

秀米
证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

***ST 凡谷(002194)**

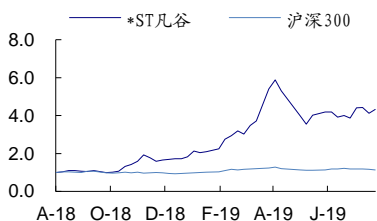
中性

2019 年半年报点评

(首次评级)

2019 年 08 月 12 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	565/372
总市值/流通(百万元)	8,995/5,921
上证综指/深圳成指	2,775/8,795
12 个月最高/最低(元)	24.16/3.56

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300

E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

联系人: 陈彤

电话: 0755-81981372

E-MAIL: chentong@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

经营改善成效明显, 静待 5G 发力

公司公告, 2019 年上半年公司实现营业收入 7.92 亿元, 同比增长 47.07%; 实现归属于上市公司股东的净利润 6935.97 万元, 同比扭亏为盈; 扣非归母净利润为 6670.06 万元, 去年同期亏损 7336.47 万元。预计前三季度实现净利润 0.95-1.2 亿元, 同比大幅扭亏为盈。

● 深度聚焦通信射频主业, 营收结构和盈利能力同步改善

公司各产品模块的收入均实现同比改善, 得益于公司加大市场拓展和产品结构的优化。双工器实现营收 7.77 亿元, 同比增长 42.10%; 滤波器实现营收 1.52 亿元, 同比增长 111.47%; 射频子系统实现营收 0.89 亿元, 同比增长 17.33%; 其他类产品实现营收 0.37 亿元, 同比增长 28.03%。5G 陶瓷介质滤波器方面, 公司按计划推进相关的研发、认证、生产爬坡和量产进程, 部分型号已通过客户阶段性认证, 一期项目已完成, 随着产业周期的到来, 公司产能有望释放, 并通过工艺优化和自动化效率的提升不断提高良品率, 或大幅享受行业红利。

公司的盈利能力持续改善, 2019Q2 的综合毛利率为 21.94%, 环比上升 0.24 个百分点。2019Q2 销售净利率为 9.82%, 环比上升 2.22 个百分点, 主要得益于公司的销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率均环比改善。

● 加强资金管理, 经营性现金流大幅好转

公司二季度实现销售商品、提供劳务收到的现金为 8.44 亿元, 实现连续四季度的环比增长, Q2 经营活动现金净流量为 1.05 亿元, 环比增长 44.14%。现金流的改善既得益于公司销售规模的扩大, 也与公司加强内部费用和成本管控, 加强资金管理有关, 部分客户的首款账期缩短, 应收账款周转率提高。

● 股权激励+人才引入, 资本结构和治理结构趋于优化

上半年公司发布 2019 年股票期权激励计划, 核心管理层更替注入新活力, 引入战略投资者, 成立产业投资基金, 治理结构和资本结构有望向好发展。

● 看好行业弹性和公司竞争力, 首次覆盖, 给予“中性”评级

我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 1.3/2.1/3.3 亿元, 对应 PE 分别为 68/43/27 倍, 首次覆盖, 考虑到公司尚未摘帽, 给予“中性”评级。

● 风险提示

5G 需求不及预期; 介质波导滤波器量产资质不及预期; 行业竞争加剧。

盈利预测和财务指标

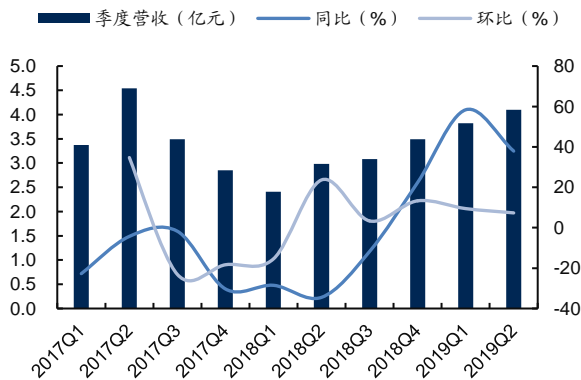
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,425	1,195	1,541	1,993	2,656
(+/-%)	-14.9%	-16.2%	28.9%	29.3%	33.3%
净利润(百万元)	-514	189	133	210	334
(+/-%)	-36.1%	-136.7%	-29.7%	58.4%	58.8%
摊薄每股收益(元)	-0.91	0.33	0.24	0.37	0.59
EBIT Margin	-29.5%	-1.0%	9.8%	11.9%	14.5%
净资产收益率(ROE)	-34.7%	11.6%	7.7%	11.2%	15.9%
市盈率(PE)	101.04	47.6	67.8	42.8	26.9
EV/EBITDA	-28.57	66.3	48.8	34.0	22.5
市净率(PB)	6.06	5.51	5.21	4.80	4.27

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

深度聚焦通信射频主业，营收结构和盈利能力同步改善

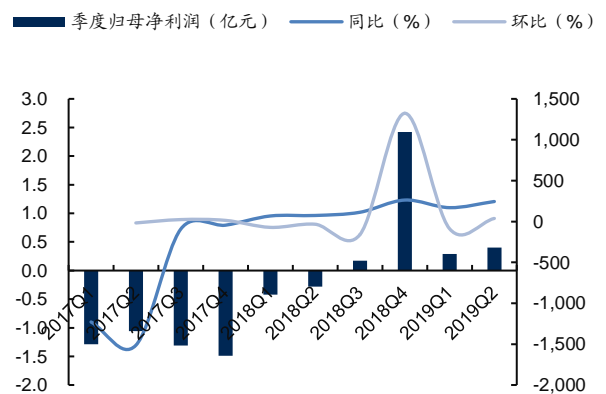
公司公告，2019年上半年公司实现营业收入7.92亿元，同比增长47.07%；实现归属于上市公司股东的净利润6935.97万元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润为6670.06万元，去年同期亏损7336.47万元。预计前三季度实现净利润0.95-1.2亿元，同比大幅扭亏为盈。

图 1：公司 2017Q1-2019Q2 季度营收及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 2：公司 2017Q1-2019Q2 季度净利润及同比

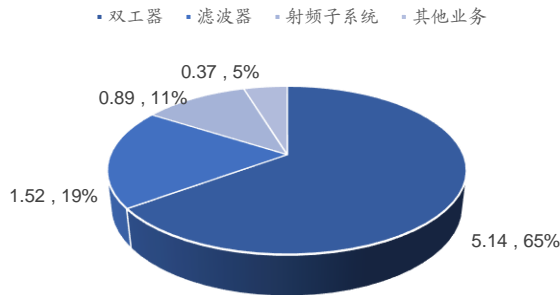


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司各产品模块的收入均实现同比改善，得益于公司加大市场拓展和产品结构的优化。双工器实现营收7.77亿元，同比增长42.10%；滤波器实现营收1.52亿元，同比增长111.47%；射频子系统实现营收0.89亿元，同比增长17.33%；其他类产品实现营收0.37亿元，同比增长28.03%。

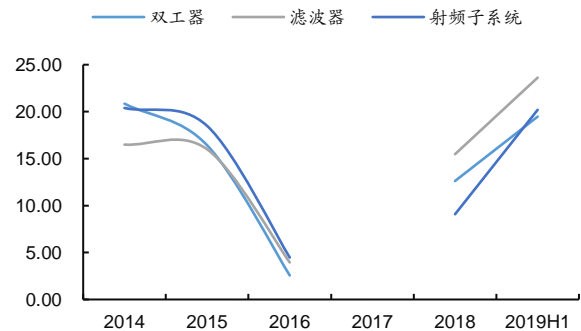
5G陶瓷介质滤波器方面，公司按计划推进相关的研发、认证、生产爬坡和量产进程，部分型号已通过客户阶段性认证，一期项目已完成，随着产业周期的到来，公司产能有望释放，并通过工艺优化和自动化效率的提升不断提高良品率，或大幅享受行业红利。

图 3：公司 2019 年半年报营收结构 (亿元, %)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 4：公司分业务毛利率变化

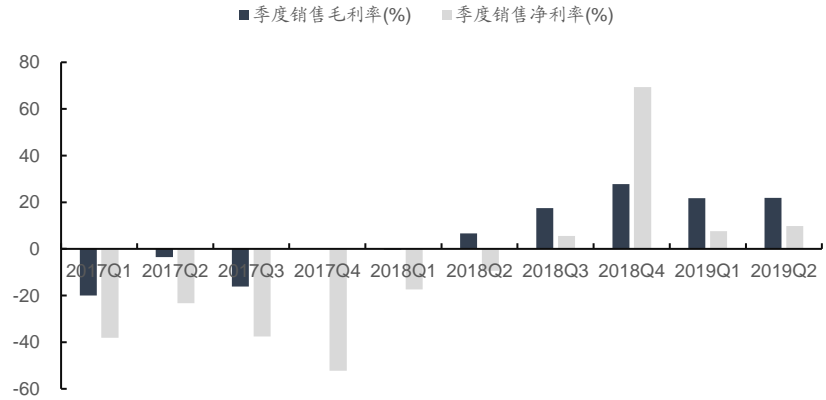


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司的盈利能力持续改善，2019Q2 的综合毛利率为 21.94%，环比上升 0.24

个百分点。2019Q2 销售净利率为 9.82%，环比上升 2.22 个百分点，主要得益于公司的销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率均环比改善。

