

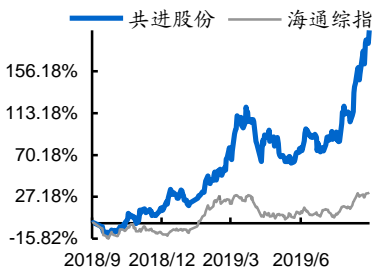
投资评级 中性 首次覆盖

业绩增长稳健，5G 是未来看点

股票数据

09月26日收盘价(元)	14.12
52周股价波动(元)	4.80-16.22
总股本/流通A股(百万股)	776/776
总市值/流通市值(百万元)	10953/10953

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	24.2	52.6	53.0
相对涨幅(%)	22.2	53.1	51.7

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 产品格局: 三大业务联动转型, 深度布局移动通信。**公司的业务涵盖了宽带终端、移动通信和康复医疗三大块内容。通信终端业务是公司的传统优势领域, 其多年来聚焦于宽带终端研发生产与销售, 是国内领先的通信终端生产企业。移动通信及通信应用设备领域是公司近几年的重点发展领域。公司通过在大连、上海成立研发中心, 4G 小基站成功入围中国移动, 我们预计 5G 小基站将于 2019 年有研发成果。
- 传统业务: 降本增效已见成效, 业绩增速明显好转。**2017 年, 公司受汇率波动、原材料涨价、客户降价等冲击, 业绩增速出现下滑。但 2017 年以后, 加强供应链管理控制, 发展高端产品提升毛利, 对低附加值产品予以整合淘汰, 大大提升了自身的盈利水平。2018 年以后, 公司的业绩出现明显的好转, 19H1 收入同比增速 11.49%, 利润同比增速 201.62%, 盈利能力持续增强, 业绩稳健增长。
- 创新转型: 5G 发展为公司带来了新的发展契机。**5G 信号高频、易损耗的特点, 注定其需要以小基站的充分建设作为发展前提。公司自 2017 年开始布局 5G 小基站的建设, 2018 年与中国移动合作, 已经逐渐显露出其在相关领域的技术和客户优势, 随着行业的发展, 公司有望顺风而起, 将移动通信业务形成新的有力增长点。
- 巩固现有优势, 强化产品布局, 在莫实传统业务的基础上顺势发展。**全国领先的行业地位, 以及多年来的研发投入积累, 为公司提供了研发、技术和客户方面的优势, 这会给 5G 业务提供有力的支撑。
- 盈利预测与估值。**我们预计 2019-2021 年净利润 3.53 亿元、4.54 亿元以及 5.82 亿元, 对应 EPS 0.46 元、0.59 元以及 0.75 元。给予公司 2019 年 36-38X PE, 合理价值区间为 16.56-17.48 元。首次覆盖, 给予“中性”评级。
- 风险提示。**5G 小基站建设不及预期, 汇率波动风险, 行业竞争致使产品价格下滑风险, 上游原材料涨价致使毛利下降率风险。

分析师: 钮宇鸣

Tel: (021) 23219420

Email: ymniu@htsec.com

证书: S0850511010040

联系人: 王园沁

Tel: 02123154123

Email: wyq12745@htsec.com

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7555	8334	9387	10443	11549
(+/-)YoY(%)	15.5%	10.3%	12.6%	11.2%	10.6%
净利润(百万元)	101	192	353	454	582
(+/-)YoY(%)	-70.5%	89.8%	83.7%	28.4%	28.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.13	0.25	0.46	0.59	0.75
毛利率(%)	10.8%	12.7%	13.8%	14.5%	15.3%
净资产收益率(%)	2.3%	4.3%	7.5%	9.1%	10.8%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内领先的通信终端生产企业.....	5
1.1 业务介绍：聚焦宽带通信终端，布局 5G 小基站建设.....	5
1.1.1 莫实基础：深耕通信终端领域，持续发力直营业务.....	5
1.1.2 “二次创业”：三大业务联动转型，深度布局移动通信.....	6
1.1.3 海外业务：海外市场持续增长，收入贡献占比近半.....	6
1.2 股权结构稳定，质押率为零.....	7
1.3 财务数据：降本增效已见成效，业绩有望持续增长.....	7
2. 行业：宽带终端需求升级，移动通信顺势而起.....	8
2.1 宽带通信更新换代，千兆网络需求浮现.....	8
2.2 移动通信顺风而起，5G 建设未来可期.....	9
3. 特点：市场、技术优势巩固基础，5G 发展带来新机遇.....	10
3.1 规模优势：客户资源稳定丰富，市场地位难以动摇.....	10
3.2 技术优势：稳健提升研发实力，技术储备不容小觑.....	10
3.3 5G 发展：行业潮流为公司的移动通信业务带来新的成长契机.....	10
4. 盈利预测与估值.....	11
4.1 估值关键假设.....	11
4.2 相对估值法.....	12
5. 风险提示.....	13
财务报表分析和预测.....	14

图目录

图 1	业务集中于宽带通信终端领域	5
图 2	2014-2017 年公司各产品收入分布情况	5
图 3	“二次创业”的具体规划及落实	6
图 4	国外收入规模持续增长	7
图 5	国外收入占比持续增加	7
图 6	实际控制人股份减持计划的实施结果	7
图 7	公司 2014-19H1 收入及其增速	8
图 8	2014-19H1 年归母净利润及其增速	8
图 9	公司 2014-19H1 利润率与费用率变化	8
图 10	2014-19H1 汇兑损益的变化	8
图 11	宽带通信终端行业产业链	9
图 12	3G、4G 网络全球人口覆盖率预测	9
图 13	移动通信基站逐年增加	9
图 14	研发费用/收入始终维持在 5%左右	10
图 15	共进股份所获的荣誉列举	10
图 16	宏基站: 体积大, 覆盖广, 信号不稳定	11
图 17	小基站: 体积小, 便于安装, 室内外均可安装	11

表目录

表 1 公司主要产品的收入成本预测	12
表 2 可比公司估值表	13

1. 国内领先的通信终端生产企业

1.1 业务介绍：聚焦宽带通信终端，布局 5G 小基站建设

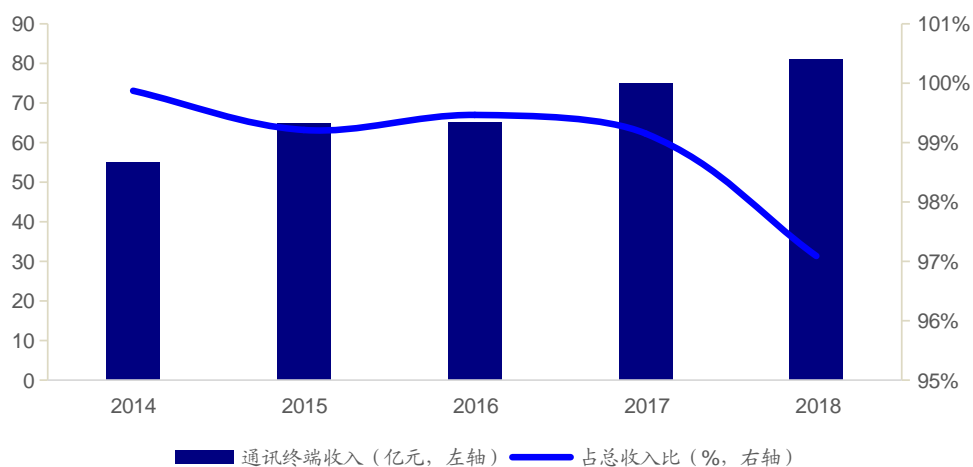
共进股份自 1998 年成立，并于 2015 年在 A 股市场上市。成立之初，公司的主营业务为电脑功能电路板、智能电路板、电脑软件等电子产品，2005 年以后，公司开始专注于宽带通信终端的研发、生产和销售。经过多年的发展，公司在宽带通讯领域发展良好，尤其是在 DSL 终端和 PON 终端市场，拥有国内领先的行业地位。

1.1.1 坚实基础：深耕通信终端领域，持续发力直营业务

聚焦宽带通信终端，PON、DSL 业务领跑。公司多年来深耕通信终端领域，2014-2017 年近 100% 的收入都来自于宽带通信终端的销售。2018 年，公司在移动通信（4G/5G 小基站）和智慧医疗的方向上做出了新的探索，导致通信终端业务占比稍有下滑，但比例仍然高达 97%。从具体产品上看，宽带通信终端产品系列主要包括三类：光接入（PON 终端），有线宽带（DSL 终端），以及无线及移动终端系列。

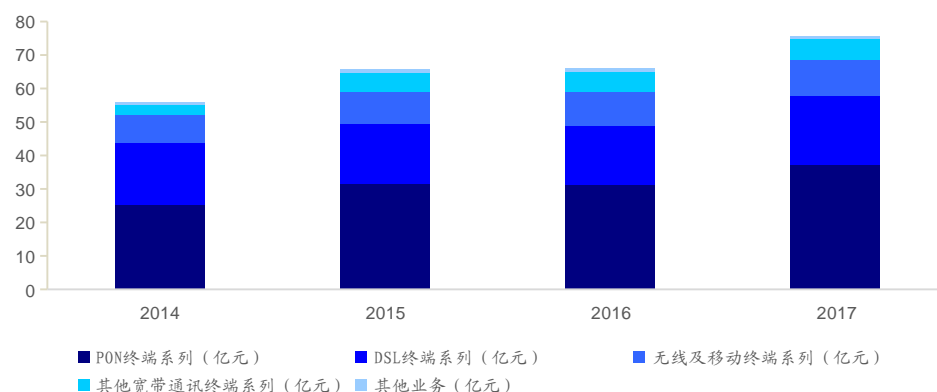
PON、DSL 的终端销售基本贡献了共进股份的主要收入。2017 年，公司 PON 和 DSL 终端业务收入分别为 37 亿元和 21 亿元，占总营业收入比例 49.33%、27.23%，两类终端产品的销售额合计超过公司收入的 75%；而对于无线及移动终端系列，其 2014-2017 年的销售额始终维持在 10 亿元左右。

图1 业务集中于宽带通信终端领域



资料来源：wind，海通证券研究所

图2 2014-2017 年公司各产品收入分布情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

稳步发展直营业务，突破 ODM 模式的瓶颈。经营模式上，公司原先以 ODM 模式为主。2017 年，在汇率波动、原材料成本上升、客户降价、劳动力成本上升的四重压力下，全年净利润同比下降 70.45%。针对 ODM 经营模式的发展瓶颈，公司开始积极发展运营商直营模式，并在之后的两年内取得了良好的成效。2017，共进股份中标中国移动杭州研究中心与中国移动物联网；2018 年，公司推进与中国移动杭州研究院的合作，继续跟进中国电信智慧家庭公司、英国 British Telecom 等国内外项目，在运营商直营业务上持续发力。

1.1.2 “二次创业”：三大业务联动转型，深度布局移动通信

上市后提出创新转型。2016 年，公司提出创新转型，试图完成从单一低端产品代工企业到以通信为基础、拥有自我核心技术、自我品牌和自我用户的现代型企业。

图3 “二次创业”的具体规划及落实



资料来源: 公司 2016-2018 年年报, 海通证券研究所

17 年 8000 万转型投入，18 年确立三大方向。2017 年，公司在四大模块上的投入合计约 8000 万元，用以进行小基站的开发、医疗平台服务和医疗器械的建设等。2018 年，共进股份对“二次创业”的规划具体确定到“通信终端”、“移动通信”以及“智慧医疗”三大业务格局。

移动通信方面：加速布局 4G/5G 小基站，内生外延双轮驱动。内生：公司自建研发团队，在大连、上海成立研发中心，分别研究 5G 小基站技术以及光模块技术；子公司大连共进 4G/5G 小基站入围了中国移动，移动通信初见成效。外延：公司于 2018 年收购了主营移动通信产品和解决方案的山东闻远，主要业务为以移动通信为技术基础的专业和综合产品及解决方案。

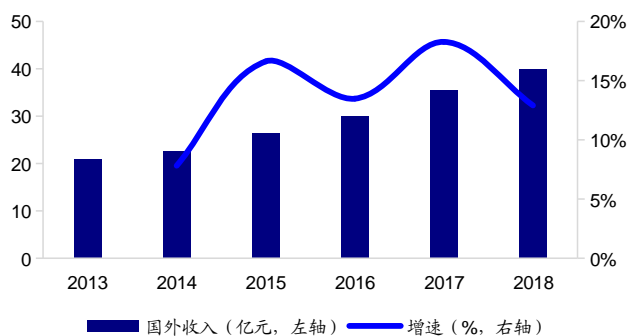
智慧医疗方面：进入制氧机市场，确立三大方向。2018 年，公司收购了制氧机生产企业江苏苏航，并确立了呼吸健康、肢体康复和体育健康三个具体的产品方向。

1.1.3 海外业务：海外市场持续增长，收入贡献占比近半

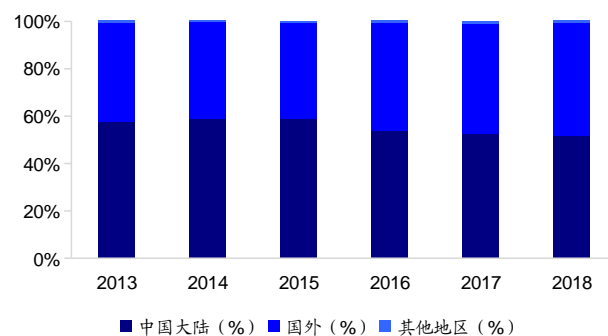
以客户需求为导向，海内外市场均衡发展。公司坚持以客户需求为导向，在国内外与多家知名企业长期合作，拥有大批优质客户资源。在国内市场，共进股份与中兴通讯、烽火通信、上海贝尔、D-link 等建立了长期合作关系，各类宽带终端系列产品均处于国内领先水平。在海外市场，2015 年公司取得了电信运营商——英国电信的直接订单；2016 年，继续加大对海外市场的开拓，重点培育北美、欧洲等高端产品市场，实现海内外的均衡发展。

国外市场规模持续扩大，18 年收入占比 48%。由于公司在海外市场持续加大开拓

力度，国外业务的收入规模和收入占比都在同步提升。2018年，公司的国外业务收入39.96亿元，同比增速12.9%，占总营业收入比高达48%，近乎贡献了公司一半左右的收入来源。

图4 国外收入规模持续增长


资料来源: wind, 海通证券研究所

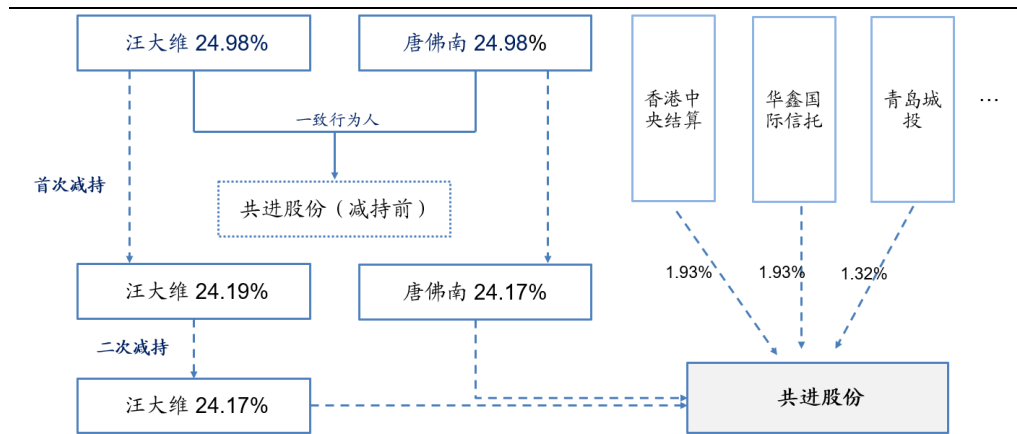
图5 国外收入占比持续增加


资料来源: wind, 海通证券研究所

1.2 股权结构稳定，质押率为零

实际控制人一致行动，股权结构稳定。共进股份的主要发起人和实际控制人为汪大维先生和唐佛南先生，二人共同创业近20年，一致行动关系稳定。目前二位合伙人及家族一致行动人，合计控股比例达49.36%。

