

财务指标向好，运营商业务驱动成长， 迎接全年景气上行



东方证券
ORIENT SECURITIES

3月27日，公司发布2019年年度业绩报告，全年实现营收907.4亿元（YOY +6.1%）；归母净利润51.48亿元（YOY +173.7%），扣非归母净利润4.84亿元（YOY +114.27%）。

核心观点

- **业绩符合预期，盈利能力、现金流状况向好。**收入方面，公司Q4季度实现营收264.96亿，同比基本持平；实现归母净利润10.20亿元，同比增长269%。主要得益于高毛利的运营商业务快速恢复，公司毛利率提升4.2个百分点，达到37.2%。费用方面，全年费用率为28.82%，同比提升0.85个百分点。公司精简销售团队，销售费用率同比下降1.95个百分点；持续加大创新力度，研发费用率提升1.08个百分点；公司全年扩大融资规模，增加短期借款和长期借款，财务费用率提升0.73个百分点。经营性现金流为74.47亿，较18年转正。
- **运营商业务驱动成长，期待消费者业务和政企业务发力。**运营商业务实现收入665.84亿元，同比增长16.66%，营收占比达到73.38%，毛利率为42.61%，毛利率提升2.24个百分点。运营商业务毛利贡献达到84%，已经成为公司业绩增长的主要动力；消费者业务涉及手机、数据卡、车载终端等，实现收入149.97亿元，同比下滑21.93%，业务未完全恢复；政企业务公司在能源、交通、政务、金融等四大传统重点行业发力，自研服务器、视讯、数通、数据库、操作系统等产品，实现收入91.54亿，同比下滑0.79%。
- **新基建推动行业景气上行，5G龙头充分受益。**政治局多次强调发挥新基建稳投资作用，5G将是全年最为确定性的投资机会。据三大运营商披露，2020年5G投资规划约1803亿，共建设55万站。预计下半年5G终端价格即下降至4G价格，规模应用有望开启，并反向推动5G基站建设。在当前复杂的宏观经济背景下，全年5G建设有望持续超预期。公司作为5G建设先锋，受益程度高，确定性强。

财务预测与投资建议

- 我们下调此前基站建设预测数，预测公司2020-2022年每股收益分别为1.37/1.70/1.92元（前次预测1.59/2.08），采用可比公司法进行估值，可比公司调整后市盈率2020年均为36倍，给予20年公司36倍市盈率，对应公司目标价49.32，维持“买入”评级。

风险提示

网络建设进程不及预期，运营商资本开支不及预期，中美贸易摩擦加剧

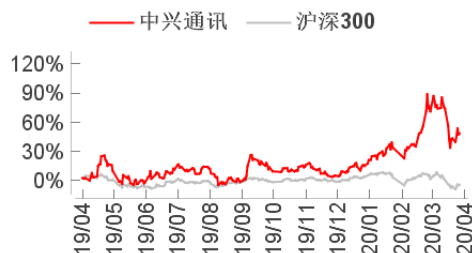
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85,513	90,737	104,153	124,239	137,420
同比增长(%)	-21.4%	6.1%	14.8%	19.3%	10.6%
营业利润(百万元)	(612)	7,552	8,392	10,256	11,490
同比增长(%)	-109.1%	1333.3%	11.1%	22.2%	12.0%
归属母公司净利润(百万元)	(6,984)	5,148	6,332	7,859	8,870
同比增长(%)	-252.9%	173.7%	23.0%	24.1%	12.9%
每股收益(元)	(1.51)	1.12	1.37	1.70	1.92
毛利率(%)	32.9%	37.2%	38.4%	37.9%	37.4%
净利率(%)	-8.2%	5.7%	6.1%	6.3%	6.5%
净资产收益率(%)	-19.9%	16.0%	14.5%	14.0%	13.8%
市盈率	(28.7)	38.9	31.6	25.5	22.6
市净率	6.9	5.7	3.8	3.3	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年03月27日)	43.39元
目标价格	49.32元
52周最高价/最低价	55.11/26.67元
总股本/流通A股(万股)	461,201/347,491
A股市值(百万元)	200,115
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2020年03月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.61	-15.71	28.98	62.69
相对表现	2.05	-6.53	36.74	63.58
沪深300	1.56	-9.18	-7.76	-0.89



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 张颖
021-63325888*6085
zhangying1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514090001

联系人 蔡超逸
021-63325888-3136
caichaoyi@orientsec.com.cn

相关报告

盈利能力显著改善，三季度展望符合预期： 2019-08-29
借5G中兴，再踏征程： 2019-04-10

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值表（数据截止到 2020.03.27 收盘价）

可比公司	一致预期净利润（百万）		市盈率	
	2020E	2021E	2020E	2021E
烽火通信	1186.40	1469.43	35.20	28.41
光迅科技	478.43	629.77	47.45	36.04
海格通信	706.09	905.19	36.47	28.50
星网锐捷	828.09	1059.66	27.53	21.53
通鼎互联	227.00	334.00	35.67	24.69
调整后均值			36	27

数据来源：Wind 一致预期、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	24,290	33,309	47,823	49,414	54,558	营业收入	85,513	90,737	104,153	124,239	137,420
应收账款	21,592	19,778	26,559	32,302	36,416	营业成本	57,368	57,008	64,179	77,211	86,036
预付账款	615	403	927	1,106	1,223	营业税金及附加	638	931	1,068	1,274	1,409
存货	25,011	27,689	26,313	31,657	35,275	营业费用	9,084	7,869	8,806	10,370	11,582
其他	21,339	21,389	25,602	27,254	28,683	管理费用	14,557	17,321	20,066	22,767	24,624
流动资产合计	92,848	102,567	127,224	141,733	156,155	财务费用	281	966	2,018	1,937	1,904
长期股权投资	3,015	2,327	2,327	2,327	2,327	资产减值损失	2,077	1,281	1,708	2,908	3,123
固定资产	8,898	9,383	11,935	14,066	15,409	公允价值变动收益	(861)	(214)	0	0	0
在建工程	1,296	1,172	935	715	1,061	投资净收益	294	249	0	0	0
无形资产	8,558	7,719	10,183	11,354	11,280	其他	(1,554)	2,156	2,083	2,485	2,748
其他	14,735	18,034	17,170	17,670	19,200	营业利润	(612)	7,552	8,392	10,256	11,490
非流动资产合计	36,503	38,635	42,550	46,133	49,277	营业外收入	143	184	150	150	150
资产总计	129,351	141,202	169,774	187,866	205,432	营业外支出	6,881	574	300	300	300
短期借款	23,740	26,646	26,646	26,646	26,646	利润总额	(7,351)	7,162	8,242	10,106	11,340
应付账款	19,527	18,356	21,725	26,136	29,123	所得税	(401)	1,385	1,648	2,021	2,268
其他	46,110	41,369	49,067	54,862	60,369	净利润	(6,950)	5,777	6,593	8,085	9,072
流动负债合计	89,377	86,371	97,437	107,644	116,138	少数股东损益	(383)	280	261	226	202
长期借款	2,367	10,045	10,045	10,045	10,045	归属于母公司净利润	(6,567)	5,496	6,332	7,859	8,870
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-1.51	1.12	1.37	1.70	1.92
其他	4,647	6,832	7,019	6,819	6,819						
非流动负债合计	7,013	16,877	17,064	16,864	16,864	主要财务比率					
负债合计	96,390	103,248	114,501	124,508	133,002		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	3,811	2,875	3,136	3,361	3,564	成长能力					
股本	4,193	4,228	4,612	4,612	4,612	营业收入	-21.4%	6.1%	14.8%	19.3%	10.6%
资本公积	11,444	12,144	23,331	23,331	23,331	营业利润	-109.1%	1333.3%	11.1%	22.2%	12.0%
留存收益	9,308	14,456	19,943	27,802	36,672	归属于母公司净利润	-252.9%	173.7%	23.0%	24.1%	12.9%
其他	4,205	4,251	4,251	4,251	4,251	获利能力					
股东权益合计	32,961	37,954	55,273	63,358	72,430	毛利率	32.9%	37.2%	38.4%	37.9%	37.4%
负债和股东权益总计	129,351	141,202	169,774	187,866	205,432	净利率	-8.2%	5.7%	6.1%	6.3%	6.5%
						ROE	-19.9%	16.0%	14.5%	14.0%	13.8%
						ROIC	-0.5%	10.1%	9.9%	10.1%	10.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	74.5%	73.1%	67.4%	66.3%	64.7%
净利润	(6,950)	5,777	6,593	8,085	9,072	净负债率	9.3%	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,294	2,201	2,491	3,723	4,960	流动比率	1.04	1.19	1.31	1.32	1.34
财务费用	281	966	2,018	1,937	1,904	速动比率	0.72	0.82	1.00	0.98	1.00
投资损失	(294)	(249)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(10,434)	(3,905)	(1,672)	(5,598)	(3,899)	应收账款周转率	2.5	2.7	2.8	2.7	2.5
其它	6,888	2,657	5,250	3,708	3,123	存货周转率	2.0	1.9	2.1	2.3	2.3
经营活动现金流	(9,215)	7,447	14,680	11,855	15,161	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(3,833)	72	(8,473)	(8,026)	(7,783)	每股指标(元)					
长期投资	3,235	723	981	0	0	每股收益	-1.51	1.12	1.37	1.70	1.92
其他	(367)	(6,818)	(1,328)	(300)	(330)	每股经营现金流	-2.00	1.61	3.18	2.57	3.29
投资活动现金流	(966)	(6,023)	(8,819)	(8,326)	(8,113)	每股净资产	6.32	7.61	11.30	13.01	14.93
债权融资	(3,195)	7,092	(54)	0	0	估值比率					
股权融资	140	735	11,571	0	0	市盈率	-28.7	38.9	31.6	25.5	22.6
其他	3,944	(2,105)	(2,863)	(1,937)	(1,904)	市净率	6.9	5.7	3.8	3.3	2.9
筹资活动现金流	888	5,722	8,653	(1,937)	(1,904)	EV/EBITDA	209.8	18.8	15.7	12.7	11.0
汇率变动影响	318	227	0	0	0	EV/EBIT	-608.9	23.7	19.4	16.6	15.1
现金净增加额	(8,975)	7,372	14,513	1,592	5,144						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

