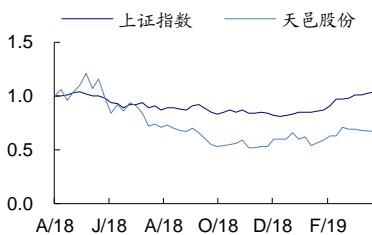


**证券研究报告—动态报告**
**天邑股份(300504)**
**买入**
**2018 年年报点评**

(维持评级)

2019 年 05 月 10 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	267/99
总市值/流通(百万元)	7,578/2,813
上证综指/深圳成指	3,189/10,132
12 个月最高/最低(元)	62.45/21.20

**相关研究报告:**

《天邑股份-300504-重大事件快评:立足光通信,业绩连年高增长》——2019-01-21

**证券分析师:程成**

电话: 0755-22940300

E-MAIL: 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**

电话: 0755-81981520

E-MAIL: liyajun1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518060001

**独立性声明:**

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。

**财报点评**

## 期待业绩拐点,积极布局 5G

2018 年,公司实现营业收入 27.75 亿元,较上年同期增长 17.84%;实现净利润 1.52 亿元,较上年同期下滑 33.82%。

**● 原材料维持高位造成毛利率下滑**

公司今年毛利率 16.5%,较去年同期 25.36%下滑较多,主要原因在于部分原材料价格上涨至高位开始回落,但与上年同期相比,材料成本仍涨幅较大;而且公司主要产品价格仍执行上期中标价格,因此导致公司毛利率下降。公司上游原材料,如芯片、BOSA 及其原材料等价格从 2018Q3 开始下降,预计对今年毛利率有较好提升作用。

**● 客户结构得到优化,行业成长性良好**

客户营收占比方面,中国电信一直在 80%左右的水平,公司在巩固原有中国电信市场份额的情况下,加大中国移动和中国联通产品的研发投入和市场拓展力度,与 2017 年相比,来自于中国移动的营业收入达到 6.15 亿元,同比增长 326%;来自于中国联通的营业收入达到 1.74 亿元,同比增长 996%。营收收入保持稳健增长,客户结构得到优化。行业方面,近期中国电信启动 2019 年 PON 设备集采 GPON 与 10GEPON 采购量上涨,行业成长性良好。

**● 积极布局 5G,加大研发 5G CPE 和微基站**

公司在现有移动通信网络优化研发团队的基础上组建 5G 研发团队,加大研发投入,和国外芯片商和软件商进行合作,积极进行 5G 微基站、5G CPE 及 5G 应用产品等的研发和 5G 技术储备,并积极寻求 5G 新产品的开拓,期待取得突破。

**● 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,给予“买入”评级**

公司拥有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,具有一定的综合优势,并且公司在 5GCPE、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 2019/2020/2021 年净利润分别为 2.78/3.56/4.35 亿元,对 23/18/15 倍 PE,给予“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	235,537	274,197	3,588	4,620	5,589
(+/-%)		17.8%	29.3%	28.8%	21.0%
净利润(百万元)	230	152	278	356	435
(+/-%)		-33.8%	82.7%	27.9%	22.2%
摊薄每股收益(元)	0.01	0.57	1.04	1.33	1.63
EBIT Margin	1.78%	1.58%	9.6%	9.2%	9.3%
净资产收益率(ROE)	17.3%	17.6%	14.0%	15.8%	16.7%
市盈率(PE)	52	49	23.7	18.5	15.2
EV/EBITDA	31.1	28.6	24.9	20.9	17.9
市净率(PB)	5.12	4.32	3.81	3.35	2.91

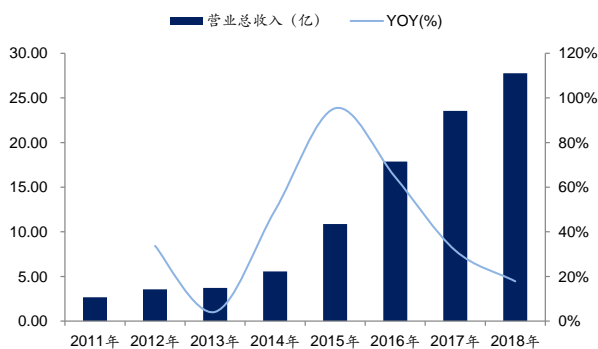
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 原材料维持高位造成毛利率下滑

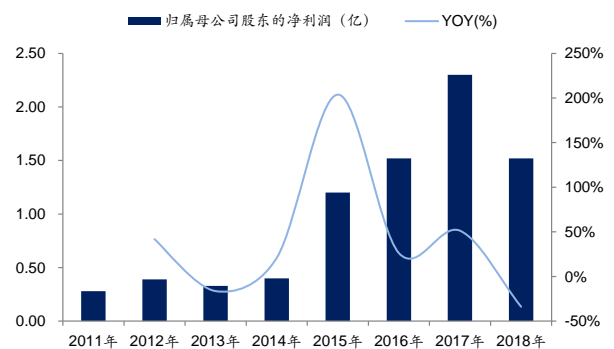
公司今年毛利率 16.5%，较去年同期 25.36% 下滑较多，主要原因在于部分原材料价格上涨至高位开始回落，但与上年同期相比，材料成本仍涨幅较大；而且公司主要产品价格仍执行上期中标价格，因此导致公司毛利率下降。公司上游原材料，如芯片、BOSA 及其原材料等价格从 2018Q3 开始下降，预计对今年毛利率有较好提升作用。