股份全流通，无大股东偿债风险。2019年2月起，公司流通A股占比已达100%。但股东仅有少量减持，并且主要用于归还之前质押借款。公司目前没有来自大股东的偿债风险。

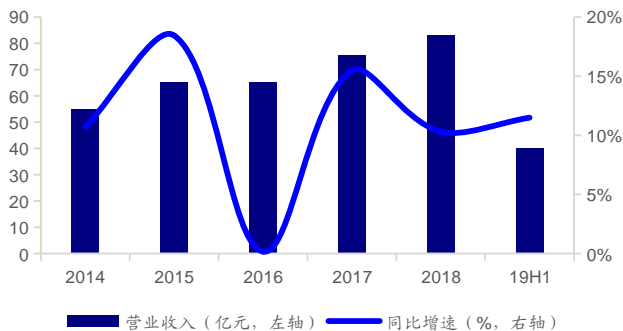
图6 实际控制人股份减持计划的实施结果


资料来源: wind, 汪大维、唐佛南的股权比例截至2019年7月30日, 其余股东股权比例截至2019年3月31日, 海通证券研究所

1.3 财务数据：降本增效已见成效，业绩有望持续增长

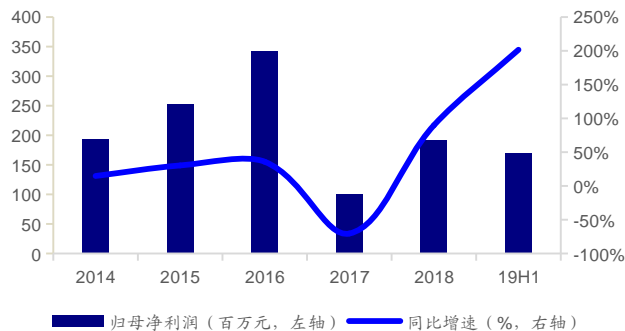
收入连续保持10%以上增长，证明公司市场地位。公司营业收入增速在16年出现了明显的下滑，增速仅为0.16%，主要原因为：公司2016年调整了国内的销售策略，对低附加值产品予以淘汰。但公司维持了国内最大、全球领先的宽带终端制造商的市场地位，17年收入又恢复15.47%的增长。2018年，共进股份全年收入83亿元，同比增速10.31%；19年上半年营业收入达40.33亿元，同比增速11.49%。我们认为，在宏观经济下行的环境中，收入在2017年、2018年和19H1均能维持10%以上的增长，也证明了公司在细分领域的市场地位。

图7 公司 2014-19H1 收入及其增速



资料来源: wind, 海通证券研究所

图8 2014-19H1 年归母净利润及其增速

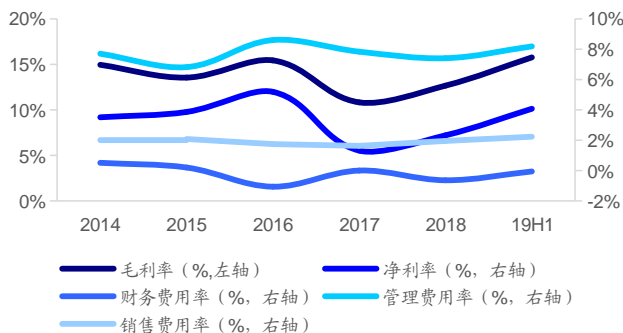


资料来源: wind, 海通证券研究所

受益于降本增效措施, 18年后毛利率有所提升。2014-2018年, 公司毛利率水平大多在14%上下波动: 其中, 17年毛利率10.83%, 出现下滑的原因为原材料价格上升, 电容电阻涨价。2018年以后, 公司实施降本增效措施, 加强新产品业务拓展, 实现低端产品升级替换, 毛利额及毛利率均有所提高, 19H1毛利率为15.77%, 较上年同期提高5.39pct。

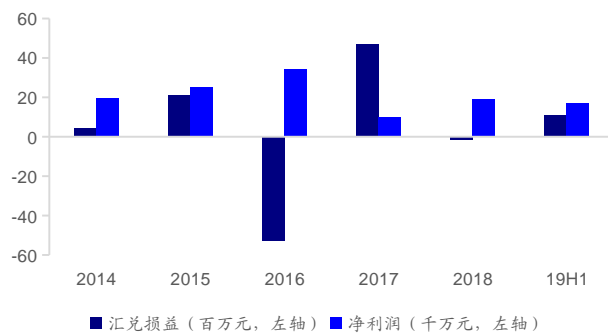
出口比重高, 汇兑损益影响利润。公司一半收入来自海外, 而海外业务的货款均以美元结算, 汇率的频繁波动会导致财务费用中的汇兑损益变化较大, 从而影响公司的净利润。

