

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
通信
共进股份 (603118)

公司快评

买入

(维持评级)

2019年04月22日

一季报大超预期，奠定全年高业绩基础

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

证券分析师：汪洋

010-88005317

wangyang7@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517090001

事项：

公司发布一季报，2019年一季报实现营收20.31亿元，同比增长20.53%，实现归母净利润8517万元，同比大幅增长87倍。

公司一季度业绩大幅超市场及我们预期，主要有以下四个原因：1)上游原材料降价叠加低端产品升级替换，营收增长的同时产品单价上升，毛利率大幅提升3.5pct至14.48%；2)强化成本控制，期间费用率下降0.45pct至9.93%，财务费用下降150万元；3)政府补助、委托投资等非经常性损益同比增加约700万；4)受汇率变动影响，汇兑损失比上半年减少1253万元。

此外，国信证券通信小组对公司及上游相关企业进行了深入调研，并邀请公司总经理、董事会秘书等高管举行了投资者交流电话会议，我们从产业界和相关公司调研得到如下【尚未被充分认知的】观点：

- 1) 受渠道去库存等因素影响，公司上游原材料，如存储类芯片DRAM、MLCC（多层陶瓷电容）等价格自2018年下半年开始下降，从而对公司毛利率产生正向拉动，同行公司和而泰等也有类似表现；
- 2) 上游原材料仍处于降价通道，对公司2019年的毛利率提升会产生更加明显的作用。公司其他制造成本相对刚性，毛利率的提升将直接反应在净利润层面，我们预判会在上半年财报中体现，一季报已经获得印证；
- 3) 公司在人员优化和新产品引入方面近年来已经取得明显成效，管理费用率无论是同比还是环比，均呈现稳步下降的态势，亦将提升公司净利率水平；
- 4) 5G小基站规模预计会比4G多3-4倍，子公司大连共进和闻远科技在4G/5G小基站研发及应用方面（电子围栏、定点追捕）处于市场领先，入围中国移动。移动通信业务有望成为新的增长点；
- 5) 超预期高额分红（分红率达到5.6%），彰显了公司管理层对未来发展的信心，同时也表明公司管理层对与投资者对回报的关切；
- 6) 其貌不扬，技术壁垒不高，但确实受益于5G建设、“千兆光网”等发展，公司业绩拐点已来，目前估值较低，具有一定安全边际。

我们看好公司在通信终端领域的优势以及在5G小基站的布局，预计公司2019-2021年营业收入分别为91/99/108亿元，归属母公司净利润分别为2.99/3.94/5.01亿元，当前股价对应PE为30/22/18倍，维持公司“买入”评级，建议重点关注。

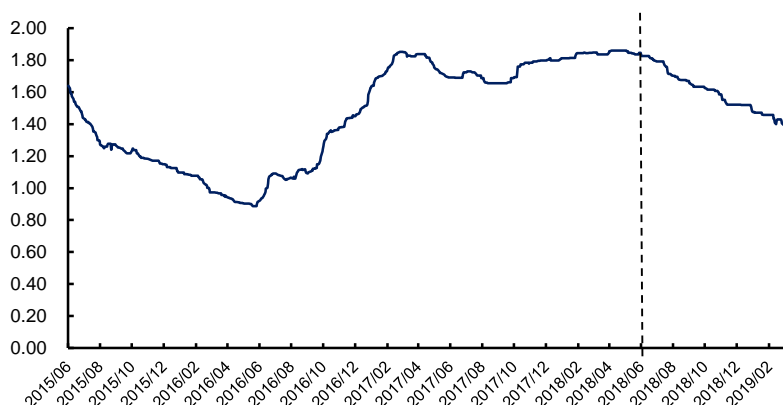
文末，我们附上了电话会议交流纪要，供各位投资者参考，有不足之处，欢迎批评指正。

评论:

■ 受渠道去库存等影响，上游原材料进入降价通道，公司及同行下半年毛利率提升

受渠道消化库存、需求疲软等因素影响，自 2018 年下半年开始，MLCC、DRAM 等原材料进入降价通道。根据易容网和 Wind 数据，2019 年上半年降价趋势仍在延续，目前 MLCC 首季报价季减 25% 左右，芯片电阻价格有 25%-30% 的跌幅，存储器芯片也处于降价通道。

