

公司研究/公告点评

2020年01月16日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 39.00
合理价格区间(元): 45.30~52.90

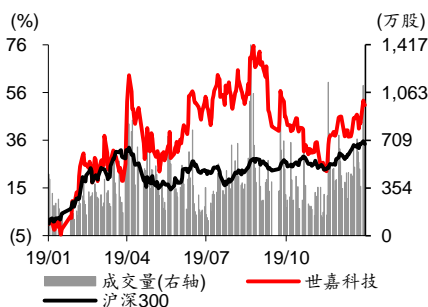
王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

陈歆伟 执业证书编号: S0570518080003
研究员 021-28972061
chenxinwei@htsc.com

相关研究

1《世嘉科技(002796 SZ,买入): 5G 基站射频新贵, 静待陶瓷放量》2019.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q4 交付延后, 未来尽享 5G 盛宴

世嘉科技(002796)

短期因素影响 Q4 业绩, 公司基本面良好不改中长期趋势

1月15日公司发布2019年年度业绩预告, 受益于5G移动通信设备产品快速增长和公司海外市场的拓展, 预计19年归母净利润为9000-11400万元, 同比增长85.15%-134.53%。公司四季度业绩低于预期, 我们认为主要受短期因素影响以及波发特超额业绩奖励在四季度集中计提。我们认为, 公司基本面良好, 随着5G建设上量以及运营商集采落地, 有望凭借新客户和新产品拓宽业务收入渠道, 中长期继续保持高速增长, 我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.65/1.51/1.92元, 维持“买入”评级。

受短期因素及业绩超额奖励计提 Q4 业绩下滑

扣除超额业绩奖励1953万元, 公司Q4归母净利润为1134-3534万元, 环比下滑6.4-70.0%, 我们认为可能受5G共建共享技术方案影响导致单季度5G产品收入下滑, 公司产品无问题, 产品需求有望在技术方案成熟后恢复。根据业绩奖励计提金额, 我们预计波发特19年净利润约1.02亿元, 相比业绩承诺0.54亿元增长了89%, 显示出公司较强的盈利能力。

5G 射频产品已供应爱立信, 陶瓷介质滤波器静待放量

我们看好公司未来的成长性: 1) 随着国内和海外运营商对4G网络的深度覆盖以及5G基站建设的提速, 移动通信产品市场需求旺盛, 有望推动公司营收大幅增长; 2) 纵向布局新产品: 公司通过收购捷频电子纵向布局陶瓷介质滤波器技术, 目前已进入客户送样测试阶段, 静待客户需求放量; 3) 横向拓展新客户: 公司原先是中兴通讯和日本电业的天线射频产品的主要供应商之一, 目前已顺利进入爱立信供应商体系, 有望打开增量市场空间。

5G 商用推动天线射频端市场规模大幅增长

5G时代带宽、时延、同步等性能全面提升, 推动天线射频侧技术大升级, 整体看大规模阵列天线及天线有源化驱动整体无线射频侧价值量大幅提升。根据测算, 我们预计建设高峰期(2020-2022年)宏基站天线市场每年空间可达67.2-75.6亿元, 相较4G规模建设期同比增长32%~48%。对应的滤波器市场, 预计建设高峰期(2020-2022)宏基站滤波器市场空间每年可达约51.6-59.4亿元, 相较4G规模建设期同比增长91%~120%。

5G 天线射频新贵, 维持“买入”评级

根据业绩预告及超额业绩奖励计提预计(1953万元), 我们调整19-21年收入预测及19年费用预测, 我们预计公司2019~2021年归母净利润分别为1.10/2.55/3.23亿元(前值1.51/2.64/3.24亿元), 对应EPS分别为0.65/1.51/1.92元, 对应PE分别为60/26/20x。同行业可比公司2020年估值PE平均值为36x。我们认为可给予公司2020年PE 30-35x估值水平, 对应目标价45.3~52.9元, 维持“买入”评级。

风险提示: 5G发展低于预期; 横向拓展客户不及预期; 自研陶瓷介质滤波器方案不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	168.29
流通A股(百万股)	133.05
52周内股价区间(元)	30.67-53.68
总市值(百万元)	6,563
总资产(百万元)	2,555
每股净资产(元)	8.95

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	576.69	1,280	1,851	2,939	3,781
+/-%	16.01	121.94	44.60	58.83	28.62
归属母公司净利润(百万元)	25.69	48.61	109.70	254.52	322.55
+/-%	(47.15)	89.19	125.69	132.01	26.73
EPS(元, 最新摊薄)	0.15	0.29	0.65	1.51	1.92
PE(倍)	255.45	135.02	59.83	25.79	20.35

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表 (以1月15日收盘价计算)

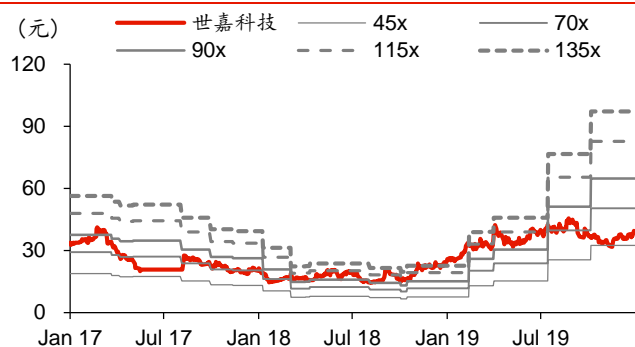
证券代码	证券简称	收盘价(元)	每股收益 (元)			市盈率 PE (倍)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
002792.SZ	通宇通讯	27.61	0.20	0.35	0.80	138.05	78.80	34.38
300134.sz	大富科技	17.06	0.03	0.22	0.41	568.67	76.13	41.24
002446.SZ	盛路通信	9.52	0.16	0.22	0.28	59.50	43.65	33.84
平均						255.41	66.19	36.49

注: 盈利预测数据均来自万得一致预期。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

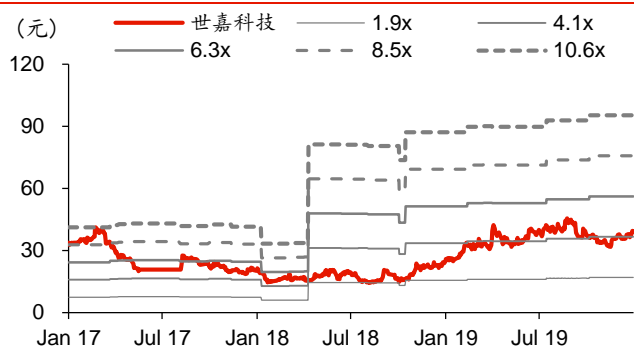
PE/PB - Bands

图表2: 世嘉科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 世嘉科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	443.21	983.25	1,441	2,164	2,893
现金	151.02	168.27	448.74	598.61	876.83
应收账款	106.56	259.99	375.94	597.11	768.02
其他应收账款	1.25	6.82	0.00	0.00	0.00
预付账款	6.07	10.94	15.29	23.72	30.69
存货	40.50	191.40	267.64	415.10	537.13
其他流动资产	137.81	345.83	333.13	529.11	680.56
非流动资产	254.60	1,031	1,072	1,121	1,158
长期投资	0.00	5.72	0.00	0.00	0.00
固定投资	188.85	338.72	416.96	474.61	516.94
无形资产	28.23	59.92	59.92	59.92	59.92
其他非流动资产	37.53	626.73	595.11	585.98	581.41
资产总计	697.81	2,014	2,513	3,284	4,052
流动负债	200.21	566.74	944.49	1,433	1,841
短期借款	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	109.44	376.91	527.04	817.41	1,058
其他流动负债	90.77	179.83	417.45	615.10	783.48
非流动负债	6.21	9.62	5.48	5.72	5.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	6.21	9.62	5.48	5.72	5.55
负债合计	206.42	576.36	949.97	1,438	1,847
少数股东权益	0.00	14.21	28.10	56.73	93.02
股本	82.00	112.22	168.29	168.29	168.29
资本公积	304.28	1,165	1,109	1,109	1,109
留存公积	141.63	169.74	257.00	511.52	834.07
归属母公司股东权益	491.40	1,424	1,535	1,789	2,112
负债和股东权益	697.81	2,014	2,513	3,284	4,052

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	41.85	(15.88)	378.99	234.40	358.46
净利润	25.69	51.12	123.59	283.16	358.84
折旧摊销	17.49	46.56	40.04	51.48	62.24
财务费用	(0.21)	(0.53)	(5.95)	(10.47)	(14.75)
投资损失	(5.02)	(3.50)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	1.85	(132.85)	204.06	(101.53)	(55.72)
其他经营现金	2.05	23.32	22.25	16.76	12.86
投资活动现金	31.36	(150.91)	(95.28)	(95.00)	(95.00)
资本支出	77.54	119.82	106.00	100.00	100.00
长期投资	(104.00)	0.59	(5.72)	0.00	0.00
其他投资现金	4.89	(30.50)	5.00	5.00	5.00
筹资活动现金	1.12	176.11	(3.25)	10.47	14.75
短期借款	0.00	10.00	(10.00)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	2.00	30.22	56.07	0.00	0.00
资本公积增加	37.77	861.22	(56.11)	0.00	0.00
其他筹资现金	(38.64)	(725.33)	6.79	10.47	14.75
现金净增加额	73.50	10.27	280.47	149.87	278.22

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	576.69	1,280	1,851	2,939	3,781
营业成本	501.30	1,088	1,521	2,360	3,053
营业税金及附加	2.96	5.80	6.48	10.29	13.23
营业费用	10.70	26.84	40.72	61.73	75.62
管理费用	20.75	58.24	79.22	91.12	113.43
财务费用	(0.21)	(0.53)	(5.95)	(10.47)	(14.75)
资产减值损失	0.42	6.15	4.63	5.27	5.74
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.02	3.50	5.00	5.00	5.00
营业利润	28.75	53.39	138.87	318.15	403.19
营业外收入	0.00	2.74	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	28.75	55.86	138.87	318.15	403.19
所得税	3.06	4.74	15.28	35.00	44.35
净利润	25.69	51.12	123.59	283.16	358.84
少数股东损益	0.00	2.51	13.89	28.63	36.29
归属母公司净利润	25.69	48.61	109.70	254.52	322.55
EBITDA	46.03	99.42	172.95	359.16	450.67
EPS (元, 基本)	0.31	0.43	0.65	1.51	1.92

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.01	121.94	44.60	58.83	28.62
营业利润	(46.55)	85.67	160.10	129.11	26.73
归属母公司净利润	(47.15)	89.19	125.69	132.01	26.73
获利能力 (%)					
毛利率	13.07	14.99	17.79	19.73	19.24
净利率	4.46	3.80	5.93	8.66	8.53
ROE	5.23	3.41	7.15	14.23	15.27
ROIC	7.54	3.82	10.60	21.92	26.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.58	28.61	37.81	43.79	45.58
净负债比率 (%)	0	1.74	0	0	0
流动比率	2.21	1.73	1.53	1.51	1.57
速动比率	2.01	1.39	1.23	1.21	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.94	0.82	1.01	1.03
应收账款周转率	5.32	6.63	5.53	5.74	5.26
应付账款周转率	5.11	4.47	3.37	3.51	3.26
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.29	0.65	1.51	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	(0.09)	2.25	1.39	2.13
每股净资产(最新摊薄)	2.92	8.46	9.12	10.63	12.55
估值比率					
PE (倍)	255.45	135.02	59.83	25.79	20.35
PB (倍)	13.36	4.61	4.28	3.67	3.11
EV_EBITDA (倍)	139.05	64.38	37.01	17.82	14.20

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com