图9 公司 2014-19H1 利润率与费用率变化



资料来源: wind, 海通证券研究所

图10 2014-19H1 汇兑损益的变化



资料来源: wind, 海通证券研究所

2018年, 公司进行管理体制改革。一方面, 共进股份对公司体制进行改革, 推动子公司企业化, 将每个经营单位作为子公司自负盈亏。体制的改革措施促使子公司管理团队明确责任、权利, 调动团队积极性, 提升公司经营活力。另一方面, 公司逐渐明确发展方向和业务, 对成长缓慢、利润低的部分产品线进行了改革收编, 结构的全面优化大大减少了管理团队的无效投入。

2. 行业: 宽带终端需求升级, 移动通信顺势而起

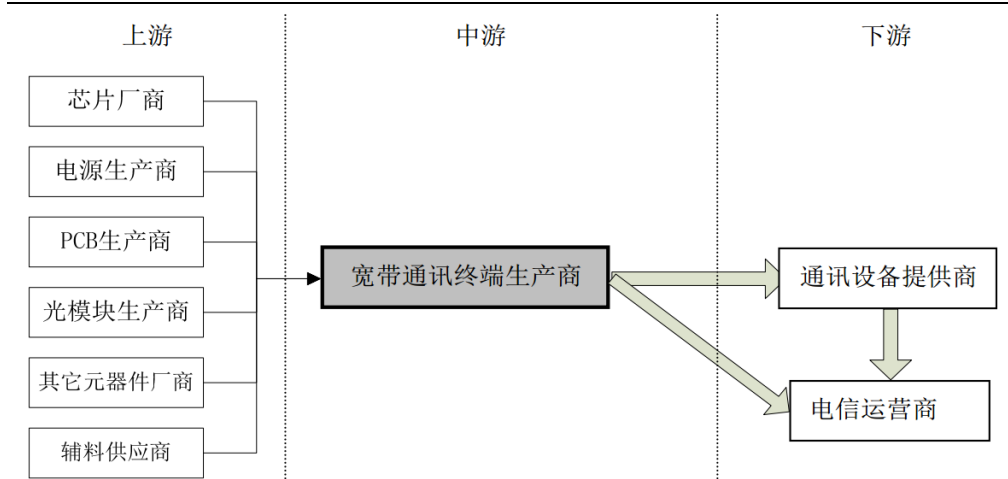
2.1 宽带通信更新换代, 千兆网络需求浮现

宽带通信终端生产行业的上游企业主要为元器件生产商。具体的元器件包括芯片、PCB (印制电路板)、电源和光模块等, 其中芯片为宽带通信终端行业最主要的原材料。目前, 全球范围内, 芯片供应商主要有博通 (Broadcom)、高通 (Qualcomm)、美满 (Marvell) 等, 竞争相对充分; 而 PCB 板、电容电阻等其他原材料均为一般性电子产品, 在珠三角和长三角的供应相对充足。

宽带通信终端行业的下游客户主要为通讯设备提供商和电信运营商。国内的电信运营商由中国移动、中国联通、中国电信三足鼎立, 在“2019 全球 300 个最有价值的电

信品牌榜”的排行榜中，中国移动名列第三。

图11 宽带通信终端行业产业链



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

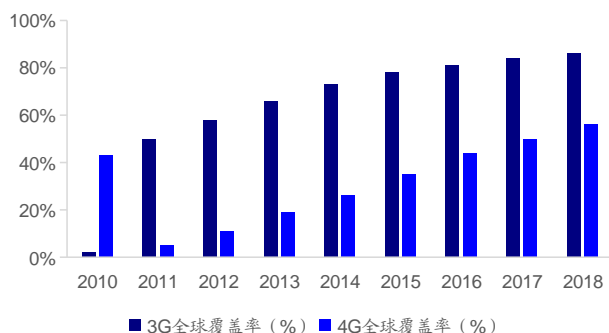
终端更新换代加速，“千兆网络”需求浮现。根据 2018 年年报援引《2018 年中国宽带发展白皮书》统计，截至 2018 年 6 月，固网宽带的接入速率在 20Mbps 及以上的用户超过 90%，100Mbps 及以上的用户数超过 50%。我们认为近年来，随着各类智能设备走入千家万户，家庭对于宽带提速的需求也越来越高，尤其是 5G 概念的提出，为千兆宽带的普及提供了新的动力。我们预计高带宽产品用户数不断提高，会促使行业对设备性能带来更高的升级要求，推动终端设备更新换代加速。

超高清产业落地开花，升级扩容刻不容缓。2019 年，工信部、广电总局、中央广播电视多部委联合印发《超高清视频产业发展行动计划》，提出“4K 先行，兼顾 8K”的总体技术路线，明确提升网络传输能力、推动重点产品产业化等任务。《行动计划》提出到 2022 年中国超高清行业总体规模将达到 4 万亿，随着超高清产业的推广发展，其对于宽带建设也提出了更高的要求，为了满足视频加载、不卡顿、画面流畅度等方面的需求，升级扩容的投入还需要持续加大力度。