图 1：公司近年营收增长情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司近年归属于母公司股东净利润增长情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 客户结构得到优化，行业成长性良好

客户营收占比方面，中国电信一直在 80% 左右的水平，公司在巩固原有中国电信市场份额的情况下，加大中国移动和中国联通产品的研发投入和市场拓展力度，与 2017 年相比，来自于中国移动的营业收入达到 6.15 亿元，同比增长 326%；来自于中国联通的营业收入达到 1.74 亿元，同比增长 996%。营业收入保持稳健增长，客户结构得到优化。行业方面，近期中国电信启动 2019 年 PON 设备集采 GPON 与 10GEPON 采购量上涨，行业成长性良好。

## 积极布局 5G，加大研发 5G CPE 和微基站

公司在现有移动通信网络优化研发团队的基础上组建 5G 研发团队，加大研发投入，和国外芯片商和软件商进行合作，积极进行 5G 微基站、5G CPE 及 5G 应用产品等的研发和 5G 技术储备，并积极寻求 5G 新产品的开拓，期待取得突破。

**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，给予“买入”评级**

公司拥有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，具有一定的综合优势，并且公司在 5G CPE、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 2019/2020/2021 年净利润分别为 2.78/3.56/4.35 亿元，对应 pe 为 23/18/15 倍 PE，给予“买入”评级。

## 风险提示

订单执行低于预期；

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	695	868	685	806	<b>营业收入</b>	<b>2775</b>	<b>3588</b>	<b>4620</b>	<b>5589</b>
应收款项	708	773	1087	1259	营业成本	2317	2702	3479	4209
存货净额	899	1343	1543	1981	营业税金及附加	12	14	19	23
其他流动资产	426	290	541	553	销售费用	108	248	308	356
<b>流动资产合计</b>	<b>2728</b>	<b>3274</b>	<b>3856</b>	<b>4599</b>	管理费用	57	280	387	482
固定资产	167	178	187	197	财务费用	6	0	0	0
无形资产及其他	21	20	19	18	投资收益	10	5	8	6
投资性房地产	34	34	34	34	资产减值及公允价值变动	(24)	(21)	(23)	(22)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(85)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2950</b>	<b>3506</b>	<b>4097</b>	<b>4848</b>	营业利润	175	328	411	504
短期借款及交易性金融负债	110	127	119	123	营业外净收支	(2)	(9)	(5)	(7)
应付款项	950	1205	1492	1842	<b>利润总额</b>	<b>172</b>	<b>319</b>	<b>405</b>	<b>497</b>
其他流动负债	132	189	234	289	所得税费用	20	41	50	62
<b>流动负债合计</b>	<b>1192</b>	<b>1521</b>	<b>1844</b>	<b>2254</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>152</b>	<b>278</b>	<b>356</b>	<b>435</b>
其他长期负债	3	(1)	(3)	(6)					
<b>长期负债合计</b>	<b>3</b>	<b>(1)</b>	<b>(3)</b>	<b>(6)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1194</b>	<b>1520</b>	<b>1841</b>	<b>2248</b>	<b>净利润</b>	<b>152</b>	<b>278</b>	<b>356</b>	<b>435</b>
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	6	1	0	1
股东权益	1756	1986	2256	2600	折旧摊销	26	22	25	28
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2950</b>	<b>3506</b>	<b>4097</b>	<b>4848</b>	公允价值变动损失	24	21	23	22
					财务费用	6	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	(443)	(64)	(435)	(219)
每股收益	0.57	1.04	1.33	1.63	其它	(6)	(1)	(0)	(1)
每股红利	0.18	0.18	0.32	0.34	<b>经营活动现金流</b>	<b>(240)</b>	<b>257</b>	<b>(32)</b>	<b>266</b>
每股净资产	6.57	7.44	8.45	9.74	资本开支	(38)	(54)	(56)	(59)
ROIC	17%	17%	19%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	14%	16%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(38)</b>	<b>(54)</b>	<b>(56)</b>	<b>(59)</b>
毛利率	16%	25%	25%	25%	权益性融资	796	0	0	0
EBIT Margin	10%	10%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(47)	(48)	(86)	(90)
收入增长	18%	29%	29%	21%	其它融资现金流	(30)	17	(9)	4
净利润增长率	-34%	83%	28%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>670</b>	<b>(30)</b>	<b>(95)</b>	<b>(86)</b>
资产负债率	40%	43%	45%	46%	<b>现金净变动</b>	<b>392</b>	<b>173</b>	<b>(184)</b>	<b>121</b>
息率	0.6%	0.6%	1.1%	1.2%	货币资金的期初余额	303	695	868	685
P/E	49.8	23.7	18.5	15.2	货币资金的期末余额	695	868	685	806
P/B	4.3	3.8	3.4	2.9	企业自由现金流	(207)	204	(93)	204
EV/EBITDA	28.6	24.9	20.9	17.9	权益自由现金流	(237)	221	(102)	209

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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