

光模块优质企业，5G 及数通双轮驱动

——新易盛 (300502.SZ)



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 领先的光模块核心供应商

新易盛是一家领先的光收发器服务提供商，专注于光模块研发、制造和销售。公司成立于 2008 年 4 月，注册资本 2.36 亿元，2016 年 3 月上市。公司 2019 年盈利增速反转，由负转正，前三季度实现营业收入 7.71 亿元，同比增长 44.41%，归属于上市公司股东净利润 1.33 亿元，同比增长 2355.58%。公司毛利率与净利率已回升至较高水平，前三季度总体毛利率 32.70%，净利率 17.24%。

❖ 5G 建设不断加速，光模块迎来量价齐升

2019 年是 5G 元年，5G 政策逐步落地，并细化至地方政府层面，运营商资本开支逐渐回暖，建站速度与规模不断增加，行业底部反转趋势已现。为了满足 5G 网络大带宽和低时延的要求，RAN 体系架构需要进行改进。4G LTE 网络中 BBU+RRU 两级架构将过渡至 5G 网络的 CU+DU+AAU 架构。一方面，光通信模块数量跃升，主要由于大量传感器、智能穿戴设备等新接入端的引入，驱使 5G 基站覆盖密度增加；以及承载网环节增加，各级光传输节点端口速率提升明显，大幅增加光模块市场需求。另一方面，光模块价值提升，5G 光传输节点端口速率提升，对应使用的光模块也有所变化，价值相对 4G 时期大幅提升。

❖ 数据中心建设加速，产品迭代加速

超大规模数据中心具有更低的 PUE 和更先进的 NFV 管理架构，将成为未来大型云数据中心的主流。叶脊架构 (Leaf-Spine) 成为新建的超大规模数据中心主流架构，叶脊架构里每个叶交换机都要跟脊交换机连接，带动了数据中心内东西向流量的交换机的数量上升，也带动了交换机端口速率的上升，整个高端光模块的使用数量是传统架构的数十倍。数据中心带宽提升，光模块向高速光模块替换，数通市场景气度有望进一步提升。

❖ 盈利预测

我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 11.45、16.32、22.03 亿元；归属于上市公司股东净利润分别为 1.72、2.38、3.13 亿元。EPS 为 0.73、1.01、1.33 元/股，对应 PE 为 50、36、28 倍，首次覆盖予以“增持”评级。

❖ 风险提示：5G 建设不及预期，下游客户扩产不及预期。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	760	1145	1632	2203
同比增速	-13.4%	50.7%	42.5%	35.0%
归母净利润(百万)	32	172	238	313
同比增速	-71.3%	440.1%	38.4%	31.7%
EPS(元)	0.13	0.73	1.01	1.33
PE	271	50	36	28

资料来源：公司公告，川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	信息技术/通信
报告时间	2019/11/11
前收盘价	36.01 元
公司评级	增持评级

📄 分析师

周豫

证书编号：S1100518090001
010-66495613
zhouyu@cczq.com

📄 联系人

杨广

证书编号：S1100117120010
010-66495651
yangguang@cczq.com

傅欣璐

证书编号：S1100119080001
010-66495910
fuxinlu@cczq.com

📄 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、新易盛——领先的光模块核心供应商	4
1.公司基本情况	4
2.公司财务表现	4
3.公司主营业务	6
二、5G 建设不断加速，光模块迎来量价齐升	7
1.运营商资本开支逐步回升，5G 建设不断加速	7
2.5G 网络架构变化明显，光模块市场有望量价齐升	10
3.公司光模块收入大幅增长，业绩部分兑现	12
三、数据中心建设加速，产品迭代加速	13
1.移动流量及企业上云等驱动全球数据中心东西流量爆发	13
2.超大规模数据中心需求增长，叶脊架构成为主流	14
3.数据中心更新换代加快，高速光模块需求快速增长	15
四、盈利预测及估值	16
风险提示	17
盈利预测	18

图表目录

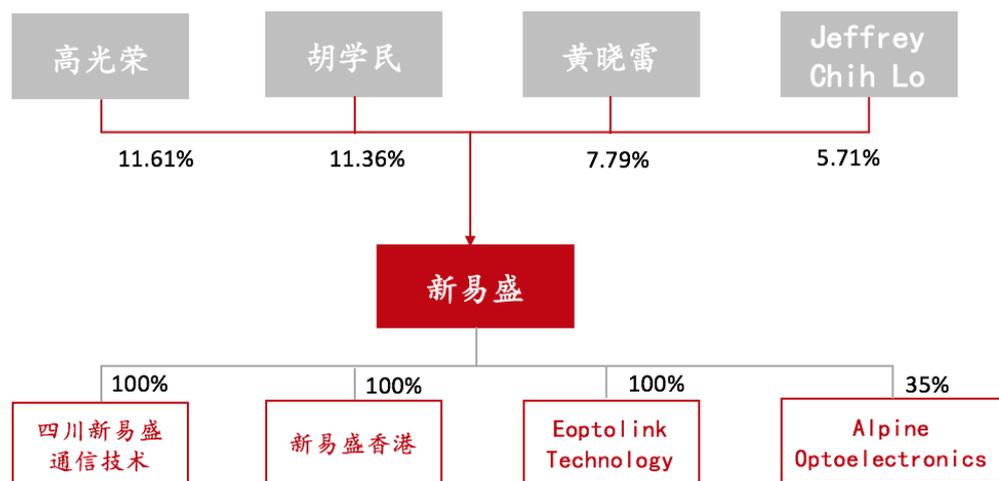
图 1: 新易盛股权结构	4
图 2: 公司 2015-2019 年营业收入与利润变化	5
图 3: 公司 2015-2019 年毛利率与净利率	5
图 4: 公司 2018 年-2019 年季度收入与利润	5
图 5: 公司现金收入比和资产负债率	6
图 6: 公司加权净资产收益率	6
图 7: 公司分业务毛利率	6
图 8: 公司期间费用变化情况	6
图 9: 公司 2018 年收入业务构成	7
图 10: 公司 2018 年收入地域构成	7
图 11: 新易盛主要业务	7
图 12: 三大运营商资本开支与计划	8
图 13: 5G 三类典型业务场景	11
图 14: 5G RAN 组网架构	11
图 15: 5G RAN 架构的重组变化	12
图 16: 基于光传送网的 5G 端到端承载网	12
图 17: 点对点光模块收入与利润	13
图 18: PON 光模块收入与利润	13
图 19: 云数据中心工作负载和计算例数增速高	13
图 20: 东西流量占全球数据中心流量比例最大	13
图 21: 全球超大规模数据中心快速增长	14
图 22: 数据中心由传统三层网络结构向叶脊结构转向	15
图 23: 数据中心光模块市场预测 (2017-2022)	15
表格 1: 地方政府陆续规划 5G 基站建设	8
表格 2: 可比公司估值	16

一、新易盛——领先的光模块核心供应商

1. 公司基本情况

新易盛是一家领先的光收发器服务提供商，专注于光模块研发、制造和销售。公司成立于2008年4月，注册资本2.36亿元，2016年3月上市，首次发行股份1940万股。公司持股5%以上的股东均为个人，其中，高光荣持股11.61%，胡学民持股11.36%，黄晓雷持股7.79%，Jeffrey Chih Lo持股5.71%。公司作为国际高新技术企业，注重新技术与产品研发，在高速率光模块、5G光通信模块、光器件相关产品上已经取得部分成果。

图 1：新易盛股权结构

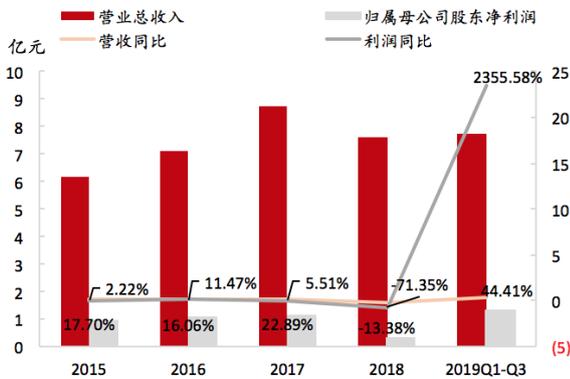


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 公司财务表现

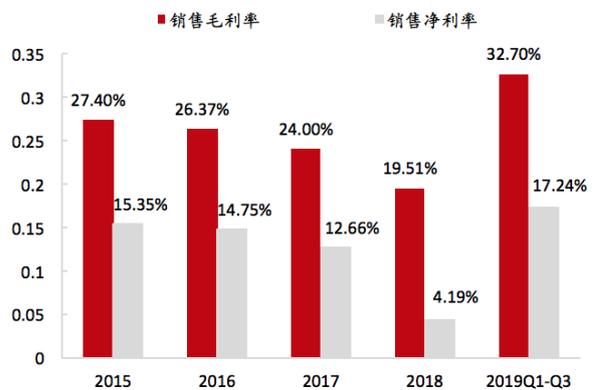
公司 2019 年盈利增速反转，由负转正，2019 年前三季度实现营业收入 7.71 亿元，同比增长 44.41%，归属于上市公司股东净利润 1.33 亿元，同比增长 2355.58%。公司毛利率与净利率已回升至较高水平，2019 年前三季度总体毛利率 32.70%，净利率 17.24%。细分业务上，点对点光模块毛利率最为突出，并持续增长，2019 年中期达到 91.79%。

图 2：公司 2015-2019 年营业收入与利润变化



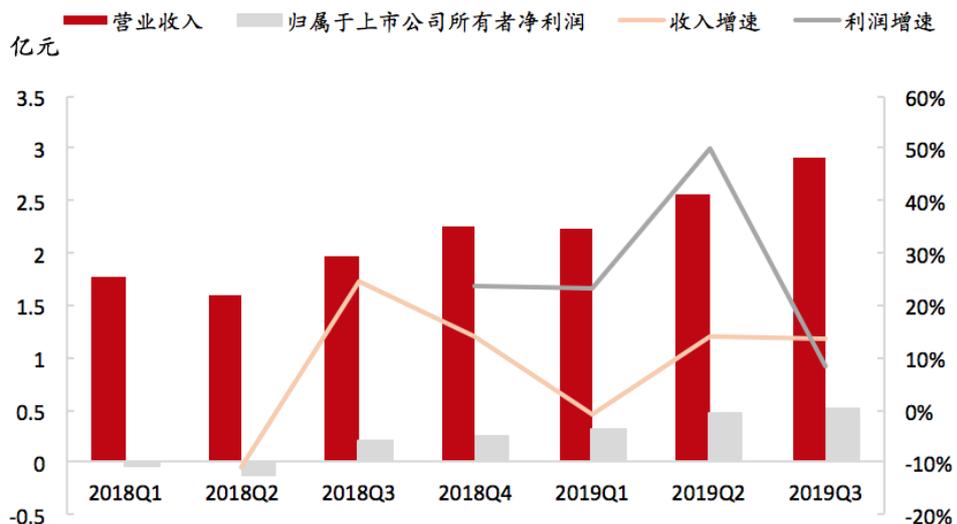
资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 3：公司 2015-2019 年毛利率与净利率



资料来源：公司年报，川财证券研究所

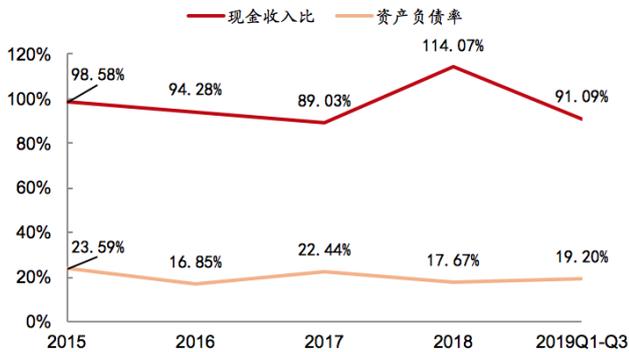
图 4：公司 2018 年-2019 年季度收入与利润



资料来源：公司年报，川财证券研究所

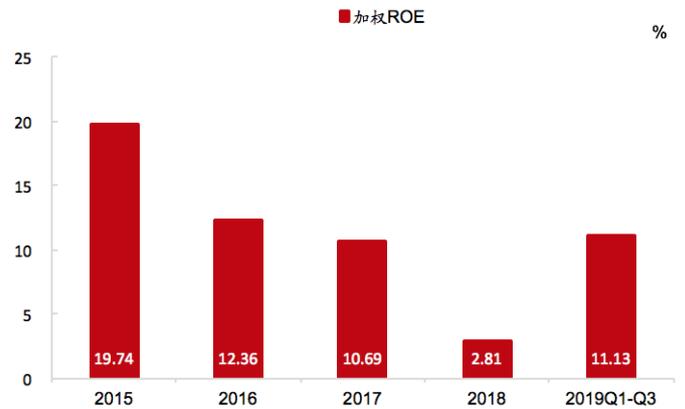
公司资产结构合理，资产稳定增长，截至 2019 年 9 月底，公司总资产为 15.41 亿元，已比 2018 年底增长 11.67%。资产负债率维持在较低位置，2019 年前三季度资产负债率为 19.20%。盈利能力突出稳定，公司加权净资产收益率前三季度达 11.13%，已高于 2018 年值，净现金流质量较高，现金收入比维持在 90%左右。费用控制合理，利润快速增长下，三费使用却仍较稳定。

图 5：公司现金收入比和资产负债率



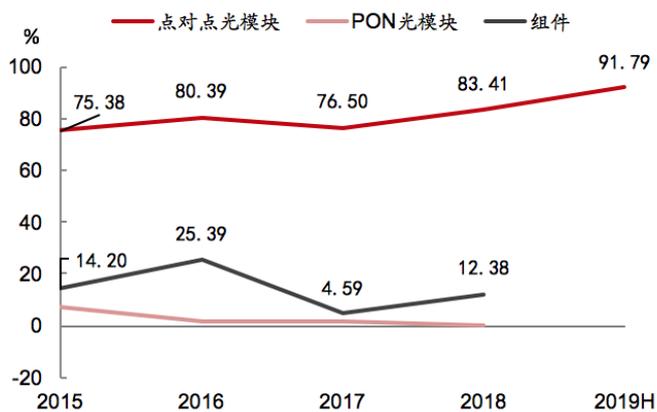
资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 6：公司加权净资产收益率



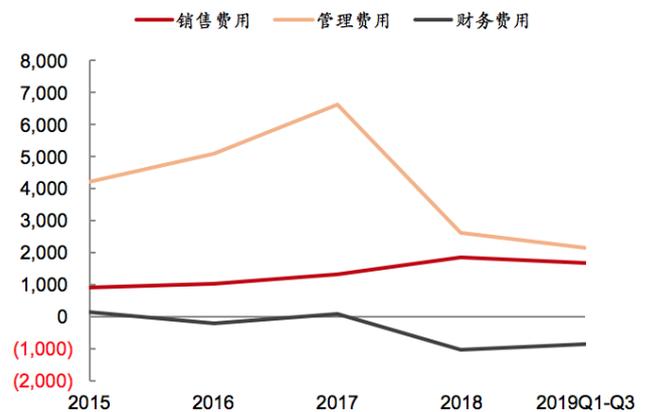
资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 7：公司分业务毛利率



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 8：公司期间费用变化情况

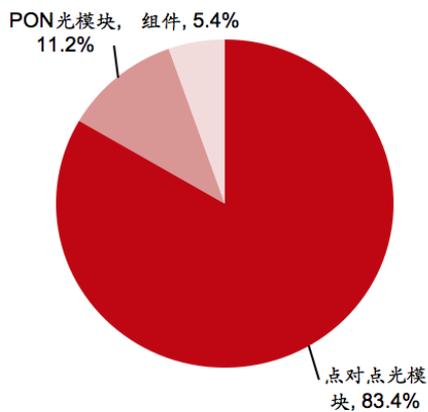


资料来源：公司年报，川财证券研究所

3. 公司主营业务

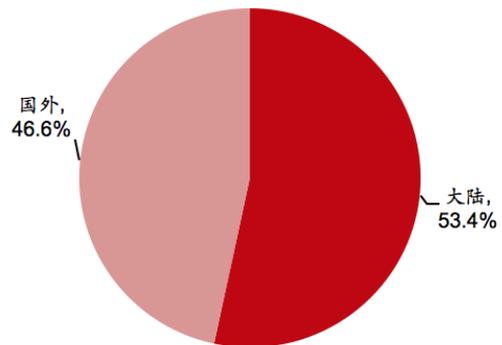
公司主营业务包括三大板块，点对点光模块、PON 光模块与组件业务，2018 年营业收入占比分别为 83.4%、11.2%、5.4%，业务主要贡献来自点对点光模块业务。收入的地域构成上，国内外几乎各占一半，大陆收入占比 53.4%，国外收入占比 46.6%。