2.2 移动通信顺风而起，5G 建设未来可期

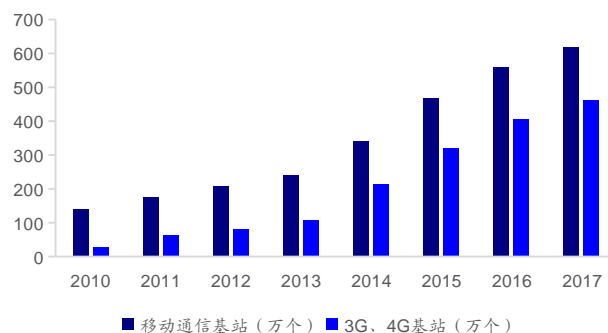
4G 已成熟，5G 是趋势。2013 年以来，随着移动通信端 4G 商用实施，通信行业进入 4G 时代。根据中国报告网援引观研天下预测，全球 4G 终端渗透率 2015 年约为 50%-60%，2019 年将达到 74.5%。随着 4G 网络的渗透率不断提升，移动通信的基站数量也随之快速扩大，2015 年新增移动通信基站 127.10 万个，其中 4G 基站新增 92.2 万个，国内基站建设扩张速度可观。目前，4G 时代已发展到了成熟期，5G 时代成为移动通信新的潮流趋势。

图12 3G、4G 网络全球人口覆盖率



资料来源：中国报告网援引观研天下，海通证券研究所

图13 移动通信基站逐年增加



资料来源：中创产业研究院微信公众号援引产业信息网，海通证券研究所

5G 时代星火燎原，小基站建设应声而起。4G 通信时期的基站建设主要以宏基站为主，宏基站的特点为覆盖面广、容量大，但也存在网络信号不稳定、数目易受限制等问题。相较而言，5G 使用的信号频率更高（毫米波），而毫米波的绕射能力和穿透能力较差，在空气中的损耗较高，因此分布稀疏的宏基站并不适用于 5G 时代。反而是体积小、损耗小、可就近安置在天线附近的小基站，更适用于承载毫米波。2019 年，全国首个 5G 无线家庭宽带示范社区落地成都，随着后续 5G 时代走进千家万户，无线主设备商、光模块、光纤光缆、连接器，以及小基站建设等都将迎来新一轮发展机遇。

3. 特点：市场、技术优势巩固基础，5G 发展带来新机遇

3.1 规模优势：客户资源稳定丰富，市场地位难以动摇

客户资源稳定丰厚，市场地位稳固领先。共进股份的客户包括且不限于中兴通讯、烽火通信、D-Link、Nokia、Sagemcom 等国内外领先企业，公司与这些客户建立了长期稳定的合作关系。

规模优势降本增效，产能实现再度扩张。产能方面，公司在深圳坪山、江苏太仓拥有两个生产基地，建筑面积合计近 40 万平方米，拥有 62 条 SMT 生产线，技术水平和业务拓展能力都处于国内领先地位。2018 年，江苏、深圳两地工厂整体投入 20 亿元，最大产能可达 120 亿元，相比 17 年人均产值增加 18%。公司目前部分生产线已经完成自动化、智能化，之后将全面建设智能制造产业、加速推动工厂企业化、产线智能化，为公司带来成本效应。

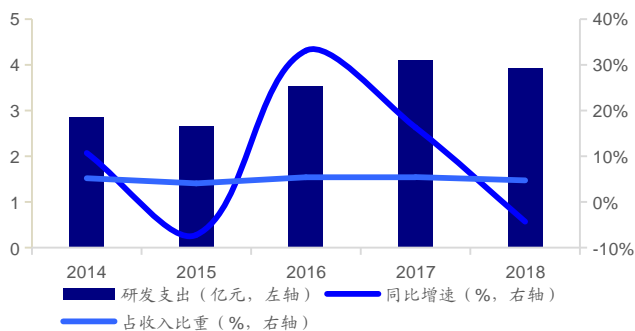
3.2 技术优势：稳健提升研发实力，技术储备不容小觑

公司长期坚持研发投入。共进股份始终把“自主研发、技术创新”作为公司的核心发展思路，自 2014 年以来，公司的研发支出始终维持在收入的 5% 左右，由于公司体量较大，研发的绝对金额在同行业处于较为领先地位。2019 年上半年公司研发费用为 2.15 亿元，比上年同期增加 27.95%。

多地设立研发中心，充分利用区域人才优势。共进股份在大连、上海等地设立研发中心研发 5G 小基站技术、光模块技术，将区域人才优势充分调动，在巩固原有研发优势的同时，布局新的产品和技术。

5G 小基站的研发效果正在逐步体现。2018 年，大连共进实现营业收入 953 万元，而且入围了中国移动，在移动通信领域初步取得了成效。2019 年共进基于高通 FSM100xx 5G 平台拓展原有小基站产品线，研发和建设渐渐步入正轨。

图14 研发费用/收入始终维持在 5% 左右



资料来源：wind，海通证券研究所

图15 共进股份百强企业证书



资料来源：公司官网，海通证券研究所

3.3 5G 发展：行业潮流为公司的移动通信业务带来新的成长契机

5G 的行业发展趋势必将为小基站建设推波助澜。5G 高频、易损耗的信号特征，注

定其需要以小基地的充分建设作为发展前提。公司自 17 年以后，有意在移动通信领域，尤其是 5G 小基地建设的方向上深入布局，并且目前已经取得了一定的成效，一旦 5G 行业进入高速发展期，我们认为该布局也将顺着潮流为公司带来新的发展动力。

