

投资评级：增持(首次)

***ST 凡谷 (002194)**

目标价:17.5元

立足陶瓷滤波器，打开5G新增长

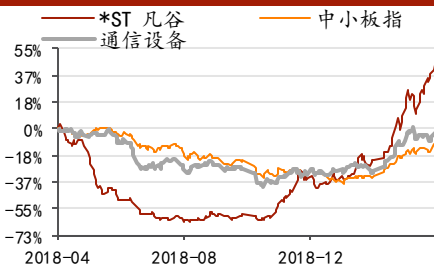
市场数据 2019-04-02

收盘价(元)	14.56
一年内最低/最高(元)	3.53/14.56
市盈率	43.5
市净率	5.75

基础数据

净资产收益率(%)	11.97
资产负债率(%)	22.0
总股本(亿股)	5.65

最近12月股价走势



联系信息

李宏涛	分析师
SAC 证书编号: S0160518080001	
liht@ctsec.com	
唐航	联系人
tanghang@ctsec.com	

相关报告

事件: 公司发布 2018 年年报, 全年实现营收 11.95 亿元, 同比减少 16%; 归属于上市公司股东的净利润 1.89 亿元, 同比增长 137%; 扣非归母净利润 -6990 万, 同比增长 87%。公司通过资源整合、优化产品结构、降本增效等措施使毛利率从 2017 年的 -9.78% 大幅提升至 2018 年的 14.18%, 是公司业绩扭亏为盈, 经营逐步回归正常的重要原因。

- **降本增效措施效果明显, 主营业务毛利率稳步回升。** 2018 年武汉市收回公司持有的两宗国有土地使用权及相关资产, 公司确认资产处置收益 2.43 亿元。公司引入战略投资者后, 进一步实施降本增效及人员结构优化, 管理能力持续提升, 报告期内公司制造费用下降, 同时员工人数减少, 人工成本总额下降。2018 年公司销售费用同比减少 28.73%, 管理费用同比减少 29.30%。受 4G 末期网络建设速度放缓, 资本开支下滑, 行业内产能相对过剩影响, 公司营业收入减少 16%, 公司积极调整产品销售结构, 射频器件平均销售单价增加, 同时外销收入增加。受上述因素影响, 公司主要产品毛利率大幅回升, 滤波器毛利率同比增长 30%, 双工器毛利率同比增长 29%, 射频子系统毛利率同比增长 19%。
- **立足陶瓷介质滤波器, 加快毫米波雷达等新业务布局。** 5G 基站对器件的小型化及轻量化越来越重视, 陶瓷介质滤波器在满足性能的前提下, 凭借轻量化、抗温漂性能好以及小型化优势成为主设备商主要选择方案之一。公司下属凡谷陶瓷公司已经完成了介质陶瓷滤波器全产业链的技术储备, 受报告期内营业收入及毛利率上升拉动, 凡谷陶瓷全年实现净利润为 636.11 万元, 同比增长 347%。公司顺应 5G 商用步伐加快, 5G 市场需求可能提前的变化, 逐步缩减了 4G 产品新项目的投入, 针对 4G/5G 融合组网开发了多款宽频及多频产品, 满足客户多频共站的需求; 同时在应用于微波点对点传输及 5G 毫米波产品上加大了开发力度, 实现了多款微波产品的开发, 其中毫米波雷达已与多家知名汽车主机厂建立业务关系, 业务取得阶段性进展。
- **5G 基于引入大规模阵列天线, 带动射频组件需求量大幅增加。** 5G 代表性技术之一 Massive MIMO 要求射频通路大幅增加, 单个射频单元中的滤波器从传统 4G 时代的 2 发 2 收为主达到 64 发 64 收, 甚至 128 发 128 收, 使得滤波器的市场需求成数量级的增长。目前, 典型的一个 5G 射频单元需要 64 个滤波器, 而 4G 之前的射频单元只需要一个 2 通道滤波器。这对 5G 细分的滤波器领域是确定性增长机会。目前三大运营商都已确定在 2019 年实现 5G 商用, 如果考虑 5G 投资, 三大运营商资本开支较 2018 年有所增长。公司计划在 2019 年加快 5G 产能建设, 消除产能瓶颈, 以 5G 商用为契机, 凭借滤波器业务积累的技术能力, 加大对 5G 产品及技术平台的投入, 加快在产品小型化、低成本、宽频带、高性能、高效率等方面的技术研究, 与客户协同以公司在行业内的领先地位。

风险提示: 市场竞争加剧; 客户集中风险; 技术研发滞后风险

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1,425	1,195	1,475	1,953	2,415
增长率	-14.9%	-16.2%	23.4%	32.4%	23.6%
归属母公司股东净利润(百万)	-514	189	49	76	102
增长率	211.3%	136.7%	-74.3%	55.7%	35.0%
每股收益(元)	-0.91	0.33	0.09	0.13	0.18
市盈率(倍)	-16.0	43.5	169.1	108.6	80.4

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,425	1,195	1,475	1,953	2,415	成长性					
减: 营业成本	1,565	1,026	1,269	1,664	2,040	营业收入增长率	-14.9%	16.2%	23.4%	32.4%	23.6%
营业税费	21	19	21	28	34	营业利润增长率	190.3%	139.3%	-74.2%	70.8%	38.2%
销售费用	31	22	28	37	45	净利润增长率	211.3%	136.7%	-74.3%	55.7%	35.0%
管理费用	230	75	92	122	151	EBITDA 增长率	368.4%	125.0%	107.9%	44.4%	31.7%
财务费用	13	-2	-3	-2	5	EBIT 增长率	165.3%	100.9%	948.1%	78.7%	47.4%
资产减值损失	54	55	21	22	26	NOPLAT 增长率	162.8%	136.2%	-79.1%	78.0%	47.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-23.2%	10.1%	32.8%	28.2%	23.1%
投资和汇兑收益	-	6	2	3	4	净资产增长率	-25.8%	10.1%	5.2%	4.1%	5.2%
营业利润	-486	191	49	84	116	利润率					
加: 营业外净收支	9	3	9	7	6	毛利率	-9.8%	14.2%	14.0%	14.8%	15.5%
利润总额	-477	194	58	91	122	营业利润率	-34.1%	16.0%	3.3%	4.3%	4.8%
减: 所得税	37	5	10	15	20	净利润率	-36.1%	15.8%	3.3%	3.9%	4.2%
净利润	-514	189	49	76	102	EBITDA/营业收入	-26.3%	7.8%	13.2%	14.4%	15.3%
						EBIT/营业收入	-33.3%	0.4%	3.1%	4.2%	5.0%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	717	707	470	188	193	固定资产周转天数	116	115	88	69	51
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	94	119	127	113	117
应收帐款	321	409	350	654	666	流动资产周转天数	417	464	384	281	252
应收票据	8	1	51	25	29	应收帐款周转天数	75	110	93	93	98
预付帐款	20	59	6	83	40	存货周转天数	117	96	102	96	97
存货	344	292	545	495	801	总资产周转天数	577	620	528	434	407
其他流动资产	36	168	85	96	117	投资资本周转天数	236	257	254	249	253
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	-34.7%	11.6%	2.8%	4.2%	5.4%
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROA	-25.4%	9.0%	2.2%	3.1%	3.4%
投资性房地产	9	10	40	70	100	ROIC	-48.3%	22.8%	4.3%	5.8%	6.7%
固定资产	426	340	379	372	317	费用率					
在建工程	0	-	55	123	206	销售费用率	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
无形资产	109	86	228	363	493	管理费用率	16.1%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
其他非流动资产	31	22	-52	-145	-239	财务费用率	0.9%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.2%
资产总额	2,022	2,094	2,233	2,481	2,975	三费/营业收入	19.2%	8.0%	7.9%	8.1%	8.4%
短期债务	85	-	-	-	14	偿债能力					
应付帐款	252	227	292	402	477	资产负债率	26.6%	22.0%	23.0%	27.9%	36.7%
应付票据	131	94	119	183	204	负债权益比	36.3%	28.3%	29.9%	38.7%	58.1%
其他流动负债	51	111	81	83	93	流动比率	2.79	3.78	3.06	2.31	2.34
长期借款	-	-	-	-	280	速动比率	2.13	3.11	1.96	1.57	1.33
其他非流动负债	20	29	22	24	25	利息保障倍数	-36.91	-2.59	-14.70	-47.00	23.63
负债总额	538	462	515	692	1,093	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	0.05	0.00	0.01	0.02
股本	565	565	565	565	565	分红比率	0.0%	15.0%	5.0%	6.6%	8.9%
留存收益	919	1,107	1,154	1,224	1,317	股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%
股东权益	1,483	1,633	1,718	1,789	1,882	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	-0.91	0.33	0.09	0.13	0.18
净利润	-514	189	49	76	102	BVPS(元)	2.63	2.89	3.04	3.17	3.33
加: 折旧和摊销	114	103	149	199	249	PE(X)	-16.0	43.5	169.1	108.6	80.4
资产减值准备	25	40	21	22	26	PB(X)	5.5	5.0	4.8	4.6	4.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-44.7	374.3	-33.7	-31.8	180.2
财务费用	2	1	-3	-2	5	P/S	5.8	6.9	5.6	4.2	3.4
投资收益	-	-6	-2	-3	-4	EV/EBITDA	-20.1	79.8	39.5	28.3	22.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	-152.8%	-18.5%	-166.5%	-152.8%	-18.5%
营运资金的变动	50	-93	-58	-127	-194	PEG	0.1	-2.4	-1.0	-0.7	-4.3
经营活动产生现金流量	-336	58	155	166	185	ROIC/WACC	-4.6	2.2	0.4	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-2	147	-433	-444	-459	REP	-2.0	3.9	15.8	9.5	6.9
融资活动产生现金流量	82	-126	40	-3	280						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。