

2015年2月5日

共进股份 (603118.SH)

通信电子领先制造商

■具备完整产品系列的大型宽带通讯终端生产商。

公司是国内大型的宽带通讯终端生产商，产品种类非常丰富，形成了四大产品系列，拥有产销量较大的 ADSL、VDSL 终端、DSL 接入技术的家庭网关、EPON 终端、GPON 终端、PON 家庭网关、无线 AP、3G、LTE 数据卡、PLC 和 EoC 终端等子系列，拥有了基本完整的宽带通讯终端系列。不同技术上的储备使得可根据市场发展及时调整产品结构，生产利润空间更大的产品，其综合抗风险能力和竞争力更强。

■规模优势明显，将充分受益于国内外宽带接入市场行业快速发展。

公司拥有较大规模的产能，年采购金额高达数十亿元，在成本控制和议价能力方面具有规模优势，不排除未来公司可能会向产业上下游拓展，提升综合竞争力。主要客户包括中兴、烽火、上海贝尔、D-Link、Sagem、Netgear 等国内外知名通讯设备提供商，并取得了英国电信的直接订单。已经在全球形成较高的品牌认知度。近几年海外销售规模不断增长，未来将充分受益于全球宽带接入市场的快速发展。

■募投项目提升生产技术和生产能力，增强研发实力。

公司本次预计投资总额为 84,624.20 万元，分别投向“太仓生产基地扩建项目”、“智能宽带网络终端生产技术改造项目”、“太仓同维研发中心建设项目”和“补充流动资金”。预计达产后公司的宽带通讯终端业务都会有较大幅度增长，同时 LTE 终端、光电子、智慧家庭、无线通讯、智能软件平台等方面的技术储备将更加扎实。

■定价区间 20-24 元。

我们预计共进股份 2015 年-2017 年营收增长率分别为 6.08%、8.51% 和 8.59%，净利润增长率分别为 14.77%、12.30% 和 9.96%，对应 EPS 分别为 0.70、0.79 和 0.87 元。建议按照 15 年 20-25 倍询价，价格区间为 14-17.5 元。上市价格区间为 17.5-21 元，对应 15 年 25-30 倍 PE。

■风险提示：市场需求波动风险；产品价格下降的风险等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,994.7	4,982.1	5,482.6	5,815.9	6,311.0
净利润	173.8	168.9	183.4	210.4	236.3
每股收益(元)	0.58	0.56	0.61	0.70	0.79
每股净资产(元)	3.38	3.94	5.82	8.11	8.66

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	15.0%	14.3%	14.2%	14.2%	14.2%
净利率	3.5%	3.4%	3.3%	3.6%	3.7%
净资产收益率	17.1%	14.3%	14.0%	8.6%	9.1%
ROIC	15.2%	9.5%	9.9%	9.8%	10.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司新股定价

证券研究报告

询价区间： 14—17.5 元
定价区间： 17.5—21 元

发行数据

总股本(万股)	22,500
发行数量(万股)	7,500
网下发行(万股)	4,500
网上发行(万股)	3,000
保荐机构	
发行日期	2015/2/10
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

汪大维	39.43%
深圳市中和春生壹号股权投资 投资基金合伙企业(有限合伙)	4.61%
深圳市百合永生股权投资合 伙企业(有限合伙)	3.77%
新疆百合永生股权投资合 伙企业(有限合伙)	3.77%
吴鹰	2.35%
李决平	2.07%
王丹华	0.80%
崔正南	0.80%
融银长江创业投资有限公司	0.75%
胡祖敏	0.30%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

柳士威

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514070003
liusw@essence.com.cn
021-68765175

报告联系人

陈宁玉

021-68767632
chenney@essence.com.cn

相关报告

目录

1. 公司简介	3
1.1. 主营业务.....	3
1.2. 股权结构.....	3
1.3. 财务分析.....	4
2. 行业背景	7
2.1. DSL 仍是市场份额最大的接入技术.....	7
2.2. 光接入市场增长迅猛.....	7
2.3. 无线和移动终端市场全面启动.....	8
2.4. 网络融合带来 PLC 及 EoC 终端市场新契机.....	9
3. 公司优势	10
3.1. 完整的产品系列增强竞争力和抗风险能力.....	10
3.2. 优质的客户资源，确保稳定发展.....	10
3.3. 规模优势提升成本控制能力.....	12
4. 募投项目	13
4.1. 太仓生产基地扩建项目.....	13
4.2. 智能宽带网络终端生产技术改造项目.....	13
4.3. 太仓同维研发中心建设项目.....	14
4.4. 补充流动资金.....	14
5. 盈利预测	15
6. 投资建议	16
7. 风险提示	17
7.1. 市场需求波动风险.....	17
7.2. 产品价格下降的风险.....	17
7.3. 汇率波动风险.....	17
7.4. 原材料价格波动风险.....	17

1. 公司简介

1.1. 主营业务

深圳市共进电子股份有限公司 1998 年成立，2011 年改制为股份公司，主营业务为宽带通讯终端的研发、生产和销售。作为国内大型的宽带通讯终端生产商，主要以 ODM 模式为中兴通讯、上海贝尔、烽火通信、D-Link、SAGEM 等国内外通讯设备提供商提供网络通讯类产品的制造服务，并取得了英国电信的直接订单。公司旗下有 6 家海内外全资子公司和 1 家分公司，2014 年销售额达到 55 亿元，全体员工达 1 万余人。

公司先后通过一系列国际认证，导入了质量、环安、社会责任等管理体系，相继获得国家高新技术企业、中国电子信息百强企业、深圳市工业百强企业、深圳市企业技术中心、深圳市民营领军骨干企业、广东省科学技术奖、深圳质量百强企业等各项荣誉。

目前主要产品包括 DSL (ADSL、VDSL) 终端系列、光接入 (EPON、GPON) 终端系列、无线 (WiFi) 和移动 (3G、LTE) 终端系列和其它宽带通讯终端系列 (PLC 终端和 EoC 终端等)。

表 1: 共进股份主营业务构成

类别	主要产品	主要用途和应用
DSL 终端系列	ADSL、VDSL 终端及 DSL 为接入技术的家庭网关	一端连接电话线，利用电话线的一个频段来传输宽带网络信号实现与互联网中心连接，另一端通过网线与电脑等上网设备相连接；其中带无线功能的 DSL 终端可以通过发射无线信号实现无线互联，部分高端产品还拥有 VoIP 功能及与新一代智能家居连接实现物联网的功能。
光接入终端系列	GPON 终端、EPON 终端、PON 家庭网关	一端连接光纤，利用光纤网实现与互联网中心的连接，另一端通过网线与电脑等上网设备相连接，其用途和 DSL 终端相类似，但速度更快，是新一代互联网接入技术；其中带无线功能的光接入终端可以通过发射无线信号实现无线互联，部分高端产品还拥有 VoIP 功能及与新一代智能家居连接实现物联网的功能。
无线及移动终端系列	无线 AP (消费级和运营高级) 3G、LTE 数据卡	是有线宽带接入的补充，接入网线后通过技术转换发射无线信号，使具备 WiFi 功能的上网设备通过其接入互联网。 一种移动通信领域的宽带网络接入设备，通过该数据卡，笔记本等上网设备可以通过移动通信网络接入互联网。新一代的产品为 LTE，被誉为 4G 产品。
其它宽带通讯终端系列	电力线通讯 (PLC) EoC 终端	利用电力线传输宽带网络信号。目前主要应用于家庭内部网络互联，将该产品接入网线后插上电源，在一个电表回路内 (通常为一个家庭) 的其他任何地方，用另外一个 PLC 调制解调器插入电源、接出网线即可实现网络互联；该产品利用电力线路实现网络接入的移动性，并可避免无线信号连接穿墙能力较弱的限制。 一端连接同轴电缆，利用同轴电缆的一个频段来传输宽带网络信号实现与互联网中心连接，另一端通过网线与电脑等上网设备相连接；作为广电网络双向改造的技术，实现网络信号在同轴电缆上传输。

