

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
通信
大富科技 (300134)

跟踪点评

买入

(调高评级)

2019年06月19日

5G 需求持续提升，介质波导滤波器量产在即

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
联系人：陈彤 0755-81981372 chentong@guosen.com.cn

事项：

5G 牌照发放后，运营商的建设招标将逐渐展开，我们持续跟踪基站滤波器行业的最新进展，特邀请大富科技公司领导就 4G 和 5G 的行业需求状况以及公司的产品供货能力进行详细解答，以下为纪要全文。

评论：

■ 考虑到 5G 牌照发放及公司滤波器业务的发展良机，上调评级至“买入”

公司在通信领域的业务拓展已取得较好的成效，是华为的长期合作伙伴，曾连续 6 年获评金牌核心供应商，在 3/4G 时代滤波器市场上占据较好份额，产品实力和口碑名列前茅，5G 产品已通过客户认证，预计在 5G 时代将有机会持续获得较好的供货份额；同时，公司在爱立信和诺基亚的滤波器产品线供应商也连续取得突破。5G 时代，基站射频滤波器产品具备小型化集成化趋势，公司加强技术储备如小型化金属滤波器、介质波导滤波器等，或迎来发展良机。考虑到 5G 牌照发放及公司滤波器业务的发展良机，我们上调盈利预测，预计公司 2019/2020/2021 年净利润分别为 2.54/3.65/5.09 亿元，考虑到公司募投资金的专款专用，扣除近 25 亿的现金市值，对应 2019/2020/2021 年 36/25/18 倍 PE，上调评级至“买入”评级。

■ 5G 需求持续提升，介质波导滤波器或于三季度大批量供货

行业层面，4G 全球需求稳中有升，5G 需求持续爬坡。4G 需求方面，今年以来，除了国内中国联通采购 L900 及 L1800 基站 41.6 万站、L1800 整合、软件功能等，海外发展中国家的建设需求仍然较为强劲，如中东的沙特、阿联酋、南亚的菲律宾、泰国、印度、南美的巴西等，全年的 4G 需求预计仍保持个位数增长。5G 需求方面，美国、韩国等国家提前商用带来 5G 需求的爬坡，我国于 6 月 6 日正式发放 5G 商用牌照后，运营商设备招标工作将陆续启动，目前，中国移动已与设备商签订了第一轮 5G 网络设备合同，主要涉及面向 NSA 5G 的核心网设备升级。

公司层面，全系列的产品提供能力、全流程设计生产垂直整合及品质保障能力、设备自动化是大富科技的竞争优势。近期来自客户的 5G 需求持续上升，介质波导滤波器有望于三季度向客户大批量供货。

- **全流程生产能力体现在**，公司的介质波导滤波器能力覆盖了从最初的仿真产品设计、粉末配方、粉末制作、产品压制、烧结、金属化，到最后的自动化调试环节。此外，公司在滤波器领域深耕将近 20 年，对滤波器射频和结构设计以及生产工艺的理解上有深厚的积淀。

图 1：公司具备全流程的自主化垂直整合优势



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

- **设备自动化能力体现在**，兄弟公司配天智造、配天机器人等公司在机床、机器人、自动化设备等方面专业团队的支持，打造了公司在自动化调试等关键自动化设备方面的优势。同时，影响 5G 介质滤波器尺寸和良率的关键制造设备干压机和烧结炉，公司可自主设计生产，对关键工艺的把控和产能的保障将起到极为关键的作用。
- **介质波导滤波器的供货能力体现在**，公司从 2007 年开始介质滤波器相关技术准备，并成立了博士后工作站进行介质粉末的研究，后续逐步启动了谐振杆和介质波导滤波器的研发。公司于 2012 年开始向客户出货介质谐振杆，且于 2018 年 9 月投资成立了南京以太通信技术有限公司，进一步强化了在介质成型、烧结等关键制造环节的能力。从最新进度来看，公司的介质波导滤波器产品已经于去年四季度通过客户样品认证，今年一季度做小批量验证（可靠性验证周期较长），正在筹备大批量供货前的爬坡准备，预计三季度将进入大批量供货阶段。

