

天邑股份 (300504)

公司毛利率环比边际大幅改善，运营商放量采购 10GPON 产品业绩超出市场预期

——2019 年半年度业绩预告点评

	黄子健 (分析师)	马天诣 (分析师)
	010-59312736	010-59312799
	huangzjian@gtjas.com	matianyi@gtjas.com
证书编号	S0880518100002	S0880518120002

本报告导读:

原材料采购成本下降，公司毛利率环比上升，营业收入同比增长；千兆宽带带动 10G PON 成主流，IPTV 市场规模超百亿，公司屡次中标其大单，公司业绩持续提升。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**公司发布 2019 年半年度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润 8491 万元-9340 万元，同比增长 22.75% 左右。PON 和 IPTV 市场规模达百亿和趋势明显，公司积极布局相关业务并，屡次中标大单，获标份额、中标总额提高，原材料价格有下降趋势，公司未来营收和利润有望增长。我们预测 2019-2020 年实现净利润分别为 2.74 亿元、3.37 亿元、4.13 亿元，同比增长 80%、23%、23%；每股收益 1.02 元、1.26 元、1.55 元。维持目标价 30.60 元。
- **上游原材料采购成本下降，公司毛利率企稳回升，营业收入持续增长，公司具有竞争力优势。**原材料，如芯片、BOSA 及其原材料等价格从 2018Q3 开始下降。预期今年公司的毛利率将进一步增长回升；公司期间费用开支减小，公司营业收入稳步增长，彰显公司竞争优势。
- **千兆宽带带动 10G PON 市场规模大且成主流，IPTV 市场规模达百亿级；公司屡次中标相关市场业务，助力公司业绩持续增长。**中国电信和中国移动 PON 招标体量逐步扩大，千兆宽带带动 10G PON 已成主流；IPTV 基础服务市场规模超 400 亿元；公司屡次中标 PON 和 IPTV 业务大单，保障公司业绩增长有持续性。
- **催化剂。**运营商支出增加，加大采购 PON 和 IPTV 量，加速技术迭代。
- **风险因素。**原材料价格变动风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,355	2,775	3,530	4,588	5,506
(+/-)%	32%	18%	27%	30%	20%
经营利润 (EBIT)	306	191	330	402	493
(+/-)%	47%	-38%	73%	22%	23%
净利润 (归母)	230	152	274	337	413
(+/-)%	51%	-34%	80%	23%	23%
每股净收益 (元)	0.86	0.57	1.02	1.26	1.55
每股股利 (元)	0.00	0.15	0.20	0.24	0.26

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	13.0%	6.9%	9.3%	8.8%	9.0%
净资产收益率 (%)	27.1%	8.7%	13.9%	15.0%	15.9%
投入资本回报率 (%)	38.2%	14.4%	23.7%	24.4%	27.1%
EV/EBITDA	(0.48)	29.06	15.58	12.70	10.02
市盈率	27.74	41.91	23.29	18.94	15.43
股息率 (%)	0.0%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **30.60**

上次预测: 30.60

当前价格: 23.85

2019.07.14

交易数据

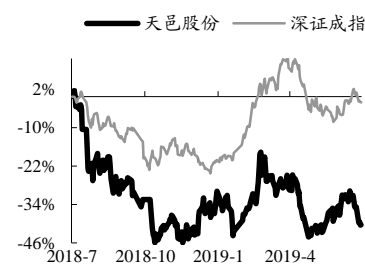
52 周内股价区间 (元)	21.20-41.40
总市值 (百万元)	6,378
总股本/流通 A 股 (百万股)	267/99
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	37%
日均成交量 (百万股)	5.43
日均成交值 (百万元)	142.29

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,806
每股净资产	6.75
市净率	3.5
净负债率	-28.51%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.20	0.19
Q2	0.12	0.15
Q3	0.17	0.37
Q4	0.08	0.31
全年	0.57	1.02

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	-15%	-40%
相对指数	10%	-3%	-27%

相关报告

《5G 网络终端设备龙头大势所趋，订单扩增毛利企稳两翼腾飞》2019.06.06

模型更新时间: 2019.07.13

股票研究

信息技术
电信运营

天邑股份 (300504)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **30.60**

上次预测: 30.60

当前价格: 23.85

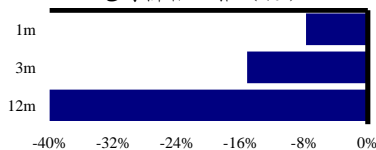
公司网址

www.tianyisc.com

公司简介

公司立足于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。公司已经拥有自接入到应用的全产业链主要产品研发及生产能力。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

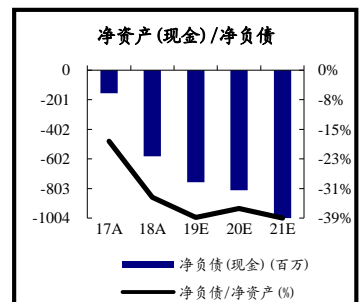
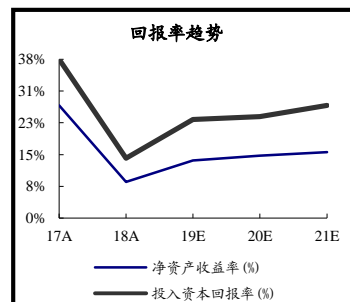
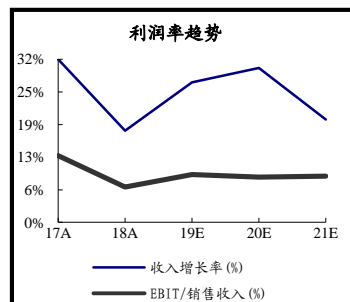
21.20-41.40

市值 (百万)

6,378

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	2,355	2,775	3,530	4,588	5,506
营业成本	1,758	2,317	2,798	3,684	4,414
税金及附加	8	12	15	19	23
销售费用	139	108	177	219	259
管理费用	54	57	109	120	148
EBIT	306	191	330	402	493
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	10	0	0	0
财务费用	5	6	-10	-11	-12
营业利润	282	175	314	385	473
所得税	37	20	40	49	59
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	230	152	274	337	413
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	303	695	842	934	1,165
其他流动资产	1,493	2,033	2,225	2,871	3,333
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	134	167	174	179	181
无形及其他资产	39	55	53	50	47
资产合计	1,968	2,950	3,293	4,034	4,727
流动负债	1,117	1,192	1,313	1,781	2,130
非流动负债	3	3	3	3	3
股东权益	848	1,756	1,977	2,251	2,594
投入资本(IC)	690	1,171	1,215	1,437	1,589
现金流量表					
NOPLAT	263	169	287	351	431
折旧与摊销	21	26	31	37	43
流动资金增量	185	22	40	219	153
资本支出	-56	-51	-37	-42	-46
自由现金流	413	165	321	564	582
经营现金流	77	153	271	162	313
投资现金流	-56	-468	-37	-42	-46
融资现金流	-46	686	-88	-28	-37
现金流净增加额	-26	370	146	92	231
财务指标					
成长性					
收入增长率	31.7%	17.8%	27.2%	30.0%	20.0%
EBIT 增长率	47.4%	-37.6%	72.7%	21.8%	22.7%
净利润增长率	51.3%	-33.8%	80.0%	22.9%	22.8%
利润率					
毛利率	25.4%	16.5%	20.7%	19.7%	19.8%
EBIT 率	13.0%	6.9%	9.3%	8.8%	9.0%
归母净利润率	9.8%	5.5%	7.8%	7.3%	7.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	27.1%	8.7%	13.9%	15.0%	15.9%
总资产收益率(ROA)	11.7%	5.2%	8.3%	8.3%	8.7%
投入资本回报率(ROIC)	38.2%	14.4%	23.7%	24.4%	27.1%
运营能力					
存货周转天数	187	154	157	161	159
应收账款周转天数	56	73	60	64	64
总资产周转天数	272	323	323	291	290
净利润现金含量	33.3%	100.5%	98.9%	48.2%	75.8%
资本支出/收入	2.4%	1.8%	1.0%	0.9%	0.8%
偿债能力					
资产负债率	56.9%	40.5%	40.0%	44.2%	45.1%
净负债率	-18.6%	-33.3%	-38.5%	-36.2%	-38.7%
估值比率					
PE(现价)	27.74	41.91	23.29	18.94	15.43
PB	0.00	3.92	3.23	2.83	2.46
EV/EBITDA	-0.48	29.06	15.58	12.70	10.02
P/S	2.03	2.30	1.81	1.39	1.16
股息率	0.0%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%



