

通宇通讯 (002792)

—“低频重耕”助业绩反弹，静候 5G 之变局

投资评级 增持 评级调整 评级不变 收盘价 34.75 元

投资要点：

“低频重耕”助力公司收入摆脱下滑趋势。公司作为基站天线领域的龙头企业，近两年受运营商 4G 基站建设放缓的影响，业绩有小幅的下滑。但随着运营商“低频重耕”的逐渐开启，特别是中国移动将于今年集采 94.6 万面天线，公司业绩将迎来小幅回升。同时，海外业务也将逐渐回暖。公司整体收入有望摆脱过去两年连续下滑的趋势，迎来增长。

5G 时代有望再次起飞。4G 建设步入尾声，但 5G 渐行渐近，基站天线行业也将迎来前所未有之变化。未来无源天线向有源天线发展，RRU 和天线部分集成，设备厂商将加强与天线厂商的合作，行业集中度有望提高，技术先进的企业将从中受益。在技术储备方面，公司收购了在小型滤波器方面具备独特技术优势的芬兰企业 Prism，在技术上与公司天线业务具有良好的协同效应，在 5G 时代来临前形成良好的卡位优势，是公司 5G 射频天线一体化布局中的重要一环。同时 Massive MIMO 技术以及超密集组网将导致天线行业市场规模倍增，公司将迎来发展良机。

外延方向逐渐清晰。在外延并购方面，公司参与成立产业投资基金，聚焦军事通信行业，物联网产业链以及专网通信、光通信等领域，力图搭建完整的通信服务生态。同时在近期分别收购西安星恒通进军军工通信领域、收购光为光通信进军光通信领域。二者与通宇分别在技术上和客户资源上有较强的协同性。公司在拓展了业务版图同时，完善了通信产业链的布局，提升了公司的综合竞争力和盈利能力。

投资建议：

公司作为基站天线领域的领先企业，过去几年借助运营商大力建设基站的机会迎来了快速的发展。短期内，运营商“低频重耕”支持公司的业绩回升；长期来看，5G 时代基站天线的有源化、大规模天线阵列以及超密集组网将助力公司迎来腾飞。我们预计 2017-2019 年收入分别为 15.54 亿、18.70 亿、23.94 亿，净利润为 2.29 亿、2.55 亿、3.37 亿，eps 为 1.02 元、1.13 元、1.49 元，对应当前股价的 PE 为 34、31、23，给予“增持”评级。

风险提示： 国外市场出口波动风险、综合产能不足风险

发布时间：2017 年 6 月 20 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	65.88/30.20
上证指数/深圳成指	3140.01/10288.53
50 日均成交额(百万元)	80.95
市净率(倍)	4.24
股息率	0.58%

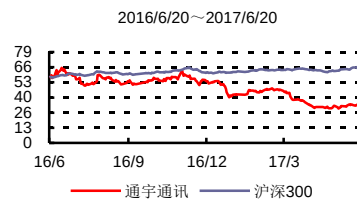
基础数据

流通股(百万股)	71.24
总股本(百万股)	225.79
流通市值(百万元)	2475.70
总市值(百万元)	7846.20
每股净资产(元)	8.20
净资产负债率	41.31%

股东信息

大股东名称	吴中林
持股比例	39.23%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

- 《国元证券公司研究-通宇通讯(002792)点评：收入小幅下滑，研发成果初现》，2017-4-25
- 《国元证券公司研究-通宇通讯(002792)点评：基站天线小龙头，长期趋势向好》，2017-2-22

联系方式

研究员： 褚杰
执业证书编号：S0020511030006
电 话： 021-51097188-1875
电 邮： chujie@gyzq.com.cn
研究助理： 常启辉
执业证书编号：S0020115080058
电 话： 021-51097188-1936
电 邮： changqihui@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

目录

第 1 部分 公司概况：基站天线领先企业	3
1.1 基站天线是主要收入来源	3
1.2 实际控制人在天线领域拥有丰富经验	3
1.3 业绩周期性较为明显，毛利率业内领先	4
第 2 部分 短期看低频重耕及海外拓展，长期看 5G	5
2.1 4G 基站建设进入尾声，低频重耕支撑短期业绩	5
2.2 全球 4G 网络发展不均衡，海外市场大有可为	6
2.3 技术储备丰厚，静待 5G 时代开花结果	7
第 3 部分 外延战略渐清晰，多领域布局通信产业链	9
3.1 收购西安恒通，涉足军工通信	9
3.2 收购光为光通信，切入光通信领域	9
第 4 部分 盈利预测与投资建议	10
4.1 盈利预测	10
4.2 投资建议	11
第 5 部分 风险提示	12

图目录

图 1：公司产品在移动通信系统中的应用	3
图 2：近五年公司各项收入占比	3
图 3：2016 年主要竞争对手天线业务收入（单位：亿元）	3
图 4：通宇通讯股权结构	4
图 5：近五年公司营业收入及增速	4
图 6：近五年公司净利润及增速	4
图 7：近五年公司毛利率与净利率	5
图 8：近五年公司分业务毛利率	5
图 9：2017 年三大运营商资本开支进一步缩减	5
图 10：三大运营商 4G 基站建设情况	5
图 11：全球 4G 用户分布（截止 2017 年 4 月）	6
图 12：全球 LTE 商用网络数	6
图 13：公司海外业务收入及占比	7
图 14：公司国内及海外业务毛利率对比	7
图 15：基站架构演进趋势	8
图 16：有源天线基站架构	8
图 17：Massive MIMO 带动天线需求量大增	8
图 18：光为光通信产品——40Gb/s QSFP 光模块	10

表目录

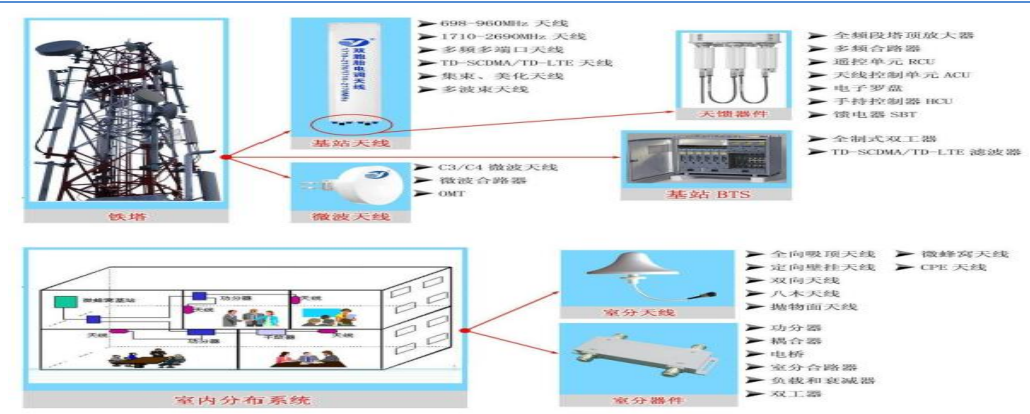
表 1：三大运营商“低频重耕”进展情况	6
表 2：三大运营商 5G 部署规划	7
表 3：西安星恒通业绩承诺	9
表 4：光为光通信业绩承诺	10
表 5：盈利预测基本假设	11
表 6：盈利预测表（单位：百万元）	11

第 1 部分 公司概况：基站天线领先企业

1.1 基站天线是主要收入来源

公司成立于 1996 年，主要产品是通信基站天线、射频器件、微波天线，下游的客户为移动通信运营商、设备集成商，包括国内三大运营商、西班牙电信、俄罗斯电信等国内外电信运营商以及华为、爱立信、诺基亚等大型设备集成商。目前公司可满足国内外 2G、3G、4G 等多网络制式的多样化产品需求，在移动通信天线领域具备较强的市场竞争力。

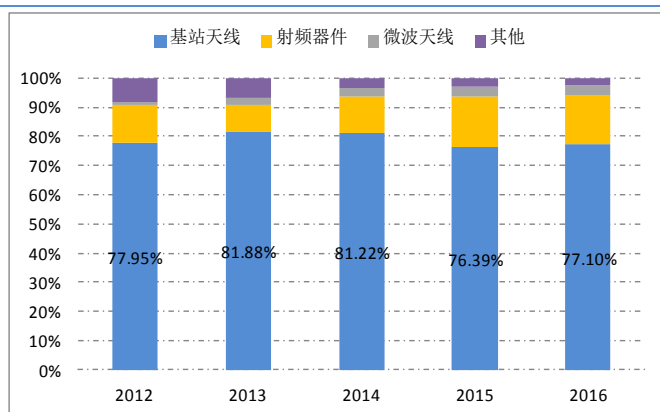
图 1：公司产品在移动通信系统中的应用



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

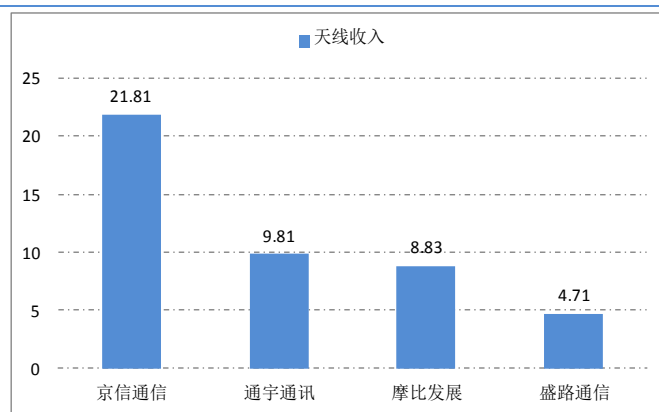
根据近几年的收入数据，基站天线收入占总营收的比重均超过了 75%，是公司主要的收入来源。公司 2016 年天线的收入为 9.81 亿元，其中基站天线的收入达到 9.4 亿元，在主要的几个竞争对手中排名第二，排名第一的是港股上市公司京信通信。公司是 A 股基站天线的龙头企业。