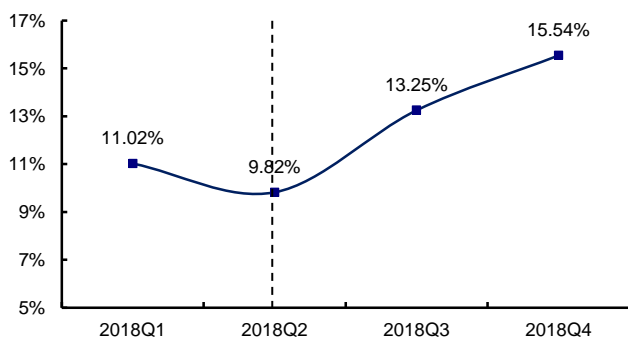
图 1: DRAM 价格变化趋势 (美元, DDR3 2Gb 256M*8)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

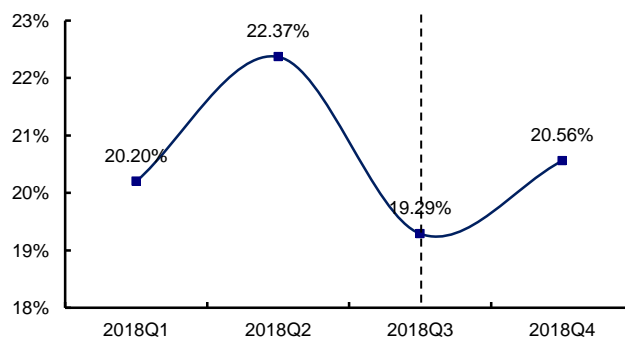
受益于上游原材料降价,公司及同行可比公司 2018 年下半年的毛利率均有不同幅度提升。在共进股份和和而泰 2018 年年报中,我们可以看到,两家公司 2018Q4 毛利率环比分别提升了 2.29pct 和 1.27pct。2019 年 Q1, 共进股份的毛利率仍然保持在较高水平 (14.48%)。

图 2: 共进股份 2018 年各季度毛利率变化趋势



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 和而泰 2018 年各季度毛利率变化趋势

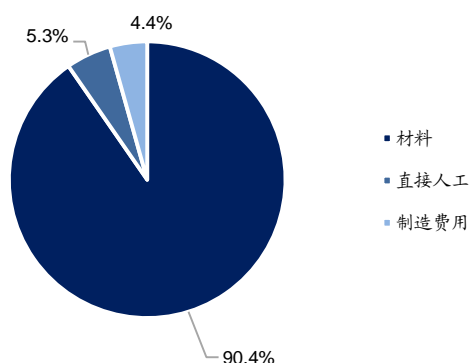


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 人工等成本相对刚性，预计毛利率提升和管理的改善将直接反应在净利润层面

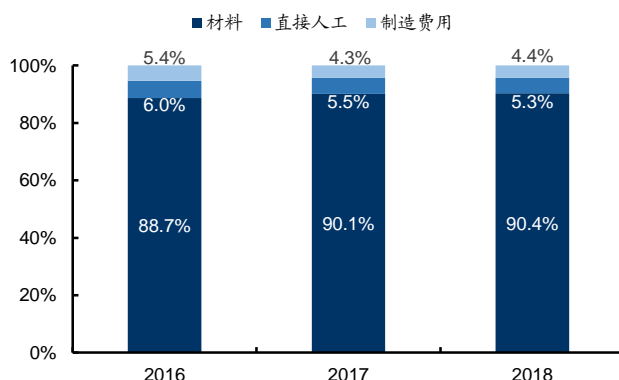
成本方面,公司通信终端产品主要成本包含三块,材料、直接人工和制造费用。材料主要包括芯片、PCB、电源、光模块、电子元器件等,占生产成本在 90% 左右,近三年还有所提升。

图 4：2018 年公司通信终端产品成本结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：2016-2018 年公司通信终端产品成本结构变化趋势

