



买入

43% ↑

目标价格:人民币 32.61

原目标价格:人民币 33.38

300211.CH

价格:人民币 22.84

目标价格基础:122倍 16年市盈率

亿通科技

“三网融合”加速推动公司业绩显著提升

亿通科技发布2016年一季报,公司1-3月份实现营收5,719.32万元,较上年同期增长22.82%;实现归属于上市公司股东的扣非净利润317.11万元,较上年同期增长37.72%。我们下调目标价格至32.61元,维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **“宽带广电”提速战略加速落地,广电传输龙头业绩显著提速。**广电总局三月明确强调要加快实施“宽带广电”战略,近期广电国网已经确认获颁基础电信运营商牌照,广电系宽带升级、双网改造投资将加大。公司1季度营收增22.82%,扣非净利润增37.72%,彰显公司业绩已经开始显著提升。其中,下一代有线电视网络设备总体实现营收2,589.35万元,较去年同期增长103.48%,反映公司技术紧跟广电行业“光进铜退”的发展趋势有效改善产品结构。另外,随着广电传输网相关建设加速,公司中标项目较15年明显提升,15年公司共计中标广电项目16项,其中江苏2项;16年1季度共计中标8项,其中江苏3项。公司1季度销售量较去年同期增长202.71%,凸显公司在各地省网中标入围以及市场拓展上面成效卓越,尽享行业投资空间的加大。参照公司往年业绩情况,公司1季度属于营收较低阶段,我们判断1季度的业绩稳定提升预示公司近年来将凭借技术和市场双重优势全面受益广电行业的宽带转型机遇。

■ **广电传输+广电视频两大主业双重驱动,实现市场、技术双协同。**公司主业在广电传输设备之外,还有基于广电传输网络的智能化监控工程业务。这一块业务主要采取政府购买服务的方式,前期投入的部分智能化视频监控工程项目逐步进入收益期,报告期内实现收入同比增长13.83%。公司两大主业都是紧靠广电网络,无论是市场还是技术都能形成强协同。随着公司在市场拓展上以及各地省网的中标入围,公司智能化监控业务有望利用有线电视双向网改造成果,通过自身在广电视频监控方面商业模式的创新和经验积累,在新一轮视频监控大建设、大联网中来持续推动公司智能化监控工程业务。随着广电网络的业务转型以及视频监控开始备受国家重视,公司这一块业务也将有望获得高速发展的机会。

■ **研发投入巩固核心竞争力,外延拓展值得期待。**报告期内,公司研发投入占营收比重4.97%,且紧跟广电需求巩固广电传输龙头地位,并结合市场需求逐步延伸产品产业链。公司深耕广电,主导产品已覆盖包括80%省会和中心城市,用户达300余家。随着广电行业的转型升级,公司在巩固已有市场和技术优势的同时,其外延式发展潜力巨大,包括拓展广电上下游如光电内容运营平台等业务在帮助广电系整合内容资源的同时,可拓展新的盈利点。另外,视频监控业务也有望后续公司将加大适用于物联网、智慧城市、智慧家庭等业务领域产品的技术研发或寻求行业内合作伙伴进行战略合作,形成广电、安防等领域多组态可融合的系列化、集成化产品,并提供整体技术设计方案。

评级面临的主要风险

■ 广电整合速度、投资不达预期;“三网融合”政策变化;技术升级等。

估值

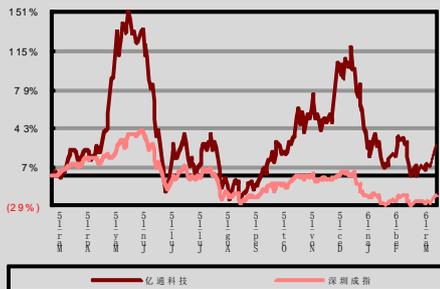
■ 预计2016-18年每股收益分别为0.27元、0.47元、0.62元,参考可比公司2016年PEG,考虑到公司小市值和高成长性,给予公司行业中值PEG 0.8倍,对应2016年122倍市盈率,目标价由33.38元下调至32.61元,维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	211.40	227.02	456.64	751.80	1,089.81
变动(%)		7.39	101.15	64.64	44.96
净利润(人民币百万)	10.50	11.73	42.58	74.79	99.17
全面摊薄每股收益(人民币)	0.13	0.07	0.27	0.47	0.62
变动(%)		(41.18)	262.93	75.64	32.59
全面摊薄市盈率(倍)	182.41	310.10	259.49	42.08	42.05
价格/每股账面价值(倍)	0.28	0.34	0.11	(0.12)	0.76
每股现金流量(人民币)	81.60	66.60	205.99	(190.65)	30.22
企业价值/息税折旧前利润(倍)	46.45	125.79	43.75	25.77	20.03
每股股息(人民币)	0.05	0.01	0.09	0.16	0.22
股息率(%)	39.93	0.05	0.13	0.83	0.83

资料来源:公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(7.3)	35.3	21.0	42.0
相对深证成指	15.5	34.9	22.9	68.8

发行股数(百万)	159
流通股(%)	57
流通股市值(人民币百万)	2,213
3个月日均交易额(人民币百万)	93
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
王振洪	48

资料来源:公司数据,聚源及中银证券
以2016年4月20日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

通信:通信设备

吴友文*

(8621) 2032 8313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

*吴彤为本报告重要贡献者

“宽带广电”提速战略加速落地，广电传输龙头业绩显著提速。广电总局三月明确强调要加快实施“宽带广电”战略，近期广电电网已经确认获颁基础电信运营商牌照，广电系宽带升级、双网改造投资将加大。公司1季度营收增22.82%，扣非净利润增37.72%，彰显公司业绩已经开始显著提升。其中，下一代有线电视网络设备总体实现营收2,589.35万元，较去年同期增长103.48%，反映公司技术紧跟广电行业“光进铜退”的发展趋势有效改善产品结构。另外，随着广电传输网相关建设加速，公司中标项目较15年明显提升，15年公司共计中标广电项目16项，其中江苏2项；16年1季度共计中标8项，其中江苏3项。公司1季度销售量较去年同期增长202.71%，凸显公司在各地省网中标入围以及市场拓展上面成效显著，尽享行业投资空间的加大。参照公司往年业绩情况，公司1季度属于营收较低阶段，我们判断1季度的业绩稳定提升预示公司近年来将凭借技术和市场双重优势全面受益广电行业的宽带转型机遇。

广电传输+广电视频两大主业双重驱动，实现市场、技术双协同。公司主业在广电传输设备之外，还有基于广电传输网络的智能化监控工程业务。这一块业务主要采取政府购买服务的方式，前期投入的部分智能化视频监控工程项目逐步进入收益期，报告期内实现收入同比增长13.83%。公司两大主业都是紧靠广电网络，无论是市场还是技术都能形成强协同。随着公司在市场拓展上以及各地省网的中标入围，公司智能化监控业务有望利用有线电视双向网改造成果，通过自身在广电视频监控方面商业模式的创新和经验积累，在新一轮视频监控大建设、大联网中来持续推动公司智能化监控工程业务。随着广电网络的业务转型以及视频监控开始备受国家重视，公司这一块业务也将有望获得高速发展的机会。

研发投入巩固核心竞争力，外延拓展值得期待。报告期内，公司研发投入占营收比重4.97%，且紧跟广电需求巩固广电传输龙头地位，并结合市场需求逐步延伸产品产业链。公司深耕广电，主导产品已覆盖包括80%省会和中心城市，用户达300余家。随着广电行业的转型升级，公司在巩固已有市场和技术优势的同时，其外延式发展潜力巨大，包括拓展广电上下游如光电内容运营平台等业务在帮助广电系整合内容资源的同时，可拓展新的盈利点。另外，视频监控业务也有望后续公司将加大适用于物联网、智慧城市、智慧家庭等业务领域产品的技术研发或寻求行业内合作伙伴进行战略合作，形成广电、安防等领域多组态可融合的一系列化、集成化产品，并提供整体技术设计方案。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2014	2015	同比(%)	2015Q1	2016Q1	同比(%)
营业收入	211.40	227.02	7.39	46.77	57.19	22.28
营业成本	161.72	170.79	5.61	34.60	41.86	20.96
毛利润	49.68	56.23	13.18	12.17	15.34	26.04
营业税金及附加	2.50	3.00	19.94	0.88	0.97	9.41
管理费用	31.41	34.53	9.92	9.01	8.36	(7.22)
销售费用	6.88	8.21	19.32	1.87	2.16	16.00
营业利润	10.53	13.25	25.81	2.79	3.84	37.68
资产减值	1.55	1.40	(9.57)	(0.48)	1.22	(352.84)
财务费用	(3.20)	(4.16)	30.19	(1.90)	(1.22)	(35.97)
投资收益	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-
营业外收入	2.12	1.69	(20.36)	0.37	0.56	54.15
营业外支出	0.10	0.70	576.52	0.15	0.15	1.10
利润总额	12.55	14.24	13.47	3.00	4.25	41.51
所得税	2.05	2.51	22.20	0.53	0.75	42.66
少数股东损益	0.00	0.00		0.00	0.00	
归属于母公司的净利润	10.50	11.73	11.76	2.48	3.50	41.27
基本每股收益(元)	0.13	0.07	(41.13)	0.03	0.02	(25.42)
毛利率(%)	23.50	24.77	5.39	26.02	26.82	3.07
净利率(%)	4.97	5.17	4.07	5.30	6.12	15.53

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	211	227	457	752	1,090
销售成本	(164)	(174)	(349)	(544)	(790)
经营费用	(40)	(44)	(58)	(110)	(168)
息税折旧前利润	35	40	80	129	161
折旧及摊销	24	26	30	41	45
经营利润(息税前利润)	11	13	49	88	117
净利息收入/(费用)	3	4	(0)	(10)	(14)
其他收益/(损失)	2	1	2	2	0
税前利润	13	14	51	90	119
所得税	(2)	(3)	(8)	(15)	(20)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	10	12	43	75	99
核心净利润	10	12	43	75	99
每股收益(人民币)	0.125	0.074	0.267	0.469	0.623
核心每股收益(人民币)	0.125	0.074	0.267	0.469	0.623
每股股息(人民币)	0.050	0.012	0.094	0.164	0.218
收入增长(%)	(20.0)	7.4	101.1	64.6	45.0
息税前利润增长(%)	(58.5)	25.8	272.4	78.0	33.1
息税折旧前利润增长(%)	(21.3)	13.8	100.7	61.6	25.5
每股收益增长(%)	(64.46)	(41.2)	262.9	75.6	32.6
核心每股收益增长(%)	(64.46)	(41.2)	262.9	75.6	32.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	13	14	51	90	119
折旧与摊销	24	26	30	41	45
净利息费用	3	4	(0)	(10)	(14)
运营资本变动	(9)	(0)	22	(146)	59
税金	2	3	8	15	20
其他经营现金流	1	21	(78)	2	(96)
经营活动产生的现金流	23	55	18	(19)	120
购买固定资产净值	(0)	(0)	26	23	24
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(48)	(37)	(51)	(46)	(49)
投资活动产生的现金流	(48)	(38)	(25)	(23)	(24)
净增权益	(4)	(2)	(15)	(26)	(35)
净增债务	0	(0)	176	148	13
支付股息	4	2	15	26	35
其他融资现金流	(3)	(0)	(15)	(46)	(63)
融资活动产生的现金流	(5)	(6)	(4)	161	112
现金变动	(31)	12	154	70	60
期初现金	174	141	152	306	376
公司自由现金流	(25)	17	(7)	(42)	96
权益自由现金流	(28)	13	169	116	123

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	141	152	306	376	436
应收帐款	155	167	330	455	653
库存	40	28	106	102	200
其他流动资产	303	328	645	841	1,103
流动资产总计	343	356	751	944	1,302
固定资产	157	161	154	169	145
无形资产	21	20	20	21	23
其他长期资产	59	58	62	28	30
长期资产总计	237	239	235	218	197
总资产	581	595	986	1,162	1,499
应付帐款	55	53	186	156	340
短期债务	0	0	96	131	180
其他流动负债	35	43	98	107	183
流动负债总计	90	96	380	394	703
长期借款	0	0	81	193	157
其他长期负债	0	0	81	193	157
股本	84	159	159	159	159
储备	407	339	367	415	480
股东权益	491	498	526	575	639
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	581	595	986	1,162	1,499
每股帐面价值(人民币)	5.85	3.13	3.30	3.61	4.01
每股有形资产(人民币)	5.60	3.00	3.18	3.48	3.87
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.00)	(1.00)	(0.42)	(0.14)	(0.23)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.0	15.6	17.5	18.4	16.1
息税前利润率(%)	3.5	4.0	10.8	13.0	12.0
税前利润率(%)	5.9	6.3	11.2	12.0	11.0
净利率(%)	5.0	5.2	9.3	9.9	9.1
流动性					
流动比率(倍)	3.8	3.7	2.0	2.4	1.9
利息覆盖率(倍)	(2.3)	(2.2)	357.4	10.0	9.2
净权益负债率(%)	(28.8)	(30.5)	(24.7)	(9.0)	(15.5)
速动比率(倍)	3.4	3.4	1.7	2.1	1.6
估值					
市盈率(倍)	182.4	310.1	259.5	42.1	42.0
核心业务市盈率(倍)	182.4	310.1	259.5	42.1	42.0
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(倍)	7.4	7.3	6.9	6.3	5.7
价格/现金流(倍)	81.6	66.6	206.0	(190.7)	30.2
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	46.4	125.8	43.8	25.8	20.0
周转率					
存货周转天数	69.0	45.0	84.4	49.6	66.8
应收帐款周转天数	268.1	269.2	263.6	221.1	218.6
应付帐款周转天数	122.0	111.0	194.0	104.5	157.1
回报率					
股息支付率(%)	39.9	16.3	35.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	2.1	2.4	8.1	13.0	15.5
资产收益率(%)	1.8	2.0	4.3	6.4	6.6
已运用资本收益率(%)	1.1	1.3	5.2	8.1	10.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371