

近看低频重耕时，远看 5G 正走来

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报, 实现营业收入 7.4 亿元, 同比增长 11.2%, 除去并购业务收入, 同比增长 8.3%; 归属上市公司股东净利润 0.9 亿元, 同比下降 19.8%。
- **天线射频市场竞争激烈, 短期内承压。**2017 年上半年, 公司在营业收入出现增长的情况下, 净利润仍出现了较大幅度下降, 主要原因在于: 一是由于电信市场处于后 4G 建设时期, 运营商 CAPEX 持续下滑, 天线射频产品进入高度成熟期, 在红海市场下, 公司主要产品毛利率出现大幅下滑; 二是由于原材料价格上涨、职工薪酬与福利提高、市场开拓费用增加等因素。其中, 基站天线实现营业收入 6.3 亿元, 同比增长 27.3%, 占总营收的占比达到 85.2%, 但毛利率同比下降 9 个百分点; 射频模块及器件、微波天线及器件的毛利率也同期下降 20 个百分点以上。
- **低频重耕助力天线市场, 5G 浪潮带来新的机遇。**目前, 国内运营商正在积极进行低频重耕工作以升级 4G 网络: 中国电信的 800M 低频重耕, 新增大量基站, 天线需求增长, 公司合计中标 6.05 亿元; 中国移动 LTE 基站补建, 积极申请 FDD 牌照, 推进黄金频段组网; 中国联通获批 900M 进行 LTE 组网进一步开拓天线市场。公司作为国内基站天线行业龙头企业, 低频重耕将推动公司业绩增长。同时, 在天线射频领域, 5G 技术 4G 化趋势早于其它 5G 技术, 预计到 2019 年, 5G 商用网络规模性试验驱动天线和射频器件新一轮增长。公司收购在小型滤波器方面具备技术优势的芬兰企业 Prism, 并在天线和射频技术上具有快速研发优势, 将在 5G 浪潮中占据有利位置, 享受行业发展红利。
- **进军光通信和军工通信, 外延发展稳步进行。**2017 年上半年, 公司通过收购增资的方式控股光为光通信和西安星恒通通信, 进军光通信领域, 切入军工通信市场, 完善通信产业链。2017 年上半年, 光通信和信息指挥系统分别实现并表收入约 1300 万和 550 万。公司有规划进行外延发展, 综合竞争力得到提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.00/1.14/1.69 元, 公司短期内业绩承压, 但考虑到公司天线领域龙头地位和 5G 时期天线领域的巨大市场空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料供应及价格变动风险; 天线射频市场竞争风险。

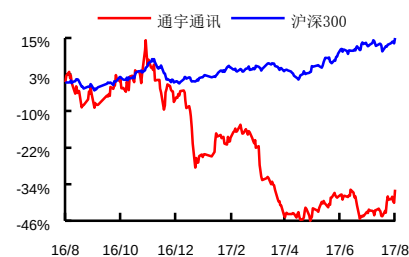
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1218.75	1647.60	1994.88	2377.84
增长率	-8.26%	35.19%	21.08%	19.20%
归属母公司净利润 (百万元)	209.06	226.70	258.50	381.53
增长率	-15.51%	8.44%	14.03%	47.59%
每股收益 EPS (元)	0.93	1.00	1.14	1.69
净资产收益率 ROE	11.29%	11.17%	11.58%	14.97%
PE	36	33	29	20
PB	4.06	3.70	3.37	2.95

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn
 联系人: 黄弘扬
 电话: 021-58351773
 邮箱: hhy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.26
流通 A 股(亿股)	0.71
52 周内股价区间(元)	30.2-63.7
总市值(亿元)	75.93
总资产(亿元)	27.34
每股净资产(元)	8.31

相关研究

关键假设：

假设 1：主营基站天线业务受 4G 建设放缓增长趋缓，但公司今年已签订单均能顺利完成，2017-2018 年竞争激烈，毛利率下降 8 个点，2019 年 5G 前周期来临，天线业务毛利率回升；

假设 2：2017-2019 年，射频器件业务毛利率随产品改进维持在 20%；

假设 3：依据 2017 年年报的市场情况，微波天线业务毛利率下降至 20%，其他配件类业务毛利率提升至 66%；

假设 4：公司新拓展业务光通信和信息指挥系统均保持稳定，毛利率也分别维持当前水平；

假设 5：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
基站天线	收入	1,015.00	1,319.50	1,517.43	1,820.91
	增速	56.00%	30.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	44.33%	36.00%	36.00%	40.00%
射频器件	收入	227.00	136.20	156.63	187.96
	增速	59.00%	-40.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	15.42%	20.00%	20.00%	20.00%
微波天线	收入	46.00	55.20	66.24	79.49
	增速	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	39.13%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	39.00	11.70	11.70	11.70
	增速	-22.00%	-70.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	56.41%	66.00%	66.00%	66.00%
光通信	收入	89.00	170.88	191.39	89.00
	增速	0.00%	92.00%	12.00%	0.00%
	毛利率	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
信息指挥系统	收入	36.00	72.00	86.40	36.00
	增速	0.00%	100.00%	20.00%	0.00%
	毛利率	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	1,218.75	1,647.60	1,994.88	2,377.84
	增速	-8.26%	35.19%	21.08%	19.20%
	毛利率	39.32%	33.43%	33.28%	36.41%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1218.75	1647.60	1994.88	2377.84	净利润	209.06	226.70	258.50	381.53
营业成本	739.53	1096.78	1330.98	1512.16	折旧与摊销	34.20	40.91	40.91	40.91
营业税金及附加	12.77	14.83	18.94	22.18	财务费用	-16.76	-9.18	-10.52	-12.21
销售费用	78.71	87.32	107.72	127.61	资产减值损失	12.92	0.00	0.00	0.00
管理费用	176.29	217.48	269.31	304.36	经营营运资本变动	-326.24	-253.20	-233.17	-279.31
财务费用	-16.76	-9.18	-10.52	-12.21	其他	257.60	-6.61	2.86	0.55
资产减值损失	12.92	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	170.77	-1.37	58.59	131.47
投资收益	6.01	1.00	0.60	0.60	资本支出	-40.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-298.57	1.00	0.60	0.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-339.53	1.00	0.60	0.60
营业利润	221.29	241.36	279.04	424.33	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	25.85	25.99	26.18	26.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	247.15	267.35	305.22	450.40	股权融资	635.85	0.00	0.00	0.00
所得税	38.09	40.65	46.72	68.86	支付股利	-60.00	-52.27	-56.68	-64.63
净利润	209.06	226.70	258.50	381.53	其他	0.40	12.87	10.52	12.21
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	576.25	-39.39	-46.16	-52.42
归属母公司股东净利润	209.06	226.70	258.50	381.53	现金流量净额	409.98	-39.77	13.03	79.66
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	762.21	722.45	735.47	815.13	成长能力				
应收和预付款项	600.77	800.85	977.57	1162.87	销售收入增长率	-8.26%	35.19%	21.08%	19.20%
存货	375.45	571.30	695.42	793.20	营业利润增长率	-16.52%	9.07%	15.61%	52.07%
其他流动资产	551.70	745.83	903.04	1076.40	净利润增长率	-15.51%	8.44%	14.03%	47.59%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-10.96%	14.39%	13.31%	46.41%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	225.75	193.92	162.09	130.26	毛利率	39.32%	33.43%	33.28%	36.41%
无形资产和开发支出	72.62	63.54	54.46	45.38	三费率	19.55%	17.94%	18.37%	17.65%
其他非流动资产	28.91	28.91	28.91	28.91	净利率	17.15%	13.76%	12.96%	16.05%
资产总计	2617.41	3126.79	3556.95	4052.14	ROE	11.29%	11.17%	11.58%	14.97%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.99%	7.25%	7.27%	9.42%
应付和预收款项	714.64	1043.73	1270.65	1447.84	ROIC	17.41%	14.99%	14.62%	19.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.59%	16.58%	15.51%	19.05%
其他负债	50.52	52.67	54.08	55.18	营运能力				
负债合计	765.15	1096.40	1324.74	1503.01	总资产周转率	0.54	0.57	0.60	0.62
股本	225.79	225.79	225.79	225.79	固定资产周转率	6.92	8.53	12.37	18.37
资本公积	755.85	755.85	755.85	755.85	应收账款周转率	2.79	3.39	3.25	3.21
留存收益	874.31	1048.75	1250.57	1567.48	存货周转率	1.93	2.22	2.04	1.98
归属母公司股东权益	1852.25	2030.39	2232.22	2549.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.49%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1852.25	2030.39	2232.22	2549.12	资产负债率	29.23%	35.06%	37.24%	37.09%
负债和股东权益合计	2617.41	3126.79	3556.95	4052.14	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.18	2.70	2.59	2.64
					速动比率	2.66	2.16	2.05	2.10
					股利支付率	28.70%	23.05%	21.92%	16.94%
					每股指标				
					每股收益	0.93	1.00	1.14	1.69
					每股净资产	8.20	8.99	9.89	11.29
					每股经营现金	0.76	-0.01	0.26	0.58
					每股股利	0.27	0.23	0.25	0.29
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	238.73	273.09	309.43	453.03					
PE	35.98	33.18	29.09	19.71					
PB	4.06	3.70	3.37	2.95					
PS	6.17	4.56	3.77	3.16					
EV/EBITDA	28.19	24.79	21.84	14.74					
股息率	0.80%	0.69%	0.75%	0.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn