安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 05 月 03 日

通宇通讯（002792.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

通信终端及配件

基站天线行业龙头，5G 大周期有望带来新一轮增长

■抓 4.5G、5G 战略，卡位市场先发制人：随着 4.5G、5G 的到来，技术的提升带动了天线、射频器件需求的提升，公司开始着力布局相关产品的研发。目前，公司已经在 3D Massive-MIMO、产品小型化等方面建立了一定的技术优势，有望率先推出有源天线等产品，抢占市场先机，随着 4.5G、5G 的临近，公司业绩有望快速增长。

■运营商“低频重耕”行情回暖，支撑业绩增长：中国移动 LTE 五期集采量超预期，中国电信、中国联通频段重耕采购项目也有望于 2017 年启动，行业利好不断。从 16 年 6 月至今，公司展现出了良好的拿单能力，已经两次中标中国电信基站天线项目，中标金额共计 6.06 亿元人民币，约占 16 年销售额的 50%。未来，随着电信、联通低频段深耕项目的不断推进，公司业绩有望进一步增长。

■联手 Prism 提升研发实力，抢占海外市场先机：公司 2016 年以 605 万欧元收购 Prism Microwave Oy 的射频器件相关业务，本次收购有利于加速公司有源天线的研发进程。同时，可借助收购芬兰知名企业，将商业市场领域拓展到欧洲区域，为进军海外市场打好夯实的基础。

■海外市场缓解季度波动，拓展国际市场助力公司业绩：在海外，4G 网络的建设存在着地域性发展不均衡的问题，海外 4G 相关市场或将成为国内市场需求季节波动的有效补充。公司已初步建立了海外营销网络，其中，拉脱维亚的欧盟工厂已经投产。据公司公告称，2016 年上市后，将募投资金中的 3000 万元用于扩建印度、美国、巴西和瑞典等 4 个主要营销网络，新建日本、阿联酋，新加坡，墨西哥、西班牙、俄罗斯及南非等 7 个国际营销服务网络，有望抓住国际市场的商业机会，抢占海外市场，平滑公司整体业绩的季节波动。

■并购基金助力公司整合全产业链资源：公司 2017 年对西安星恒通通信技术有限公司进行并购，通过此次并购，公司完善了通信产业链的整体布局，打造了产业生态，提高了公司在产业领域内的市场地位。同时，公司还先后成立 2 个并购投资基金，累计投入 8 亿元人民币，并购基金的成立可以帮助通信产业链布局，寻找通信行业新的发力点。

■投资建议：通宇通讯是国内基站天线和射频器件的领先制造厂商之一，公司紧跟行业发展动态，在企业自身的研发、生产以及销售实力

投资评级 买入-A

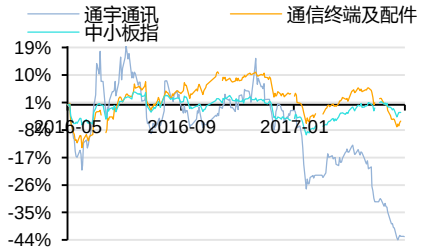
首次评级

6 个月目标价：	48.84 元
股价（2017-05-02）	31.44 元

交易数据

总市值（百万元）	7,098.84
流通市值(百万元)	2,239.88
总股本（百万股）	225.79
流通股本(百万股)	71.24
12 个月价格区间	30.83/94.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.86	-30.54	-42.73
绝对收益	-16.69	-26.11	-42.65

夏庐生 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517020003
xials@essence.com.cn
021-35082732

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

方面，并成立基金用于整合通信产业链，从而提高自身盈利水平。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 14.81 亿元（+21.50%）、20.77 亿元（+40.26%）、35.46 亿元（+70.72%），净利润分别为 2.50 亿元（+19.63）、3.50 亿元（+40.11%）、6.00 亿元（+71.34%），对应 EPS 分别 1.11 元、1.55 元、2.66 元，对应 PE 分别为 28 倍、20 倍、12 倍。参考行业可比公司 2017 年动态平均估值 44 倍的水平，我们给予通宇通讯公司 2017 年动态 PE 44 倍的合理估值，6 个月目标价 48.84 元，首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

■**风险提示：**运营商“低频重耕”进度不达预期；4.5G 建设不及预期；5G 部署进程未达预期；海外 LTE 网络建设不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,328.5	1,218.8	1,480.8	2,077.0	3,545.9
净利润	247.4	209.1	250.1	350.4	600.4
每股收益(元)	1.10	0.93	1.11	1.55	2.66
每股净资产(元)	4.72	8.20	9.33	10.88	13.54

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	28.7	34.0	28.4	20.3	11.8
市净率(倍)	6.7	3.8	3.4	2.9	2.3
净利润率	18.6%	17.2%	16.9%	16.9%	16.9%
净资产收益率	23.2%	11.3%	11.9%	14.3%	19.6%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	66.5%	25.8%	20.5%	44.4%	47.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 通宇通讯：国内基站天线和射频器件的领先企业之一 5
1.1. 公司发展简介 5
1.2. 公司股权结构 5
1.3. 公司财务数据 7
2. 后 4G 周期，基站天线行业淡季不淡、潜在利好不断 8
2.1. 全球移动宽带网络建设不均衡，4G 发展仍大有可为 9
2.2. 中国电信、中国联通"低频重耕"，行业将迎新机遇 9
2.3. 4.5G 激发行业新需求，5G 引领天线步入快车道 11
3. 加大研发投入、提前布局下一代基站天线 12
4. 收购芬兰 Prism，射频器件质、量双升 14
4.1. 射频器件行业大有可为 14
4.2. 收购芬兰 Prism Microwave Oy，公司射频器件质、量双升 15
5. 做大微波天线、做强有源天线 16
5.1. 做大微波天线 16
5.2. 做强有源天线 17
6. 外延并购加速，致力整合通信产业链 18
7. 盈利预测与投资建议 19
8. 风险提示 20

图表目录

图 1：公司股权结构图 6
图 2：2012-2016 年公司营业收入及增速 7
图 3：2012-2016 年公司归母净利润及增速 7
图 4：2012-2016 年公司毛利及增速 7
图 5：2012-2016 年公司毛利率及净利率 7
图 6：2012-2016 年同行业公司毛利率（%） 8
图 7：2016 年公司海内外营业收入占比（%） 8
图 8：2012-2016 年同行业公司海外营收占比（%） 8
图 9：室外基站天线 9
图 10：室内基站天线 9
图 11：2010-2016 年全球 LTE 商用网络数量 9
图 12：2013-2018 年全球无线通信资本开支规模 9
图 13：基站天线产业链 10
图 14：2014-2016 年三大运营商资本开支 10
图 15：2011-2019 年基站天线市场规模 10
图 16：2014-2016 年三大运营商新增基站数（万个） 10
图 17：移动通信标准发展历程 12
图 18：4G-5G MIMO 技术演进 12
图 19：5G 核心技术 12
图 20：2012-2015 年基站天线业务营收、营收增速及毛利 13
图 21：2012-2016 年公司基站天线业务营收占总收入比重 13

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 22：国际基站天线市场主要竞争格局和市场份额 13
图 23：国内基站天线市场主要竞争格局和市场份额 13
图 24：2012-2016 年公司研发支出 14
图 25：射频器件示意图 14
图 26：射频器件产业链 14
图 27：射频前端各个细分方向市场规模（十亿美元） 15
图 28：2014-2020 年移动终端射频器件市场规模 15
图 29：2012-2016 年公司射频器件营收、营收增速及毛利 15
图 30：微波天线 17
图 31：2012-2016 年公司微波天线营收、营收增速及毛利 17
图 32：有源天线 17
图 33：西安星恒通产品 19

表 1：公司发展历程 5
表 2：三大运营商频段划分 11
表 3：通宇通讯可比公司估值 20

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 通宇通讯：国内基站天线和射频器件的领先企业之一

1.1. 公司发展简介

通宇通讯创立于 1996 年，主要从事通信天线及射频器件研发，为移动通信运营商、设备集成商提供包括移动通信基站天线、射频器件、微波天线等在内的综合解决方案。同时，公司可根据客户需求，为其量身定做包括网络架构设计、产品配置选型、检测及优化服务等内容的移动覆盖综合解决方案。

经过十余年的积累，公司已形成通信天线及射频器件的完整产品线，开发出 698-960MHz 低频超宽频带的系列基站天线、1710-2690MHz 高频超宽频带的系列基站天线、TD-SCDMA 智能天线、TD-LTE 智能天线以及基站用双工器、合路器、6GHz-90GHz Class3 及 Class4 系列微波天线等主导产品，可满足目前国内外 2G、3G、4G 等多网络制式的多样化产品需求。目前，公司的基站天线业务位列国内第二、全球第七，是国内基站天线领域龙头企业之一。

表 1：公司发展历程

1994 年	**吴中林先生成功研发中国第一面移动通信基站天线；**
1996 年	通宇通讯成立；
2000 年	小灵通天线成功推向市场；
2001 年	通过 ISO9001 认证；
2002 年	销售总额超过一亿元，通过中国移动和中国联通的认证；
2003 年	通过华为技术有限公司的认证；
2004 年	通过西门子和大唐的认证，公司通过 ISO14001 认证；
2005 年	TD-SCDMA 智能天线产业化项目列入国家高技术产业化专项；
2006 年	通过阿尔卡特-朗讯、中兴的认证，通宇通讯开始与 Triasx 合作开发生产射频器件；
2007 年	销售总额超过三亿元，收购西安宇田微波天线厂，并成立自己的射频器件研发团队；
2008 年	通过诺基亚-西门子的认证；
2009 年	被认定为广东省企业技术中心，注册成立中山市通宇通信技术有限公司；
2010 年	人力资源和社会保障部、全国博士后管委会共同认定设立的博士后科研工作站成立，改制为股份有限公司；
2011 年	通宇通讯子公司中山市通宇通信技术有限公司投产，通过沃达丰认证；
2012 年	D12 项目实施，导入 GE4R 执行力管理体系；
2013 年	通过 OHSAS18001 认证；
2014 年	通宇通讯生产基地拉脱维亚（欧盟）工厂、荆州工厂成立并投产；精益生产项目实施。

