

证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

大富科技(300134)

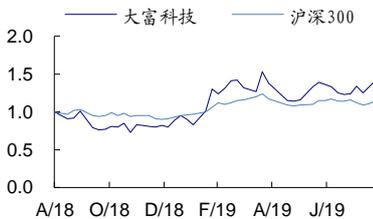
买入

2019年半年报点评

(维持评级)

2019年08月30日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	767/712
总市值/流通(百万元)	12,595/11,691
上证综指/深圳成指	2,891/9,414
12个月最高/最低(元)	18.65/8.00

相关研究报告:

- 《大富科技-300134-2019年半年报预告点评:中报业绩预增,二季度主营业务持续改善》——2019-07-15
- 《大富科技-300134-跟踪点评:5G需求持续提升,介质波导滤波器量产在即》——2019-06-20
- 《大富科技-300134-2018年年报及2019一季报点评? :业绩拐点已至,将持续受益于行业建设红利》——2019-04-26
- 《大富科技-300134-2019年一季报预告点评:一季报收入增速高,利润释放有待规模效应和亏损资产剥离》——2019-04-10
- 《大富科技-300134-跟踪点评:受益于4G持续建设和5G变革浪潮》——2019-03-19

证券分析师:程成

电话: 0755-22940300
E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001
联系人: 陈彤
电话: 0755-81981372
E-MAIL: chentong@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

射频收入高速增长,盈利能力或持续提升

● 受益于4G/5G建设红利,主营业务收入高速增长

公司公告2019年上半年实现营收12.85亿元,同比增长42.40%;归母净利润4125万元,同比增长318.13%,略高于预告中值,符合预期。非经常性损益为6381.76万元,主要包括政府补助、理财收益以及已计提资产减值准备的冲销和转回等。2019Q2单季度营收6.96亿元,同比增长54.57%,环比18.11%,营收持续改善。公司产品结构持续优化,主要受主营业务射频产品收入增长带动,受益于4G/5G同时建设红利。

● 深度聚焦通信射频主业,产品结构优化,盈利能力提升

公司目前聚焦于基站滤波器主业。通信业务收入10.78亿元,同比增长64.24%,营收占比从2018年的73.29%上升至83.88%,产品结构优化明显;智能终端结构件收入1.48亿元,同比下降16.49%;汽车零部件及其他营收0.59亿元,同比下降14.15%。射频产品毛利率提升明显,从2018年的11.95%提升至21.51%,相比去年同期上升5.17个百分点,主要受益于5G产品收入占比提升和收入规模提升带来单产品固定费用摊销的下降。智能终端结构件毛利率从2018年的16.49%提升至20.55%。费用端,2019Q2销售费用、管理费用、研发费用、财务费用在营收的占比均相比2019Q1有所下降。

● 高研发投入转化为产品竞争力,加强客户拓展

公司始终重视研发,上半年研发投入达1.03亿元,占收入比达7.99%,并有效转化为产品竞争力,目前5G滤波器生产能力位居业界领先地位。公司持续巩固在华为的份额,并在爱立信、诺基亚、康普的收入结构上取得突破,随着行业需求景气度上行,公司5G介质滤波器有望批量出货,带来较大业绩弹性。

● 考虑到公司滤波器主业的持续改善,维持“买入”评级

公司多年蝉联华为的金牌核心供应商,产品实力和口碑名列前茅,5G介质波导滤波器量产在即;公司在爱立信和诺基亚的供应份额也连续取得突破。基于5G介质滤波器的量产预期,预计公司2019/2020/2021年净利润分别为2.54/3.65/5.09亿元,对应的PE为49.6/34.5/24.8倍,维持“买入”评级。

● 风险提示

5G需求不及预期;介质波导滤波器量产订单不及预期;行业价格竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,779	1,821	2,507	3,298	4,116
(+/-%)	-26.1%	2.4%	37.6%	31.6%	24.8%
净利润(百万元)	-512	25	254	365	509
(+/-%)	-28.8%	-104.8%	927.1%	43.7%	39.5%
摊薄每股收益(元)	-0.67	0.03	0.33	0.48	0.66
EBIT Margin	-11.5%	0.3%	1.4%	1.2%	1.2%
净资产收益率(ROE)	-9.6%	0.5%	4.5%	6.1%	8.0%
市盈率(PE)	84.0	509.8	49.6	34.5	24.7
EV/EBITDA	58.6	61.4	74.0	67.8	64.2
市净率(PB)	8.53	2.35	2.25	2.11	1.99

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测注:摊薄每股收益按最新总股本计算

受益于 4G/5G 建设红利，主营业务收入高速增长

公司公告 2019 年上半年实现营收 12.85 亿元，同比增长 42.40%；归母净利润 4125 万元，同比增长 318.13%，略高于预告中值，符合预期。非经常性损益为 6381.76 万元，主要包括政府补助、理财收益以及已计提资产减值准备的冲销和转回等。上半年扣非归母净利润-2256.75 万元，相比去年同期的-7882.42 大幅减亏。

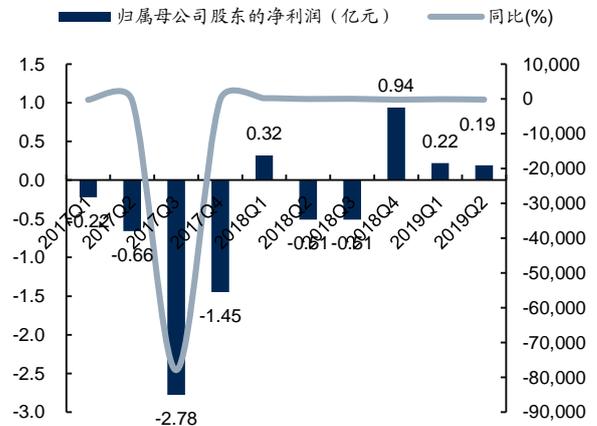
2019Q2 单季度营收 6.96 亿元，同比增长 54.57%，环比 18.11%，营收持续改善。公司产品结构持续优化，主要受主营业务射频产品收入增长带动，受益于 4G/5G 同时建设红利。

图 1：公司 2017Q1-2019Q2 季度营收及同比



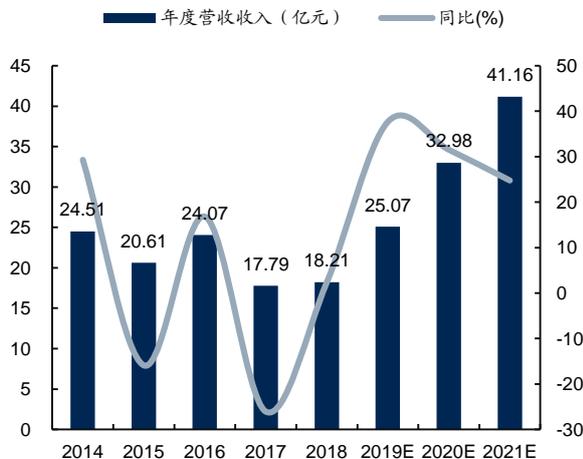
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 2：公司 2017Q1-2019Q2 季度净利润及同比



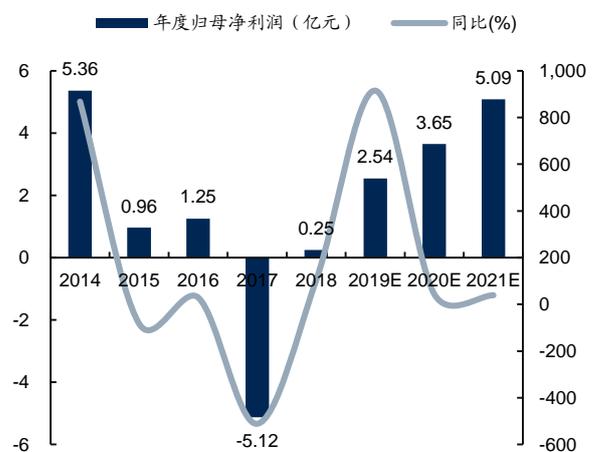
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 3：公司 2014-2021E 营收及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理和预测

图 4：公司 2014-2021E 归母净利润及同比增速（亿元、%）

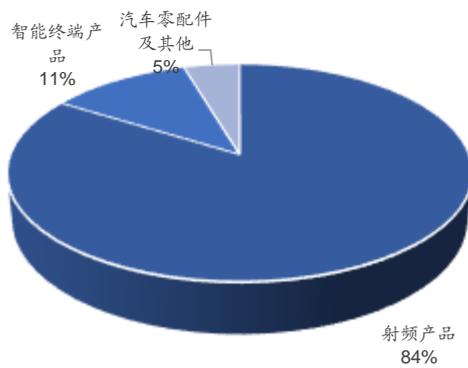


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理和预测

深度聚焦通信射频主业，产品结构优化，盈利能力提升

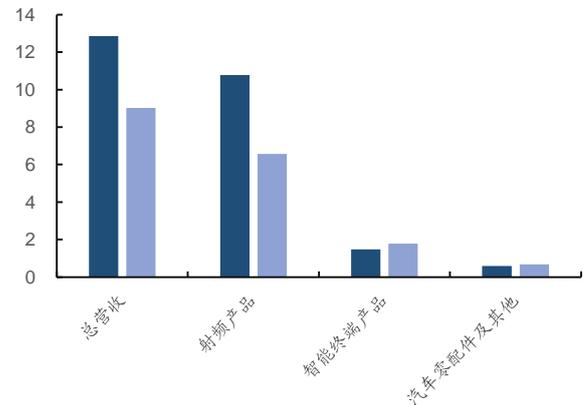
公司目前聚焦于基站滤波器主业。通信业务收入 10.78 亿元，同比增长 64.24%，营收占比从 2018 年的 73.29% 上升至 83.88%，产品结构优化明显；智能终端结构件收入 1.48 亿元，同比下降 16.49%；汽车零部件及其他营收 0.59 亿元，同比下降 14.15%。

图 5：公司业务结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 6：公司 2018H1 和 2019H1 分业务营收对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

射频产品毛利率提升明显，从 2018 年的 11.95% 提升至 21.51%，相比去年同期上升 5.17 个 pct.，主要受益于 5G 产品收入占比提升和收入规模提升带来单产品固定费用摊销的下降。智能终端结构件毛利率从 2018 年的 16.49% 提升至 20.55%。费用端，2019Q2 销售费用、管理费用、研发费用、财务费用在营收的占比均相比 2019Q1 有所下降。

高研发投入转化为产品竞争力，加强客户拓展

公司始终重视研发，上半年研发投入达 1.03 亿元，占收入比达 7.99%，并有效转化为产品竞争力，目前 5G 滤波器生产能力位居业界领先地位。公司持续巩固在华为的份额，并在爱立信、诺基亚、康普的收入结构上取得突破，随着行业需求景气度上行，公司 5G 介质滤波器有望批量出货，带来较大业绩弹性。

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2019 年 8 月 29 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002194.SZ	*ST 凡谷	32.4572	106.4402	0.24	0.37	0.59	80.21	50.64	31.88	增持
002796.SZ	世嘉科技	69.7388	66.6995	0.93	1.43	1.92	42.61	27.71	20.64	无评级
	平均值	51.10	86.57	0.58	0.90	1.26	61.41	39.17	26.26	
300134.SZ	大富科技	825.2415	125.9464	0.33	0.48	0.66	49.60	34.51	24.74	买入

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1467	1692	1579	1636	营业收入	1821	2507	3298	4116
应收款项	1095	1181	1355	1691	营业成本	1568	1997	2668	3374
存货净额	511	567	803	1002	营业税金及附加	28	38	49	62
其他流动资产	1076	1640	2053	2627	销售费用	40	50	66	82
流动资产合计	4149	5080	5791	6956	管理费用	181	388	474	547
固定资产	1332	1391	1452	1512	财务费用	30	0	0	0
无形资产及其他	299	287	275	263	投资收益	168	40	40	40
投资性房地产	198	198	198	198	资产减值及公允价值变动	(140)	(45)	(40)	(35)
长期股权投资	684	704	724	744	其他收入	0	0	(0)	0
资产总计	6661	7659	8439	9672	营业利润	3	29	41	56
短期借款及交易性金融负债	586	1266	1365	2025	营业外净收支	(0)	(1)	(1)	(1)
应付款项	621	796	1102	1390	利润总额	3	28	40	55
其他流动负债	89	124	169	210	所得税费用	5	20	28	25
流动负债合计	1296	2187	2636	3626	少数股东损益	(27)	(245)	(353)	(479)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	25	254	365	509
其他长期负债	18	(63)	(147)	(230)					
长期负债合计	18	(63)	(147)	(230)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1314	2124	2488	3396	净利润	25	254	365	509
少数股东权益	(2)	(69)	(18)	(48)	资产减值准备	(198)	6	3	5
股东权益	5350	5604	5968	6325	折旧摊销	221	165	181	198
负债和股东权益总计	6661	7659	8439	9672	公允价值变动损失	140	45	40	35
					财务费用	30	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	(530)	(570)	(554)	(857)
每股收益	0.03	0.33	0.48	0.66	其它	213	(72)	48	(35)
每股红利	0.05	0.00	0.00	0.20	经营活动现金流	(130)	(173)	82	(145)
每股净资产	6.97	7.31	7.78	8.25	资本开支	294	(263)	(273)	(287)
ROIC	0%	0%	0%	0%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	0%	5%	6%	8%	投资活动现金流	316	(283)	(293)	(307)
毛利率	14%	20%	19%	18%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	0%	1%	1%	1%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	8%	7%	6%	支付股利、利息	(38)	0	0	(153)
收入增长	2%	38%	32%	25%	其它融资现金流	(559)	680	98	661
净利润增长率	-105%	927%	44%	39%	融资活动现金流	(636)	680	98	508
资产负债率	20%	27%	29%	35%	现金净变动	(450)	225	(113)	56
息率	0.3%	0.0%	0.0%	1.2%	货币资金的期初余额	1917	1467	1692	1579
P/E	509.8	49.6	34.5	24.7	货币资金的期末余额	1467	1692	1579	1636
P/B	2.4	2.2	2.1	2.0	企业自由现金流	(20)	(658)	(634)	(918)
EV/EBITDA	61.4	74.0	67.8	64.2	权益自由现金流	(579)	23	(535)	(257)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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±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±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