

2019年03月29日

东软载波 (300183.SZ)

动态分析

业务结构调整良好持续，智能互联全面升级

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营业收入 10.1 亿元，同比上升 10.9%，毛利率 50.2%，同比下降 5.8 个百分点，归属母公司净利润为 1.79 亿元，同比下降 25.0%，每股净利润 0.3814 元，同比下降 27.2%。第四季度公司实现营业收入为 3.89 亿元，同比上升 28.3%，归属上市公司股东净利润为 6,126 万元，同比上升 16.9%。2018 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2.0 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

◆ **2018 年公司业务整体收入实现小幅增长，IC 设计成为关注点：**公司 2018 年全年销售收入同比提升 10.9% 达到了 10.1 亿元，在国家电网电能表招标采购存在不确定性的情况下，公司一方面维持了电力线载波通信业务的收入规模保持稳定，另外一方面，在集成电路设计领域内实现了快速高效的成长，2018 年对外销售的芯片产品收入同比增加 98.5%，达到了 2.1 亿元，在收购上海东软载波微电子之后，无论是产品结构还是渠道开拓方面在过去 3 年均取得了良好的效果。公司基于载波通信及各类无线通讯为基础的智能家居和智慧楼宇业务 2018 年尚未释放，随着青岛生产基地和运营中心落地，公司的相关业务也有着良好的发展预期。

◆ **产品结构影响盈利能力，公司经营效率改善：**2018 年公司的毛利率同比下降 5.8 个百分点为 50.2%，分产品看，电力线载波通信业务在国家电网招标改革的过程中，毛利率受到影响进而影响整体毛利率水平。IC 设计业务则呈现出收入盈利能力同步提升的情况，2018 年在上游晶圆代工的产能和成本有所缓解的情况，毛利率同比回升 10.7 个百分点为 35.8%，逐步恢复正常水平。主要的费用率水平看，除了研发投入增加带来研发费用率提升外，销售、管理等均持平或小幅下降。公司逐步以 IC 设计、智慧楼宇等市场为主要发展方向，研发投入将会是不可或缺的重要组成部分，因此我们仍然看到公司在管理能力方面的改善。

◆ **2019 年业务拼图持续完善，短期波动瑕不掩瑜：**根据公司披露的 2019 年第一季度的业绩预告看，归属母公司股东净利润同比下降 50%~20%，约为 2,157~3,452 万元，主要原因是 2019 年第一季度国家电网 HPLC 载波通信模组招标工作各省市陆续开始，实际供货需要时间。公司对于 2019 年整体的战略方面可以看到，无论是研发还是市场，在经过了过去 3 年发展，逐步对于国家电网的采购订单依赖向更加自主经营的 IC 设计、智慧家庭方向拓展，尽管在收入和毛利率方面短期面临着不确定性的波动，但是在产业布局上的持续完善，实现政府订单、企业订单、消费市场出货的稳健经营模式，有效拓展了未来发展的空间和抗风险能力。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.44、0.57 和 0.64 元。净资产收益率分别为 7.0%、8.6% 和 9.0%，给予买入-B 投资建议。我们认为公司在以智能电网招标为主的业务结构继续向 IC 设计等多条线发展转型，目前取

通信 | 通信终端及配件 III

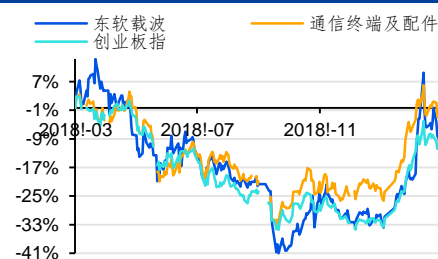
 投资评级 **买入-B(下调)**

 股价(2019-03-28) **15.50 元**

交易数据

总市值(百万元)	7,281.43
流通市值(百万元)	4,157.89
总股本(百万股)	469.77
流通股本(百万股)	268.25
12个月价格区间	9.89/20.34 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.27	1.6	2.21
绝对收益	11.27	31.69	-6.97

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

相关报告

东软载波：国网 HPLC 招标暂未启动，集成电路业务高速增长 2018-08-17

东软载波：受制产业不景气 2017 年业绩承压，载波通信集成电路双轮驱动未来 2018-04-26

东软载波：载波通信搭台、IC 设计唱戏、智能家居腾飞 2017-09-07

东软载波：智能电表订单稳健提升，集成电路大幅增长 2017-05-01

东软载波：智能电表业绩贡献稳健，集成电路带来增长潜力 2017-01-22

得良好的效果,但是未来尤其是短期仍然存在不确定性,因此将风险评级有所提升。

- ◆ **风险提示:** 国家电网及南方电网的新一轮电能表改造推进速度不及预期;电能表模块产品采购价格及公司份额占比降低超预期;集成电路 MCU 类产品市场竞争加剧出货量及盈利能力不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	913.4	1,013.3	1,024.2	1,204.4	1,328.0
同比增长(%)	-7.2%	10.9%	1.1%	17.6%	10.3%
营业利润(百万元)	236.9	194.4	224.7	291.3	325.2
同比增长(%)	-28.1%	-18.0%	15.6%	29.7%	11.6%
净利润(百万元)	238.1	178.6	206.6	268.0	299.2
同比增长(%)	-33.2%	-25.0%	15.7%	29.7%	11.6%
每股收益(元)	0.51	0.38	0.44	0.57	0.64
PE	30.6	40.8	35.2	27.2	24.3
PB	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2

数据来源: 贝格数据华, 金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2018 年营收稳健推进, 盈利能力有所下降	4
(二) 2018 年四季度逐步进入正轨, 营收业绩有所恢复.....	5
二、经营状况分析.....	7
(一) IC 设计持续快速开拓, 载波通信维持平稳	7
(二) 国内依然是核心区域	7
(三) 未来发展战略及经营计划: 以集成电路设计为基础的物联网应用市场开拓	8
(四) 2019 年第一季度业绩预告: 同比下降	8
三、盈利预测及投资建议	9
四、风险提示	10

图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动	4
图 5: 过往 3 年运营效率	5
图 6: 过往 3 年主要回报率	5
图 7: 过往 3 年负债率.....	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率	6
图 13: 过往 3 年产品细分收入	7
图 14: 过往 3 年产品细分毛利率	7
图 15: 过往 3 年按市场细分收入	7
图 16: 过往 3 年按市场细分毛利率	7
表 1: 收入及毛利率的业务分布	9

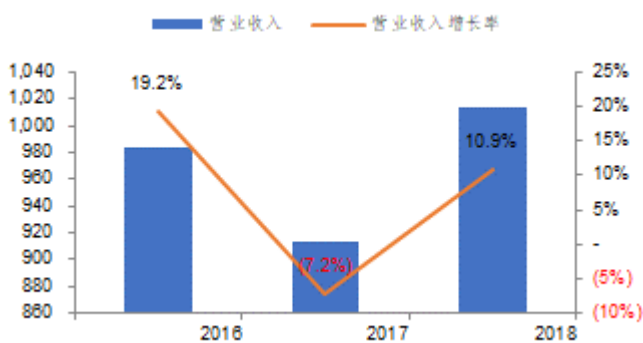
一、财务数据分析

公司 2018 年销售收入同比上升 10.9% 为 10.1 亿元，毛利率水平为 50.2%，同比下降 5.8 个百分点，归属母公司净利润为 1.79 亿元，较去年同期下降 25.0%，每股净利润 0.3814 元，较去年同期下降 27.2%。公司以能源物联网电能计量表为传统基础业务，拓展集成电路设计业务，电力通讯系统解决方案、智能家居、智慧楼宇平台等基于电力线通讯技术，融合其他无线通讯技术的供应商。2018 年业务结构处于变革中，并且电网招标低于预期，使得公司盈利能力有所影响。

（一）2018 年营收稳健推进，盈利能力有所下降

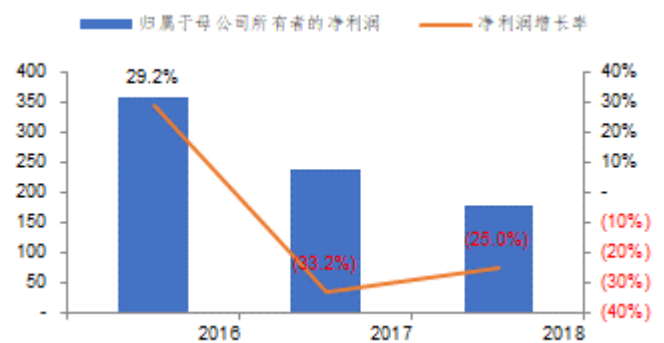
公司 2018 年全年销售收入 10.1 亿元，同比上升 10.9%。公司以能源物联网电能计量表为传统基础业务，拓展集成电路设计业务，电力通讯系统解决方案、智能家居、智慧楼宇平台等基于电力线通讯技术，融合其他无线通讯技术的供应商。2018 年归属上市公司股东净利润为 1.79 亿元，同比下降 25.0%，每股净利润 0.3814 元，同比下降 27.2%。受到国家电网电能表改造推进速度不及预期的情况下，公司盈利能力有所下降。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

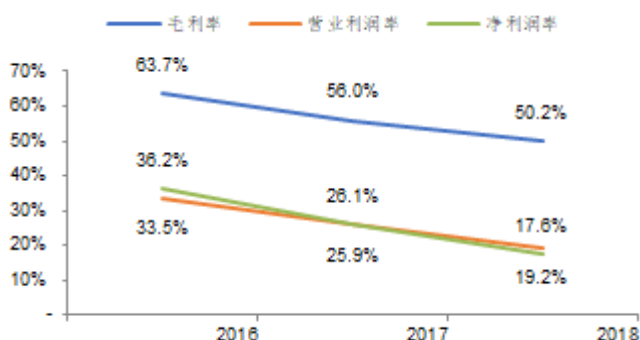
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

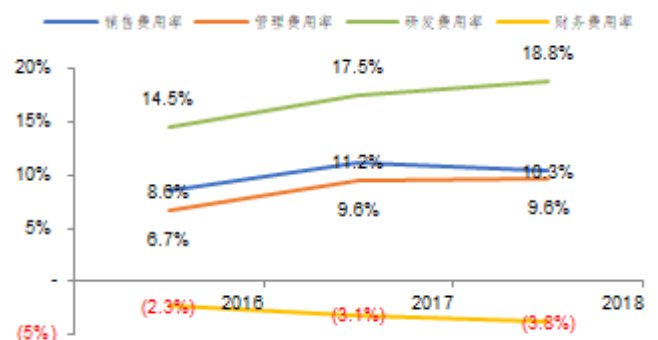
公司 2018 年全年毛利率下降 5.8 个百分点为 50.2%，营业利润率和净利润率均同比下降 6.7 和 8.5 个百分点为 19.2% 和 17.6%。产品结构中毛利率较高的电能表业务的收入规模占比下降使得整体的毛利率有所降低。为拓展宽带产品和智能家居产品，公司在研发费用率方面提升 1.3 个百分点为 18.8%，其他费用率基本维持平稳或小幅下降。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

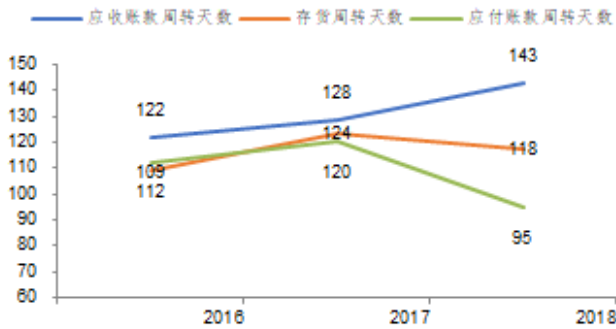
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

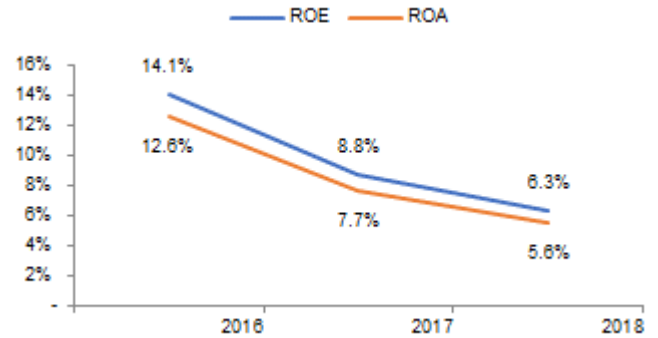
2018 年公司应收账款周转天数为 143 天，应付账款周转天数为 95 天，存货周转天数为 118 天，由于国家电网子公司采购的进度放缓，公司运营效率有所降低。公司 2018 年的 ROE 下降 2.5 个百分点为 6.3%，ROA 同比下降 2.1 个百分点为 5.6%。2018 年随着业务逐步向集成电路设计和智能家居板块转移的过程中，公司的回报率水平也处于调整过程中。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

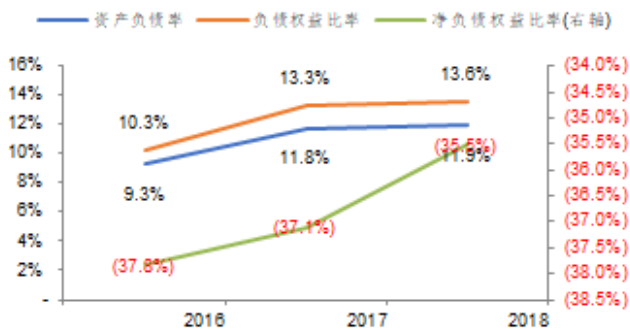
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

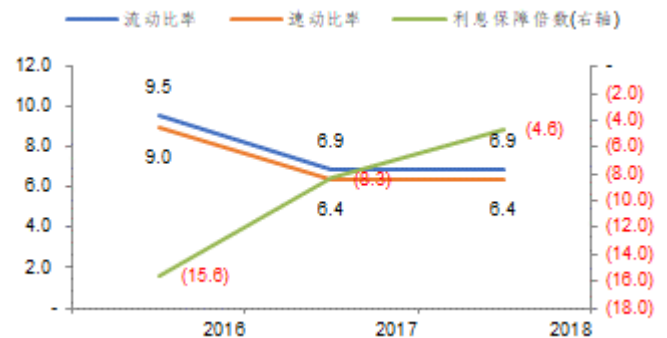
2018 年公司的资产负债率为 13.6%，同比上升 0.3 个百分点，负债权益比为 11.9%，同比上升 0.1 个百分点，净负债权益比率为净现金。公司整体的负债率基本维持稳定。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 3 年短期偿债能力



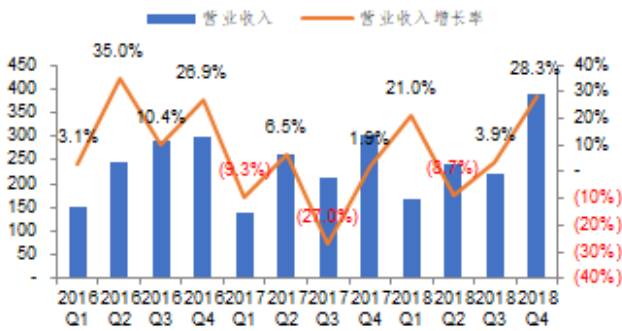
资料来源：Wind，华金证券研究所

短期偿债能力方面，2018 年流动比率、速动比率分别为 6.9 和 6.4，同比基本持平，公司 2018 年为财务费用净收入。

（二）2018 年四季度逐步进入正轨，营收业绩有所恢复

2018 年第四季度公司实现营业收入为 3.89 亿元，同比上升 28.3%，归属上市公司股东净利润为 6,126 万元，同比上升 16.9%。从公司的业务情况看，一方面国家电网的电能表改造在第四季度开始逐步进入了正常的推进过程，另外一方面作为公司集成电路设计产品 MCU 的下游家用电器和消费电子配件的需求旺季，而上游晶圆代工产能的逐步释放，使得相关业务的增长进入到稳健快速的轨道中，推动了收入和利润在第四季度的回升。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

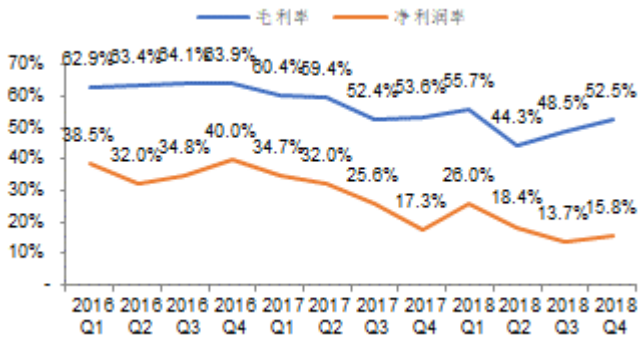
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

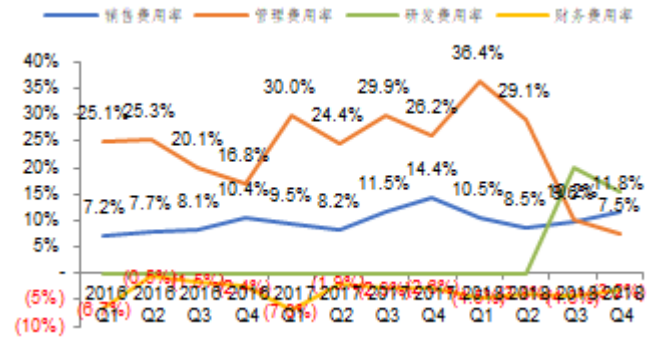
2018 年第四季度，公司毛利率水平为 52.5%，同比下降 1.1 个百分点，但是环比回升了 4.0 个百分点，随着产品市场的出货逐步进入正常轨道，上游的晶圆加工成本有所放缓，公司的盈利能力环比有所恢复。从费用率看，公司在持续改善经营效率，研发费用的投入依然较高，但是按照可比口径销售费用率、管理费用率（综合研发费用率）、财务费用率分别为 11.8%、23.1%和-3.2%，分别同比下降 2.6、2.9 和 0.6 个百分点。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

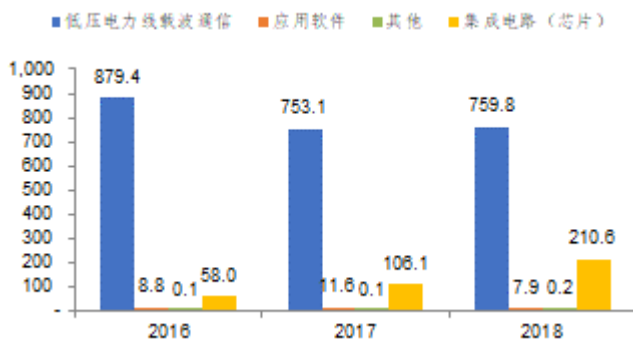
二、经营状况分析

2018 年公司在产品收入结构方面低压电力线载波通信业务的占比仍然最高，但是市场竞争以及招标方式改变使得毛利率出现了下降。IC 设计业务的发展理想，一方面收入规模在收购完成后实现了连续 3 年对外销售的大幅度增长，并且在 2018 年随着上游供给的改善，毛利率也出现了显著的回升。

（一）IC 设计持续快速开拓，载波通信维持平稳

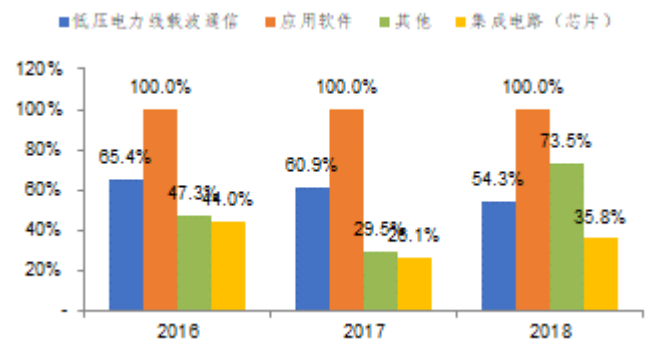
2018 年的产品分布看，低压电力线载波通信业务仍然是主要的收入来源，占比为 75.0%，尽管受到国家电网电能表招标的影响，公司的相关业务收入伴随三季度末开始逐步释放后维持了平稳。值得关注的是，2018 年 IC 设计业务的收入规模为 2.1 亿元，占比达到 20.8%，在收购完成上海微电子后，公司对外销售收入的规模持续快速增长，成为公司业绩成长新的来源。

图 13: 过往 3 年产品细分收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 过往 3 年产品细分毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

产品细分毛利率方面，载波通信业务受到招标方式改革以及市场竞争的影响出现了毛利率的显著下降，同比下降 6.6 个百分点为 54.3%。IC 设计业务则较为理想，上游晶圆代工产能和成本的松动使得公司的 IC 设计业务毛利率回升 10.7 个百分点为 35.8%，逐步恢复正常水平。

（二）国内依然是核心区域

从业务市场分布看，2018 年公司国内市场销售收入占总收入 99.0%，国内依然是核心市场。

图 15: 过往 3 年按市场细分收入

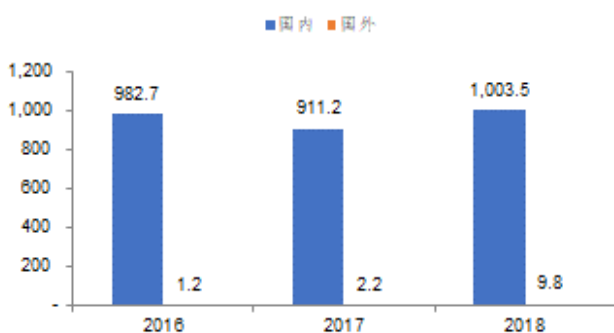
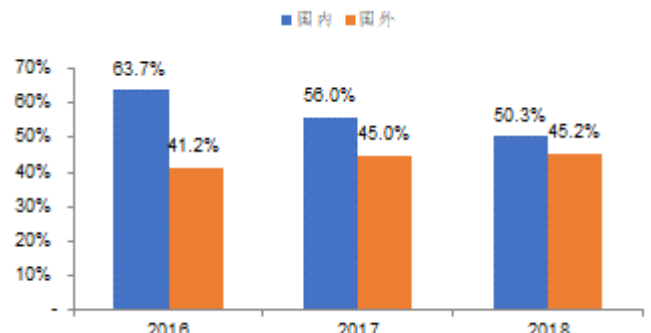


图 16: 过往 3 年按市场细分毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

毛利率方面, 国内市场也是着整体毛利率的核心来源。

(三) 未来发展战略及经营计划: 以集成电路设计为基础的物联网应用市场开拓

2019 年, 公司将继续秉承“市场引导技术、技术推动市场、管理提供保障”的经营理念, 主要的工作方向包括:

- **市场营销方向:** 1) 立足白色家电和小家电等消费类市场的全面升级, 全面主攻 32 位 MCU 为主的高端智能家居以及时尚快消类产品市场; 2) 积极配合国家电网推进 HPLC 宽带标准和 DL/T698 标准进度, 重点研发 HPLC 宽带+微功率双模方案标准, 满足国家电网用电信息采集需求; 加强海外市场的拓展力度; 3) 与大型房地产商的技术合作, 通过跟开发商的合作, 准确把握房地产行业的用户需求, 在智慧家庭方面研发出多款满足用户需求的真正符合人工智能要求的智能化产品。
- **技术研发方向:** 以 AI 边缘计算、物联网控制、工业控制等相关关键芯片的研发为核心, 结合 AI 边缘计算包括深度学习及简易监督学习算法软件、安全控制算法、安全连接协议软件的应用, 布局“芯片、软件、终端、系统、信息服务”产业链。

(四) 2019 年第一季度业绩预告: 同比下降

公司披露 2019 年第一季度业绩预告, 归属上市公司股东净利润约为 2,157 ~ 3,452 万元, 预计同比下降 50% ~ 20%, 主要原因是 2019 年第一季度国家电网 HPLC 载波通信模组招标工作各省公司陆续开始, 开标省份较少, 且尚未开始批量供货, 导致收入有所下降, 也导致公司 2019 年第一季度净利润相比去年同期有一定幅度的下降。

三、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.44、0.57 和 0.64 元。净资产收益率分别为 7.0%、8.6%和 9.0%，给予买入-B 投资建议。对于行业发展的情况看，国网招标模式的改变对于行业内企业存在影响，而公司在以智能电网招标为主的业务结构继续向 IC 设计等多条线发展转型，目前取得良好的效果，我们预计，短期内业务模式转型仍然存在不确定性，并且国网招标的波动仍然不可忽视，因此将风险评级有所提升。

盈利预测主要基于如下假设：

国家电网的电表招标总体数量从 2019 ~ 2021 将会持续上升，之后会进入下降过程，公司的份额与窄带阶段将会发生显著变化，基本维持在 10%左右。价格方面 2019 年预计在 50 元左右，之后有小幅下降的预期。

IC 设计业务将会是大幅度增长的情况，核心增长点是家用电器类 MCU 产品，以及消费电子的配件产品出货量提升。随着智能家居产品的扩张，公司的 IC 设计会保持良好的增长势头。

智能家居业务规模较小，成长空间和速度较大。

毛利率方面，我们认为 2019 年有望提升，主要是受益于上游晶圆加工业务产能的逐步释放带来的成本下降，现有业务的稳定和规模扩张也是毛利率提升的核心因素，但是产品结构的变化使得综合毛利率有所下降。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	913.4	1,013.3	1,024.2	1,204.4	1,328.0
YoY	(7.2%)	10.9%	1.1%	17.6%	10.3%
低压电力线载波通信	753.1	759.8	628.4	655.3	638.0
应用软件	11.6	7.9	9.5	11.4	13.7
系统集成及 IT 咨询服务	42.5	34.7	69.5	104.2	135.5
集成电路（芯片）	106.1	210.6	316.6	433.1	540.3
其他	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
毛利率	56.0%	50.2%	50.4%	49.3%	48.9%
低压电力线载波通信	60.9%	54.3%	57.0%	57.0%	58.0%
应用软件	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
系统集成及 IT 咨询服务	31.7%	36.1%	40.0%	40.0%	40.0%
集成电路（芯片）	26.1%	35.8%	38.0%	38.5%	39.0%
其他	29.5%	73.5%	75.0%	75.0%	75.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司费用基本维持稳定，并且随着自有的楼宇等投入使用后，随着收入规模的持续扩大，公司整体费用率水平也处于平稳下行的过程。研发投入依然是持续开支的重要领域，带来摊销费用的增加，而固定资产开支水平较低。

四、风险提示

国家电网及南方电网的新一轮电能表改造推进速度不及预期；

电能表模块产品采购价格及公司份额占比降低超预期；

集成电路 MCU 类产品市场竞争加剧出货量及盈利能力不及预期；

财务报表预测和估值数据汇总
利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	913.4	1,013.3	1,024.2	1,204.4	1,328.0
减:营业成本	401.9	504.4	508.2	610.7	679.0
营业税费	12.0	12.3	13.9	15.6	17.1
销售费用	102.7	104.8	102.9	127.0	136.9
管理费用	247.5	288.3	253.3	277.2	297.7
财务费用	-28.5	-38.6	-33.4	-34.3	-35.7
资产减值损失	7.2	8.4	10.0	8.5	9.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	66.3	60.9	55.9	92.1	101.6
营业利润	236.9	194.4	224.7	291.3	325.2
加:营业外净收支	0.1	-0.0	-0.1	-0.0	-0.0
利润总额	237.1	194.4	224.6	291.3	325.2
减:所得税	1.0	15.8	18.0	23.3	26.0
净利润	238.1	178.6	206.6	268.0	299.2

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,366.1	1,385.1	1,779.1	1,590.4	2,107.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	313.9	478.2	243.4	616.6	347.3
应收票据	153.9	69.9	155.5	152.8	195.6
预付帐款	9.3	6.2	13.7	13.0	16.0
存货	150.4	174.5	125.9	257.6	173.7
其他流动资产	300.2	310.9	295.5	287.0	279.0
可供出售金融资产	35.0	45.0	38.4	39.5	40.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	29.2	6.2	6.2	6.2	6.2
投资性房地产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产	171.4	236.4	277.7	284.8	275.4
在建工程	214.1	141.7	80.8	50.4	35.2
无形资产	66.3	64.8	68.9	72.6	75.9
其他非流动资产	48.5	52.0	31.4	23.6	20.6
资产总额	3,069.9	3,205.3	3,350.9	3,628.9	3,807.8
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	273.9	212.0	241.2	257.8	308.3
应付票据	1.1	34.8	-15.6	43.2	-11.7
其他流动负债	54.2	79.1	254.2	254.5	258.6
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	27.9	31.1	32.9	30.6	31.6
负债总额	360.9	383.0	415.9	519.9	493.5
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	470.3	469.8	469.8	469.8	469.8
留存收益	2,367.2	2,419.9	2,532.5	2,706.6	2,911.8
股东权益	2,709.0	2,822.3	2,934.9	3,109.0	3,314.2

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	238.1	178.6	206.6	268.0	299.2
加:折旧和摊销	18.7	21.2	35.4	41.1	42.2
资产减值准备	-0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-33.4	-34.3	-35.7
投资损失	-1.5	-14.9	-6.5	-7.6	-9.7
少数股东损益	-2.0	-	-	-	-
营运资金的变动	19.6	6.7	142.9	-386.8	288.1
经营活动产生现金流量	284.1	206.8	371.8	-102.5	597.6
投资活动产生现金流量	-181.7	-24.4	-11.3	-26.5	-22.3
融资活动产生现金流量	70.3	-170.2	33.4	-59.6	-58.2

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	-7.2%	10.9%	1.1%	17.6%	10.3%
营业利润增长率	-28.1%	-18.0%	15.6%	29.7%	11.6%
净利润增长率	-33.2%	-25.0%	15.7%	29.7%	11.6%
EBITDA 增长率	-22.9%	-31.1%	32.8%	31.3%	11.2%
EBIT 增长率	-32.1%	-25.1%	22.7%	34.3%	12.6%
NOPLAT 增长率	-24.4%	-31.1%	66.0%	26.1%	10.8%
投资资本增长率	1.8%	4.5%	-18.9%	33.8%	-21.2%
净资产增长率	7.1%	4.2%	4.0%	5.9%	6.6%
盈利能力					
毛利率	56.0%	50.2%	50.4%	49.3%	48.9%
营业利润率	25.9%	19.2%	21.9%	24.2%	24.5%
净利润率	26.1%	17.6%	20.2%	22.3%	22.5%
EBITDA/营业收入	25.4%	15.7%	20.7%	23.1%	23.3%
EBIT/营业收入	22.8%	15.4%	18.7%	21.4%	21.8%
偿债能力					
资产负债率	11.8%	11.9%	12.4%	14.3%	13.0%
负债权益比	13.3%	13.6%	14.2%	16.7%	14.9%
流动比率	6.89	6.89	6.82	5.96	6.75
速动比率	6.44	6.40	6.49	5.44	6.38
利息保障倍数	-8.34	-4.62	-6.18	-7.81	-8.38
营运能力					
固定资产周转天数	39	73	92	85	77
流动营业资本周转天数	251	231	203	195	191
流动资产周转天数	877	850	898	838	830
应收帐款周转天数	128	143	129	130	132
存货周转天数	124	118	108	115	116
总资产周转天数	1,171	1,130	1,168	1,058	1,022
投资资本周转天数	510	474	434	387	359
费用率					
销售费用率	11.2%	10.3%	10.1%	10.5%	10.3%
管理费用率	27.1%	28.4%	24.7%	23.0%	22.4%
财务费用率	-3.1%	-3.8%	-3.3%	-2.8%	-2.7%
三费/营业收入	35.2%	35.0%	31.5%	30.7%	30.0%
投资回报率					
ROE	8.8%	6.3%	7.0%	8.6%	9.0%
ROA	7.7%	5.6%	6.2%	7.4%	7.9%
ROIC	16.1%	10.6%	21.8%	20.5%	28.8%
分红指标					
DPS(元)	0.35	0.20	0.20	0.20	0.20
分红比率	66.6%	52.4%	45.5%	35.1%	31.4%
股息收益率	2.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.51	0.38	0.44	0.57	0.64
BVPS(元)	5.77	6.01	6.25	6.62	7.06
PE(X)	30.6	40.8	35.2	27.2	24.3
PB(X)	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2
P/FCF	33.9	60.3	15.8	-71.8	11.9
P/S	8.0	7.2	7.1	6.0	5.5
EV/EBITDA	-6.1	-9.1	-8.6	-5.9	-7.0
CAGR(%)	4.0%	18.8%	14.4%	4.0%	18.8%
PEG	7.6	2.2	2.5	6.7	1.3
ROIC/WACC	-	-	-	-	-

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com