图 5: 公司 2017Q1-2019Q2 季度毛利率和净利率

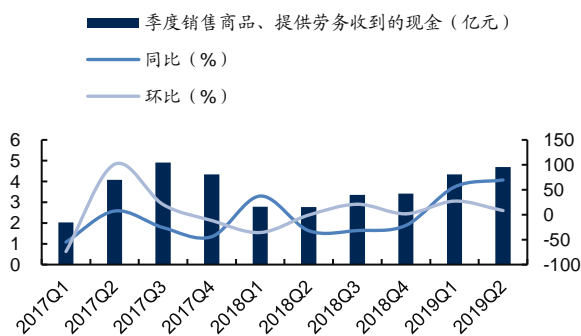


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所归纳整理

加强资金管理，经营现金流大幅好转

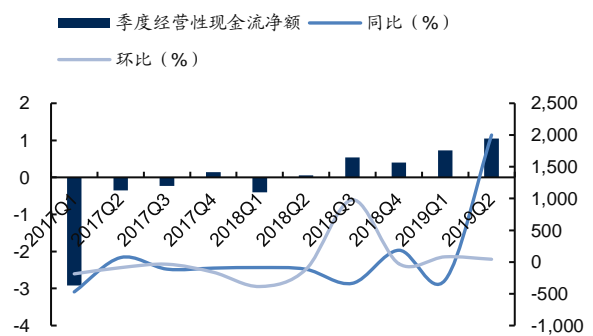
公司二季度实现销售商品、提供劳务收到的现金为 8.44 亿元，实现连续四季度的环比增长，Q2 经营活动现金净流量为 1.05 亿元，环比增长 44.14%。现金流的改善既得益于公司销售规模的扩大，也与公司加强内部费用和成本管控，加强资金管理有关，部分客户的首款账期缩短，应收账款周转率提高。

图 6: 季度销售商品、提供劳务收到的现金及同比、环比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 7: 季度经营性现金流量净额及同比、环比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

股权激励+人才引入，资本结构和治理结构趋于优化

引入战略投资者，改善公司治理水平。公司的实际控制人为孟庆南和王丽丽夫妇，也是公司的主要创始人。孟庆南先生于 2018 年 11 月 3 日分别与平潭华业战略投资合伙企业（有限合伙）、平潭华业价值投资合伙企业（有限合伙）签订了《股份转让协议》，将其持有的 19% 股权转让给受让方，于 2019 年 2 月 14 日办理完成过户登记手续，转让后公司控股股东、实际控制人不发生变化。此次股权转让引入战略投资者，有利于优化公司的股东结构，提供公司治理水平。公司于 2019 年 5

月 16 日与深圳市恒信华业股权投资管理有限公司合作成立产业投资基金——平潭华业聚焦二号股权投资合伙企业（有限合伙），已取得《私募投资基金备案证明》。

表 1: 公司十大股东明细（截止至 2019 一季报）

排名	股东名称	股权比例(%)
1	王丽丽	28.10
2	孟庆南	9.99
3	深圳市恒信华业股权投资基金管理有限公司-平潭华业战略投资合伙企业(有限合伙)	9.50
4	深圳市恒信华业股权投资基金管理有限公司-平潭华业价值投资合伙企业(有限合伙)	9.50
5	孟凡博	8.03
6	王凯	2.13
7	中国证券金融股份有限公司	0.99
8	陈智明	0.68
9	黄勇	0.60
10	上海富诚海富通资产-海通证券-富诚海富通稳胜共赢十七号专项资产管理计划	0.39
	合计	69.91

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

管理层更换，注入新活力。2019 年公司管理层进行调整，原副董事长、总裁王丽丽女生于 2019 年 3 月 22 日离职，夏勇先生于 2019 年 4 月 1 日任职董事长，于 4 月 24 日任职副董事长。夏勇先生曾任华为技术有限公司研发副总裁，上海海积技术股份有限公司总经理，深圳市薄云信息技术有限公司董事长等职务，具有丰富的产业和管理经验，他的加入将进一步优化公司组织架构和提升管理水平，有望为公司注入新活力。

发布股权激励计划，提高公司凝聚力。公司于 2019 年 3 月 1 日董事会及监事会审议通过 2019 年股票期权激励计划，向符合条件的 87 名激励对象首次授予 792 万份股票期权，行权价格为 6.40 元/股。此次激励计划分三期行权，对应的行权比例分别为 30%/45%/25%，对应的业绩考核目标为 2019/2020/2021 年的营业收入分别达到 12/14/16 亿元。

表 2: 股权激励计划行权时间、行权比例和业绩考核目标

行权期	行权时间	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	自授予日起12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%	2019年度公司营业收入达到12亿元
第二个行权期	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	45%	2020年度公司营业收入达到14亿元
第三个行权期	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	25%	2021年度公司营业收入达到16亿元

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

看好行业弹性和公司竞争力，首次覆盖，给予“中性”评级

5G 时代滤波器向小型化和集成化发展，量价齐升，行业弹性大。公司是行业龙

头企业之一，基站滤波器业务集中度高，在全产业链生产能力和介质波导滤波器生产工艺上具备领先优势，公司有望在 5G 时代争取较高的份额。公司是华为 4G 滤波器核心供应商，并切入爱立信和诺基亚的供应商列表，有望受益于 4G 持续建设和 5G 大规模投资建设的铺开，营收明显增长。随着 2019 年下半年 5G 资本开支的启动，公司产品结构优化，产能释放，盈利能力有望持续改善。

我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 1.3/2.1/3.3 亿元，对应 PE 分别为 68/43/27 倍，首次覆盖，给予“中性”评级。

表 3: 可比公司的估值对比 (截止至 2019 年 8 月 9 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
300134.SZ	大富科技	719.6	109.8	0.3	0.5	0.7	43.4	29.8	21.7	买入
002796.SZ	世嘉科技	70.9	67.8	1.0	1.5	2.0	42.4	26.5	19.7	无评级
	平均值	395.3	88.8	0.6	1.0	1.4	42.9	28.2	20.7	
002194.SZ	*ST 凡谷	27.4	90.0	0.2	0.4	0.6	67.8	42.8	26.9	中性

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

风险提示

- 1、5G 整体投资建设节奏不及预期。**5G 整体投资节奏取决于国家政策引导和运营商投资意愿，仍存在不确定性。若 5G 无线接入网侧的投资不及预期，将对基站滤波器的整体采购量产生直接影响。
- 2、介质波导滤波器份额存在不确定性。**目前公司陶瓷介质滤波器还未进入大批量供货阶段，在大客户的订单份额还要视公司生产良率和行业竞争情况而定。
- 3、市场风险。**若下游设备高压价严重，将导致行业毛利率快速下降，挤压行业利润空间。
- 4、经营风险。**产品成本和费用管控是基站滤波器行业竞争的关键因素，如果公司在有效控制成本和经营效率上不具备优势，会导致产品价格竞争中存在劣势，影响公司份额。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	707	854	710	711	营业收入	1195	1541	1993	2656
应收款项	559	538	819	1091	营业成本	1026	1193	1492	1980
存货净额	292	315	466	575	营业税金及附加	19	23	30	40
其他流动资产	77	80	116	146	销售费用	22	31	50	60
流动资产合计	1635	1787	2110	2523	管理费用	75	143	184	190
固定资产	340	340	338	333	财务费用	(2)	0	0	0
无形资产及其他	86	82	78	73	投资收益	6	0	0	0
投资性房地产	32	32	32	32	资产减值及公允价值变动	(55)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	185	0	0	0
资产总计	2094	2242	2558	2963	营业利润	191	131	217	366
短期借款及交易性金融负债	0	43	28	33	营业外净收支	3	6	4	5
应付款项	321	344	464	598	利润总额	194	137	221	371
其他流动负债	111	94	150	175	所得税费用	5	4	11	37
流动负债合计	432	481	642	806	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1195	1541	1993	2656
其他长期负债	29	35	43	50					
长期负债合计	29	35	43	50	现金流量表 (百万元)				
负债合计	462	516	685	856	净利润	189	133	210	334
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	15	(3)	(1)	(1)
股东权益	1633	1726	1873	2106	折旧摊销	89	44	47	51
负债和股东权益总计	2094	2242	2558	2963	公允价值变动损失	55	20	20	20
					财务费用	(2)	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	(167)	4	(285)	(246)
每股收益	0.33	0.24	0.37	0.59	其它	(15)	3	1	1
每股红利	0.00	0.07	0.11	0.18	经营活动现金流	166	201	(8)	159
每股净资产	2.89	3.06	3.32	3.73	资本开支	41	(57)	(59)	(62)
ROIC	3%	9%	13%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	12%	8%	11%	16%	投资活动现金流	41	(57)	(59)	(62)
毛利率	14%	23%	25%	25%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	10%	12%	15%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	14%	16%	支付股利、利息	(2)	(40)	(63)	(100)
收入增长	-16%	29%	29%	33%	其它融资现金流	(214)	43	(14)	5
净利润增长率	-137%	-30%	58%	59%	融资活动现金流	(217)	3	(77)	(96)
资产负债率	22%	23%	27%	29%	现金净变动	(10)	147	(144)	1
息率	0.0%	0.4%	0.7%	1.1%	货币资金的期初余额	717	707	854	710
P/E	47.6	67.8	42.8	26.9	货币资金的期末余额	707	854	710	711
P/B	5.5	5.2	4.8	4.3	企业自由现金流	15	138	(72)	90
EV/EBITDA	66.3	48.8	34.0	22.5	权益自由现金流	(199)	180	(86)	95

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±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±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