■ 公司领导介绍 4G 和 5G 的行业发展态势

4G 方面：从 2014 年部署到现在，市场需求在高峰期后呈现平缓下滑趋势，但目前需求仍比较强劲。今年以来有联通重耕需求，海外有中东的沙特、阿联酋、南亚的菲律宾、泰国、印度、南美的巴西等的 4G 需求还比较强劲。预计今年 4G 的整体需求和去年相比是有所上升的。4G 射频滤波器的价格和利润率在 2016 和 2017 年触底。目前毛利率处于比较稳定的水平。预计 4G 需求到明年还会继续平稳，即使略降，降幅也不大。从公司自身的市场占有率来看，2017 年之前滤波器领域的客户主要是华为和康普，而 2018 年开始公司已成功进入诺基亚和爱立信的滤波器产品线，目前已经成为全球前三大主设备商华为、爱立信、诺基亚以及美国最大的通信设备商康普的射频滤波器及结构件供应商。

5G 方面：逐渐爬坡，2018 年下半年出货量明显向上爬升，预计 2019 年下半年可能会快速爬升，2020 进入高峰期的第一年，至少 3 年高峰期。2018 年 5G 产品销售额占 5%，下半年 5G 产品销售额在 10% 以上。2019 年一季度达到 18%，下半年会继续攀升。综合下游的 5G 产品需求来看，今年一季度预测相比去年下半年的有所调升，最近 5G 牌照发放后，需求预测方面进一步乐观。尽管提升幅度难以准确预测，但今年整体的 5G 需求相比去年预测有所上调是确定的。

滤波器有不同形态，客户也选择不同路径。金属腔体+金属谐振杆、金属腔体+介质谐振杆介质波导这三种滤波器形态都有客户采用。公司的供货能力上，三种 5G 滤波器都能提供。其中，金属腔体类的 5G 滤波器从去年开始大批量供货，介质波导滤波器从去年通过样品认证，今年一季度做小批量验证（可靠性验证周期较长），预计三季度将进入大批量供货阶段。

目前 Sub-6GHz 的 5G 滤波器频段集中在 2.6GHz 和 3.5GHz，2.6GHz 的介质波导滤波器制作难度较大，所以目前以金属腔体为主，整体市场供应难度也较大。预计 2020 年需求相比 2019 年会有翻倍或更高的提升。

■ 电话会议纪要正文

Q: 4G 的需求？

A: 4G 整个市场需求相比去年爬升 5%-10%，但公司占有率大幅提升（包括原有客户的销售份额提升以及新客户的从无到有）。现在希望能在爱立信和诺基亚的滤波器市场份额努力从此前的 0 第一步提升到 10% 以上。

Q: 5G 的需求？

A: 5G 目前一季度销售额突破 1 亿，营收占比 18.33%。从 2019 年全年来看，5G 在营收的占比取决于下半年介质波导滤波器的出货量爬升情况，如果介质波导滤波器大批量出货，预计 5G 收入占比将超过 20%。

5G 需求量上, 我们根据行业信息估计, 2019 年的全球 5G 站点需求可能超过 50 万, 2020 年可能超过 150 万。按照单个站点 3 个模块、每个模块平均 60 通道计算, 2019/2020 年的 5G 滤波器需求量可能达到 9000 万/2.7 亿只。

Q: 爱立信、诺基亚的供应商?

A: 自从 2012 年大富科技并购美国康普、美国波尔威在中国的资产以来, 相当于一举并购了 7 家老牌欧美滤波器供应商, 全球滤波器供应链已经基本转移到中国。目前滤波器的供应商还包括凡谷、东山精密、鸿爱斯、国人通信等。

Q: 最近每个月来自大客户的订单会有什么变化吗?

A: 我们预计未来的需求节奏会相对更加平稳, 整体上看全年的需求预期没有明显变化。

5G 领域, 国内需求释放。商用牌照发放加快在 5G 的需求。客户在 5G 方面的需求预测呈现乐观态势。

Q: 介质波导滤波器的产能?

A: 2012 年公司开始向客户出货介质谐振杆。近几年明确了介质波导滤波器作为 5G 主流滤波器形态之一的大方向后, 公司进一步拓展和完善介质波导滤波器能力。除了一开始的射频设计和模具设计和制造能力, 有粉末的自有配方和生产能力外, 还引进了干压和烧结环节的自主生产设备 (对制造工艺的领先起到关键作用), 后端的金属化和 SMT 工艺也有独到的优势, 在自动调试环节前期有长时间技术积累, 具备垂直整合生产能力。

产能储备方面, 第一阶段已经完成, 完全可以应对下游客户的需求。

Q: 介质波导滤波器的壁垒主要在哪里? 公司的竞争优势是什么?

A: 全流程垂直整合能力和大批量供货能力都是比较重要的。在 4G 滤波器领域的竞争优势, 是在 5G 介质波导滤波器批量供应阶段领先的前提条件。因为后者的需求量更大, 质量管控更严格, 一个 AAU 要装进几十个滤波器, 任何一个出现失效都会影响 AAU 的性能。

公司的第一个优势是前端的射频设计, 模具制造到后面全流程的生产能力, 部分厂商在某些环节需要外包, 在大批量供应阶段很难保证稳定供货能力和品质管控。第二个优势在于, 作为由陶瓷结构件构成的射频器件, 介质波导滤波器的最终尺寸是否能够满足图纸的尺寸、公差要求, 在大批量供货阶段是否能够稳定维持上述要求, 是供应商能否高良率、高品质、低成本稳定供货的关键, 而压制和烧结两个环节恰恰是尺寸保障的最关键要素, 公司在这两个环节具备独特优势。

Q: 产能扩产难度大吗? 如何快速扩张产能?

A: 量产爬升能力是公司的竞争优势之一。比如说, 公司在 4G 时代, 就可以在短时间内将日产能从 5000 只爬升到 10000 只。

公司超强的量产爬升能力与公司垂直整合的策略和实力是分不开的, 从设计到制造各个核心环节的自有化, 使得公司在市场需求垂直爬升时, 有能力迅速调动各环节资源, 实现同步提升, 且能够保障各环节的品质控制。从介质波导产品来看, 产能爬升涉及几方面, 硬的设备方面, 压制、烧结设备是公司自有的, 可以迅速增加, SMT 设备、金属化设备等标准化程度很高, 外购非常容易, 而调试所用到的一些仪器和 4G 滤波器产能是复用的, 需要时可以迅速加以调整。而介质波导制程中用到的工人和技术人员储备有相当一部分与 4G 也是可以共用的, 公司有充足的储备。

Q: 未来 5G 介质波导滤波器的比例可能有多大?

A: 目前这个阶段还难以判断, 可能需要再过三、四个月再判断会看得更清晰。2.6GHz 也是美国和中国的主力频段, 目前 2.6GHz 的介质波导滤波器的大批量供应, 还需要克服一定的难题。

Q: 公司认为全年的 4G 滤波器市场需求比较稳定是基于贸易战谈判比较乐观的基础上吗?

A: 从目前情况来看, 我们认为 4G 产品的下游客户需求, 在全年度的视角来看还是会维持稳定。

Q: 新产能和旧产能叠加对公司现金流有压力吗?

A: 公司负债率仅 20%，且现金储备尚有超过 20 亿元，具有优异的投资能力。4G 产品方面，目前产能利用率较好，但不至于导致产能不足而需要进一步投资。即使需求较高，公司也不一定通过自有投资来扩张产能，可能会通过租赁等其它方式解决。5G 新兴投资不大，是公司可以承受的，这方面更多偏向自动化快速生产能力。

Q: 二季度的情况如何？

A: 公司对二季度比较有信心。相比一季度排除了 2 月春节扰动，前期因为产能疲软导致固定摊销比例提升，包括生产成本中的固定摊销和期间费用的固定摊销。此外，前期和通信主营不相关的投资、资产等对业绩也形成了相当的拖累。从去年四季度开始改观，收入在大幅提升，从而带来固定摊销的比例和期间费用率下降到相对较好的水平，盈利能力也在逐步恢复。公司预计还将持续剥离和主营业务不相关的公司和资产，对未来发展充满信心。

