

## 中航光电 (002179.SZ) 国内电连接器龙头, 军民品订单持续增长带动业绩较 高速发展

2020年05月20日

投资评级: 增持(首次)

——公司首次覆盖报告

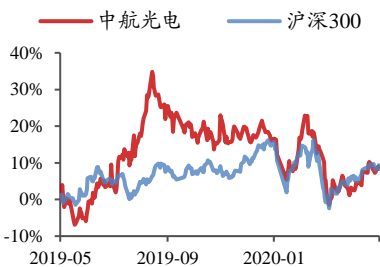
|            |             |
|------------|-------------|
| 日期         | 2020/5/19   |
| 当前股价(元)    | 36.09       |
| 一年最高最低(元)  | 45.08/30.76 |
| 总市值(亿元)    | 397.31      |
| 流通市值(亿元)   | 384.32      |
| 总股本(亿股)    | 11.01       |
| 流通股本(亿股)   | 10.65       |
| 近3个月换手率(%) | 51.49       |

段小虎(分析师)

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

**● 国内电连接器龙头企业, 军民品业务齐发力, 首次覆盖给予“增持”评级**  
公司作为国内第一大军用连接器龙头企业, 立足军品积极拓展民品业务, 业绩持续稳定增长。未来受益于军队机械化、信息化建设要求, 5G商用推广以及新能源汽车需求不断增长, 公司业绩有望继续保持较高速增长态势。我们预测公司2020-2022年可实现归母净利润12.29/14.23/16.34亿元, 分别同比增长14.7%/15.9%/14.8%; EPS分别为1.12/1.29/1.48元; 当前股价对应PE分别为32.3/27.9/24.3倍。参考可比上市公司, 公司2020-2022年动态PE估值高于可比上市公司平均估值水平, 考虑到公司作为国内电连接器龙头企业, 军品订单稳定增长, 民品订单不断开拓, 市场份额持续提升, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

### ● 全球连接器市场稳定增长, 中国市场蓬勃发展

全球连接器市场空间稳定增长, 2010-2019年全球市场规模CAGR达5.37%, 亚太地区是最大的连接器市场, 2019年占全球市场的56%, 中国是全球规模最大/增速最快的连接器市场, 2010-2019年中国连接器市场规模CAGR达8.24%。我国连接器军品市场集中度相对较高, 中航光电作为军用连接器龙头, 市场份额为40.67%, 稳居第一。受益于下游需求旺盛, 公司在军民品订单有望继续保持较高速增长态势。

### ● 立足军品积极拓展民品业务, 未来业绩有望持续较高速增长

公司军品业务约占50%, 通信和新能源汽车业务约占35%。军品业务上, 军队机械化、信息化建设要求, 驱动武器装备更新换代; 民品业务上, 5G通信商用的普及、新能源汽车市场及物联网的迅速发展, 行业下游需求旺盛, 推动未来连接器市场规模不断扩大, 公司业绩有望继续保持较高速增长, 市场份额持续扩大。

**● 风险提示:** 市场竞争导致市场占有率下降的风险, 下游行业需求变化, 重要原材料价格波动。

### 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2018A | 2019A | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 7,816 | 9,159 | 10,899 | 12,889 | 15,223 |
| YOY(%)     | 22.9  | 17.2  | 19.0   | 18.3   | 18.1   |
| 归母净利润(百万元) | 954   | 1,071 | 1,229  | 1,423  | 1,634  |
| YOY(%)     | 15.6  | 12.3  | 14.7   | 15.9   | 14.8   |
| 毛利率(%)     | 32.6  | 32.7  | 31.9   | 31.9   | 31.7   |
| 净利率(%)     | 12.2  | 11.7  | 11.3   | 11.0   | 10.7   |
| ROE(%)     | 15.4  | 13.3  | 13.3   | 13.5   | 13.6   |
| EPS(摊薄/元)  | 0.87  | 0.97  | 1.12   | 1.29   | 1.48   |
| P/E(倍)     | 41.7  | 37.1  | 32.3   | 27.9   | 24.3   |
| P/B(倍)     | 6.9   | 4.9   | 4.3    | 3.8    | 3.3    |

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1、 背靠中国航空工业集团，铸造国内电连接器龙头企业.....  | 3  |
| 2、 立足军品布局民品业务，公司业绩持续增长.....      | 4  |
| 3、 电连接器市场快速扩张，龙头有望持续受益.....      | 5  |
| 3.1、 全球连接器市场稳定增长，中国市场蓬勃发展.....   | 5  |
| 3.2、 寡头垄断下，连接器市场马太效应愈发明显.....    | 6  |
| 3.3、 行业下游应用场景广泛.....             | 7  |
| 3.3.1、 新能源汽车需求旺盛，汽车连接器市场空间大..... | 7  |
| 3.3.2、 5G 基站建设加速，带动行业新一轮增长.....  | 7  |
| 3.3.3、 军队建设要求带动军品业务稳定增长.....     | 8  |
| 4、 盈利预测与投资建议.....                | 8  |
| 5、 风险提示.....                     | 9  |
| 附： 财务预测摘要.....                   | 10 |

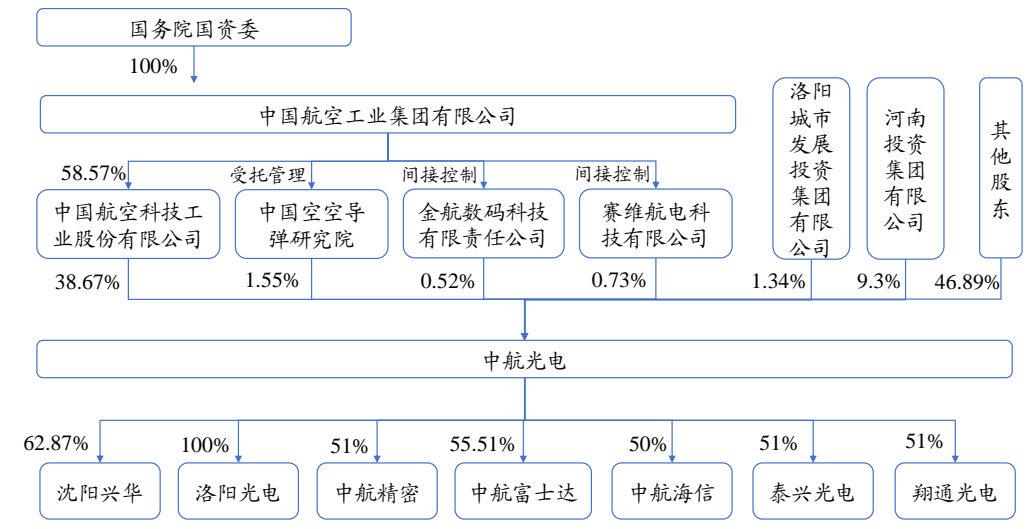
## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图 1： 公司隶属于中国航空工业集团.....       | 3 |
| 图 2： 公司营业收入保持较高速增长.....       | 4 |
| 图 3： 公司业绩保持较高速增长.....         | 4 |
| 图 4： 公司毛利率始终维持在 30% 以上水平..... | 4 |
| 图 5： 公司费用率总体呈下降趋势.....        | 4 |
| 图 6： 电连接器盈利能力最强.....          | 5 |
| 图 7： 电连接器为公司主要营收来源.....       | 5 |
| 图 8： 全球连接器市场规模持续增长.....       | 6 |
| 图 9： 中国连接器市场规模快速增长.....       | 6 |
| 图 10： 电连接器下游市场以汽车和通信为主.....   | 7 |
| 表 1： 公司产品类型完备应用范围广泛.....      | 3 |
| 表 2： 公司估值高于可比上市公司平均估值水平.....  | 8 |

## 1、 背靠中国航空工业集团，铸造国内电连接器龙头企业

中航光电科技股份有限公司(以下简称“中航光电”)是国内最大的军工连接器供应商，隶属于中国航空工业集团，2007年在深圳证券交易所挂牌上市交易。公司是专业从事高可靠光/电/流体连接器及相关设备的研发/生产/销售/服务，并提供系统的互连技术解决方案的高科技企业。主要产品包括电连接器、光器件及光电设备、线缆组件及集成产品、流体器件及液冷设备等。

图1: 公司隶属于中国航空工业集团



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司产品涉及军品和民品，军品主要应用于航空、航天、兵器、舰船等领域，民品应用领域相对集中于通信与数据传输、新能源汽车、轨道交通、消费电子等行业。军品市场需求受到国家政策的影响较大，如我国航空航天发展战略、国防预算等外部因素都将影响公司军品市场需求，当前国内歼 20/歼 16/直 20/运 20 等多个新式装备正处于量产和列装阶段，公司产品订单数量有望持续提升。公司民品主要客户相对集中于通信、新能源汽车行业，未来 5G 通信商用及新能源汽车需求爬坡，新一轮需求上升将带动民品订单不断增长。

表1: 公司产品类型完备应用范围广泛

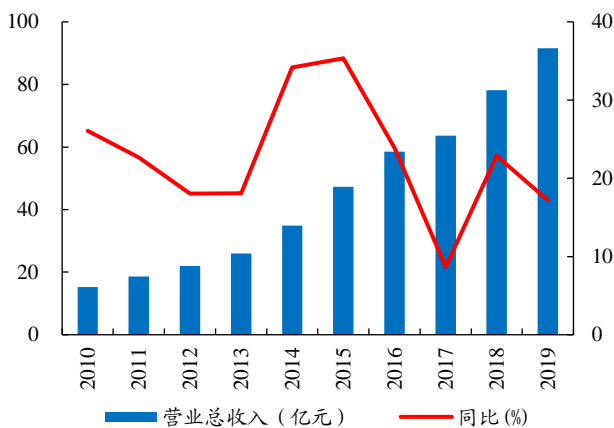
| 产品类型      | 代表产品系列  | 应用领域   |
|-----------|---|--|
| 连接器       | GJB2889 系列; 微矩形电连接器;<br>SMA 系列射频同轴连接器;<br>H2 系列连接器; 圆形滤波连接器;<br>YW 系列;  | 航空、航天、船舶、兵器、电子等军事领域; 各类通讯设备、新能源汽车、轨道交通、石油勘探及其他电子设备系统 |
| 光器件及光电设备  | J599A6 系列光纤连接器; GYM 系列光缆连接器; 小型化 12 路并行发射光模块; 射频微波系列; 以太网系列; 有源光线缆组件系列; | 航空、航天、兵器、船舶、电子等军事系统; 各种并行传输领域及医疗、通讯领域                |
| 线缆组件及集成产品 | NDQC 快充插座系列; 高压互锁系列产品; BX3 系列配电箱; BX3 新能源汽车辅源控制器; 机载标准安装架;              | 新能源汽车及机载、弹载、车载、舰载等防务领域                               |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、立足军品布局民品业务，公司业绩持续增长

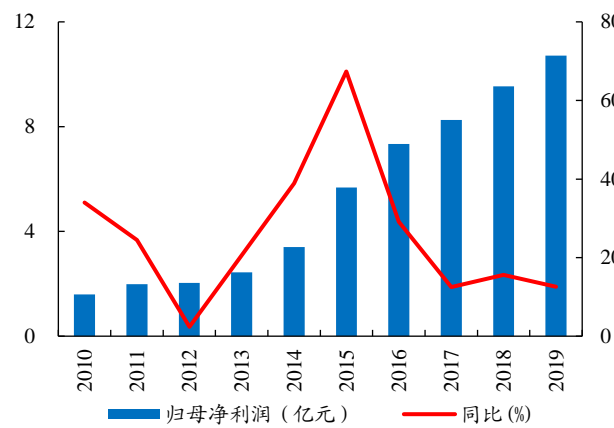
受益于军民品订单稳定增长，公司 2010-2019 年营收/归母净利润保持中高速增长。2010-2019 年，公司营收 CAGR 达 22.08%，归母净利润 CAGR 达 23.61%。2019 年，公司实现营收 91.59 亿元，同比增长 17.18%；实现归母净利润 10.71 亿元，同比增长 12.56%。受疫情影响，上游供应链复工复产延缓导致生产配套延迟，2020Q1 公司实现营业收入 18 亿元，同比下降 16.52%；实现归母净利润 1.64 亿元，同比下降 29.71%。一季度疫情期间，很多客户订单延后，但整体需求没有变化，目前公司在手订单充足，上下游产业链已基本恢复正常，公司正积极应对疫情影响，抓紧组织生产交付，努力完成年度目标。

图2：公司营业收入保持较高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

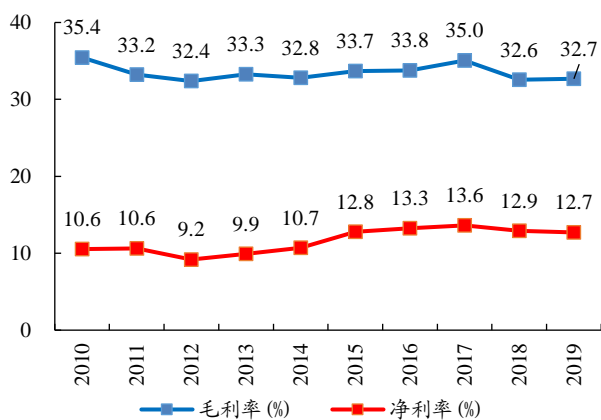
图3：公司业绩保持较高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

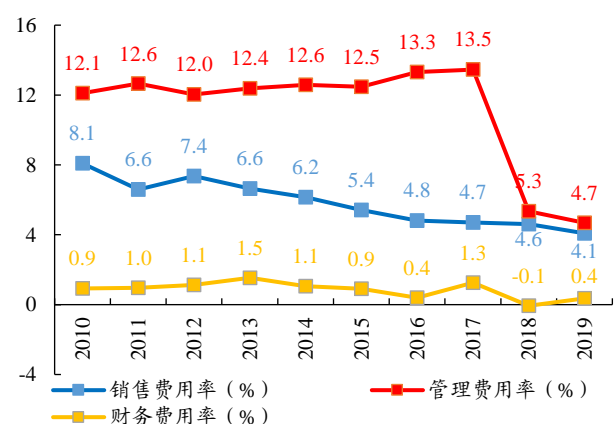
从盈利能力来看，公司整体毛利率较为平稳，始终维持在 30% 以上的水平。在近几年公司民品业务占比逐步提高，毛利率下行压力较大的情况下，公司净利润率仍然维持在较好水平。未来随着产品业务调整、智能化及自动化改造、生产流程优化、管理细化等多项措施的推进，毛利率将有望继续维持在相对稳定的水平。

图4：公司毛利率始终维持在 30% 以上水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司费用率总体呈下降趋势

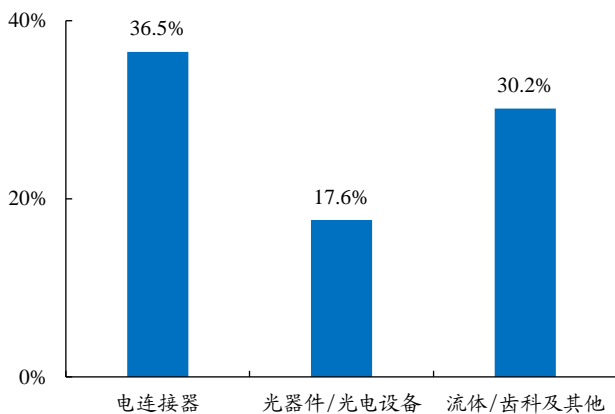


数据来源：Wind、开源证券研究所

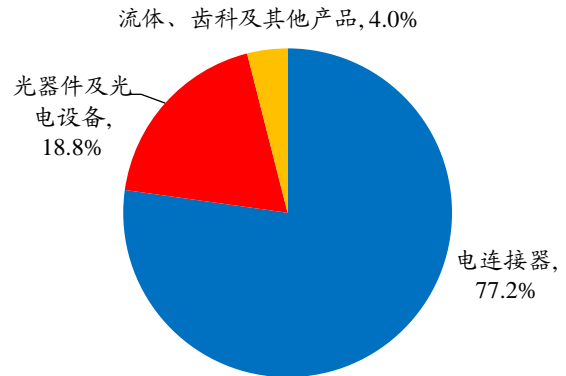
公司对期间费用的管理水平较好，费用率总体呈下降趋势。管理费用率从 2017

年 13.5% 下降到 2019 年的 4.7%，下降 8.8pct，主要系公司将研发费用单独列出所致，2018/2019 年公司研发费用率分别为 8.5%/10.04%，近年来，公司不断加大研发费用投入，努力提高自主产品研发能力和提升工艺水平；销售费用率从 2010 年 8.1% 下降至 2019 年 4.1%，下降 4pct；财务费用率一直维持在较低水平，财务费用主要受汇率波动影响而变化。

**公司主营业务未来有望继续保持增长势头，持续贡献业绩收入。**根据 2019 年报，公司主营业务中电连接器/光器件及光电设备/流体&齿科及其他产品占营业收入比重分别为 77.2%/18.8%/4%，毛利率分别为 36.5%/17.6%/30.2%，毛利润占比分别为 86.2%/10.1%/3.7%，电连接器的盈利能力最强。连接器行业正处于以 5G 通信商用及新能源汽车需求爬坡后期等为代表的新一轮需求上升阶段，公司是目前国内连接器产品覆盖下游细分市场最多的企业之一，前期在相关领域已积累较多优质客户资源，目前渐迈入业绩兑现期。装备领域的稳增长叠加新兴领域的需求共振，未来业绩有望保持较高速增长态势。

**图6：电连接器盈利能力最强**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：电连接器为公司主要营收来源**


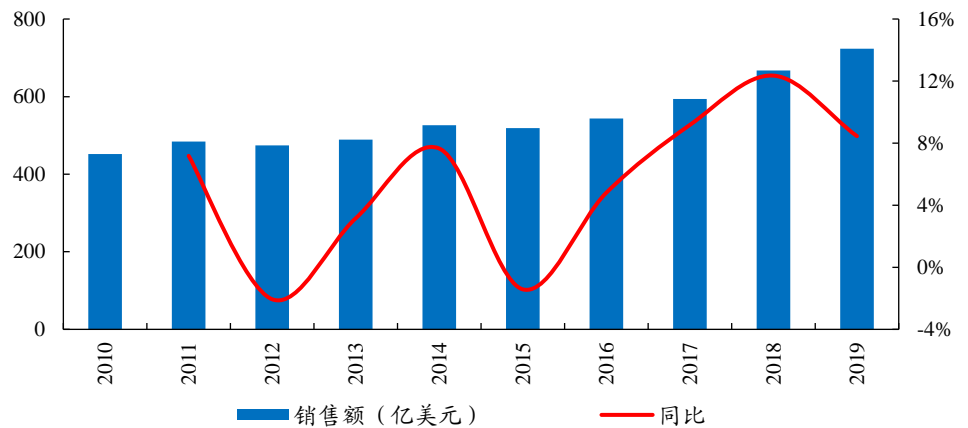
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、电连接器市场快速扩张，龙头有望持续受益

**连接器是构成整机电路系统电气连接必需的基础元件。**连接器是一种借助电信号或光信号和机械力量的作用使电路或光通道接通/断开或转换的功能元件，用作器件/组件/设备/系统之间的电信号或光信号连接，传输信号或电磁能量，并且保持系统与系统之间不发生信号失真和能量损失的变化。凡需光电信号连接的地方都要使用光电连接器，连接器已广泛应用于航空航天、军事装备、通讯、计算机、汽车、工业、家用电器等领域，现已发展成为电子信息基础产品的支柱产业之一。

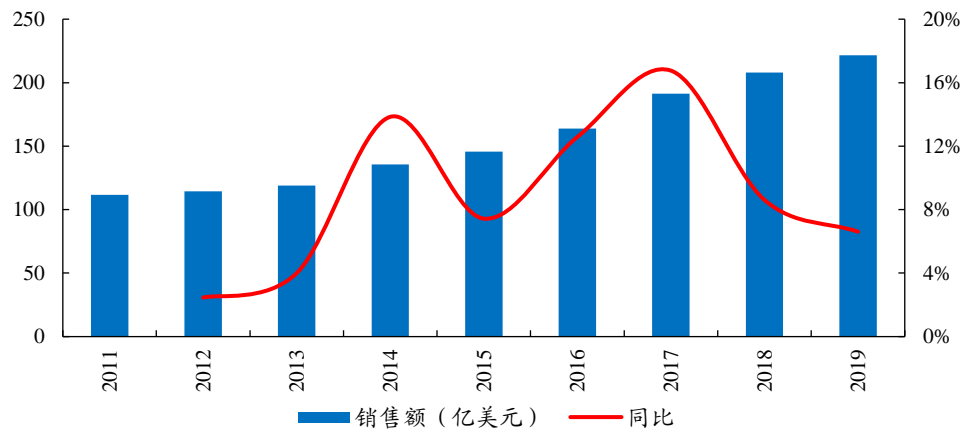
#### 3.1、全球连接器市场稳定增长，中国市场蓬勃发展

**连接器市场整体规模随着社会经济发展水平的提高而增长。**据 Bishop Associates 数据显示，全球连接器规模从 2010 年的 452 亿美元增长到 2019 年的 724 亿美元，CAGR 达 5.37%，总体市场规模上升态势。亚太地区是最大的连接器市场，2019 年占全球市场的 56%，随着北美和欧洲将工厂及生产活动转移至亚太地区，5G 通信商用的普及、新能源汽车市场及物联网的迅速发展，未来连接器市场规模将不断增长。

**图8: 全球连接器市场规模持续增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

近年全球连接器生产力不断向中国转移，我国连接器市场规模全球第一，增速超越全球。随着产业链转移、外企来华设厂以及需求增速大，2000-2010年，我国连接器市场规模CAGR达19.34%，经历高速成长期；2010-2019年，我国连接器市场规模CAGR达8.24%，相比全球市场同期5.37%的增速，我国连接器市场依旧保持高速增长。2019年我国连接器市场规模约为221亿美元，约占到全球市场份额31%。在经济高速发展的带动下，通信、电脑、消费电子等连接器产业在我国迅速发展，预计2020年受下游需求驱动，我国连接器市场规模有望仍将保持较高的增速水平。

**图9: 中国连接器市场规模快速增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.2、寡头垄断下，连接器市场马太效应愈发明显

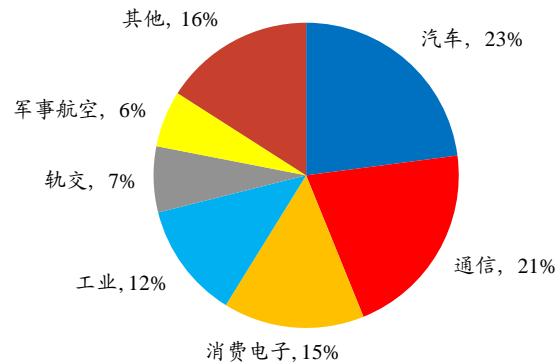
连接器市场基本上已经形成寡头垄断的竞争格局。全球前十大连接器企业占据的市场份额超过60%。从国内市场看，我国连接器厂商约有1000多家，其中外商投资企业约300家，本土制造企业约700余家，集中分布在长三角和珠三角地区，前五强分别为立讯精密、长盈精密、中航光电、得润电子和航天电器。2019年TOP5市场份额为42.77%，与国际市场头部企业超过50%的集中度相比，我国头部连接器企业仍有较大的发展空间。我国连接器军品市场集中度相对较高，中航光电作为军用连接器龙头，市场份额40.67%，稳居第一。随着国内头部企业市场份额的不断提升

升，马太效应将更加明显，公司在军民品的市场份额有望继续扩大。

### 3.3、行业下游应用场景广泛

从产品的下游应用领域来看，目前军工、通信和新能源汽车三大业务领域是公司收入的主要来源，其中军品收入占公司全年收入 50% 左右，通信和新能源汽车业务约占 35%。产品应用领域的多样化发展，有利于在各业务间形成联动、互补效应，也分散了公司的经营风险。

**图10：电连接器下游市场以汽车和通信为主**



数据来源：Bishop Associates、开源证券研究所

#### 3.3.1、新能源汽车需求旺盛，汽车连接器市场空间大

**汽车领域是电连接器下游最大的应用市场。**传统汽车使用电子连接器约为 600-1000 个，新能源汽车单车使用连接器数量约为 800-1000 个，远高于传统汽车的平均水平，且配套充电桩中同样大量使用了连接器产品，单台新能源汽车充电桩的均价为 2 万元，而其中连接器的造价大约为 3500 元，充电桩连接器价值占比较大。随着市场进入新能源汽车销量爬坡的后期，市场需求巨大。据 Bishop Associates 数据，2018 年汽车领域连接器市场达到 158 亿美金，占到全球市场的 23%，是目前最大的细分领域。在新能源汽车连接器领域，公司客户包括比亚迪/江淮/奇瑞/长安/东风/宇通等国内主要新能源汽车产商，新能源汽车连接器领域逐渐实现对外商产品的替代，公司在国内新能源汽车电连接器市场份额第一。

**中航光电作为特斯拉公司的连接器供应商，公司研制的板间连接器已成功配套该车型。**公司为特斯拉公司配套的板间连接器应用于 Model3 的车载充电机中，负责高压电流和低压信号的传输。该车载充电机负责将交流电转换为直流电后为锂电池充电，相当于汽车内部的“迷你变电站”。随着特斯拉销量的增长，中航光电作为配套企业将会明显受益。此外，随着中航光电进入特斯拉产业链，也会反过来提高公司业界地位，提升公司业务范围，公司在新能源汽车领域内的市场份额有望持续提升。

#### 3.3.2、5G 基站建设加速，带动行业新一轮增长

**通信和数据传输领域是电连接器第二大应用市场。**根据 Bishop Associates 2018 年公布的数据显示，通信和数据传输领域所用连接器价值占整个连接器市场的 21%，是电连接器第二大应用市场。连接器是通信设备的重要组成部分，在一般通信设备中的价值占比约为 3-5%，而在一些大型设备中的价值占比则超过了 10%。移动通信基站/基站控制器/移动交换网络/关节支持节点都要用到大量不同规格和作用的连接

器，如射频连接器/电源连接器/背板连接器/输入&输出连接器/印制电路板连接器等。工信部已经正式发布了5G商用牌照，2020年5G建设中宏站预计将达475万个、小站将达到950万个，合计总数量将是4G基站的3-4倍，预计我国5G产业总体市场规模将达到1.15万亿元，比4G产业总体市场规模增长接近50%。按照5G整体规模的5%预测，2020年5G通信连接器的市场空间达575亿元。通信领域，公司先后与华为/中兴康讯/NOKIA/GE/三星等重要用户建立了良好的合作关系，在5G建设加速的背景下，公司民品订单有望持续增长，带动业绩持续上升。

### 3.3.3、军队建设要求带动军品业务稳定增长

公司是国内最大的电连接器供应商，军品收入占营收的50%左右。军用连接器是侦察机、导弹、智能炸弹等新式高性能武器装备的必备元器件，主要应用于航空、航天、兵器、船舶、电子等高新技术领域。国防开支是决定军工行业景气扩张的基础，是军企业绩的根本来源。2019年我国军费预算11900亿元，武器装备开支不断增长。根据军队建设发展“十三五”纲要，2020年军队要基本实现机械化，且信息化建设要取得重大进展，国防建设补短板的需求十分迫切。随着军费投入持续快速增长，武器装备更新换代需求加速释放，军用连接器市场也将快速扩张。根据中国产业信息网数据，据连接器行业产业布局统计，2010年我国军用连接器市场规模仅40.16亿元，预计到2020年国内军用连接器的市场规模将达124.36亿元，自2010年以来年复合增长率为10.8%。随着军队信息化程度的不断提高和军队现代化建设的加快，带来大量新式装备需求的增长，军用连接器市场规模有望持续扩大。

## 4、盈利预测与投资建议

关键假设：

1) 军品业务：随着军改和“十三五”进入末期，2020年军队基本实现机械化，武器装备的采购订单将快速增长，国内军用连接器的市场规模也将随之不断扩大。公司的军品业务不断增长；

2) 汽车业务：公司是国内最大的新能源汽车连接器厂商，客户覆盖国内所有新能源汽车主要厂商。新能源汽车销量进入爬坡后期，随着和特斯拉合作不断深入，特斯拉在中国产销量不断增长，带动公司新能源汽车连接器业务增长。

3) 通信业务：5G商用牌照发放，5G网络建设加速，2020年公司通讯和数据传输业务的收入有望加速增长。

我们预测公司2020-2022年可实现归母净利润12.29/14.23/16.34亿元，分别同比增长14.7%/15.9%/14.8%；EPS分别为1.12/1.29/1.48元；当前股价对应PE分别为32.3/27.9/24.3倍。

参考可比上市公司，公司2020-2022年动态PE估值高于可比上市公司平均估值水平，考虑到公司作为国内电连接器龙头企业，军品订单稳定增长，民品订单不断开拓，市场份额持续提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表2：公司估值高于可比上市公司平均估值水平**

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价   | 归母净利润增速(%) |       |       |       | PE(倍) |       |       |       |
|-----------|------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 2019A      | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 300679.SZ | 电连技术 | 34.14 | -24.63     | 41.88 | 59.84 | 34.63 | 59.10 | 37.37 | 23.38 | 17.37 |
| 002475.SZ | 立讯精密 | 46.86 | 73.13      | 40.31 | 32.38 | 29.87 | 41.42 | 38.06 | 28.75 | 22.14 |



|           |      |       |         |        |       |       |        |       |       |       |      |
|-----------|------|-------|---------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------|
| 002055.SZ | 得润电子 | 12.29 | -324.30 | 163.31 | 41.01 | 1.93  | -      | 15.90 | 11.28 | 11.0  |      |
| 300115.SZ | 长盈精密 | 20.02 | 117.92  | 654.32 | 44.17 | 12.58 | 193.10 | 28.81 | 19.98 | 17.75 |      |
| 002025.SZ | 航天电器 | 27.25 | 12.06   | 18.65  | 19.11 | 18.44 | 28.34  | 24.49 | 20.56 | 17.36 |      |
| 300351.SZ | 永贵电器 | 8.62  | 6.30    | 120.01 | 41.86 | -     | -      | 38.45 | 27.11 | -     |      |
| 可比公司平均值   |      |       |         |        |       |       |        | 80.5  | 30.5  | 21.8  | 17.1 |
| 002179.SZ | 中航光电 | 36.09 | 12.3    | 14.7   | 15.9  | 14.8  | 37.1   | 32.3  | 27.9  | 24.3  |      |

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除中航光电, 其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据, 收盘价选用 2020 年 5 月 19 日

## 5、风险提示

市场竞争导致市场占有率下降的风险, 下游行业需求变化, 重要原材料价格波动。

**附：财务预测摘要**

| 资产负债表(百万元)       | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 10832 | 12255 | 17016 | 19725 | 23817 |
| 现金               | 2700  | 2945  | 5568  | 6681  | 7919  |
| 应收票据及应收账款        | 5998  | 7065  | 8481  | 9902  | 11809 |
| 其他应收款            | 45    | 42    | 61    | 61    | 84    |
| 预付账款             | 48    | 53    | 67    | 75    | 93    |
| 存货               | 1965  | 2049  | 2780  | 2937  | 3836  |
| 其他流动资产           | 77    | 101   | 58    | 68    | 76    |
| <b>非流动资产</b>     | 2454  | 2877  | 3126  | 3424  | 3775  |
| 长期投资             | 119   | 136   | 176   | 215   | 255   |
| 固定资产             | 1381  | 1821  | 2095  | 2379  | 2697  |
| 无形资产             | 187   | 191   | 162   | 128   | 96    |
| 其他非流动资产          | 766   | 729   | 694   | 702   | 727   |
| <b>资产总计</b>      | 13286 | 15132 | 20142 | 23149 | 27592 |
| <b>流动负债</b>      | 5554  | 6000  | 9911  | 11486 | 14311 |
| 短期借款             | 1140  | 1035  | 3828  | 4577  | 5935  |
| 应付票据及应付账款        | 3736  | 4437  | 5396  | 6245  | 7546  |
| 其他流动负债           | 678   | 528   | 688   | 665   | 830   |
| <b>非流动负债</b>     | 1161  | 398   | 313   | 354   | 362   |
| 长期借款             | 1035  | 142   | 165   | 175   | 177   |
| 其他非流动负债          | 127   | 256   | 148   | 179   | 185   |
| <b>负债合计</b>      | 6715  | 6398  | 10224 | 11840 | 14673 |
| 少数股东权益           | 524   | 570   | 656   | 760   | 882   |
| 股本               | 791   | 1070  | 1101  | 1101  | 1101  |
| 资本公积             | 1001  | 2088  | 2088  | 2088  | 2088  |
| 留存收益             | 4136  | 5097  | 6241  | 7566  | 9084  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 6047  | 8164  | 9262  | 10548 | 12037 |
| 负债和股东权益          | 13286 | 15132 | 20142 | 23149 | 27592 |

| 现金流量表(百万元)     | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 23    | 822   | 521   | 1037  | 745   |
| 净利润            | 1010  | 1163  | 1315  | 1528  | 1755  |
| 折旧摊销           | 179   | 193   | 192   | 229   | 266   |
| 财务费用           | -5    | 33    | 64    | 89    | 151   |
| 投资损失           | -31   | -18   | -24   | -23   | -23   |
| 营运资金变动         | -1228 | -748  | -1043 | -782  | -1402 |
| 其他经营现金流        | 99    | 200   | 17    | -5    | -3    |
| <b>投资活动现金流</b> | -260  | -281  | -435  | -499  | -592  |
| 资本支出           | 280   | 294   | 227   | 253   | 309   |
| 长期投资           | 12    | 5     | -40   | -38   | -39   |
| 其他投资现金流        | 32    | 18    | -249  | -284  | -322  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1243  | -316  | -256  | -173  | -274  |
| 短期借款           | 609   | -105  | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 854   | -893  | 23    | 10    | 2     |
| 普通股增加          | -0    | 279   | 31    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 28    | 1087  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -248  | -684  | -309  | -183  | -276  |
| <b>现金净增加额</b>  | 1046  | 245   | -169  | 364   | -121  |

| 利润表(百万元)     | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>  | 7816  | 9159  | 10899 | 12889 | 15223 |
| 营业成本         | 5271  | 6166  | 7418  | 8781  | 10404 |
| 营业税金及附加      | 32    | 32    | 39    | 46    | 54    |
| 营业费用         | 360   | 374   | 450   | 518   | 609   |
| 管理费用         | 418   | 429   | 518   | 602   | 700   |
| 研发费用         | 664   | 920   | 1101  | 1315  | 1522  |
| 财务费用         | -5    | 33    | 64    | 89    | 151   |
| 资产减值损失       | 39    | -25   | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益         | 66    | 85    | 72    | 75    | 76    |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益        | 31    | 18    | 24    | 23    | 23    |
| 资产处置收益       | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>  | 1100  | 1244  | 1406  | 1636  | 1882  |
| 营业外收入        | 39    | 16    | 23    | 23    | 22    |
| 营业外支出        | 22    | 5     | 11    | 11    | 10    |
| <b>利润总额</b>  | 1117  | 1254  | 1419  | 1648  | 1894  |
| 所得税          | 108   | 92    | 104   | 121   | 139   |
| <b>净利润</b>   | 1010  | 1163  | 1315  | 1528  | 1755  |
| 少数股东损益       | 56    | 91    | 86    | 104   | 121   |
| <b>归母净利润</b> | 954   | 1071  | 1229  | 1423  | 1634  |
| EBITDA       | 1352  | 1431  | 1635  | 1954  | 2265  |
| EPS(元)       | 0.87  | 0.97  | 1.12  | 1.29  | 1.48  |

| 主要财务比率         | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 22.9  | 17.2  | 19.0  | 18.3  | 18.1  |
| 营业利润(%)        | 13.6  | 13.1  | 13.1  | 16.3  | 15.0  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 15.6  | 12.3  | 14.7  | 15.9  | 14.8  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 32.6  | 32.7  | 31.9  | 31.9  | 31.7  |
| 净利率(%)         | 12.2  | 11.7  | 11.3  | 11.0  | 10.7  |
| ROE(%)         | 15.4  | 13.3  | 13.3  | 13.5  | 13.6  |
| ROIC(%)        | 12.5  | 12.0  | 10.0  | 10.3  | 10.1  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 50.5  | 42.3  | 50.8  | 51.1  | 53.2  |
| 净负债比率(%)       | -3.6  | -17.5 | -14.4 | -15.4 | -12.4 |
| 流动比率           | 2.0   | 2.0   | 1.7   | 1.7   | 1.7   |
| 速动比率           | 1.6   | 1.7   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 应收账款周转率        | 1.5   | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| 应付账款周转率        | 1.6   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.87  | 0.97  | 1.12  | 1.29  | 1.48  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.02  | 0.75  | 0.47  | 0.94  | 0.68  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 5.25  | 7.42  | 8.39  | 9.55  | 10.91 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 41.7  | 37.1  | 32.3  | 27.9  | 24.3  |
| P/B            | 6.9   | 4.9   | 4.3   | 3.8   | 3.3   |
| EV/EBITDA      | 29.6  | 27.1  | 23.8  | 19.8  | 17.2  |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                         |
|------|------------------|----------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；          |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。           |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；              |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；           |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。              |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835