

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**天邑股份 (300504)**
**买入**

跟踪点评

(维持评级)

2019年06月17日

# 积极布局 5G 的低估值品种

**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**      0755-81981520      liyajun1@guosen.com.cn      证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518060001

## 事项:

随着6月6日5G商用牌照正式发放,产业进入加快发展期,5G应用也成为大家最关注的环节。我们特邀请天邑股份董秘刘总为我们解读公司最新的经营情况,纪要如下。

## 评论:

### ■ 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,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,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。

**表 1: 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	2018.12.8	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

**■ 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 25/19/16 倍 PE，给予“买入”评级。

### 附会议纪要：

#### ■ 2018 年发展情况及年报请解读一下？

2018 年收入增长，主要在移动和电信增长比较快，移动市场 2017 年 1.4 个亿，2018 年增长到 6 个亿，移动是集团统一招标，同时和中移物联分公司一起招标，主要是光猫的采购量比较大。来自于联通的营收 2017 年才 1500 万，2018 年增长到 1.75 亿，营业收入总共 27.75 亿。归属于母公司股东的净利润下滑比较厉害，主要原因是毛利率下滑比较快，毛利率由 2017 年的 25.36% 下滑到 2018 年的 16.5%，2018 年公司产品原材料里面的 ddr、flash、电容、电阻涨价比较多，造成整体毛利率有比较大的下滑。

#### ■ 宽带接入的采购模式，各省公司直接采购还是集团统一集采招标，公司主要销售区域有哪些，这些区域的家庭宽带覆盖率还有多大提升空间？

中国电信、中国移动、中国联通在宽带终端设备的采购模式各有不同。中国电信由集团公司完成集中采购招标后，会向各省级分公司下发集中采购结果以及各省所分配的供应商和对应供应商的份额，产品在全国 31 个省、市、区（不含港澳台）运营商省分公司均有销售。中国移动对家庭网关部分产品采购由其下属子公司组织公开比选、下达订单，并将产品送达中国移动各省（市、区）公司；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，目前已在全国多数省份取得中国联通订单。

#### ■ 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？

公司主要产品中已形成一定规模，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。主要芯片公司直接与原厂谈判价格，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。

#### ■ 公司未来的发展战略？

通信领域的产业链长、相关产品多，其市场前景非常广阔，公司未来将紧跟通信产业发展步伐，进一步提升技术研发实力，拓展和深化国内国际营销体系，为运营商等客户提供更为丰富的、定制化的光通信网络产品、光通信终端产品、视频服务产品、物联网产品、家庭智能组网产品、5G 微基站、5GCPE、5G 应用场景相关产品及服务。

(1) 国内市场：与 2017 年相比，来自于中国移动的营业收入达到 61,525.71 万元，同比增长 326.03%，营收占比提高至 22.17%，来自于中国联通的营业收入达到 17,492.67 万元，同比增长 996.35%。增幅明显。2019 年度，公司将继续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，进一步提高在中国移动、中国联通的市场份额。

(2) 国际市场：加大国际市场的拓展力度，目前已取得较好进展。公司产品主要出口东南亚、欧洲、非洲等地区，其中宽带网络终端产品首次取得国际订单，独家中标尼泊尔电信宽带网络终端项目，同时该产品在东南亚、欧洲、北美、非洲等国外电信公司进行产品的测试，预计 2019 年下半年国外市场将会有大的突破。(3) 现有宽带网络终端产品的推广：如 10Gpon 产品、高清视频 IPTV 产品（4K、8K）、宽带融合网关；(4) 新产品研发：5G 微基站、5G-CPE、物联网产品。同时，公司将根据市场情况，围绕通信设备领域，在适当的时机进行业务和规模的扩张，充分发挥资本优势，利用对外投资、在行业内收购兼并等方式，实现低成本扩张，提升公司的经营效率，扩大公司业务规模和市场占有率。

#### ■ 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？

中国电信 3.0 网关产品已签订框架协议（公告 2018-072），产品已在供货。IPTV 机顶盒（P60）已签订框架协议（公告 2019-003），已在开始生产。如果协议、合同顺利实施，IPTV 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。

#### ■ 公司在 5G 领域布局在哪些领域？

5G 商用的逐步实施，公司正在研发的 5G 产品，如果 5G 微基站研发成功并顺利取得订单，那么未来公司移动通信网络优化系统设备的营收也将保持增长。

#### ■ 风险提示

- 1、运营商订单执行不及预期。虽然目前公司已经公告的订单累计金额较大，但是收入确认周期受运营商执行影响较大，延迟确认将有可能影响公司营收和利润。
- 2、原材料价格超预期上涨。原材料短期价格不可控因素较多，供应商的停产事件或者中美贸易摩擦带来价格超预期上涨将损伤公司毛利率水平。
- 3、5G 研发进程不及预期。虽然公司积极在 5G 皮基站、CPE 等领域加大研发和布局，但实际进程仍具有不确定性。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	695	868	685	806
应收款项	708	773	1087	1259
存货净额	899	1343	1543	1981
其他流动资产	426	290	541	553
<b>流动资产合计</b>	<b>2728</b>	<b>3274</b>	<b>3856</b>	<b>4599</b>
固定资产	167	178	187	197
无形资产及其他	21	20	19	18
投资性房地产	34	34	34	34
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2950</b>	<b>3506</b>	<b>4097</b>	<b>4848</b>
短期借款及交易性金融负债	110	127	119	123
应付款项	950	1205	1492	1842
其他流动负债	132	189	234	289
<b>流动负债合计</b>	<b>1192</b>	<b>1521</b>	<b>1844</b>	<b>2254</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
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>
<b>负债合计</b>	<b>1194</b>	<b>1520</b>	<b>1841</b>	<b>2248</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1756	1986	2256	2600
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2950</b>	<b>3506</b>	<b>4097</b>	<b>4848</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.57	1.04	1.33	1.63
每股红利	0.18	0.18	0.32	0.34
每股净资产	6.57	7.44	8.45	9.74
ROIC	17%	17%	19%	19%
ROE	9%	14%	16%	17%
毛利率	16%	25%	25%	25%
EBIT Margin	10%	10%	9%	9%
EBITDA Margin	11%	10%	10%	10%
收入增长	18%	29%	29%	21%
净利润增长率	-34%	83%	28%	22%
资产负债率	40%	43%	45%	46%
息率	0.7%	0.7%	1.3%	1.4%
P/E	42.4	23.2	18.1	14.8
P/B	3.7	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	25.0	21.8	18.4	15.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2775</b>	<b>3588</b>	<b>4620</b>	<b>5589</b>
营业成本	2317	2702	3479	4209
营业税金及附加	12	14	19	23
销售费用	108	248	308	356
管理费用	57	280	387	482
财务费用	6	0	0	0
投资收益	10	5	8	6
资产减值及公允价值变动	(24)	(21)	(23)	(22)
其他收入	(85)	0	0	0
营业利润	175	328	411	504
营业外净收支	(2)	(9)	(5)	(7)
<b>利润总额</b>	<b>172</b>	<b>319</b>	<b>405</b>	<b>497</b>
所得税费用	20	41	50	62
少数股东损益	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>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>152</b>	<b>278</b>	<b>356</b>	<b>435</b>
资产减值准备	6	1	0	1
折旧摊销	26	22	25	28
公允价值变动损失	24	21	23	22
财务费用	6	0	0	0
营运资本变动	(443)	(64)	(435)	(219)
其它	(6)	(1)	(0)	(1)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(240)</b>	<b>257</b>	<b>(32)</b>	<b>266</b>
资本开支	(38)	(54)	(56)	(59)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(38)</b>	<b>(54)</b>	<b>(56)</b>	<b>(59)</b>
权益性融资	796	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(47)	(48)	(86)	(90)
其它融资现金流	(30)	17	(9)	4
<b>融资活动现金流</b>	<b>670</b>	<b>(30)</b>	<b>(95)</b>	<b>(86)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>392</b>	<b>173</b>	<b>(184)</b>	<b>121</b>
货币资金的期初余额	303	695	868	685
货币资金的期末余额	695	868	685	806
企业自由现金流	(207)	204	(93)	204
权益自由现金流	(237)	221	(102)	209

## 相关研究报告

《天邑股份-300504-深度报告：不断进取的接入网设备翘楚》——2019-05-29

《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，业绩连年高增长》——2019-01-21

## 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