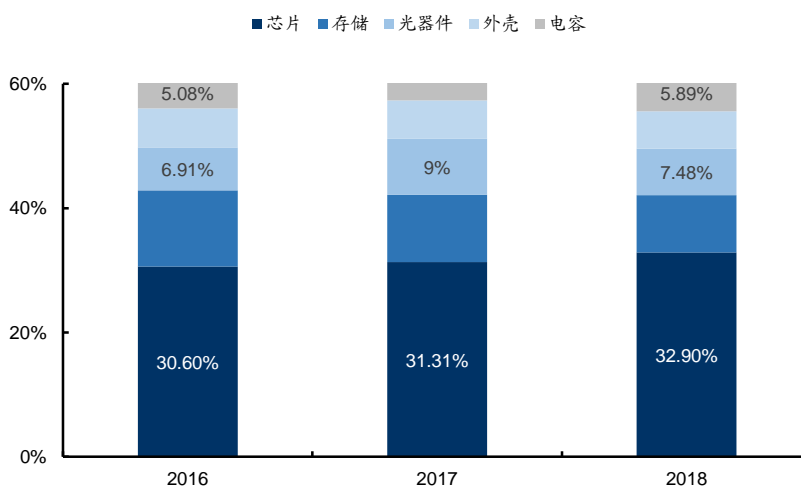


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

直接人工和制造费用成本占比较低，基本保持稳定。2018 年，直接人工成本占比 5.3%，制造费用成本占比 4.4%，从近三年来看，基本平稳。

材料成本中，占比位居前五的物料分别为芯片、存储、光器件、外壳和电容，前五类物料的成本占比超过六成，其中芯片最高，成本占比超过三成。

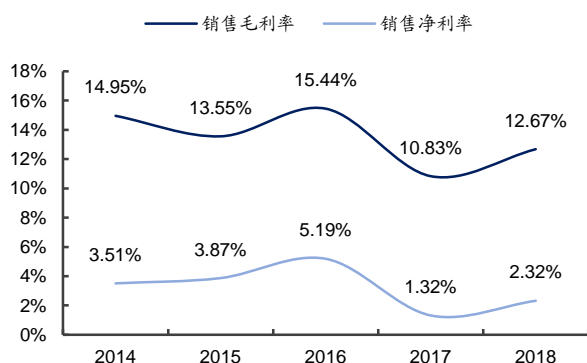
图 6：公司主要物料成本占比



资料来源：国信证券经济研究所整理

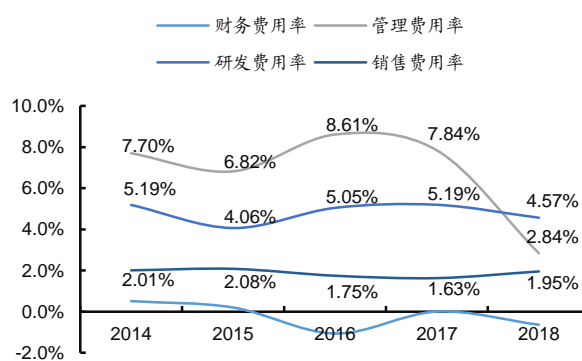
公司人工和制造成本相对刚性，原材料降价将直接拉动毛利率提升。2018 年公司整体毛利率 12.67%，相对于 2017 年提升 1.84pct，说明原材料降价的利好已经在公司财报中得到表现。从近五年公司毛利率和净利率数据来看两者之间联系密切，基本呈现同步波动。

图 7: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

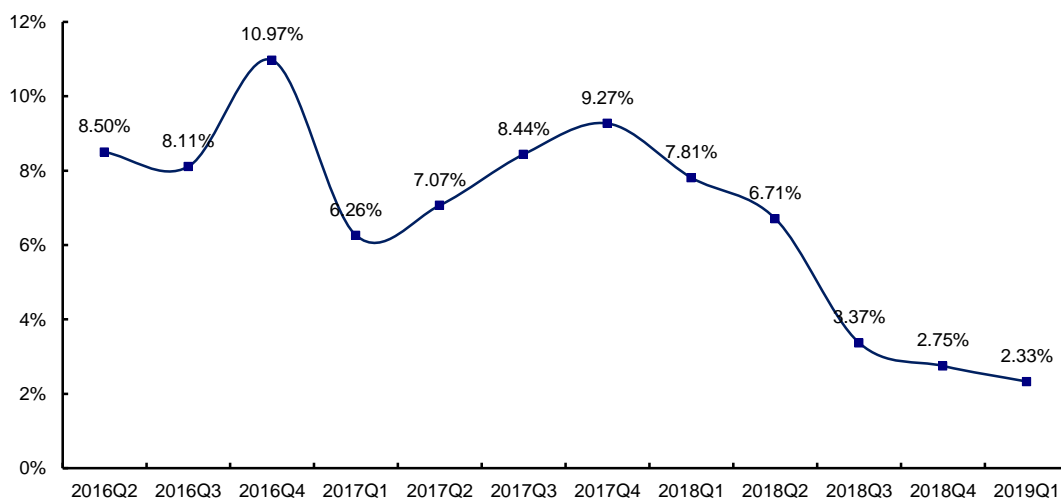
图 8: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

毛利率的提升和管理改善将直接反应在净利润层面, 我们预判会在上半年财报中体现, 一季报已经获得印证。值得一提的是, 2018 年, 公司继续优化人员结构, 降费增效, 管理已取得明显改善。从单季度来看, 2018 年管理费用率无论是同比还是环比, 均呈现稳步下降的态势, 达到近年来最低水平。我们认为, 公司毛利率的提升和管理的改善, 将会直接反映在一季报及二季报的净利润层面, 一季报已经获得印证。

图 9: 公司近年各季度管理费用率改善明显

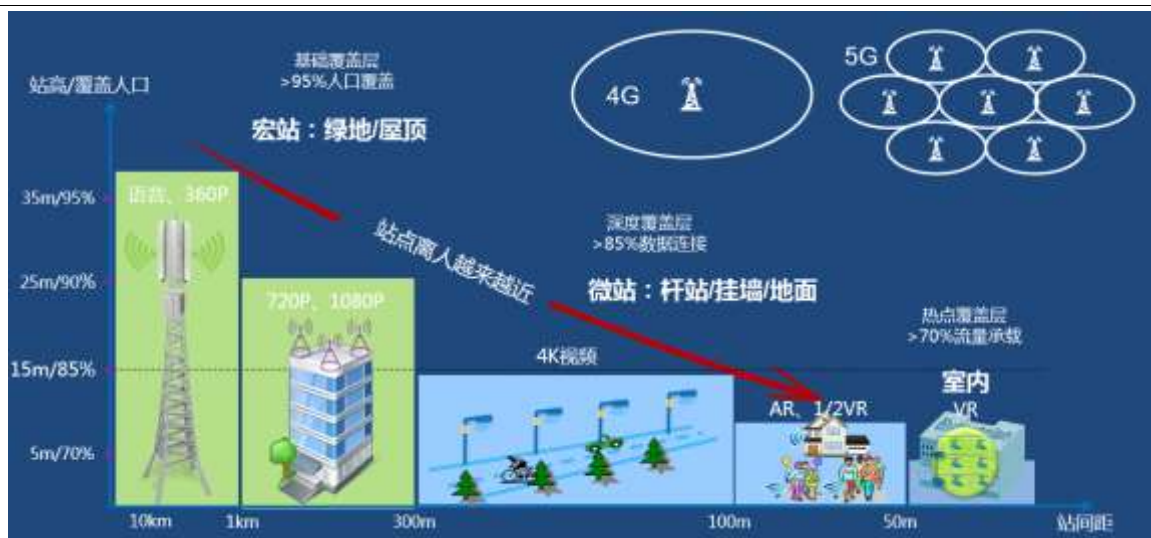


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 战略布局 5G 小基站, 山东闻远与大连共进业务协同初见成效

5G 对于小基站需求将比 4G 有明显提升。5G 时代频率更高, 但是高频信号绕射能力较差, 在传播过程中衰减也较为严重, 因此 5G 时代将需要更多的基站数量来支撑, 届时基站将以更多的小微基站形式出现。5G 小基站规模预计会比 4G 多 3-4 倍, 小基站数量将大幅增加, 成为热点地区和室内覆盖的主要形态。

图 10: 5G 覆盖中宏基站与小基站相互配合



资料来源: 中国铁通、国信证券经济研究所整理

近年来, 子公司大连共进科技研发中心在 4G/5G 小基站研发取得良好成果。大连核心研发团队来自 Broadcom 等知名公司, 在 LTE 小基站领域具有多年积累, 并拥有核心的协议栈技术, 2018 年入围中国移动集采。

公司于 2018 年 3 月以 7 亿现金收购山东闻远通信技术有限公司 100% 股权。闻远科技自成立起就致力于 4G 以及 4G beyond 通信系统的研发与生产, 已掌握 4G 基站全套核心技术, 是微宽带专网市场的领先企业。山东闻远很多产品在公安系统也具有较大优势, 广泛应用在电子围栏、定侦、无人警局等领域。在基站应用领域处于领先。

图 11: 闻远科技部分产品



资料来源: 闻远科技官网、国信证券经济研究所整理

2018 年山东闻远实现营收 1.45 亿元, 净利润 5097.74 万元, 超额完成对赌业绩 (18 年对赌净利润 4500 万元)。

闻远科技与大连共进在通信基站、通信专网市场领域形成优势互补, 协同效应逐渐显现。闻远科技在基站应用领域领先, 大连共进在基站研发领域具有优势, 未来随着 5G 网络大规模商业部署, 每年在传输设备投资将超过 1000 亿元, 公司移动通信业务有望成为新的增长点。

■ 看好公司在通信终端的优势以及在 5G 小基站的布局, 维持“买入”评级

我们看好公司在通信终端领域的优势以及在 5G 小基站的布局, 预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 91/99/108 亿元, 归属母公司净利润分别为 2.99/3.94/5.01 亿元, 当前股价对应 PE 为 30/22/18 倍, 维持公司“买入”评级, 建议重点关

注。

■ **风险提示**

订单落地时间低于预期；原材料价格波动。

■ **附电话会议纪要：**

Q：自 2017 年，公司开始进行内部变革，请问公司变革方向和目前取得的进展？

A：过去公司只有一个通信产品事业部，主要做通信终端代工，80-90%是 OEM 和 ODM 模式。17 年开始改革，第一是结构性改革，以前是矩阵式管理，现在改为以子公司总经理团队为核心的企业化改造，从生产、制造到销售由总经理统一管理，大大提高管理效率；第二是人员优化、项目优化、订单优化，人员方面，以前 1700 多人员，500 多人转到移动事业部，反而做的更好，质量不高的订单也会放弃；第三是不断引进新产品，今年几乎每个月 3-4 样新产品，满足客户需求，大力开展自主品牌与运营商直接对接，三年以后，我们将以自主品牌为主，以运营商业务为主，有市场话语权。

Q：改革对于产品毛利率方面有哪些影响？

A：没有改革之前，我们卖出去的产品价格和成本价差是 18%，现在提升到 23%，提升的 5pct 都会反映在净利润层面。

Q：移动产品线目前产品有哪些？

A：移动产品布局了三个公司，一个是大连共进，收购美国 Avago 小基站团队，发展很顺利，以研发、生产、销售小基站为主，最近和高通签订了合作，高通 5G 小基站芯片今年 9 月会推出，我们 5G 小基站产品年底或明年一季度会推出。4G 产品已经很成熟，入围了三大运营商。

第二个是 7 亿收购的山东闻远，是移动基站类应用产品的龙头，是公安的内装单位（公安定点追捕和电子围栏出货量最大），未来 2-3 年发展会很快，在公安和行业应用中，发展以小基站为载体的移动应用产品，毛利率超过 70%，净利润超过 30%。

第三个是刚在上海筹备的一个企业，研发面向客户的 5G 终端类产品，目前还没形成销售额，还需要时间。

Q：公司在小基站领域差异化的竞争优势有哪些？

A：有三个差异化。第一，我们有核心技术，就是 4G 和 5G 协议栈，其他公司的协议栈都是外购的，我们协议栈是自己开发的，大连团队原先是博通协议栈开发团队，从 2002 年成立，2015 年为博通开发 4G LTE 协议栈。5G 协议栈，我们和高通合作，具有核心技术主动权。

第二，我们比较早进入了市场，大连共进的 4G 小基站和山东闻远的基站应用具有较强的协同，市场上很少。这次移动招标我们入围，很多公司投标的小基站其实都是我们做的。我们不排除他，我们既可以做贴牌，也会自己直接进入电信市场。

第三，细分行业不同。京信偏向于宏基站，真正国内小基站成功的不多。我们对 5G 对小基站需求很有信心。

Q：如何提升公司出货端毛利率？

A：主要有三个方面。第一，必须进行人员优化，通信产品事业部，过去 1780 人，最多的时候达到 2100 人，现在控制在 1270 人，减少 500 人，一年减少一个多亿开支，优胜劣汰，提倡 996，正向循环；第二，不良订单、不良项目，统统放弃，一年节省 7-8 千万。第三，制造方面也在优化，过去 60 亿产值，需要 8 千个员工，现在 80 亿产值，只要 5300 个员工，工人数量大幅下降，降低成本。毛利率不高，其中还有一个原因是，新业务没起来之前，还保留了一定价差比较低的充量的合同。

Q: 研发费用, 18 年比 17 年低的原因?

A: 18 年主要是人员优化造成的, 今年研发投入会上升。

Q: 公司对外汇波动是否有应对措施?

A: 美元涨, 对我们有利, 我们出口比内销多, 占 60%左右。我们考虑了应对的方法, 尽量使进口和出口保持平衡。今年比较多发展对内的业务, 大力拓展运营商的业务, 我们在移动去年收入 3-4 个亿, 今年做到 8-10 个亿。

Q: 如何看待 MLCC 价格变化趋势? 供应链安全性?

A: 17 年处于非理性状态, 内存、MLCC 涨价, 在 2018 年下半年回归理性。我们也进行了供应链改革, 从代理商采购变成直接采购, 可以谈长期价格合约; 其次, 我们从单一供应商, 发展成三个合格供应商, 避免价格波动; 第三, 对明年对我们有利的是, 材料总的趋势在降价, 会产生比较多的利润, 但会投入到产品研发。我们和供应链关系很好, 和高通等都有长期的合作。

Q: 管理团队有哪些激励措施?

A: 今年主要工作有三个方面。第一, 把业务注意力集中在移动通信这一块; 第二, 重视团队建设, 以总经理为首的管理团队; 第三, 进一步调动员工积极性, 使员工有成就感和获得感, 18 年增加 80%的奖金, 19 年再增加 30%-50% 奖金, 同时用股权激励等方法进一步调动员工积极性。

Q: 未来几年移动业务和通信业务合理收入占比?

A: 到 2023 年, 移动和通信 (固网代工) 两个产品占比达到 4:6, 通信产品里面三分之一是新品, 所以移动的产品可能大于代工的产品。

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	336	350	385	424
应收款项	2679	2630	2952	3265
存货净额	870	1001	1035	1133
其他流动资产	1302	1812	1974	2151
流动资产合计	5186	5793	6346	6973
固定资产	1952	2309	2594	2832
无形资产及其他	264	254	243	232
投资性房地产	660	660	660	660
长期股权投资	37	37	37	37
资产总计	8099	9053	9880	10735
短期借款及交易性金融负债	505	1249	1513	1681
应付款项	2457	2389	2677	2943
其他流动负债	241	293	272	315
流动负债合计	3203	3931	4462	4939
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	338	338	338	338
长期负债合计	338	338	338	338
负债合计	3541	4269	4799	5276
少数股东权益	51	52	53	55
股东权益	4508	4732	5028	5404
负债和股东权益总计	8099	9053	9880	10735

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.25	0.39	0.51	0.65
每股红利	0.05	0.10	0.13	0.16
每股净资产	5.81	6.10	6.48	6.97
ROIC	12%	6%	8%	9%
ROE	4%	6%	8%	9%
毛利率	13%	11%	12%	13%
EBIT Margin	7%	4%	5%	6%
EBITDA Margin	9%	5%	7%	8%
收入增长	10%	9%	9%	9%
净利润增长率	90%	56%	32%	27%
资产负债率	44%	48%	49%	50%
息率	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%
P/E	45.8	29.5	22.4	17.6
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	16.2	27.0	19.6	16.1

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	8334	9059	9868	10754
营业成本	7278	8026	8635	9384
营业税金及附加	36	44	46	49
销售费用	163	272	296	285
管理费用	237	373	386	385
财务费用	(53)	(9)	53	62
投资收益	10	21	24	18
资产减值及公允价值变动	(122)	(70)	(78)	(90)
其他收入	(371)	0	0	0
营业利润	190	305	399	517
营业外净收支	12	20	25	19
利润总额	202	325	424	536
所得税费用	8	23	26	31
少数股东损益	1	2	3	4
归属于母公司净利润	192	299	394	501

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	192	299	394	501
资产减值准备	82	(56)	8	7
折旧摊销	146	140	189	225
公允价值变动损失	122	70	78	90
财务费用	(53)	(9)	53	62
营运资本变动	(71)	(665)	(243)	(272)
其它	(81)	57	(7)	(5)
经营活动现金流	391	(155)	420	546
资本开支	(445)	(500)	(550)	(550)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(450)	(500)	(550)	(550)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(41)	(75)	(99)	(125)
其它融资现金流	(343)	744	264	168
融资活动现金流	(425)	669	165	42
现金净变动	(484)	14	35	39
货币资金的期初余额	820	336	350	385
货币资金的期末余额	336	350	385	424
企业自由现金流	224	(705)	(129)	15
权益自由现金流	(119)	47	85	125

相关研究报告

《共进股份-603118-2018 年报点评：业绩符合预期，大额分红彰显信心》 ——2019-03-25

《共进股份-603118-公司快评：其貌不扬，但受益于行业成长》 ——2019-03-21

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

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