

证券研究报告—动态报告/公司快评

天邑股份 (300504)

买入

重大事件快评

(首次评级)

2019年01月21日

立足光通信，业绩连年高增长

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
 证券分析师：李亚军 liyajun1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518060001

事项：

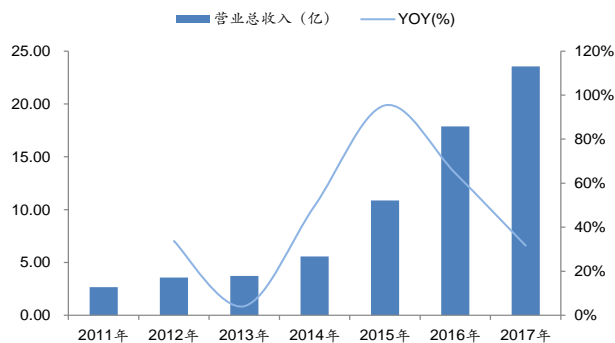
近日，我们与公司领导就产业发展及公司业务布局进行了充分沟通和交流，以下为全文纪要。

评论：

■ 立足光通信，业绩连年高增长

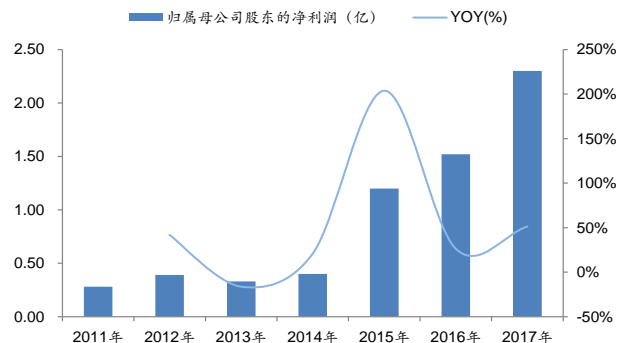
公司专业从事宽带网络终端设备、通信网络物理连接与保护设备、移动通信网络优化系统设备等的研发、生产、销售和服务。尤其在光通信领域，依托多年的技术和渠道积累，目前已经拥有自接入到应用的产业链主要产品研发及生产能力。2017年，公司营业收入增长31.6%，归属于母公司股东净利润增长51%，2011年至2017年，营业收入复合增长率43.7%，归属于母公司股东净利润复合增长率42%，显示出强劲的增长能力。

图 1：近年公司营收增长情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

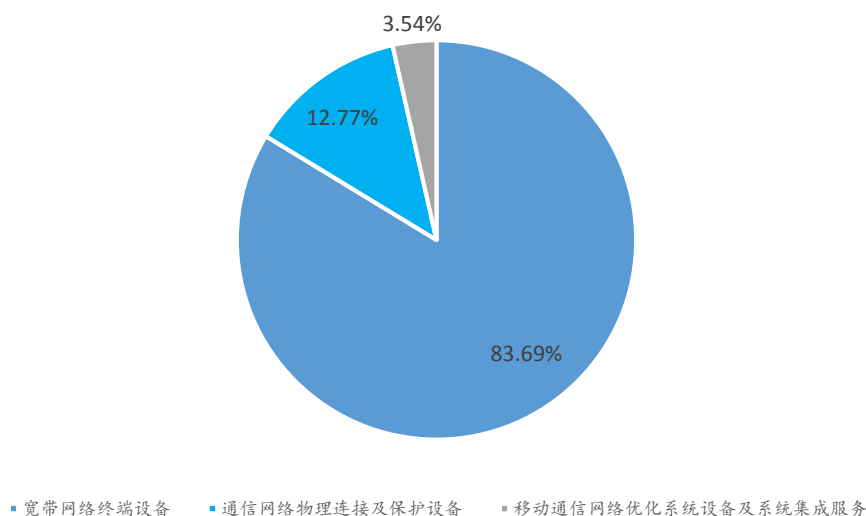
图 2：近年公司归属于母公司股东净利润增长情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分业务来看，2017年宽带网络终端设备占比83%，主要包括光纤接入终端设备（ONU）、EPON、GPON、IPTV机顶盒等，通信网络物理连接及保护设备占比12.7%，主要包括光纤连接活动器、光分路器等，移动通信网络优化系统设备及系统集成服务占比3.54%，主要包括直放站、耦合器、合路器等。

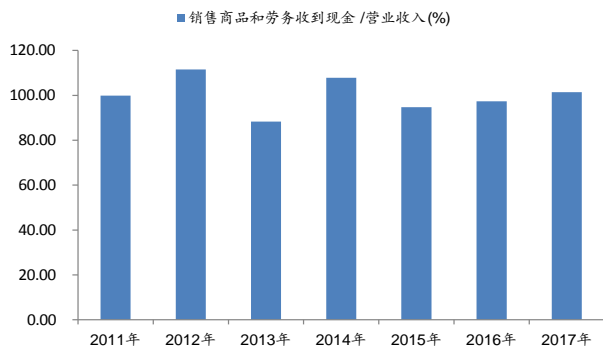
图 3: 公司营收分业务占比情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

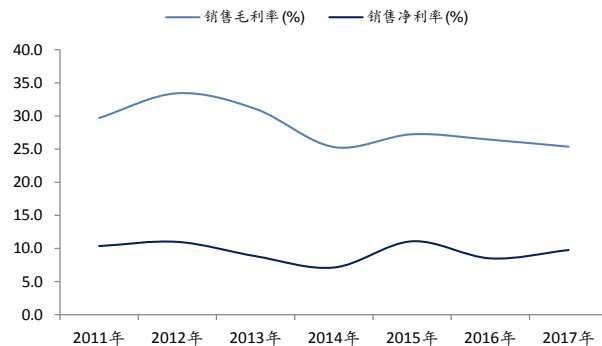
公司的主要客户为中国电信、中国移动和中国联通, 及中国石油、中国石化等大型集团公司, 其中中国电信订单占比超过 80%; 针对海外市场, 公司于 2002 年成立国际市场部并积极开拓海外市场, 目前产品已出口至欧洲、非洲、亚洲等多个国家和地区。从公司近年销售商品和劳务收到现金占营收比重以及毛利率、净利率水平来看, 公司增长质量较高。

图 4: 近年公司营收增长质量较好



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 近年公司毛利率净利率维持不错水平



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

国内固网宽带建设持续大规模投入, 行业景气度高

2018 年 8 月 10 日, 工信部、发改委联合印发《扩大和升级信息消费三年行动计划 (2018-2020 年)》。到 2020 年, 信息消费规模达到 6 万亿元, 年均增长 11% 以上, 实现信息技术在消费领域的带动作用显著增强, 拉动相关领域产出达到 15 万亿元的目标。随着“宽带中国”、“三网融合”等战略的推进, 云计算、大数据、物联网等新兴业务的需求带动, 用户对高速宽带的需求愈发强烈。

《三年行动计划》要求: 深入落实“宽带中国”战略, 组织实施新一代信息基础设施建设工程, 推进光纤宽带和第四代移动通信 (4G) 网络深度覆盖, 加快第五代移动通信 (5G) 标准研究、技术试验, 推进 5G 规模组网建设及应用示范工程。深化电信普遍服务试点, 提高农村地区信息接入能力。加大网络降费优惠力度, 充分释放网络提速降费红利。在工业、农业、交通、能源、市政、环保等领域开展试点示范。到 2020 年实现城镇地区光网覆盖, 提供 1000Mbps 以上接入服务能力; 98% 的行政村实现光纤通达和 4G 网络覆盖, 有条件地区提供 100Mbps 以上接入服务能力; 确保启动 5G

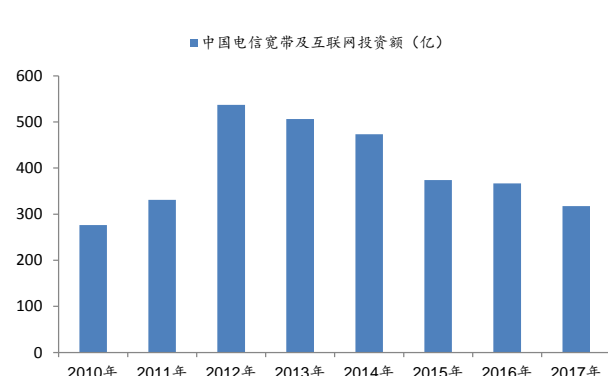
商用。

图 6: 三大运营商固网用户数



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 中国电信宽带及互联网投资额



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

5G 方面, 公司加大 5G 微基站研发储备, 5G 时代, 微基站有望迎来爆发式增长, 公司有望分享产业红利。参考 4G 历史, 从移动通信技术制式革新的历史经验来看, 无线投资的受益主体早期是电信规划设计公司, 中期是主设备商、传输配套厂家、线缆连接器厂家和移动终端厂家, 末期则主要是运营商、CP/SP 提供商、网优网维厂家等。目前我国 4G 建设目前已进入中后期, 4G 通信的深化发展正带来移动通信网络优化设备和服务需求的大量释放。我们预计在“十三五”期间无线网络优化覆盖行业规模仍有广阔的空间, 公司无线侧业务有望迎来快速发展。

■ 看好公司在光通信领域的优势和充足订单带来的业绩释放以及公司在 5G 微基站侧的研发布局, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司连年业绩高增长, 其宽带接入产品具备自主研发、生产、市场及售后服务完整的产业链, 地处西南, 具有一定的综合优势, 并且公司始终坚持技术和产品创新, 持续加大研发费用投入, 在 5G 微基站领域深化布局, 2018 年公司屡次中标大单, 包括中国电信天翼网关 3.0 集中采购、中移物联网智能家庭网关、中国电信 IPTV 智能机顶盒集中采购等, 给 2019 年业绩提供保障和支撑。我们预计公司 2018/2019/2020 年净利润分别为 1.83/2.78/3.56 亿元, 对应 39/26/20 倍 PE, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ 风险提示

订单落地时间低于预期; 原材料价格波动;

■ 附: 公司最新交流纪要

1、宽带接入产品价格趋势 (100M 的光猫比 50M 的价格提升多少, 100M 或者 50M 光猫每年降价幅度多大), 以及毛利率趋势?

答: 国内的宽带终端设备主要由运营商通过招标/招募等方式采购, 随着产品升级换代, 其价格受产品技术、生产成本、竞争程度等多因素影响。通常情况, 设备供应商会在合理利润的基础上, 考虑上述因素进行报价。公司已中标中国电信 2018 年天翼网关 3.0 和 IPTV 智能机顶盒 (P60) 集中采购项目、中国移动 2018 智能家庭网关等产品, 销售价格已经明确。现阶段公司宽带网络终端产品原材料市场总体供大于求, 预计公司采购的原材料价格仍将维持继续回落的走势, 而且部分原材料已回落到近几年的低点; 同时, 公司还通过调整采购周期、库存量等措施, 进一步降低采购成本。

2、《信息消费三年行动计划》要求 2020 年城镇实现 1000M 接入速率, 1000M 的宽带接入产品价格和毛利率情况, 实际运营商推进中, 升级的时间节奏如何?

答：涉及 10GPON 宽带接入产品。公司针对电信、移动和联通的 10G PON 宽带接入产品已完成研发，等待运营商启动招标工作，中标后随时可以进入量产。

3、公司 18 年底-19 年初公告中标中国电信 IPTV 机顶盒 3.99 亿订单、天翼网关 10 个亿左右订单，具体订单落地进度和收入确认情况，对 19 年有多大业绩贡献？

答：天翼网关 3.0 已签订框架协议，产品已开始批量供货；IPTV 智能机顶盒（P60）已签订框架协议，并开始接受订单。

如果协议顺利实施，IPTV 智能机顶盒（P60）项目将为公司带来近 4 亿元的营收，天翼网关 3.0 项目将为公司带来近 10 亿的营收，以及相应的利润。

4、公司的网络优化系统集成服务，是基于自己的硬件产品还是独立的给运营商做网络优化，网络优化工程服务这块儿趋势如何，面向 5G 有没有新的布局？

答：公司的网络优化系统集成服务，是独立向运营商提供网络优化服务。子公司工程公司具有通信工程施工总承包二级资质，拥有包括 5G 在内的移动通信网络优化系统集成及服务相关业务的能力。