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

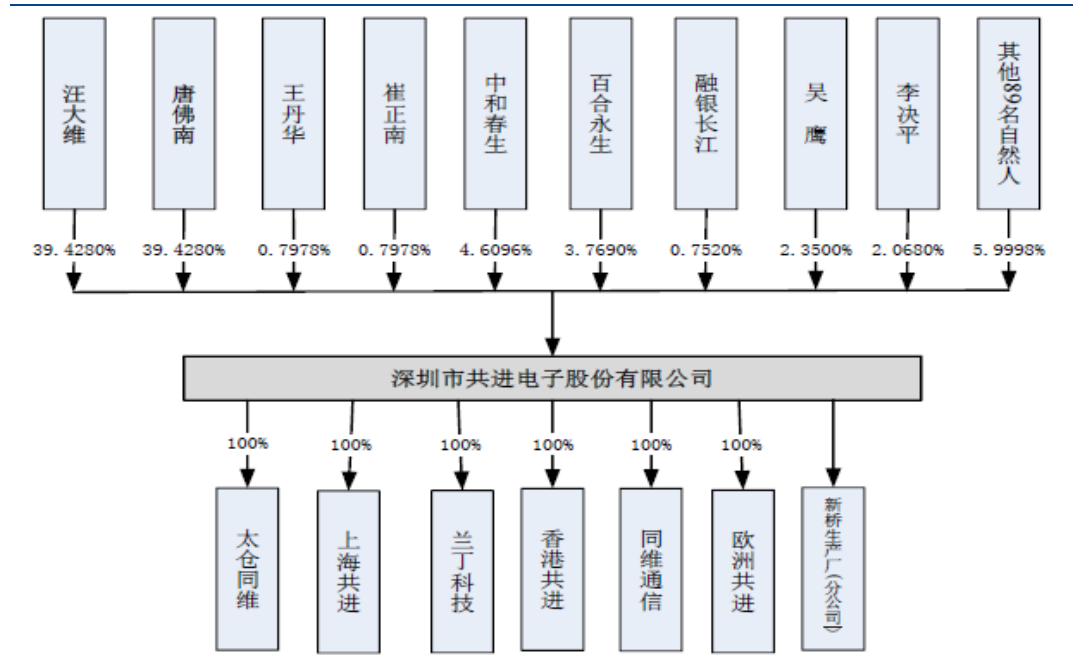
1.2. 股权结构

公司实际控制人为汪大维和唐佛南，二人也是公司主要发起人，共同控制公司并参与公司的经营管理，其中汪大维担任公司董事长、唐佛南担任公司总经理。汪大维和唐佛南与其一致行动人王丹华和崔正南合计持有公司 80.45% 的股权，王丹华为汪大维的妻子，崔正南为唐佛南的妻子。汪大维、唐佛南、王丹华、崔正南的持股比例分别为 39.43%、39.43%、0.80%、0.80%。

公司本次发行股份之前共有 98 名股东，除实际控制人汪大维、唐佛南及其一致行动人王丹华和崔正南之外，2010 年以来，共有王志波、胡祖敏等 89 名员工股东（管理层及核心骨干），中和春生和百合永生 2 家有限合伙企业，融银长江 1 家创投，吴鹰和李决平 2 名外部自然人股东对公司进行增资。百合永生和中和春生的主营业务均为股权投资，中和春生主要专注于 TMT（高科技、传媒和电信）行业股权投资。

共进股份共拥有 6 家全资子公司和 1 家分公司，无参股公司。分公司新桥生产厂主要作为深圳的生产基地。

图 1：共进股份发行前股权结构



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

表 2：共进股份旗下全资子公司

公司名称	设立日期	注册资本	经营范围
太仓同维	2008/4/1	20,500 万元	研发、生产、加工、销售宽带通信设备、无线通信设备、网络设备、机顶盒、计算机板卡；经销计算机软硬件、电子产品；自营和代理各类商品和技术的进出口业务。
上海共进	2008/10/28	5,000 万元	通信设备、网络设备、机顶盒、计算机软硬件领域内的技术开发和上述产品的销售，通信产品、电子产品的销售，从事货物进出口及技术进出口业务。
兰丁科技	2006/10/24	3,500 万元	宽带通信（讯）设备、电脑电视盒、机顶盒（包括有线机顶盒和网络机顶盒）、互联网多媒体终端、智能家居设备、可穿戴设备、计算机板卡、电源类产品、互联网相关软硬件产品、大数据类产品的技术开发、销售、咨询服务；自行开发的软件产品的技术开发、销售；经营进出口业务。
香港共进	2010/9/28	10 万美元	电子产品的贸易业务
同维通信	2009/5/5	30 万元	宽带通信设备、无线通信设备、光通信设备、网络设备、机顶盒的软件和硬件的研发及销售，并提供相关技术服务。经营进出口业务。
欧洲共进	2011/10/18	70 万英镑	通信电子设备的购销及进出口贸易业务

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

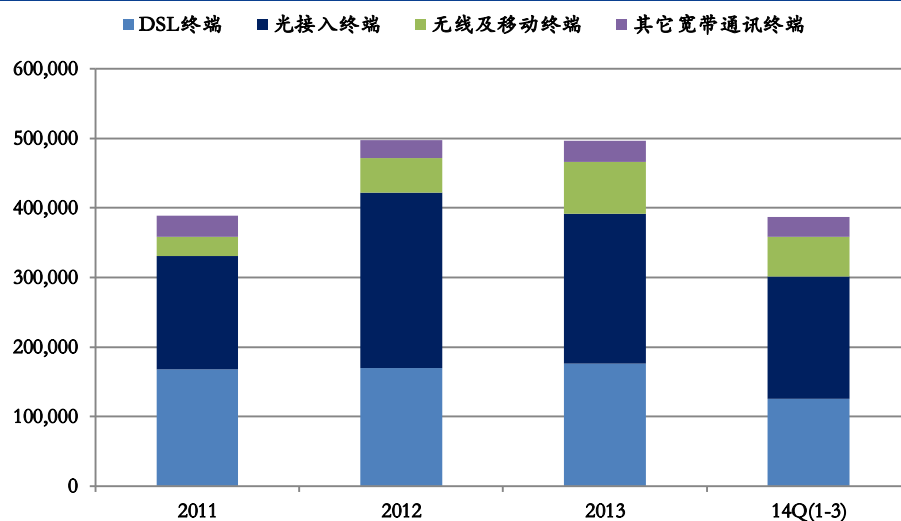
1.3. 财务分析

公司主要产品包括 DSL（ADSL、VDSL）终端系列、光接入（EPON、GPON）终端系列、

无线 (WiFi) 和移动 (3G、LTE) 终端系列和其它宽带通讯终端系列 (PLC 终端和 EoC 终端等)。

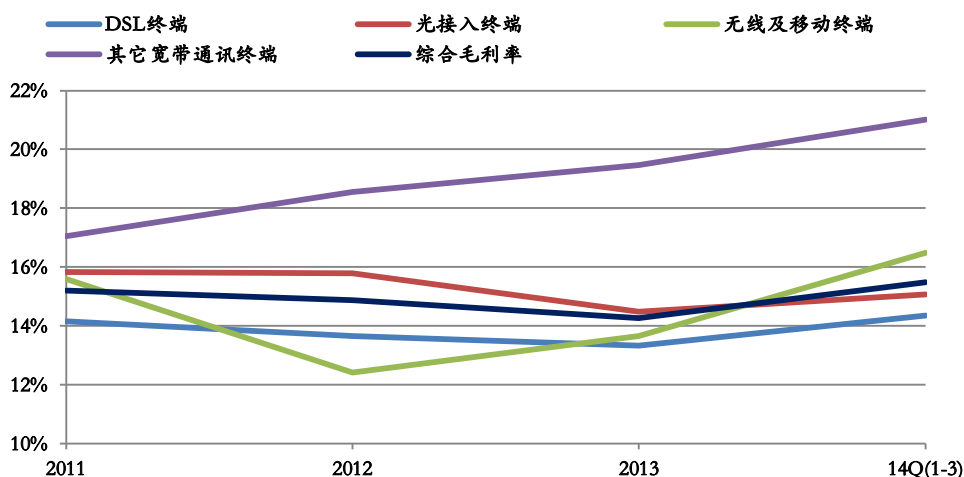
从营收比重来看, DSL 终端和光接入终端为收入的主要来源, 2013 年两项业务收入占比为 78.81%。DSL 终端在需求放缓、市场竞争激励的背景下, 收入占比有下降趋势, 但随着产品升级换代, VDSL 终端产品增长较快, 使该业务在 2014 年收入和占比快速上升。光接入终端的收入占比维持在 40% 以上, 其中 GPON 产品比 EPON 技术更为先进, 增长速度更快。无线及移动终端产品销售增长较快, 收入占比也逐步提升, 从 2011 年的 6.97% 上升至 2013 年的 15%。其它宽带通讯终端包括 PLC、EoC 和其他新产品, 该部分产品占比较小在 6%-7% 的水平。

图 2: 共进股份主营业务收入结构



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

图 3: 共进股份各产品毛利率水平



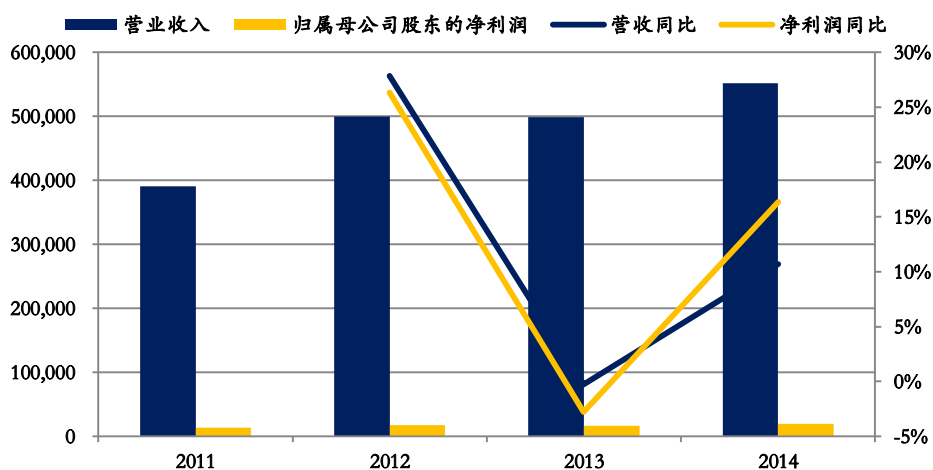
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

公司整体的毛利率水平能够维持在 15% 左右。2012-2013 年度受宏观经济环境和市场竞争的影响, 毛利率有所下降。2014 年前三季度, 因产品结构的优化和成本端原材料价格的持续下降, 毛利率开始回升至 15.49%, 达到近四年的最高水平。从单项业务来看: DSL 终端市场竞争激励, 需求放缓影响, 毛利率近几年有下滑的趋势, 但 2014 年开始上升, 主要原因是 DSL 终端出口结构中, 毛利率较高的 DSL 家庭网关、VDSL 终端等高端产品

占比上升。光接入终端销售增长放缓，毛利率稳中有降，在 15% 左右。无线及移动终端产品销售增长较快，毛利率也逐步回升。其它宽带通讯终端包括 PLC、EoC 和其他新产品，该部分产品占比较小，但毛利率最高，近两年在 20% 左右。

公司主要客户为中兴通讯、上海贝尔、烽火通信、D-Link 和 Sagem 等知名国际通信设备供应商，收入来源稳定。受益于宽带用户的快速增长以及技术更新和产品结构变化，行业市场容量扩大。2014 年公司营业收入和净利润出现快速增长，实现营业收入 55.16 亿元，同比增长 10.71%，实现归属母公司净利润 1.97 亿元，同比增长 16.35%。国际市场的拓展取得显著成效，海外市场占比收入逐步提高，从 2011 年的 26.09% 提升至 42.26%。

图 4：共进股份的营业收入和净利润情况（单位：万元）



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

2. 行业背景

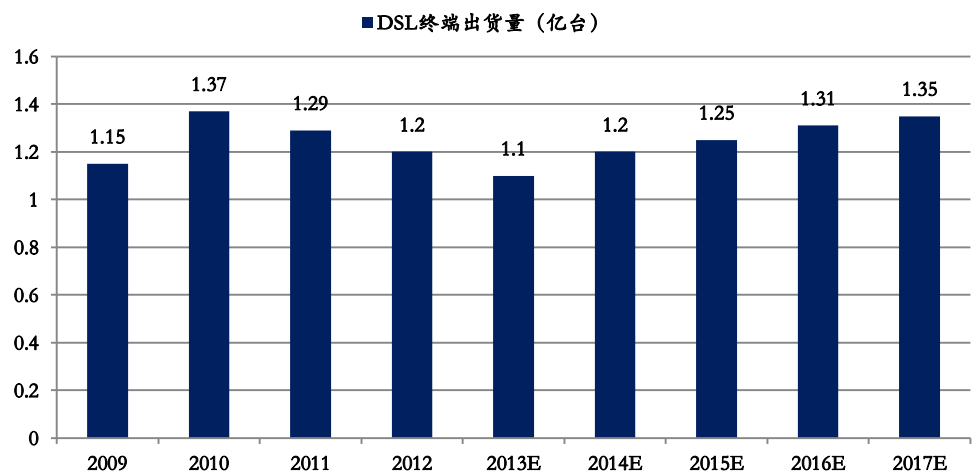
全球宽带接入市场仍有成长空间。中国、拉美和其它亚太地区等发展中国家和地区的家庭宽带渗透率相对较低，其中其他亚太地区家庭宽带渗透率仅为 10%。近年来，全球宽带接入用户数量呈现持续增长趋势。根据 iSuppli 统计：2009 年-2012 年，全球宽带接入用户从 4.66 亿户增长至 6.50 亿户，年复合增长率为 11.74%。预计到 2017 年末，全球宽带接入用户可达 9.76 亿户，年复合增长率达 8.74%。

2.1. DSL 仍是市场份额最大的接入技术

目前 DSL 仍是最主要的宽带接入方式。虽然 DSL 在接入速度等方面有一定局限性，但其可充分利用现有铺设完善的电话线网络，具有安装便捷等特点，且无需耗费大量资金重新铺设光纤网络，在部分国家拥有较大市场。截至 2012 年末，全球 DSL 用户达到 4.17 亿户，在宽带接入用户中的占比为 64.12%。在中国，近年光纤接入技术发展迅速，致使 DSL 接入用户规模在 2013 年首次出现下滑，但仍是最主要的宽带接入方式。截至 2013 年底，全部 1.9 亿户宽带用户中，DSL 占比为 56.73%。

同时，随着 VDSL 技术的成熟和广泛应用，VDSL 终端可以成为光纤到户“最后一公里”的较好替代者。目前部分地区，FTTB+VDSL，FTTZ+VDSL 的接入模式已得到了广泛应用，使得 DSL 接入户数近年来仍保持增长。2011-2012 年全球 DSL 终端的销售量分别为 1.29 亿台和 1.20 亿台。未来 DSL 终端的更新需求数量仍会维持在较高的水平。

图 5：2009-2017 年全球 DSL 终端出货量（亿台）

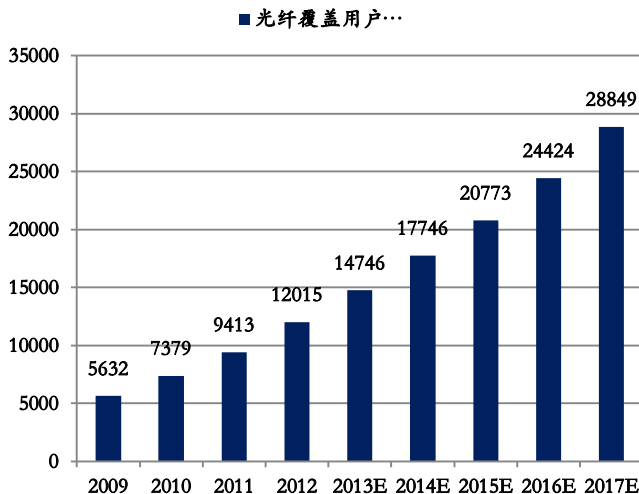


数据来源：iSuppli，安信证券研究中心

2.2. 光接入市场增长迅猛

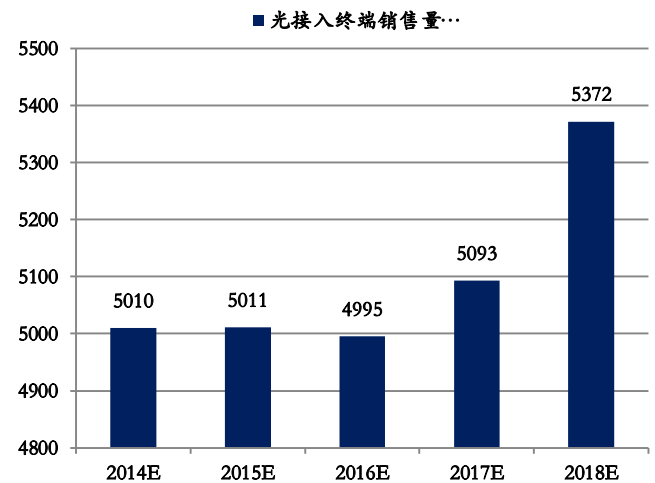
随着网络电视、视频点播、网络游戏、在线存储和备份等新业务出现，对互联网连接带宽的需求进一步增长。另外光纤接入的成本的下降也对推动了光纤接入的普及。光纤接入凭借其带宽优势成为近年来主要发达国家以及中国等发展中国家力推的方案，其覆盖用户从 2009 年末的 5,632 万户增长至 2012 年末的 12,015 万户，年均复合增长率为 28.73%，并在未来仍将保持较快速度的增长。

图 6：2009-2017 年全球光纤接入覆盖用户规模（万户）



数据来源：isuppli, 安信证券研究中心

图 7：2014-2018 年全球光终端销售量（万台）



数据来源：isuppli, 安信证券研究中心

光纤接入覆盖用户数量的迅猛增长，将极大地提升光接入终端的采购数量和采购金额，从而给光接入终端生产商带来良好的发展机会。infonetics 预测，2014 年至 2018 年，全球光接入终端的销售数量将从 5,010 万台上升至 5,372 万台。

受益于国家宽带战略的推进，我国光纤用户的发展迅速。根据 iSuppli 统计：2009-2012 年度，我国光纤接入覆盖用户数量从 1,759 万户增长至 5,049 万户，并在未来仍将保持快速增长趋势，至 2017 年底将达到 12,046 万户。

我国光接入终端的市场需求将来自于三个方面：（1）电信运营商的光接入终端需求。运营商在光网接入网络建设方面仍保持了较大的投资，是光接入终端采购的主力军。（2）有线电视网改造的光接入终端需求。广电运营商为了进一步提升竞争力，全面推进有线电视网络数字化和双向化升级改造，建设下一代广播电视网，将扩大 PON 终端的市场需求。（3）工信部开放宽带接入市场，鼓励民资参与电信业。这将推进宽带接入的建设进度，扩大市场规模。

2.3. 无线和移动终端市场全面启动

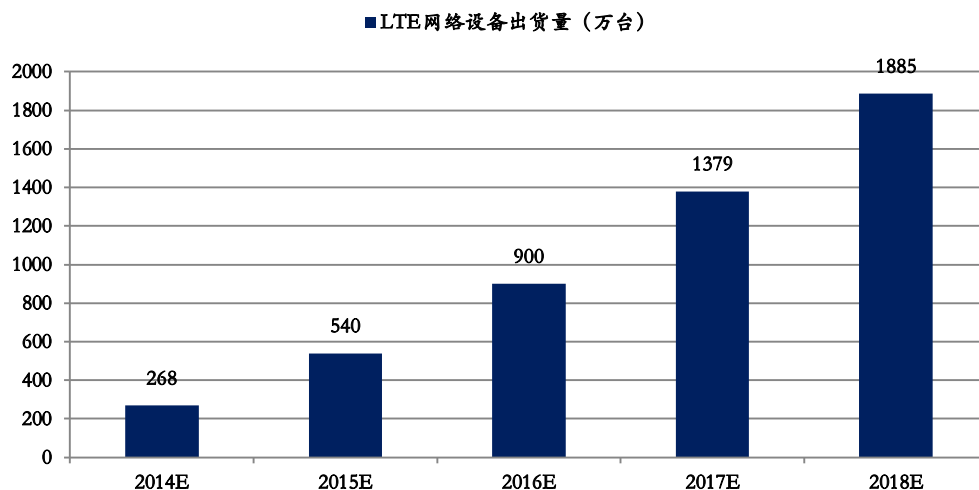
无线宽带接入主要有两种方式：一是通过连接固网发射无线信号，在热点覆盖范围内使用上网设备连接网络。二是直接利用 3G/4G 数据卡等移动通信网络实现网络连接。随着 LTE 技术的发展，移动通信网络的无线连接不仅有更大范围的移动性也拥有较高的带宽，将成为无线宽带的主流方式。

多重因素促进电信运营商加速建设无线网络，无线局域网接入设备带来较大的市场机遇。逻辑在于以下几个原因：（1）新技术如 802.11ac 和 802.11ad 使得无线传输质量和速率都有较大提升。（2）市场中 WiFi 终端数量的大幅增长。（3）国内无线城市建设全面启动。根据《宽带网络基础设施十二五规划》，十二五末 WLAN 基本实现公共区域数据热点的覆盖，公共运营热点规模超过 80 万个，AP 规模超过 400 万个。

LTE 网络发展迅速，将成为无线宽带的主流方式。全球 LTE 商用网络已达 354 个，用户超过 3.9 亿。2013 年底我国三大运营商获得 4G/TD-LTE 牌照，4G 开始商用。2014 中国电信、中国联通又启动 TD-LTE 和 LTE FDD 混合组网试验。由此对 LTE 网络设备的需求随之而来。根据 infonetics 的统计，预计 2014 年度 Fixed LTE 网络设备的出货量为 268

万台，到 2017 年其出货量将达到 1,885 万台。

图 8：2014-2018 年全球 LTE 网络设备出货量（万台）

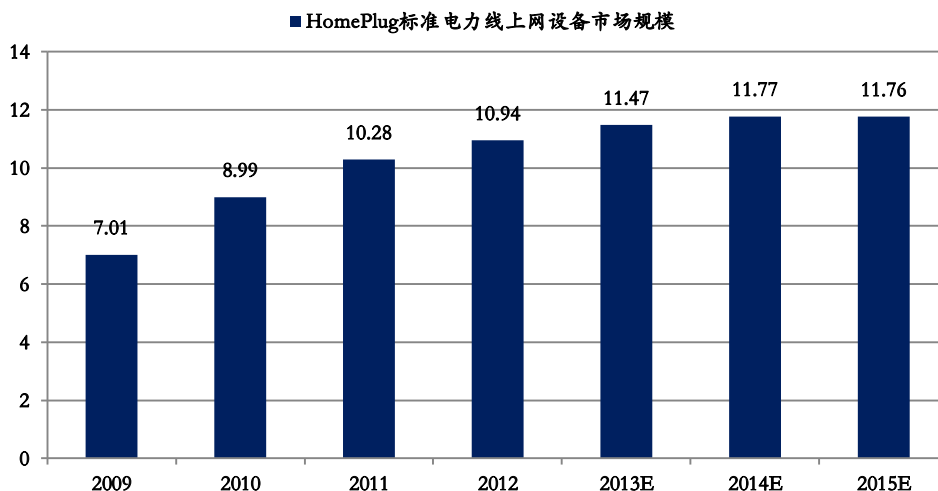


数据来源：isuppli，安信证券研究中心

2.4. 网络融合带来 PLC 及 EoC 终端市场新契机

PLC 技术是宽带传输的重要方式，它利用现有的电力线作为通信载体，具有覆盖范围广、投资成本低、接入方便等优点。根据 Infonetics 数据：2010 年，占 PLC 接入技术主要地位的全球 HomePlug 标准电力线上网设备市场规模达到 8.99 亿美元，并将在未来数年仍然保持一定速度的增长。

图 9：2009-2015 年全球 HomePlug 标准电力线上网设备市场规模（亿美元）



数据来源：isuppli，安信证券研究中心

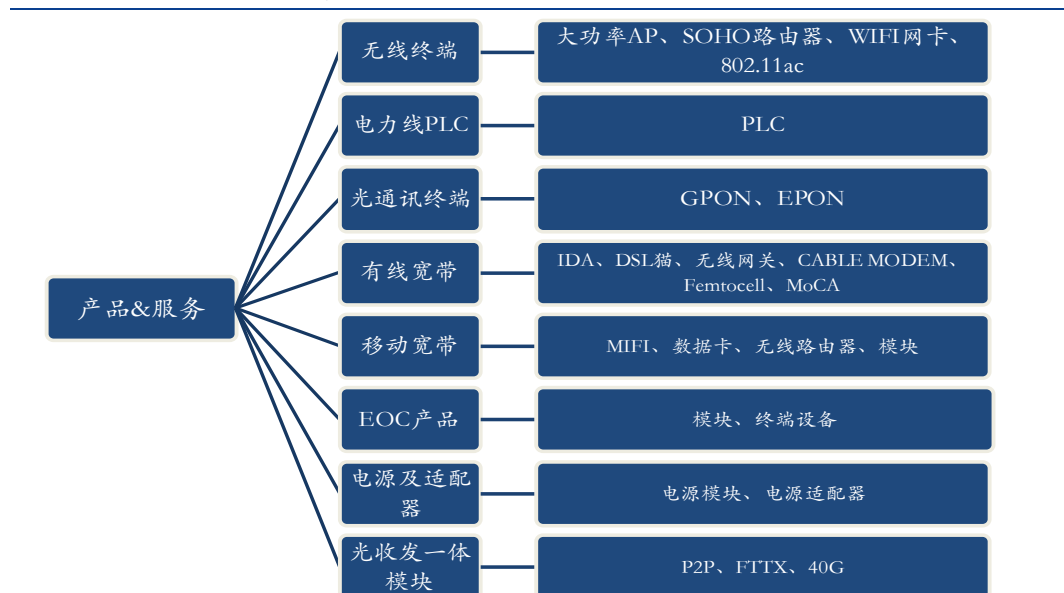
随着“三网融合”的推进，广电运营商迫切需要对目前的广电网络进行数字化、双向化改造，开展数字电视、视频点播等高带宽业务。我国有线广播电视网已有 333 万公里光缆线路，服务 1.75 亿用户，是全球用户规模最大的有线广播电视网络。有线电视网络双向升级改造将给 EoC 终端带来巨大的市场机遇。

3. 公司优势

3.1. 完整的产品系列增强竞争力和抗风险能力

经过多年的发展和积累，目前公司的产品种类非常丰富，不仅形成了 DSL、光接入、无线及移动通讯、其它宽带通讯终端四大产品系列，同时拥有产销量较大的 ADSL 终端、VDSL 终端、DSL 为接入技术的家庭网关、EPON 终端、GPON 终端、PON 家庭网关、无线 AP、3G、LTE 数据卡、PLC 调制解调器和 EoC 终端等宽带通讯终端子系列，拥有了基本完整的宽带通讯终端系列。

图 10：光共进股份完整的产品系列



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

完整产品系列的综合性生产商，具有更强的竞争力和抗风险能力。首先，电信运营商或通讯设备提供商处于节约成本、技术方案统一等方面的考虑，更倾向于采用一站式采购的模式。一家电信运营商或通讯设备提供商的需求可能覆盖 DSL 终端、光接入终端、无线及移动通讯终端等不同产品系列，拥有完整产品系列的综合性生产商有更大的机会获得大批量的订单。其次，宽带通讯市场技术更新换代较快，各种宽带接入技术均有其相对优缺点，某项技术和方案的改进或市场需求的变化等因素都可能给通讯市场及宽带通讯终端生产商带来巨大的影响。比如此前 DSL 终端占据市场主流，而近几年“光进铜退”又为光接入终端带来巨大的市场机遇。拥有完整的产品线系列的宽带通讯终端生产商由于对各项技术均有技术和市场积累，加上 SMT 设备具有柔性生产能力，可根据市场发展及时调整产品结构，生产利润空间更大的产品，其综合抗风险能力更强。

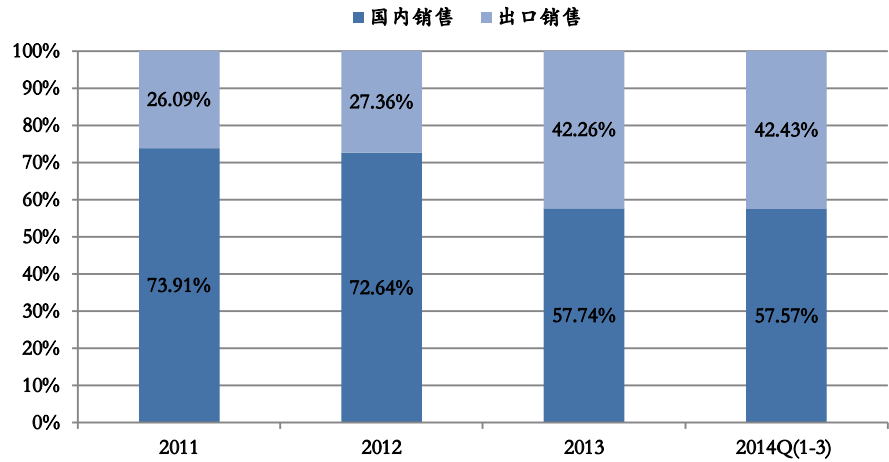
3.2. 优质的客户资源，确保稳定发展

经过多年的发展，共进股份已经在全球市场形成较高的品牌认知度，客户包括中兴通讯、烽火通信、上海贝尔、D-Link（友讯，台湾）、Sagem（萨基姆，法国）、Netgear（网件公司，美国）等国内外知名通讯设备提供商，通过了其严格的资质认证，并建立了长期合作关系。这些高端客户的认可和加入，大幅提升了公司的品牌形象，并形成极强的示范效应，为公司带来了更多的优质客户。

通过品牌战略，公司海外市场开拓成效显著。出口销售额呈持续增长趋势，出口收入占主营业务收入的比例不断提高。2011 年-2014 年前三季度，出口收入占比分别为 26.09%、

27.36%、42.26%和 42.43%。

图 11: 公司海外市场收入占比不断提高



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

公司还开拓了海外运营商客户, 获得了英国电信的直接订单。在行业集中度相对较高的宽带通讯行业内, 公司通过建立全球化的销售网络, 避免对单一客户的依赖, 降低了客户集中性风险, 实现了均衡的可持续发展态势。

表 3: 共进股份客户包括国内外知名通信设备商

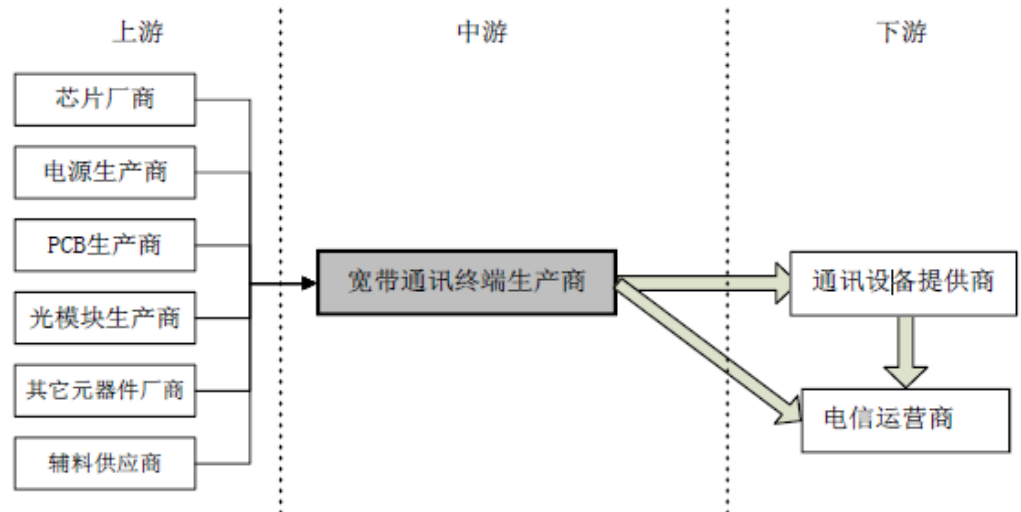
期间	序号	名称	销售金额 (万元)	占比 (%)
2014 年 1-9 月	1	中兴康讯	116,921.22	30.14
	2	D-Link (友讯)	38,021.79	9.8
	3	烽火通信	36,383.81	9.38
	4	Sagem (萨基姆)	24,935.98	6.43
	5	上海贝尔	21,975.78	5.67
		合计	238,238.59	61.42
2013 年度	1	中兴康讯	160,058.84	32.13
	2	烽火通信	48,011.59	9.64
	3	D-Link (友讯)	45,678.24	9.17
	4	上海贝尔	39,388.97	7.91
	5	Sagem (萨基姆)	29,609.55	5.94
		合计	322,747.19	64.78

数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

3.3. 规模优势提升成本控制能力

宽带通讯终端生产属于电子设备制造行业的子行业，面对激烈的市场竞争，除了进一步加强研发设计能力提高产品的创新力度之外，降低企业的运营成本也是提高产品利润率的一个主要途径。

图 12：宽带通讯终端产业链



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

公司作为一家有多年运营经验的大型专业宽带通讯终端制造企业，在成本控制方面具有如下优势：（1）公司具有较强的研发能力，开发过程中在保证质量和性能的前提下通过产品方案的合理设计以及原材料的合理选择与配备，使产品具备一定的成本优势。（2）公司年采购金额高达数十亿元，拥有业内领先的业务规模优势，使公司在面对原材料供应商时较同行业其他中小型企业拥有更强的议价能力。（3）供应链垂直整合能力。公司开始逐渐向上游延伸，加强了供应链垂直整合能力，自制光模块、电源，多方面降低产品成本。

此外，由于宽带通讯终端生产商所面对的客户主要是大型通讯设备提供商和电信运营商，该部分客户均存在临时性追加大额订单并要求及时提供合格产品的情况，公司拥有较大规模的产能，只需对生产计划进行小幅调整即可做好该客户的服务，能在基本不影响原生产计划和交货期的情况下加强与该客户间的紧密联系，从而为将来获得更多订单打下基础。

公司作为宽带通讯终端生产商处于宽带通讯产业链的中游，不排除未来公司可能会根据行业和公司发展状况向产业上下游拓展，通过外延式发展提供综合竞争力。

4. 募投项目

共进股份本次拟公开发行股票的数量不超过 7500 万股，公司股东不公开发售股份。募投项目为“太仓生产基地扩建项目”、“智能宽带网络终端生产技术改造项目”、“太仓同维研发中心建设项目”和“补充流动资金”，预计投资总额为 84,624.20 万元。

表 4：募投项目概况

项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集 资金额 (万元)	投资期 (年)	项目实施主体
太仓生产基地扩建项目	49,517.59	49,517.59	2	太仓同维
智能宽带网络终端生产 技术改造项目	18,615.08	18,615.08	1	共进电子
太仓同维研发中心建设 项目	11,972.05	11,972.05	2	太仓同维
补充流动资金	4,519.48	4,519.48	-	-
合计	84,624.20	84,624.20	-	-

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

4.1. 太仓生产基地扩建项目

太仓生产基地扩建项目主要是为了满足不断增长的市场需求，解决公司生产能力瓶颈。由于宽带通讯终端产品市场需求的快速增长和公司市场份额的不断提升，公司生产能力的提升一直滞后于公司主营业务的增长。

建设内容：本项目拟完成公司在太仓生产基地的二期建设任务，通过厂房建设、设备引进等内容，大幅度提升太仓生产基地的生产能力。项目建成达产后，太仓生产基地预计年新增产能 1,600 万台，新增产值 25 亿元，满足公司未来 2-3 年内业务增长的需求。募集资金到位后，公司将通过向太仓同维增资的方式投入，由太仓同维根据募集资金使用计划具体实施。项目建设期两年，项目总投资 49,517.59 万元，其中建设投资 39,669.86 万元，铺底流动资金 9,847.73 万元。

表 5：项目投产后公司产能情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年
现有产能	3,704	3,704	3,704	3,704
太仓生产基地扩建项目新 增产能	-	390	1,200	1,600
智能宽带网络终端生产技 术改造项目新增产能	-	120	500	500
合计	3,704	4,214	5,404	5,804

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

预计项目经济效益如下：

- 1、项目达产后预计每年新增销售收入 257,280 万元，净利润 14,113.24 万元。
- 2、项目内部收益率：26.00%。
- 3、项目净现值 (Ic=12%)：26,971.94 万元。
- 4、项目投资回收期 (静态、含建设期)：5.33 年。
- 5、项目达产后盈亏平衡点为 46.72%，即当营业收入达到预期的 46.72% 时，项目即可实现不亏不盈。

4.2. 智能宽带网络终端生产技术改造项目

智能宽带网络终端生产技术改造项目主要通过改造深圳生产基地现有厂房，自主生产光

模块、BOSA、电源等核心部件，建设先进的 SMT 生产线，综合提升深圳生产基地的生产技术水平和生产能力，满足公司产品更新换代和产品结构优化对新的生产能力和新的生产工艺的要求。

建设内容：本项目通过对深圳生产基地进行技术改造，引进新的先进生产线，从而有效提升深圳生产基地的技术工艺水平和生产能力；此外，项目规划了部分核心零部件的自主生产和新产品的研发，零部件的自主生产将保证零部件质量及供应的稳定性，同时降低生产成本；新产品的研发将有效提高公司产品附加值。项目建成达产后新增年产能 500 万台，新增年产值 8.5 亿。本项目实施主体为共进电子，建设期一年。项目总投资 18,615.08 万元，其中建设投资 14,650.44 万元，铺底流动资金 3,314.65 万元。

预计项目经济效益如下：

- 1、项目达产后每年新增销售收入 85,680 万元，净利润 5,524.83 万元。
- 2、项目内部收益率：28.65%。
- 3、项目净现值（ $I_c=12\%$ ）：10701.12 万元。
- 4、项目投资回收期（静态、含建设期）：4.52 年。
- 5、项目达产后盈亏平衡点为 54.71%，即当营业收入达到预期的 54.71% 时，项目即可实现不亏不盈。

4.3. 太仓同维研发中心建设项目

随着宽带通讯技术的持续演进，宽带接入设备市场的不断发展，技术研发实力已成为决定宽带通讯终端 ODM 企业能否取得成功的关键因素。公司拟通过扩大现有研发中心规模和技术改造，提升企业各项新业务产品研发的广度、深度和速度，并配合公司产能重心转移，保持并加强公司的技术领先优势和产品竞争优势。

建设内容：本项目拟在太仓同维建立一个研发中心，建设地点位于江苏省太仓市陆渡镇太仓同维产业园内。项目新增建筑面积 11,600 平方米。研发中心项目将建设光通信实验室、智慧家庭实验室、网络实验室、无线通信实验室、移动通信实验室等八个实验室及一个测试中心等，未来的研发领域主要包括 LTE 终端、光电子技术、智慧家庭技术、无线通讯技术、智能软件平台、网络通讯技术等。本项目建设期两年，项目总投资 11,972.05 万元。本项目计划投入研发人员 180 人。公司将根据项目实施进度和公司的实际需求，分两年增加相关人员投入；预计第一年新增研发人员 120 人，第二年新增研发人员 60 人。

4.4. 补充流动资金

共进电子所属的通信设备制造业具有资本密集型的特性，对资金的需求较大，公司下游客户主要为大型企业，主要客户的回款均享受一定的信用期且多以票据进行结算，导致公司应收账款和应收票据余额较大。同时，公司的流动比率、速动比例均低于同行业上市公司平均水平，资产负债率偏高。本次“补充流动资金项目”的实施将有利于改善公司偿债能力指标，降低偿债能力风险；有利于降低公司财务费用，增强盈利能力。

5. 盈利预测

共进股份主营业务包括 DSL (ADSL、VDSL) 终端系列、光接入 (EPON、GPON) 终端系列、无线 (WiFi) 和移动 (3G、LTE) 终端系列和其它宽带通讯终端系列 (PLC 终端和 EoC 终端等)。我们预计公司的 DSL 终端系列和光接入终端系列收入将保持平稳增长, 无线及移动终端系列预计 2015 年-2017 年之间会维持 20% 左右的复合增长, 主要的逻辑在于智能终端普及和 4G 带动的行业需求提升, 同时公司其他宽带通讯终端系列受益于网络融合也将保持 10% 的增长。

我们预计共进股份 2015 年-2017 年营收增长率分别为 6.08%、8.51% 和 8.59%, 净利润增长率分别为 14.77%、12.30% 和 9.96%, 对应 EPS 分别为 0.70、0.79 和 0.87 元。

表 6: 主营业务收入预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
主营业务收入 (万元)	3,887.18	4,969.53	4,963.23	5,461.78	5,793.87	6,287.02	6,827.28
增速		27.84%	-0.13%	10.04%	6.08%	8.51%	8.59%
毛利率	15.19%	14.87%	14.26%	14.23%	14.21%	14.20%	14.19%
光接入终端系列	1,636.27	2,526.04	2,148.96	2,260.23	2,295.14	2,438.66	2,596.52
增速		54.38%	-14.93%	5.18%	1.54%	6.25%	6.47%
毛利率	15.82%	15.79%	14.49%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
DSL 终端系列	1,673.37	1,696.90	1,762.36	1,864.62	1,931.09	2,007.52	2,066.13
增速		1.41%	3.86%	5.80%	3.56%	3.96%	2.92%
毛利率	14.16%	13.65%	13.33%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
无线及移动终端系列	271.09	490.06	746.34	970.24	1,164.29	1,397.15	1,676.58
增速		80.78%	52.29%	30.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	15.60%	12.42%	13.65%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
其他宽带通讯终端系列	306.45	256.53	305.57	366.68	403.35	443.68	488.05
增速		-16.29%	19.12%	20.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	17.06%	18.56%	19.46%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

6. 投资建议

建议询价区间 **14-17.5 元**。共进股份是国内大型的宽带通讯终端生产商，直接受益于全球宽带接入市场的快速发展，同时还拥有极为优越的客户资源（中兴通讯、上海贝尔、烽火通信、D-Link、SAGEM 等），未来随着产品的更新换代和市场的开拓，公司将保持较高的增长速度。建议按照 2015 年 20-25 倍询价，价格区间为 14-17.5 元。上市价格区间为 17.5-21 元，对应 2015 年 25-30 倍 PE。