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

技术方面，公司参与制定了移动通信国家标准《移动通信天线通用技术规范 GB/T9410-2008》，移动通信行业标准《TD-SCDMA 数字蜂窝移动通信网智能天线 YD/T1710.1-2007》。作为国家火炬计划重点高新技术企业，公司于 2012 年被授予广东省移动通信基站天线与射频器件工程技术研究开发中心称号，并加入广东省北斗卫星导航产业联盟。

客户方面，公司已得到了包括中国移动、沃达丰、中国联通、中国电信、印度信实、西班牙电信、俄罗斯电信等在内的国内外大型通信运营商的广泛认可，产品同时还被爱立信、华为、阿尔卡特-朗讯、诺基亚等大型设备集成商所配套集成。目前，公司产品及服务已拓展至中国香港、印尼、印度、日本、俄罗斯等诸多国家，在国际市场上具备较强的竞争力。

1.2. 公司股权结构

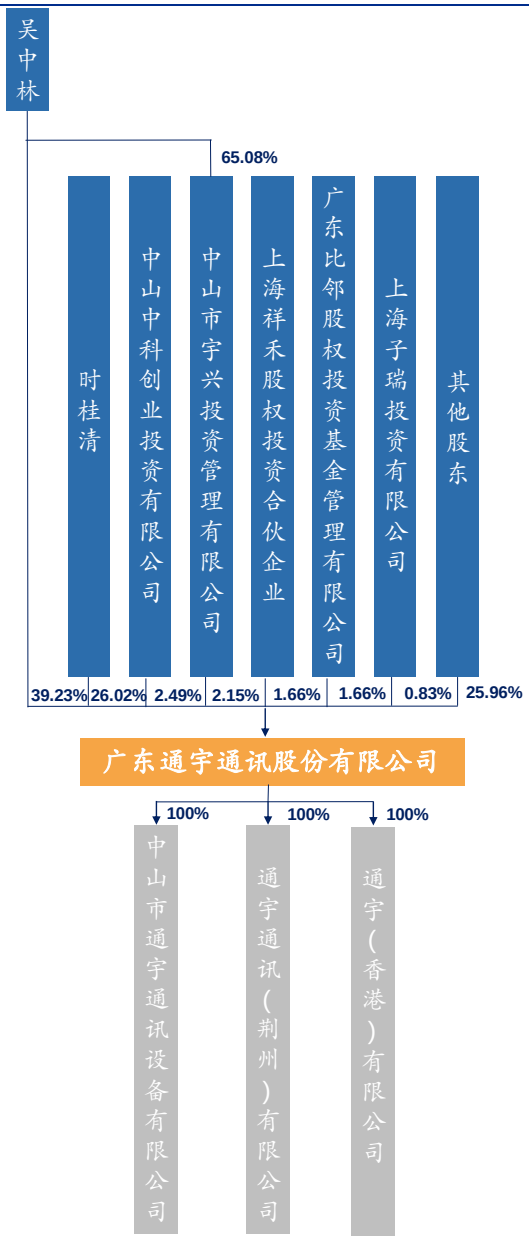
2016 年 3 月 28 日公司在深交所上市，公开发行 3750 万股，其中新股发行 3000 万股，老股转让 750 万股，发行后总股本为 1.50 亿股。2016 年 6 月 7 日，公司进行转增，转增后总股本为 2.25 亿股。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司股权结构方面，公司董事长吴中林直接持有公司股份 39.23%，总经理时桂清直接持有公司 26.02%股权。吴中林与时桂清为夫妻关系，双方共持有公司 65.25%股权，为公司的实际控制人。

子公司方面，公司持有中山市通宇通讯设备有限公司 100%股权，持有通宇通讯(荆州)有限公司 100%股权，持有通宇(香港)有限公司 100%股权。目前，公司正在对西安星恒通通信技术有限公司进行收购，共出资 2880 万元，占 60%股权。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

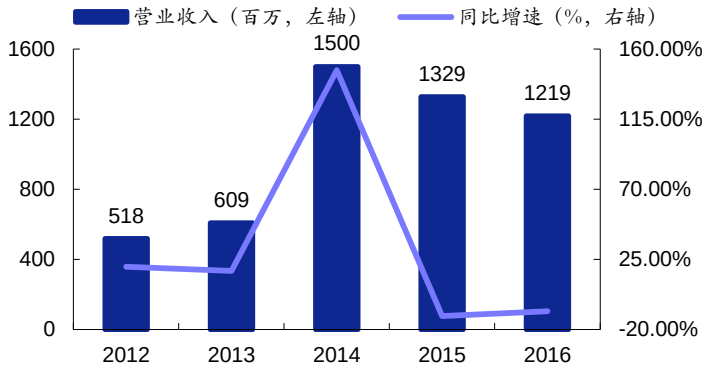
2016 年 10 月，公司公告员工股权激励计划，激励对象的限制性股票数量为 106.3 万股，占公司发布公告时总股本 22500 万股的 0.47%。授予对象包括公司的中层管理人员以及公司的核心业务（技术）人员共 74 人，授予价格为 29.53 元/股。解锁股权激励的考核目标为 2016 年实现净利润不低于 1.8 亿元，2017 年实现利润不低于 2.16 亿元，2018 年实现净利润不低于 2.6 亿元。股权激励政策有利于公司凝聚核心骨干人才，调动员工的积极性，提升核心竞争力，确保实现公司的战略目标。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1.3. 公司财务数据

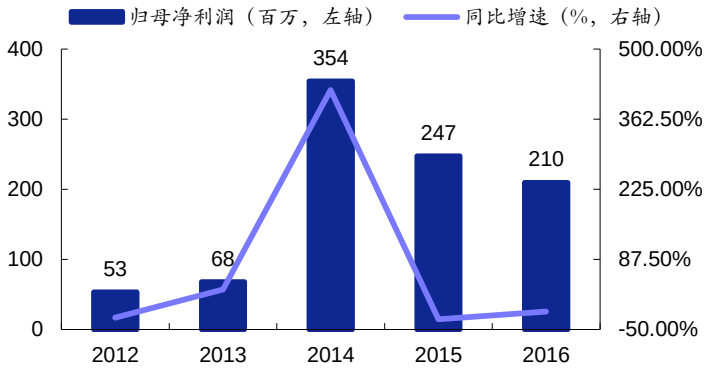
公司 2016 年实现营业收入 12.19 亿元，同比减少 8.26%，实现归属母公司股东的净利润 2.10 亿元，同比减少 15.51%，对应毛利率和净利率分别为 39.32%和 17.15%，同比分别微降 0.18%和 1.47%。

图 2：2012-2016 年公司营业收入及增速



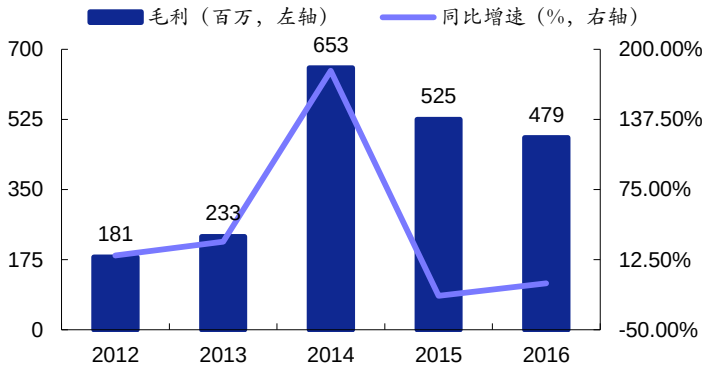
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：2012-2016 年公司归母净利润及增速



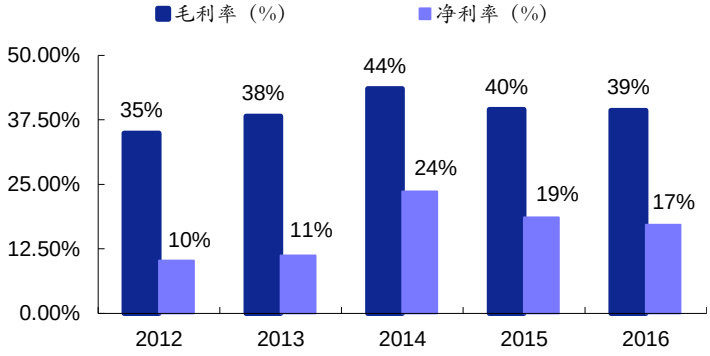
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2012-2016 年公司毛利及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：2012-2016 年公司毛利率及净利率

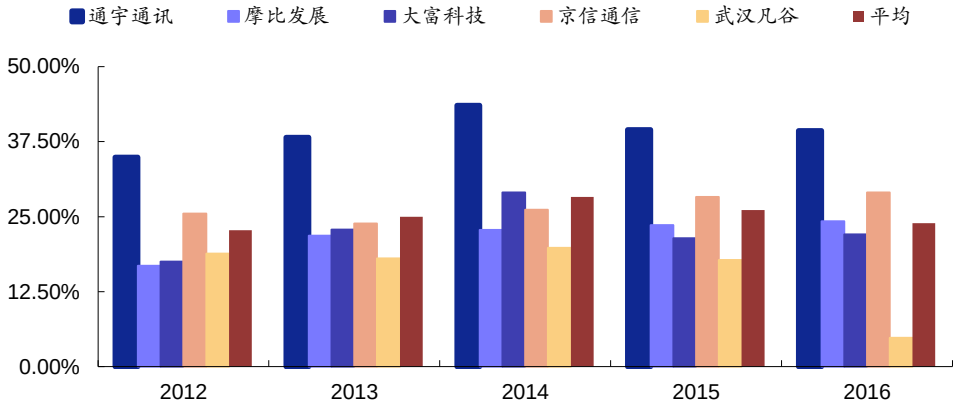


资料来源：wind，安信证券研究中心

公司 2016 年业绩下降的主要原因是通信天线市场竞争激烈，公司产品毛利率有所降低，并且，为了备战 5G，公司加大了对研发的投入。另外，公司主要客户之一的中国电信集采招标晚于预期，导致 2016 年下半年中标订单无法在当年确认收入。尽管 2016 年表现不尽如人意，但随着 4.5G 和 5G 陆续投入建设，以及三大运营商实施“700M/800M/900M 低频重耕”，通信天线行业有望在 2017~2018 年扭转发展迟缓的不利局面，重回上升轨道。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

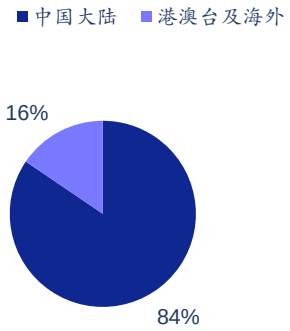
图 6：2012-2016 年同行业公司毛利率（%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

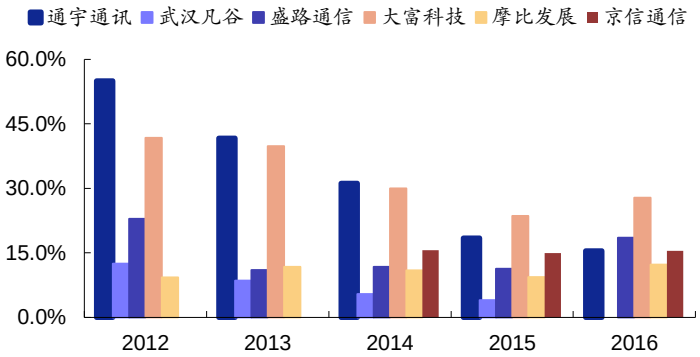
尽管公司毛利率水平在 2014 年之后有所下滑，但与同期的同行业公司相比，公司盈利能力也处于前列。2016 年，同行业 5 家公司平均毛利率仅为 23.89%，其中，京信通信毛利率达到 29.03%，高于摩比发展、大富科技、武汉凡谷，但仍落后于通宇通讯。公司毛利率高于同行业的主要原因为：1）公司基站天线产品占比较高，而基站天线产品毛利率较高。2）公司基站天线产品多为多端口电调基站天线、智能化天线等高端产品，该类产品技术附加价值高，产品毛利率高。3）公司海外客户较多。公司 2016 年海外营收占比 15.51%，同行业的京信通信为 15.49%，摩比发展为 12.26%。海外共用基站情况较为普遍，导致多端口基站天线需求量较大，该品类产品毛利较高。

图 7：2016 年公司海内外营业收入占比（%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：2012-2016 年同行业公司海外营收占比（%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

2. 后 4G 周期，基站天线行业淡季不淡、潜在利好不断

通信天线按照天线在通信网络中的应用，一般可分为网络覆盖类天线、通信传输类天线及终端接收类天线。基站天线属于网络覆盖类天线，是用户用无线方式与基站设备连接的信息出入口，是载有各种信息的电磁波能量转换器，其性能将直接影响到移动通信的质量水平。

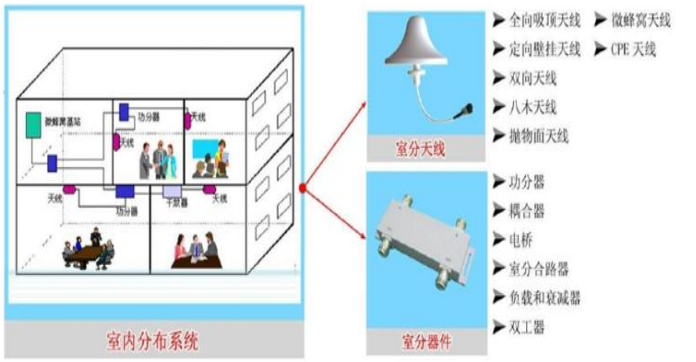
我国现有的移动通信系统中，常见的基站天线主要分为室外基站天线及室内分布天线，又被称为室内基站天线。室外基站天线安装在通信基站上，通过提供特定形状的辐射电波构成移动通信网的无线路由。根据天线辐射电波形状的不同，分为全向天线、单极化定向天线、双极化定向天线、固定角天线及电调天线等。室内分布天线主要安装在移动通信信号的盲区，如隧道、地下车库、室内建筑等，用于优化和增强网络覆盖，常见的室内分布天线有吸顶天

线及壁挂天线等。公司主要产品涵盖室外基站天线及室内基站天线。

图 9：室外基站天线

资料来源：公司招股说明书

图 10：室内基站天线

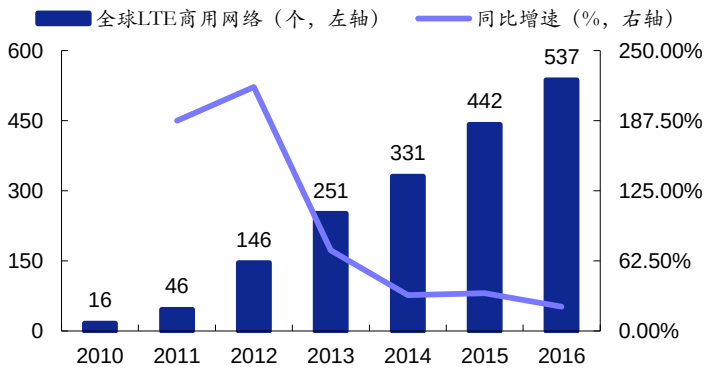


资料来源：公司招股说明书

2.1. 全球移动宽带网络建设不均衡，4G 发展仍大有可为

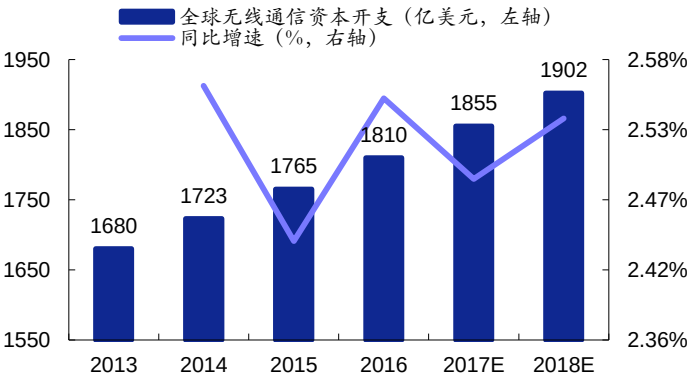
相较于国内 4G 建设，全球部分地区移动宽带市场发展仍存在不平衡的情况，如俄罗斯、印度及部分拉美国家的 4G 建设仍处于相对滞后的水平。根据 Ovum 统计，LTE 发展在地区上并不均衡，位于领先地位的前 5 个国家的 4G 用户数占全世界 4G 用户数的近 75%，并且 2015 年第四季度的全球 4G 增长主要来自中国，贡献超过 30%，而全球 4G 用户渗透率仅为 17% 左右，还处于较低水平。未来，在俄罗斯、巴西等国家地区的 4G 网络将继续建设，渗透率将会逐步提升，从全球的角度来看，4G 网络的建设仍有较大提升空间。而根据 GSMA 统计，2016 年全球 194 个国家共有 738 家运营商正在投资建设 LTE 网络，但仅有 537 家正式商用，预计未来一到两年内，4G 在全球范围仍将处于建设高峰期，全球运营商在移动宽带网络领域的资本开支也将维持较高水平。据微波射频网预测，2017 年全球移动通信资本开支将达到 1855 亿美元。考虑到基站天线市场约占整个无线通信资本开支的 1.12-1.60%，因此，2017 年基站天线全球市场规模约为 30 亿美元。

图 11：2010-2016 年全球 LTE 商用网络数量



资料来源：GSMA，安信证券研究中心

图 12：2013-2018 年全球无线通信资本开支规模



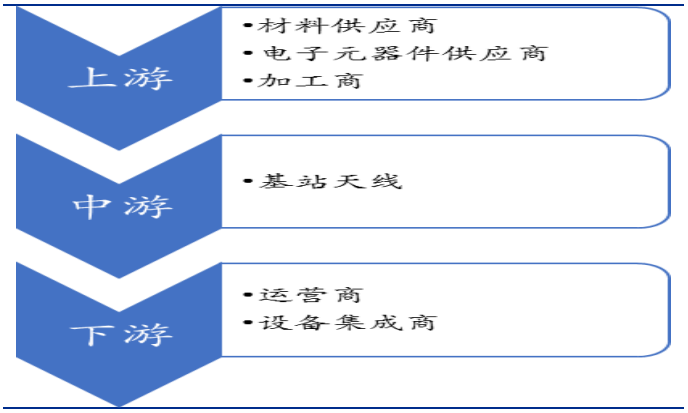
资料来源：微波射频网，安信证券研究中心

2.2. 中国电信、中国联通“低频重耕”，行业将迎新机遇

从产业链来看，通信天线产业的上游供应商主要包括五金、电缆及塑料等材料供应商、电子元器件供应商及加工商；下游客户主要包括移动通信运营商，如中国移动、中国联通及中国电信；通信设备集成商，如华为、爱立信及中兴等。除直接采购外，运营商还可以通过通信设备集成商采购通信天线。

