

公司研究/公告点评

2018年07月12日

通信/通信设备制造 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 65.64  
合理价格区间(元): 75.88~81.21

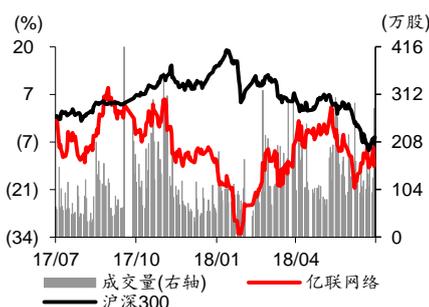
**周明** 执业证书编号: S0570517030002  
研究员 0755-23950856  
zhouming2017@htsc.com

**陈歆伟** 021-28972061  
联系人 chenxinwei@htsc.com

相关研究

- 1 《亿联网络(300628,增持): 云+端视讯: 立足终端, 伴云腾飞》2018.07
- 2 《亿联网络(300628,增持): UC 行业龙头, VCS 业务前景可期》2018.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩符合预期, VCS 增长态势良好

## 亿联网络(300628)

### 半年度业绩预告符合预期, VCS 业务迎来快速增长

7月11日亿联网络发布公告, 公司预计2018年上半年归母净利润约4.0~4.2亿元, 同比增长31~38%。报告期内, 公司总营收约8.2~8.6亿元, 预计同比增长20%~25%, 剔除美元汇率波动的不利影响, 公司总营收预计同比增长27%~32%。随着公司进一步加大VCS投入, VCS业务延续了良好的增长态势, 增速显著高于去年同期水平。全球SIP市场持续增长, 公司SIP业务也将随着销售开拓的落实持续保持较快增长。我们认为公司中报业绩预告符合预期, 预计公司2018-2020年EPS分别为2.66/3.42/4.39元, 维持“增持”评级。

### UC 行业全球领先, 完备的云视讯产品体系形成

我们认为公司作为UC行业领先企业之一, 积极完善产品布局, 近期形成了完备的云视频会议通讯体系, 有望迎来快速发展。与众不同的逻辑有: 1、我们认为VCS业务不受中美贸易摩擦的影响, 云服务将带动终端销售增长; 2、传统SIP终端业务保持高增长, 公司在各细分领域的销售开拓发挥效用, 有望促进VCS业务发展。

### VCS 不受中美贸易争端影响, 业务增长态势良好

中美贸易争端使得市场对公司存在一定疑虑, 但VCS业务不在本次贸易争端关税清单之列, 公司VCS业务预计将延续良好的增长态势。另外, 传统SIP业务是否受到贸易摩擦的影响尚待核实, 我们认为即便SIP业务在征税名单之列, 届时中国也会采取一定的反制措施, 亿联的竞争对手思科公司将面临同样的关税压力, 亿联也可以通过一定程度的上下游成本转嫁来缓解压力。

### 销售开拓发挥效用, 公司 SIP 业务保持高增长

公司作为全球SIP行业领先企业之一, 其主要产品在市场上仍保持着较强竞争力, 市场份额和盈利水平保持稳定增长, 为VCS研发提供了较强的资金支持。同时, 公司在各细分领域的销售开拓发挥效用, 在主要目标客户间形成了良好的口碑和较高的产品知名度, 也为其进军VCS市场打下了良好基础。2015年以来, 公司陆续发布VCS系列产品, 专注高清视频会议终端及云服务, 在云视频会议平台、硬件终端和软件终端方面均有所进展。随着完备的产品体系形成, 我们认为亿联将受益于产品的协同效应, 以云服务带动终端销售增长。

### VCS 增长态势良好, 维持“增持”评级

公司SIP业务保持较快增长, VCS增长态势良好, 我们预计公司18-20年归母净利润分别为7.95/10.22/13.12亿元, 对应EPS分别为2.66/3.42/4.39元, 对应18-20年PE分别为24.65/19.18/14.95x, 维持“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧; VCS市场推广不及预期; 云产业发展不及预期; 中美贸易争端继续升级。

公司基本资料

总股本 (百万股)	298.68
流通 A 股 (百万股)	74.68
52 周内股价区间 (元)	58.69-321.98
总市值 (百万元)	19,605
总资产 (百万元)	3,166
每股净资产 (元)	10.21

资料来源: 公司公告

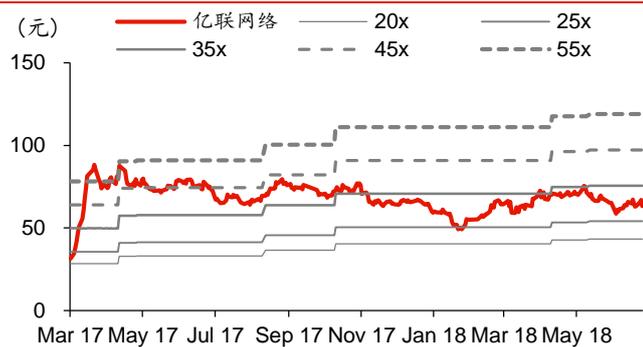
经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	923.74	1,388	1,868	2,439	3,167
+/-%	39.56	50.23	34.58	30.58	29.86
归属母公司净利润 (百万元)	432.32	590.79	795.23	1,022	1,312
+/-%	74.59	36.65	34.60	28.53	28.34
EPS (元, 最新摊薄)	1.45	1.98	2.66	3.42	4.39
PE (倍)	45.35	33.19	24.65	19.18	14.95

