

通信

Q3 业绩暂阻，5G 基建恢复可期

2020 年 10 月 30 日

——通宇通讯（002792.SZ）2020 年三季度报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：廖泽略

执业证书号：S1030520080001

电话：0755-83199535

邮箱：liaozl@csc.com.cn

核心观点：

1. **Q3 业绩暂时受阻。**2020 前三季度公司实现营收 11.97 亿元（-10.16%），归母净利润 6199 万元（-31.92%），扣非归母净利润 3519 万元（-51.9%）。其中 2020Q3 实现营收 4.44 亿元（-15.6%），归母净利润 3482 万元（-12.9%），相比 Q2（营收同比+25.1%），营收增速暂时受阻。
2. **前三季度毛利率提升 7.5pct，印证 5G 产品逐渐出货。**公司 Q3 单季度毛利率为 26.9%，Q2 单季度毛利率为 21.4%，Q1 毛利率为 19.4%。公司前三季度毛利率持续提升，印证 5G 产品逐渐出货。
3. **期间签订 1 亿美元俄罗斯订单，标志国外市场逐渐回暖。**9 月 15 日，公司与俄罗斯现代通信技术有限公司达成 1 亿美元基站天线销售协议，占公司 2019 年营业收入的 41.5%，预计将在 2020 及 2021 年度确认收入。此次协议签订，标志公司国外销售逐渐回升。
4. **股权激励计划落地，进一步激发公司活力。**公司股权激励计划于 10 月 29 日首次向高管、核心技术人员等 154 人，授予股票期权总计 383.5 万份，解锁条件为 2020、2021、2022 三年净利润分别相比 2019 年增长不低于 100%、160%、220%，将进一步激发公司活力，优化公司治理。
5. **维持“增持”评级。**预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.46 元/1.10 元/1.14 元，对应市盈率分别为 45 倍/19 倍/18 倍。公司专注天线射频，疫情暂阻业绩，但不改受益 5G 基建大逻辑，维持对公司“增持”评级。
6. **风险提示：**国外疫情超预期、5G 建设不及预期、大客户采购不及预期、公司中标情况不及预期。

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 通宇通讯深度报告：聚焦天线射频，迎 5G 建设机遇（2020-07-08）
2. 通宇通讯中报点评：二季度业绩好转，将受益 5G 基建（2020-08-31）

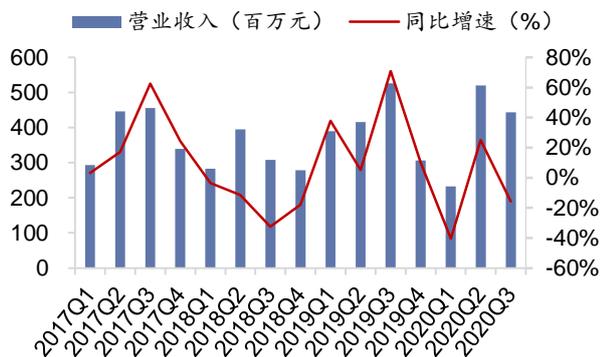
通宇通讯(002792.SZ)与沪深300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值(亿)	70.81
流通市值(亿)	36.46
总股本(百万股)	337.84
流通股本(百万股)	173.96
日均成交额(百万)	29.82
近一个月换手(%)	12.74
第一大股东	吴中林
请务必阅读文末重要声明及免责声明	

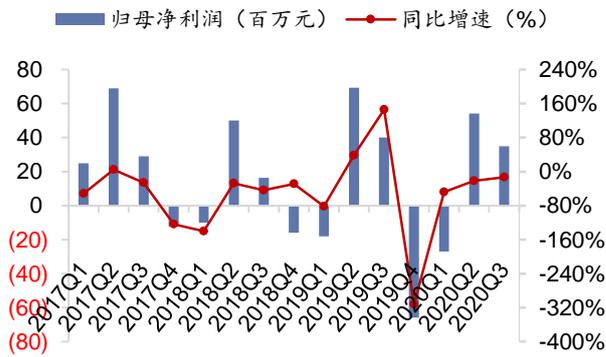
预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1638	1843	3363	4032
收入同比	29.5%	12.5%	82.5%	19.9%
归母净利润(百万元)	25	157	373	384
归母净利润同比	-43.2%	521.9%	137.6%	3.1%
毛利率	25.7%	26.9%	31.7%	27.2%
净利率	1.9%	9.7%	12.4%	10.6%
EPS(元)	0.07	0.46	1.10	1.14
PE(倍)	281	45	19	18

Figure 1 通宇通讯营业收入情况 (单季度)



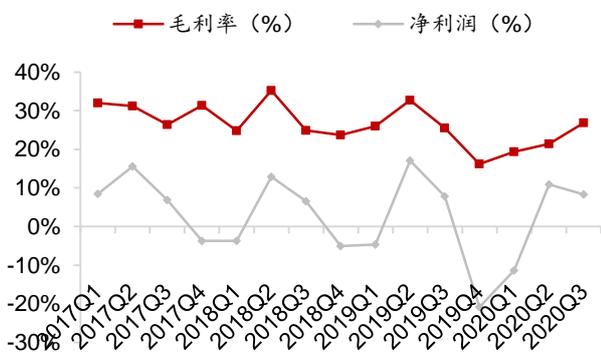
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 通宇通讯归母净利润情况 (单季度)



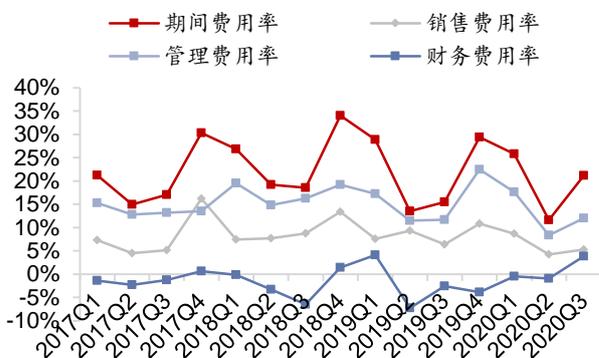
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 通宇通讯毛利率及净利润情况 (单季度)



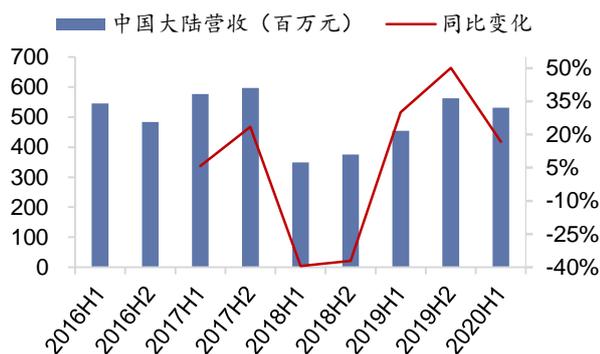
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 4 通宇通讯费用率情况 (单季度)



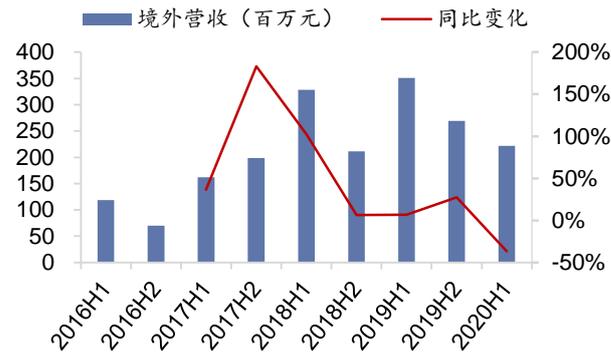
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 5 通宇通讯大陆地区营收变化情况



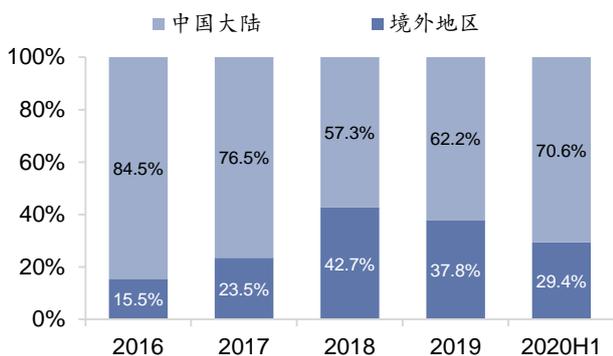
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 6 通宇通讯境外地区营收变化情况



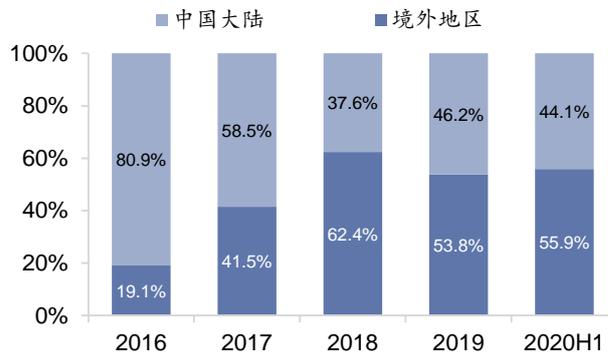
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 7 通宇通讯大陆、境外营收占比情况



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 8 通宇通讯大陆、境外毛利占比构成



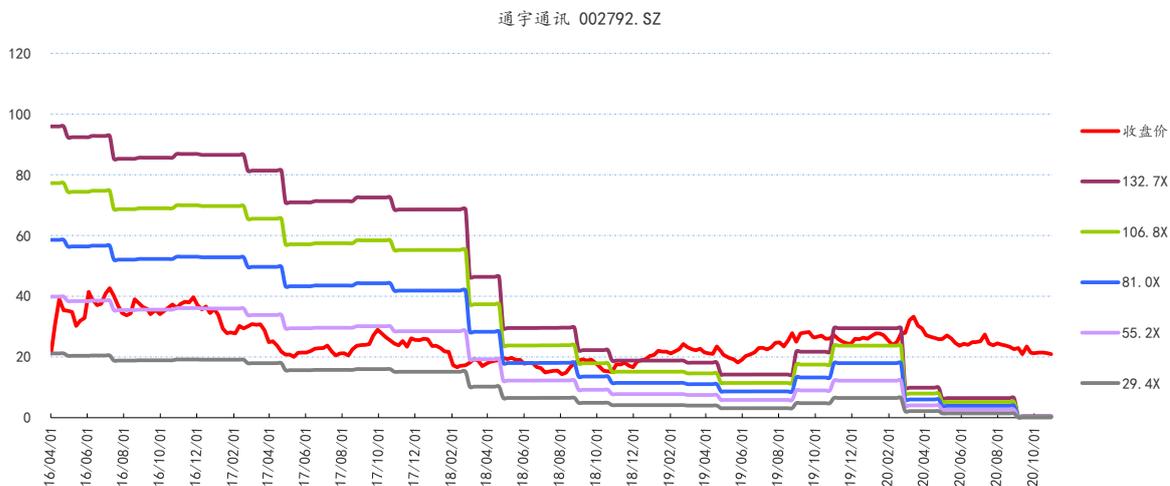
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 9 通宇通讯股票激励计划公司层面业绩考核要求

首次授予行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2019 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 100%
第二个行权期	以 2019 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 160%
第三个行权期	以 2019 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 220%

资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 10 公司 P/E(TTM) Band



资料来源: Wind、世纪证券研究所

一、盈利预测与投资评级

1、关键假设

我们对5G基站建设进度做出预测如下（具体预测详见深度报告）：

Figure 11 5G 天线规模测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	合计
5G 基站总数（万站）				670				
当年建站进度	2%	8%	18%	22%	20%	18%	12%	100%
累积建站进度	2%	9.7%	28%	50%	70%	88%	100%	-
新建5G基站数（万站）	13	55	123	147	134	121	80	670
累计5G基站数（万站）	13	65	178	335	469	590	670	-
天线价格变动假设			0	-10%	-15%	-10%	-5%	-
基站天线价格（元/套）	1325	6000	6000	5400	4590	4131	3924	-
5G 基站天线数量（万套）	39	165	368	442	402	362	241	2019
国内5G天线规模（亿元）	5	99	221	239	185	149	95	992
全球5G天线规模（亿元）	10	198	441	478	369	299	189	1985
4G 建站情况及天线价格变动情况								
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	合计
4G 基站总数（万站）		85	177	263	328	372	544	-
累积建站进度		16%	33%	48%	60%	68%	100%	-
当年建站进度		16%	17%	16%	12%	8%	32%	100%
天线均价（元/套）		1962	1951	1680	1416	1132	1325	-
价格变动情况			-0.5%	-13.9%	-15.7%	-20.1%	17.0%	-

资料来源：工信部、世纪证券研究所

(1) 收入增长假设：

预计2020-2022年，公司整体营收增速分别为：12.5%、82.5%、19.9%。分项业务情况具体如下：

基站天线：根据5G建设进度预测，预计公司基站天线业务2020-2022三年营收同比增长分别为：10%、100%、20%。

射频器件：根据5G建设进度预测，预计公司射频器件2020-2022三年营收同比增长分别为：10%、100%、20%。

光通信:考虑光模块市场的景气,预计 2020-2022 三年营收同比增长分别为:25%、20%、15%。

微波天线:公司微波天线业务开拓良好,预计 2020-2022 三年营收同比增长分别为:20%、25%、30%。

Figure 12 公司收入预测 (单位:百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
基站天线	1201	824	1144	1258	2516	3019
同比	27.9%	-31.4%	38.7%	10%	100%	20%
射频器件	127	123	160	177	353	424
同比	-38.5%	-2.8%	30.3%	10%	100%	20%
微波天线	62.0	68	105	126	157	205
同比	48.1%	9.9%	54.1%	20%	25%	30%
光通信	99	181	202	252	303	348
同比	-	82.5%	11.3%	25%	20%	15%
信息指挥系统	14	20	6	7	8	8
同比	-	38.8%	-67.9%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务	32	15	21	23	25	27
同比	1.5%	-52.8%	38.0%	10%	10%	10%
合计收入	1535	1232	1638	1843	3362	4032
同比	26.0%	-19.8%	33.0%	12.5%	82.5%	19.9%

资料来源:公司公告、世纪证券研究所

(2) 毛利率假设

预计公司综合毛利率 2020/2021/2022 年分别为 26.9%、31.7%、27.2%。

基站天线业务:

结合 4G 周期公司天线毛利变动情况,预计 5G 时代毛利率将先升后降。2020 年,由于 5G 新产品应用,毛利率预计将提升至 30%。其后随着产品逐渐成熟,竞争加剧,毛利率呈下降趋势,预计 2021、2022 两年分别为:35%、30%。

射频器件业务:

公司射频器件与天线一样应用于基站建设,预计将与天线业务维持相同的变动趋势。预计 2020-2022 三年分别为:10%、15%、12%。

微波天线业务：

公司微波天线拓展顺利，预计毛利率将有所上升，2020-2022 三年分别为：20%、22%、18%。

光通信业务：

随着新产品的销售，预计公司光通信业务毛利率将有所上升，估计 2020-2022 三年分别为：25%、28%、25%

Figure 13 公司毛利率预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
基站天线	34.7%	34.0%	27.8%	30.0%	35.0%	30.0%
射频器件	-3.3%	4.6%	10.4%	10.0%	15.0%	12.0%
微波天线	8.9%	7.0%	8.0%	20.0%	22.0%	18.0%
光通信	28.5%	23.5%	24.9%	25.0%	28.0%	25.0%
信息指挥系统	36.4%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%
其他业务	29.1%	41.2%	46.0%	45.0%	45.0%	45.0%
综合毛利率	30.0%	28.0%	25.6%	26.9%	31.7%	27.2%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(3) 期间费率假设：

预计公司期间费率 2020-2022 分别为 14.6%、16%、14.5%，具体分项费率如下：

Figure 14 公司期间费率预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费率	7.8%	9.1%	8.2%	4.9%	5.4%	4.8%
管理费率	13.5%	8.1%	6.8%	4.6%	4.8%	4.6%
研发费率	-	9.1%	8.2%	6.0%	6.5%	6.5%
财务费率	-1.2%	-2.3%	-2.4%	-0.8%	-0.6%	-1.4%
期间费率	20.2%	24.0%	20.8%	14.6%	16.0%	14.5%

资料来源：wind、世纪证券研究所

2、盈利预测及投资评级

依据假设条件，我们预测 2020-2022 年公司实现的营业收入分别为 18.43、33.62、40.32 亿元；实现的归母净利润分别为：1.57、3.73、3.84 亿元；实现的 EPS 分别为：0.46 元、1.10 元、1.14 元。对应 PE 为 45/19/18 倍。考虑公司专注天线射频，受益 5G 基建，维持增持评级。

二、风险提示

1、国外疫情超预期

公司境外收入营收占比约 30%—40%，若国外疫情超预期，影响境外通信设施建设，公司境外收入将因此收到影响。

2、5G 建设不及预期

公司天线、射频等核心产品应用于基站，与 5G 建设紧密相关。若 5G 建设规模不及预期，移动通信运营商和设备集成商减少投资及设备采购公司业绩将，直接受到影响。

3、大客户采购或公司中标情况不及预期

公司前五大客户销售额占比较高，若大客户采购不及预期，或者公司中标情况不及预期，将会对公司销售收入造成一定程度影响。

附表

附表1 利润表 (百万元)

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1535.3	1264.9	1638.0	1842.7	3363.0	4032.2
减:营业成本	1075.0	912.9	1217.0	1347.0	2296.9	2935.5
营业税金及附加	11.8	9.2	11.6	13.1	23.9	28.6
营业费用	119.7	115.6	135.0	90.0	180.0	195.0
管理费用	208.0	101.9	111.0	85.0	160.0	185.0
财务费用	-18.0	-29.4	-40.0	-15.3	-19.4	-57.4
资产减值损失	32.7	11.2	39.2	35.0	35.0	35.0
加:投资收益	8.8	2.4	3.9	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	-0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	22.1	-78.4	-120.4	-90.0	-200.0	-220.0
营业利润 (百万元)	137.1	67.4	48.0	197.9	486.7	490.6
加:其他非经营损益	0.0	-3.6	-3.4	0.0	0.0	0.0
利润总额 (百万元)	137.1	63.8	44.6	197.9	486.7	490.6
减:所得税	24.0	13.0	13.9	19.7	68.0	63.6
净利润 (百万元)	113.1	50.8	30.7	178.2	418.7	427.0
减:少数股东损益	2.5	6.4	5.5	21.4	46.1	42.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	110.5	44.4	25.2	156.8	372.6	384.3

资料来源: Wind、世纪证券研究所

附表2 财务比率分析

财务分析	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率						
毛利率	29.98%	27.83%	25.7%	26.9%	31.7%	27.2%
三费/销售收入	20.2%	14.9%	12.6%	8.7%	9.5%	8.0%
EBIT/销售收入	5.81%	-0.02%	-0.71%	9.31%	13.29%	10.74%
EBITDA/销售收入	8.81%	4.12%	3.12%	13.77%	15.74%	12.76%
销售净利率	7.4%	4.0%	1.9%	9.7%	12.4%	10.6%
资产获利率						
ROE	5.04%	1.15%	0.72%	7.42%	14.98%	13.38%
ROA	3.14%	-0.01%	-0.39%	5.51%	17.04%	14.20%
ROIC	6.31%	1.06%	-0.05%	16.47%	39.20%	99.99%
增长率						
销售收入增长率	26.0%	-17.6%	29.5%	12.5%	82.5%	19.9%
EBIT 增长率	-62.1%	-100.3%	-3686.4%	1566.6%	160.6%	-3.1%
EBITDA 增长率	-49.8%	-61.5%	-1.9%	396.4%	108.5%	-2.8%
净利润增长率	-45.9%	-55.0%	-39.5%	479.8%	134.9%	2.0%
总资产增长率	14.2%	-4.4%	10.2%	3.9%	-15.8%	16.3%
股东权益增长率	3.1%	1.7%	0.8%	8.0%	17.6%	15.5%

经营营运资本增长率	-63.7%	49.1%	-25.0%	41.2%	-93.5%	19.9%
资本结构						
资产负债率	30.48%	26.03%	32.38%	29.48%	29.48%	29.48%
投资资本/总资产	30.07%	39.61%	31.57%	33.94%	18.51%	14.42%
带息债务/总负债	0.00%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%
流动比率	2.67	3.01	2.49	2.81	2.38	2.34
速动比率	2.17	2.40	2.04	2.26	2.02	1.97
股利支付率	46.95%	50.42%	64.21%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	53.05%	49.58%	35.79%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.54	0.47	0.55	0.59	1.28	1.32
固定资产周转率	6.31	3.10	3.82	5.34	13.69	27.55
应收账款周转率	2.11	1.80	1.94	2.06	1.95	1.98
存货周转率	2.84	2.49	2.97	2.99	2.96	2.80

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。