目 录

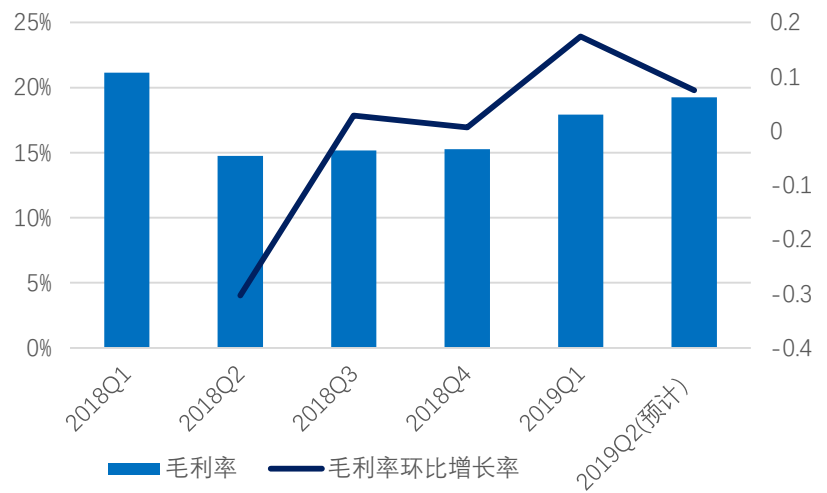
1. 毛利率和营业收入齐翼腾飞，公司业绩超预期.....	4
1.1. 上游原材料采购成本下降，毛利率环比增长.....	4
1.2. 营业收入同比增长.....	4
2. 10G PON +IPTV 市场规模超百亿，助力公司业绩持续增长.....	5
2.1. 千兆宽带带动 10G PON 成主流，加速市场规模扩大.....	5
2.2. IPTV 市场规模达百亿级.....	6
2.3. PON 和 IPTV 业务屡次中标大单，助力营收加速增长.....	7
3. 盈利预测与估值.....	7
3.1. 盈利预测.....	7
3.2. PE 估值.....	7
4. 催化剂和风险因素.....	8
4.1. 催化剂.....	8
4.2. 风险因素.....	8

1. 毛利率和营业收入齐翼腾飞，公司业绩超预期

1.1. 上游原材料采购成本下降，毛利率环比增长

公司毛利率企稳增长回升。公司 2018 年的毛利率下降幅度比较大，从 2018 年一季度的 21.15% 下降到第四季度的 15.26%。公司毛利率从 2019 年一季度开始企稳回升，一季度的毛利率为 17.92%，二季度的毛利率进一步增长，预计将达到 19.26%。毛利率增长的原因是原材料，如芯片、BOSA 及其原材料等价格从 2018Q3 开始下降。预期今年公司的毛利率将进一步增长回升。

图 1: 毛利率环比稳健增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

1.2. 营业收入同比增长

公司营业收入同比增长。公司销售期间费用率比较低，2019 年一季度的期间销售费用率为 9.71%，说明公司期间费用开支较小。公司营业收入同比增长，2019 年一季度按营业收入达 70,902.36 万元，同比增长 6.97%。运营商近年来资本开支在下降，而公司营业收入持续增长，说明公司具有一定的竞争优势。预计公司营业收入将进一步增长。

图 2: 营业收入同比增长

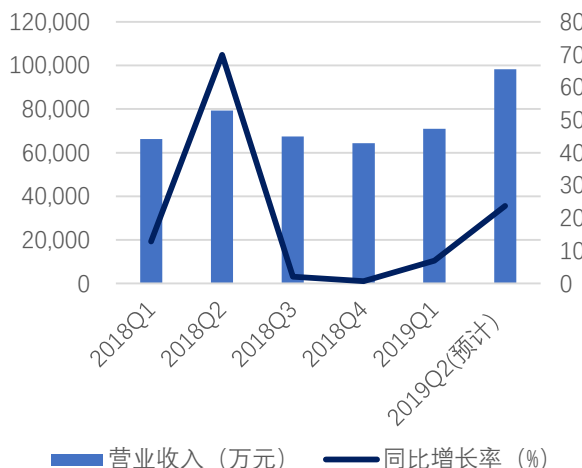
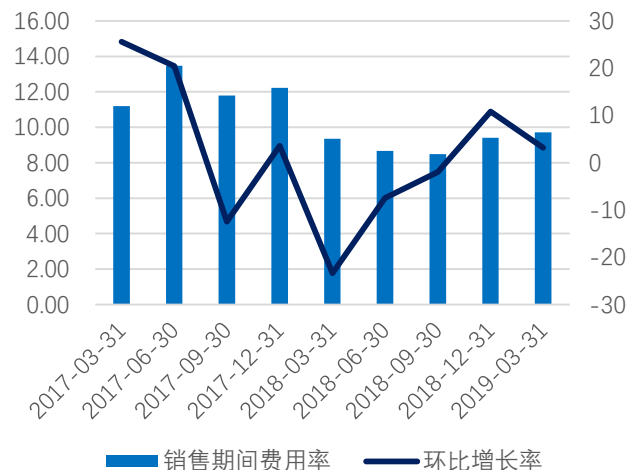


图 3: 销售期间费用率低

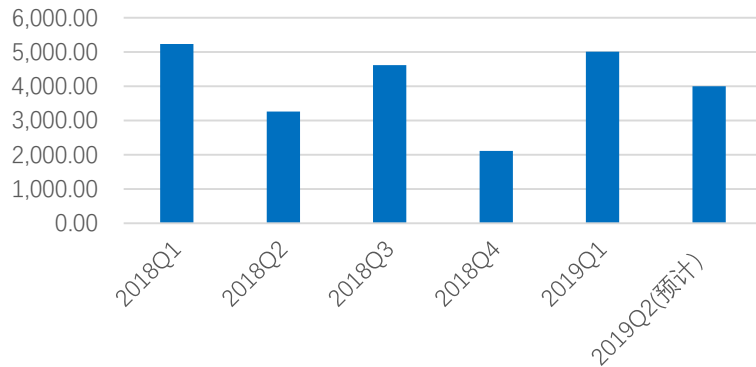


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

公司净利润同比增长。2018年第二季度的净利润为3258.58万元,2019年第二季度的净利润预计为4000万元左右,高于2018年第二季度的净利润。预期公司的净利润将保持同比增长。

图 4: 公司净利润同比增长超预期



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

单位: 万元

2. 10G PON +IPTV 市场规模超百亿, 助力公司业绩持续增长

2.1. 千兆宽带带动 10G PON 成主流, 加速市场规模扩大

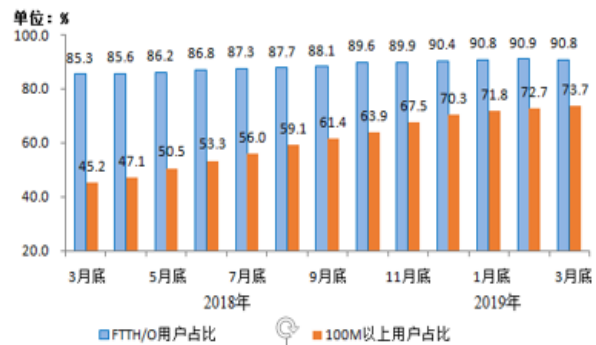
OVUM 发布了 10G PON OC 的市场预测。2016 年, 接入网的市场总额为 11.8 亿美元, 五年后该数值约为 24 亿美元。10G PON 的容量会越来越大, 2021 年为 2017 年容量的 10 倍, 约 21 亿美元。FTTH 在 2015 年出现了爆发式的增长, 同年发货量同比增长 75.28%。2016 年, FTTH 已占全行业发货量的 48.77%, 收入规模的 42.86%, 进一步巩固了行业第一大接入模式的地位。2019 年工信部发布 5G 牌照, 预计 FTTH 将会呈爆发式增长。

图 5: PON 光模块规模 2021 年达 21 亿美元



数据来源: OVUM, 国泰君安证券研究

图 6: FTTH 爆发式增长



数据来源: 工信部, 国泰君安证券研究

截至 2019 年 6 月 27 日中国电信和中国移动 2019 年已经累计招标 3554 万端, 预计 2019 年下半年至少招 3000 万端, 招标量与 2018 年

基本持平。2018 年招标量是 17 年和 16 年的两倍，呈扩大趋势。

表 1: PON 招标体量逐步扩大

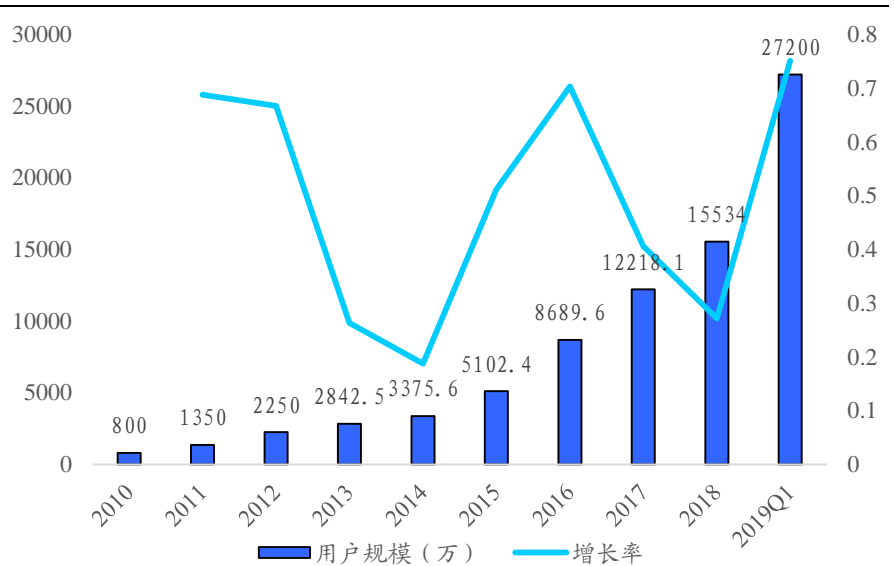
年份	中国电信	中国移动	合计
2019	74	3480	3554
2018	3311	3510	6821
2017	1051	2231	3283
2016	1002	2231	3233
2015	1148	769.22	1917.22
2014	713	209	922
2013	1213	62	1213
2012	923	0	923
2011	193	600	793
合计	9628	13092.22	22720.22

数据来源：工信部，国泰君安证券研究

2.2. IPTV 市场规模达百亿级

IPTV 在 2016 年迅速发展，2017 年仍然保持较高增速。截至 2017 年末，IPTV 用户数达到 1.2 亿户，全年净增 3127 万户。2018 年，IPTV 呈爆发式增长，截至 2019 年 3 月底，三家基础电信企业发展 IPTV（网络电视）用户达 2.72 亿户。IPTV 对家庭宽带用户的渗透率仍较低，未来随着我国家庭宽带接入用户数量及 IPTV 渗透率的进一步提高，我国 IPTV 仍有较大发展空间，预计 2019 年 IPTV 用户数量将有较快增长，或将近 1.9 亿户。

图 7: IPTV 用户规模不断扩大



数据来源：工信部，国泰君安证券研究

IPTV 基础服务市场空间测算：截至 2019Q1，宽带用户数在全国渗透率接近 95%，IPTV 用户与宽带用户数比值为 64.3%，由于 IPTV 业务与宽带业务绑定程度较深，IPTV 用户在宽带用户中尚有提升空间。假设

IPTV 用户与宽带用户比值达到 80%，基础收视服务费 20 元/月，以目前 4.23 亿宽带用户数计算，IPTV 基础服务市场规模超 400 亿元。

2.3. PON 和 IPTV 业务屡次中标大单，助力营收加速增长

2018 年以来，公司屡次中标大单。包括电信天翼网关 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，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，并在近期中标中国电信 2019 年千兆网关集中采购，中标价格为 4600 万元、中移物联网 2019 年智能家庭网关生产项目，中标金额为 2.80 亿元。近年中标多笔大单，预期将助力营收稳中加速增长。

表 2: 2018 年以来公司中标项目（部分）

序号	项目名称	标段名称	名次/份额
1	中国电信 2018 年天翼网关 3.0 集中采购	标包 1	3
2	中国电信 2018 年天翼网关 3.0 集中采购	标包 2	1
3	中移物联网 2018 年智能家庭网关第二批	标包 1	27%
4	中国电信 IPTV 智能机顶盒集中采购	-	4
5	中国电信 2018 年宽带融合终端集中采购	标包 1	2
6	中国电信 2018 年宽带融合终端集中采购	标包 4	4

数据来源：工信部，国泰君安证券研究

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

天邑股份主营业务为网络终端设备、通信网络连接保护设备和网络优化设备。公司 2019 年以来营业收入同比增长，毛利率环比增长。PON 和 IPTV 市场规模达百亿，并且公司屡次获标份额、中标总额提高，原材料价格有下降趋势，公司未来营收和利润有望大幅增长。

我们预计 2019 年-2021 年天邑股份分别实现营业收入 35.30 亿元、45.88 亿元、55.06 亿元，同比增长 27%、30%、20%，实现净利润分别为 2.74 亿元、3.37 亿元、4.13 亿元，同比增长 80%、23%、23%；每股收益 1.02 元、1.26 元、1.55 元。

3.2. PE 估值

可比公司选取同为通信设备商的 A 股上市公司烽火通信（603602.SH）、天孚通信（000889.SZ）、盛路通信（002465.SZ）。烽火通信 2019 年的 PE（7 月 13 日 TTM）为 35.7 倍，天孚通信为 42.1 倍，盛路通信为 60.1 倍，2019 年预期 PE 平均值为 45.97 倍。根据行业可比估值，我们给予天邑股份 2019 年 PE30 倍估值，对应的目标价为 30.60 元。

表 3: 可比公司估值情况

代码	公司名称	股价 (元)	PBTM (7 月 13 日)	EPS (元)			PE (X)		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600498.SH	烽火通信	26.63	35.7	0.88	1.10	1.36	30.31	24.24	19.55
300394.SZ	天孚通信	30.08	42.1	0.89	1.14	1.44	33.80	26.37	20.85

002446.SZ	盛路通信	8.62	60.1	0.15	0.18	0.22	57.13	49.06	39.57
	平均值	21.78	45.97	0.64	0.81	1.01	40.41	33.23	26.66
300504.SZ	天邑股份	23.85	42.5	1.02	1.26	1.55	30.00	24.29	20

资料来源: Wind 一致预期, 国泰君安证券研究

4. 催化剂和风险因素

4.1. 催化剂

运营商支出增加, 加大采购 PON 和 IPTV 量, 加速推进技术迭代。

4.2. 风险因素

原材料价格变动风险。公司原材料价格存在变动因素, 可能原材料价格上升造成成本上升。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		