■ 风险提示

- 1、5G 需求不及预期。**当前 5G 牌照已经发放，但整体投资节奏和华为自身供应情况仍具备不确定性，公司作为华为基站滤波器的核心供应商，受到直接影响。
- 2、介质波导滤波器量产进展不及预期。**公司预计介质波导滤波器于今年三季度进入大批量供货阶段，最终落地还要视最后的测试和验证环节而定，仍具备一定的不确定性。
- 3、行业竞争加剧。**4G 基站滤波器行业经过多年的供货后，部分新进入者已具备生产、供货能力，竞争对手相对较多，不排除有竞争加剧的可能性。5G 介质波导滤波器实现了技术革新，门槛较高，若竞争对手更早实现规模量产或更多竞争对手攻克该技术，行业竞争压力将加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1467	1692	1579	1636
应收款项	1095	1181	1355	1691
存货净额	511	567	803	1002
其他流动资产	1076	1640	2053	2627
流动资产合计	4149	5080	5791	6956
固定资产	1332	1391	1452	1512
无形资产及其他	299	287	275	263
投资性房地产	198	198	198	198
长期股权投资	684	704	724	744
资产总计	6661	7659	8439	9672
短期借款及交易性金融负债	586	1266	1365	2025
应付款项	621	796	1102	1390
其他流动负债	89	124	169	210
流动负债合计	1296	2187	2636	3626
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	18	(63)	(147)	(230)
长期负债合计	18	(63)	(147)	(230)
负债合计	1314	2124	2488	3396
少数股东权益	(2)	(69)	(18)	(48)
股东权益	5350	5604	5968	6325
负债和股东权益总计	6661	7659	8439	9672

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.03	0.33	0.48	0.66
每股红利	0.05	0.00	0.00	0.20
每股净资产	6.97	7.31	7.78	8.25
ROIC	0%	0%	0%	0%
ROE	0%	5%	6%	8%
毛利率	14%	20%	19%	18%
EBIT Margin	0%	1%	1%	1%
EBITDA Margin	12%	8%	7%	6%
收入增长	2%	38%	32%	25%
净利润增长率	-105%	927%	44%	39%
资产负债率	20%	27%	29%	35%
息率	0.3%	0.0%	0.0%	1.3%
P/E	474.0	46.1	32.1	23.0
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	57.5	69.5	63.9	60.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1821	2507	3298	4116
营业成本	1568	1997	2668	3374
营业税金及附加	28	38	49	62
销售费用	40	50	66	82
管理费用	181	388	474	547
财务费用	30	0	0	0
投资收益	168	40	40	40
资产减值及公允价值变动	(140)	(45)	(40)	(35)
其他收入	0	0	(0)	0
营业利润	3	29	41	56
营业外净收支	(0)	(1)	(1)	(1)
利润总额	3	28	40	55
所得税费用	5	20	28	25
少数股东损益	(27)	(245)	(353)	(479)
归属于母公司净利润	25	254	365	509

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	25	254	365	509
资产减值准备	(198)	6	3	5
折旧摊销	221	165	181	198
公允价值变动损失	140	45	40	35
财务费用	30	0	0	0
营运资本变动	(530)	(570)	(554)	(857)
其它	213	(72)	48	(35)
经营活动现金流	(130)	(173)	82	(145)
资本开支	294	(263)	(273)	(287)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	316	(283)	(293)	(307)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(38)	0	0	(153)
其它融资现金流	(559)	680	98	661
融资活动现金流	(636)	680	98	508
现金净变动	(450)	225	(113)	56
货币资金的期初余额	1917	1467	1692	1579
货币资金的期末余额	1467	1692	1579	1636
企业自由现金流	(20)	(658)	(634)	(918)
权益自由现金流	(579)	23	(535)	(257)

相关研究报告

《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

《大富科技-300134-重大事件快评：基站滤波器在 5G 新周期浪潮中或有大机会》 —— 2019-02-18

《大富科技-300134-内生增长助业绩持续兑现》 —— 2011-08-10

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