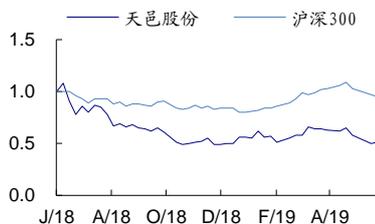


证券研究报告—深度报告
信息技术
通信
天邑股份(300504)
买入

合理估值: 32~35 元 昨收盘: 23.82 元 (维持评级)

2019年05月29日

一年该股与沪深300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)	6,370/2,364
上证综指/深圳成指	2,892/8,980
12个月最高/最低(元)	52.96/21.02

相关研究报告:

《天邑股份-300504-2018 年年报点评: 期待业绩拐点, 积极布局 5G》——2019-05-10
 《天邑股份-300504-重大事件快评: 立足光通信, 业绩连年高速增长》——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。

深度报告

不断进取的接入网设备翘楚

● 接入网设备翘楚, 业绩连年高速增长

公司为光通信及无线通信领域产品及服务的综合供应商, 产品及服务广泛运用于通信网络中的接入网系统。公司营业收入增长迅速, 尤其是自 2013 年以来, 营业收入从 3.72 亿增长到 2017 年 23.55 亿, 年复合增长率达到了 58%, 公司归母净利润自 2011 年逐年上涨, 2017 年达到 2.3 亿元, 年复合增长率达 62%。2018 年受订单执行和原材料价格上升的影响, 业绩有所下滑, 今年原材料价格跌幅较多, 屡次中标大单, 同时 10Gpon 启动招标, 业绩有望迎来反转。

● 客户结构得到优化, 充足订单带来业绩释放

公司约 95% 的营业收入来自三大电信运营商, 2018 年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行业方面, 移动和联通的占比大幅提升, 2018 年公司屡次中标大单, 为 2019 年业绩提供保障和支撑。随着电信运营商资本支出的扩大, 尤其是在 PON 设备需求增加的趋势下, 公司未来业绩有进一步增长的机会。

● 积极布局 5G, 进一步开发细分市场潜力

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。除此之外, IPTV 设备, PON 设备市场保持增长势头, 网络通信设备市场在 5G 建设开启后, 将迎来高速增长, 公司未来业绩可期。

● 风险提示: 订单执行不及预期; 公司研发不及预期; 5G 投资进度不及预期
● 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	23.2	18.1	14.8
EV/EBITDA	31.1	28.6	21.8	18.4	15.9
市净率(PB)	5.12	4.32	3.25	2.86	2.48

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

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司具备的两个重要特点：一是在光通信领域的优势和充足订单带来的业绩释放；二是看好公司在 5G 的研发布局，将在未来成为公司新的盈利增长点。5G 建设周期尚未大规模开启，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，保证了业绩稳定增长，并且公司在 5GCPE、微基站领域深化布局，提供了未来增长机会。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。

核心假设与逻辑

第一，“宽带中国”、光纤入户等战略的进一步推进，IPTV 机顶盒和 PON 设备市场继续增长。

第二，公司在 5G 研发布局顺利完成，中国 5G 建设的投资规模和进度按规划进行。

第三，公司能够充分利用募集资金提升产能，扩大生产规模，顺利执行订单。

与市场的差异之处

第一，我们认为公司业务所在的各个细分市场都由高速增长潜力，尤其是通信网络建设相关业务，随着公司在 5G 相关领域研发布局，将有机会在 5G 建设浪潮中迎来新的增长

第二，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，保证了企业业绩在 5G 建设周期尚未大规模开启之前，业绩有足够保障和增长动力。

股价变化的催化因素

第一，公司招投标情况和上游原材料价格将是导致股价变化的重要因素。订单量的大小和数量决定了公司营业收入的规模；而上游原材料市场价格影响公司的毛利率，对公司最终的利润影响巨大。

第二，国家宽带政策和 5G 建设周期会影响股价。宽带终端接入设备市场受益于“宽带中国”等一系列推进我国宽带发展，尤其是光纤接入的发展，而 5G 建设周期，提供给公司新的增长机会。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，研发不及预期；

第二，5G 建设投资规模和进度不及预期；

第三，订单执行不及预期。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值法.....	6
相对法估值.....	6
投资建议.....	7
公司概况	8
发展沿革.....	8
股权结构.....	8
商业模式.....	8
公司业务分析：接入网终端设备翘楚	9
业务及产品概述.....	9
业绩表现，连年高增长.....	11
客户结构开始优化.....	12
产业链上下游.....	13
细分市场分析：“FTTH”推动通信终端接入设备市场增长，通信网络设备市场预期 5G 建设	15
PON 市场分析.....	15
IPTV 机顶盒市场分析.....	17
通信网络物理连接与保护设备市场分析.....	18
移动通信网络优化覆盖设备市场分析.....	20
业绩前景，屡中大单保障业绩回暖.....	21
核心技术和研发情况	22
财务分析：业绩高速增长，盈利能力出色	22
资本结构及偿债能力分析.....	22
经营效率分析，存货周转率低.....	23
盈利能力分析，费用率持续下降，盈利能力强劲.....	23
原材料价格有所回调，期待业绩反转.....	24
盈利预测	25
风险提示	25
附表：财务预测与估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 天邑股份历史沿革.....	8
图 2: 天邑股份股权结构.....	8
图 3: 天邑股份产品汇总.....	10
图 4: 天邑股份产品应用环节.....	11
图 5: 公司近年营收增长情况.....	12
图 6: 公司近年归属于母公司股东净利润增长情况.....	12
图 7: 公司近年营业收入业务占比(亿元).....	12
图 8: 公司各业务及整体毛利率(%).....	12
图 9: 2014-2018 年公司来自三大电信运营商的销售额.....	13
图 10: 2014-2018 年来自三大电信运营商的销售额占比.....	13
图 11: 有线宽带接入技术发展历程.....	15
图 12: 全球 PON 市场规模预测.....	15
图 13: 亚太国家地区 FTTH/B 接入渗透率.....	16
图 14: 2013-2018 年中国互联网宽带接入端口(%, 亿个).....	16
图 15: 中国互联网宽带接入用户总量月度变化.....	16
图 16: 中国互联网宽带接入当月用户数量变化(万).....	16
图 17: 2018 年全球 GPON 市场份额.....	17
图 18: 2013-2019 年中国电信 PON 设备招标数量.....	17
图 19: 2013-2018 年 IPTV 用户发展情况.....	17
图 20: 2015-2018 年中国 IPTV 机顶盒市场新增出货量(万台).....	17
图 21: 2013-2018 年电信运营商机顶盒新增出货量对比.....	18
图 22: 2018 年电信运营商机顶盒招标量对比(万个).....	18
图 23: 2018 年中国机顶盒市场份额对比.....	18
图 24: 2016Q3-2018Q2 中国固定宽带普及率(%).....	19
图 25: 2013-2018 年农村宽带接入用户数和占比(万户、%).....	19
图 26: 2017-2019 年中国移动电话基站数(万个).....	20
图 27: 三大运营商资本开支情况(亿元).....	21
图 28: 三大运营商 5G 商用时间表.....	21
图 29: 公司核心技术.....	22
图 30: 公司的研发费用构成情况及比例(万元).....	22
图 31: 资产负债率、流动资产占比、流动负债占比(%).....	23
图 32: 偿债能力指标.....	23
图 33: 资产负债率、流动资产占比、流动负债占比(%).....	23
图 34: 存货、应收账款及应收票据情况(亿元).....	23
图 35: 销售毛利率、净利率(%).....	24
图 36: 三大费用占比(%).....	24
图 37: 公司 ROA、ROE(%).....	24
图 38: EPS 变化情况.....	24
图 39: 公司原材料占营业成本比重情况.....	24
图 40: DDR3 价格变动情况.....	24

表 1: 估值假设.....	6
表 2: FCFF 估值表.....	6
表 3: 通信设备行业可比公司估值水平.....	7
表 4: 产品产销量.....	12
表 5: 天邑股份部分供应商.....	14
表 6: 天邑股份部分中标情况.....	21
表 7: 天邑股份收入拆分(百万).....	25
表 8: 天邑股份财务表现预测及汇总.....	25

估值与投资建议

我们拟采用绝对估值法和相对法估值。相对估值法方面，我们选取同类可比通信行业上市公司进行比较。

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 32.53 元，对应市值 86.8 亿。

表 1: 估值假设

	合理值		合理值
无杠杆 Beta	0.85	Kd	5.30%
无风险利率	3.70%	T	12.81%
股票风险溢价	6.50%	Ka	9.23%
公司股价	24.15	Ke	9.32%
发行在外股数	267	E/(D+E)	98.06%
股票市值(E)	6448	Kd	5.30%
债务总额(D)	127	T	1.94%
D/(D+E)	1.94%	Wacc	9.23%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