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

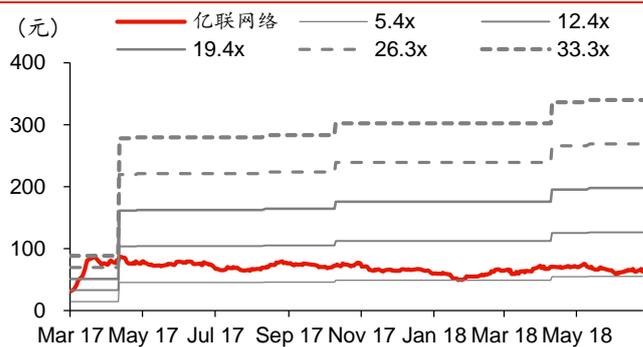
### PE/PB - Bands

图表1: 亿联网络历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 亿联网络历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	809.02	2,874	3,447	4,445	5,743
现金	545.51	88.60	1,739	2,380	3,381
应收账款	136.48	176.53	256.00	330.39	426.29
其他应收账款	1.98	3.81	5.83	6.83	9.23
预付账款	2.22	4.48	5.76	7.56	10.07
存货	89.11	182.33	219.19	297.63	394.76
其他流动资产	33.72	2,418	1,221	1,422	1,521
非流动资产	98.40	148.70	164.75	188.31	204.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	14.44	110.08	116.77	140.13	155.52
无形资产	36.94	35.95	33.92	31.91	29.89
其他非流动资产	47.02	2.67	14.06	16.27	18.94
资产总计	907.42	3,023	3,612	4,633	5,947
流动负债	102.92	148.86	181.20	225.88	272.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	55.27	76.52	109.73	144.79	188.85
其他流动负债	47.65	72.33	71.46	81.09	84.03
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	102.92	148.86	181.20	225.88	272.88
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	56.00	149.34	298.68	298.68	298.68
资本公积	24.81	1,525	1,375	1,375	1,375
留存公积	723.63	1,180	1,756	2,734	4,000
归属母公司股东权益	804.51	2,874	3,430	4,408	5,674
负债和股东权益	907.42	3,023	3,612	4,633	5,947

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	350.24	515.56	1,893	691.40	1,040
净利润	432.32	590.79	795.23	1,022	1,312
折旧摊销	5.14	6.68	7.24	8.28	9.64
财务费用	(37.39)	25.50	(3.20)	(7.21)	(10.08)
投资损失	0.00	(34.37)	(17.35)	(20.13)	(21.58)
营运资金变动	(62.47)	(72.82)	1,114	(315.09)	(253.28)
其他经营现金	12.64	(0.21)	(3.34)	3.48	4.10
投资活动现金	(21.59)	(2,407)	(7.06)	(12.25)	(4.81)
资本支出	22.19	51.64	25.00	33.00	27.00
长期投资	0.00	2,390	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.60	34.37	17.94	20.75	22.19
筹资活动现金	(71.94)	1,457	(235.75)	(37.59)	(34.72)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	93.34	149.34	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1,500	(149.34)	0.00	0.00
其他筹资现金	(71.94)	(136.17)	(235.75)	(37.59)	(34.72)
现金净增加额	284.38	(456.91)	1,650	641.56	1,001

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	923.74	1,388	1,868	2,439	3,167
营业成本	340.57	526.23	716.35	951.86	1,248
营业税金及附加	10.32	14.07	18.93	24.72	32.10
营业费用	59.93	78.80	102.81	134.25	174.33
管理费用	99.23	135.05	177.52	231.80	301.00
财务费用	(37.39)	25.50	(3.20)	(7.21)	(10.08)
资产减值损失	2.68	3.24	2.90	2.98	2.99
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	34.37	17.35	20.13	21.58
营业利润	448.41	649.33	869.64	1,120	1,440
营业外收入	13.92	2.18	7.37	6.73	6.18
营业外支出	0.33	0.16	0.19	0.20	0.19
利润总额	462.00	651.36	876.81	1,127	1,446
所得税	29.68	60.57	81.59	104.86	134.57
净利润	432.32	590.79	795.23	1,022	1,312
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	432.32	590.79	795.23	1,022	1,312
EBITDA	416.16	681.51	873.68	1,121	1,440
EPS (元, 基本)	7.72	3.96	2.66	3.42	4.39

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	39.56	50.23	34.58	30.58	29.86
营业利润	60.98	44.81	33.93	28.84	28.55
归属母公司净利润	74.59	36.65	34.60	28.53	28.34
获利能力 (%)					
毛利率	63.13	62.08	61.64	60.97	60.60
净利率	46.80	42.57	42.58	41.91	41.42
ROE	53.74	20.56	23.18	23.19	23.12
ROIC	149.08	21.99	46.53	49.88	56.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	11.34	4.92	5.02	4.87	4.59
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	7.86	19.31	19.02	19.68	21.05
速动比率	7.00	18.08	17.81	18.36	19.60
营运能力					
总资产周转率	1.29	0.71	0.56	0.59	0.60
应收账款周转率	7.92	8.61	8.33	8.09	8.12
应付账款周转率	6.91	7.99	7.69	7.48	7.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.98	2.66	3.42	4.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.73	6.34	2.31	3.48
每股净资产(最新摊薄)	2.69	9.62	11.49	14.76	19.00
估值比率					
PE (倍)	45.35	33.19	24.65	19.18	14.95
PB (倍)	24.37	6.82	5.72	4.45	3.46
EV_EBITDA (倍)	46.89	28.64	22.34	17.40	13.55

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com