公司原有的优势也将推动其快速进入 5G 市场。5G 小基地的主要客户为运营商和终端设备商，与宽带通信的下游客户存在一定的重叠；同时，公司的研发经验和已有的研发团队建设也将为 5G 小基地的研发提供有力支持。公司在宽带终端行业的资源和优势，将使其在 5G 时代到来时，赢得先机。

图16 宏基地：体积大，覆盖广，信号不稳定



资料来源：青岛新闻网，海通证券研究所

图17 小基地：体积小，便于安装，室内外均可安装



资料来源：Baicells 官网，海通证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 估值关键假设

宽带终端业务：2018 年，公司在两地工厂整体投入为 20 亿元，投入后两个生产基地最大产能可达 120 亿元，相比 2017 年，人均产值上升 18%。截至 2019H1，公司在坪山投资的项目完工度已达 93%，随着产能的逐渐释放，我们认为，共进股份将继续巩固其生产规模和客户资源方面的优势，2019-2021 年的销售收入将维持 17-18 年的增长趋势。

同时，2018 年公司对管理机制进行改革，并对旧产品线进行了进一步整合，致使终端业务的毛利率略有所提升，其中 19H1 的毛利率比上年同期提升 5.39%。随着产品线逐渐往更高附加值的方向整合，我们预计，2019-2021 年的毛利率相较于之前有所提升，且维持逐年轻微增加的趋势，整体在 13%-14% 左右。

移动通信业务：公司在移动通信及其应用领域上的布局涉及内生外延两方面。外延：2018 年，公司通过并购山东闻远，加速在移动通信领域的布局，而山东闻远取得了公安系统采购资质，产品被评为安防领先产品，与自有的大连共进可形成协同效应。内生：公司在大连成立 5G 小基地研发中心，2018 年累计投入研发 3.93 亿元，我们认为移动通信业务将受此影响，实现较快的增长。

此外，行业的发展为移动通信收入增速提供强有力的支撑。根据公司 2018 年年报预测，未来五年我国专网通信设备行业增长速度保持在 15% 左右，到 2022 年市场规模可达 150 亿元。而 5G 行业必又将带来小基地的需求扩张，我们看好未来 5G 行业的发展，以及公司在 5G 小基地上的布局，因此预计 2019-2021 年移动通信收入将以 30% 的较快速度实现增长。

由于 5G 行业目前仍处于前期研发的发展期，市场格局尚不明确，行业的竞争并未到白热化程度，因此产品的毛利率可维持较高水平，且短时间内不会出现利润率明显下滑的情况，因此我们预计未来三年毛利率基本与 2018 年持平，维持在 68% 左右。

智慧医疗业务：公司在智慧医疗上的布局同样主要依靠外延并购和自有品牌来实现。对内：2018年，共进股份对全资孙公司共进医疗增资9000万元，增资完成后子公司注册资本可由1000万元增至10000万元。对外：收购江苏苏航，其18年业绩实现扭亏为盈。我们预计2019-2021年公司在康复医疗领域的收入增速会维持在15%的中等水平，毛利率维持往年水平，为24%左右。

汇兑损益假设：近年来国际贸易摩擦不断，美元兑人民币的汇率波动可能性较大。公司在海外的业务以美元进行结算，美元兑人民币汇率上涨将为其带来汇兑收益。19年上半年，美元兑人民币汇率1-4月为下跌后低位震荡，5-6月快速上涨，最终6月末汇率与1月初基本持平。1-4月美元兑人民币汇率下跌将为公司带来汇兑损失，其后尽管汇率上涨，但考虑到5-6月两个月内的业务占比不如1-4月高，且业务结算等存在滞后性等，公司19H1的汇兑损失仍达1095万元；下半年我们预计美元兑人民币汇率进一步上涨，从而为公司带来汇兑收益，并在一定程度上拉平19H1的汇兑损失。我们假设，2019全年汇兑收益与损失基本持平。

我们假设，相对于2018年，2020、2021年公司的国际环境对公司的影响维持在中性，汇兑损益的预计数额较小。

利息支出：因2019年1月末公司回购了608万余股的员工激励计划限售股，回购的交易额达到4128万元，公司的资金压力明显提升。根据2019年的中报披露，上半年短期借款中信用借款明显增加，考虑到年末分发股利的现金需求，我们预计，下半年的借款额将以同样幅度增加，利息支出相较于18年有54%的提升幅度。

股利分红：公司2016-2018年的股利现金分红分别为每股0.3元、每股0.04元和每股0.52元，股利分配率分别为31.1%、30.9%、209.6%。我们预计2019-2021年的现金股利分配率维持在30%的水平。

表1 公司主要产品的收入成本预测

项目	2019E	2020E	2021E
宽带终端业务			
收入 (亿元)	90.79	100.74	110.97
收入增速 (%)	12%	10%	11%
成本 (亿元)	79.28	87.35	95.56
毛利 (亿元)	11.52	13.38	15.41
毛利率 (%)	13%	13%	14%
移动通信业务			
收入 (亿元)	1.59	2.07	2.69
收入增速 (%)	30%	30%	30%
成本 (亿元)	0.51	0.66	0.86
毛利 (亿元)	1.08	1.41	1.83
毛利率 (%)	68%	68%	68%
智慧医疗业务			
收入 (亿元)	1.04	1.19	1.37
收入增速 (%)	15%	15%	15%
成本 (亿元)	0.78	0.90	1.04
毛利 (亿元)	0.25	0.29	0.33
毛利率 (%)	24%	24%	24%