表 7：可比公司估值概况

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE			
				2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
000063.SZ	中兴通讯	657.60	19.13	0.39	0.82	1.04	1.25	48.44	23.33	18.36	15.31
002369.SZ	卓翼科技	51.41	10.45	0.18	0.20	0.45	0.84	57.40	52.12	23.46	12.39
600498.SH	烽火通信	179.52	18.04	0.52	0.57	0.73	0.86	34.58	31.40	24.87	21.05
002396.SZ	星网锐捷	95.87	27.31	0.68	0.87	1.18	1.55	40.09	31.47	23.05	17.62
均值								45.12	34.58	22.44	16.59

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

备注：股价截止 2015 年 2 月 3 日

7. 风险提示

7.1. 市场需求波动风险

公司主要客户为通讯设备提供商，客户对公司产品的需求主要源于电信运营商对宽带通讯终端的采购。电信运营商网络建设和更新改造具有一定的周期性，且受宏观经济环境和国家产业政策的影响较大，其对宽带通讯终端的采购会存在一定的波动性。如果特定时期电信运营商大幅度减少宽带通讯终端的采购数量，将会对公司的经营业绩产生不利的影响。

7.2. 产品价格下降的风险

宽带通讯终端作为电子类产品，由于技术进步和生产成本下降的驱动，相同型号的产品价格呈明显下降趋势。如未来公司不能通过技术和产品创新维持产品价格，或不能通过成本和费用控制减少产品价格下降的不利影响，则公司经营业绩有可能出现较大幅度的下滑。

7.3. 汇率波动风险

公司的销售和采购均有相当比例来自于境外市场。公司产品出口和境外原材料、设备进口基本以美元结算，若人民币对美元汇率发生较大波动，将对公司的经营业绩产生一定影响。

7.4. 原材料价格波动风险

公司作为 ODM 类型企业，总体毛利率相对不高，成本控制对于公司十分重要，成本控制的核心在于控制原材料价格的波动，公司生产经营的主要原材料为芯片、PCB、电源、光模块等电子元器件。原材料的大幅波动可能对公司的经营业绩产生一定的影响。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年02月05日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,994.7	4,982.1	5,482.6	5,815.9	6,311.0	成长性					
减:营业成本	4,247.8	4,267.8	4,702.4	4,989.5	5,414.9	营业收入增长率	27.9%	-0.3%	10.0%	6.1%	8.5%
营业税费	18.1	18.0	19.7	20.9	22.7	营业利润增长率	20.0%	-7.5%	9.2%	16.1%	13.2%
销售费用	92.0	95.2	98.7	116.3	126.2	净利润增长率	26.3%	-2.8%	8.6%	14.8%	12.3%
管理费用	350.1	386.1	411.2	436.2	473.3	EBITDA 增长率	12.9%	-6.8%	-10.5%	2.1%	9.3%
财务费用	32.8	9.1	26.5	-0.6	-8.0	EBIT 增长率	9.3%	-17.3%	18.5%	1.1%	9.8%
资产减值损失	71.8	37.4	40.0	40.0	40.0	NOPLAT 增长率	13.2%	-13.8%	16.7%	1.1%	9.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.5%	11.8%	2.1%	4.0%	5.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	20.7%	16.6%	10.9%	85.6%	6.8%
营业利润	182.1	168.5	184.1	213.6	241.9	利润率					
加:营业外净收支	7.8	15.7	16.0	16.0	16.0	毛利率	15.0%	14.3%	14.2%	14.2%	14.2%
利润总额	189.9	184.2	200.1	229.6	257.9	营业利润率	3.6%	3.4%	3.4%	3.7%	3.8%
减:所得税	16.2	15.3	16.7	19.2	21.5	净利润率	3.5%	3.4%	3.3%	3.6%	3.7%
净利润	173.8	168.9	183.4	210.4	236.3	EBITDA/营业收入	5.8%	5.5%	4.4%	4.3%	4.3%
						EBIT/营业收入	4.3%	3.6%	3.8%	3.7%	3.7%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	35	41	37	37	34
货币资金	104.1	76.7	548.3	952.2	1,040.2	流动营业资本周转天数	76	95	94	92	92
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	158	169	176	203	211
应收帐款	1,168.5	1,278.2	1,362.4	1,445.2	1,568.2	应收帐款周转天数	80	88	86	86	85
应收票据	467.9	414.0	450.6	478.0	518.7	存货周转天数	36	38	36	37	37
预付帐款	3.1	30.9	30.9	30.9	30.9	总资产周转天数	203	221	225	249	253
存货	512.3	496.6	553.7	587.5	637.5	投资资本周转天数	116	143	139	135	130
其他流动资产	82.1	51.7	51.7	51.7	51.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	17.1%	14.3%	14.0%	8.6%	9.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	5.4%	4.9%	4.9%	5.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	15.2%	9.5%	9.9%	9.8%	10.3%
投资性房地产	0.4	0.2	-	-	-	费用率					
固定资产	570.0	557.2	583.7	596.6	600.7	销售费用率	1.8%	1.9%	1.8%	2.0%	2.0%
在建工程	23.4	96.2	69.7	53.8	44.3	管理费用率	7.0%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%
无形资产	46.0	43.0	40.2	37.5	35.0	财务费用率	0.7%	0.2%	0.5%	0.0%	-0.1%
其他非流动资产	50.2	56.3	60.0	60.0	60.0	三费/营业收入	9.5%	9.8%	9.8%	9.5%	9.4%
资产总额	3,028.1	3,101.1	3,751.1	4,293.4	4,587.2	偿债能力					
短期债务	498.5	527.6	863.2	196.4	196.0	资产负债率	66.5%	61.9%	65.1%	43.3%	43.4%
应付帐款	1,225.9	1,164.0	1,294.8	1,373.8	1,490.9	负债权益比	198.8%	162.4%	186.2%	76.5%	76.5%
应付票据	172.0	84.2	128.8	136.7	148.4	流动比率	1.17	1.24	1.24	1.93	1.96
其他流动负债	97.4	110.8	121.0	121.0	121.0	速动比率	0.91	0.97	1.00	1.60	1.62
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	6.55	19.52	7.94	-345.83	-29.21
其他非流动负债	18.2	28.0	28.0	28.0	28.0	分红指标					
负债总额	2,014.8	1,919.2	2,440.5	1,860.5	1,988.9	DPS(元)	-	-	0.24	0.21	0.24
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	225.0	225.0	225.0	300.0	300.0	股息收益率					
留存收益	788.4	957.2	1,085.6	2,132.9	2,298.3						
股东权益	1,013.3	1,181.9	1,310.6	2,432.9	2,598.3						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	173.8	168.9	183.4	210.4	236.3	EPS(元)	0.58	0.56	0.61	0.70	0.79
加:折旧和摊销	87.5	108.1	32.9	35.6	38.0	BVPS(元)	3.38	3.94	5.82	8.11	8.66
资产减值准备	71.8	37.4	40.0	40.0	40.0	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	44.2	23.5	5.0	26.5	-0.6	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-333.7	-151.3	2.2	-58.7	-87.4	CAGR(%)	6.6%	11.9%	12.3%	11.1%	10.0%
经营活动产生现金流量	63.2	137.9	285.0	226.7	218.9	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-265.9	-190.5	-30.0	-30.0	-30.0	ROIC/WACC	2.8	1.7	1.8	1.8	1.9
融资活动产生现金流量	191.8	67.5	254.1	245.6	-63.3	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

柳士威声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

