

**买入**

2015年4月1日

**FDD 牌照正式发放，4G 建网需求持续旺盛**

- **受益于 4G 初期建设，14 年收入实现增长 85.6%：**2014 年公司受益于中国电信产业 TD-LTE4G 的发展，营收实现同比增长 85.6% 至 16.48 亿元人民币。高技术含量天线产品以及海外市场的开拓带动毛利率从 2013 年的 21.8% 上升至 2014 年的 22.8%。财务费用增长略快，主要用于应付生产过程中所需资金。公司所有人应占溢利为 9.76 亿元人民币，较 2013 年的 1.9 亿元得到井喷式增长，充分展现了产业爆发时规模化经营生产带来的成果。
- **FDD 牌照正式发放，运营商大手笔投入：**随着 2015 年 2 月 27 日工信部正式向中国联通、中国电信发放 FDD-LTE 的经营许可牌照，两大运营商将于今年正式启动全国范围内的 4G 网络建设。相较于 2014 年中移动全年建站 50 多万台的规模，电信、联通两大运营商也不甘示弱，今年的资本支出计划分别为 1078 亿元及 1000 亿元，年底预计新建基站数量分别为 28 万台及 35.5 万台。此外中移动也将深化 TD-LTE4G 网络的覆盖度，还将新添基站 30 万台。对比去年，今年才可谓运营商们的 4G 建设元年。同时，在反腐新常态下天线设备的招标、入围步骤将更加规范化，更加有利于类似摩比等具有技术优势和生产能力的设备商们市场份额的集中。
- **生产能力扩大，工序自动化将进一步提高利润率：**公司于去年 9 月在深圳光明新区的研发生产中心已投入使用，该部分厂区产能将及时补足 fdd 牌照发放后市场对于天线需求的放量。同时，位于西安的射频厂区的无线调试工人数量也从去年年初的 50 多人扩展到目前的 200 多人，大幅度缓解了生产压力。此外，公司在关键工序及劳动力密集的工序上从去年低开始逐渐采用自动化设备取代传统人工操作，将会进一步降低生产环节的人工成本，有利于全年利润率的提高。
- **LTE 电调与多频多系统技术领先：**今年 3 月在巴塞罗那召开的 MWC 会议提出 5G 应用概念。公司同中国领先通讯设备商共同研发的全球首款 TD-LTE 3D / Massive MIMO 天线拥有 5G 核心技术之一，在不久的将来对于 Pre-5G 技术产品的商用可能将为公司带来持续的竞争力。
- **重申目标价 2.36 港元，维持买入评级：**我们对公司持看好态度，维持公司未来 12 个月目标价格为 2.36 港元，相当于公司 15 年每股盈利的 9 倍，较目前价格有 24.2% 的上涨空间，维持买入评级。

**秦浩楷**
**+ 852-25321959**
**kyle.qin@firstshanghai.com.hk**
**主要数据**

行业	通信设备
股价	1.9 港元
目标价	2.36 港元 (+24.2%)
股票代码	947
已发行股本	8.15 亿股
市值	15.5 亿港元
52 周高/低	2.23/1.33 港元
每股净资产	1.381 港元
主要股东	Fangyi Collaboration Holding Limited 28.55%

**盈利摘要**

截至12月31日止财政年度	13年实际	14年实际	15年预测	16年预测	17年预测
总营业收入 (人民币千元)	888,226	1,648,466	2,300,873	2,562,364	2,895,859
变动	29.15%	85.59%	39.58%	11.36%	13.02%
净利润 (人民币千元)	19,061	97,576	171,176	183,631	209,460
基本每股盈利 (港元)	0.030	0.150	0.263	0.282	0.321
变动	-147.49%	399.52%	75.43%	7.28%	14.07%
基于1.82港元的市盈率 (估)	63.0	12.7	7.2	6.7	5.9
每股派息 (港元)	0.00	0.02	0.03	0.04	0.04
股息现价比	0.00%	1.02%	1.79%	1.92%	2.19%

来源: 公司资料, 第一上海预测

**股价表现**


来源: 彭博

## 附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	888,226	1,648,466	2,300,873	2,562,364	2,895,859	盈利能力					
毛利	193,855	375,840	529,201	594,468	674,735	毛利率 (%)	21.82%	22.80%	23.00%	23.20%	23.30%
其他业务净额	7,461	2,982	2,982	2,982	2,982	EBITDA 利率 (%)	8.48%	16.75%	19.58%	19.86%	18.34%
销售及管理费用	(177,269)	(261,262)	(329,025)	(366,418)	(414,108)	净利率 (%)	2.15%	5.92%	7.44%	7.17%	7.23%
营运收入	24,047	117,560	203,158	231,032	263,609	营运表现					
财务开支	(286)	(10,063)	(1,774)	(2,066)	(2,438)	销售及管理费用/收入 (%)	19.96%	15.85%	14.30%	14.30%	14.30%
联营公司等	16,586	114,578	200,176	228,050	260,627	实际税率 (%)	19.78%	9.23%	15.00%	19.80%	19.80%
税前盈利	23,761	107,497	201,384	228,967	261,172	股息支付率 (%)	0.00%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%
所得税	(4,700)	(9,921)	(30,208)	(45,335)	(51,712)	库存周转	175.9	120.1	120.1	120.1	120.1
净利润	19,061	97,576	171,176	183,631	209,460	应收账款天数	324.4	228.6	228.6	228.6	228.6
少数股东应占利润	0	0	0	0	0	应付账款天数	330.4	254.5	254.5	254.5	254.5
本公司股东应占利润	19,061	97,576	171,176	183,631	209,460	财务状况					
折旧及摊销	(34,669)	(44,058)	(47,253)	(49,783)	(6,874)	总负债/总资产	0.45	0.53	0.57	0.57	0.57
EBITDA	75,302	276,196	450,587	508,866	531,111	收入/净资产	0.87	1.47	1.82	1.80	1.80
增长						经营性现金流/收入	0.07	(0.01)	0.03	0.05	0.03
总收入 (%)	29.1%	85.6%	39.6%	11.4%	13.0%	税前盈利对利息倍数	NA	NA	NA	NA	NA
EBITDA (%)	-205.6%	266.8%	63.1%	12.9%	4.4%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	254,761	261,667	508,075	634,087	734,337	EBITDA	75,302	276,196	450,587	508,866	531,111
应收账款	873,329	1,191,489	1,441,660	1,605,428	1,814,290	净融资成本	(2,012)	7,030	(1,259)	(967)	(595)
存货	386,396	451,369	583,143	647,729	731,079	营运资金变化	2,302	(158,409)	(146,404)	(91,560)	(115,678)
其他流动资产	0	0	1	2	3	所得税	(2,134)	(9,921)	(30,208)	(45,335)	(51,712)
总流动资产	1,514,486	1,904,525	2,532,878	2,887,246	3,279,709	其他	(15,094)	(124,641)	(201,950)	(230,116)	(263,065)
固定资产	350,512	458,490	385,035	395,252	448,380	营运现金流	58,364	(9,745)	70,767	140,887	100,060
无形资产	0	0	1	2	3	资本开支	(104,587)	(80,000)	(60,000)	(60,000)	(60,000)
长期投资	0	0	0	0	0	其他投资活动	(3,102)	3,033	3,033	3,033	3,033
银行存款及其他	12,251	15,515	15,515	15,515	15,515	投资活动现金流	(107,689)	(76,967)	(56,967)	(56,967)	(56,967)
总资产	1,877,249	2,378,530	2,933,429	3,298,015	3,743,607	负债变化	12,834	178,824	170,855	68,480	87,337
应付账款	774,832	999,556	1,235,097	1,371,892	1,548,427	股本变化	2,160	0	0	0	0
短期银行借款	67,194	246,018	416,873	485,353	572,690	股息	(21)	(12,924)	(22,672)	(24,322)	(27,743)
其他短期负债	2,664	7,800	7,798	7,798	7,799	其他融资活动	(286)	(10,063)	(1,774)	(2,066)	(2,438)
总短期负债	844,690	1,253,374	1,659,768	1,865,043	2,128,916	融资活动现金流	14,687	155,837	146,408	42,092	57,156
长期银行借款	0	0	1	2	3	现金变化	(34,638)	69,125	160,208	126,013	100,250
其他负债	8,346	7,384	7,384	7,384	7,384	期初持有现金	264,392	229,754	298,879	459,087	585,099
总负债	853,036	1,260,758	1,667,153	1,872,429	2,136,303	汇兑变化	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	期末持有现金	229,754	298,879	459,087	585,099	685,349
股东权益	1,024,213	1,117,772	1,266,277	1,425,587	1,607,305						
每股账面值(摊薄)	1.26	1.34	1.52	1.71	1.93						
营运资产	669,796	651,151	873,111	1,022,204	1,150,794						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。