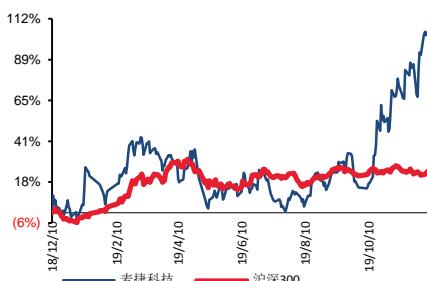




信息技术 技术硬件与设备

## 三年耕耘终见收获，一朝破局本非易事

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	695/637
总市值/流通(百万元)	8,760/8,028
12 个月最高/最低(元)	12.60/5.58

相关研究报告:

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师助理: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

### 事件:

东方动能以 3600 万元的挂牌价摘得北海星沅 100% 股权。

### 挂牌转让北海星沅，轻装简行。

北海星沅系全资子公司星源电子 2015 年收购的标的，主要从事大尺寸 TFT-LCD、PDP 等显示器件的生产，彼时本次的摘牌方东方动能尚是公司控股股东，但是星源电子近两年的表现并不尽如人意，2017 年还因业绩未达预期计提 3.75 亿元商誉减值，北海星沅更是在 2018 年和 2019 年 1-10 月连续亏损，且亏损缺口有所扩大，东方动能亦已于 2019 年 3 月将 1.84 亿股公司股份及实际控制权协议转让给远致富海信息。此次挂牌转让北海星沅完成，是公司优化资产和业务结构，聚焦电子元器件业务进程中重要的一步。

### 苦修内功恰逢国产替代东风，非公开募投项目迎来预期兑现良机。

2016 年，公司通过非公开募集资金投资建设“基于 LTCC 基板的终端 SAW 封装工艺开发和生产项目”和“MPIM 和 MPSM 小尺寸系列电感项目”，目前，公司 SAW 滤波器以及 MPIM 和 MPSM 系列一体成型电感均已实现量产供货，且已开始贡献利润，未来随着设备陆续到位，产能进一步扩张，募投项目有望成为公司业绩增长最有力的支撑点。

目前，全球前六的终端品牌厂商中，国内企业占据四个席位，对 SAW 滤波器等零部件的需求较为旺盛，而诸如一体成型电感等零部件，现阶段在国内品牌厂商终端产品的电源管理模块等的渗透虽仍较低，但正积极跟进三星和苹果的进度。与之相反的是，智能终端 SAW 滤波器和一体成型电感的供给仍主要由外资企业主导，国内鲜有企业具备大批量交付的能力。日本企业在全球 SAW 滤波器和一体成型电感的供给端扮演着至关重要的角色，如村田、太阳诱电和 TDK 占据着全球 80% 以上的 SAW 滤波器市场份额，中美贸易摩擦过程中，日企虽并未明确站队，尚未对我国的企业进行供给限制，华为今年还增加了对日系企业的外采量，但对终端品牌厂商而言，关键零部件的国产替代诉求是切实存在的，国内企业在实现工艺、技术和良率等方面的突破之后，有望直接拥抱极大的国产替代红利。

公司当前具备 5000 万只/月的 SAW 滤波器产能，明年有望提升至 1 亿只/月，一体成型电感已开始为国内一线智能手机客户供货，在

SAW 滤波器和一体成型电感赛道上，麦捷已然位于国产替代大军的前列。

**立足绕线、叠层和低温共烧陶瓷等基础工艺，静待 5G 提速。**

功率电感、射频电感和滤波器等射频相关的电子元器件中或多或少会使用绕线、叠层和低温共烧陶瓷等基础工艺，举例而言，公司掌握的低温共烧陶瓷（LTCC）工艺可以用于制备滤波器、双工器、耦合器和巴伦等射频前端器件，亦可以用于制备 SAW 滤波器的封装基板。5G 基站和终端对上述几类电子元器件需求的提升可以理解为对绕线、叠层和低温共烧陶瓷等基础工艺需求的提升，当然，部分工艺环节需要进行不断的升级更新以适应元器件产品的小型化、高频化等趋势。公司作为国内绕线电感、叠层电感和 LTCC 射频元件第一梯队的供应商，对上述几项基础工艺具备较深的理解，5G 对于麦捷而言无疑是业绩成长所需的核心推动力之一。

**盈利预测和投资评级：**首次覆盖，给予增持评级。公司本部的新、旧产品以及控股子公司金之川的变压器、电感器有望受益 5G 建设和国产替代贡献较好的收入和利润，星源电子 LCM 业务的收入和利润如能维持稳定，不对公司业绩造成过分拖累，预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 1.45 亿、2.09 亿和 2.75 亿，当前股价对应 PE 分别为 60.30、41.92 和 31.85 倍，鉴于公司非公开募投项目产品较大的国产替代市场空间有望助益公司实现超预期的业绩表现，首次覆盖，给予增持评级。

**风险提示：**（1）5G 推进进度不及预期；（2）SAW、MPIP 等产品的扩产进度不及预期；（3）LCM 业务造成较大的业绩拖累。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1672	1738	2121	2593
(+/-%)	16.03	3.95	22.04	22.25
净利润(百万元)	132	145	209	275
(+/-%)	1.41	0.19	0.39	0.30
摊薄每股收益(元)	0.19	0.21	0.30	0.40
市盈率(PE)	66.41	60.30	41.92	31.85

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	721	394	536	751	934	营业收入	1,441	1,672	1,738	2,121	2,593
应收和预付款项	573	708	621	700	736	营业成本	1,230	1,360	1,407	1,683	2,039
存货	639	669	684	832	867	营业税金及附加	4	6	6	7	9
其他流动资产	28	24	30	30	30	销售费用	28	30	32	39	47
流动资产合计	1,962	1,795	1,871	2,314	2,567	管理费用	128	110	110	119	149
长期股权投资	0	33	33	33	33	财务费用	11	19	12	20	16
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	404	15	10	9	7
固定资产	448	627	666	685	693	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	176	159	153	156	162	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	444	437	423	410	396	营业利润	(344)	154	187	270	351
长期待摊费用	15	15	8	0	0	其他非经营损益	(2)	3	13	9	11
其他非流动资产	64	89	98	102	110	利润总额	(346)	157	200	279	362
资产总计	3,109	3,155	3,252	3,700	3,962	所得税	5	14	30	42	54
短期借款	442	340	290	267	232	净利润	(351)	142	170	237	308
应付和预收款项	542	506	441	670	656	少数股东损益	1	11	25	28	33
长期借款	50	79	79	79	79	归母股东净利润	(351)	132	145	209	275
其他负债	139	152	194	199	202						
负债合计	1,172	1,077	1,004	1,215	1,170						
股本	694	695	695	695	695	预测指标					
资本公积	1,247	1,245	1,245	1,245	1,245		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	(58)	74	219	427	702	毛利率	0.15	0.19	0.19	0.21	0.21
归母公司股东权益	1,884	2,014	2,159	2,367	2,642	销售净利率	(0.24)	0.09	0.10	0.11	0.12
少数股东权益	53	64	89	117	150	销售收入增长率	(0.15)	0.16	0.04	0.22	0.22
股东权益合计	1,937	2,078	2,248	2,484	2,792	EBIT 增长率	(2.80)	1.50	0.21	0.35	0.27
负债和股东权益	3,109	3,155	3,252	3,700	3,962	净利润增长率	(3.29)	1.41	0.19	0.39	0.30
现金流量表(百万)						ROE	(0.19)	0.07	0.07	0.09	0.10
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROA	(0.11)	0.06	0.06	0.08	0.09
经营性现金流	190	101	318	402	385	ROIC	(0.22)	0.09	0.08	0.11	0.14
投资性现金流	(323)	(355)	(116)	(159)	(168)	EPS(X)	(0.51)	0.19	0.21	0.30	0.40
融资性现金流	(733)	349	(61)	(28)	(34)	PE(X)	(24.90)	66.41	60.30	41.92	31.85
现金增加额	(867)	95	142	215	183	PB(X)	4.64	4.34	4.05	3.69	3.31
						PS(X)	6.07	5.23	5.03	4.12	3.37
						EV/EBITDA(X)	(29.77)	35.10	25.42	19.72	16.11

资料来源：WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weih@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。