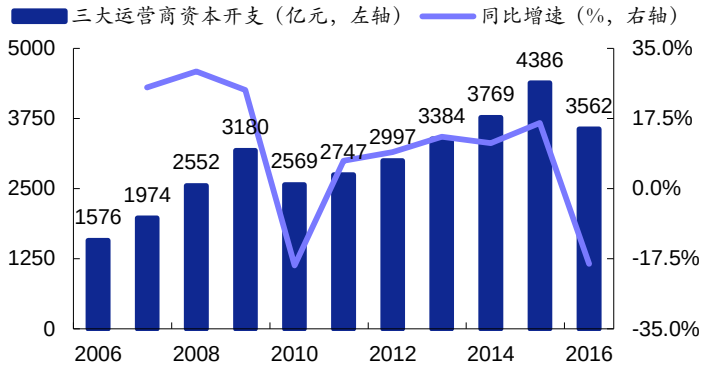
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 13：基站天线产业链



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 14：2014-2016 年三大运营商资本开支

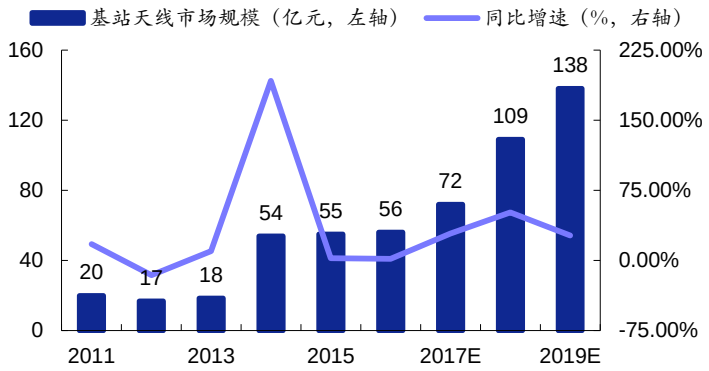


资料来源：前瞻产业研究院、安信证券研究中心

在整个移动通信网络投资中，移动通信基站担负着移动通信系统中网络的接入功能，移动通信基站的布网模式、覆盖程度、密度及技术效果直接影响无线通讯服务质量。因此，移动运营商都很重视基站的投资，根据中国信息产业网数据，通常基站占到整个移动接入网投资的40%左右。进一步来看，基站又是由基站天线及基站控制器、收发信机、射频器件以及基站电源、传输线、空调、防雷器件等附属设施等共同构成的，其中基站天线和射频器件是移动通信网络最前端的部分，直接影响到网络覆盖和用户体验。一般情况下，基站天线占基站设备投资的比例约在 2.8%-4%。根据中国产业信息网统计，2016 年国内基站天线市场规模为 56 亿元，同比上涨 1.82%。

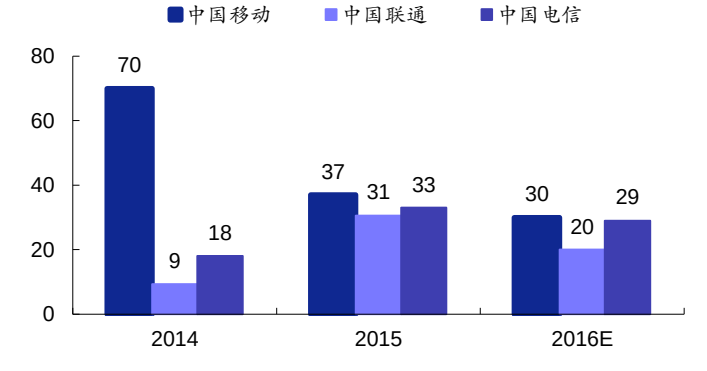
目前，国内 4G 的主导者中国移动已基本实现了全国绝大部分城市、县城的连续覆盖，发达乡镇、农村的数据业务热点覆盖， 4G 基站建设已步入投资末期。但随着电信和联通“低频重耕”的推进，基站及基站天线或将又迎来一波建设的小高峰。中国电信方面，中国电信启动了 LTE 基站五期集采，规模达到 30 万站，与之配套的天线集采达到 74 万套。中国联通方面，工信部已批复同意联通调整 900MHz、1800MHz 及 2100MHz 频段频率用于 LTE 组网，预计 2017 年展开规模建设。此外，800MHz 及 900MHz 等低频段因为其具备覆盖广的技术优势，相较于 2100MHz 等高频段更适合叠加实施 NB-IoT 技术，因此，随着 NB-IOT 窄带物联网市场的推进，基站天线行业也有望迎来新机遇。

图 15：2011-2019 年基站天线市场规模



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图 16：2014-2016 年三大运营商新增基站数（万个）



资料来源：中国移动、中国联通、中国电信、安信证券研究中心

表 2：三大运营商频段划分

运营商	网络制式	上行/MHz	下行/MHz
中国移动	GSM	885-909	930-954
	DCS	1710-1735	1805-1830
	TD-SCDMA	1880-1900	2300-2400
		2010-2025	2300-2400
	TD-LTE	1990-1920	2575-2635
		2010-2025	2575-2635
中国联通	GSM	909-915	954-960
	DCS	1745-1755	1840-1855
	WCDMA	1940-1955	2130-2145
	TD-LTE	2300-2320	2555-2575
	LTE FDD	1755-1765	1850-1860
中国电信	CDMA	820-830	870-880
	TD-LTE	2370-2390	2635-2655
	LTE FDD	1765-1780	1860-1875

资料来源：工信部，安信证券研究中心

在电信及联通的“低频重耕”市场中，公司也展现出了优秀的订单获取能力。2016 年 7 月 14 日，公司公告中标中国电信 LTE 基站天线（2016 年）集中采购项目，中标金额为 26920 万元（含税）。2017 年 2 月 7 日，公司公告中标中国电信 800M/2G LTE 基站天线（宽频 4+4 端口/标配 RCU，2016 年）集中采购项目，中标金额为 33635 万元（含税）。并且，中国移动 LTE 第五期集采量超出了预期。2017 年 4 月 17 日，中国移动启动 2017~2018 年基站天线集采，预估总量 94.6 万面，包括智能天线 5 种、双通道天线 9 种等 900MHz/1800MHz/F/A/D 频段共 23 类型号，其中支持 900M 频率的天线达到 62.8 万面，占比 66.4%，无论是招标规模还是 900M 频率天线占比都超过行业人士之前的普遍预期。同时，中国移动本次招标共分 6 个标段，每个标段独立评标，相比于 2016 年，每个标段综合排名第一的公司将有望获得大份额，部分标段排名第一的甚至可以获得 70%的份额。中标份额的集中化，将有利于通宇通讯这样的龙头企业。对于中国联通，900M 频段重耕采购项目也有望于 2017 年启动。未来，随着电信、联通“低频重耕”项目的不断推进以及中国移动基站天线集采的落地，公司有望凭借自身综合竞争优势，获得更多订单。

2.3. 4.5G 激发行业新需求，5G 引领天线步入快车道

随着移动视频行业的快速发展，VR、AR 等技术的逐步渗透，个人移动流量仍将保持较快增速。根据华为预测，到 2020 年预计平均每用户每月移动流量将达到 5GB，4G LTE 网络或将无法满足个人流量需求的快速增长，在 5G 规模商用之前，移动宽带网络或将进入 LTE-Advanced 和 LTE-Advanced pro 时代，即 4.5G 阶段。

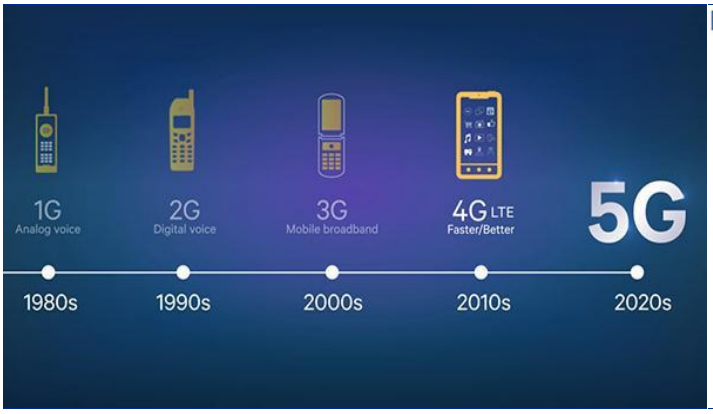
根据 GSMA 统计，2016 上半年全球约有 30 张商用或正在商用部署的 4.5G 网络。根据华为统计，2016 年超过 60 张 4.5G 网络投入商用，2017 年将会有越来越多的运营商进行 4.5G 部署。2017 年 1 月，美国 AT&T 和 T-Mobile 分别公布 4.5G 部署计划，而在 2016 年 12 月，美国 Sprint 率先承诺将在 2017 年推出千兆级 4.5G 移动宽带服务。中国移动也宣布从 2017 年 2 月起将在香港提供 4.5G 移动宽带服务。

作为移动通信基站数据流量的吞吐口，基站天线既是决定基站数据业务带宽能力的第一步也是最后一步，在基站数据传输能力的提升中，瓶颈特性显著。4.5G 要在基站的传输性能上有大幅度的提升，就需要基站天线技术更强力的支持。为此，4.5G 引入了复杂载波聚合技术，采用更强吞吐能力的 4X4 MIMO 天线甚至 Massive MIMO 天线来替代传统的 2X2 天线技术，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

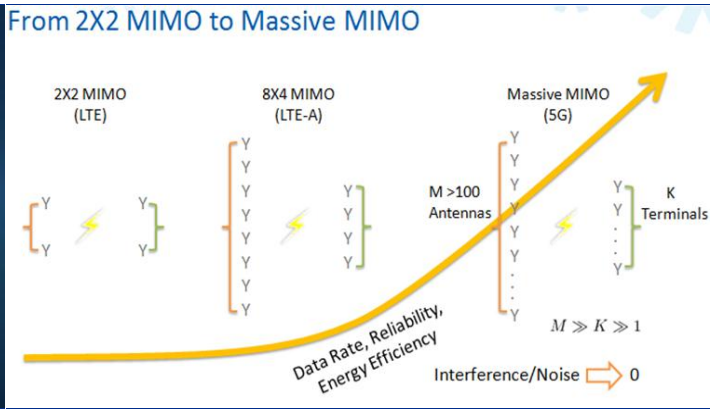
以获取更高速的数据吞吐能力，从而 4.5G 要求部署更密集的天线矩阵，因此基站天线需求将随着 4.5G 部署有望成倍增长。

图 17：移动通信标准发展历程



资料来源：中国通讯网

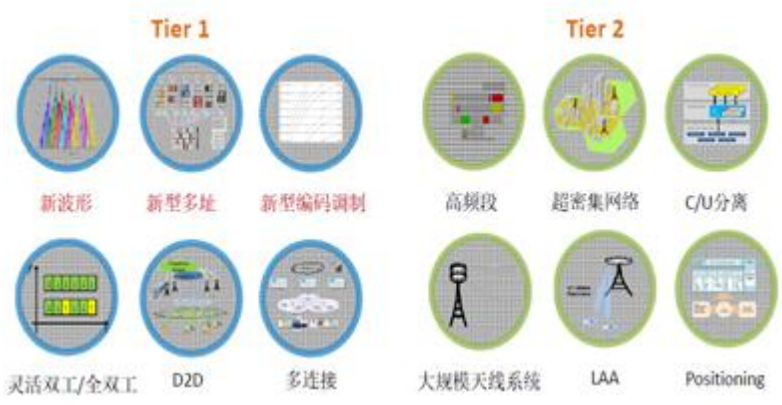
图 18：4G-5G MIMO 技术演进



资料来源：中兴通讯

短时间内，4.5G 的建设或将满足人们对更高速的移动宽带的种种需求，但从长远来看，5G 的规模部署已成为必然趋势。据 C114 网站新闻报道，韩国 SK 电讯计划在 2017 年进行预商用的 5G 移动通信网络部署。我国也已经完成了主要 5G 无线和网络关键技术的性能和功能测试，并计划 2020 年展开规模商用。大规模天线技术和超密集组网技术是 5G 技术中的重要技术。其中大规模天线技术将直接增加基站携带的天线数量，根据 EEFOCUS 预计，到 2020 年，MIMO 64x8 或将成为标准配置，基站天线的配置数量增长 30 倍，手机天线数量需要增长 3 倍，由此大幅提升天线市场空间。而超密集组网技术则需要增加基站数量，基站数量的大规模增加，也会带动基站天线需求的大规模增加。从时间上看，天线一般为无线技术的先周期板块，5G 技术也不例外，所以基站天线作为 5G 技术的先周期板块，或将率先启动。因此，4.5G 和 5G 的接续式发展，将引领基站天线市场规模再次进入发展的快车道。

图 19：5G 核心技术

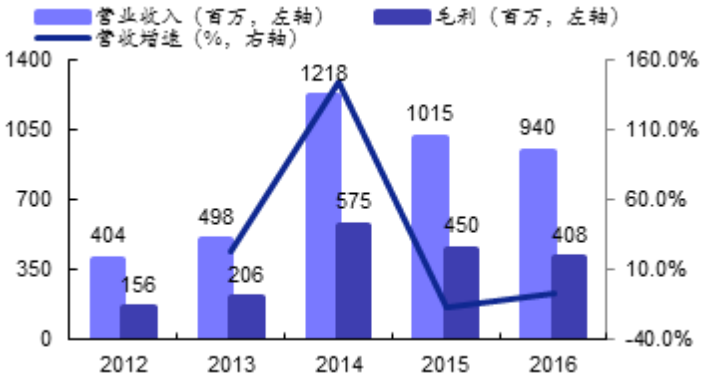


资料来源：IMT-2020 推进组

3. 加大研发投入、提前布局下一代基站天线

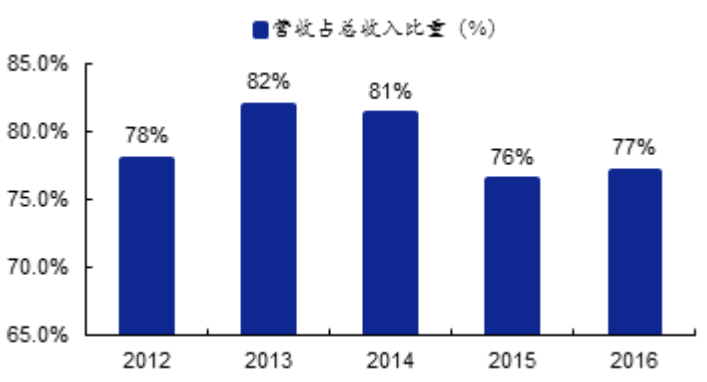
基站天线是公司的主营业务之一。2012~2016 年，基站天线占总收入的比重均超过 70%。公司 2016 年基站天线业务营业收入为 9.40 亿元，同比下降 7.42%，占总收入比重 77%，毛利为 4.08 亿元。

图 20：2012-2015 年基站天线业务营收、营收增速及毛利



资料来源：Wind,安信证券研究中心

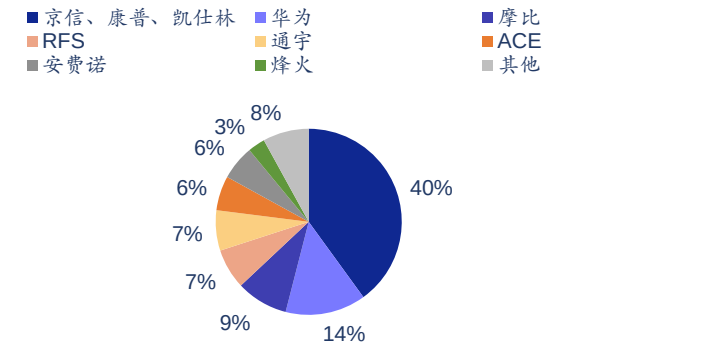
图 21：2012-2016 年公司基站天线业务营收占总收入比重



资料来源：Wind,安信证券研究中心

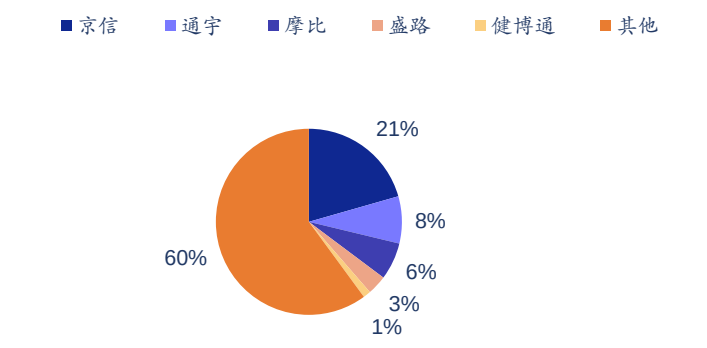
从基站天线的出货量来看，公司在业界的排名前十。根据美国 EJL Wireless Research 统计数据显示，全球基站天线出货量前十的厂家中，中国厂家占据五席，分别是京信、华为、摩比、通宇及烽火，出货量占比分别为 17.3%，14%，9%，7%和 3%。

图 22：国际基站天线市场主要竞争格局和市场份额



资料来源：EJL Wireless Research LLC，安信证券研究中心

图 23：国内基站天线市场主要竞争格局和市场份额

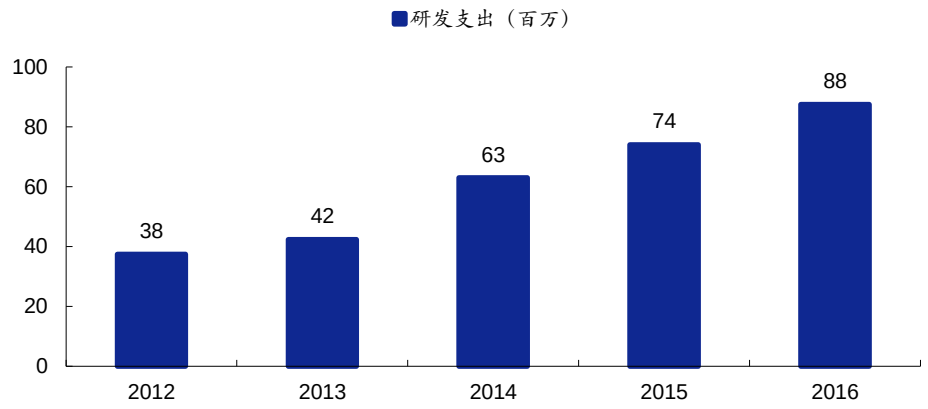


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

在天线行业，技术为立足之本，特别在 5G 时代，运营商对于天线技术、设计、以及质量的要求更为严苛。公司借助已有品牌，同时也加大对技术的投入，抢先卡位 5G 市场，或增强公司的竞争实力，或提升公司中长期的业绩表现。公司一直以来对研发投入十分重视。公司的研发预算固定为上年度销售总额的 3%至 6%，即使在营收增长放缓的情况下，公司的研发支出也在逐年增加，从而保证公司在天线领域的竞争实力。在 4.5G 及 5G 渐热的环境下，公司大力布局了相关产品的研发。目前，公司已经在 3D Massive-MIMO、天线小型化、有源天线及产品集成化等方面建立了一定的技术优势。其中，天线解决方案已经被爱立信、诺基亚所采用，充分说明了公司的技术实力。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 24：2012-2016 年公司研发支出



资料来源：wind，安信证券研究中心

2016 年，公司募集资金 6.64 亿元，用于多个基站天线项目（如超高性能微波天线、有源一体化天线系统、超宽带电调基站天线的大倾角及小型化、TD-SCDMA/TD-LTE 宽带及独立电调智能天线研发等项目）的研发投入。其中，2.24 亿元用于建设自动、半自动组装生产线 22 条，自动、半自动包装线 16 条，辅料生产线 8 条，电调控制单元 RCU 自动生产线 1 条，计划建设期为 18 个月，建设完成后将实现新增基站天线产品产能 25 万套/年，达产后正常满负荷生产年均销售收入为 4 亿元人民币，利润总额为 1.04 亿元人民币，年均净利润为 8864.24 万元人民币。

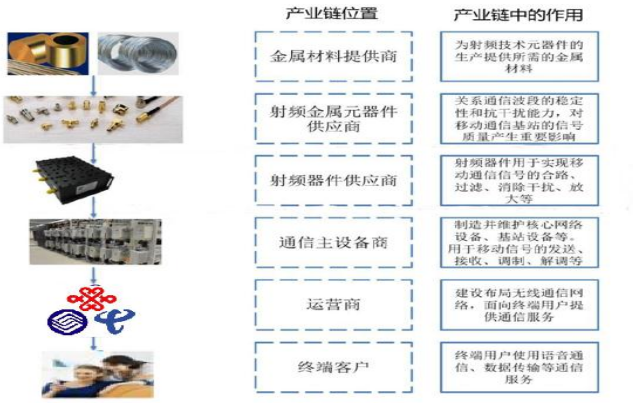
4. 收购芬兰 Prism，射频器件质、量双升

射频器件是移动通信基站和天馈系统的核心部件之一。射频器件主要包括各种类型的滤波器、双工器、合路器、塔放、馈电单元、功分器、耦合器、天线控制单元等产品。射频器件主要应用于信息、通信、国防安全、航空航天、交通等领域，主要作用为保证通信系统、数据网络的使用与稳定。射频器件的主要客户为国内外通信系统的运营商和基站设备的集成商。

图 25：射频器件示意图

资料来源：公司招股说明书

图 26：射频器件产业链



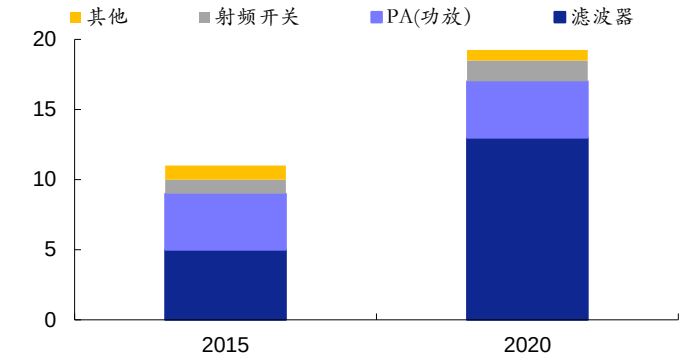
资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

4.1. 射频器件行业大有可为

从行业的需求端来看，射频器件是基站的重要组成部分，作为移动通信网络最前端的部分之一，直接影响到网络覆盖和用户体验。根据中国信息产业网数据，射频器件价值占整个基站价值的 6-8%。

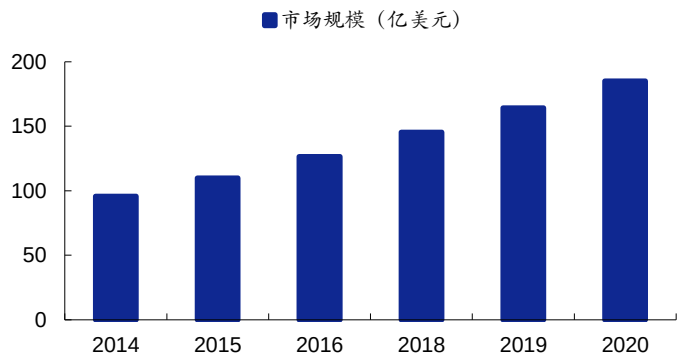
未来随着国内电信、联通的低频重耕，全球 4G 网络的继续铺设以及国内外 4.5G、5G 等技术的不断推进，射频器件的市场规模也将水涨船高。另一方面，随着物联网的发展，射频器件的需求也将激增。据 Gartner 统计预测，在 2015 年，全球消费行业仅仅只有 29 亿部联网设备，工业领域仅 7.36 亿部联网设备。2020 年，联网设备预计将达到 250 亿部，约 7 倍的增长。相应地，射频器件年产值也将有所增加。据 Gartner 预计，射频器件全球市场规模将从 2015 年的 100 亿美元增加到 2020 年的 185 亿美元，复合增速在 13%以上。国内市场方面，由于全球通信设备最大的五大厂商中，华为、中兴基本由本土配套厂家提供天线和射频等部件，加上其他海外知名厂商都倾向于从中国采购性价比较高的产品，因此，中国有望逐渐发展成为全球的通信设备、射频器件的制造中心。

图 27：射频前端各个细分方向市场规模（十亿美元）



资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

图 28：2014-2020 年移动终端射频器件市场规模

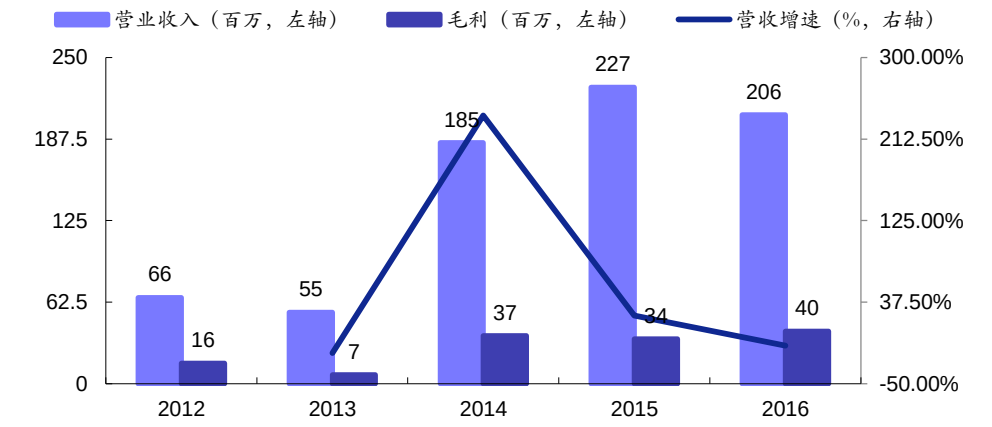


资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

4.2. 收购芬兰 Prism Microwave Oy，公司射频器件质、量双升

射频器件是公司的另一项主营业务，2016 年公司射频器件业务实现营业收入 2.06 亿元，同比下降 9.31%，毛利为 4019 万元人民币。射频器件市场具有较高的技术含量和进入壁垒，因而生产厂家较少，目前主要竞争对手包括美国的康普安德鲁以及国内的武汉凡谷、大富科技、摩比发展等。在射频器件领域，公司是国内少数具备产品独立研发、生产和销售的企业之一，射频器件产品主要销售客户为华为、中兴通讯及安费诺等。目前，相比国内射频器件的同行业上市公司，公司的产能规模及市场占有率相对较低。

图 29：2012-2016 年公司射频器件营收、营收增速及毛利



资料来源：wind，安信证券研究中心

2016 年，公司与芬兰公司 Prism Microwave Oy、Prism Microwave, Inc.Prism 签署《资产和业务收购协议》，并以 605 万欧元收购 Prism Microwave Oy 的射频器件相关业务，包括商标、专利、人员等诸多方面。Prism Microwave Oy 公司在射频器件研发方面，尤其是射频频滤波技术上具有雄厚实力，其掌握的小型化滤波器技术是业界最先进的技术之一，同时也是未来无线应用的核心技术之一。在天线与基站融合的时代，Prism Microwave Oy 的小型化轻型滤波器专利及技术，有助于公司在 5G 市场占得先机，公司可以借助收购芬兰本地企业，拓展欧洲区域市场。从 Prism Microwave Oy 的角度来看，通宇通讯的收购有利于公司解决发展的制约因素，如公司规模较小，缺乏自己的生产线等问题，通宇通讯的生产能力也将满足 Prism Microwave Oy 的产量需求，快速将 Prism Microwave Oy 的相关技术转换为生产力，解决公司一直通过代工去实现创新技术产业化的模式，从而提高公司射频器件相关业务的盈利能力。

除了外延并购，公司也在不断加大自身研发投入、强化研发能力提升。公司 2016 年上市募集资金 6.64 亿元，其中 4980 万元用于新研发中心的建设，其中就包括多频段共站分路合路技术、相近频谱间的抗干扰技术、大功率双工器散热技术、介质多模技术等多项射频器件的相关技术的研发。并且，公司 2016 年上市募集资金中的 1.21 亿元将用于射频器件的产能扩张，项目建设期为 18 个月，建设完成后实现新增射频器件产品产能 10 万套每年，其中定制件 3 万套每年，标准件 7 万套每年。根据公司公告称，项目建设第 2 年可实现消化新增生产能力的 55%，第 3 年消化新增生产能力的 80%，第四年达到消化新增生产能力的 100%。预计项目达产后正常满负荷生产年均销售收入为 1.15 亿元人民币，利润总额为 2546.27 万元人民币，年均净利润为 1909.71 万元人民币。