图 9：公司 2018 年收入业务构成



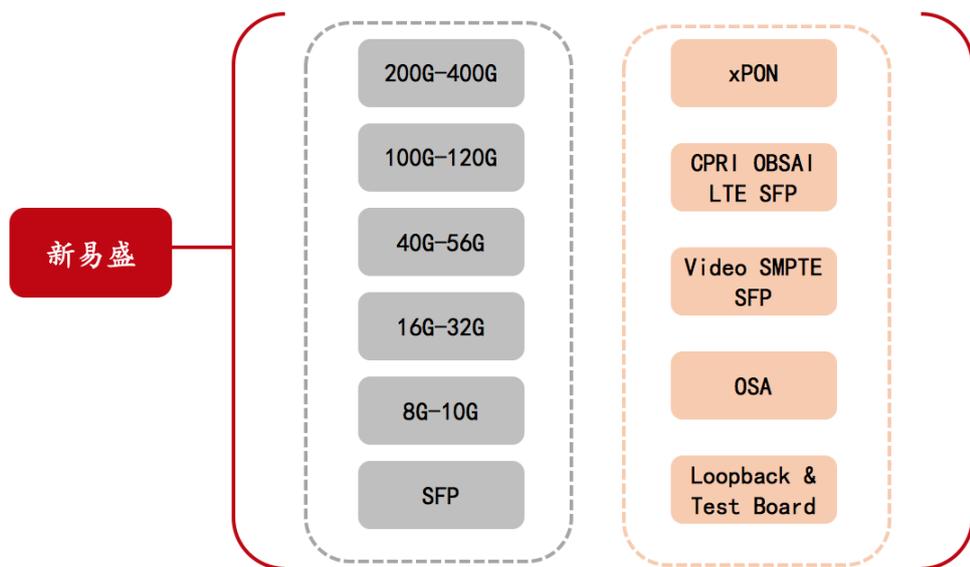
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：公司 2018 年收入地域构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：新易盛主要业务



资料来源：公司官网，川财证券研究所

二、5G 建设不断加速，光模块迎来量价齐升

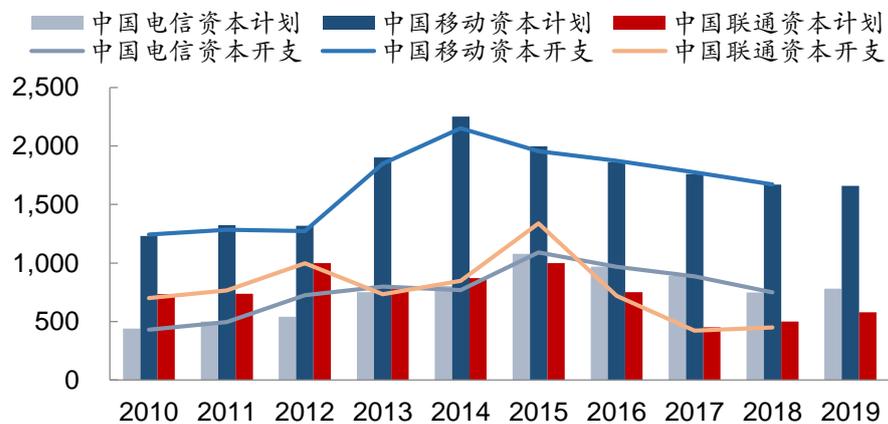
1. 运营商资本开支逐步回升，5G 建设不断加速

2019 年是 5G 元年，5G 政策逐步落地，并细化至地方政府层面，运营商资本开支逐渐回暖，建站速度与规模不断增加。三大运营商预计在 2020 年实现 5G

正式商用，2021 年提供大规模商用服务。目前国内三大运营商资本支出与资本计划已经回升，行业底部反转趋势已现。2019 年中国电信资本计划 780 亿元，中国移动计划投入 1660 亿元，中国联通资本计划为 580 亿元。

而追溯政策变化，2017 年，工信部印发《信息通信行业发展规划(2016-2020 年)》中明强调支持 5G 标准研究和试验，推进 5G 频谱规划。2018 年 4 月，国家发改委要求降低 5G 公众移动通信系统频率占用费标准，为 5G 预商用作铺垫。2019 年以来，5G 政策不断细化，推动加快 5G 基站建设，并鼓励运营商展开市场化合作。2019 年 6 月 6 日，工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电正式发放 5G 牌照，开启了 5G 商用进程。2019 年 3 月以来，各省份或地区陆续制定 5G 发展规划，量化发展指标，预计在 2020 年见到初见成效。2019 年三大运营商预计投资 342 亿元，其中，中国移动计划今年投资 172 亿元，开通 3 万-5 万个 5G 基站；中国联通计划投资 60 亿-80 亿元，建设 2 万座基站；中国电信则计划投资 90 亿元，建设 2 万座 5G 基站。基站建设前期，资本开支将主要用于光设备、光纤光缆、PON 设备、无源器件等传输层面上，因此基站数量的爆发将受限带动 5G 光传送网的建设，为光模块组件创造市场空间。

图 12：三大运营商资本开支与计划



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 1：地方政府陆续规划 5G 基站建设

时间	省份	政策文件	详情
2019.9	江苏省	《5G 基础设施空间布局规划》	到 2019 年底,全省 5G 基站数将达到 1.08 万个,2020 年底将达到 5.50 万个。
2019.9	辽宁省	《辽宁省 5G 产业发展方案(2019—2020 年)》	实施网络建设、示范应用、5G 产品三大工程;到 2020 年,5G 相关产业实现收入近 1000 亿元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019.9	贵州省	《关于加快推进全省 5G 建设发展的通知》	2019 年至 2022 年, 全省 5G 建设投资将累计完成 200 亿元, 5G 基站规模累计达到 3.2 万个。
2019.8	河北省	《关于加快 5G 发展的意见》	到 2020 年底, 雄安新区、冬奥会张家口赛区、石家庄市主城区实现 5G 网络覆盖; 到 2022 年底, 其他各市主城区实现 5G 网络覆盖, 5G 产业主营业务收入突破 1000 亿元。
2019.8	湖北省	《湖北省 5G 产业发展行动计划(2019-2021 年)》	2019 年, 完成 5000 个基站建设任务; 2021 年, 完成 5 万个 5G 基站建设任务; 2021 年, 湖北 5G 核心产业产值超过 2000 亿元。
2019.8	广西	《广西加快 5G 产业发展行动计划 (2019—2021 年)》	2019 年底, 全区 5G 基站达到 3000 座; 2020 年底, 全区 5G 基站累计规模不少于 2 万座; 2021 年底, 全区 5G 基站累计规模确保达到 4 万座, 力争达到 5 万座。
2019.7	上海市	《关于加快推进本市 5G 网络建设和应用的实施意见》	2019 年, 建设 5G 基站 1 万个; 2020 年, 累计建设 5G 基站 2 万个, 实现全市域覆盖, 累计总投资超过 200 亿元; 2021 年, 累计建设 5G 基站 3 万个, 累计总投资超过 300 亿元, 5G 应用产业规模超过 1000 亿元。
2019.6	湖南省	《湖南省 5G 应用创新发展三年行动计划 (2019-2021 年)》	到 2021 年, 基本完成 5G 规模组网并实现商用, 5G 相关产业规模超过 1000 亿元, 带动全省数字经济规模达 4000 亿元。
2019.5	浙江省	《关于加快推进 5G 产业发展的实施意见》	到 2020 年, 建成 5G 基站 3 万个, 实现设区市区 5G 信号全覆盖; 到 2022 年建成 5G 基站 8 万个, 实现县城重点乡镇 5G 信号全覆盖, 实现 5G 相关产业业务收入 4000 亿元, 支撑数字经济核心产业业务收入 2.5 万亿元。
2019.5	广东省	《广东省加快 5G 产业发展行动计划 (2019-2022 年)》	到 2020 年, 全省 5G 基站累计达 6 万座, 5G 产值超 3000 亿元; 到 2022 年, 全省 5G 基站累计达 17 万座, 5G 个人用户数达 4000 万, 5G 产值超万亿元, 5G 示范应用场景超过 100 个。
2019.4	山西省	《山西省通信基础设施建设三年行动计划》	加强通信基础设施建设, 推动 5G 网络启动和建设, 做好 5G 基站站址规划, 推动资源共享。
2019.3	福建省	《2019 年数字福建工作要点》	2020 年 5G 网络覆盖城市重点区域及公共交通路段。
2019.3	河南省	《河南省 5G 产业发展行动方案》	到 2030 年, 5G 带动的直接产出和间接产出将分别达到 6.3 万亿元和 10.6 万亿元。
2019.3	四川省	《新一代网络技术产业培育方案》	到 2022 年, 5G 产业规模达到 1000 亿元, 超高清视频核心产业规模达到 600 亿元。
2019.3	山东省	《数字山东发展规划 (2018-2022 年)》	到 2020 年, 实现设区市区有重点应用需求的区域 5G 网络连续覆盖; 2022 年, 5G 网络覆盖县级以上城区重点场所。
2019.3	江西省	《江西省 5G 发展规划 (2019-2023 年)》	到 2020 年, 基本实现全省重点区域和重点应用场景 5G 网络覆盖。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019.3	北京市	《北京市 5G 产业发展行动方案 (2019 年-2022 年)》	2019 年, 全市将建设 5G 基站超过 1 万个。2022 年, 投资累计超过 300 亿元, 实现首都功能核心区、城市副中心、重要功能区、重要场所的 5G 网络覆盖, 5G 产业实现收入约 2000 亿元, 拉动信息服务业及新业态产业规模超过 1 万亿元。
2019.3	福建省	《新时代“数字福建·宽带工程”行动计划》	2020 年, 5G 移动通信网络建设全面开展, 城市重点区域及场所基本实现 5G 信号覆盖。
2019.3	重庆市	《关于推进 5G 通信网建设发展的实施意见》	到 2020 年, 5G 宏基站站址达到 1 万座, 5G 微/皮基站站址达到 5 万座。

资料来源: 北京市经济和信息化局等政府网站, 川财证券研究所

2. 5G 网络架构变化明显, 光模块市场有望量价齐升

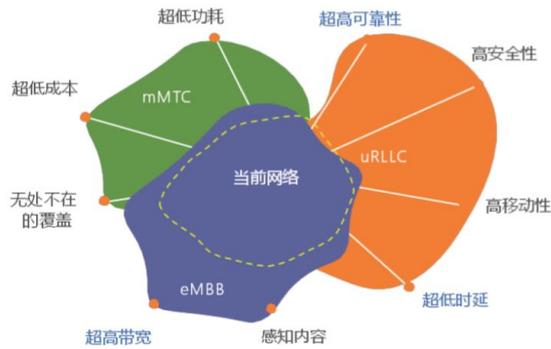
5G 定义了三类典型业务场景, 即增强型移动宽带(Enhanced Mobile Broadband, eMBB)、高可靠低时延通信(Ultra Reliable & Low Latency Communication, uRLLC)、大规模机器通信(Massive Machine Type Communication, mMTC)。为了满足 5G 网络大带宽和低时延的要求, 无线接入网(Radio Access Network, RAN)的体系架构需要进行改进。4G LTE 网络中 BBU+RRU 两级架构将过渡至 5G 网络的 CU+DU+AAU 架构。

4G 基站=BBU (负责信号调制) +RRU (负责射频处理) +天线

5G 基站=BBU+AAU=CU (非实时) +DU (实时) + RRU+天线

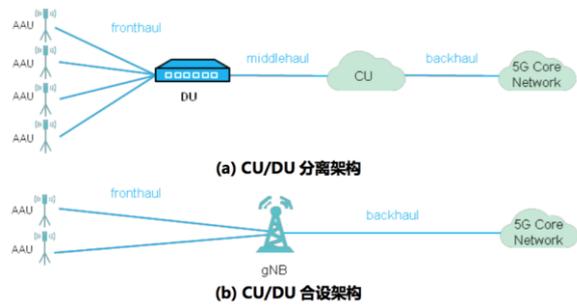
其中, 原 BBU 的非实时部分被分割出来成为 CU, 用于处理非实时协议与服务; 原 BBU 中剩余部分功能被定义为 DU, 负责处理物理层协议与实时服务; 原 BBU 中的部分物理层功能与原 RRU 合并成为 AAU。因此, 5G 相应的承载网也分为三个部分, AAU 和 DU 间构成前传环节, CU 以上为回传环节, 另外新增加了 CU 和 DU 间的中传环节。

图 13: 5G 三类典型业务场景



资料来源:《5G 时代光传送网技术白皮书》, 川财证券研究所

图 14: 5G RAN 组网架构

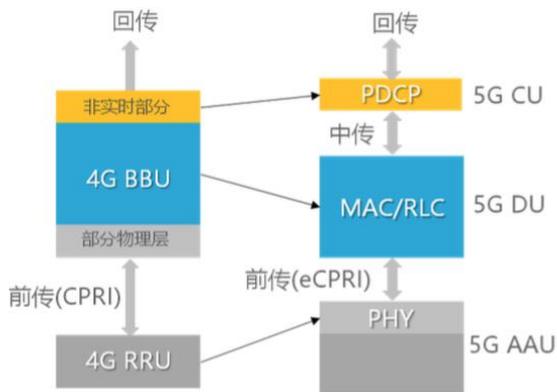


资料来源:《5G 时代光传送网技术白皮书》, 川财证券研究所

光通信模块数量跃升: 一方面, 5G 时代引入大量传感器、智能穿戴设备等新接入端, 单位面积接入数量和流量密度都将大幅增长, 但是 5G 受无线频谱特征影响覆盖半径比 4G 小, 5G 基站覆盖密度将增加, 预计建站规模将是 4G 的 1.5 倍-2 倍, 使用的光通信模块数量将提升。另一方面, 由于承载网环节增加, 各级光传输节点端口速率提升明显, 前传光模块速率将以 25G 或以上为主, 中传光模块速率以 50G/100G 为主, 回传光模块速率趋向 100G 或以上, 核心层速率或大于 200G, 将大幅增加光通信产业链(光纤光缆-光模块-光设备)的市场需求。此外, 在网络转发流量上, 将从只有确定的南北向流量变化至以南北向流量为主, 东西向为辅, 将需要更多光模块。

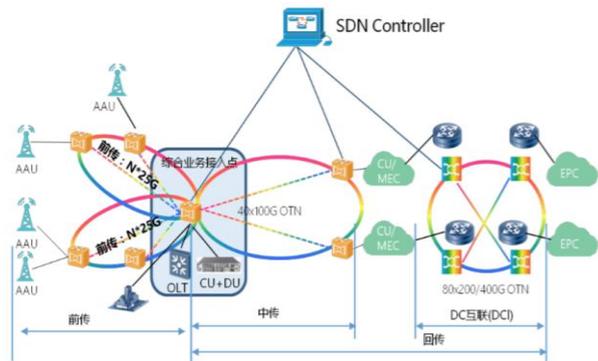
光通信模块价值提升: 5G 光传输节点端口速率提升, 所对应使用的光模块也有所变化。以前传环节为例, 目前前传 25G 光模块主要采用 L2 型号, 25G—L2 光模块单价约为 250-300 美元, 100G 光模块单价为 400-500 美金, 采购成本仍然较高, 预测在 5G 时代 25G 单价可能下降至 50 美元左右, 100G 模块规模商用单价下降至 100-150 美金, 但仍然相对 4G 时期大幅提升。中传与回传环节使用的光模块频率更高, 因此价值含量也愈高。

图 15: 5G RAN 架构的重组变化



资料来源:《5G 时代光传送网技术白皮书》, 川财证券研究所

图 16: 基于光传送网的 5G 端到端承载网



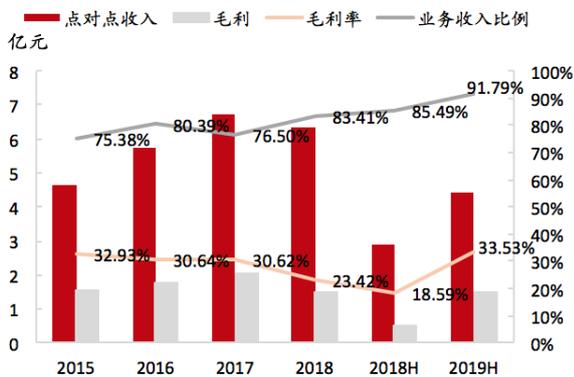
资料来源:《5G 时代光传送网技术白皮书》, 川财证券研究所

3. 公司光模块收入大幅增长，业绩部分兑现

公司一直专注于光模块的研发、制造与销售，光模块是光纤传输的核心部件，用于在光纤终端完成电信号转换。2018 年点对点光模块实现营业收入 7.60 亿元，同比去年减少 5.56%，业务收入贡献占比为 83.41%；毛利为 1.48 亿元，同比去年减少 27.78%。2019 年以来，点对点光模块业绩出现反转，受益 5G 建设推进，业绩得到部分兑现，2019 年上半年点对点光模块实现营业收入 4.41 亿元，同比去年增长 53.45%，业务收入占比达到 91.79%；毛利达到 1.48 亿元，已与 2018 年全年水平相当，同比去年增长 176.81%，毛利率为 33.53%。

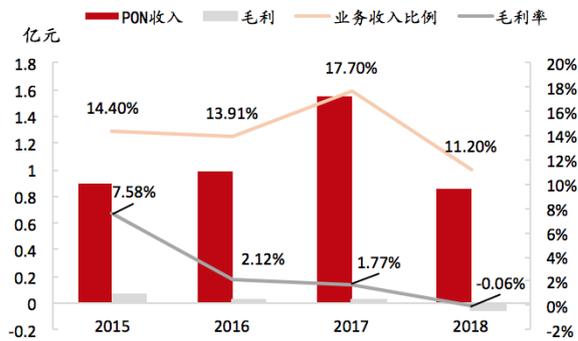
公司当前拥有灵活柔性生产线，已经研发成功不同型号的光模块产品约 3000 中，产品涵盖多种标准的通信网络接口、传输速率、光波波长，包括主流与非标的光模块产品。5G 基站建设推进下，公司已经成为国内少数可以批量交付 100G 光模块的公司，同时，掌握高速率光器件芯片封装和光器件封装。

图 17：点对点光模块收入与利润



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 18：PON 光模块收入与利润



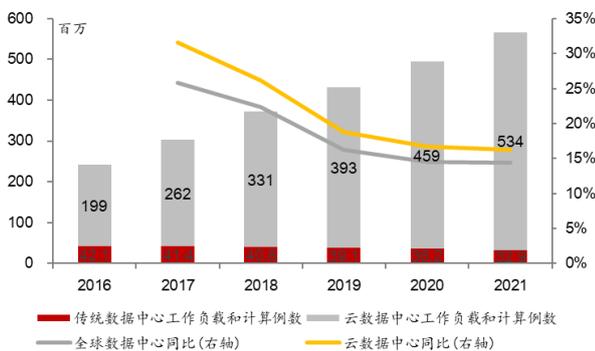
资料来源：公司年报，川财证券研究所

三、数据中心建设加速，产品迭代加速

1. 移动流量及企业上云等驱动全球数据中心东西流量爆发

随着移动通信技术进步、互联网应用扩展，全球移动互联网流量爆发，同时企业上云成为确定性趋势，引领全球云流量的暴涨，全球数据中心流量快速增长。根据 Cisco 白皮书的数据显示，传统数据中心工作负载不断下降，而云数据中心工作负载和计算例数却保持稳定增长。另外，全球数据中心流量将从 2016 年的每年 6.8ZB 上升到 2021 年的 20.6ZB，其中数据中心内部流量（东西流量）占比 74%，这表明东西流量的转发和处理投资将占运营商投资的主要比例。

图 19：云数据中心工作负载和计算例数增速高



资料来源：Cisco Global Cloud Index，川财证券研究所

图 20：东西流量占全球数据中心流量比例最大



资料来源：Cisco Global Cloud Index，川财证券研究所

2. 超大规模数据中心需求增长，叶脊架构成为主流

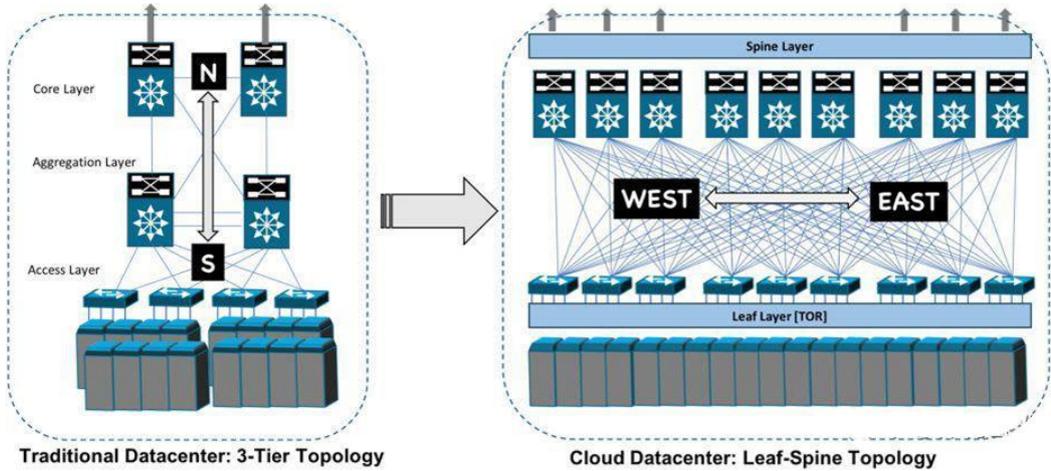
“超大规模”的定义各不相同，IDC 表示，它至少需要 5000 个服务器和 10,000 平方英尺的可用空间，并且通常要大得多；Synergy 的标准则高得多，将其定义为拥有“几十万台服务器——有时甚至是数百万台”。超大规模数据中心具有更低的 PUE 和更先进的 NFV 管理架构，将成为未来大型云数据中心的主流。根据 Cisco 白皮书预测，到 2021 年全球将有 628 个超大规模数据中心，是 2016 年的近 1.9 倍，的数据中心服务器 53% 的份额。叶脊架构 (Leaf-Spine) 成为新建的超大规模数据中心主流架构，叶脊架构里每个叶交换机都要跟脊交换机连接，带动了数据中心内东西向流量的交换机的数量上升，也带动了交换机端口速率的上升，整个高端光模块的使用数量是传统架构的数十倍。公司目前已经成功出样业界最低功耗的 400G 系列光模块产品，可以受益超大数据中心扩大的需求市场与云网络升级。

图 21：全球超大规模数据中心快速增长



资料来源：Cisco Global Cloud Index、半导体行业观察，川财证券研究所

图 22：数据中心由传统三层网络结构向叶脊结构转向

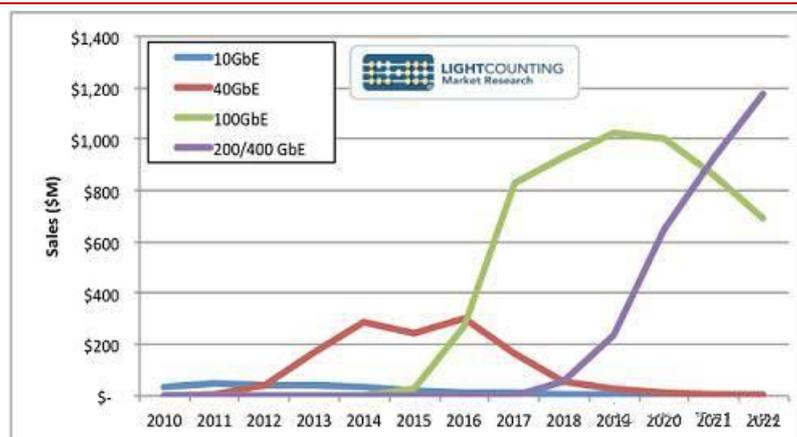


资料来源：Cadence Design Systems，川财证券研究所

3. 数据中心更新换代加快，高速光模块需求快速增长

根据市场研究公司 LightCounting 报告显示，2012 年到 2014 年，10G/40G 架构是数据中心的主流；2015 年到 2018 年，100G CWDM4 成为主流产品；2019 年，400G 产品开始在亚马逊、谷歌等客户小规模出货并在 2020 年迅速崛起，到 2022 年全球 400G 市场规模有望达到 12 亿美元。数据中心带宽提升，光模块向高速光模块替换，数通市场景气度有望进一步提升。

图 23：数据中心光模块市场预测（2017-2022）



资料来源：LightCounting，川财证券研究所

四、盈利预测及估值

公司作为一家领先的光收发器服务提供商，专注于光模块研发、制造和销售。受益 5G 建设加速，政策逐步落地，运营商资本开支逐渐回暖，业绩部分得到兑现，2019 年以来业绩增速亮眼。公司业绩未来仍受两大因素驱动，一是 5G RAN 架构改革带来的光通信模块放量，以及为满足 5G 网络大带宽和低时延的要求推动的光模块价值增加；二是数据中心建设加速，促使产品迭代加速，光模块向高速光模块替换，数通市场景气度有望进一步提升。

考虑以上，我们预计 2019-2021 年公司营业收入增速为 50.68%、42.51%、34.99%，对应的公司营业收入分别达到 11.45、16.32、22.03 亿元；归属于上市公司股东净利润分别为 1.72、2.38、3.13 亿元。EPS 为 0.73、1.01、1.33 元/股，对应 PE 为 50、36、28 倍，相对估值法下 PE 为 65、37、28 倍，首次覆盖予以“增持”评级。

表格 2：可比公司估值

代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE			PB		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
300502.SZ	新易盛	36.54	85.15	65	37	28	5	5	4
300548.SZ	博创科技	52.72	43.34	149	51	37	7	7	8
300394.SZ	天孚通信	34.65	66.61	37	29	23	6	5	4
002281.SZ	光迅科技	27.93	187.54	50	37	29	5	4	4
000988.SZ	华工科技	19.65	197.58	40	34	28	3	3	3
300308.SZ	中际旭创	44.12	314.91	51	34	26	5	4	4

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：收盘价采用 2019 年 11 月 11 日数据

风险提示

5G 建设不及预期

下游客户扩产不及预期

盈利预测

报表预测					报表预测				
百万元					百万元				
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	221	11	16	22	营业收入	760	1145	1632	2203
应收和预付款项	336	626	745	1107	减：营业成本	612	806	1161	1577
存货	291	560	666	998	营业税金及附加	7	11	16	22
其他流动资产	100	100	100	100	营业费用	19	28	40	54
长期股权投资	44	44	44	44	管理费用	27	87	123	166
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	(10)	(5)	(5)	(1)
固定资产和在建工程	308	245	181	117	资产减值损失	26	16	16	16
无形资产和开发支出	7	6	5	4	加：投资收益	(1)	0	0	0
其他非流动资产	39	39	39	39	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	1347	1632	1797	2432	其他经营损益	(53)	0	0	0
短期借款	0	75	6	311	营业利润	27	202	279	368
应付和预收款项	209	312	399	534	加：其他非经营损益	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	利润总额	27	202	280	369
其他负债	3	3	3	3	减：所得税	2	30	42	55
负债合计	211	389	407	847	净利润	25	172	238	313
股本	238	238	238	238	减：少数股东损益	0	0	0	0
资本公积	349	349	349	349	归属母公司股东净利润	32	172	238	313
留存收益	548	655	802	996	业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	1136	1242	1390	1584	EBIT	26	202	282	377
少数股东权益	0	0	0	0	EBITDA	80	250	330	425
股东权益合计	1136	1242	1390	1584	NOPLAT	24	171	239	320
负债和股东权益合计	1347	1632	1797	2432	净利润	32	172	238	313
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS	0.13	0.73	1.01	1.33
经营性现金净流量	312	(220)	165	(172)	BPS	4.80	5.25	5.88	6.70
投资性现金净流量	(153)	0	0	0	PE	271.43	50.26	36.31	27.56
筹资性现金净流量	(23)	10	(161)	177	PB	7.61	6.95	6.22	5.45
现金流量净额	142	(209)	5	6					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明报告 C0004