	100%	1678.9	100%	2.8%

数据来源：IDC，西南证券整理

数据中心建设带来电磁屏蔽与导热材料需求。数据中心是能容纳多个服务器以及通信设备的多功能的建筑物，涉及复杂的通信及存储设备，数据通信连接、环境控制设备、监控设备以及各种安全装置。数据中心在大数据时代借助其强大的数据处理特性，将迎来快速发展，近年来华为，苹果等众多大厂商均对数据中心进行扩建，数据中心设备的电磁屏蔽和散热需求都将带来新需求。根据中国 IDC 圈的数据，过去五年国内 IDC 市场规模年复合增速在 30% 以上，2018-2020 年之间，中国 IDC 市场继续迎来大规模增长，年复合增长接近 30%。

图 11：2012-2020 年中国 IDC 市场规模预测



数据来源：中国 IDC 圈，西南证券整理

3 5G 天线振子新龙头，提前布局全产业链

3.1 传统技术亟待更替，塑料天线振子有望成 5G 主流方案

5G 时代大规模天线技术带来天线振子百亿市场。5G 的应用场景分为增强型移动宽带 (eMBB)、大连接物联网 (mMTC) 和低时延高可靠通信 (uRLLC) 三类，大规模天线阵列、超密集组网、新型多址、全频谱接入和新型网络架构等关键技术均是实现 5G 应用场景的必备技术方案。其中，eMBB 网络容量要求十分高，大规模天线技术是实现 5G 网络容量要求的关键技术之一，是提高频谱利用效率的必选项。目前 5G 标准制定组织 3GPP 第一个标准版本 (R15) 已经冻结，包括大规模天线技术在内的多项技术标准已经落地。大规模天线技术的使用将带来天线振子的全新增量市场：一是 5G 天线以阵列的形式排列，可能会呈现 128~256 个振子的大规模天线阵，而传统天线一般为 2 天线或 8 天线，5G 单个基站的天线价值将大幅提升；二是 5G 宏基站规模相对于 4G 基站将会有所增加，由此带来的天线振子市场规模将急速提升。假设 5G 宏基站规模 500 万个 (相比 4G 增加约 20%)，而每个基站三个扇区，每个扇区振子 192 个，每个振子平均单价 4 元，我国对应的天线振子市场将达到 115 亿元。

传统天线振子局限凸显，5G 时代亟待升级。天线振子是无线通信的关键零件，具有导向和放大电磁波的作用，使天线接收到的电磁信号更强。在 4G 时代，天线振子的基本类型通常分为半波振子和贴片振子两类。半波振子是 4G 最普遍的天线应用，金属是其主要材料，按照加工方式分为冲压 (钣金) 成型和一次性铸造成型两种，其中一次性铸造成型的表面有镀层，具有抗腐蚀性好的优良也行，但成本较一般产品略高。半波振子装配复杂、成本高、重量大，技术应用不够成熟。另一方面，贴片振子结构简单，重量小，但是也有效率低，装配精度要求高的缺陷。5G 时代大规模天线技术的出现让单面天线振子数量成倍增长，传统的天线振子由于重量，成本方面达不到要求而无法适用于 5G 布局。同时，5G 应用频段大幅上升，钣金和压铸工艺到了 3.5G、4.9G 这样的频段已经超过了传统金属天线振子所能达到的精度极限。在此频段无法达到 5G 天线所要求的电器性能，亟待技术升级。

图 12：天线振子分类



数据来源：公司官网，西南证券整理

塑料振子性能优越，全新角度布局 5G。为了应对 5G 天线振子的全新要求，公司提早 6 年开始投入实验布局，建立起较高的工艺门槛。创新生产的非金属天线振子区别于现有金属天线振子，采用新型 3D 注塑+选择性激光电镀工艺，利用内含有有机金属复合物的改性塑料材料，用注塑成型的方式将复杂的 3D 立体形状一次性制造出来，再利用特殊技术使塑料表面金属化，克服了由于金属和塑料的膨胀系数不一样带来的各类挑战，使得塑料振子在保证天线满足 5G 天线性能的同时，产品重量大大减轻，减少了危险过程工序，也节约了成本。另一方面，公司目前已经形成了自身独有的专利群，构筑技术壁垒，同时也避免产生潜在的侵权行为。并且，公司与华为有长期合作关系，在企业认证上也有无可比拟的优势。因此，公司已经形成了技术、专利和认证三大门槛，提前占据先发地位，预计公司塑料天线振子将有望成为 5G 主流方案，带来新的业务增长点。

3.2 并购下游协同发展，布局天线全产业链

收购下游天线公司，为 5G 提前布局。公司一直以来专注天线零部件产品，与通信领域的国内国际大客户展开紧密合作，在未来大规模交货阶段，公司之前的策略是将天线组装工序交由下游厂商进行，并不直接面对客户。2018 年 8 月，公司先后公告拟以现金收购广东博纬通信科技有限公司 51% 的股权，交易金额预计不超过人民币 1.53 亿元，拟以自有资金以增资和股权收购的方式取得润星泰 51% 的股权，交易金额预计人民币 1.7 亿元。完成收购博纬通信及润星泰之后，公司将与两家公司一同进行 5G 天线研发、营销以及服务客户，快速获得下游天线设计和制造环节的能力，快速整合资源，将进一步提升公司在 5G 基站天线领域的竞争力。

润星泰电器：润星泰电器位于珠海市，其主营业务为生产半固态产品和压铸轻合金产品等，主要代表产品为 4G/5G 基站壳体、散热器、滤波器、天线基座，新能源电动汽车电池、电控、电驱、减速器、底盘等部件的压铸结构件，机器人及智能装备的连接臂、电控散热器、操作面板等。

博纬通信：广东博纬通信科技有限公司位于广州市，是一家集移动通信天线研发、生产、销售及工程服务为一体的高科技企业。博纬通信自成立以来一直深耕于基站天线的研发、生产与销售，有着优秀、高效的研发团队、成熟稳定的海外市场及客户，领先的技术、优质的产品品质目前可满足国内外 4G、5G 等多网络制式的多样化产品需求，在移动通信天线领域具备较强的市场竞争力。

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 2018 年下半年, 公司电磁屏蔽业务受下游业务增长影响, 供货量有所增加, 新客户供货量进一步拉升, 依据上半年情况, 毛利率已经开始恢复到 30% 的水平。

假设 2: 未来两年, 运营商开始启动 5G 规模建设, 2018-2020 年国内基站建设规模分别为 0.5、20 和 70 万个, 公司电磁屏蔽及导热器件收入随着基站规模快速增加。

假设 3: 电磁屏蔽、导热器件随着新产品开发部分量产, 管理成本进一步下降, 毛利率开始逐步恢复。

假设 4: 3D 塑料振子有望成为未来 5G 天线方案主流, 假设 2018-2020 年间, 天线方案为 64 通道, 单个天线振子价格分别 8、5 和 3 元, 公司市场占比为 30%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
电磁屏蔽器件	收入	442.26	641.28	865.72	1,168.73
	增速	33.03%	45.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	25.59%	30.00%	30.00%	30.00%
导热器件	收入	146.15	160.77	208.99	271.69
	增速	-2.21%	10.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	19.75%	24.00%	26.00%	28.00%
电子材料贸易	收入	1.66	1.66	1.66	1.66
	增速	-66.46%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	6.82%	10.00%	10.00%	10.00%
其他电子器件	收入	442.82	442.82	575.67	748.37
	增速	24.89%	0.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	30.12%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	3.50	4.20	5.04	6.05
	增速	127.27%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	78.36%	70.00%	70.00%	70.00%
天线振子	收入		6.91	172.80	362.88
	增速	-	-	2400%	110%
	毛利率	-	30%	30%	30%
合计	收入	1,036.39	1,257.63	1,829.88	2,559.37
	增速	22.95%	21.35%	45.50%	39.87%
	毛利率	26.85%	29.34%	29.64%	29.87%

数据来源: 公司公告, 西南证券

依据公司产品类型，我们选取了东山精密、中石科技、通宇通讯等 3 家可比上市公司作为参考。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.81 元、1.18 元、1.68 元。考虑到公司技术行业领先，看好公司在 5G 无线建设中发挥潜力，天线振子产品具有巨大业绩弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值

可比公司	股价 (元)	EPS(元)				PE (倍)			
	(2018.9.17)	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
东山精密	12.57	0.49	0.71	1.05	1.43	25.65	17.70	11.97	8.79
中石科技	40.58	0.95	1.32	1.92	2.55	42.72	30.74	21.14	15.91
通宇通讯	28.20	0.49	0.51	0.71	1.03	57.55	55.29	39.72	27.38
均值						61.27	37.15	26.17	18.61

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

5G 网络投资或不及预期、5G 天线方案具有不确定性、汇率波动的风险、并购事项推进或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1036.41	1257.63	1829.88	2559.37	净利润	110.27	169.46	247.69	351.33
营业成本	758.10	888.64	1287.59	1794.91	折旧与摊销	19.34	13.43	17.78	21.52
营业税金及附加	8.63	9.70	13.72	19.73	财务费用	7.62	-8.11	-3.62	-3.02
销售费用	37.45	48.05	69.75	96.78	资产减值损失	4.80	4.80	4.80	4.80
管理费用	96.99	118.80	172.32	241.27	经营营运资本变动	-155.19	-83.47	-207.76	-265.01
财务费用	7.62	-8.11	-3.62	-3.02	其他	140.43	0.92	7.17	10.23
资产减值损失	4.80	4.80	4.80	4.80	经营活动现金流净额	127.27	97.03	66.05	119.84
投资收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-32.56	-30.55	-25.29	-25.29
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-58.12	-112.45	-4.26	-4.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-90.68	-143.00	-29.55	-29.29
营业利润	126.04	195.75	285.32	404.90	短期借款	-1.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.37	0.37	0.37	0.37	长期借款	-10.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	126.41	196.12	285.69	405.27	股权融资	307.95	0.00	0.00	0.00
所得税	16.14	26.66	38.01	53.95	支付股利	-10.00	-102.74	-82.73	-169.20
净利润	110.27	169.46	247.69	351.33	其他	68.28	8.79	4.12	3.52
少数股东损益	2.12	4.00	5.98	8.13	筹资活动现金流净额	354.78	-93.96	-78.61	-165.68
归属母公司股东净利润	108.15	165.46	241.71	343.20	现金流量净额	385.48	-139.92	-42.11	-75.13
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	589.94	450.02	407.91	332.78	成长能力				
应收和预付款项	469.04	568.78	827.52	1157.34	销售收入增长率	22.95%	21.35%	45.50%	39.87%
存货	132.81	155.68	228.95	322.34	营业利润增长率	-7.02%	55.31%	45.76%	41.91%
其他流动资产	1.90	2.30	3.35	4.69	净利润增长率	-8.23%	53.68%	46.16%	41.84%
长期股权投资	0.00	-0.29	-0.29	-0.29	EBITDA 增长率	9.25%	31.41%	48.95%	41.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	212.83	236.96	253.41	267.81	毛利率	26.85%	29.34%	29.64%	29.87%
无形资产和开发支出	18.82	12.09	3.42	-6.93	三费率	13.71%	12.62%	13.03%	13.09%
其他非流动资产	25.50	137.97	141.95	145.67	净利率	10.64%	13.47%	13.54%	13.73%
资产总计	1450.83	1563.50	1866.22	2223.42	ROE	11.38%	16.36%	20.63%	25.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.60%	10.84%	13.27%	15.80%
应付和预收款项	258.41	303.36	439.64	612.95	ROIC	25.08%	31.29%	34.56%	34.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.76%	15.99%	16.37%	16.54%
其他负债	223.63	224.45	225.94	227.70	营运能力				
负债合计	482.03	527.82	665.58	840.65	总资产周转率	0.88	0.83	1.07	1.25
股本	100.00	204.20	204.20	204.20	固定资产周转率	8.90	8.12	9.20	11.25
资本公积	340.84	236.64	236.64	236.64	应收账款周转率	2.71	2.68	2.90	2.85
留存收益	519.70	582.42	741.40	915.40	存货周转率	5.71	5.87	6.44	6.34
归属母公司股东权益	960.36	1023.26	1182.24	1356.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.90%	—	—	—
少数股东权益	8.43	12.43	18.40	26.53	资本结构				
股东权益合计	968.79	1035.69	1200.64	1382.77	资产负债率	33.22%	33.76%	35.66%	37.81%
负债和股东权益合计	1450.83	1563.50	1866.22	2223.42	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.59	3.85	3.31	2.94
					速动比率	4.08	3.34	2.80	2.42
					股利支付率	9.25%	62.09%	34.23%	49.30%
					每股指标				
					每股收益	0.53	0.81	1.18	1.68
					每股净资产	4.74	5.07	5.88	6.77
					每股经营现金	0.62	0.48	0.32	0.59
					每股股利	0.05	0.50	0.41	0.83
业绩和估值指标									
EBITDA	153.00	201.06	299.48	423.40					
PE	74.01	48.38	33.12	23.32					
PB	8.26	7.73	6.67	5.79					
PS	7.72	6.36	4.37	3.13					
EV/EBITDA	21.62	36.90	24.90	17.78					
股息率	0.12%	1.28%	1.03%	2.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn