天风证券 TF SECURITIES

# 三维通信（002115）

证券研究报告
2018 年 05 月 24 日

## 微信互联网流量红利爆发+5G，未来成长性十足

**公司主营业务已发生重大变化，巨网科技将带动公司进入持续高成长，市场预期差较大**

三维通信传统主业为网络优化，是业内最早上市的公司，抱守 3G、4G 多年之后，终于决定转型切入新兴成长领域，于 17 年底完成对巨网科技的收购（作价 13.5 亿元），实现双主业并行。**巨网是一家立足于长尾流量整合，深耕 8 年互联网广告营销生态的企业，质地优良。**主营业务包括：广告投放、游戏联运、自媒体广告，其中广告投放占 90%以上。**巨网承诺 2017、2018、2019 年扣非后净利润分别为 9300 万、13000 万、17000 万元，并且巨网大股东承诺并购后股份 3 年内不减持**，显示对公司的强烈信心。

**看点 1：媒体资源丰富，覆盖用户广，受益移动互联网浪潮，持续高增长**

据艾瑞咨询数据，2017 年中国移动互联网广告市场规模超 2000 亿，并且未来仍将保持年 60%-70%的高增长态势。**巨网过去 3 年营收和净利润复合增速都在 150%以上。**截止 2018 年巨网各类互联网流量供应商及合作媒体**已超 1200 家**（可实现日覆盖 2.5 亿+的移动互联网用户，日展示 5 亿+广告资源），**广告客户超过 300 家（腾讯、百度、金山等）**。公司基于丰富媒体资源构建了强大广告投放渠道，受益移动互联网广告行业浪潮，公司业绩有望持续高增长，**三维通信中报预计业绩区间为 5000-7000 万元，同比增长为 194%-311%，巨网的高成长性持续显现。**

**看点 2：深耕微信互联网赛道，下一波流量红利爆发在即**

巨网有别于一般的数字营销，它是一家基于泛娱乐内容营销，重视产品研发，聚合流量做深度变现的公司。**值得重视的是，巨网在享受移动互联网高成长红利的同时开始积极拥抱微信互联网，**巨网已在文学、娱乐、养生、游戏、生活、自媒体、APP 等细分行业形成覆盖千万级用户的内容矩阵，预计在行业内处于第一梯队（排名前 30）。**公司自有的微信公众号已形成数百万粉丝，合作的微信公众号粉丝数千万，而且涨粉趋势仍在高速增长，流量孵化潜力巨大。**我们认为，“拼多多”、“有赞”等围绕微信互联网生态圈做变现的企业不断得到印证，我们认为巨网在微信互联网的积极拓张，未来也有望充分享受这波流量红利。

**看点 3：网优市场格局逐步优化，静待 5G 绽放**

网优业务未来还是有机会：公司从产品到解决方案、服务始终保持业内领先；以及拓张海外市场不断获得重大突破，积极研发及布局小基站为 5G 准备。我们认为公司在 5G 时代有望充分享受行业红利，值得期待。

**盈利预测：**考虑到并表以及巨网多年积累的长尾流量和广泛客户资源，在移动互联网广告市场加深变现；同时深耕微信互联网赛道，基于公众号打造泛娱乐内容营销，有望享受微信互联网流量红利，上调公司 2018-2020 盈利预测为 2.1 亿、3.2 亿和 4.7 亿元，19 年 18 倍，重申“增持”评级。

**风险提示：**微信公众号流量变现不及预期，移动广告行业竞争激烈等

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 988.76 | 1,181.44 | 2,368.68 | 3,228.73 | 4,204.00 |
| 增长率(%) | 14.31 | 19.49 | 100.49 | 36.31 | 30.21 |
| EBITDA(百万元) | 63.86 | 104.66 | 253.42 | 377.01 | 545.85 |
| 净利润(百万元) | 27.60 | 47.27 | 208.69 | 320.26 | 467.11 |
| 增长率(%) | 45.38 | 71.28 | 341.44 | 53.46 | 45.85 |
| EPS(元/股) | 0.05 | 0.09 | 0.38 | 0.58 | 0.84 |
| 市盈率(P/E) | 208.52 | 121.74 | 27.58 | 17.97 | 12.32 |
| 市净率(P/B) | 6.16 | 3.13 | 2.87 | 2.65 | 2.40 |
| 市销率(P/S) | 5.82 | 4.87 | 2.43 | 1.78 | 1.37 |
| EV/EBITDA | 66.20 | 44.95 | 21.06 | 13.12 | 10.07 |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

| | |
|---|---|
| 行业 | 通信/通信设备 |
| 6 个月评级 | 增持（维持评级） |
| 当前价格 | 10.39 元 |
| 目标价格 | 元 |

### 基本数据

| | |
|---|---|
| A 股总股本(百万股) | 553.93 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 344.90 |
| A 股总市值(百万元) | 5,456.17 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,397.31 |
| 每股净资产(元) | 3.90 |
| 资产负债率(%) | 45.86 |
| 一年内最高/最低(元) | 13.01/6.80 |

### 作者

**王奕红** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com
**唐海清** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com
**王俊贤** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com
**容志能** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com

### 股价走势

资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《三维通信-季报点评:业绩持续好转，全年净利润预测略超预期》2017-10-26
2 《三维通信-公司点评:业绩持续好转，全年净利润预测略超预期》2017-10-24
3 《三维通信-公司点评:重组顺利过会，海外市场、数字营销助力稳定增长》2017-09-19

## 1. 主营业务已发生重大变化：新兴数字营销业务积极拥抱微信互联网红利，传统网优静待 5G 绽放

公司传统主营为网优业务，**是网优行业内第一家上市公司，产品线涵盖网优覆盖设备（无缘产品、数字光分布平台产品、iDAS、微放等）、技术服务和网优其他产品**，涵盖了信号覆盖产品、天线产品、射频产品、 WLAN 产品、集群调度产品等系列。另外，公司的解决方案还包括了行业应用，跨越了运营商的周期性波动。从产品到解决方案，公司形成了较为完整的网络优化产品全产业链， 降低产品单一风险。

**图 1：公司传统主营业务**

资料来源：公司官网，天风证券研究所

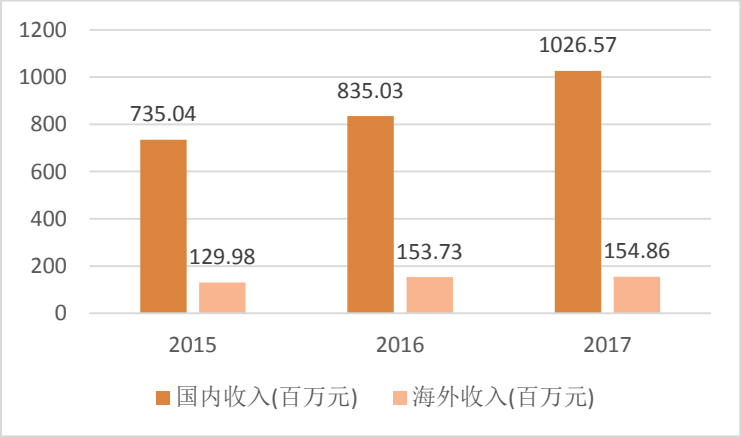
网优业务行业竞争激烈，持续价格战导致毛利率下降，但是公司通过降本增效（人员从以前 2500 多人降至 700 多人）以及海外市场拓张，在 4G 建设高峰过后，网优业务销售额仍保持稳定增长。

**图 2：公司网优业务的客户遍布全球**

资料来源：公司网站，天风证券研究所

**公司网优业务未来还是有机会。首先，**在行业低谷期间，即使价格每年下降，而公司营收在持续增长，主要源于：网络越来越复杂，对产品和解决方案的要求也越来越高，竞争力较弱的公司会被逐步淘汰，而公司从产品到解决方案、服务始终保持业内领先；**其次，据公司公告，**持续加大海外市场拓张，并已获得重大突破（日本、澳大利亚、美国、欧洲、加拿大等市场均已切入）；**再次，公司提前研发及布局小基站 small cell 产品，**为 5G 的到来做好充分准备（2014 年完成 LTE 原型机，2015 年测试和调整，2016 年完成研发）。**因此，我们认为公司在 5G 时代有望充分享受行业红利，值得期待。**

**图 3：传统网优业务稳定增长**



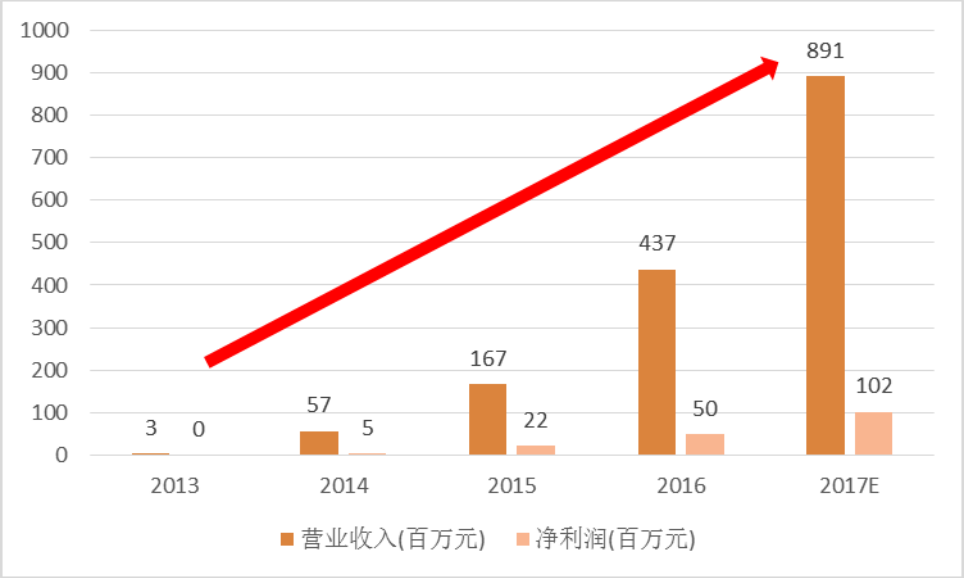

资料来源：WIND，天风证券研究所

**公司业务目前已发生重大变化，巨网科技将带动公司进入持续高成长。**17 年 Q4 公司已完成收购巨网科技，据收购预案，具体方案为：发行股份及支付现金收购巨网 81.48%股权（作价 11 亿元，发行价格 9.55 元/股，18 年 5 月 22 日收盘价为 9.83 元/股），自筹资金（2.5 亿元）收购 18.52%股权，同时募集配套资金 3.82 亿元用于支付现金对价以及移动智能广告投放平台的项目建设。

**巨网科技是一家立足于长尾流量整合，全面布局互联网广告营销生态的企业，质地优良。**主营业务包括：针对长尾流量的广告投放、游戏联运、自媒体广告。其中广告投放占 90%以上。巨网承诺 2017、2018、2019 年扣非后净利润分别为 9300 万元、13000 万元、17000 万元，并且巨网大股东承诺并购后股份 3 年内不减持，显示对公司的强烈信心。

巨网科技的营收和净利润自 **2013 年以来保持高增长**，处于高速成长阶段。其中年报披露 2017 年巨网实现净利润 1.02 亿元，超业绩对赌 9.6%。通过 16 年净利率线性外推，预计 17 年收入为 8.91 亿元，则 **14-17 年巨网营收和净利润年复合增速为 150%和 173%。我们认为，巨网的媒体资源丰富、覆盖用户广，自制内容流量孵化潜力巨大，公司有别于一般的数字营销公司，在自有内容及产品研发上具备优势，并且深耕微信互联网赛道，未来有望带动三维持续高增长。**同时，三维通信中报预计业绩区间为 5000-7000 万元，同比增长为 194%-311%，主要为巨网的并表拉动。

**图 4：巨网科技营收和净利润呈持续高增长**




资料来源：公司公告，天风证券研究所

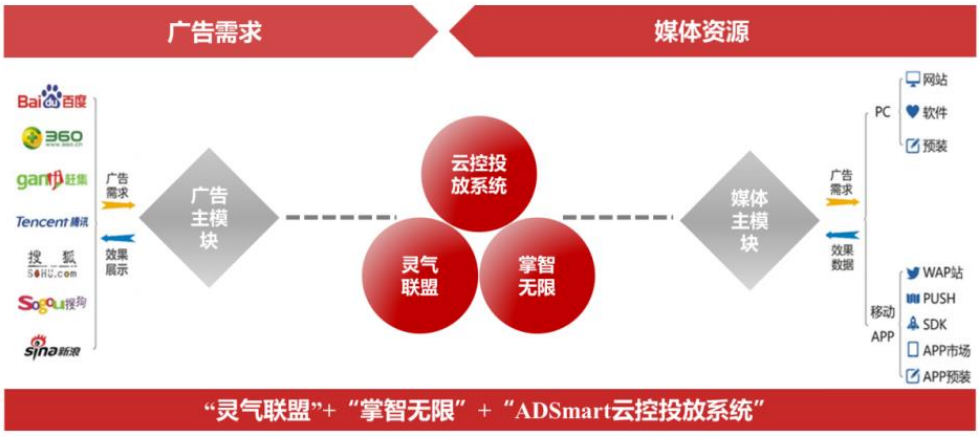
## 2. 打造泛娱乐内容营销，主选微信互联网赛道尽享红利

现在移动互联网广告市场规模超 2000 亿，并且仍然保持年 60%-70%的高增长态势，公司的移动广告业务，受益行业浪潮发展有望持续高增长。巨网科技专注长尾流量整合，基于丰富媒体资源构建强大广告投放渠道，截止 2018 年公司各类互联网流量供应商及合作媒体合计**已超 1200 家**，广告客户超过 300 家（腾讯、百度、金山等）。**公司发挥自制内容+产品研发优势凸显，深耕微信互联网赛道，流量孵化潜力巨大。同时 17 年切入腾讯社交广告服务，并获得“优秀服务商”称号，未来有望超预期发展。**

### 2.1. 移动广告市场增势迅猛，公司受益行业浪潮发展有望持续高增长

巨网主营业务包括：广告分发、自媒体广告、腾讯社交广告、游戏联运。公司主要依托于**自主研发的 ADSmart 云控投放系统及“灵气联盟”、“掌智无限”**应用程序广告分发平台，深入挖掘媒体资源价值，为广告主提供精准、高效的 PC 端及移动端应用程序互联网广告分发服务。其中 ADSmart 是公司自主开发的信息资源管理系统，可实现大规模数据采集、实时分析计算、跨平台调度等功能；灵气联盟和掌智无限分别是 PC 端和移动端的广告投放及供应方接入平台。

**图 5：“ADSmart+灵气联盟+掌智无限”打造自主研发广告分发系统**

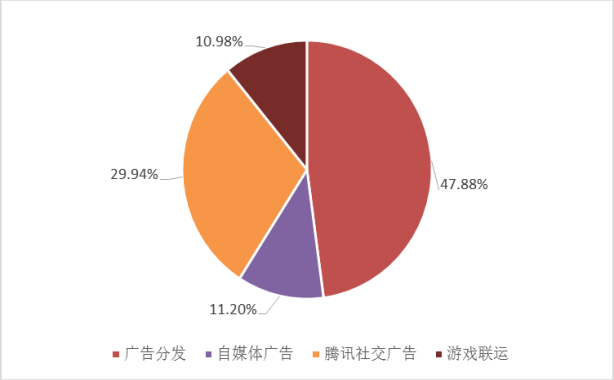



资料来源：巨网科技，天风证券研究所

巨网的广告分发、腾讯社交广告、自媒体广告、和游戏运营的收入占比（17 年 1-5 月）分别为 47.88%、29.94%、11.2%和 10.98%。其中腾讯社交业务主要是腾讯智汇推和广点通

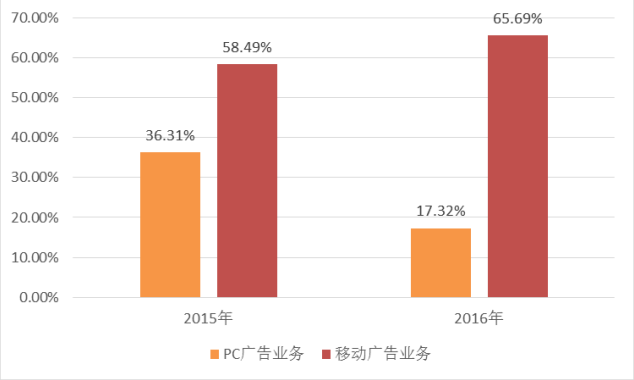
代理，从 2017 年开始开展，2017 年 1-5 月已实现收入 6306 万元；自媒体广告主要整合公司自运营及合作的网站、微信公众号等媒体平台为客户提供精准的广告投放服务，**以上两项是公司增速最快的业务。从 PC 和移动广告收入来看，巨网 16 年移动广告收入 2.87 亿元，同比增长 195%，占总营收 65.69%，高成长趋势显著，未来有望持续享受移动广告行业的高增长红利。**

图 6：2017 年 1-5 月巨网各业务营收占比




资料来源：公司公告，天风证券研究所

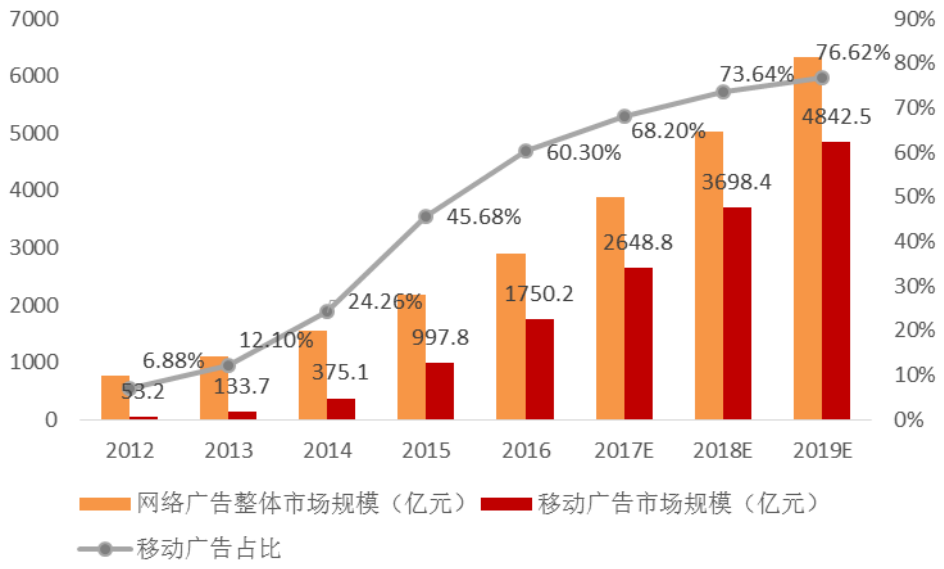
图 7：巨网移动广告业务占比持续提升




资料来源：公司公告，天风证券研究所

据艾瑞咨询数据，2016 年中国移动广告市场规模 1750 亿元，占比首超 60%，随着用户习惯的持续转移，未来几年移动广告在整体广告占比将持续增大，预计 19 年该占比接近 80%，其市场规模可达近 5000 亿元。**可见，移动广告业务未来几年增势迅猛，仍将保持 70%以上的复合高增长，巨网移动广告业务将显著受益行业浪潮的发展，未来有望持续高增长。**

图 8：移动互联网广告市场呈持续高增长




资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

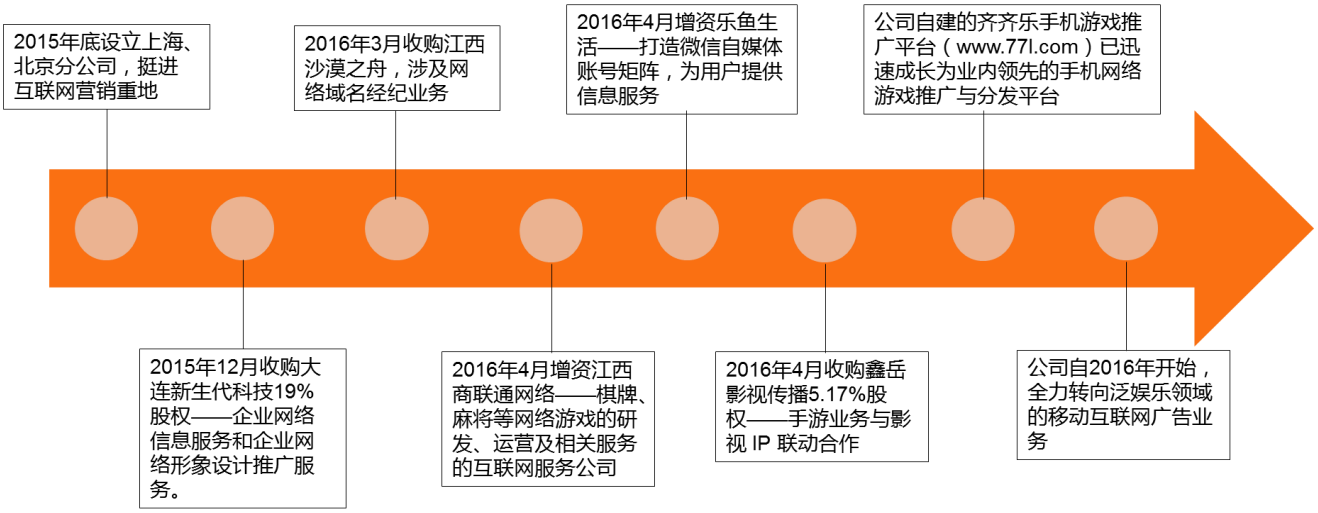
## 2.2. 专注长尾流量整合，基于丰富媒体资源构建强大广告投放渠道

巨网从 2010 年进入互联网广告分发行业，是国内最早进入互联网流量整合领域的企业之一，具备先发优势，**公司定位长尾流量整合专家，而非广告为主**。根据 CNNIC 统计报告，截至 2017 年 6 月，我国网站总数为 506 万个。TalkingData 数据显示，截至 2016 年 12 月，我国 APP 数量超过 1700 万个，**头部流量竞争异常激烈，长尾流量其实存在较大空间**。2016 年巨网拥有各类互联网长尾流量资源供应商合计已超过 **400 家**，截止 2018 年各类互联网流量供应商及合作媒体合计**已超 1200 家**，同时各类广告客户超过 300 家（腾讯、百

度、金山等）。

一方面，巨网积极参加各类 APP 开发者论坛、中小网站站长交流大会等，与众多中小网站、APP 的开发者建立了业务合作关系，向其采购长尾流量资源；另一方面，公司自产媒体，董事长郑建波本来就是站长出身，早期站长有一堆，同时近百人团队专门生产流量，孵化大量 IP，这些流量的利润非常高。**我们认为，公司长期积累的长尾流量，其先发优势天然构筑了门槛，并且流量非常优质，以效果的形式去做有明显优势，随着品牌附加值增加，随着流量变现提升空间很大。**

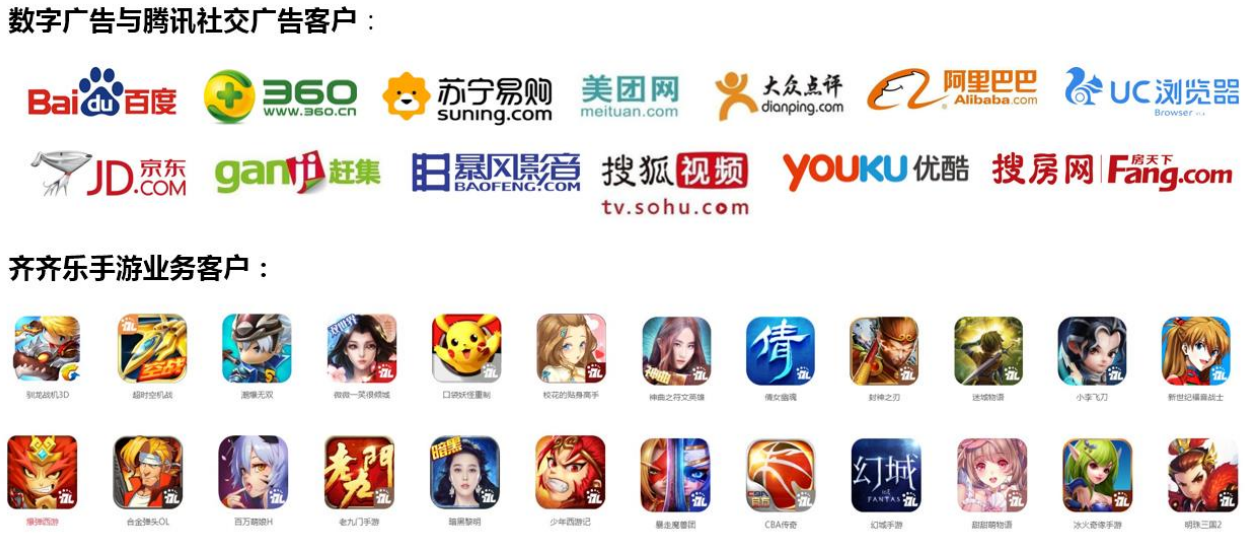
图 9：巨网持续外延拓张布局




资料来源：公司公告，天风证券研究所

巨网目前已拥有的媒体资源可以实现日覆盖 2.5 亿+的移动互联网用户媒体资源，日展示 5 亿+广告资源。**公司**集聚了国内大量的二三线网站、wap 站、APP 应用等优质长尾流量，构建了强大的广告投放渠道，**成为百度、360 等知名互联网企业的核心流量供应商，并为腾讯、百度、淘宝、阿里巴巴、奇虎 360、搜狐、赶集网等在内的多家电子商务、网络游戏、网络服务商、品牌客户提供精准广告投放服务。**

图 10：巨网科技覆盖广泛客户




资料来源：巨网科技官网，天风证券研究所

## 2.3. 自制内容+产品研发，深耕微信互联网赛道，流量孵化潜力巨大

公司成立 8 年深耕互联网广告分发，早期是 PC，后来切入移动互联网，未来将发力微信互联网。目前用户阅读习惯和时长都停留在微信，**微信属于社交工具，具有刚需高频属性，是最底层的基础设施，而且目前已具备 10 亿月活，其第一流量入口的壁垒极强，爆款产品很难对其形成威胁，微信互联网已建立庞大稳固的生态圈。同时，腾讯愿意开放赋能，除了“连接、内容、支付”平台之外，其他赛道交给合作伙伴，因此诞生出“拼多多”、“有赞”等围绕微信互联网生态圈做变现的“类独角兽”，我们认为巨网在微信互联网的积极拓张，未来也有望充分享受这波流量红利。**

**我们认为：巨网紧抓内容，重力打造产品研发，聚合流量做变现，跟市场认知的广告公司还是有很大差异。**

**1、**自媒体广告业务主要通过整合巨网科技自运营及合作的网站、微信公众号等媒体平台为客户提供精准的广告投放服务，其自有内容和研发占比较高，有别于一般数字营销公司。官网显示，**巨网已在文学、娱乐、养生、游戏、生活、自媒体、APP 等细分行业形成覆盖千万级用户的内容矩阵，预计在行业内处于第一梯队（排名前 30）。公司自有的微信公众号已形成数百万粉丝，合作的微信公众号粉丝数千万，而且涨粉趋势仍在高速增长，流量孵化变现潜力巨大。**

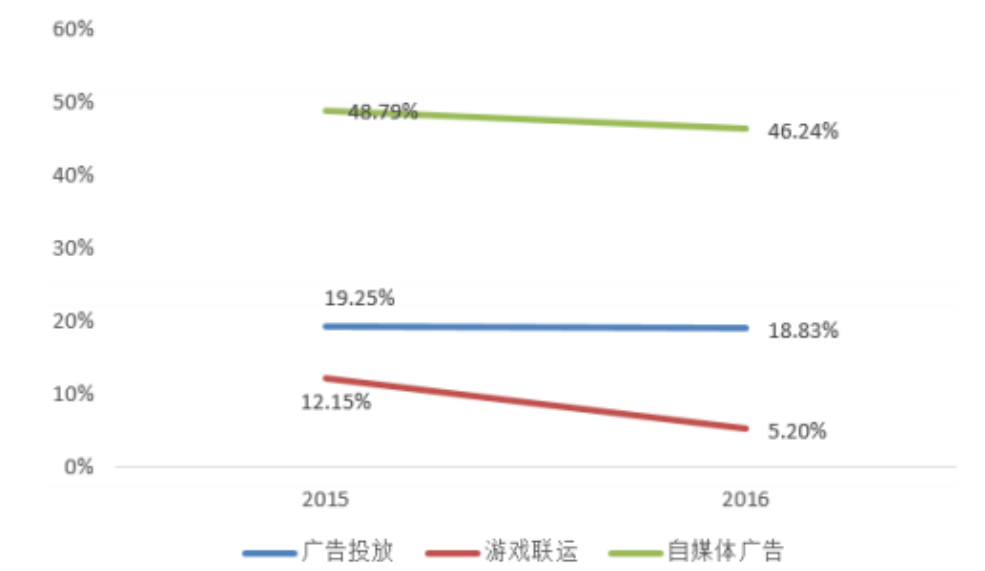
**表 1：巨网在微信公众号的粉丝**

| | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 自有微信公众号粉丝（万粉） | 537 | 527 | 521 | 519 | 517 |
| 合作微信公众号粉丝（万粉） | 2055 | 3093 | 4541 | 6499 | 7112 |
| 合计微信公众号粉丝（万粉） | 2592 | 3620 | 5062 | 7018 | 7629 |

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**自媒体广告业务显著提升盈利能力。**巨网的自媒体广告业务 16 年毛利率高达近 50%，2016 年较 2015 年下降，主要源于公司为拓展业务，16 年新租赁了部分微信公众号广告位，导致单位成本增加。但是，17 年 1-5 月，公司自媒体广告毛利率提升到了 55%。自媒体广告业务成本固定（不涉及流量的采购，主要是网站、微信公众号的维护运营成本及网站、微信公众号、域名等无形资产的摊销及部分运营商费用），因此**随着自媒体广告业务收入规模的快速增加，毛利率显著提升，预计未来随着该业务收入规模增长以及占比提升，公司盈利能力有望显著提升。**

**图 11：巨网科技分业务毛利率情况**




资料来源：公司公告，天风证券研究所

**2、巨网重视自主研发，增强核心竞争力。据公司公告，**17 年 5 月公司目前员工 239 名，**其中 40%以上为互联网行业 7 年左右的资深从业人员， 31%为技术研发人员。**巨网科技的智能分发核心技术均为自主研发取得，ADSmart 云控系统平台实现了广告主和媒体

资源的无缝连接；SDK 数据多维度采集模拟，对用户数据进行整合、标签化，通过强大的技术，建立强大的数据仓库，使用效果定向技术实现长尾流量的高效聚合，实时优化及监测技术保证了广告投放的有效性和及时性。

巨网科技拟建设的移动智能广告投放平台是基于现有的技术基础和业务基础上，升级现有的 SSP 平台，新建 DSP、DMP、Ad Exchange 平台，组建并完善移动端的高技术精准营销平台。

图 12：募投项目，重视自主研发建设

| | | |
|---|---|---|
| **1** | **移动智能广告投放平台建设投资** | **13,585.00** |
| 1.1 | 办公场地购置及装修投资 | 5,660.00 |
| 1.2 | 项目人力资源投资 | 2,240.00 |
| 1.3 | 移动营销 DSP 平台建设投资 | 2,476.90 |
| 1.4 | 移动营销 DMP 平台建设投资 | 1,962.90 |
| 1.5 | 移动营销 SSP 平台升级投资 | 1,245.20 |
| **2** | **项目基本预备费** | **715.00** |
| **投资金额** | | **14,300.00** |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**3、切入腾讯社交广告服务，未来有望超预期发展。**腾讯广点通已更名为腾讯社交广告平台（TSA），是基于腾讯大社交网络体系的效果广告平台，依托优质流量资源，为广告主提供 QQ 空间、QQ 音乐、QQ 客户端、微信、视频等诸多广告投放平台。2017 年初，巨网已成为腾讯广点通业务的广告代理商，并**荣膺腾讯社交广告平台 2017 年优秀服务商（总共 10 多家）**。我们认为，随着腾讯社交平台的垄断力持续扩大，并且社交流量最便宜，**近两年公司在腾讯社交广告服务领域建立了明显的先发优势，尤其在中小客、小行业排名第一，并且正处高增长趋势，未来有望实现超预期发展。**

图 13：腾讯社交广告展现形式

资料来源：巨网科技官网、天风证券研究所

## 2.4. 大海航行靠舵手——80 后巨网董事长草根创业十年炼就互联网“黑马”

公司的核心人才团队拥有丰富的互联网广告从业经验，来自 BAT 及国内知名站长。我们认为，**巨网科技董事长郑建波（网名菠菜）的经历值得重视**，作为草根出身，在互联网行

业摸爬滚打十余年，对行业的发展动态、市场需求具备了敏锐且正确的嗅觉和商业意识，从而能够带领公司持续快速成长。

2004 年，郑建波毕业后开始做网站，获得很大用户；

2005 年，做视频、电影搜索。当时在全球世界排名三千名（高于酷六和暴风影音）；

2007 年，创办了天人网络电视工作室，研发出了 P2P 网络电视聚合软件——“天人网络电视”，集合所有视频解码，软件日活跃用户超过 60 万人次/天；

2009 年，打造 46.com 网址导航项目，成为百度网站四大网址导航之一，与 hao123、360、2345 并驾齐驱，每天访问量达 720 万独立访客，2011 年被盛大所属子公司边锋网络以 8000 万元收购；

2010 年成立巨网科技，专心做网络长尾流量的精准推送，利用公司多年的中小媒体聚合能力和优化、分析技术，打造公司的核心竞争力。

2017 年，巨网被三维通信收购，借助上市公司平台和力量，围绕移动互联网、微信互联网生态全面打造泛娱乐内容营销。

**我们认为，巨网董事长此前的多次创业经历，尝试过互联网的多个赛道，创立巨网之后开始聚焦并快速成长，乘移动互联网浪潮之后，积极拥抱微信互联网流量红利，将有望继续在高成长之路上奔跑。**

## 3. 投资建议

**考虑到并表以及巨网多年积累的长尾流量和广泛客户资源，在移动互联网广告市场加深变现；同时深耕微信互联网赛道，基于公众号打造泛娱乐内容营销，有望享受微信互联网流量红利。我们上调公司 2018-2020 盈利预测为 2.1 亿、3.2 亿和 4.7 亿元，对应 18 年 28 倍 PE，19 年 18 倍 PE，重申“增持”评级。**

# 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 673.92 | 589.03 | 1,011.31 | 1,414.91 | 877.80 |
| 应收账款 | 481.39 | 571.23 | 1,534.26 | 1,335.73 | 2,401.16 |
| 预付账款 | 13.64 | 88.15 | 121.87 | 159.88 | 198.67 |
| 存货 | 400.48 | 418.96 | 1,231.18 | 982.54 | 1,834.62 |
| 其他 | 209.01 | 260.52 | 242.58 | 248.71 | 269.67 |
| **流动资产合计** | **1,778.44** | **1,927.89** | **4,141.19** | **4,141.76** | **5,581.92** |
| 长期股权投资 | 21.03 | 31.86 | 31.86 | 31.86 | 31.86 |
| 固定资产 | 319.59 | 753.37 | 764.74 | 794.13 | 821.33 |
| 在建工程 | 210.65 | 11.97 | 43.18 | 73.91 | 74.35 |
| 无形资产 | 101.26 | 190.43 | 173.21 | 155.99 | 138.76 |
| 其他 | 178.17 | 1,420.18 | 1,392.31 | 1,380.32 | 1,368.91 |
| **非流动资产合计** | **830.70** | **2,407.82** | **2,405.30** | **2,436.21** | **2,435.22** |
| **资产总计** | **2,609.14** | **4,335.71** | **6,546.49** | **6,577.96** | **8,017.15** |
| 短期借款 | 5.00 | 40.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 711.93 | 1,268.76 | 3,011.58 | 2,998.98 | 3,796.34 |
| 其他 | 251.89 | 714.73 | 1,040.78 | 924.91 | 1,333.46 |
| **流动负债合计** | **968.83** | **2,023.50** | **4,052.36** | **3,923.89** | **5,129.80** |
| 长期借款 | 205.12 | 354.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 399.02 | 0.00 | 400.00 | 400.00 | 400.00 |
| 其他 | 48.12 | 64.14 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| **非流动负债合计** | **652.25** | **418.52** | **440.00** | **440.00** | **440.00** |
| **负债合计** | **1,621.08** | **2,442.02** | **4,492.36** | **4,363.89** | **5,569.80** |
| 少数股东权益 | 54.39 | 56.28 | 46.34 | 46.15 | 45.87 |
| 股本 | 416.26 | 509.39 | 553.90 | 553.90 | 553.90 |
| 资本公积 | 277.97 | 1,082.24 | 1,082.24 | 1,082.24 | 1,082.24 |
| 留存收益 | 539.64 | 1,349.55 | 1,453.89 | 1,614.02 | 1,847.58 |
| 其他 | (300.20) | (1,103.77) | (1,082.24) | (1,082.24) | (1,082.24) |
| **股东权益合计** | **988.06** | **1,893.69** | **2,054.13** | **2,214.07** | **2,447.35** |
| **负债和股东权益总** | **2,609.14** | **4,335.71** | **6,546.49** | **6,577.96** | **8,017.15** |

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **988.76** | **1,181.44** | **2,368.68** | **3,228.73** | **4,204.00** |
| 营业成本 | 723.03 | 867.80 | 1,800.15 | 2,414.96 | 3,073.26 |
| 营业税金及附加 | 9.55 | 11.99 | 22.98 | 31.00 | 39.94 |
| 营业费用 | 83.38 | 86.75 | 106.59 | 145.29 | 189.18 |
| 管理费用 | 133.49 | 167.92 | 213.18 | 290.59 | 378.36 |
| 财务费用 | 22.83 | 31.18 | 23.00 | 24.00 | 26.00 |
| 资产减值损失 | 17.22 | 19.20 | 20.00 | 20.00 | 30.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 15.30 | 32.70 | 13.00 | 13.00 | 13.00 |
| 其他 | (30.60) | (78.67) | (26.00) | (26.00) | (26.00) |
| **营业利润** | **14.58** | **42.56** | **195.78** | **315.90** | **480.26** |
| 营业外收入 | 12.53 | 3.63 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 营业外支出 | 1.19 | 0.97 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| **利润总额** | **25.91** | **45.23** | **196.78** | **316.90** | **481.26** |
| 所得税 | 0.77 | (0.46) | (1.97) | (3.17) | 14.44 |
| **净利润** | **25.14** | **45.68** | **198.75** | **320.07** | **466.83** |
| 少数股东损益 | (2.46) | (1.59) | (9.94) | (0.19) | (0.28) |
| **归属于母公司净利润** | **27.60** | **47.27** | **208.69** | **320.26** | **467.11** |
| 每股收益（元） | 0.05 | 0.09 | 0.38 | 0.58 | 0.84 |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 25.14 | 45.68 | 208.69 | 320.26 | 467.11 |
| 折旧摊销 | 34.27 | 51.25 | 34.64 | 37.11 | 39.58 |
| 财务费用 | 26.10 | 33.16 | 23.00 | 24.00 | 26.00 |
| 投资损失 | (15.30) | (32.70) | (13.00) | (13.00) | (13.00) |
| 营运资金变动 | 83.02 | (82.33) | 272.04 | 288.27 | (757.66) |
| 其它 | (19.16) | 5.38 | (9.94) | (0.19) | (0.28) |
| **经营活动现金流** | **134.07** | **20.44** | **515.43** | **656.45** | **(238.25)** |
| 资本支出 | 198.89 | 1,467.91 | 84.14 | 80.00 | 50.00 |
| 长期投资 | (1.05) | 10.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (240.13) | (1,696.69) | (121.35) | (148.77) | (89.35) |
| **投资活动现金流** | **(42.30)** | **(217.94)** | **(37.21)** | **(68.77)** | **(39.35)** |
| 债权融资 | 618.73 | 806.60 | 812.21 | 812.21 | 812.21 |
| 股权融资 | (10.53) | 867.29 | 43.17 | (23.83) | (25.77) |
| 其他 | (447.13) | (1,509.61) | (911.32) | (972.47) | (1,045.93) |
| **筹资活动现金流** | **161.06** | **164.28** | **(55.94)** | **(184.09)** | **(259.50)** |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **现金净增加额** | **252.83** | **(33.22)** | **422.28** | **403.59** | **(537.10)** |

| 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | 14.31% | 19.49% | 100.49% | 36.31% | 30.21% |
| 营业利润 | 101.18% | 192.00% | 359.97% | 61.35% | 52.03% |
| 归属于母公司净利润 | 45.38% | 71.28% | 341.44% | 53.46% | 45.85% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 26.88% | 26.55% | 24.00% | 25.20% | 26.90% |
| 净利率 | 2.79% | 4.00% | 8.81% | 9.92% | 11.11% |
| ROE | 2.96% | 2.57% | 10.39% | 14.77% | 19.45% |
| ROIC | 4.01% | 9.57% | 12.14% | 21.58% | 36.14% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 62.13% | 56.32% | 68.62% | 66.34% | 69.47% |
| 净负债率 | 30.38% | 17.34% | 50.94% | 120.54% | 87.31% |
| 流动比率 | 1.84 | 0.95 | 1.02 | 1.06 | 1.09 |
| 速动比率 | 1.42 | 0.75 | 0.72 | 0.81 | 0.73 |
| **营运能力** | | | | | |
| 应收账款周转率 | 2.12 | 2.24 | 2.25 | 2.25 | 2.25 |
| 存货周转率 | 2.43 | 2.88 | 2.87 | 2.92 | 2.98 |
| 总资产周转率 | 0.42 | 0.34 | 0.44 | 0.49 | 0.58 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.05 | 0.09 | 0.38 | 0.58 | 0.84 |
| 每股经营现金流 | 0.24 | 0.04 | 0.93 | 1.19 | -0.43 |
| 每股净资产 | 1.69 | 3.32 | 3.62 | 3.91 | 4.34 |
| **估值比率** | | | | | |
| 市盈率 | 208.52 | 121.74 | 27.58 | 17.97 | 12.32 |
| 市净率 | 6.16 | 3.13 | 2.87 | 2.65 | 2.40 |
| EV/EBITDA | 66.20 | 44.95 | 21.06 | 13.12 | 10.07 |
| EV/EBIT | 113.03 | 77.80 | 24.40 | 14.55 | 10.85 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

**一般声明**

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

**特别声明**

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

**投资评级声明**

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|---|---|---|---|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

**天风证券研究**


| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|---|---|---|---|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |