

## 营收保持高增长，股权激励指引未来

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2018年上半年业绩公告,实现营业收入30.54亿元,同比增长66.38%;归属上市公司股东的净利润为786.36万元,同比下降57.22%。同时,公司公告2018年1~9月归属于上市公司股东的净利润为1.27~1.52亿元,同比增长147.11%~195.76%。
- **营收保持高增长,主营业务毛利率稳定,多方面原因影响利润。**2018年上半年,公司的全球业务继续保持快速增长,并购整合效果显著,第三代融合指挥中心、宽窄带融合解决方案等实现规模销售。2018年上半年,公司实现营业收入30.54亿元,同比增长66.38%。其中,公司“精工智坊”高端制造进一步升级,上半年取得突出成效,OEM产品实现销售收入7.73亿元,同比增长256.92%。公司终端和系统产品毛利率保持稳定,但因低毛利率的OEM产品收入占比大幅提升,导致公司整体毛利率有所下滑5.4个百分点。2018年,公司实现归母净利润786.36万元,同比下降57.22%,归母净利润下滑的原因主要有:并购赛普乐和诺赛特带来的并表效应,导致管理费用和销售费用保持较高水平;利息支出和汇兑损失导致财务费用大幅增加其中利息支出9949万元,同比去年增加了7183万元;面对海外竞争对手的诉讼,公司积极应诉并确保业务的正常开展,导致相关费用同比有所提升。
- **持续研发高投入,股权激励提供长久发展动力。**公司是全球领先的同时掌握TETRA、DMR、PDT、LTE等技术及拥有成熟应用的企业。公司始终将技术创新视为企业发展的核心动力,研发投入占销售收入比例持续多年维持在10%以上,目前公司在全球5个国家设有研发中心。近日,公司发布《第一期限制性股票激励计划(草案)》,拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过3631.46万股。本次股权激励计划各期绩效考核目标为:2018年度净利润不低于6.0亿元且2019年度净利润不低于7.8亿元,或2018年度净利润与2019年度净利润合计不低于14.0亿元;2020年度净利润不低于10.0亿元;2021年度净利润不低于12.5亿元。严苛的股权激励条件有效提高员工的凝聚力和创造性,有利于公司发展战略和经营计划的实现。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2018-2020年EPS分别为0.34、0.44、和0.59元,我们看好公司在专网设备领域的技术优势以及业绩高增长性,首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示:** 海外市场拓展或不达预期,并购标的协作落地或不及预期,费用控制或不及预期,汇率风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5351.53	8142.88	11012.20	14397.08
增长率	55.77%	52.16%	35.24%	30.74%
归属母公司净利润(百万元)	244.86	618.66	806.96	1075.30
增长率	-39.06%	152.65%	30.44%	33.25%
每股收益EPS(元)	0.13	0.34	0.44	0.59
净资产收益率ROE	4.33%	9.85%	11.57%	13.61%
PE	66	26	20	15
PB	2.88	2.59	2.33	2.06

数据来源:Wind,西南证券

### 西南证券研究发展中心

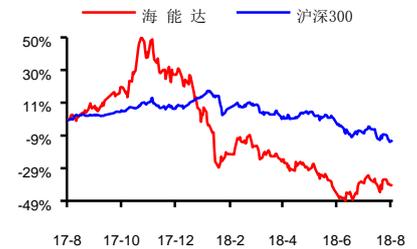
分析师:刘言  
执业证号:S1250515070002  
电话:023-67791663  
邮箱:liuyan@swsc.com.cn

联系人:王彦龙  
电话:010-57631191  
邮箱:wangyanl@swsc.com.cn

联系人:程硕  
电话:010-57631190  
邮箱:chengs@swsc.com.cn

联系人:黄弘扬  
电话:021-58351773  
邮箱:hhy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源:聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	18.16
流通A股(亿股)	10.48
52周内股价区间(元)	7.59-22.3
总市值(亿元)	162.51
总资产(亿元)	134.54
每股净资产(元)	3.07

### 相关研究

## 目 录

<b>1 专业无线通信龙头企业</b> .....	<b>1</b>
1.1 聚焦专网通信，业绩值得期待 .....	1
1.2 股权激励调动积极性，注重长远发展 .....	3
<b>2 拥有完整的专网产品组合，持续研发保持强竞争力</b> .....	<b>4</b>
2.1 专网通信需求巨大，宽窄带融合趋势明显 .....	4
2.2 提供 PDT/ DMR/TETRA 全系列产品，战略布局宽窄带融合 .....	5
2.3 注重研发投入，市场竞争力不断加强 .....	6
<b>3 盈利预测与估值</b> .....	<b>7</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>8</b>

## 图目录

图 1: 公司 2014 年以来营业收入及增速 .....	2
图 2: 公司 2014 年以来归母净利润及增速 .....	2
图 3: 公司 2014 年以来毛利率及净利率 .....	2
图 4: 公司 2014 年以来三费率 .....	2
图 5: 公司 2018 年上半年产品收入结构 .....	3
图 6: 公司 2014 年以来地区营业收入占比 .....	3
图 7: 全球专网通信行业市场规模预测 (单位: 亿元) .....	4
图 8: 中国专网通信行业市场规模预测 (单位: 亿元) .....	4
图 9: 公司主要产品 .....	5
图 10: 公司近三年研发人员情况 .....	6
图 11: 公司研发支出及占比情况 .....	6

## 表目录

表 1: 限制性股票激励计划在各激励对象间的分配情况 .....	3
表 2: 公司非公开发行股票募投项目 .....	6
表 3: 分业务收入及毛利率 .....	7
表 4: 专网通信领域可比公司估值 .....	7
附表: 财务预测与估值 .....	9

## 1 专业无线通信龙头企业

### 1.1 聚焦专网通信，业绩值得期待

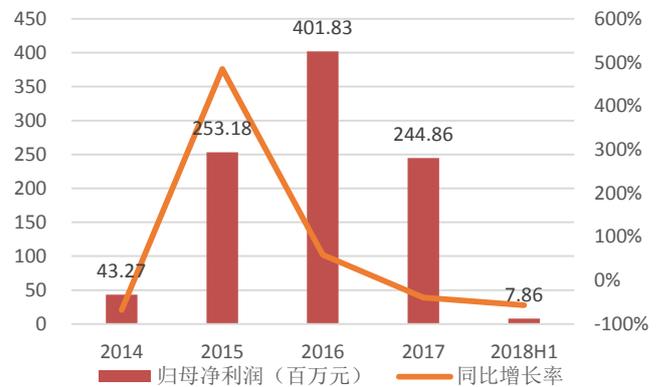
公司是国内专业无线通信行业的龙头企业，也是全球主要的专业无线通信设备提供商之一。公司主要从事对讲机终端、集群系统等专业无线通信设备的研发、生产、销售和服务，并提供整体解决方案。公司的专业无线通信产品主要应用于政府公共安全部门、公用事业以及工商企业的应急通信、指挥调度和日常工作通信等。在国内，公司打破了专业无线通信市场长期被进口品牌主导的局面，超越了建伍、艾可慕等较早进入中国市场的国际知名企业，在专业无线通信行业树立了良好声誉。在全球市场，公司凭借强大的自主研发能力、丰富的产品创新设计、产品高性价比以及快速客户化定制等优势，市场份额和品牌影响力不断提升。近年来公司及其“HYT”牌产品先后被国家发展和改革委员会、工业和信息化部、商务部、国家税务总局、中华人民共和国科技部、环境保护部、商务部、质量监督检验检疫总局等机构评为“国家规划布局内重点软件企业”、“广东省自主创新 100 强企业”、“中国驰名商标”、“国家级高新技术企业”等荣誉称号。

公司主要采取大客户直销模式(即公司采取项目投标方式直接销售)和渠道销售模式(即通过经销商实现对外销售)相结合的销售模式。其中大客户直销是指针对政府与公共安全部门、机场、港口、铁路等行业客户，由公司直接参与招标所形成的销售，销售订单一般包括系统产品或解决方案，以及需要系统支持的终端产品。渠道销售是指通过经销商进行销售，经销商价格由公司每年年初根据价格政策确定，除短期促销外一年内基本不变。渠道销售产品主要包括终端产品，一般不需要提供复杂的解决方案，主要面向酒店、建筑、物业、商场、水利、电力等工商业和部分公用事业市场。

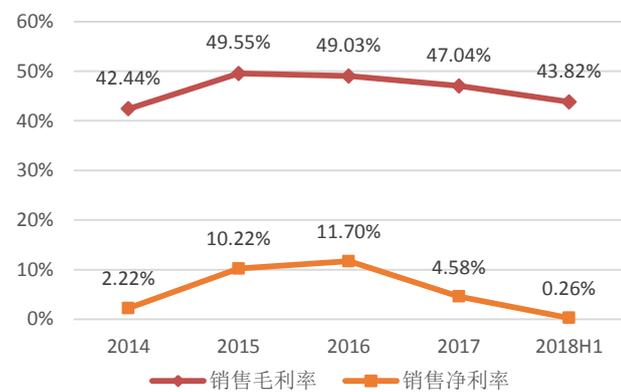
**收入保持高增长，多方面原因影响利润。**2018年上半年公司实现营业收入 30.54 亿元，同比增长 66.38%。收入高速增长原因主要有：海外业务稳步增长；并购整合效果显著，2018年上半年赛普乐和诺赛特合计贡献销售收入 6.04 亿元，占公司销售收入的 19.76%；第三代融合指挥中心、宽窄带融合解决方案等实现规模销售；公司“精工智坊”高端制造进一步升级，2018年上半年 OEM 产品实现销售收入 7.73 亿元，同比增长 256.92%。公司在上半年实现归母净利润 786.36 万元，同比下降 57.22%，归母净利润下滑的原因主要有：并购赛普乐和诺赛特带来的并表效应，导致上半年管理费用和销售费用保持较高水平；利息支出和汇兑损失导致财务费用大幅增加，2018年上半年公司利息支出 9950 万元，同比去年增加了 7183 万元，汇兑损失 4834 万元，同比去年增加了 5894 万元；主营业务毛利率保持稳定，但因收入结构变化，导致公司整体毛利率有所下滑；面对海外竞争对手的诉讼，公司积极应诉并确保业务的正常开展，导致相关费用同比有所提升。

**图 1: 公司 2014 年以来营业收入及增速**

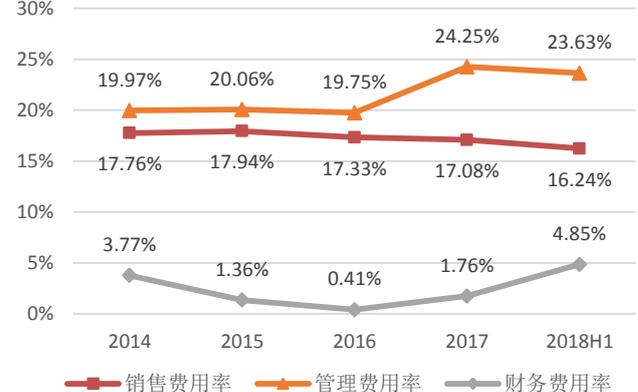

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 2: 公司 2014 年以来归母净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

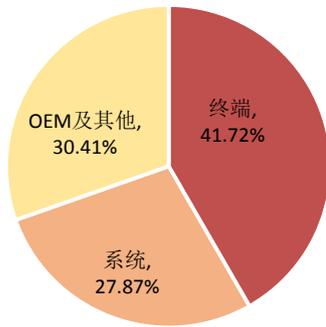
**图 3: 公司 2014 年以来毛利率及净利率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

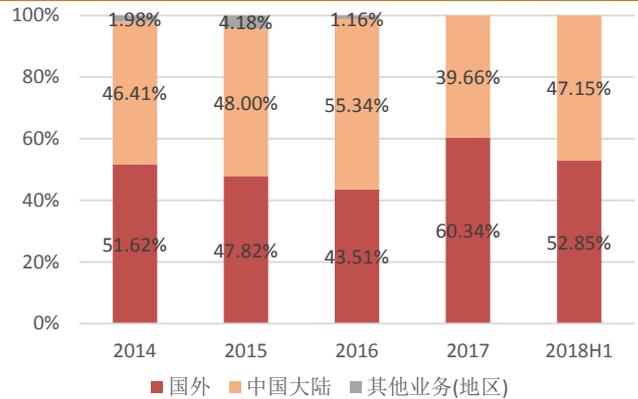
**图 4: 公司 2014 年以来三费率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司产品以专业无线通信设备为主, 国内外销售业绩都实现高速增长。经过多年持续布局, 公司目前已经成长为全球为数不多的掌握关键数字无线集群通信技术, 并能提供 TETRA、PDT、DMR、专网 LTE 等全系列标准产品的专网通信设备商。从产品维度看, 2018 年上半年公司终端、系统、OEM 及其他产品收入分别为 12.74 亿元、8.51 亿元、9.29 亿元, 占总营收比例分别为 41.72%、27.87%、30.41%; 从国内外市场来看, 2018 年上半年, 公司海外市场销售实现 16.14 亿元, 同比增长 53.18%, 占总营收的比例为 52.85%; 国内市场销售实现营收 14.40 亿元, 同比增长 84.18%, 占总营收的比例为 4%。

**图 5: 公司 2018 年上半年产品收入结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 6: 公司 2014 年以来地区营业收入占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 1.2 股权激励调动积极性, 注重长远发展

2018 年 7 月 9 日, 公司发布《第一期限限制性股票激励计划(草案)》, 股票来源为公司向激励对象定向发行公司股票, 本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过 3,631.46 万股, 约占本激励计划签署时公司股本总额 181,573.22 万股的 2.00%, 首次授予价格为 4.16 元/股。其中首次授予 3,086.74 万股, 约占本激励计划公布时公司股本总额的 1.70%; 预留 544.72 万股, 约占本激励计划公布时公司股本总额的 0.30%。2018 年 10 月 10 日, 公司发布《第一期限限制性股票激励计划人员名单》, 授予的激励对象总人数为 906 人, 包括公司部分董事、高级管理人员以及公司董事会认为需要进行激励的中层管理人员及核心技术(业务)骨干(含控股子公司)。此次股权激励计划以达到公司净利润考核目标作为激励对象所获限制性股票解除限售的条件之一, 各期绩效考核目标为: 第一个解除限售期, 2018 年度净利润不低于 6.0 亿元且 2019 年度净利润不低于 7.8 亿元, 或 2018 年度净利润与 2019 年度净利润合计不低于 14.0 亿元; 第二个解除限售期, 2020 年度净利润不低于 10.0 亿元; 第三个解除限售期, 2021 年度净利润不低于 12.5 亿元。

本次股权激励计划将充分调动公司高层管理人员及相关员工的积极性, 有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起, 增强员工对实现公司持续、稳健、健康发展的责任感、使命感, 有效提高员工的凝聚力和创造性, 有利于公司发展战略和经营计划的实现。

**表 1: 限制性股票激励计划在各激励对象间的分配情况**

姓名	职务/职位	份额(万股)	占授予限制性股票的比例	占公司股本总额的比例
蒋叶林	非独立董事	80.00	2.20%	0.04%
孙萌	非独立董事	70.00	1.93%	0.04%
曾华	副总经理、非独立董事	50.00	1.38%	0.03%
武美	副总经理、非独立董事	50.00	1.38%	0.03%
周炎	副总经理、董事会秘书	40.00	1.10%	0.02%
许诺	副总经理、非独立董事、财务总监	30.00	0.83%	0.02%
中层管理人员、核心技术(业务)骨干(900人)		2,766.74	76.19%	1.52%
预留部分		544.72	15.00%	0.30%
合计		3,631.46	100.00%	2.00%

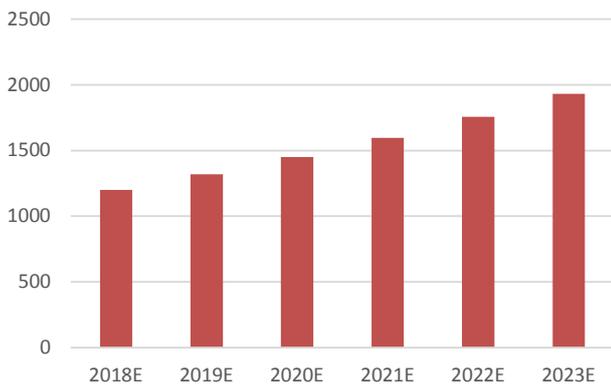
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 拥有完整的专网产品组合，持续研发保持强竞争力

### 2.1 专网通信需求巨大，宽窄带融合趋势明显

国内外需求驱动专网通信技术升级和规模扩大。2018 年上半年，随着数字中国战略深入推进，我国应急管理体制建立并得到完善，应急管理部和安全生产委员会陆续成立，应急通信在我国重大活动安保和安全生产领域的重要性与日俱增。四部委联合发文，明确在应急处置方面，将重点发展应急指挥通信等产品，宽带集群专网、公专融合、卫星通信等新技术和模式被纳入应急体系“十三五”规划，为我国专网通信行业发展提供了政策指引，行业正迎来新的发展机遇。放眼全球，世界经济复苏持续向好，但与此同时，全球化也导致部分地区公共安全形势日益严峻，世界各国对更智能高效的专网应急通信产品需求愈发强烈，对全球专网通信产业发展水平提出了更高要求，专业技术产品的升级换代迫在眉睫。根据前瞻产业研究院的预测数据，2018-2023 年全球专网通信市场规模增速在 10% 左右，有望在 2023 年超过 1900 亿元，我国未来 5 年的专网通信行业市场规模增速将保持 15% 左右的增速，2022 年市场规模将达到 273 亿元。

图 7：全球专网通信行业市场规模预测（单位：亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 8：中国专网通信行业市场规模预测（单位：亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

**目前数字专网通信成为主流。**专网通信在技术上经历了模拟常规通信、模拟集群通信和数字通信三个阶段。根据工信部在 2009 年发布的《关于 150MHz、400 MHz 频段专用对讲机频率规划和使用管理有关事宜的通知》，中国对讲机模拟技术体制转为数字技术体制共 5 年过渡期，2016 年 1 月 1 日数字对讲机将全面取代模拟对讲机。2015 年工信部延长 400MHz 频段模拟对讲机的有效期 2 年，2017 年为“模拟转数字”最后一年。数字通信凭借更高的频谱利用率、更优质的通话质量、更快的数据传输、更安全的通信保障等特点，成为目前主流发展趋势。目前全球广泛应用的专网数字通信标准有 DMR、TETRA、P25、PDT 等，其中 PDT 是由我国公安部牵头，海能达作为总体组组长并联合国内其他厂商共同制定的。

**宽窄带融合成为专网发展趋势，世界主要国家已建立相关方案。**社会的发展和进步使得用户对于专网通信的需求逐渐从语音调度、短数据传输向图片和视频传输转变，而专网通信现有的窄带集群系统只能提供语音调度业务，难以满足用户对图片、视频等宽带多媒体业务的需求，从而专网通信的宽带化趋势明显。而窄带网络拥有语音呼叫延迟低、安全性、网络优先级等特点，纯宽带专网很难在紧急突发事件中满足用户对稳定、可靠的语音指挥调度的需求。因此，以窄带网络传输关键语音、宽带网络传输多媒体数据业务的宽窄带融合形式组

网，成为专网通信宽带化的普遍共识。世界主要国家都已建立了宽窄带融合的公共安全专网通信建设方案。美国 2010 年发布《国家宽带计划》和《全国无线行动计划》，确定形成 P25+LTE 的国家公共安全移动通信专网，欧盟也已确定 TETRA+LTE 的公共安全宽带集群技术发展路线。我国公安部 2012 年发布《警用数字集群技术报告》，明确指出采用 PDT+LTE 的技术路线建设中国安全无线专网，国务院 2017 年发布《国家突发事件应急体系建设“十三五”规划》，提出要制定不同类别通信系统的现场应急通信互联互通标准，研发基于 4G/5G 的应急通信手段，加快城市基于 1.4GHz 频段的宽带数字集群专网系统建设，加强无线电频率管理，满足应急状态下海量数据、高宽带视频传输和无线应急通信等业务需要。

## 2.2 提供 PDT/DMR/TETRA 全系列产品，战略布局宽窄带融合

**拥有完整的专网产品组合，致力于构筑安全世界。**公司拥有从模拟、数字到宽窄带融合的完整的专网产品组合，包括数字对讲机与集群系统、智能对讲机与系统、指挥调度、专网物联网与应急通信、通信指挥车、卫星通信及智能配件等七大产品组合，致力于为全球政府和各行各业的客户提供更先进、更有效的专网通信智慧融合解决方案，帮助客户从容应对日常指挥调度、公共安全与应急、救灾、反恐等极端场景，构筑安全世界。

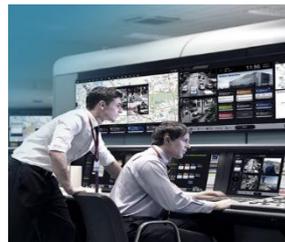
图 9：公司主要产品



数字对讲机与集群系统



智能对讲机与系统



指挥与调度



通信指挥车



专网物联网与应急通信



卫星通信



智能配件



Sinclair 天线

数据来源：公司公告，西南证券整理

**PDT、DMR、TETRA 三大制式全面发力。**公司是目前全球极少数同时掌握 PDT、DMR、TETRA 等主流数字标准核心技术的厂商。PDT 产品方面，公司推出一系列 PDT 新产品及解决方案，为公共安全用户提供更高性能的数字集群通信设备和更优化的软件功能，获得客户高度认可，市场份额遥遥领先；DMR 方面，公司不断完善 DMR 常规系统功能和丰富 DMR 终端产品线，持续提升在全球公用事业及工商业市场的竞争力；TETRA 方面，公司持续整合英国子公司赛普乐的 TETRA 业务，完善公司在 TETRA 领域的产业布局，不断提升技术实力和全球市场占有率。

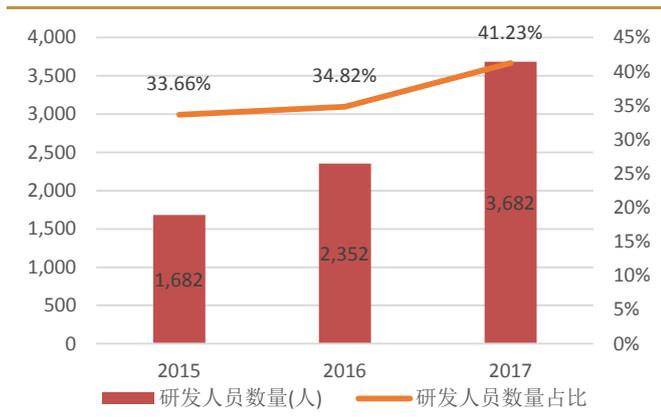
**战略布局宽窄带融合，产品实现量产交付。**公司积极布局下一代宽带产品的研发，宽窄带融合相关技术取得突破性进展，2017 年 5 月，公司发布了宽窄带融合的终端产品，并持

续研发,不断丰富和完善产品线系列。专网通信行业的客户对宽带融合产品需求逐步上升,随着公司宽带融合终端产品的量产,已形成规模销售。在国际市场,成功中标并签署了《安哥拉公共安全一体化平台集群系统采购合同》;在国内市场,宽带系统完成多个城市实验局的部署,为下一阶段宽带产品的推广和大规模应用奠定了坚实基础。随着公司宽带融合终端产品的量产,公司迅速切入宽带专网市场,形成新的业绩增长点。

## 2.3 注重研发投入,市场竞争力不断加强

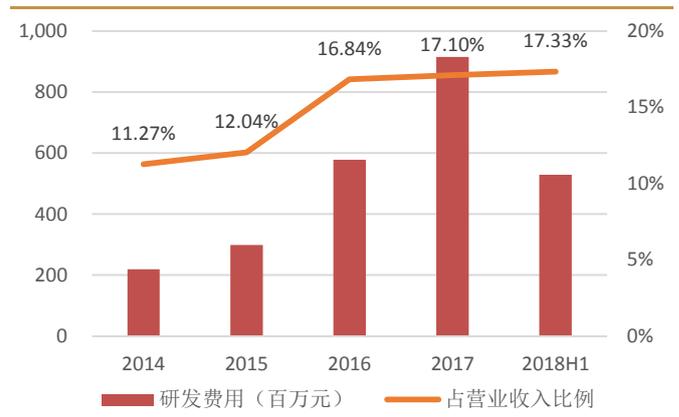
将技术创新视为企业发展的核心动力,持续加大研发投入。公司专注于创新,持续的研发高投入是企业创新发展的第一推动力,公司研发投入占总营收的比例持续上升,研发人员数量占公司员工总数比例超过 40%,在全球建有深圳、哈尔滨、南京、鹤壁、东莞松山湖、德国巴特明德、英国剑桥、西班牙萨拉戈萨、加拿大温哥华、多伦多共 10 个研发中心。公司通过在专网通信领域 25 年的积累,截止 2018 年上半年,共申请专利 1,802 项,已获授权专利 739 项,其中多数以发明专利为主,并拥有多项达到业界领先水平的核心技术及自主知识产权。公司不断丰富和优化产品功能,完善产品线系列,特别是下一代宽带产品的研发进展顺利,宽带融合终端已实现商用,宽带系统产品在多个城市完成实验局的部署,第三代融合指挥中心已顺利实现商用。公司在研发技术和市场开拓等方面不断投入,使得公司在数字产品的市场竞争力不断加强,品牌影响力和客户认可度持续提升。

图 10: 公司近三年研发人员情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 公司研发支出及占比情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**非公开发行助力研发项目。**2017 年 12 月,公司完成第二次非公开发行股票,共向陈清州和招证资管-海能达第三期员工持股计划等 2 名合格投资者发行股份 66,798,434 股,每股发行价格为 11.28 元,募集资金总额 753,486,335.52 元,扣除发行费用人民币 15,865,344.31 元,实际募集资金净额为人民币 737,620,991.21 元。此次非公开发行为公司第三代融合指挥中心研发项目、专网宽带无线自组网技术研发项目提供了有力的资金支持。

表 2: 公司非公开发行股票募投项目

序号	项目名称	拟以募集资金投入金额(万元)	拟以自有资金投入金额(万元)	合计
1	第三代融合指挥中心研发项目	24,000.00	46,000.00	70,000.00
2	专网宽带无线自组网技术研发项目	49,762.10	62,237.90	112,000.00
合计		73,762.10	108,237.90	182,000.00

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3 盈利预测与估值

#### 关键假设:

假设 1: 受益于国内外对公共安全问题的重视程度加强, 专网建设投资不断加大, 根据前瞻产业研究院的预测数据, 2018-2023 年全球专网通信市场规模增速在 10% 左右, 公司作为全球专网设备龙头, 假设公司在国际市场拓展顺利, 市占率稳步提升, 毛利率稳定在 56% 左右。

假设 2: 公司“精工智坊”高端制造进一步升级, 上半年 OEM 业务规模扩大, 假设公司继续坚持此种战略, 且 OEM 产品毛利率稳中略有下降。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

**表 3: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
终端	收入	2,448.46	3231.97	4136.92	5171.15
	增速	39.87%	32.00%	28.00%	25.00%
	毛利率	54.20%	57.00%	56.00%	56.00%
系统	收入	1,967.79	2853.30	3994.61	5193.00
	增速	90.17%	45.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	47.76%	49.00%	49.00%	49.00%
OEM 及其他	收入	935.28	2057.62	2880.66	4032.93
	增速	53.19%	120.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	26.79%	20.00%	19.00%	19.00%
合计	收入	5,351.53	8,142.88	11,012.19	14,397.07
	增速	55.77%	52.16%	35.24%	30.74%
	毛利率	47.04%	44.85%	43.78%	43.11%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取专网通信领域公司进行相对估值。

**表 4: 专网通信领域可比公司估值**

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
	(2018.8.20)	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
北讯集团	19.58	0.20	0.83	1.11	1.56	112.65	23.64	17.62	12.59
海格通信	7.85	0.13	0.23	0.31	0.41	75.45	33.93	25.12	18.88
佳讯飞鸿	6.11	0.20	0.28	0.35	0.45	39.62	21.08	16.83	13.24
烽火电子	6.36	0.12	0.16	0.20	0.25	74.01	35.83	28.74	22.96
均值						75.43	28.62	22.08	16.92

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.34、0.44、和 0.59 元, 我们看好公司在专网设备领域的技术优势以及业绩高增长性, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 4 风险提示

海外市场拓展或不及预期，并购标的协作落地或不及预期，费用控制或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5351.53	8142.88	11012.20	14397.08	净利润	244.86	618.65	806.96	1075.30
营业成本	2834.12	4491.02	6190.84	8190.41	折旧与摊销	320.72	579.09	579.09	579.09
营业税金及附加	50.48	40.71	71.34	86.17	财务费用	94.32	219.45	220.61	231.77
销售费用	913.93	1278.43	1717.90	2202.75	资产减值损失	86.84	0.00	0.00	0.00
管理费用	1297.71	1482.00	1993.21	2591.47	经营营运资本变动	153.49	-1231.75	-1164.34	-1235.96
财务费用	94.32	219.45	220.61	231.77	其他	-1143.49	-3.29	0.22	0.44
资产减值损失	86.84	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-243.26</b>	<b>182.16</b>	<b>442.54</b>	<b>650.64</b>
投资收益	9.11	0.00	0.00	0.00	资本支出	-960.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2004.46	69.23	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2965.00</b>	<b>69.23</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>244.00</b>	<b>631.26</b>	<b>818.30</b>	<b>1094.50</b>	短期借款	2270.31	-710.07	120.44	-1.17
其他非经营损益	2.61	13.00	13.00	13.00	长期借款	1265.28	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>246.62</b>	<b>644.26</b>	<b>831.30</b>	<b>1107.50</b>	股权融资	765.91	0.00	0.00	0.00
所得税	1.75	25.60	24.35	32.20	支付股利	-61.10	-48.14	-112.82	-146.91
净利润	244.86	618.65	806.96	1075.30	其他	50.11	-433.65	-220.61	-231.77
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>4290.50</b>	<b>-1191.86</b>	<b>-212.99</b>	<b>-379.85</b>
归属母公司股东净利润	244.86	618.66	806.96	1075.30	<b>现金流量净额</b>	<b>1026.80</b>	<b>-940.46</b>	<b>229.55</b>	<b>270.79</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1591.89	651.43	880.98	1151.77	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3586.70	5605.57	7613.10	9895.31	销售收入增长率	55.77%	52.16%	35.24%	30.74%
存货	1699.74	2722.66	3768.48	4998.55	营业利润增长率	-13.76%	158.71%	29.63%	33.75%
其他流动资产	178.00	164.31	222.21	290.51	净利润增长率	-39.06%	152.65%	30.44%	33.25%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	46.93%	116.95%	13.16%	17.76%
投资性房地产	21.52	21.52	21.52	21.52	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1869.41	1676.15	1482.89	1289.62	毛利率	47.04%	44.85%	43.78%	43.11%
无形资产和开发支出	4100.37	3723.96	3347.55	2971.14	三费率	43.09%	36.60%	35.70%	34.91%
其他非流动资产	882.19	872.77	863.36	853.94	净利率	4.58%	7.60%	7.33%	7.47%
<b>资产总计</b>	<b>13929.83</b>	<b>15438.38</b>	<b>18200.08</b>	<b>21472.36</b>	ROE	4.33%	9.85%	11.57%	13.61%
短期借款	2506.16	1796.09	1916.53	1915.37	ROA	1.76%	4.01%	4.43%	5.01%
应付和预收款项	2350.29	3607.48	4932.53	6545.81	ROIC	5.43%	9.66%	10.82%	12.63%
长期借款	1628.49	1628.49	1628.49	1628.49	EBITDA/销售收入	12.32%	17.56%	14.69%	13.23%
其他负债	1794.45	2125.61	2747.68	3479.46	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8279.40</b>	<b>9157.68</b>	<b>11225.24</b>	<b>13569.13</b>	总资产周转率	0.52	0.55	0.65	0.73
股本	1815.02	1815.73	1815.73	1815.73	固定资产周转率	4.11	6.05	9.55	14.99
资本公积	2678.99	2678.28	2678.28	2678.28	应收账款周转率	1.95	1.98	1.87	1.84
留存收益	1215.92	1786.44	2480.58	3408.97	存货周转率	2.12	1.99	1.88	1.85
归属母公司股东权益	5650.18	6280.45	6974.59	7902.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.21%	—	—	—
少数股东权益	0.25	0.25	0.25	0.24	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5650.43</b>	<b>6280.70</b>	<b>6974.84</b>	<b>7903.23</b>	资产负债率	59.44%	59.32%	61.68%	63.19%
负债和股东权益合计	13929.83	15438.38	18200.08	21472.36	带息债务/总负债	49.94%	37.40%	31.58%	26.12%
					流动比率	1.14	1.30	1.37	1.43
					速动比率	0.87	0.91	0.96	0.99
					股利支付率	24.95%	7.78%	13.98%	13.66%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.13	0.34	0.44	0.59
					每股净资产	3.11	3.46	3.84	4.35
					每股经营现金	-0.13	0.10	0.24	0.36
					每股股利	0.03	0.03	0.06	0.08
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	659.05	1429.80	1618.01	1905.37					
PE	66.37	26.27	20.14	15.11					
PB	2.88	2.59	2.33	2.06					
PS	3.04	2.00	1.48	1.13					
EV/EBITDA	27.63	12.71	11.16	9.34					
股息率	0.38%	0.30%	0.69%	0.90%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn