

公司研究/季报点评

2019年10月30日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.27
合理价格区间(元): 10.00~12.00

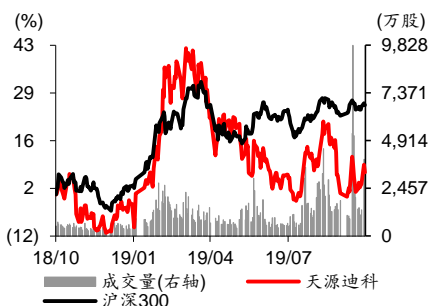
王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

赵悦媛 执业证书编号: S0570519020001
研究员 zhaoyueyuan@htsc.com

相关研究

- 1《天源迪科(300047 SZ,买入): 业绩略超预期, IT 云化促成长》2019.08
- 2《天源迪科(300047,买入): H1 增速稳健, 持续多点发力》2019.07
- 3《天源迪科(300047,买入): Q1 增速超预期, 实力初现》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

收入增速稳健, 研发投入积蓄内力

天源迪科(300047)

前三季度营业收入增长 29.42%, 符合预期

公司发布三季报, 19Q1-Q3 实现营业收入 24.97 亿元, 同比增长 29.42%, 实现归母净利润 8902.69 万元, 同比增长 13.81%, 扣非净利润 7490.02 万元, 同比增长 15.76%。19Q3 实现营业收入 9.04 亿元, 同比增长 21.08%, 实现归母净利润 4421.98 万元, 同比增长 10.92%, 扣非净利润 4003.75 万元, 同比增长 10.82%, 位于业绩预告中值水平, 符合预期。公司长期深耕电信、金融、公安等垂直行业多年, 积累了核心优势, 有望受益企业 IT 云化景气度提升带来机遇。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.40、0.50 和 0.66 元, 维持“买入”评级。

业绩增速符合预期, 分销和金融业务持续增长

2019 年前三季度, 公司受益于分销和金融业务的快速增长, 实现营业收入增速 29.42%, 净利润增速为 13.81%, 其中金融业务受益于银行信贷的风控和催收需求保持强劲, 基于信贷风控的运营收入和利润持续保持快速增长。由于分销业务收入占比提升, 但该业务毛利率较低, 导致公司整体毛利率水平为 20.18%, 较上年同期的 23.96% 有所下降, 使得整体利润增速水平略低于收入增速, 未来随着电信、公安和政府合同逐步落地, 有望实现毛利率、收入和利润的同步提升。

持续研发投入, 为未来发展积蓄能量

19Q1-Q3 公司研发投入合计为 1.59 亿元, 较去年同期的 1.49 亿元增加 1000 万。公司不断提升研发实力, 逐步形成大数据和人工智能的技术平台和产品体系, 在电信、公安和金融领域不断深化的同时, 为大中型企业客户提供大数据+物业、能源、农业、制造业等行业综合解决方案和云化解决方案, 持续的研发投入为跨行业发展积蓄能量。

合同额逐步提升, 实现持续增长可期

天源迪科在传统运营商 BOSS 领域占据了较高市场地位, 有望在市场集中度提升的背景下有望实现份额的持续提升。公安行业市场快速突破, 顺应市场环境调整竞争策略, 实现拓展佛山、湛江、重庆、鄂州、句容、宿迁、邵阳、临渭、赤峰等新市场, 合同额较去年大幅增长。我们预计公司今年合同有望为后续持续增长奠定基础。

看好公司持续发展, 维持“买入”评级

我们看好公司长期深耕垂直行业积累的核心优势, 有望受益 5G 时代企业 IT 云化景气度提升, 形成运营商、政府、金融三大领域多点开花的局面。考虑本年度公司产品结构变化导致毛利率下滑, 以及研发费用提升, 下调公司业绩预测, 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.40、0.50 和 0.66 元(此前预测值为 0.44、0.60 和 0.81 元), 参考 A 股同类型公司的 2019 年估值平均水平为 30.71 倍, 给予公司 19 年 PE 为 25-30 倍, 对应目标价为 10-12 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 运营商资本开支下降风险、并购业务业绩不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	637.74
流通 A 股 (百万股)	495.53
52 周内股价区间 (元)	7.63-17.77
总市值 (百万元)	5,274
总资产 (百万元)	5,095
每股净资产 (元)	4.83

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,963	3,767	4,804	6,142	8,007
+/-%	21.03	27.13	27.52	27.85	30.38
归属母公司净利润 (百万元)	155.93	215.54	253.26	320.38	418.53
+/-%	35.71	38.23	17.50	26.50	30.64
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.34	0.40	0.50	0.66
PE (倍)	33.82	24.47	20.82	16.46	12.60

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

考虑本年度公司产品结构变化导致毛利率下滑，以及研发费用提升，下调公司业绩预测，预计公司2019-2021年EPS分别为0.40、0.50和0.66元(此前预测值为0.44、0.60和0.81元)。参考A股同类型公司的2019年估值平均水平为30.71倍，考虑到5G建设期带来BOSS业务的增长，以及政府和公安合同量的稳步提升，未来持续稳健增长可期，考虑到公司目前处于国内大数据业务投入期，保守给予公司19年PE为25-30倍，对应目标价为10-12元/股。

图表1：天源迪科可比公司估值分析（截至2019年10月29日收盘）

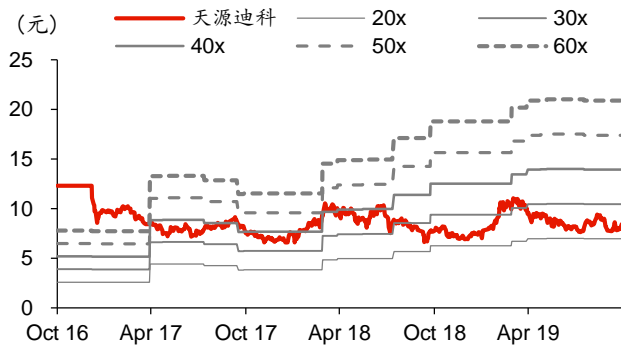
证券名称	总市值		EPS (元)			PE (X)		
	股价	(亿)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
美亚柏科	17.05	137	0.38	0.46	60	34.13	37.4	28.34
拓尔思	11.61	55	0.13	0.39	0.49	67.22	29.89	23.92
太极股份	31.75	131	0.76	0.96	1.19	30.47	34.23	26.59
东方国信	12.82	135	0.49	0.6	0.75	21.12	21.31	17.04
平均	-	-	0.44	0.60	15.61	38.24	30.71	23.97
天源迪科	8.27	53	0.34	0.40	0.50	24.47	20.82	16.46

注：美亚柏科、拓尔思、太极股份、东方国信EPS和PE为万得一致预测；

资料来源：华泰证券研究所

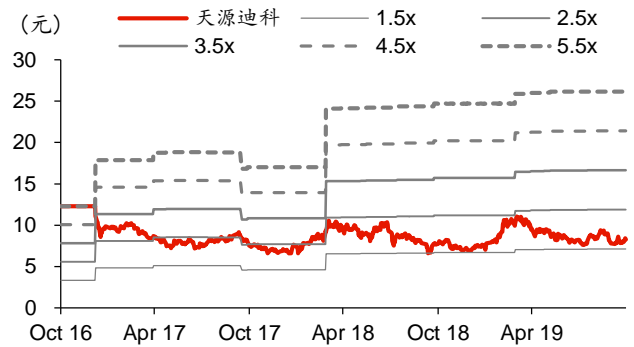
PE/PB - Bands

图表2：天源迪科历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：天源迪科历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,465	2,987	3,480	4,049	4,869
现金	345.41	303.58	576.43	736.99	960.88
应收账款	1,260	1,535	1,685	1,864	2,278
其他应收账款	40.61	57.07	67.41	88.29	115.23
预付账款	145.71	97.44	161.77	190.73	253.79
存货	536.28	862.72	768.78	931.39	952.51
其他流动资产	137.07	131.12	220.71	238.02	308.74
非流动资产	1,630	1,692	1,714	1,742	1,768
长期投资	70.17	71.65	71.65	71.65	71.65
固定投资	244.16	367.57	443.99	511.22	562.18
无形资产	218.90	217.78	221.03	175.00	136.76
其他非流动资产	1,097	1,035	977.32	983.95	997.40
资产总计	4,095	4,679	5,194	5,791	6,637
流动负债	923.49	1,525	1,705	1,960	2,325
短期借款	681.00	966.00	1,308	1,479	1,730
应付账款	29.32	68.38	96.10	122.55	158.75
其他流动负债	213.17	490.60	300.30	357.79	435.77
非流动负债	258.18	18.46	90.69	68.16	73.87
长期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	228.18	18.46	90.69	68.16	73.87
负债合计	1,182	1,543	1,795	2,028	2,399
少数股东权益	84.21	111.79	146.17	189.66	246.47
股本	399.74	399.08	637.74	637.74	637.74
资本公积	1,725	1,719	1,479	1,479	1,479
留存公积	707.39	906.94	1,136	1,457	1,875
归属母公司股东权益	2,829	3,024	3,253	3,573	3,992
负债和股东权益	4,095	4,679	5,194	5,791	6,637

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	77.09	(94.00)	284.04	233.23	185.87
净利润	179.34	244.44	287.64	363.87	475.35
折旧摊销	104.54	121.95	125.34	131.77	137.58
财务费用	33.91	43.71	52.51	60.21	66.54
投资损失	(7.33)	(1.50)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(218.01)	(526.92)	(167.75)	(340.12)	(511.39)
其他经营现金	(15.36)	24.32	(11.70)	19.51	19.79
投资活动现金	2.36	(177.65)	(113.39)	(161.47)	(153.78)
资本支出	155.96	155.60	102.45	99.53	89.12
长期投资	4.12	22.11	(87.92)	10.51	5.48
其他投资现金	162.44	0.06	(98.85)	(51.44)	(59.18)
筹资活动现金	104.30	184.76	102.19	88.80	191.80
短期借款	36.00	285.00	342.24	171.11	250.97
长期借款	30.00	(30.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	41.78	(0.65)	238.65	0.00	0.00
资本公积增加	669.70	(5.67)	(239.92)	0.00	0.00
其他筹资现金	(673.19)	(63.92)	(238.77)	(82.32)	(59.17)
现金净增加额	184.44	(85.86)	272.85	160.56	223.89

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,963	3,767	4,804	6,142	8,007
营业成本	2,383	2,993	3,844	4,902	6,350
营业税金及附加	8.61	11.30	14.41	18.43	24.02
营业费用	112.61	141.90	216.16	276.37	350.55
管理费用	143.96	160.54	403.50	528.18	736.68
财务费用	33.91	43.71	52.51	60.21	66.54
资产减值损失	10.72	22.30	15.78	16.27	18.12
公允价值变动收益	(0.30)	(1.39)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.33	1.50	2.00	2.00	2.00
营业利润	178.07	262.43	309.31	392.09	513.40
营业外收入	3.95	3.56	3.67	3.66	3.42
营业外支出	0.11	0.39	0.45	0.39	0.34
利润总额	181.91	265.59	312.53	395.36	516.48
所得税	2.57	21.15	24.89	31.49	41.14
净利润	179.34	244.44	287.64	363.87	475.35
少数股东损益	23.41	28.90	34.38	43.49	56.81
归属母公司净利润	155.93	215.54	253.26	320.38	418.53
EBITDA	316.53	428.09	487.16	584.07	717.52
EPS (元, 基本)	0.39	0.54	0.40	0.50	0.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.03	27.13	27.52	27.85	30.38
营业利润	58.06	47.37	17.86	26.76	30.94
归属母公司净利润	35.71	38.23	17.50	26.50	30.64
获利能力 (%)					
毛利率	19.57	20.55	19.98	20.18	20.70
净利率	5.26	5.72	5.27	5.22	5.23
ROE	5.51	7.13	7.79	8.97	10.48
ROIC	6.40	7.53	8.36	9.59	11.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.86	32.99	34.56	35.02	36.14
净负债比率 (%)	60.17	77.48	72.87	72.95	72.14
流动比率	2.67	1.96	2.04	2.07	2.09
速动比率	2.09	1.39	1.59	1.59	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.86	0.97	1.12	1.29
应收账款周转率	2.55	2.56	2.83	3.28	3.67
应付账款周转率	70.55	61.26	46.74	44.84	45.15
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.34	0.40	0.50	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	(0.15)	0.45	0.37	0.29
每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.74	5.10	5.60	6.26
估值比率					
PE (倍)	33.82	24.47	20.82	16.46	12.60
PB (倍)	1.86	1.74	1.62	1.48	1.32
EV_EBITDA (倍)	18.93	14.00	12.30	10.26	8.35

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com