

买入

2014年9月19日

业绩弹性显著，4G 建设拉动增长，公司值得期待

- 上半年业绩可喜，收入大幅提升：**公司上半年创造收入 7.57 亿元人民币，同比 2013 年同期增长 100.6%，毛利率达到了 22.4% 的水平，较去年同期提高了 1.3 个百分点，实现净利润 4534 万元人民币，同比有 428.3% 的增长，每股摊薄盈利 6.9 港仙。上半年天线业务和射频子系统的收入分别都有 97% 的增长，我们认为受惠于 4G 通讯网络的建设，公司 2014 年下半年天线业务将有机会放量，创造更多收入。
- 联通建网许可扩大，铁塔公司运作在即，利好设备商：**随着工信部在 6 月向中国联通发放了 16 个城市的 TD-LTE/LTE FDD 混合组网试验商用经营许可之后，于 8 月 28 日再次下发批准联通集团将混合组网试验城市数量从原本的 16 座扩大到了 40 座。与此同时，铁塔公司的正式运作也已经进入倒计时阶段，31 个省分公司总经理人选已定，意味着由铁塔公司带来的更高效的建网模式或将在明年得以实现。届时，对于国内的通信设备将带来更强烈的市场需求。
- 技术达国际水准，产品进入海外市场：**随着公司自主研发能力的提升，其多款天线，包括 mimo 天线等，均通过了欧洲通信商的产品技术测试，一跃进入了国际通信设备商的采购名单，凭借着其天线产品拥有的可靠的技术保障和国内厂商在产品单上得天独厚的竞争优势，公司成功与北欧某运营商达成了合作共识。此外，在亚洲市场，公司也与印度的 reliance 公司达成了通信网络建设的初步合作意向，对于印度通信服务糟糕的现状和强烈的市场需求之间的存在的巨大商机，有可能在明后年为公司带来业绩上的惊喜。
- 上调目标价至 2.36 港元，维持买入评级：**从 2014 上半年公司良好表现可见，在 4G 建设的初期公司已经很好的适应并及时的抓住了行业机会。随着其产品技术水平的提升，以及外海市场的扩大，我们对公司今后的表现仍持看好态度，提升目标价至 2.36 港元，相当于公司 15 年每股盈利的 10 倍，相对当前股价有 18.5% 的增长空间，维持买入评级。

秦浩楷
+ 852-25321959
kyle.qin@firstshanghai.com.hk
蔡浩
+852 25321963
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	通信设备
股价	1.99 港元
目标价	2.36 港元 (+18.5%)
股票代码	947
已发行股本	8.14 亿股
市值	16.2 亿港元
52 周高/低	2.23/0.96 港元
每股净资产	1.223 港元
主要股东	Fangyi Collaboration Holding Limited 28.33%
	SB Asia Pacific Partners L.P. 20.66%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年实际	13年实际	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入 (人民币千元)	687,764	888,226	1,896,855	2,645,516	2,923,005
变动	-13.82%	29.15%	113.56%	39.47%	10.49%
净利润 (人民币千元)	-39,472	19,061	103,012	153,564	185,327
摊薄每股盈利 (港元)	-0.061	0.030	0.155	0.230	0.278
变动	-194.66%	-147.49%	440.43%	49.07%	20.68%
基于1.39港元的市盈率 (估)	-32.7	66.2	12.9	8.6	7.2
每股派息 (港元)	0.00	0.01	0.03	0.05	0.06
股息现价比	0.00%	0.29%	1.59%	2.37%	2.86%

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


来源: 彭博

附录：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>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年实际	2013年实际	2014年预测	2015年预测	2016年预测
收入	687,764	888,226	1,896,855	2,645,516	2,923,005	盈利能力					
毛利	115,717	193,855	432,483	616,405	695,675	毛利率 (%)	16.83%	21.82%	22.80%	23.30%	23.80%
其他业务净额	13,516	7,461	7,461	7,461	7,461	EBITDA 利率 (%)	-10.37%	8.48%	15.72%	16.27%	17.56%
销售及管理费用	-171,507	-177,269	-309,187	-428,574	-467,681	净利率 (%)	-5.74%	2.15%	5.43%	5.80%	6.34%
营运收入	-42,274	24,047	130,757	195,293	235,455	营运表现					
财务开支	-1,005	-286	-2,312	-3,816	-4,374	销售及管理费用/收入 (%)	24.94%	19.96%	16.30%	16.20%	16.00%
联营公司等	-55,790	16,586	123,296	187,832	227,994	实际税率 (%)	8.80%	19.78%	19.80%	19.80%	19.80%
税前盈利	-43,279	23,761	128,444	191,476	231,082	股息支付率 (%)	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
所得税	3,807	-4,700	-25,432	-37,912	-45,754	库存周转	194.5	175.9	175.9	175.9	175.9
净利润	-39,472	19,061	103,012	153,564	185,327	应收账款天数	390.1	324.4	324.4	324.4	324.4
少数股东应占利润	0	0	0	0	0	应付账款天数	326.1	330.4	330.4	330.4	330.4
本公司股东应占利	-39,472	19,061	103,012	153,564	185,327	财务状况					
折旧及摊销	-26,755	-34,669	-44,058	-47,253	-49,783	总负债/总资产	0.35	0.45	0.63	0.69	0.69
EBITDA	-71,309	75,302	298,110	430,377	513,233	收入/净资产	0.68	0.87	1.71	2.15	2.12
增长						经营性现金流/收入	0.03	0.07	-0.23	-0.08	0.03
总收入 (%)	-13.8%	29.1%	113.6%	39.5%	10.5%	税前盈利对利息倍数	NA	NA	NA	NA	NA
EBITDA (%)	-161.3%	-205.6%	295.9%	44.4%	19.3%	现金流量表					
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>					
	2012年实际	2013年实际	2014年预测	2015年预测	2016年预测		2012年实际	2013年实际	2014年预测	2015年预测	2016年预测
现金	268,589	254,761	195,435	232,535	338,823	EBITDA	-71,309	75,302	298,110	430,377	513,233
应收账款	705,554	873,329	1,686,555	2,351,953	2,598,581	净融资成本	-619	-2,012	14	1,518	2,076
存货	282,925	386,396	705,772	977,955	1,073,489	营运资金变化	50,414	2,302	-581,870	-426,374	-162,732
其他流动资产	0	0	0	1	2	所得税	-10,788	-2,134	-25,432	-37,912	-45,754
总流动资产	1,257,068	1,514,486	2,587,761	3,562,443	4,010,895	其他	52,123	-15,094	-125,608	-191,648	-232,368
固定资产	280,892	350,512	386,454	399,201	409,418	营运现金流	19,821	58,364	-434,786	-224,039	74,454
无形资产	0	0	0	1	2	资本开支	-60,333	-104,587	-80,000	-60,000	-60,000
长期投资	0	0	0	0	0	其他投资活动	13,787	-3,102	2,298	2,298	2,298
银行存款及其他	12,830	12,251	12,251	12,251	12,251	投资活动现金流	-46,546	-107,689	-77,702	-57,702	-57,702
总资产	1,550,790	1,877,249	2,986,466	3,973,896	4,432,565	负债变化	9,151	12,834	476,076	353,370	130,976
应付账款	482,270	774,832	1,325,563	1,836,770	2,016,199	股本变化	2,369	2,160	0	0	0
短期银行借款	54,360	67,194	543,270	896,641	1,027,616	股息	-19,510	-21	-20,602	-30,713	-37,065
其他短期负债	698	2,664	2,664	2,664	2,664	其他融资活动	-1,005	-286	-2,312	-3,816	-4,374
总短期负债	537,328	844,690	1,871,498	2,736,074	3,046,480	融资活动现金流	-8,995	14,687	453,161	318,841	89,536
长期银行借款	0	0	0	1	2	现金变化	-35,720	-34,638	-59,326	37,100	106,288
其他负债	6,712	8,346	8,346	8,346	8,346	期初持有现金	300,112	264,392	229,754	170,428	207,528
总负债	544,040	853,036	1,879,844	2,744,421	3,054,828	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	264,392	229,754	170,428	207,528	313,816
股东权益	1,006,750	1,024,213	1,106,623	1,229,475	1,377,738						
每股账面值(摊薄)	1.26	1.26	1.36	1.51	1.69						
营运资产	719,740	669,796	716,264	826,369	964,415						

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。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。