表 2: FCFF 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	344.0	426.0	519.7	644.5	802.7	961.4	1,100.6	1,254.1	1,430.2
所得税税率	12.81%	12.26%	12.54%	12.40%	12.47%	10.53%	10.53%	10.53%	10.53%
EBIT*(1-所得税税率)	299.9	373.7	454.6	564.6	702.6	860.2	984.6	1,122.0	1,279.5
折旧与摊销	21.5	24.7	28.1	31.6	34.6	36.8	38.3	39.4	40.1
营运资金的净变动	(63.9)	(435.4)	(219.0)	(472.3)	(483.1)	(548.4)	(448.3)	(518.0)	(579.7)
资本性投资	(53.8)	(56.5)	(59.3)	(47.5)	(33.2)	(23.3)	(16.3)	(11.4)	(8.0)
FCFF	203.7	(93.5)	204.3	76.5	220.9	307.0	537.3	608.1	704.6
PV(FCFF)	186.5	(78.3)	156.8	53.7	142.1	180.8	289.6	300.1	318.3
核心企业价值	4,451.7								
减：净债务	(4,234.0)								
股票价值	8,685.7								
每股价值	32.53								

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

相对法估值

目前深沪证券市场通信设备可比公司有启烽火通信、天孚通信、初灵信息、大富科技、盛路通信等，我们选取与公司有可比性的 5 家公司进行比较。

表 3: 通信设备行业可比公司估值水平

	收盘价		EPS			PE		
	(2019/5/28)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
烽火通信	26.90	0.89	1.13	1.35	29	23	19	
天孚通信	26.48	0.87	1.12	1.43	30	23	18	
初灵信息	15.30	0.42	0.60	0.81	36	25	19	
大富科技	13.81	0.26	0.43	0.56	49	30	23	
盛路通信	9.61	0.28	0.35	0.42	33	26	22	
平均数					35	25	19	

资料来源: WIND 一致预期、国信证券研究所预测

我们预计 2019/2020/2021 年营业收入分别为 3588/4620/5589 亿, 增速分别为 29.3%/28.8%/21.0%, 净利润分别为 2.78/3.56/4.35 亿。综合行业可比公司估值水平, 我们给予 2019 年 35 倍 PE, 对应合理估值在 97 亿。

投资建议

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等, 给 2019 年业绩提供保障和支撑。我们认为 2019 年公司合理市值估值区间在 86.8 亿~97 亿, 相比较现在市值有 35%~51% 的空间, 给予“买入”评级。

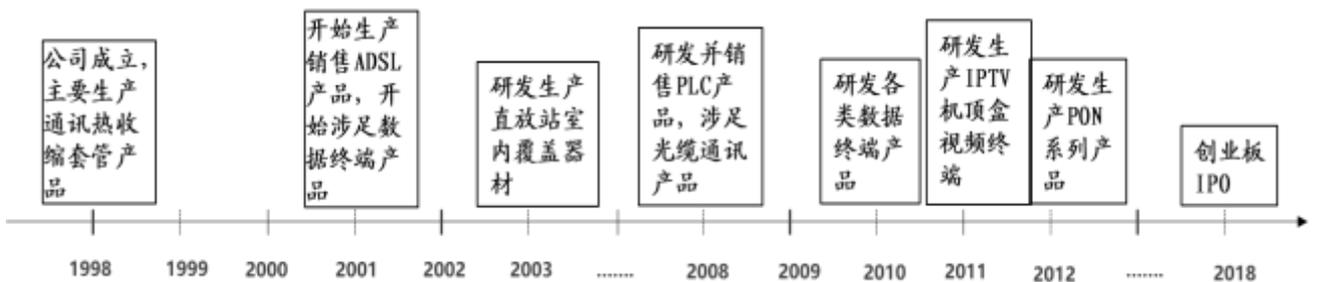
公司概况

发展沿革

天邑股份是光通信产业和移动通信产业，专业从事通信网络物理连接及保护、移动通信网络优化系统及宽带网络终端设备的研发、生产、销售和服务。成立之初，主要生产通讯用热收缩套管产品。2001年开始生产销售 ADSL 产品，随后研发并生产直放站室内器材；2008年开始涉足 PLC 产品，2010年研发各类数据终端产品；2011年生产 IPTV 机顶盒视频终端，2012年生产 PON 系列产品。2018年在创业板 IPO。

公司产品链丰富，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。作为国内知名的通信设备专业提供商，一直致力服务于通信运营商，连续多年成为国内通信运营商的入围企业和主要供应商之一。

图 1：天邑股份历史沿革



资料来源：公司官网、招股书、国信证券经济研究所整理

股权结构

公司实际控制人为李跃亨、李世宏、李俊霞、李俊画。其中，李跃亨为李世宏、李俊霞、李俊画的父亲，李世宏、李俊霞、李俊画为兄妹/姐妹关系，为一致行动人，通过天邑集团形成控制。

图 2：天邑股份股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业模式

公司主要致力于通信设备相关产品及服务的研发生产和销售。“以销定产”的模式进行生产管理。生产部在接到公司销售部的客户订单或客户传递的需求预测后，根据订单制定生产计划并组织生产；在热缩产品生产上，公司通常以市场需求为导向，制定合理的生产预测和生产计划，降低原材料及存货数量。在具

体生产计划实施过程中，公司生产部门严格根据生产工艺流程操作，对每个生产环节进行质量和工艺的控制；质量检查部门则通过采购进货检验、生产装配过程检验及最终成品检验三重检验严把产品质量关。

销售模式以直销为主，主要通过招投标等方式获取客户订单，包括参加国内通信运营商集团、其下属分公司及子公司就相关物资、工程项目的招投标（包括公开比选、公开询价等方式），以及参加中国石油、中国石化组织的招投标，投标入围取得供应商资格，并获取客户和订单。2017年以来，公司所获取订单还包括以下方式：中国移动对家庭网关部分产品由其下属子公司组织公开比选、下达订单；中国联通对家庭网关等产品采用公开招募选择合格的供应商，并由其各省级公司在合格供应商范围内组织公开询价、下达订单。

公司业务分析：接入网终端设备翘楚

业务及产品概述

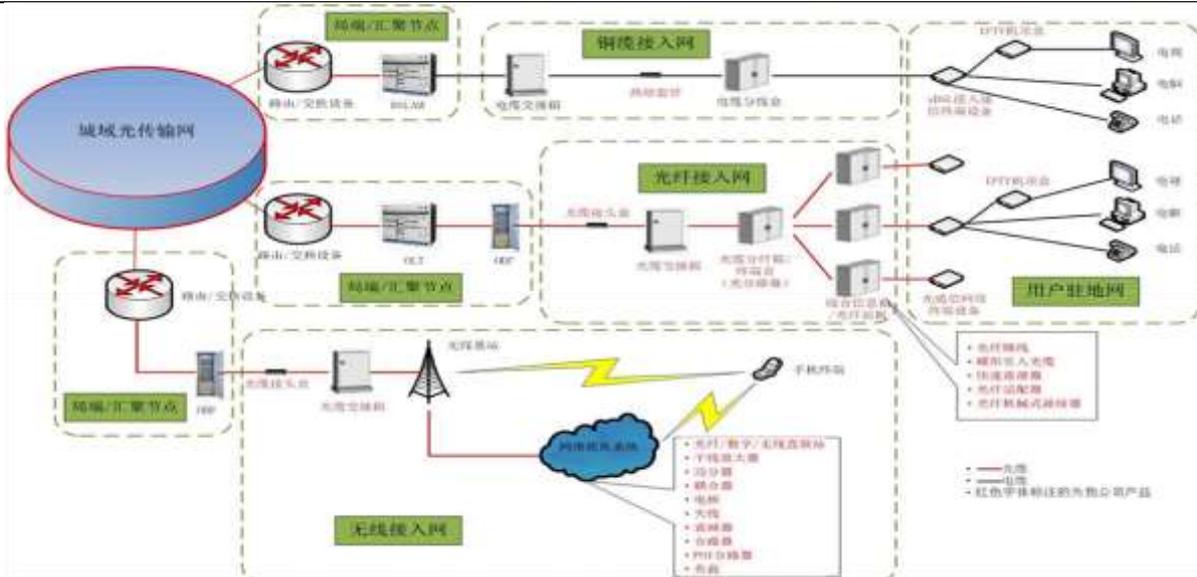
公司为光通信及无线通信领域产品及服务的综合供应商，产品及服务广泛运用于通信网络中的接入网系统和网络优化系统等环节，形成了四大产品体系：宽带网络终端设备系列，从原来的DSL产品发展到光纤宽带网络终端设备EPON、GPON以及IPTV机顶盒等系列产品；通信网络物理连接与保护系列设备系列，已发展到具有光交接箱、分路器、光纤活动连接器、接头盒、ODF架和分纤箱等完整产业链产品；移动通信网络优化系统设备及系统集成服务，发展到以3G\4G室内覆盖器材和直放站为主的系列产品以及系统集成和管线工程建设；热缩制品，尤其是通信电缆接续热缩套管，目前在市场上占据前列，参与制定了行业标准，并进入天然气石油管道行业，开拓了埋地钢质管道防腐补口热缩套（带）及配套产品、粘弹体防腐胶带等新产品。

图 3: 天邑股份产品汇总



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 4: 天邑股份产品应用环节



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

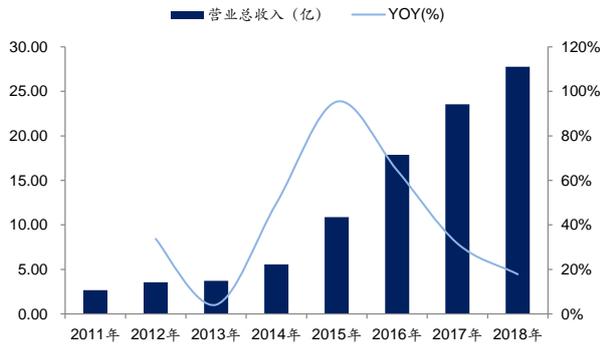
业绩表现，连年高增长

公司营业收入增长迅速，尤其是自 2014 年以来，年复合增长率达到了 49%，营业收入从 5.6 上涨到 27.8 亿，增长了接近四倍，主要是来自宽带网络终端设备业务收入的增长，规模从 2013 年 0.26 亿增长到 2018 年的 24.27 亿元，2018 年贡献了总营业收入的 87%。而通信网络物理连接及保护设备业务规模经历了在 2016 年达到高峰之后，近两年出现了明显的下滑，这与我国 4G 网络建设周期达到尾声，5G 建设周期还未大规模开始有关。

公司归母净利润自 2011 年逐年上涨，2017 年达到 2.3 亿元。2018 年下滑至 1.52 亿元，主要在于 2018 年整体业务毛利率 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，因此导致公司除热缩制品业务外的业务毛利率下降。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 2019 年毛利率有较好提升作用。

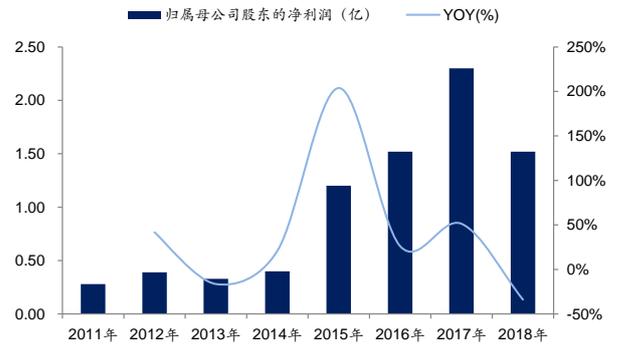
营业收入构成上看，公司营业收入主要来源于宽带网络终端设备，其次是网络通信物理连接及保护设备，二者总计贡献了 95% 左右的营业收入。宽带网络终端设备业务 16-18 年毛利率分别是 23.25%、23.28%、14.63%；网络通信物理连接及保护设备业务 16-18 年毛利率分别是 33.19%、39.51%、31.04%，毛利率相对稳定。整体业务毛利率 2015-107 年维持在 25% 左右。

图 5: 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 6: 公司近年归属于母公司股东净利润增长情况



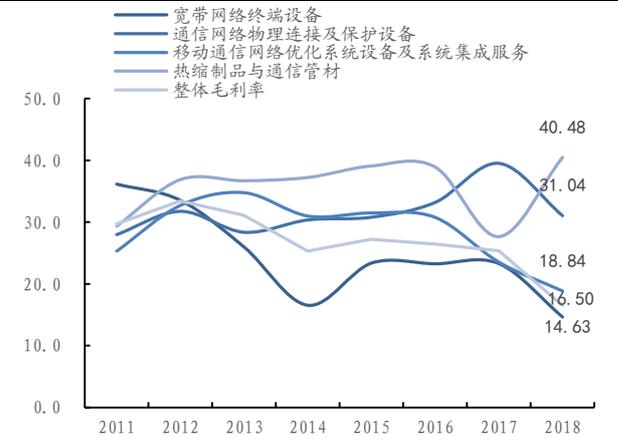
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司近年营业收入业务占比 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司各业务及整体毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

主营业务来源地域分布较为均衡, 主要来自西南、华南、西北地区, 只有约 2% 的收入来自于国外。

产品销量结构上, 宽带网络终端设备高速增长, 2017 年前三个季度已经销售了 984.31 万台, 是 2014 年全年销量的 10 倍; 其他产品在 2014-2016 年销量均迎来了一定程度的增长。

表 4: 产品产销量

	宽带网络终端设备 (万台)	光纤活动连接器 (万头)	光分路器 (万台)	光缆接头盒 (万台)	接入网用蝶形引入光缆 (万芯公里)	耦合器 (万台)
2017 年 1-9 月	984.31	2,355.99	187.86	47.79	4.81	57.43
2016 年	794.12	4,041.70	307.19	75.73	5.11	84.84
2015 年	296.3	2,956.85	210.5	69.43	4.15	82.7
2014 年	95.68	1,518.60	67.97	39.23	2.3	45.06

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

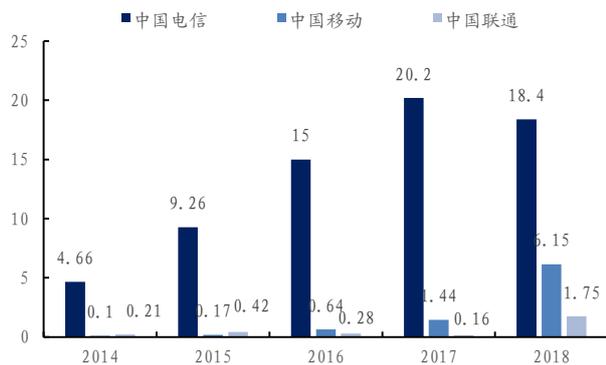
客户结构开始优化

公司客户主要是电信运营商 (直销) 和下游经销商, 客户集中度高。主要营业收入来源于三大电信运营商, 2018 年贡献了 95% 的收入。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, 营收收入保持稳健增长, 客户结构得到优化。中国电信占比最高, 在 2014-2017 年每年均贡献了 85% 左右的营业收入, 2016-2018 年规模为略微下降,

并随着来自中国移动的业务收入的增长，下滑至 66%。而来自中国移动在公司营业收入的占比逐年上升，2016-2018 年规模分别为 0.63 亿元、1.44 亿元、6.15 亿元，与 2017 年相比，同比增长 326%。营业收入占比达到了 22%，增长主要原因在于对中国移动的光线接终端设备的销售增长。来自中国联通的收入在 2018 年占比达到 6.3%，规模从 2017 年 0.15 亿元增长到 1.75 亿元，同比增长 996%。

除此之外，公司较大客户还有星网锐捷，2018 年销售额为 0.26 亿元；还有中石油，中石化，主要购买热缩制品，规模在几百万左右，其他还有一些经销商总业务规模在几百万到一两千万不等，并且逐年变化较大。

图 9：2014-2018 年公司来自三大电信运营商的销售额



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：2014-2018 年来自三大电信运营商的销售额占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产业链上下游

公司所处行业处于整个通信产业链中游位置，上游主要为芯片行业、金属原材料、光器件配套产业以及塑料和五金材料等；行业的下游主要是通信运营商。

公司上游供应商主要是芯片厂商以及代理商，BOSA 及原材料，终端配件及包材，PCB 板，插芯，网络变压器，ABS 树脂等。其中芯片采购金额占总体的采购金额的 50%以上。根据公司招股书显示，公司芯片主要来源于贸易商和芯片经销售，如全科科技，科通宽带，深圳博科供应链管理有限公司，深圳华富供应链管理有限公司。而这些公司主要代理欧美芯片大厂，如博通，亚诺德等。BOSA 来源代工厂加工和自购两块，主要供应商有国内厂商和 BOSA 材料经销商，公司会购买 BOSA 原材料在外协加工工厂进行加工，有效地降低了采购成本。PCB 板主要通过外购和外协加工。总体来讲，公司产品成本受上游供应商的价格影响明显，如关键部件如芯片。

表 5: 天邑股份部分供应商

单位名称	主营业务	主要供应产品
深圳市博科供应链管理有限公司	专业从事进出口服务的公司	芯片、BOSA 及原材料
深圳市华富洋供应链有限公司	致力于供应链服务外包服务	芯片、TO 管、BOSA 及原材料
科通宽带	代理销售 IC 及其他电子元器件	芯片
全科科技	芯片代理	芯片
东莞铭普光磁股份有限公司	主要从事通信磁性元器件、通信光电部件、通信供电系统设备制造商。	BOSA、电源适配器
上海毕宝通讯技术有限公司	主要提供无线通讯和光通讯的相关产品和解决方案	BOSA 组件
成都天润光电有限责任公司	通信用光电器件和其它光电产品的研究开发、生产经营及代加工，产品涉及各类 TO, TOSA, ROSA, BOSA, Triplexer。	BOSA (外协加工)
潮州三环(集团)股份有限公司	生产光纤连接器陶瓷插芯、氧化铝陶瓷基板、电阻器用陶瓷基体	插芯
成都旭光科技股份有限公司	从事研发、制造、销售各种新型频率器件—系列电子调谐器、智能控制器、对外加工业务。	光模块
四川英创力电子科技股份有限公司	主要专业生产 2-40 层的中小批量及大批量线路板。	PCB 板

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2019 年与 2018 年相比，公司整体成本压力在下降。现阶段上游供应商扩产等原因，原材料市场整体供大于求，预计公司采购的原材料价格仍将维持继续回落的走势，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，进一步在降低采购成本。

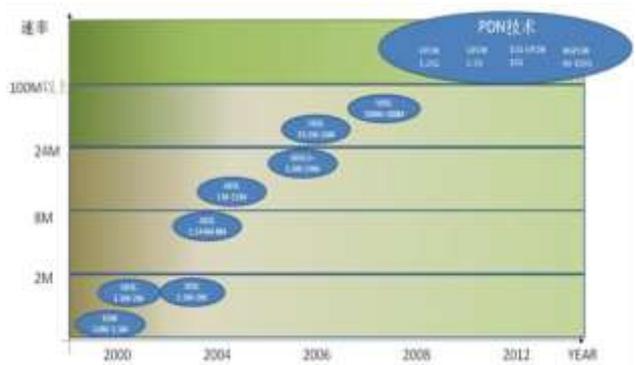
下游主要是电信运营商。中国电信在固网领域的具有优势地位，是国内发展最早、最大的固网运营商，其对宽带网络建设的投入较大；公司业务发展的历史渊源（公司主要产品是固网产品），以及公司上市前有限的产能、售后服务、研发等资源有限，导致客户较为单一。再加上中国移动 2015 年方获得固网牌照；2015 年以前的大部分年度中国联通固网的投资规模也小于中国电信，使得公司产品销售较为集中于中国电信。除国内三大运营商外，公司还通过经销或直销等方式将产品销售给国外电信运营商，如韩国 SK、KT 电信、埃及电信等。

细分市场分析：“FTTH”推动通信终端接入设备市场增长，通信网络设备市场期待 5G 建设

PON 市场分析

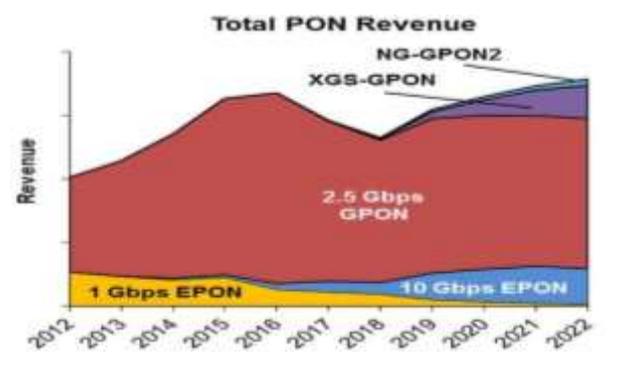
有线宽带接入技术从 ISDN 数字电话网络国际标准开始，逐步经历 HDSL、SDSL 技术到 ADSL 宽带接入技术，进而发展到 VDSL/VDSL+ 技术，接入网速度从早期的几兆发展成为百兆以上的可实现带宽，以满足用户不同阶段的入网需求。21 世纪初，光纤传输技术应用开始不断推广，全光网实验逐渐拉开帷幕。基于光通信的 PON 技术逐渐得到推广和使用，相继推出了 APON、BPON、EPON、GPON、10GPON、NGPON 等技术标准。接入网速度出现了量级上的快速增加，从 155M 发展现在的 1.25G、2.5G、10G 乃至更高的接入带宽能力。宽带固网互联网宽带传输技术主要可分为光纤接入 (FTTX、GPON/EPON)、铜线宽带接入 (xDSL/G.fast)、混合光纤同轴电缆接入 (HFC、DOCSIS) 三大类，并主要向 FTTX 接入方式发展。FTTX 接入网是新一代光纤用户接入网，用于连接通信运营商局端设备和用户终端，俗称宽带接入的“最后一公里”，决定了通信网络的整体性能和宽带用户体验，是网络质量的瓶颈。受光纤到用户的距离、用户的带宽需求、现有管线资源以及运营维护成本等的约束，FTTX 接入网具有不同的建设模式，“X”代表多种可选模式，包含 FTTC (Fiber To The Curb, 光纤到路边)、FTTB (Fiber To The Building, 光纤到大楼)、FTTO (Fiber To The Office, 光纤到办公室)、FTTH (Fiber To The Home, 光纤到户) 等。PON 的出现使得 FTTX 的光纤接入成为可能，由于 PON 具有成本低以及运营维护简易的特性，其几乎成为 FTTX 技术的代名词，人们已经习惯性地把 PON 等同于 FTTX。目前已经商用化地实现 FTTX 的 PON 技术有 APON / BPON、EPON 和 GPON 三种。

图 11: 有线宽带接入技术发展历程



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 12: 全球 PON 市场规模预测



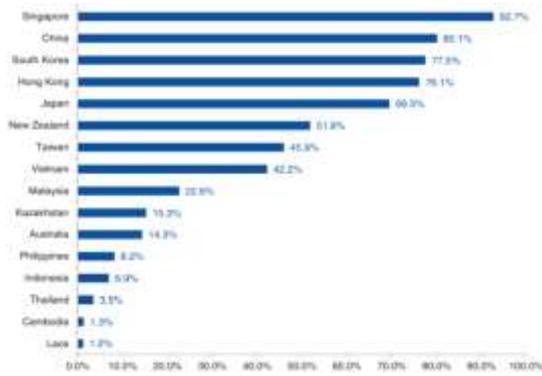
资料来源：Dell'Oro、国信证券经济研究所整理

根据 Dell'Oro 预测，全球无源光网络市场有望在 2022 年实现超过 70 亿美元的增长，从 2017 年到 2022 年的复合增长率将接近 40%，主要得益于采用下一代 PON 技术，如 10Gbps EPON 和下一代 PON 技术的应用，新一代 PON 技术包括 XGS-PON 和 NG-PON2 同样驱动市场强劲增长。而 2.5Gbps GPON 依然占据大部分的市场份额。

根据 FTTH Council Asia-Pacific 资料显示，中国 FTTH/B 接入渗透率截至 2018 年 12 月，已经达到 80.1%，在亚洲排名第二，仅次于新加坡。根据工信部 2018 年通信业统计公报显示，我国互联网宽带接入端口“光进铜退”趋势更加明显，截至 12 月底，互联网宽带接入端口数量达到 8.86 亿个，比上年末净增 1.1 亿个。

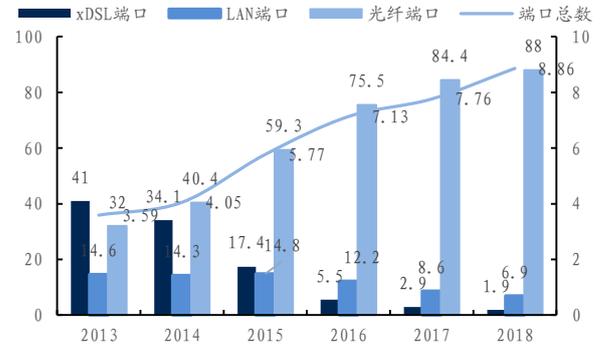
其中，光纤接入（FTTH/O）端口比上年末净增 1.25 亿个，达到 7.8 亿个，占互联网接入端口的比重由上年末的 84.4%提升至 88%。xDSL 端口比上年末减少 578 万个，总数降至 1646 万个，占互联网接入端口的比重由上年末的 2.9%下降至 1.9%。而根据月度变化数据显示，2019 年 3 月，中国互联网光纤宽带用户已经达到 3.84 亿户，光纤渗透率达到了 90.8%，

图 13: 亚太国家地区 FTTH/B 接入渗透率



资料来源: FTTH Council Asia-Pacific、国信证券经济研究所整理

图 14: 2013-2018 年中国互联网宽带接入端口（%，亿个）



资料来源: 工信部 2018 年通信业统计公报、国信证券经济研究所整理

互联网宽带用户及光纤到户新增用户数并无明显下滑趋势，xDSL 用户减少速度下降，预计互联网宽带用户及光纤到户新增用户将保持当前变化趋势。

图 15: 中国互联网宽带接入用户总量月度变化



资料来源: 工信部、国信证券经济研究所整理

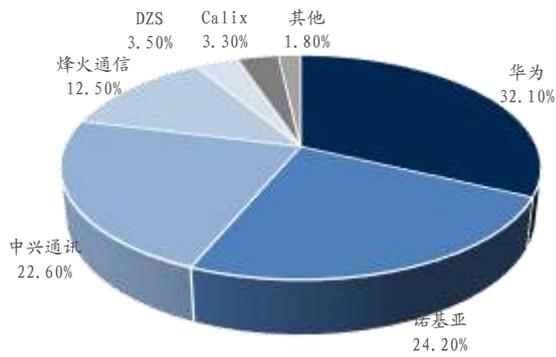
图 16: 中国互联网宽带接入当月用户数量变化（万）



资料来源: 工信部、国信证券经济研究所整理

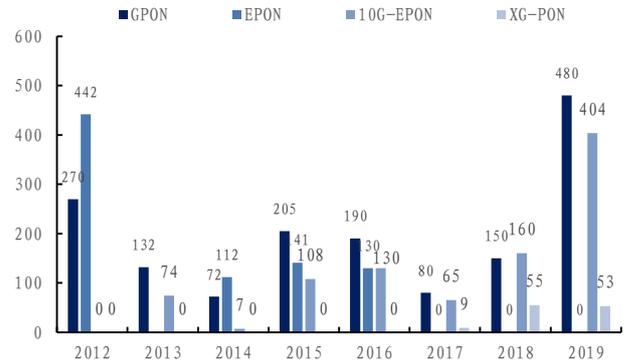
市场竞争格局上看，在全球 PON 设备市场上排名最为靠前的 PON 供应商依旧是华为和中兴。华为、中兴通讯、诺基亚、烽火通信占据了全球 GPON 市场的超过 90%的份额，由于中国庞大的固定宽带用户基础和运营商在固定宽带业务上的巨额开支，中国 PON 设备生产企业优势明显。而与天邑股份类似，华为、中兴通讯其超过 80%的 PON 设备收入是来自于三大电信运营商。

图 17: 2018 年全球 GPON 市场份额



资料来源: Broadbandtrends、国信证券经济研究所整理

图 18: 2013-2019 年中国电信 PON 设备招标数量



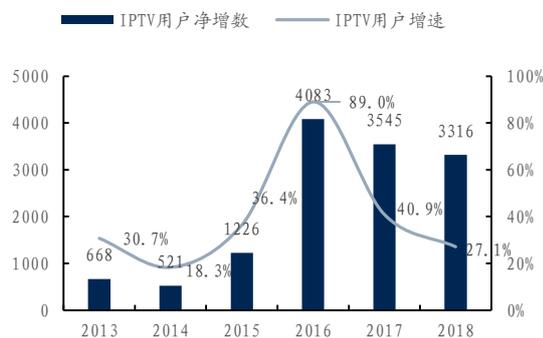
资料来源: 中国电信、国信证券经济研究所整理

IPTV 机顶盒市场分析

IPTV 即交互式网络电视,它是集互联网、多媒体、通讯等多种技术于一体,向家庭用户提供包括数字电视在内的多种交互式服务的崭新技术。IPTV 电视内容的传播基于电信运营商搭建的专用网络,近年来随着宽带中国计划的推进,IPTV 用户数量呈快速增长态势。截至 2018 年 12 月底,三家基础电信企业发展蜂窝物联网用户达 6.71 亿户,全年净增 4 亿户。IPTV 用户比上年末增长 27.1%,全年净增 3316 万户,净增 IPTV 用户占净增光纤接入用户的 44.6%。根据格兰研究数据显示,2018 年 IPTV 机顶盒继续保持快速增长态势,新增出货量达到 4806.1 万台,相比 2017 年的出货量 4221.3 万台,年度出货量持续上涨,增长幅度超过 10%;电信运营商机顶盒市场在中国机顶盒市场比重日益显著,从 2016 年不足一半到 2018 占据了超 3/4 的份额,其中中国电信和中国联通的 IPTV 机顶盒比重为 50.2%,中国移动的“魔百和”OTT TV 机顶盒占比 49.8%,随着 IPTV 机顶盒升级换代和宽带中国计划的继续推进,预计市场需求依旧旺盛。

根据格兰研究预测,2019 年中国 IPTV 机顶盒市场出货量将有所下降,但新增年出货量依旧超过 4000 万台;但受三大电信运营商抢夺用户激烈,以及对 4K 高清视频的需求,未来 2-3 年 IPTV 机顶盒市场需求依旧旺盛。

图 19: 2013-2018 年 IPTV 用户发展情况



资料来源: 工信部、国信证券经济研究所整理

图 20: 2015-2018 年中国 IPTV 机顶盒市场新增出货量(万台)



资料来源: 格兰研究、国信证券经济研究所整理

图 21: 2013-2018 年电信运营商机顶盒新增出货量对比

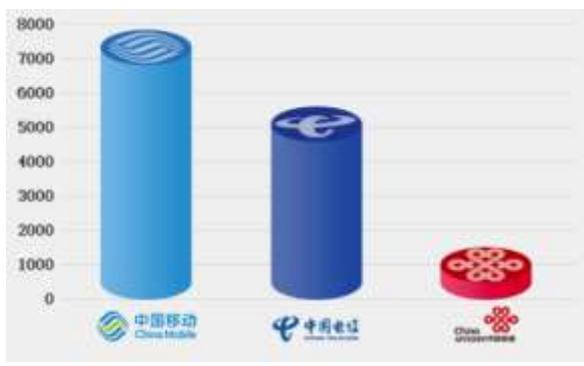


资料来源: 格兰研究、国信证券经济研究所整理

根据公开渠道资料汇总显示, 2018 年三大电信运营商机顶盒招标量超过 1.3 亿台, 其中中国移动的机顶盒招标量最大, 查过 7000 万台, 中国联通招标量最少, 更多采用各地区自由采购指标。

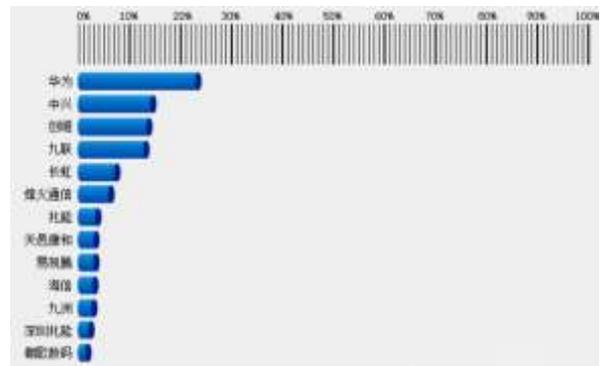
2018 年中国电信运营商机顶盒市场份额上, 华为机顶盒市场出货排名第一, 市场占比超过 20%; 中兴、创维、九联、长虹分别市场排名二至五位, 电信运营商市场已成为了机顶盒的住战场, 吸引传统机顶盒厂商调整战略目标和产品定位。在中国电信 2018 年 IPTV 智能机顶盒 (P60) 集中采购项目中, 天邑康和中标份额名列第四名, 较前一年提高一个名次。

图 22: 2018 年电信运营商机顶盒招标量对比(万个)



资料来源: 格兰研究、国信证券经济研究所整理

图 23: 2018 年中国机顶盒市场份额对比



资料来源: 格兰研究、国信证券经济研究所整理

通信网络物理连接与保护设备市场分析

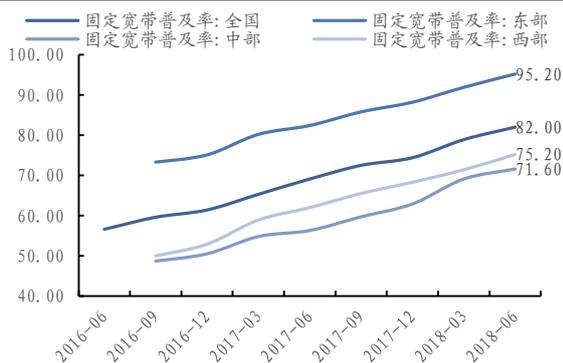
通信网络物理连接与保护设备是指在通信网络领域中, 为通信主设备之间、通信主设备与线缆之间、线缆之间的数据通信提供传输媒介, 并实现相关设备保护功能的设备。通信网络物理连接与保护设备是通信网络系统的基础, 设备门类众多, 广泛应用于骨干网、城域网、接入网的 ODN 网络部分、移动通信基站和无线网络接入部分, 起到连接、配线及保护作用, 为数据传输提供可靠的环境。主要包括接入网引入光缆、光纤活动器、光分路器、光缆接头盒等。