资料来源：wind，海通证券研究所

4.2 相对估值法

我们预计2019-2021年净利润3.53亿元、4.54亿元以及5.82亿元，对应EPS 0.46元、0.59元以及0.75元。给予公司2019年36-38X PE，合理价值区间为16.56-17.48元。首次覆盖，给予“中性”评级。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2019E
603118	共进股份	109.53	0.10	0.43	0.58	61.0	32.8	24.2	1.2	2.3
002402	和而泰	109.58	0.25	0.37	0.51	24.6	34.2	25.0	3.0	5.7
002139	拓邦股份	57.98	0.23	0.30	0.38	17.2	19.1	14.9	1.3	2.4
002446	盛路通信	83.22	0.14	0.20	0.25	54.7	47.4	37.7	4.7	2.5
300590	移为通信	59.74	0.74	1.06	1.40	33.7	35.0	26.5	8.1	6.0
	均值		0.29	0.47	0.62	38.2	33.7	25.7	3.7	3.8

注：收盘价为 2019 年 9 月 26 日价格，EPS、PE、PS、PB 为 wind 一致预期
 资料来源：wind，海通证券研究所

5. 风险提示

5G 小基站建设不及预期，汇率波动风险，行业竞争致使产品价格下滑风险，上游原材料涨价致使毛利下降率风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	8334	9387	10443	11549
每股收益	0.25	0.46	0.59	0.75	营业成本	7278	8094	8930	9786
每股净资产	5.81	6.05	6.46	6.98	毛利率%	12.7%	13.8%	14.5%	15.3%
每股经营现金流	0.66	1.97	0.29	0.38	营业税金及附加	36	45	48	53
每股股利	0.52	0.14	0.18	0.23	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	163	170	191	213
P/E	25.40	22.65	17.64	13.74	营业费用率%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
P/B	1.08	1.70	1.60	1.48	管理费用	237	351	340	387
P/S	0.97	0.85	0.77	0.69	管理费用率%	2.8%	3.7%	3.3%	3.3%
EV/EBITDA	13.18	16.10	13.18	10.89	EBIT	239	350	475	614
股息率%	8.3%	1.4%	1.8%	2.3%	财务费用	-53	-14	4	11
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.6%	-0.2%	0.0%	0.1%
毛利率	12.7%	13.8%	14.5%	15.3%	资产减值损失	122	25	25	26
净利润率	2.3%	3.8%	4.3%	5.0%	投资收益	10	15	15	15
净资产收益率	4.3%	7.5%	9.1%	10.8%	营业利润	190	365	471	602
资产回报率	2.4%	4.1%	4.8%	5.6%	营业外收支	12	14	11	7
投资回报率	4.9%	6.1%	7.6%	8.9%	利润总额	202	379	481	609
盈利增长 (%)					EBITDA	386	535	671	833
营业收入增长率	10.3%	12.6%	11.2%	10.6%	所得税	8	23	27	34
EBIT 增长率	256.9%	46.5%	35.6%	29.2%	有效所得税率%	4.1%	6.2%	5.7%	5.6%
净利润增长率	89.8%	83.7%	28.4%	28.3%	少数股东损益	1	2	0	-8
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	192	353	454	582
资产负债率	43.7%	44.2%	46.4%	47.6%					
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	货币资金	336	212	282	371
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1	应收账款及应收票据	2657	2611	2900	3229
经营效率指标					存货	870	945	1031	1131
应收帐款周转天数	105.2	101.5	101.4	102.0	其它流动资产	1324	1714	2108	2502
存货周转天数	41.5	42.6	42.1	42.2	流动资产合计	5186	5483	6321	7233
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2	长期股权投资	37	37	37	37
固定资产周转率	6.6	6.5	6.8	7.6	固定资产	1347	1562	1518	1524
					在建工程	606	502	630	677
					无形资产	264	285	302	318
					非流动资产合计	2914	3037	3129	3188
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	8099	8519	9450	10421
净利润	192	353	454	582	短期借款	505	814	1122	1431
少数股东损益	1	2	0	-8	应付票据及应付账款	2457	2342	2636	2870
非现金支出	270	209	221	245	预收账款	20	23	26	28
非经营收益	42	-1	14	31	其它流动负债	220	253	265	297
营运资金变动	10	966	-462	-558	流动负债合计	3203	3432	4049	4626
经营活动现金流	516	1530	228	293	长期借款	0	0	0	0
资产	-478	-316	-302	-295	其它长期负债	338	338	338	338
投资	-369	0	0	0	非流动负债合计	338	338	338	338
其他	11	-1454	15	15	负债总计	3541	3769	4387	4964
投资活动现金流	-837	-1771	-287	-280	实收资本	782	776	776	776
债权募资	-262	309	309	309	普通股股东权益	4508	4697	5010	5412
股权募资	0	-47	0	0	少数股东权益	51	53	53	45
其他	93	-144	-179	-232	负债和所有者权益合计	8099	8519	9450	10421
融资活动现金流	-169	117	129	77					
现金净流量	-490	-124	70	89					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钮宇鸣 中小市值团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 江山欧派,汉威科技,三环集团,道恩股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)232154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xqb6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzy11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣颖永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金垚 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com