

通信行业

报告原因：公司调研

2013年5月29日

市场数据：2013年5月29日

收盘价(元)：	19.8
年内最高/最低(元)：	22.95/12.66
流通A股/总股本(亿)：	0.42/1.07
流通A股市值(亿元)：	8.29
总市值(亿元)：	21.12

基础数据：2013年3月31日

每股收益(元)：	0.10
每股净资产(元)：	8.11
净资产收益率(摊薄)	1.23%

分析师：张旭

执业证书编号：S0760511010001

Tel：0359-8686835

E-mail：zhangxu@sxzq.com

研究助理：韩旭

电话：0351-8686797

E-mail：hanxu@sxzq.com

联系人：

张小玲

电话：010-8686990

邮箱：sxzqyjs@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

邦讯技术（300312）

首次

新产品不乏亮点，业绩需看期间费用控制

增持

公司研究/调研简报

① 营收低增速有季节性原因，系统集成仍是主要收入来源。公司一季度营收增长仅3.41%，增速较慢。这中间有一定的季节性影响，从行业特质来说，上半年一般为淡季，一季度尤甚。此外，因为去年运营商投资放缓，全年呈现前高后底的态势，造成2012年一季度基数较高，也是营收增速放缓的重要原因。从收入构成上看，一季度以来，贡献最大的仍是系统集成业务，设备销售方面由于季节因素和中移动WLAN集采出局等影响上半年表现一般。由于人员薪酬相对较低和对工程各环节的严格成本管控，目前公司系统集成的毛利水平较高，而集成收入占比提高也是公司一季度毛利率同环比都有所提高的重要原因。不过由于系统集成的回款周期长，资金占有久，综合成本较高，公司未来还是希望能大力拓展设备销售业务，提高其收入占比。

② 中移动WLAN集采出局对利润影响较小。在中移动5月初公布的2012 WLAN设备集采结果中，公司位列第11位，无缘入围。据我们了解，公司此次集采出局的原因主要还是价格相对较高，其较第一名的入围厂商报价高近30%，而公司以自己的价格水平测算的综合毛利率还不足20%，即使集采中标对公司而言也是增量不增利，因而此次集采对全年利润影响较小。公司2013年的总体战略导向也更注重效益，不会过分低价竞争。

③ 设备研发多点布局，新产品测试顺利。随着直放站等传统产品的应用范围越来越窄，公司在积极进行产品结构调整和新产品研发。目前公司的小基站（Small Cell）和MDAS等新产品应用推进顺利，公司与当地移动运营商合作，陆续在厦门、重庆、杭州、合肥、南昌等地市开设小基站的实验局，2013年1月又首先在山东日照开展MDAS实验局。近日，南昌小基站实验局已通过语音业务测试，虽然还需要进一步进行其他业务测试，但在技术上已经不存在太大问题，未来能否商用主要还取决于运营商的态度。此外，高端无源器件、天线产品也是公司未来重点发展的业务方向，不过短期内研发投入较大，销售规模还小，暂时无法对利润形成贡献。我们认为，随着新产品的逐渐成熟和市场应用打开，未来公司在移动通信设备方面有较大发展潜力。

④ 期间费用侵蚀利润，短期经营压力较大。虽然随着行业回暖，公司经营平稳，订单明显增加，但由于项目验收和交付确认进度缓慢，造成营收并未显著增加，而另一方面，公司在营销和研发方面的持续投入，

造成期间费用快速上升，极大的吞噬了利润，致使一季度净利润同比下滑 41.50%。我们认为，这是公司上市后实现规模扩张的一个必然阶段，公司去年利用募资资金，将营业网点从 82 个迅速扩张到 169 个，基本完成了全国营销网络的覆盖，而各类新产品的研发也极大的增加了研发费用的支出。但网点的扩张、人员的增加及持续的研发投入虽然使公司的销售费用和管理费用大幅攀升，却也可能随着销售规模的扩大和新产品销量的打开而带来公司更大的增长潜力。另一方面，我们注意到公司 Q1 的财务费用下降较快，这与部分募投项目资金使用变更，部分用于补充流动资金有关，预计全年公司的融资成本会有所下降。总体而言，今年公司的费用增加已经是确定无疑的事实，要判断费用控制是否得力，还要等公司 Q2 具体数据出炉后（Q1 数据季节性因素较大），看营收业绩是否能够跑赢费用增长。短期来看，公司的营运压力仍然较大，特别是应收账款和存货（存货中有 70% 是待确认收入的已支出工程成本）的周转率明显偏低，未来的盈利前景将极大的取决于回款速度和费用控制。

④ **盈利预测及投资建议。** 虽然网优处于整个 4G 网络建设周期的后段，受益较晚，但即使面对现有的存量市场，公司当前订单数量也已在明显增加，我们看好公司在未来一段时间的发展前景，不过公司在期间费用率和回款方面仍存在一些不确定因素，有待进一步观察，因此，我们给予其“增持”评级，预计 2013~2014 年公司 EPS 为 0.87 和 1.13。

⑤ **风险提示：** 项目验收迟缓，回款周期变长，期间费用率大幅上升

表 1 财务估值数据

主要财务指标预测					
单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	277.23	435.40	480.27	605.14	774.58
增长率(%)	72.26%	57.05%	10.31%	26.00%	28.00%
归属母公司股东净利润	55.72	81.58	71.74	93.25	121.05
增长率(%)	83.06%	46.43%	-12.07%	29.98%	29.82%
每股收益(EPS)	0.522	0.765	0.672	0.874	1.135
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.267	0.220	-1.380	4.142	-3.389
销售毛利率	49.38%	48.95%	50.77%	49.70%	48.00%
销售净利率	20.61%	18.77%	14.94%	15.41%	15.63%
净资产收益率(ROE)	27.51%	29.00%	8.39%	9.84%	11.32%
投入资本回报率(ROIC)	67.75%	47.24%	28.95%	19.23%	72.85%
市盈率(P/E)	37.91	25.89	29.44	22.65	17.45
市净率(P/B)	10.43	7.51	2.47	2.23	1.98
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 2 盈利预测 (单位: 百万元)

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	277.23	435.40	480.27	605.14	774.58
减：营业成本	140.35	222.29	236.42	304.38	402.78
营业税金及附加	6.01	9.01	11.13	14.03	17.95
营业费用	23.40	41.76	54.09	68.14	85.20
管理费用	30.38	48.69	71.36	89.92	108.44
财务费用	2.53	6.56	8.56	7.50	6.32
研发费用	6.50	9.14	12.58	12.58	12.58
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	68.07	97.94	86.12	108.59	141.30
加：其他非经营损益	0.58	1.40	1.36	1.11	1.11
利润总额	68.65	99.33	87.48	109.70	142.41
减：所得税	11.51	17.60	15.74	16.46	21.36
净利润	57.14	81.73	71.74	93.25	121.05
减：少数股东损益	1.42	0.15	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	55.72	81.58	71.74	93.25	121.05
每股收益(EPS)	0.522	0.765	0.672	0.874	1.135

资料来源：公司公告，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5% ~+5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。