传统通信网络物理连接与保护设备主要有用于 xDSL 接入的铜缆配线产品 (MDF、DDF) 以及通信柜系列产品随着光接入技术的发展, 以及“光进铜退”战略的持续推进, 传统通信网络物理连接与保护设备市场开始逐渐缩小, 而运营商光纤接入 (FTTX) 的投资建设比例开始增加, 随之运营商对与 FTTX 密切相关的通信网络连接设备如光纤配线系列、光无源器件和相关宽带接入产品需求快速增长, 市场规模开始逐步扩大。

受固网宽带接入主流技术向 FTTX 接入方式发展的影响，自 2010 年以来，随着宽带建设向纵深方向发展，宽带网络终端作为信息交互及应用的关键设备，运营商集采的设备种类及金额也逐步增加。根据“宽带中国”战略和《信息通信行业发展规划（2016-2020 年）》的部署，到 2020 年全国固定宽带家庭普及率将达到 70%，显著高于 2015 年 40%的水平；大中城市家庭宽带接入服务能力 >100Mbps，半数以上农村家庭宽带接入服务能力 >50Mbps，行政村光纤通达率 98%以上。同时随着网络技术深入广泛的应用，由教育、企业信息化、家庭娱乐（视频、游戏）等对高速网络数据的需求将快速增长，这对宽带网络建设提出了更高的要求，也对连接及保护设备的数量及功能提出了新需求。这将直接拉动宽带网络终端设备的升级和市场规模。

根据宽带发展联盟的数据显示，截至 2018 年第二季度，我国全国固定宽带普及率为 82%，其中东部地区普及率 95.2%，中部地区为 75.2%，西部地区为 71.6%，已经达到了“宽带中国”战略和《信息通信行业发展规划（2016-2020 年）》的目标，未来中西部地区将是固网宽带建设重点。根据工信部 2018 年通信业统计公报显示，截至 12 月底，全国农村宽带用户全年净增 2364 万户，总数达 1.17 亿户，比上年末增长 25.2%，增速较城市宽带用户高 11.4 个百分点；在固定宽带接入用户中占 28.8%，占比较上年末提高 1.9 个百分点，预计增速将保持稳定。宽带接入速率方面，2018 年末，100M 以用户已达 70.3%，50M-100M 为 19.3%。

图 24：2016Q3-2018Q2 中国固定宽带普及率（%）



资料来源：宽带发展联盟、国信证券经济研究所整理

图 25：2013-2018 年农村宽带接入用户数和占比（万户、%）



资料来源：工信部、国信证券经济研究所整理

由于每年运营商投资重点不同，因此通信网络物理连接及保护设备的市场规模占运营商固定资产投资的比例各年会出现小范围波动。预计在今后几年中，在中国宽带建设的良好预期和政策推动、运营商宽带战略计划、以及用户对互联网及移动互联网数据、应用需求激增等多方刺激下，通信网络物理连接与保护设备市场将实现稳定增长。

在市场竞争方面，主要有日海智能、光迅科技、新海宜、科信技术、华脉科技等，其中日海智能是行业龙头，在 2011 年其相关业务收入就突破 10 亿元，现公司重点拓展 IoT 业务，相关业绩出现下滑迹象；新海宜的相关业务主要客户是专用网络客户，如军队等，但其业绩在近三年出现大幅度下滑，从 2016 年约 12 亿元的规模下降到约 4 亿元的规模；科信技术主要营收来源于其 ODN 设备和无线接入产品，业务规模不足 10 亿元，且营业收入近三年呈现下滑趋势；华脉科技作为通信网络物理连接设备制造商，其产品线相对而言最为全面，且业务更为专注集中于通信网络连接设备制造，其业务规模在 10 亿左右。

天邑股份在通信网络物理连接与保护设备产品线相比于竞争对手不够全面，但业务规模在业内处于中上水平。但近三年市场整体需求下滑，导致公司相关业绩出现下降，由于未来三大运营商在固网和传输网等领域投资前景不明，公司

在此块业务上的前景难以判断。

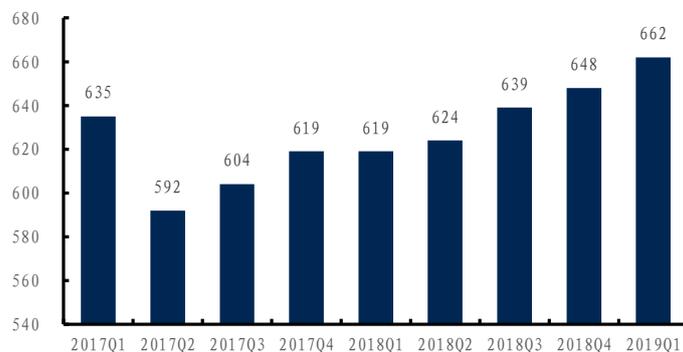
移动通信网络优化覆盖设备市场分析

通信网络覆盖设备行业的发展与通信运营商的固定资产投资高度相关。近年来，国内移动通信用户迅猛增长推动着通信运营商对通信网络不断地扩容和升级优化，进而拉动了通信运营商固定资产投资的增长。网络优化覆盖设备在利用基站完成基本覆盖后，为提高通信网络质量，根据特定的地理环境、用户数量等对无线通信网络进行优化覆盖，从而消除信号盲区，使用户能享受高质量的个人通信服务。网络优化覆盖设备主要包括直放站、干线放大器、室分天线等。

截至 2019 年 3 月末，我国移动电话基站数达到 662 万个，我国 4G 基站建设基本完成，未来国家将在若干个城市发放 5G 临时牌照。目前我国现有 4G 宏基站约 370 万，其中中国移动 177 万，中国电信 115 万，中国联通 85 万，4G 广覆盖阶段基本结束；三大运营商 4G 建网累计投资超过 4500 亿元，折合单基站建设成本 12.5 万元。

预计未来 5G 宏基站量将是 4G 的 1.25 倍，约为 450 万。考虑到 5G 基站将大幅增加射频器件及天线使用量，预计单基站的平均成本将是 4G 的 1.25 倍（已考虑基站成本随着建设上规模而降价），约为 15.67 万元。综上，预计我国 5G 建设投资将达到 7050 亿元，较 4G 投资增长 56.7%。此外，在小基站建设方面，我们预计 5G 小基站将达百万规模，投资额百亿级左右。预计我国 5G 基站数量将是 4G 的 1.3 倍。

图 26: 2017-2019 年中国移动电话基站数 (万个)



资料来源：工信部、国信证券经济研究所整理

在即将到来的 5G 建设浪潮下，运营商基站将迎来新一轮建设周期，相比于 4G 时代移动智能终端仅限于手机、平板、智能手环、智能手表等，5G 时代移动终端的种类将呈指数性上升，5G 基站所需的网络覆盖范围会更广更全面，相应的网络优化覆盖设备也将相应增加，如基站天线的需求等。网络优化覆盖设备的需求的提升将给企业带来业务增长的机会。

此行业竞争激烈，国内涉及通信网络覆盖设备业务的厂商众多，但是具备持续技术研发能力和全产业链配套服务能力的厂商较少。在上市公司中，主要有三维通信和奥维通信致力于此业务。其中三维通信网络优化覆盖设备及解决方案业务近三年出现下滑趋势，2018 年该项业务营收为 6.88 亿元；奥维通信近三年该业务也是呈现下滑态势，2018 年业绩为 2.1 亿元，约为 2016 年业务规模的一半。总体上受基站建设周期的影响，行业规模处于周期底部，预期未来 5G 建设将推动需求和市场增长。

天邑股份 2018 年此业务营业收入不足 1 亿元，规模持续下滑，在营业收入的比重持续下降。另外，相比于竞争对手，受制于业务战略规划，天邑股份产品线相对集中，主要生产直放器，干线放大器以及天线等产品。

业绩前景，屡中大单保障业绩回暖

短期来看，2018 年以来，公司屡次中标大单，包括中国电信天翼网关 3.0 集中采购（标包 1 第三名、标包 2 第一名）、中移物联网 2018 年智能家庭网关第二批（标包一，27%份额）、中国电信 IPTV 智能机顶盒集中采购（第四名）、中国电信 2018 年宽带融合终端集中采购（标包 1 第二名，标包 4 第四名）等，并在近期的中国电信 2019 年千兆网关集中采购（公示期）成为第二候选人，这些给 2019 年业绩提供保障和支撑。

表 6：天邑股份部分中标情况

序号	项目名称	投标时间	名次
1	中移物联网有限公司 2017-2018 智能家庭网关终端生产项目（标包一）	2017.3.24（标包一）	1
2	中移物联网有限公司 2017-2018 智能家庭网关终端生产项目（标包二）第二次	2017.9.30（标包二）	3
3	中移物联网有限公司 2017-2018 智能家庭网关终端生产项目（标包三）	2017.11.9（标包三）	2
4	2018 智能家庭网关生产及服务支撑项目	2018.1.11（标包四）	2
5	2018 智能家庭网关生产及服务支撑项目第三期（第二次）	2018.4.26（标包五）	1
6	2018 智能家庭网关第二批生产及服务支撑项目第二批（第二次）	2018.5.17	3
7	2018 智能家庭网关第二批生产及服务支撑项目（标包一）	2018.7.10（第二批标包一）	2
8	2018 智能家庭网关第二批生产及服务支撑项目第四批	2018.10.31（LAN 融合）	1
9	中国电信 2018 年天翼网关 3.0 集中采购项目（单频）	2018.7.18	3
	中国电信 2018 年天翼网关 3.0 集中采购项目（双频）	2018.7.18	1
10	中国电信 2018 年 IPTV 智能电视机顶盒（P60）集中采购项目	2018.10.31	4
11	中国移动 2018 年-2019 年软跳纤产品集中采购	2017.12.8	1
12	中国移动 2018 年-2019 年铠装跳纤产品集中采购	2018.11.19	1

资料来源：三大运营商公司公告、国信证券经济研究所整理

长期来看，天邑股份所处各个细分行业前景都离不开电信运营商的资本支出规模。近些年出现的通信接入终端产品业务的快速增长在于我国互联网宽带用户的增长以及光纤接入的普及所带来的市场需求的提升，而一旦互联网宽带用户和光纤普及率到达顶峰，如果无法拓宽客户群体，业务继续保持增长的难度较大。而通信网络物理连接与保护设备业务和移动通信网络优化覆盖设备业务强烈依赖于运营商的资本支出，并且呈现出了强烈的周期性，如果公司能够在 5G 相关领域完成布局，使得产品满足 5G 的通信网络建设，提升包括 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。随着 5G 建设周期的开始，公司相关业务的业绩将会有所提升，并迎来新的增长机会。

图 27：三大运营商资本开支情况（亿元）

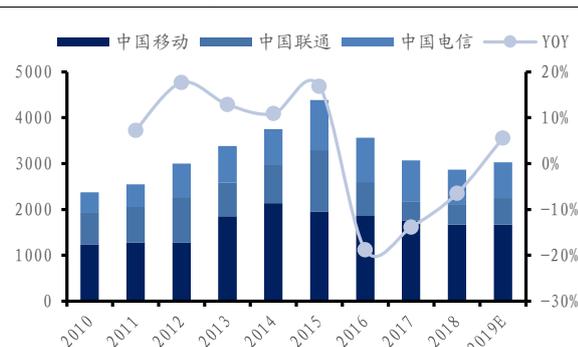
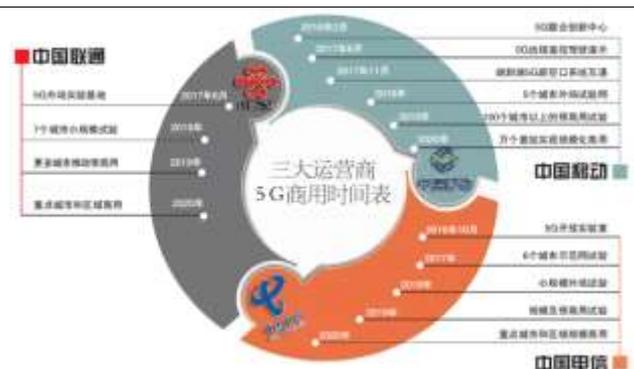


图 28：三大运营商 5G 商用时间表



资料来源：三大运营商公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：工信部、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

核心技术和研发情况

公司长期坚持研发投入，目前已经根据四大类产品的不同特点，通过自主研发、引进后消化吸收等方式形成了四大类产品核心技术。截至 2018 年 12 月 31 日，公司共有 486 名技术及研发人员，技术及研发人员占员工总数的比例 12.89%，公司在大邑、成都、深圳、上海均设有研发中心。公司研发费用连续增加，2018 年投入 8959 万，占营业收入 3.23%。

公司还积极与高校、企业合作研发。公司与电子科技大学物理电子学院签订《校企合作（框架）协议书》，约定双方在建设校企项目、产品研发等方面建立合作关系；与成都信息工程大学签订《技术开发合同》，约定双方在实现虚拟桌面系统方面建立合作关系；公司与上海亨谷智能科技有限公司等单位进行研发合作，主要涉及 IPTV 智能机顶盒、PON 接入终端、智能网关等产品的设计、开发和落地测试等。

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。

图 29：公司核心技术



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 30：公司的研发费用构成情况及比例（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

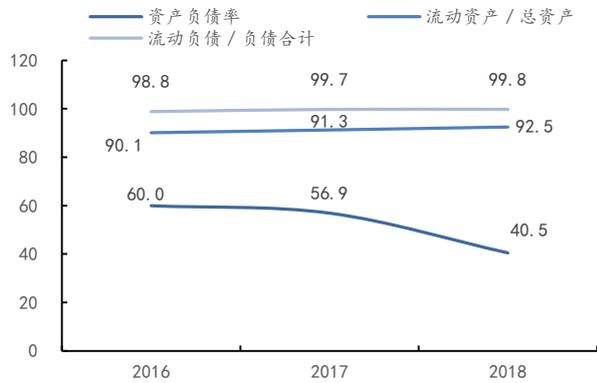
财务分析：业绩高速增长，盈利能力出色

资本结构及偿债能力分析

公司资本结构稳定，资产负债率近三年持续下降，2018 年报告期末资产负债率为 40.5%，相比于 2017 年大幅度降低的主要原因是 IPO 募集资金 8.7 亿元和营业收入增加，导致货币现金、其他流动资产流动以及应收账款增加了导致资产的大幅上涨，降低了企业的资产负债率。其中 90%以上的资产是流动资产，几乎所有负债都是流动负债。

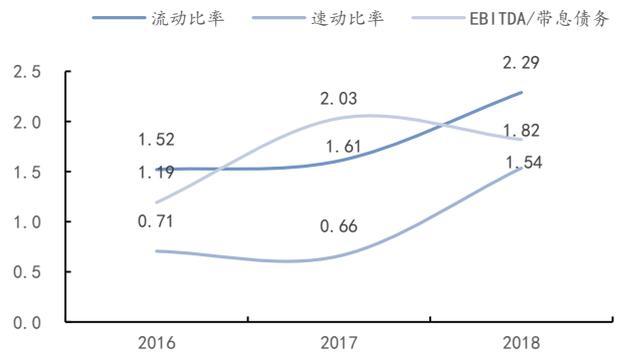
通过 IPO 募资，公司偿债能力大幅度提升，其中速动比率上升到 1.54，流动比率上升到 2.29。EBITDA/带息债务比率略有下降，主要在于公司 2018 年毛利率下降导致 EBITDA 下降。总体而言，公司有优良的偿债能力。

图 31: 资产负债率、流动资产占比、流动负债占比 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 32: 偿债能力指标

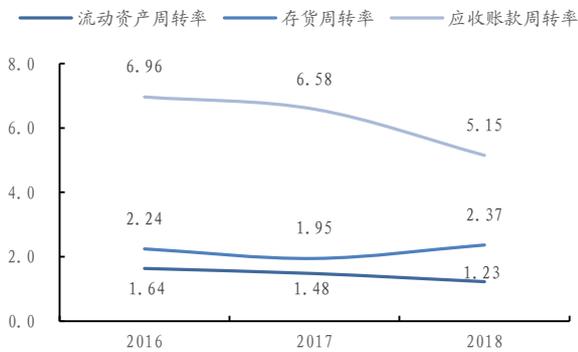


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

经营效率分析, 存货周转率低

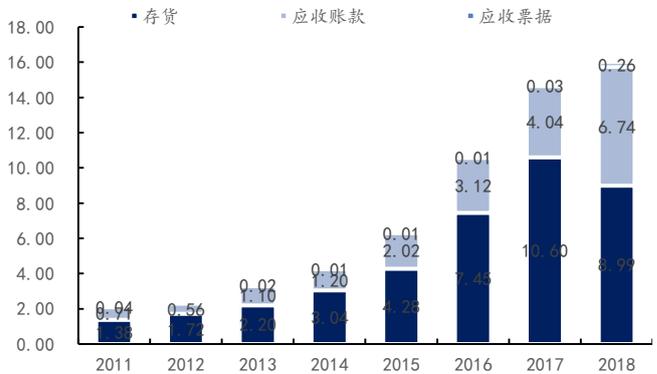
公司 2018 年存货周转率在提高, 年末存货金额相较于 2017 年下降。流动资产上升导致流动资产周转率下降。应收账款周转率下降, 主要是业务规模扩大而导致应收账款和票据增加, 其中应收账款由 4.04 亿元增加到 6.74 亿元。整体来看, 公司经营效率优良, 与同行业公司相比, 应收账款周转率处于前列水平。存货周转率相对较低。

图 33: 资产负债率、流动资产占比、流动负债占比 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 34: 存货、应收账款及应收票据情况 (亿元)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

盈利能力分析, 费用率持续下降, 盈利能力强劲

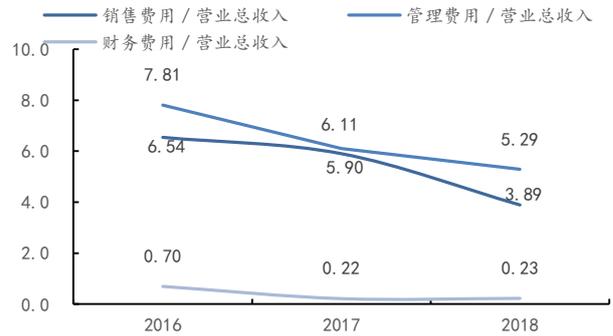
公司销售毛利率, 净利率在 2018 年出现下滑, 主要是受上游原材料内存芯片、电容、电阻涨价比较多影响, 2019Q1 销售毛利率有略微回升, 但相比于烽火通信等业务相近的公司 20-30%的毛利率, 公司 2018 年毛利率相对较低, 并且控制上游成本能力有待提升。公司销售净利率水平对比相近业务的公司较高, 近三年随着业务规模扩大, 三大费用在营业收入占比持续下降, 其中销售费用下降是由于重新招投标, 产品包装规格改变, 运输费单价降低, 仓储运输费大幅降低; 由于规模扩大, 销售人员奖励占比降低; 财务费用略微增加, 在于汇兑损失导致财务费用增加; 财务费用支出基本保持不变。

图 35: 销售毛利率、净利率 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

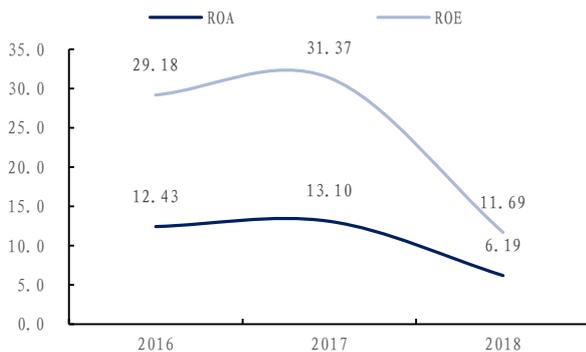
图 36: 三大费用占比 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

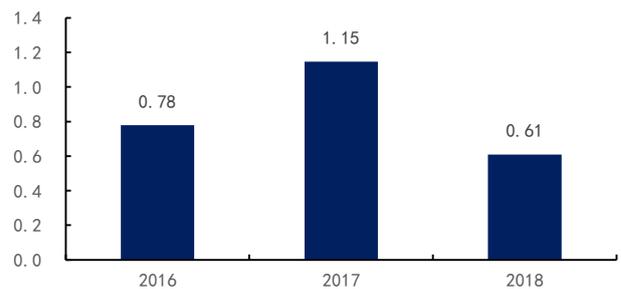
与业务相近公司相比,公司无论是 ROA、还是 ROE 都处于较高的水平。公司 2016-2018 年每股净收益为 0.78、1.15、0.61,显著好烽火通信、光迅科技等公司。另外,2018 年拟向全体股东每 10 股分配现金红利 2.00 元。综上所述,公司盈利能力在行业领先。

图 37: 公司 ROA、ROE (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 38: EPS 变化情况

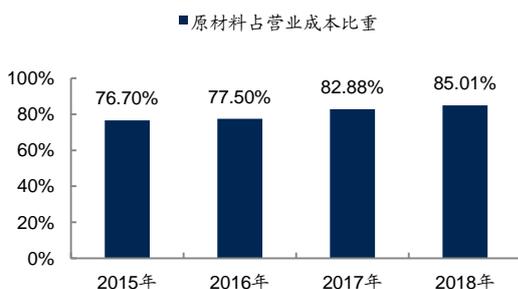


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

原材料价格有所回调, 期待业绩反转

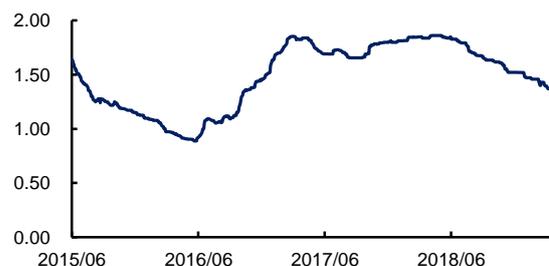
公司今年毛利率 16.5%, 较去年同期 25.36% 下滑较多, 主要原因在于部分原材料价格上涨至高位开始回落, 但与上年同期相比, 材料成本仍涨幅较大; 而且公司主要产品价格仍执行上期中标价格, 因此导致公司毛利率下降。公司上游原材料, 如芯片、BOSA 及其原材料等价格从 2018Q3 开始下降, 预计对今年毛利率有较好提升作用。

图 39: 公司原材料占营业成本比重情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 40: DDR3 价格变动情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

盈利预测

核心假设

(1) 公司宽带网络终端设备业务市场地位和优势继续保持，市占率持续领先，中标份额排名保持前列，该项业务 2019 年增长率为 30%，2020 年增长率为 28%，并且未来三年市场份额保持稳定增长；

(2) 公司业务通信网络物理连接及保护设备业务保持平稳增长，2019 年增长率为 30%，2020 年增长率为 28%；

(3) 公司移动通信网络优化设备及系统集成服务业务体量较小，公司保持现有投入；

表 7：天邑股份收入拆分（百万）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2318	2775	3588	4620	5589
增速	31.67%	17.8%	29.3%	28.8%	21.0%
毛利率	25.36%	16.5%	26.46%	25.77%	25.87%
宽带网络终端设备	1940	2428.00	3156.40	4040.19	4848.23
增速	60.73%	25.15%	30.00%	28.00%	20.00%
毛利率	23.28%	14.20%	25.00%	24.00%	24.00%
通信网络物理连接及保护设备	296.00	288.00	367.20	495.72	634.52
增速	-26.37%	-2.70%	27.50%	35.00%	28.00%
毛利率	39.51%	35.30%	33.20%	32.10%	31.20%
移动通信网络优化设备及系统集成服务	82.00	59.00	64.90	84.37	105.46
增速	-26.13%	-28.05%	10.00%	30.00%	25.00%
毛利率	23.51%	23.51%	23.51%	30.00%	30.00%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

表 8：天邑股份财务表现预测及汇总

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入（百万）	2775	3588	4620	5589
	17.8%	29.3%	28.8%	21.0%
净利润（百万）	152	278	356	435
	-33.8%	82.7%	27.9%	22.2%
每股收益（元）	0.57	1.04	1.33	1.63

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

风险提示

- 1、订单执行不及预期；
- 2、公司研发不及预期；
- 3、5G 投资规模及进度不及预期；

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	营业收入	2775	3588	4620	5589
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
流动资产合计	2728	3274	3856	4599	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
资产总计	2950	3506	4097	4848	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	利润总额	172	319	405	497
其他流动负债	132	189	234	289	所得税费用	20	41	50	62
流动负债合计	1192	1521	1844	2254	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	152	278	356	435
其他长期负债	3	(1)	(3)	(6)					
长期负债合计	3	(1)	(3)	(6)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1194	1520	1841	2248	净利润	152	278	356	435
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
负债和股东权益总计	2950	3506	4097	4848	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	经营活动现金流	(240)	257	(32)	266
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%	投资活动现金流	(38)	(54)	(56)	(59)
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%	融资活动现金流	670	(30)	(95)	(86)
资产负债率	40%	43%	45%	46%	现金净变动	392	173	(184)	121
息率	0.7%	0.7%	1.3%	1.4%	货币资金的期初余额	303	695	868	685
P/E	42.4	23.2	18.1	14.8	货币资金的期末余额	695	868	685	806
P/B	3.7	3.2	2.9	2.5	企业自由现金流	(207)	204	(93)	204
EV/EBITDA	25.0	21.8	18.4	15.9	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