5. 做大微波天线、做强有源天线

5.1. 做大微波天线

除基站天线和射频器件外，公司现有的营业收入来源还包括微波天线。微波天线主要用于点对点或点对多点微波通信系统，工作频率相对较高，主要用于微基站在没有光缆连接的情况下实现高速信息的回传，并在电力和广播等领域被广泛的应用。

微波天线产品凭借其在保证信号传输和发送质量的前提下占地面积小的优势，在各国广泛使用，尤其在土地私有化及私人运营商多的国家。根据与非网统计，美国 70%的长途电话、日本 50%的长途电话和 80%的电视传输均采用数字微波传输，英国、德国、意大利、瑞典等国采用微波解决基础传输的比重也占 95%以上。另一方面，由于地震、海啸、雪灾等自然灾害频发，光缆易损坏、修复时间长的弱点，通信运营商对微波通信传输设备和天线的需求也较为广泛。

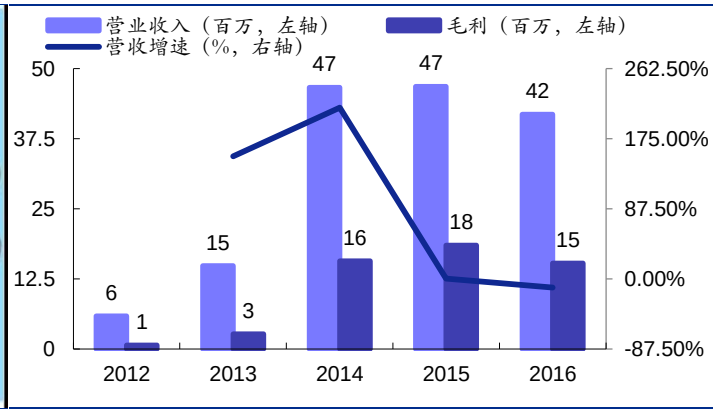
产品方面，在标准性能、高性能的微波天线领域，国内厂商的技术已达到世界水平；在超高性能产品方面，国内厂商的技术正逐步接近国际先进水平。在技术水平接近的情况下，国内微波天线生产厂商的产品具有明显的价格优势。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 30：微波天线

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 31：2012-2016 年公司微波天线营收、营收增速及毛利



资料来源：wind，安信证券研究中心

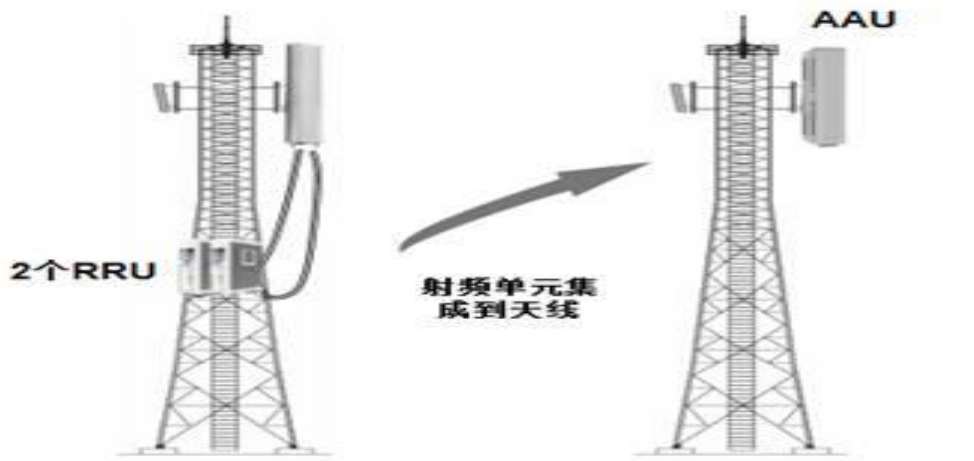
公司 2016 年微波天线业务实现营业收入 4185 万元，同比下降 10.63%，实现毛利 1531 万元。公司现已掌握了行业核心技术，是国内少数具备产品独立研发、生产和销售的企业之一。目前，国外市场的需求增速较快，国内厂商的微波天线产品主要销往国外市场。未来，公司将把握住行业发展的动态，在提升自身微波天线技术水平的同时，增强与中兴等设备商的合作关系，不断开拓国内外市场，形成新的利润增长点。

5.2. 做强有源天线

智能有源天线技术可以有效地解决由于各种网络制式并存、频谱带宽不断增加所带来的天面空间拥挤的问题。在现有的无线通信系统架构中，基站天线和射频模块之间依靠馈线连接，即使采用远端射频单元的方式组网，仍然需要通过射频电缆与无源天线连接，这种组网结构存在损耗大、功耗高、成本高、占地空间大及安装复杂等问题。现有的解决方案是将双工滤波器、射频前端组件，功率放大器，低噪声放大器、电源模块及接口模块等远端射频单元的组成部分集成到天线内部。该方式将使得系统结构更加扁平化，组网更灵活。

目前，我国北京、上海等一、二线城市约 45%左右的基站点天面空间拥挤，无法新增独立天线。有源天线将射频单元与天线合为一体，节省空间，减小馈线损耗，可以实现快速建设。据爱立信统计，有源天线在节省 70%的空间下，能够获得 30%到 70%的容量增益，还能减少 30%的站点建设成本。此外，5G 所应用的大规模的天线阵列也是基于有源天线技术。未来，随着 5G 等技术的不断发展，有源天线有望成为行业的新发展点。

图 32：有源天线



资料来源：中国信息产业网

考虑到有源天线需要将天线和射频软件集成，所以具备基站天线和射频器件同步生产及研发能力的企业在未来发展中更有竞争优势。通宇通讯作为同时具备基站天线和射频器件生产研发能力的厂商之一，已经开始布局相关产业。一方面，公司上市募集资金所投项目中就有有源天线相关技术的研发规划。另一方面，公司收购 Prism Microwave Oy 的射频器件自产及业务也是布局有源天线的重要一环，Prism Microwave Oy 公司具备的小型化滤波器技术是有源天线的重要技术，未来公司将借助 Prism Microwave Oy 的相关研发团队，加快有源天线相关技术的研发、抢占市场。

6. 外延并购加速，致力整合通信产业链

2017 年 4 月，公司以自有资金 2880 万元人民币获得西安星恒通通信技术有限公司 60%的股权。星恒通是以指挥信息化为主的高科技企业，主要从事作战试验信息系统和应急通信指挥系统的设计与建设及终端的研发与生产，主要产品为通信系列天线、综合通信指挥车、电子信息装备、实兵交战模拟系统、作战试验指挥软件、应急通信指挥系统等。

电子战是现代战争的序幕与先导，军事通信是战斗力的倍增器，贯穿于战争的全过程、连接着无线通信设备、雷达探测设备和电子对抗设备。西安星恒通通过在伺服控制技术、信号处理技术、激光与制导模拟技术领域的多年研发积累，形成了以卫星通信天线、应急通信指挥车、电子信息装备、激光制导模拟等为代表的多维度军事通信系列产品，可满足未来军事信息化、电子战对抗的需求，并已取得二级保密资格等相关资质，并受到了相关客户的高度认可。根据 Frost&Sullivan 的统计数据，2012 年美国军事通信指控专网市场规模已达到 755.3 亿美元。根据产业信息网的统计，2013 年我国军事通信指控开支仅占国防开支的 6.5%，预计 2018 年或将达到 11%，相关开支将近 1440 亿元。

除了以卫星通信、北斗导航等相关军事信息化产品服务于军队、武警外，西安星恒通在短波与微波通信等电子信息终端领域也有所建树，专业服务于公安、消防、人防、气象等军民领域通信指挥系统建设，包括公安厅天地一体化通信指挥保障、公安应急反恐通信网、消防抢险救援通信在内的应急指挥系统已获得应用。尤其是西安星恒通已整合推出互联网+天基信息系统，实现海、陆、空联合作战，信息互联互通，能够为一带一路战略提供通信保障。根据前瞻产业研究院统计预测，2011 年，应急通信投资规模 35 亿元，并保持 20%-30%年均复合增长率，预计 2017 年将突破 100 亿元。

综合卫星通信天线等产品在机载、舰载、弹载等武器平台上的广阔应用前景以及西安星恒通技术成果产品化、商业化、规模化的进度和目前订单情况，加上国家军民融合的战略的实施及逐步落地，西安星恒通自身的未来盈利增长可期。公司承诺 2017~2019 年扣非后净利润分别为 300 万、500 万和 700 万。

投资西安星恒通是公司完善通信产业链布局，打造产业生态的重要一步。一方面，西安星恒通进一步拓展了公司的业务网络、帮助公司向军事信息化领域迈出了新的一步。另一方面，公司利用所积累的技术优势和市场优势，充分发挥双方的协同效应，提升西安星恒通现有业务的综合竞争力和盈利水平。未来，公司或将进一步拓宽通信产业业务布局，立足天线领域的关键技术积累和广泛客户关系，打造通信核心部件领军企业。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 33：西安星恒通产品

资料来源：西安星恒通官网

为实现公司布局通信全产业链的战略目标，公司还先后成立 2 个并购投资基金。公司 2017 年 2 月 1 日，公司公告与北京方圆金鼎投资管理有限公司、宁波梅山保税港区恒明方圆投资管理中心（有限合伙）及吴中林先生联合设立“樟树市通宇金鼎投资管理中心（有限合伙）”，该产业投资基金将主要聚焦于通信全产业链的并购与投资。基金规模为 10 亿元人民币，其中通宇通讯出资募集规模的 40%，出资额为 4 亿元人民币。2017 年 3 月 7 日，公司公告与珠海横琴中科零壹投资管理有限公司、吴中及和珠海横琴零壹海岳投资合伙企业（有限合伙）设立“通宇中科产业并购基金合伙企业（有限合伙）”。据公司公告称，该项基金的规模为 10 亿，其中，广东通宇通讯股份有限公司的认缴出资额为 40%，共计 4 亿元人民币。该基金的主要投资领域为移动通信、军事通信、专网通信、光通信、物联网、智慧城市及大数据等。

7. 盈利预测与投资建议

基站天线方面，短期来看，移动 LTE 五期集采超预期，联通、电信低频重耕将为行业注入新的活力。公司目前已中标 2 项中国电信基站天线项目，中标金额共计 6.06 亿元人民币，展现出了优秀的订单获取能力。长期来看，公司有望分享未来 4.5G，5G 时代的市场红利。

射频器件方面，物联网和 5G 将带动行业的整体利好，公司通过加大研发投入，不断提高自身科研实力，有望抢占市场先机，率先实现高科技产品的规模化生产，提振公司业绩。同时公司收购 Prism Microwave Oy 的射频器件相关业务，有利于射频器件能力深化和欧洲市场拓展。

有源天线和微波天线方面，公司通过加大科研支出，不断提高自身技术水平，增强产品竞争力，扩大市场份额。同时，公司是业内不多的同时具备基站天线和射频器件研发和规模化生产的企业之一，有望率先实现有源天线的规模化生产。

外延并购方面，公司以自有资金 2880 万元人民币获得西安星恒通通信技术有限公司 60%的股权。星恒通承诺 2017 年、2018 年、2019 年净利润分别为 300 万元、500 万和 700 万。此外，公司先后投入 8 亿人民币成立 2 个并购投资基金，力图构建完整的通信产业链布局。

产能方面，公司 2012 年度、2013 年度、2014 年度、2015 年 1-9 月的基站天线和射频器件综合产能利用率分别为 91.29%、105.93%、156.86%、133.57%，由此看出其产品市场需求旺盛，公司现有产能已经无法满足市场需求。2016 年，公司上市募集资金，将其中 2.24 亿用于基站天线产品扩产项目，1.21 亿用于射频器件产品建设项目，计划产能增加 35%，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

预计增加 20 万套天线和 10 万套射频器件的年产量。公司预计 2017 年可实现新增生产能力的 55%，2018 年可实现新增生产能力的 80%，2019 年可以达到 100%。基站天线和射频器件项目达产后，公司每年新增销售收入 5.15 亿元人民币，新增净利润 1.08 亿元人民币，公司的盈利能力显著提高。

我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 14.81 亿元(+21.50%)、20.77 亿元(+40.26%)、35.46 亿元（+70.72%），净利润分别为 2.50 亿元（+19.63）、3.50 亿元（+40.11%）、6.00 亿元（+71.34%），对应 EPS 分别 1.11 元、1.55 元、2.66 元，对应 PE 分别为 28X、20X、12X，参考行业平均估值 44 倍，考虑到公司在基站天线和射频器件领域的领先地位和未来 5G 的成长性，给予 6 个月目标价 48.84 元，对应 2017 年动态 PE 44 倍。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

表 3：通宇通讯可比公司估值

代码	公司名称	股价（元）	市值（亿元）	PB（X）	EPS（元）			PE(X)		
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600498.SH	烽火通信	23.20	242.74	3.27	0.73	1.02	1.29	35.42	22.73	18.04
002446.SZ	盛路通信	20.40	91.45	3.65	0.36	0.75	1.03	47.83	27.30	19.81
300134.SZ	大富科技	23.36	179.29	3.08	0.18	0.25	0.31	256.56	93.93	76.29
300310.SZ	宜通世纪	13.50	107.88	4.55	0.39	0.36	0.49	72.34	37.00	27.64
300136.SZ	信维通信	35.18	345.76	16.23	0.56	0.95	1.41	64.06	36.94	24.98
	算数平均			6.16				95.24	43.58	33.35
002792.SZ	通宇通讯	31.44	70.99	3.78	0.96	1.11	1.55	33.96	28.38	20.26

备注：收盘价日期为 2017 年 5 月 2 日，可比公司 EPS 采用 wind 一致预期

资料来源：wind，安信证券研究中心

8. 风险提示

运营商“低频重耕”进度不达预期；4.5G 建设不及预期；5G 部署进程未达预期；海外 LTE 网络建设不及预期。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,328.5	1,218.8	1,480.8	2,077.0	3,545.9
减:营业成本	803.7	739.5	876.5	1,230.0	2,104.0
营业税费	14.0	12.8	15.0	21.6	36.7
销售费用	96.5	78.7	96.8	140.3	212.8
管理费用	144.8	176.3	222.1	311.5	531.9
财务费用	-19.8	-16.8	-13.5	-18.8	-20.7
资产减值损失	25.2	12.9	20.0	15.0	15.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	1.0	6.0	5.0	5.0	5.0
营业利润	265.1	221.3	268.8	382.4	671.3
加:营业外净收支	27.4	25.9	25.4	29.8	35.0
利润总额	292.5	247.1	294.2	412.2	706.3
减:所得税	45.1	38.1	44.1	61.8	106.0
净利润	247.4	209.1	250.1	350.4	600.4

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	375.8	762.2	1,390.7	1,269.7	1,573.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	461.6	419.7	513.6	898.2	1,504.7
应收票据	149.2	177.5	126.5	360.8	476.0
预付帐款	1.0	3.6	0.9	5.0	6.4
存货	347.1	375.5	369.7	730.5	1,178.3
其他流动资产	295.4	551.7	283.5	376.9	404.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	143.0	209.0	201.5	191.7	179.6
在建工程	45.5	16.7	13.4	10.7	8.6
无形资产	38.2	72.6	58.6	44.5	30.5
其他非流动资产	19.1	28.9	20.0	22.7	23.8
资产总额	1,876.0	2,617.4	2,978.4	3,910.6	5,385.7
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	317.8	363.0	409.7	702.7	1,195.5
应付票据	354.1	260.7	330.2	608.9	982.5
其他流动负债	94.3	95.4	90.0	98.6	106.8
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	43.5	46.1	42.4	44.0	44.2
负债总额	809.7	765.2	872.4	1,454.1	2,328.9
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	120.0	225.8	225.8	225.8	225.8
留存收益	951.0	1,630.2	1,880.3	2,230.7	2,831.1
股东权益	1,066.3	1,852.3	2,106.0	2,456.5	3,056.9

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	-11.4%	-8.3%	21.5%	40.3%	70.7%
营业利润增长率	-35.7%	-16.5%	21.5%	42.3%	75.5%
净利润增长率	-30.1%	-15.5%	19.6%	40.1%	71.3%
EBITDA 增长率	-37.8%	-11.0%	21.6%	37.9%	72.1%
EBIT 增长率	-40.4%	-16.6%	24.8%	42.4%	78.9%
NOPLAT 增长率	-41.3%	-16.6%	25.4%	42.4%	78.9%
投资资本增长率	115.1%	58.0%	-34.5%	67.4%	25.4%
净资产增长率	25.8%	73.7%	13.7%	16.6%	24.4%
利润率					
毛利率	39.5%	39.3%	40.8%	40.8%	40.7%
营业利润率	20.0%	18.2%	18.2%	18.4%	18.9%
净利润率	18.6%	17.2%	16.9%	16.9%	16.9%
EBITDA/营业收入	20.2%	19.6%	19.6%	19.3%	19.4%
EBIT/营业收入	18.5%	16.8%	17.2%	17.5%	18.3%
运营效率					
固定资产周转天数	38	52	50	34	19
流动营业资本周转天数	90	192	155	124	114
流动资产周转天数	421	579	605	548	446
应收账款周转天数	123	130	113	122	122
存货周转天数	93	107	91	95	97
总资产周转天数	479	664	680	597	472
投资资本周转天数	133	256	214	161	133
投资回报率					
ROE	23.2%	11.3%	11.9%	14.3%	19.6%
ROA	13.2%	8.0%	8.4%	9.0%	11.1%
ROIC	66.5%	25.8%	20.5%	44.4%	47.5%
费用率					
销售费用率	7.3%	6.5%	6.5%	6.8%	6.0%
管理费用率	10.9%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
财务费用率	-1.5%	-1.4%	-0.9%	-0.9%	-0.6%
三费/营业收入	16.7%	19.5%	20.6%	20.8%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	43.2%	29.2%	29.3%	37.2%	43.2%
负债权益比	75.9%	41.3%	41.4%	59.2%	76.2%
流动比率	2.13	3.18	3.24	2.58	2.25
速动比率	1.67	2.66	2.79	2.06	1.74
利息保障倍数	-12.42	-12.20	-18.91	-19.33	-31.40
分红指标					
DPS(元)	0.27	-	-	-	-
分红比率	24.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	247.4	209.1	250.1	350.4	600.4
加:折旧和摊销	22.8	34.2	34.9	36.6	38.2
资产减值准备	15.2	12.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-13.5	-18.8	-20.7
投资损失	-1.0	-6.0	-5.0	-5.0	-5.0
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-329.9	-352.5	349.8	-498.0	-324.6
经营活动产生现金流量	232.3	170.8	616.3	-134.8	288.3
投资活动产生现金流量	-350.6	-339.5	-5.0	-5.0	-5.0
融资活动产生现金流量	-30.6	576.3	17.2	18.8	20.7

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	1.10	0.93	1.11	1.55	2.66
BVPS(元)	4.72	8.20	9.33	10.88	13.54
PE(X)	28.7	34.0	28.4	20.3	11.8
PB(X)	6.7	3.8	3.4	2.9	2.3
P/FCF	-63.5	-39.3	11.5	-60.0	23.3
P/S	5.3	5.8	4.8	3.4	2.0
EV/EBITDA	-	48.0	19.6	14.5	8.0
CAGR(%)	12.3%	42.1%	-10.9%	12.3%	42.1%
PEG	2.3	0.8	-2.6	1.6	0.3
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

夏庐生声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。