5、原材料成本趋势，之前内存等芯片涨价很快，很多机顶盒类的公司利润压力很大，我们的原材料成本占比也在提升，有哪些原材料有涨价压力，公司整体成本压力如何，未来怎么控制？

答：公司主要产品已形成一定规模，通过打通供应链上下游环节，部分核心器件自产，降低了生产成本；同时，主要芯片采购公司直接与原厂确定采购价格，降低了中间采购费用。

与 2018 年相比，公司整体成本压力在下降。现阶段，公司主要产品原材料市场总体供大于求，预计公司采购的原材料价格仍将维持继续回落的走势，而且部分原材料已回落到近几年的低点；同时，公司还通过调整采购周期、库存量等措施，进一步降低采购成本。

6、公司员工和管理团队激励情况和规划？

答：上市之前，公司分别于 2012 年和 2016 年进行了管理团队和核心员工的股权激励。

公司规模扩大以及上市以后，公司管理、技术、核心人员也在不断充实。为促进公司更好发展，公司也会考虑采用股权激励等多种方式对管理团队和核心员工进行激励，增强企业凝聚力，让管理团队、员工、股东和社会共同分享公司发展成果。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	303	381	406	579
应收款项	414	537	690	836
存货净额	1060	1346	1761	2115
其他流动资产	19	22	30	35
流动资产合计	1796	2287	2887	3565
固定资产	134	155	176	196
无形资产及其他	22	21	20	20
投资性房地产	16	16	16	16
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1968	2480	3100	3796
短期借款及交易性金融负债	145	157	151	154
应付款项	842	1119	1431	1738
其他流动负债	129	175	224	269
流动负债合计	1117	1451	1806	2162
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	3	4	1	(0)
长期负债合计	3	4	1	(0)
负债合计	1120	1456	1807	2162
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	848	1024	1292	1634
负债和股东权益总计	1968	2480	3100	3796

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.15	0.69	1.04	1.33
每股红利	0.04	0.03	0.04	0.05
每股净资产	4.23	3.84	4.84	6.12
ROIC	30%	19%	25%	27%
ROE	27%	18%	22%	22%
毛利率	25%	25%	25%	25%
EBIT Margin	13%	8%	9%	9%
EBITDA Margin	14%	8%	10%	10%
收入增长	32%	29%	29%	21%
净利润增长率	51%	-20%	52%	28%
资产负债率	57%	59%	58%	57%
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
P/E	23.3	39.0	25.7	20.1
P/B	6.3	7.0	5.5	4.4
EV/EBITDA	19.8	33.5	23.9	20.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2355	3045	3920	4743
营业成本	1758	2293	2952	3572
营业税金及附加	8	12	15	19
销售费用	139	210	261	302
管理费用	144	290	338	409
财务费用	5	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(19)	(17)	(18)	(17)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	282	222	336	424
营业外净收支	(15)	(9)	(12)	(11)
利润总额	267	213	323	413
所得税费用	37	30	45	58
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	230	183	278	356

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	230	183	278	356
资产减值准备	4	2	1	2
折旧摊销	21	18	21	25
公允价值变动损失	19	17	18	17
财务费用	5	0	0	0
营运资本变动	(201)	(87)	(216)	(152)
其它	(4)	(2)	(1)	(2)
经营活动现金流	69	130	101	246
资本开支	(19)	(57)	(60)	(63)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(19)	(57)	(60)	(63)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(8)	(7)	(10)	(14)
其它融资现金流	(49)	12	(6)	3
融资活动现金流	(64)	5	(16)	(10)
现金净变动	(14)	78	25	173
货币资金的期初余额	317	303	381	406
货币资金的期末余额	303	381	406	579
企业自由现金流	65	79	49	190
权益自由现金流	16	91	43	193

相关研究报告

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032