

证券研究报告—动态报告/公司快评/公司快评

信息技术

通信

麦捷科技 (300319)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2018 年 12 月 04 日

盈利改善，低估值的滤波器标的

证券分析师：程成

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

证券分析师：李亚军

liyajun1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518060001

事项：

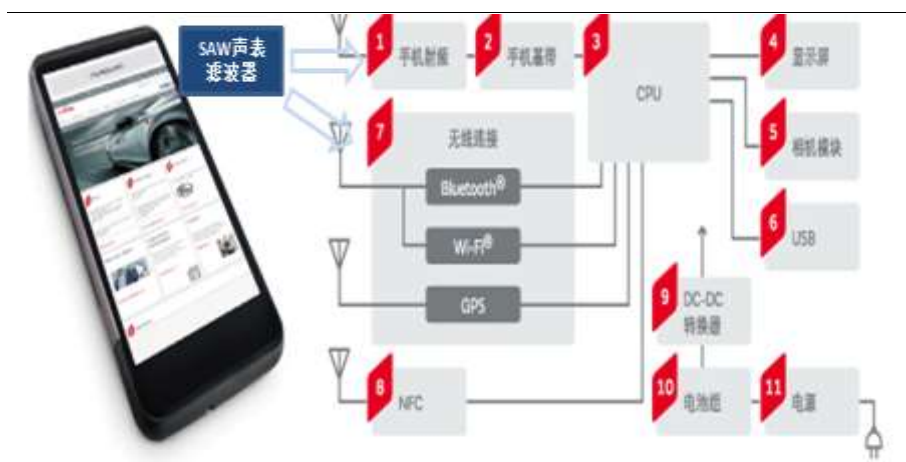
我们更新公司的最新观点。

评论：

■ 深耕 saw 滤波器已久，放量可期

SAW 滤波器，即声表面波器，具有小体积、低插损、高抑制、陡峭的频率选择性、便于封装和无须调整的优点，完美的适应了智能手机对射频前端体积和性能的双方面要求，现已成为手机射频前端滤波器应用的主流。MTK 射频芯片 (MT61695M12B) 共计使用约 24 个滤波器 (SAW 滤波器 18 个，SAW 双工器 6 个)，目前市场上的手机在无线连接部分也普遍采用 SAW 滤波器，可见 SAW 滤波器已成为智能手机不可或缺的部分。

图 1：SAW 滤波器在手机中的应用



资料来源：互联网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司深耕电子元器件产业链多年，是片式电感及片式 LTCC 射频元器件等细分行业的领导企业。随着国产智能手机厂商的崛起，公司准确把握国内 SAW 滤波器需求剧增的行业发展趋势，不断加码 SAW 滤波器技术研发和项目建设。并在 2016 年投入 4.5 亿进行 LTCC 终端射频 SAW 滤波器募投项目建设。

表 1：SAW 募投项目

募投项目产品	年产量 (万只/年)	市场单价估算 (美元)
2016 双工器	34,000	0.2-0.3
1411 声表滤波器	30,000	0.08-0.12

1109 声表滤波器	30,000	0.08-0.12
合计	94,000	---

资料来源：互联网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

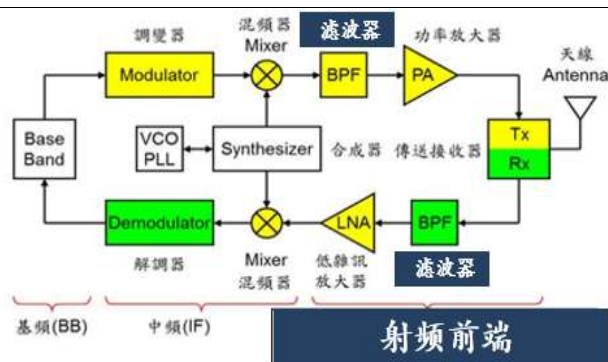
■ 5G 时代，滤波器需求将迎来高增长

智能手机的通信功能主要由：基频（BB）、中频（IF）、射频（RF）三个部分构成。其中，射频前端负责射频收发、频率合成、功率放大，能够保证手机在不同频段下通信功能的实现。

射频前端包括滤波器、双工器、功率放大器、开关等器件。滤波器作为射频前端的重要组成部分，负责对系统所接收和发送的不同频段的射频信号进行滤波，每个滤波器覆盖相应的频段，其数量随着手机通信频段的增加而增加。

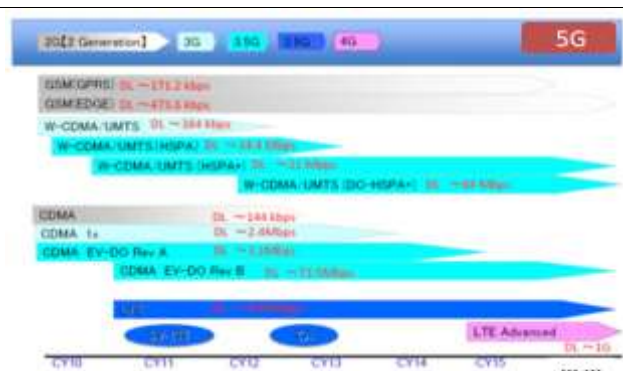
一般而言，手机每增加一个频段，需要增加 1 个双工器，2 个滤波器（接收和发送），1 个功率放大器和 1 个天线开关。一部全频段智能手机（例如全网通 iPhone6S）需要支持七模二十频，共需要 40 个滤波器。

图 2：智能手机通信功能的构成



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 3：移动通信网络发展历程



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

未来，随着 4G 网络的进一步普及和 5G 网络的落地，智能手机的频段将大幅增加，据 Gartner 估计，目前智能手机平均用 9.15 个频段，到 2020 年还将大幅增加，带动滤波器需求增长。

■ 看好公司在 MPIM 小尺寸系列电感和 saw 滤波器的布局，期待滤波器放量

我们认为滤波器是 5G 标准下最先受益的细分行业之一，根据通信标准升级及 5G 对物体接入的范围考虑，滤波器市场的空间将成倍增长。公司瞄准相关市场，通过定增项目布局 SAW 滤波器，有助于打破国外厂商在该领域的垄断，卡位 SAW 滤波器国产化，在具备高毛利率的情况下进行进口替代，并带来业绩的快速增长。我们预计公司 2018/2019/2020 年净利润分别为 1.51/2.48/3.56 亿元，对应 25/16/11 倍 PE，看好公司滤波器国产替代的机会，维持“增持”评级。

■ 风险提示

Saw 滤波器进展不及预期；并购风险；

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	711	901	300	786
应收款项	543	334	922	483
存货净额	639	374	423	504
其他流动资产	69	12	14	17
流动资产合计	1962	1620	1659	1791
固定资产	624	595	584	577
无形资产及其他	98	95	92	89
投资性房地产	425	425	425	425
长期股权投资	0	(6)	(11)	(17)
资产总计	3109	2729	2749	2865
短期借款及交易性金融负债	442	500	353	200
应付款项	349	116	131	156
其他流动负债	235	206	235	280
流动负债合计	1026	821	719	636
长期借款及应付债券	50	(180)	(180)	(180)
其他长期负债	96	46	(5)	(56)
长期负债合计	146	(134)	(185)	(236)
负债合计	1172	687	534	400
少数股东权益	53	53	53	53
股东权益	1884	1989	2163	2412
负债和股东权益总计	3109	2729	2749	2865

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	-0.51	0.22	0.36	0.51
每股红利	0.07	0.07	0.11	0.15
每股净资产	2.71	2.87	3.12	3.48
ROIC	2%	9%	16%	19%
ROE	-19%	8%	11%	15%
毛利率	15%	18%	23%	24%
EBIT Margin	4%	11%	15%	16%
EBITDA Margin	7%	16%	20%	21%
收入增长	-15%	41%	20%	20%
净利润增长率	-324%	-143%	64%	44%
资产负债率	39%	27%	21%	16%
息率	0.9%	0.8%	1.4%	2.0%
P/E	-15.5	36.0	21.9	15.3
P/B	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	62.6	19.0	12.2	9.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1441	2032	2447	2944
营业成本	1230	1659	1882	2232
营业税金及附加	4	6	7	8
销售费用	28	40	48	55
管理费用	128	106	137	167
财务费用	11	(2)	(5)	(11)
投资收益	0	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(404)	(47)	(91)	(81)
其他收入	19	0	0	0
营业利润	(345)	180	291	414
营业外净收支	(1)	(8)	(8)	(8)
利润总额	(346)	172	283	406
所得税费用	5	21	35	51
少数股东损益	1	(0)	(0)	(1)
归属于母公司净利润	(351)	151	248	356

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(351)	151	248	356
资产减值准备	392	87	(13)	(10)
折旧摊销	55	100	117	129
公允价值变动损失	404	47	91	81
财务费用	11	(2)	(5)	(11)
营运资本变动	569	304	(659)	364
其它	(392)	(87)	13	10
经营活动现金流	677	602	(203)	930
资本开支	(293)	(201)	(181)	(190)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(293)	(195)	(175)	(184)
权益性融资	65	0	0	0
负债净变化	(12)	(230)	0	0
支付股利、利息	(48)	(45)	(74)	(107)
其它融资现金流	(608)	58	(147)	(153)
融资活动现金流	(663)	(217)	(222)	(260)
现金净变动	(279)	190	(601)	486
货币资金的期初余额	989	711	901	300
货币资金的期末余额	711	901	300	786
企业自由现金流	383	397	(396)	724
权益自由现金流	(237)	228	(539)	581

相关研究报告

《麦捷科技-300319-2018 年三季报点评：业绩符合预期，募投项目进展顺利》 ——2018-10-30
 《麦捷科技-300319-2018 年中报点评：募投项目产能释放，业绩符合预期》 ——2018-08-29
 《麦捷科技-300319-重大事件快评：滤波器进入华为供应链暨电话会议纪要》 ——2018-08-06
 《麦捷科技-300319-重大事件快评：耕耘已久，5G 滤波器值得期待》 ——2018-08-01
 《麦捷科技-300319-2018 年中报业绩预告点评：银行龙头未来仍将高成长》 ——2018-07-18

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032