图 2：近五年公司各项收入占比



数据来源：wind、国元证券研究中心

图 3：2016 年主要竞争对手天线业务收入（单位：亿元）

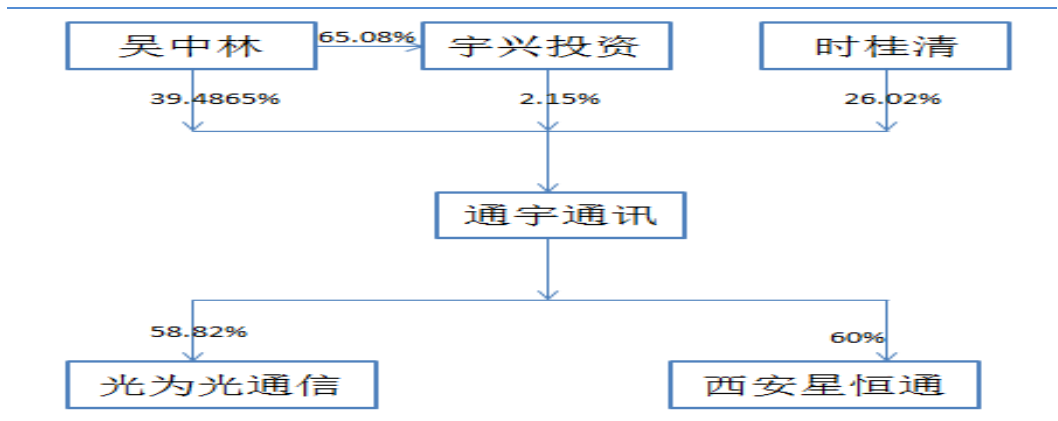


数据来源：wind、国元证券研究中心

1.2 实际控制人在天线领域拥有丰富经验

公司实际控制人为吴中林、时桂清夫妇，双方通过直接和间接的方式合计持有公司股份数量占公司总股本的 66.91%。吴中林在天线研发、设计方面具有丰厚的经验，早在 1994 年就在国内研制出移动通信基站天线，打破了中国基站天线市场由国外产品垄断的局面。

图 4：通宇通讯股权结构



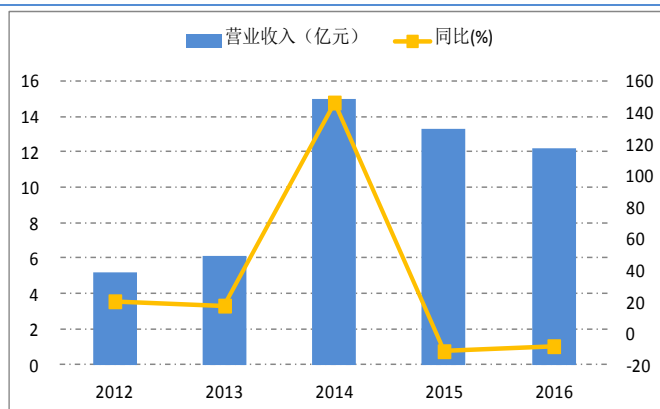
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

此外，公司也积极推进员工股权激励计划来吸引保留人才。2016 年 10 月，公司向包括中层管理人员、核心业务(技术)人员等共 65 人授予限制性股票 79 万股,授予价格 29.53 元/股。

1.3 业绩周期性较为明显，毛利率业内领先

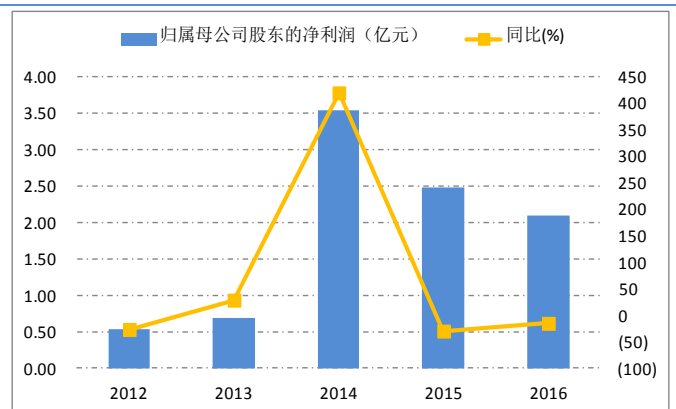
公司营收和净利润波动较大，具有明显的周期性，主要是因为公司下游的客户主要是运营商，公司业绩和运营商的资本开支关系比较密切。2013 年 12 月 4 日工信部正式向三大运营商发布 4G 牌照，2014 年是三大运营商建设 4G 基站的高峰期，公司收入和利润均大幅增长，近两年 4G 基站建设有所放缓，公司业绩也出现了轻微的下滑。2015 年、2016 年营业收入分别同比下滑了 11.44%、8.26%，归母净利润分别下滑 30.13%、15.51%。

图 5：近五年公司营业收入及增速



数据来源：wind、国元证券研究中心

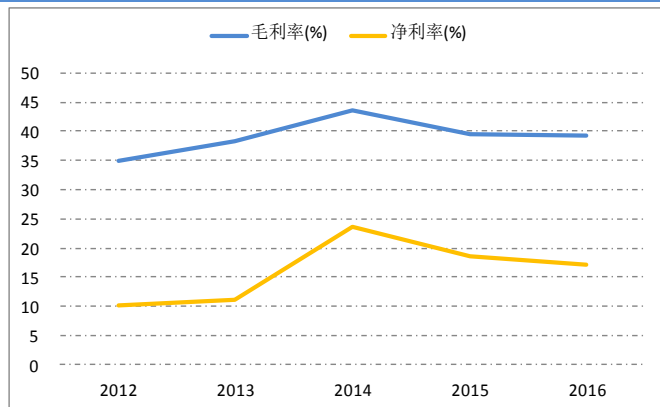
图 6：近五年公司净利润及增速



数据来源：wind、国元证券研究中心

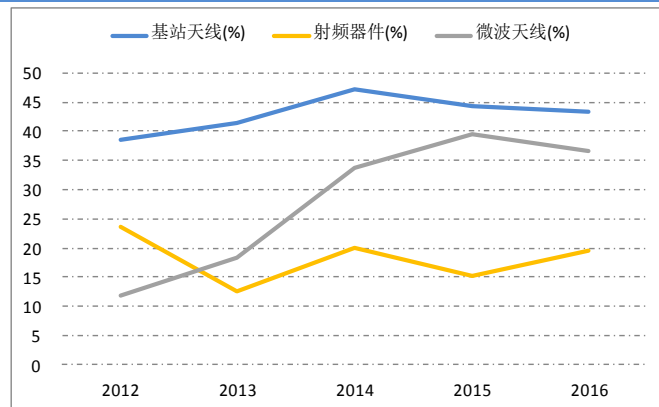
从毛利率的角度看，公司主营业务毛利率主要取决于基站天线毛利率的变动，射频器件和微波天线毛利率的变动对主营业务毛利率的影响较小。同时由于基站天线产品中多端口电调天线、宽频智能天线等技术含量高、单价高、附加值高的高端产品占比较大，导致公司基站天线产品毛利率处于高水平，整体毛利率高于同期同行业公司。近两年，通信天线市场竞争激烈，公司产品毛利率也出现了下降的趋势。

图 7：近五年公司毛利率与净利率



数据来源：wind、国元证券研究中心

图 8：近五年公司分业务毛利率



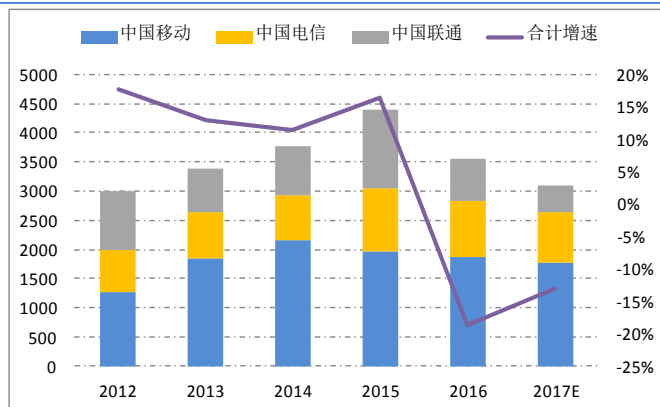
数据来源：wind、国元证券研究中心

第 2 部分 短期看低频重耕及海外拓展, 长期看 5G

2.1 4G 基站建设进入尾声, 低频重耕支撑短期业绩

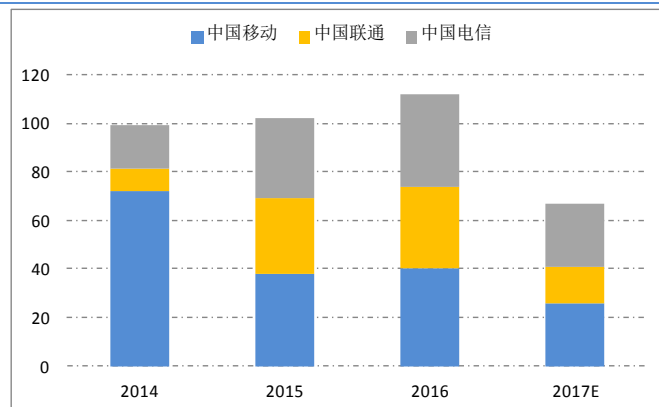
4G 基站建设步入尾声, 预计今年下滑明显。2013 年 12 月 4 日, 工信部向三大运营商同步发放 4G 牌照, 随后几年迎来了 4G 基站的建设高峰, 2014-2016 年三大运营商合计建设的 4G 基站数量分别为 99 万、101.9 万、111.7 万个。目前整个市场处于 4G 向 5G 过渡的阶段, 三大运营商资本开支持续下滑, 相应的 4G 基站的建设也逐步步入尾声。预计 2017 年三大运营商新建基站 67 万个, 相比过于三年下滑比较明显。

图 9：2017 年三大运营商资本开支进一步缩减



数据来源：wind、国元证券研究中心

图 10：三大运营商 4G 基站建设情况



数据来源：三大运营商年报、国元证券研究中心

“低频重耕”支持短期业绩。所谓“低频重耕”就是将用户群逐渐流失的某种通信网络所占用的频谱迁移出来, 让给采用了更新网络技术的网络来使用, 尤其是那些优质频谱, 在目前优质频谱资源匮乏的情况下, 能有效的提高频谱的利用率。

低频段资源由于其穿透能力强、覆盖面积广而备受运营商青睐。对比来看, 同样一片区域, 如果采用 800MHz、1.8GHz、2.1GHz 和 2.6GHz 来组网, 要达到相同的覆盖效果, 采用 LTE1.8GHz 组网所需的基站数量是 LTE800MHz 的 4.5 倍, 2.1GHz 所需基站数量是 800MHz 的 6 倍。

表 1：三大运营商“低频重耕”进展情况

	2016 年 7 月启动 800M LTE 全网重耕
中国电信	2016 年 10 月启动 LTE 五期工程无线网主设备集采，规模达到 30 万站 2017 年上半年实现 800MHz LTE 网络全覆盖，打造国内第一张低频 LTE 网络
中国联通	2016 年，工信部同意联通在全国 14 个省市在 900MHz 上开展 FDD LTE 试验 2016 年 12 月，工信部同意联通调整 900MHz、1800MHz 和 2100MHz 频段频率用于 LTE 组网
中国移动	2017 年 4 月启动基站天线（含 900MHz\1800MHz\F\A\D 频段）集采，共 94.6 万面

资料来源：互联网、国元证券研究中心

在“低频重耕”市场公司体现出了良好的拿单能力。2016 年 7 月与 2017 年 2 月，公司分别中标了 2.692 亿元的“中国电信 LTE 基站天线集中采购项目”以及 3.3635 亿元的“中国电信 800M/2G LTE 基站天线（宽频 4+4 端口/标配 RCU）集中采购项目”。

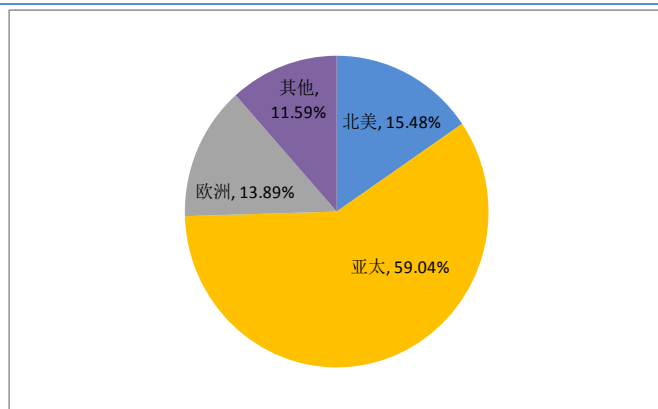
此外，中国移动 900M 频段重耕基站天线集采预计也于今年启动，预估总量为 94.6 万面，远超市场预期。采购内容为基站类天线（含 900MHz\1800MHz\F\A\D 频段）共 23 种型号，包括：智能天线场景 5 种、双通道天线场景 9 种；高铁天线场景 5 种，高楼、隧道及电梯等特殊场景天线 4 种。

随着“低频重耕”的持续推进，基站天线的集采有望迎来一波小高峰，公司短期的业绩将得到强有力的支撑。

2.2 全球 4G 网络发展不均衡，海外市场大有可为

自 2010 年海外主流运营商开始规模建设 4G 开始，全球 4G 迎来了飞速的发展。截止 2017 年 4 月，全球已经有国家部署了 591 张 4G 网络，4G 用户规模在 2016 年底也达到了 19.2 亿。但是 4G 飞速发展的背后是地区之间的极度不平衡，除北美及亚太地区中的中日韩渗透率较高外，俄罗斯等欧洲国家、印度等亚洲国家以及部分拉美国家的 4G 网络建设仍然比较落后，全球 4G 网络的建设具有非常大的提升空间。

图 11：全球 4G 用户分布（截止 2017 年 4 月）



数据来源：Ovum、国元证券研究中心

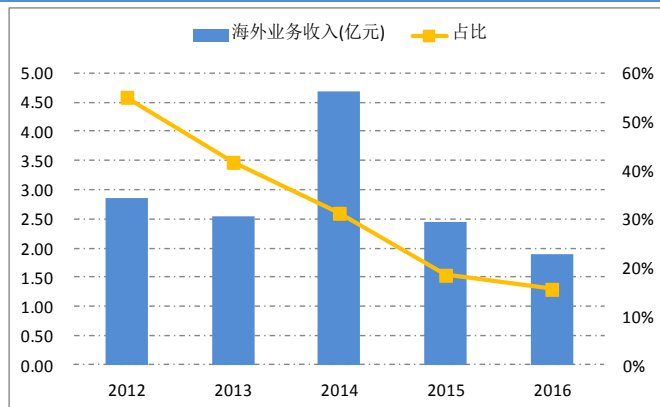
图 12：全球 LTE 商用网络数



数据来源：Ovum、国元证券研究中心

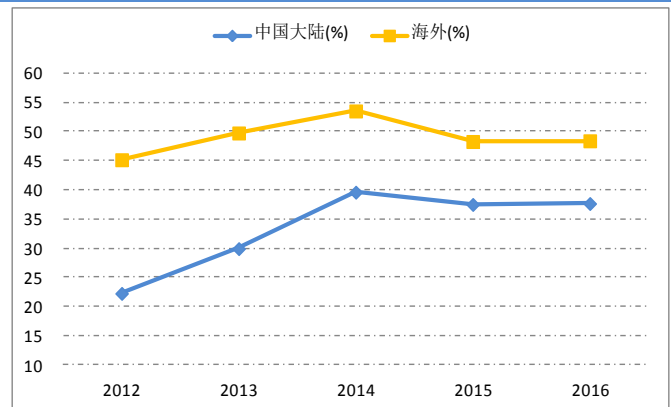
公司海外业务收入占比一直都维持在高位，2012 年海外业务一度与国内业务平分秋色，近两年海外业务收入下降明显，主要是受俄罗斯、印尼等国 4G 建设放缓影响，同时国内 4G 网络的建设相比于国外速度较快，导致国内业务收入增长较大，使得国外业务份额减少。目前公司在澳大利亚、巴西、美国、芬兰都成了分公司或者办事处，海外业务收入有望在今年保持较快的增长，占总营收的比重同比去年也将保持增长。同时，海外市场的毛利率普遍比国内市场高，可有效降低国内业务毛利率下降给总的毛利率带来的压力。

图 13：公司海外业务收入及占比



数据来源：wind、国元证券研究中心

图 14：公司国内及海外业务毛利率对比



数据来源：三大运营商年报、国元证券研究中心

2.3 技术储备丰厚，静待 5G 时代开花结果

4G 建设步入尾声，但 5G 渐行渐近，三大运营商均计划从 2019 年就开始大规模建设 5G 网络的计划，以实现 2020 年的商用，中国移动更是计划在 2021 年实现 5G 网络的全球覆盖。根据第三方数据预测结果，三大运营商对于 5G 网络建设的投资总额将高达 1800 亿美元，比 4G 建网投资总额高出 48%。同时，5G 时代，基站天线行业也将迎来前所未有的变化。

表 2：三大运营商 5G 部署规划

年份	中国移动	中国联通	中国电信
2017	选取 4-5 个城市，每个城市大约建 7 个站点做系统验证，预商用样机	完成 5G 无线、网络、传输及安全等关键技术研究	开展 5G 网络演进架构与关键技术研究及技术概念验证，适时开展部分关键技术实验室测试与场外测试
2018	在数个城市，每个城市建大约 20 个站点进行规模试验，形成端到端商用产品和预商用网络	完成 5G 关键技术实验室验证以及 5G 建设方案	开展 4G 引入 5G 的系统和组网能力验证，实现部分成熟 5G 技术的试商用部署
2019	扩大实验网规模，扩大城市总量和每个城市站点数	完成 5G 场外组网验证，按照预商用条件进行规模部署	
2020	全网 5G 基站达到万站规模，实现商用产品规模部署	商用，进行大规模 5G 网络部署	

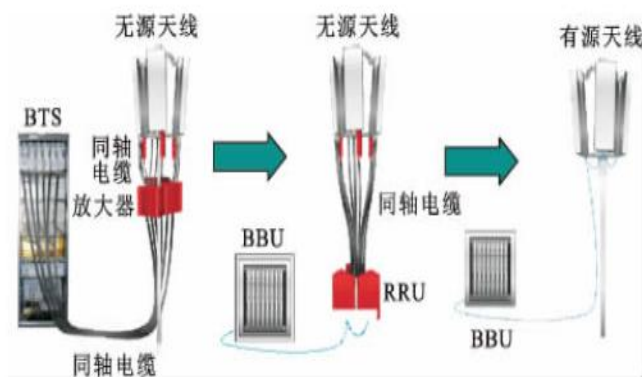
资料来源：互联网、国元证券研究中心

(1) 无源天线向有源天线发展，RRU 和天线部分集成

传统的天线都是无源天线，本质是一个金属体。有源天线的原意是在传统的天线中增加有源器件，最为普遍的做法是在天线上加放大器，可以有效增大输入阻抗、降低谐振频率从而达到展宽频带，增加接收灵敏度的目的。此外，还可以有效改善系统的噪声特性，实现天线的小型化。

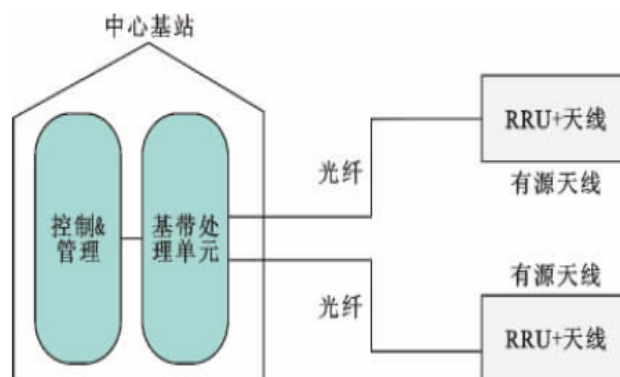
5G 时代，天线与有源结合成为必然趋势，天线与射频器件（滤波器、双工器等）及 RRU 将会集成，向着小型化、定制化、智能化的方向发展。天线厂家与主设备厂家需要深度绑定，产品的研发、测试和生产会更加复杂。专业天线厂家的经验、设计能力及知识产权壁垒等均是难以替换的，设备厂商将会加大与天线厂商的合作，没有技术实力的厂家会被淘汰，市场的集中度有望提升。

图 15：基站架构演进趋势



资料来源：互联网、国元证券研究中心

图 16：有源天线基站架构



资料来源：互联网、国元证券研究中心

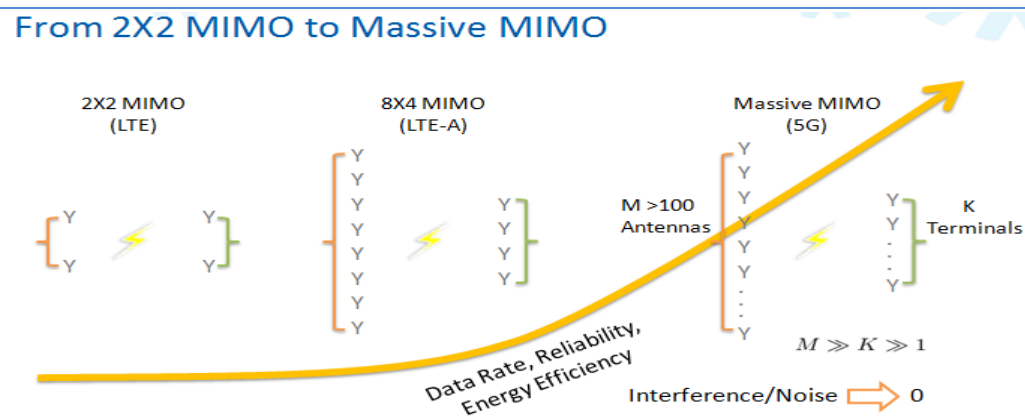
公司从 2006 年就开始发展射频器件业务，并投资 1 亿多元建了一个 75*40*40M 的大型测试场，已与中兴、爱立信、诺基亚形成良好的合作关系。同时公司于 2016 年以 605 万欧元的收购了芬兰技术企业 Prism Microwave Oy 的射频器件资产及相关业务，包括商标、专利、认证、软件、业务合同、人员等。这家公司虽不大，但在芬兰通信领域颇具技术领先优势，尤其小型化滤波器方面具备独特的技术优势，其专利及技术符合未来移动通信的发展方向，是未来无线应用（含 5G 等）的核心技术之一，是公司 5G 射频天线一体化布局中的重要一环。通过并购整合该芬兰公司技术优势，通宇通讯将进一步完善上下游技术链，为布局 5G 夯实技术基础，同时快速的提升公司技术水平、快速的拓展欧美市场，实现企业的转型升级。

(2) Massive MIMO 技术以及超密集组网导致天线需求量大增

MIMO(Multiple-Input Multiple-Out)技术指在发射端和接收端分别使用多个发射天线和接收天线，使信号通过发射端与接收端的多个天线传送和接收，从而改善通信质量。它能充分利用空间资源，通过多个天线实现多发多收，在不增加频谱资源和天线发射功率的情况下，可以成倍的提高系统信道容量，显示出明显的优势、被视为下一代移动通信的核心技术。

通信发展到 LTE 时期，MIMO 已经是基本配置了，目前普遍采用的是 4*4MIMO。而 5G 时期，为了提高系统容量和频谱利用率，将发展为更大容量的 Massive MIMO，就是在基站端安装几百根天线（128 根、256 跟或者更多），从而实现几百根天线同时收发数据，大大提高了频谱利用率、数据传输的稳定性和可靠性。

图 17：Massive MIMO 带动天线需求量大增



资料来源：互联网、国元证券研究中心

同时，2017 年 6 月 7 日，工信部发布了《公开征求对第五代国际移动通信(IMT-2020)使用 3300-3600MHz 和 4800-5000MHz 频段的意见》，计划在 3300-3600MHz 和 4800-5000MHz 两个频段上部署 5G。相比于 4G 网络，5G 网络的频段明显更高，这就需要部署更多的 5G 基站。

基站数目的增加以及单个基站部署天线数量的增加共同推动 5G 时代基站天线需求量成倍增长，公司作为基站天线领域的龙头企业将明显从中受益。

第3部分 外延战略渐清晰，多领域布局通信产业链

公司不满足于仅在天线领域进行发展，也积极推进外延式的并购。2017 年 2 月发起成立了规模为 10 元人民币的产业投资基金，其中公司与董事长吴中林合计出资占比 60%。该产业投资基金聚焦于通信全产业链的并购与投资，主要投资方向为军事通信行业，物联网产业链以及专网通信、光通信等领域，力图搭建完整的通信服务生态，提高公司在产业领域内的市场地位。

3.1 收购西安恒通，涉足军工通信

2017 年 4 月，公司以 2880 万元获得西安星恒通通信技术有限公司 60%股权。公司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，下游应用领域包括军队、武警、公安、消防、人防、气象等，此外公司拥有二级保密资格单位证书。

在现代化的战争中，科学技术所扮演的角色越来越重要。公司通过五年来在伺服控制技术、信号处理技术、激光与制导模拟技术领域的研发积累，形成了以卫星通信天线产品、应急通信指挥车产品、电子信息装备产品、激光制导模拟产品等为代表的产品满足军事信息化装备的需求。在军民融合上升为国家战略的前提下，公司盈利能力将大幅提升。

星恒通目前的主要产品应用于信息化武器装备建设及应急通信领域，在技术上与公司存在很大程度的相通性，协同效应明显。同时，公司进一步拓展了公司的业务版图，完善了通信产业链的布局，提升了公司的综合竞争力和盈利能力。

表 3：西安星恒通业绩承诺

年度	扣非后净利润（万元）
2017 年	300
2018 年	500
2019 年	700
合计	1700

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

3.2 收购光为光通信，切入光通信领域

2017 年 5 月公司拟以 9500 万元收购深圳市光为光通信科技有限公司 51.0753%股权，同时向其增资 3500 万元，增资完成后，公司持有光为光通信 58.8235%股权，借此切入光通信领域。

光为光通信成立于 2010 年，主要产品为光有源器件/光模块，产品覆盖全系列光收发模块产品和解决方案，被广泛应用于城域网、局域网、存储网络、光纤通道、光纤到户和

无线网络等领域。

图 18：光为光通信产品——40Gb/s QSFP 光模块



资料来源：互联网，国元证券研究中心

从产品结构和产能来看,公司 10G 相关产品占 49.8%,10G 以下产品占 32.2%,40G/100G 产品占比 18%;目前产能为 180K/月,武汉新建的产线预计 6 月底能投产,预计扩充产能 300K/月,全部达产后产能为 480K/月,今年目标收入 1.8 亿元。未来的发展规划方面,公司此前的客户主要为二三线品牌客户,未来重点将开拓一线品牌客户。

近年来数据带宽需求扩大、光纤入户建设、数据中心建设等行业的迅猛发展,光模块行业持续维持高景气状态,未来公司将依托通宇通讯优秀的运营商及设备商的客户资源,迎来快速的发展期。

表 4：光为光通信业绩承诺

年度	扣非后净利润（万元）
2017 年	1600
2018 年	2100
2019 年	2600
合计	6300

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

第 4 部分 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

基本假设：

- 1、基站天线方面：运营商“低频重耕”集采今年有望开启,公司此项业务有望摆脱前两年下滑的趋势,实现同比增长,并在 5G 时代迎来爆发。而毛利率方面,近两年比较稳定,国内虽然有下滑的倾向,但是国外业务收入占比在提高,对毛利率有正向的影响,总体来说毛利率下滑的趋势并不明显。
- 2、射频器件方面：此项业务收入波动不大,募投项目投产有望新增产能 35%。同时,5G 时代天线的有源化以及收购 prism 后,公司产品有望进军欧洲市场,射频器件收入大概率保持较快的增长。
- 3、微波天线：此块收入占比较小,且近两年收入及毛利率变化不大,预计此块业务未来将稳定发展。
- 4、光为光通信方面：数据流量爆发的前提下,网络的扩容升级是必然趋势。同时,未来公司 40G、100G 产品占比会逐渐升高,收入持续增高问题不大。

表 5：盈利预测基本假设

单位（百万元）		2016	2017E	2018E	2019E
基站天线	收入	939.66	1080.61	1296.73	1685.75
	增速	-7.42%	15.00%	20.00%	30.00%
	毛利率	43.41%	41.00%	40.00%	44.00%
射频器件	收入	206.03	216.34	237.97	285.56
	增速	-9.30%	5.00%	10.00%	20.00%
	毛利率	19.50%	19.00%	18.00%	19.00%
微波天线	收入	41.85	43.95	48.34	55.59
	增速	-10.64%	5.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	36.58%	37.00%	38.00%	39.00%
其他主营业 务	收入	31.20	32.76	34.40	39.56
	增速	-20.24%	5.00%	5.00%	15.00%
	毛利率	50.57%	50.00%	51.00%	52.00%
光为光通信	收入	121.83	180.30	252.43	328.15
	增速		48.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	20.00%	21.00%	23.00%	24.00%
合计	收入	1218.75	1553.96	1869.87	2394.62
	增速	-8.34%	27.50%	20.33%	28.06%
	毛利率	39.32%	35.69%	35.06%	38.29%

数据来源：wind、国元证券研究中心

表 6：盈利预测表（单位：百万元）

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1219	1554	1870	2394
收入同比(%)	-8%	28%	20%	28%
归属母公司净利润	209	229	255	337
净利润同比(%)	-16%	10%	11%	32%
毛利率(%)	39.3%	35.7%	35.1%	38.3%
ROE(%)	11.3%	11.3%	11.1%	12.8%
每股收益(元)	0.93	1.02	1.13	1.49
P/E	37.53	34.22	30.79	23.31
P/B	4.24	3.85	3.42	2.99
EV/EBITDA	30	30	28	21

数据来源：wind、国元证券研究中心

4.2 投资建议

公司作为基站天线领域的领先企业，过去几年借助运营商大力建设 4G 基站的机会迎来了快速的发展。短期内，运营商“低频重耕”将支持公司的业绩回升；长期来看，5G 时代基站天线的有源化、大规模天线阵列以及超密集组网将助力公司迎来腾飞。我们预计 2017-2019 年收入分别为 15.54 亿、18.70 亿、23.94 亿，净利润为 2.29 亿、2.55 亿、3.37 亿，eps 为 1.02 元、1.13 元、1.49 元，对应当前股价的 PE 为 34、31、23，给予“增持”评级。

第 5 部分 风险提示

- 1 国外市场出口波动风险
- 2 综合产能不足风险

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2290	2714	3181	3769
现金	762	1150	1303	1509
应收账款	413	501	609	782
其他应收款	7	8	10	12
预付账款	4	3	4	5
存货	375	465	575	704
其他流动资产	729	588	680	756
非流动资产	327	295	269	241
长期投资	0	0	0	0
固定资产	209	191	168	142
无形资产	73	73	73	73
其他非流动资产	46	31	28	27
资产总计	2617	3009	3450	4010
流动负债	719	930	1114	1338
短期借款	0	0	0	0
应付账款	359	453	550	677
其他流动负债	361	477	565	661
非流动负债	46	42	44	44
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	46	42	44	44
负债合计	765	972	1158	1382
少数股东权益	0	0	0	0
股本	226	226	226	226
资本公积	756	756	756	756
留存收益	874	1055	1310	1646
归属母公司股东权益	1852	2036	2291	2628
负债和股东权益	2617	3009	3450	4010

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	171	390	99	144
净利润	209	229	255	337
折旧摊销	34	27	27	28
财务费用	-17	-40	-51	-58
投资损失	-6	-3	-4	-4
营运资金变动	-80	167	-143	-173
其他经营现金流	31	9	14	14
投资活动现金流	-340	3	4	4
资本支出	140	0	0	0
长期投资	-209	0	0	0
其他投资现金流	-408	3	4	4
筹资活动现金流	576	-6	51	58
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	106	0	0	0
资本公积增加	530	0	0	0
其他筹资现金流	-60	-6	51	58
现金净增加额	410	388	153	206

利润表

单位: 百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1219	1554	1870	2394
营业成本	740	999	1214	1478
营业税金及附加	13	16	20	25
营业费用	79	130	173	253
管理费用	176	186	224	311
财务费用	-17	-40	-51	-58
资产减值损失	13	17	17	16
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	3	4	4
营业利润	221	248	277	374
营业外收入	30	26	28	28
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	247	270	301	397
所得税	38	41	46	61
净利润	209	229	255	337
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	209	229	255	337
EBITDA	239	235	253	343
EPS (元)	0.93	1.02	1.13	1.49

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	-8.3%	27.5%	20.3%	28.1%
营业利润	-16.5%	12.2%	11.4%	35.0%
归属于母公司净利润	-15.5%	9.7%	11.1%	32.1%
获利能力				
毛利率(%)	39.3%	35.7%	35.1%	38.3%
净利率(%)	17.2%	14.8%	13.6%	14.1%
ROE(%)	11.3%	11.3%	11.1%	12.8%
ROIC(%)	15.6%	19.5%	19.0%	23.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	29.2%	32.3%	33.6%	34.5%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.18	2.92	2.85	2.82
速动比率	2.63	2.39	2.31	2.26
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.55	0.58	0.64
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	2.21	2.46	2.42	2.41
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.02	1.13	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.73	0.44	0.64
每股净资产(最新摊薄)	8.20	9.02	10.15	11.64
估值比率				
P/E	37.53	34.22	30.79	23.31
P/B	4.24	3.85	3.42	2.99
EV/EBITDA	30	30	28	21

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn