



分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 证书编号: S0870118010021

## 基本数据 (2019Q3)

报告日股价 (元)	10.01
12mth A 股价格区间 (元)	3.95-10.79
总股本 (亿股)	6.95
无限售 A 股/总股本 (%)	91.6%
流通市值 (亿元)	63.78
每股净资产 (元)	3.01
PBR (X)	3.33

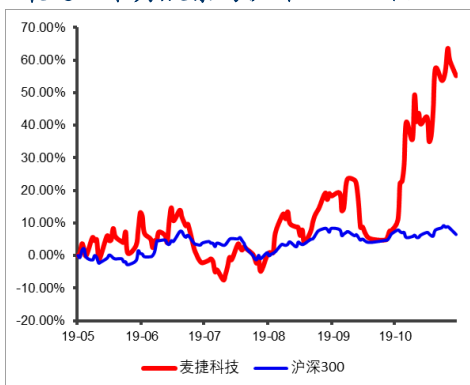
## 主要股东 (2019Q3)

远致富海	26.44%
张美蓉	6.47%
隆华汇	3.65%

## 收入结构 (2019H1)

电子元器件	60.08%
LCM 液晶显示模组	39.80%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

# 业务持续聚焦 射频芯片国产化小先锋渐露头角

## ■ 公司动态事项

11月7日, 公司发布《关于拟公开挂牌转让全资孙公司北海星沅股权的提示性公告》显示, 公司拟将子公司星源电子所持有的北海星沅 100% 股权予以挂牌转让。

## ■ 事项点评

### 弱化 LCM 液晶模组业务 公司业务进一步聚焦电子元器件

公司子公司星源电子于 2015 年收购北海星沅, 布局大尺寸显示屏模组, 由于下游需求疲弱, 北海星沅业绩持续亏损。据公司公告显示, 公司孙公司北海星沅 2018 年营收 9591.11 万元, 净利润-360 万元, 今年 1-10 月营收 76.79 万元, 净利润-904 万元。公司本次出售北海星沅股权, 有望持续优化公司资产结构和业务布局, 聚焦电子元器件业务。

### 股东变更 客户渠道协同效应有望显现

公司于 2019 年 1 月发布权益变动公告, 前大股东“动能东方”将公司 26.44% 股份通过股份协议转让给“远致富海”。根据 Wind 显示, “远致富海”拥有深圳国资委持股, 新股东将为公司业务开拓带来更多客户渠道。我们认为, 公司 LTCC 产品中涵盖巴伦滤波器、带通滤波器等产品, 应用范围涵盖 5G 基站等射频领域。在 5G 商用快速推进和自主可控政策加持背景下, 公司射频领域产品有望在新客户对接中加速导入。

### 募投项目迎来业绩兑现

公司 2016 年发布非公募资公告, 其中募投项目涵盖声表滤波器 (SAW) 项目和一体成型功率电感 (MPIM) 项目。公司 SAW 滤波器与中电科 26 所紧密合作, 目前已经在中低端产品线实现导入, 月产值在 1000 万的体量, 未来公司产品将逐步切入高价值量的高频率频段, 滤波器产线产值弹性值得关注。该项目预期 2020 年达产, 满产可实现产值 3.25 亿元。MPIM 相较于叠层、绕线产品功耗低、体积小、电磁屏蔽效果强, 符合智能终端集成度提升的技术趋势。据公司公告显示, 一体成型电感产品在苹果和三星中的渗透率高达 100% 和 50%。按照单机 20 只电感以及 0.25 元/颗的参数预测, ASP 约 5 元, 智能手机终端市场空间接近 60 亿元。公司与联发科已建立起完整的手机元器件适配体系, 一体电感产品已经为摩托罗拉、华为、中兴等品牌的智能手机终端产品供货。该项目预期 2020 年可达产, 满产可实现产值 5.27 亿元。

## ■ 盈利预测与估值

由于星源电子业务业绩疲弱，我们降低公司业绩预期，具体为：2019-2021年将实现营业收入16.73亿元、21.05亿元、24.43亿元，同比增长分别为0.07%、25.81%和16.09%；归属于母公司股东净利润为1.49亿元、2.48亿元和3.31亿元；EPS分别为0.22元、0.36元和0.48元，对应PE为46X、28X和21X。未来六个月内，维持“谨慎增持”评级。

#### ■ 风险提示

(1) LTCC 射频器件市场导入不及预期；(2) SAW 滤波器产品结构优化不及预期；(3) 一体成型功率电感产品产能爬坡不及预期。

#### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,671.64	1,672.78	2,104.58	2,443.20
年增长率	15.98%	0.07%	25.81%	16.09%
归属于母公司的净利润	131.69	149.93	247.74	330.50
年增长率	-137.50%	13.85%	65.24%	33.41%
每股收益 (元)	0.19	0.22	0.36	0.48
PER (X)	61.44	46.42	28.09	21.06

资料来源：Wind 上海证券研究所

## ■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	392	741	290	972
存货	669	593	915	793
应收账款及票据	687	593	915	793
其他	8	24	24	24
流动资产合计	1795	1529	2162	2136
长期股权投资	33	24	24	24
固定资产	627	916	900	1300
在建工程	159	159	159	0
无形资产	89	423	410	396
其他	69	77	69	69
非流动资产合计	1359	1607	1571	1798
资产总计	3155	3136	3732	3934
短期借款	340	383	461	429
应付账款及票据	409	406	653	526
其他	86	27	27	27
流动负债合计	935	895	1220	1060
长期借款和应付债券	79	79	79	79
其他	0	27	27	27
非流动负债合计	142	79	79	79
负债合计	1077	895	1220	1060
少数股东权益	64	78	101	132
股东权益合计	2014	2242	2512	2874
负债和股东权益总计	3155	3136	3732	3934

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	142	164	271	361
折旧和摊销	78	115	115	123
营运资本变动	1456			
经营活动现金流	100	1069	0	0
资本支出	244			
投资收益	30	0	0	0
投资活动现金流	-355	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	349	-342	-13	-387
净现金流	94	452	-450	681

利润表（单位：百万元）

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1672	1673	2105	2443
营业成本	1540	1332	1592	1803
营业税金及附加	6	9	11	12
营业费用	30	17	21	24
管理费用	54	114	143	166
财务费用	19	9	20	12
资产减值损失	15	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	154	164	271	361
营业外收支净额	3	0	0	0
利润总额	157	193	319	425
所得税	14	29	48	64
净利润	142	164	271	361
少数股东损益		14	23	31
归属母公司股东净利润	132	150	248	331

财务比率分析

指标	2018	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	16%	0%	26%	16%
EBITDA 增长率	175%	35%	44%	24%
EBIT 增长率	142%	29%	70%	29%
净利润增长率	133%	32%	65%	33%
毛利率	20%	19%	20%	24%
EBITDA/总收入	14%	19%	21%	23%
EBIT/总收入	9%	12%	16%	18%
净利润率	7%	10%	13%	15%
资产负债率	31%	29%	33%	27%
流动比率	194%	187%	189%	218%
速动比率	114%	112%	107%	134%
总资产回报率（ROA）	5%	6%	9%	11%
净资产收益率（ROE）	6%	7%	10%	12%
EV/营业收入	4	4	3	3
EV/EBITDA	31	22	16	12
PE	61	46	28	21
PB	3	3	3	3

数据来源：WIND 上海证券研究所

## 分析师承诺

张涛 袁威津

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。